

评级：买入 维持评级

公司点评

赵乾明

 分析师 SAC 执业编号：S1130511030017
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

攻城略地，又下一城

事件：圈地南京成功，进军湖南落子

■ 6月20日，公司公告：

- ◆ 6月17日，碧水源与南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司签订正式《合作协议》。合资公司名称由前次公告的南京水务科技有限责任公司变更为南京城建环保水务投资有限公司；注册资本由原定的2亿元，变更为1.5亿元，碧水源出资额由前次公告的1.3亿元变更为7500万元，持有合资公司的比例由65%变更为50%。新公司由南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司控股。
- ◆ 碧水源拟与益阳市城市建设投资开发有限公司（简称“益阳城投”）共同出资在湖南省益阳市设立湖南碧水源科技有限公司。
 - 1) 碧水源以货币出资5760万元（超募资金），占新公司72%的股权；益阳城投以货币出资2240万元，占新公司28%的股权。
 - 2) 新公司的经营范围主要以包括膜及相关产品和技术应用为核心，负责建设膜内衬生产基地，开展城市供水、污水处理、中水回用以及水务固废废弃物处理等环境治理项目的投资、建设、运营及技术服务业务，以及扩展其他环保及生态产业的相关业务。

我们的点评与分析

南京市场圈地成功，湖南市场进军落子

- 与去年9月的公告相比，公司与南京城投集团合作协议做出了股权方面的修改，由碧水源控股转为南京城投集团控股，但是双方股权比例一致；**此次签署正式合作协议意味着碧水源与南京地方政府的合作获得成功。**
- 按照碧水源和益阳城投的约定，新公司成立后，益阳城投将作为出资股东，保留其在益阳市城区改造和市政公用设施、综合交通网络的建设任务，以及其他政府投融资平台与承接项目的平台项目管理等政府职能，**其水务领域的业务将全部由合资公司承担**，并且益阳城投将不从事与合资公司相竞争的业务；这意味着未来益阳市的水务投资、建设和运营项目将全部由新公司负责，而**碧水源也借着控股股东身份成功进入了湖南市场。**
- ◆ 新公司主要立足益阳，面向湖南及周边地区，重点开发湘江流域，尤其是长株潭水务市场，以膜及相关产品和技术应用为核心，重点开展城市供水、污水处理、中水回用等项目的投资、建设、运营及技术服务业务。
- ◆ 借着益阳城投在益阳市区域范围内的水务市场影响力，在新公司未来的发展中，通过双方合作，目标五年后达到新公司总处理规模为50万吨/日；其中益阳城投承诺将协助新公司在近期内落实：龙岭工业园污水处理工程、益阳高新区南扩区污水处理工程、大通湖区污水处理工程和安化梅城污水处理工程等项目。

图表1：新公司拟承担项目

项目	设计规模 (万吨/日)	处理方式	出水标准	总投资 (万元)
龙岭工业园污水处理工程	4	二级生化处理	1级B	8000
益阳高新区南扩区污水处理工程	3.6	二级生化处理	1级B	10000
大通湖区污水处理工程	1	二级生化处理	1级B	3700
安化梅城污水处理工程	2	二级生化处理	1级B	6000
总计	10.6			27700

来源：国金证券研究所

验证我们之前的定性分析：公司异地扩张模式可复制

- 在去年 10 月的报告中，我们将碧水源发展历程总结为**以市场起步**和**向技术转型**两点。
 - ◆ 以市场起步：碧水源敏锐抓住国内市政污水处理对 MBR 需求起步的历史机遇，抓住当时国外工程企业要么性价比差(GE、Siemens)，要么尚未进入国内市场（旭化成、久保田）的空白，将优质国外膜丝和自身工程经验的优势结合起来，享受了行业需求初始阶段爆发带来的高增长，并初步建立起业内的美誉度。
 - ◆ 向技术转型：碧水源虽然以市场起家，但并未忽视对核心膜技术的重视，而是从公司成立伊始就默默进行 MBR 高规格膜丝的研发工作，并最终于 2009 年研发出第三代高强度、长寿命的膜丝；除了市场之外，建立起在技术领域的核心竞争力。
- 对于碧水源目前的发展和未来的战略，我们评价为公司正走在正确的道路上，碧水源以自身膜技术为核心，扎根于膜法水处理这一新兴产业内，利用 MBR 市政污水处理快速普及的机遇，沿着产业链横向和纵向进行稳步扩张。
 - ◆ 短期（3-5 年内）：公司仍扎根于 MBR 市政污水处理工程领域，向客户提供从设计、设备到工程施工的一体化成套服务，在重点流域重点城市通过绑定利益式营销予以快速圈地和复制，享受 MBR 工艺在中国市政污水处理领域快速普及的高增长。
 - 1) 我们认为在新兴行业的起始阶段，企业以技术起步还是市场起步并不重要，重要的是**能否利用起步期技术或市场积累起的资源，迅速建立起核心竞争力（并购也是可行选择），补全自己的短板，在行业爆发期来临时能借东风扩大市场占有率。**
 - 2) 要想做到这一目标，对于膜和水处理企业来说，最关键的是拥有**向业主提供高性价比一体化水处理解决方案的能力，并能把这一能力批量生产简单复制。**
 - 3) 碧水源利用之前的积累，在 MBR 领域已经具备提供一体化水处理能力，并且能够通过地区运营中心模式进行跨区域简单复制。
 - ◆ 长期（5 年以上）：以自身的膜技术为基础，分别沿产业链的横向与纵向扩张，逐步扩张经营领域，但扩张并未离开膜法水处理这一核心。
 - 1) 横向扩张：通过控股子公司碧水源净水科技进入家用净水器市场，开拓新的市场。
 - 2) 纵向扩张：试水污水处理 BOT，通过项目运营获取更稳定的现金流。
- 碧水源与南京、云南和益阳的成功合作，证明了我们之前的判断，**公司通过与地方政府合作成立专营水务的合资子公司方式，巧妙的利用起自身的超募资金优势，将其转化为水务项目投资运营的启动资金，并以此为起点放大财务杠杆，最后转化为自身的工程设备业务利润；**这种盈利模式只要跨区域扩张的步伐不停止，公司业绩增长的步伐就不会停止。

