

碧水源 (300070.SZ) 其它专用设备行业
评级：买入 维持评级
公司点评

邬煜
 联系人
 (8621)61038200
 wuyu@gjzq.com.cn

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

圈地又下一城，进军内蒙市场

事件：公司拟于内蒙古东源宇龙王实业（集团）共同出资设立内蒙古东源水务科技发展有限公司

- 今日，公司公告拟于内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司共同出资在内蒙古鄂尔多斯市设立内蒙古东源水务科技发展有限公司。
- ◆ 双方均以现金出资，其中公司以货币出资 4900 万元（超募资金），持有新公司 49%的股权；内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司以货币出资 5100 万元，持有新公司 51%的股权。
- ◆ 新公司的经营范围：污水处理和污水、污泥资源化以及饮用水安全和民用及工业供水领域的技术研究与开发、环保核心设备制造、技术服务、托管运营；水务工程技术服务、施工、咨询、托管运营、水利工程、水利枢纽管理、水资源管理；生态工程建设、生态修复、小流域治理、水土保持；水务领域投资、咨询。
- ◆ 新公司的商业模式：为城市与企业污水处理与污水资源化、城市与企业供水、环境生态治理与修复工程、水利建设等水资源与环保领域提供从技术方案、工程设计、设备与技术集成、工程与技术服务、咨询等全方位的以技术为特点的整体解决方案；生产核心环保设备，为该领域的工程与技术服务提供核心设备；为以上领域的项目提供投资和运营服务，包括 BOT 与托管运营等。
- ◆ 新公司的定位：主要是将联合股东方在鄂尔多斯市投资建设膜技术研发中心和膜产业园，为鄂尔多斯、内蒙及西北部缺水地区破解经济社会发展与水资源短缺的难题，成为内蒙古水资源与生态环境保护的依靠力量，为西北部资源开发与产业升级提供技术支撑，成为区别于传统水务和环保企业，以高新技术和资本为支撑的拥有完整产业链的强大水业公司。
- ◆ 新公司的经营目标：2012 年实现净利润 2500 万，年增长率不低于 50%；经过近 4 年的发展，将有限公司建成轻资产、高技术、高增长、高回报的创新型企业，成为西北部地区高技术企业龙头，并成为西北部解决水资源短缺的依靠力量和市场主力军。

我们的点评与分析

进军内蒙市场，辐射西北和东北地区

- 内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限公司是一家集水资源开发、城市给排水经营、工业供水、污水处理；水利水电工程、市政公用工程、房屋建筑工程、公路工程建设；项目投资、房地产开发、物业管理和金融投资于一体的民营企业，已经形成了“水、房、路、金融”四大产业布局，其中水利工程业务在内蒙古具有很强的竞争力，是目前内蒙古三家具备水利水电工程总承包国家一级资质企业之一。
- ◆ 内蒙东源积极与地方政府、企业开展合作、拓展业务，几年来先后与内蒙古水务投资集团、鄂尔多斯人民政府、满洲里人民政府等政府和企业开展多方位合作，并且取得了良好业绩，其中 2010 年公司在水利、水务、市政工程、给排水业务方面实现收入 10.44 亿元，占总收入的 76.76%。
- ◆ 内蒙东源在内蒙古水务市场的影响力日益展现，目前已通过市场化运作在全自治区范围获得了一批优质水务项目，由此确定了其在内蒙古水务市场的优势地位；并且通过现有项目，内蒙东源已初步完成了其在内蒙古水务市场的战略布局，未来在新公司的发展中，以现有项目为切入点和基础，将为公司带来更多优质项目，实现既定的发展目标。

- 按照内蒙东源承诺，在本协议签订之日起一年内，内蒙东源将其所有的优质水务及水利施工资产（目前约有 10 家公司），经双方确认的具备相关资质的评估机构评估后有偿整合进入新公司，并保证新公司的年资产收益率不低于 15%，并且内蒙东源及其下属企业的水务及环保项目，在同等条件下优先由新公司承接并实施，我们认为伴随未来新公司在内蒙水务市场的拓展以及西北和东北部市场的扩张，碧水源也将凭借其持股 49% 的股东地位形成该部分地区的市场垄断效益，正式圈定该区域。
- ◆ 其系统内与新公司有竞争关系的水利工程建设等业务在本协议签订之日起两年内逐渐整合进入新公司，从 2014 年开始，该类业务将单独由新公司承担。
- ◆ 未来三年内全力协助新公司的市场开发，并在三年内实现鄂尔多斯市区域内相关工业企业水供给、水资源循环利用的膜技术应用，并将膜产品推广应用到西部大部地区，占有鄂尔多斯市绝大部分水务市场等。
- ◆ 落实并立即启动鄂尔多斯市达拉特旗树林召镇 3 万吨生活污水厂新建项目，鄂尔多斯市达拉特旗电厂 3.6 万吨冷却水再生回用新建项目及其他相关涉水项目，作为新公司首期示范项目。

图表1：拟整合进合资公司的资产资质清单及说明

序号	项目	序号	项目
1	内蒙东源名下直接拥有的水务运营资产	6	满洲里锦源水务公司 49% 的股权
2	内蒙古磴口龙源供水有限责任公司 51% 的股权	7	东胜区通源水务有限责任公司 39% 的股权；
3	鄂尔多斯市札萨克水务公司 57% 的股权	8	达拉特旗福源泉水务投资公司 39% 的股权；
4	内蒙古东源水净化有限责任公司 50.10% 的股权	9	鄂托克前旗上源水务公司 19% 的股权
5	内蒙古东源宇龙王水质检测有限公司 50% 的股权	10	水利施工资质、水利施工部分工程

注：1、方式：确保新公司收购资产的年净资产收益率不低于 15%；2、时间：在一年内完成主要资产整合；3、实施：根据整合时董事会对各项收购的决议进行；4、步骤：自本协议签订之日起 2 个月内，甲方提供各资产方的详细运营情况与清单，由甲、乙双方成立的工作组对各项项目进行尽职调查与评估，并聘请相应的中介机构予以辅助，最终经相关各方商定各资产方是否进入、进入的时间与资产收购价格交由有限公司董事会审议确定。

来源：国金证券研究所

为公司膜产品需求提供了广阔空间

- 内蒙古为我国资源大省，水污染严重、水资源短缺、水环境保护已经成为其发展经济同时的另一工作重点，因此其水务市场正处于快速发展阶段，发展潜力巨大；鄂尔多斯市是内蒙重点经济地区，在煤炭、天然气资源储量上排在国内前列，已逐步形成了以煤炭、化工为重点的加工产业链，水资源短缺情况日益严重，对膜技术需求强烈，为公司膜技术的应用提供了发展空间。
- 考虑到内蒙东源在鄂尔多斯水务市场的先发优势和垄断地位，我们认为双方合作后，碧水源也可以借此快速进入鄂尔多斯和内蒙古水务市场，并且辐射整个西北和东北地区，有助于借当地产业大发展东风，快速扩张占据市场份额，并且形成该部分区域的市场垄断效应。

投资项目增厚收益，继续看好公司发展

- 根据公告中的盈利预测，新公司成立 1-3 年净利润分别为 2500 万元、4500 万元和 8500 万元，分别给碧水源贡献投资收益 1225 万元、2205 万元和 4165 万元，折合 EPS 增厚 0.038 元、0.068 元和 0.129 元。
- 盈利预测假设：计算期为 5 年
 - ◆ 工程建设是指污水处理、污水资源化、城乡供水、工业供水、水利工程、生态工程建设、生态修复、小流域治理、水土保持和污泥及固废处置等领域项目的承揽，以收入的 10% 计算净利润。
 - ◆ 运营及服务是指污水处理、污水资源化、城乡供水、工业供水、水利工程、生态工程建设、生态修复、小流域治理、水土保持污泥及固废处理等领域项目的受托管理和运营；以及水务领域投资、技术服务、咨询等业务，以收入的 20% 计算净利润。
 - ◆ 项目第二年拟开始环保设备生产，用于公司自用，一期建设年产 100 万平米的超微滤膜生产线。

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	合计
经营收入 (万元)	工程建设	10000.00	18000.00	25200.00	40320.00	60480.00	154000.00
	运营及服务	7500.00	13500.00	18900.00	28350.00	42525.00	110775.00
	设备生产及其他			8800.00	15840.00	23760.00	48400.00
	合计	17500.00	31500.00	52900.00	84510.00	126765.00	313175.00
净利润 (万元)	工程建设	1000.00	1800.00	2520.00	4032.00	6048.00	15400.00
	运营及服务	1500.00	2700.00	3780.00	5670.00	8505.00	22155.00
	设备生产及其他			2200.00	3960.00	5940.00	12100.00
	合计	2500.00	4500.00	8500.00	13662.00	20493.00	49655.00

来源：国金证券研究所

- 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小幅上调了碧水源的盈利预测，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.250 元、2.068 元和 2.780 元，同比分别增长 128.40%、65.44%和 34.43%；目前股价对应 39×11PE、24×12PE，建议买入。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-29	买入	40.90	N/A
2	2011-05-16	买入	40.86	140.00
3	2011-06-21	买入	39.26	N/A
4	2011-07-07	买入	44.81	60.99 ~ 60.99
5	2011-07-22	买入	43.89	N/A
6	2011-08-10	买入	46.89	60.99 ~ 60.99
7	2011-10-26	买入	41.27	N/A
8	2011-11-06	买入	44.70	N/A

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: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B