投资项目增厚收益，继续看好公司发展

- 与益阳城投合作的新公司注册资本金 8000 万元，其中 5500 万元作为龙岭工业园污水处理工程、益阳高新区南扩区污水处理工程、大通湖区污水处理工程和安化梅城污水处理工程等投资项目的启动资金，资金不足部分通过银行贷款等融资方式解决，另外 2500 万元用于建设膜内衬生产基地，200 万元为流动资金。
- 根据公告中的盈利预测测算，新公司成立 1-3 年净利润分别为 250 万元、1263.75 万元和 2335 万元，分别给碧水源贡献投资收益 180 万元、909.90 万元和 1681.20 万元，折合 EPS 增厚 0.006 元、0.028 元和 0.052 元。
- 盈利预测假设：
 - ◆ 工程服务类项目以 1000 元/吨估算工程服务收入；项目运营以目前湖南省平均 1.0 元/吨污水处理的价格估算运营收入；膜产品生产基地年产量为 100 万 m^2 ，第一年为项目建设期，第二年建成投产，产量为 70 万 m^2 ，第三年运营产量 70 万 m^2 ，第四年达到满负荷运营，产量为 100 万 m^2 ，产品售价为 21 元/ m^2 。
 - ◆ 项目工程服务利润按照总投资额的 5%进行估算；项目运营利润按照工程服务项目总处理水量进行估算，运营净利润按吨水净利润 0.15 元/吨进行估算；膜产品销售利润按销售收入的 33%估算。

图表2：新公司盈利预测

		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
经营规模 (万吨)	工程服务 (万吨)	5	10	15	20	25
	项目运营 (万吨)	0	5	20	35	50
	产品销售 (万m2)	0	70	70	100	100
经营收入 (万元)	工程服务 (万元)	5000.00	10000.00	15000.00	20000.00	25000.00
	项目运营 (万元)	-	1825.00	7300.00	12775.00	18250.00
	产品销售 (万元)	-	1470.00	1470.00	2100.00	2100.00
	合计 (万元)	5000.00	13295.00	23770.00	34875.00	45350.00
净利润 (万元)	工程利润 (万元)	250.00	500.00	750.00	1000.00	1250.00
	运营利润 (万元)	-	273.75	1095.00	1916.25	2737.50
	产品销售 (万元)	-	490.00	490.00	700.00	700.00
	合计 (万元)	250.00	1263.75	2335.00	3616.25	4687.50

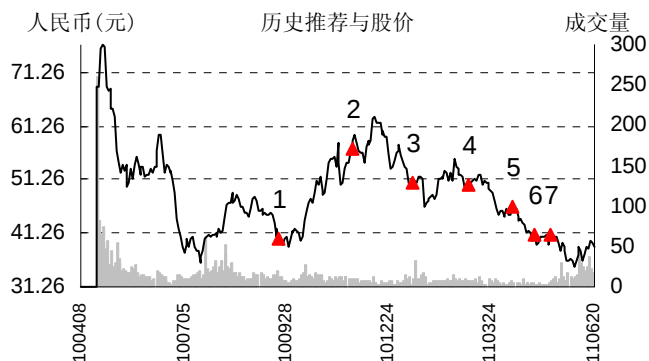
来源：公司公告 国金证券研究所

- 基于谨慎假设，假设合资公司从 2012 年起贡献利润，我们根据公告的盈利预测修改了财务模型，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.399 元、1.986 元和 2.643 元，同比分别增长 132.35%、41.76%和 33.28%；目前股价对应 27×11PE、19×12PE，建议积极买入。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-17	买入	40.32	N/A
2	2010-11-25	买入	56.85	N/A
3	2011-01-16	买入	50.74	N/A
4	2011-03-07	买入	50.35	N/A
5	2011-04-13	买入	46.21	N/A
6	2011-04-29	买入	40.90	N/A
7	2011-05-16	买入	40.86	140.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室