

水务 II
碧水源 (300070.SZ) / 44.62 元
迈入华中地区重要一步
事项

6日晚碧水源发布公告，公司拟使用 14700 万元超募资金与武汉钢铁工程技术集团有限责任公司共同投资设立武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司，公司持有新公司 49% 股权。新公司将以武钢冶金废水和市政自来水工程为示范项目，开拓冶金行业污水处理市场及华中地区水务市场。

主要观点
1. 盈利模式再次复制，占领更多区域市场。

对于碧水源这个公司，我们一直强调看好公司建立合资公司的盈利模式。由于水务市场的天然垄断的局面使碧水源这样一个新面孔很难取得广泛的市场。碧水源别出心裁的采取合资公司的模式，加之本身的技术水平既给当地带来了现金又带来了技术，还解决了环保问题，所以颇受市场欢迎。目前公司已经稳定的占领了北京和云南市场，在江苏、湖南、内蒙古，还处于市场拓展阶段。此次与武钢合作，公司有意向辐射华中市场（湖北、江西、河南），同时兼顾工业（钢铁行业）废水和市政供排水，有助于进一步占领市场，提高公司知名度。此模式可以不断复制，开拓更多市场。

2. 合资公司带来工业和市政双重市场，带来持续收益。

合资公司在将以武钢冶金废水和市政自来水工程为示范项目，开拓冶金行业污水处理市场及华中地区（湖北、江西、河南）市政供水、污水处理等环保产业，达到在冶金行业及华中地区区域水环境治理市场占有 10% 以上的市场份额，年产值达到 10 亿以上，并分三期建立膜生产基地。一方面武钢是公司一个很好的依托，提供了工业污水和市政污水两个不同的平台，另一方面公司也拓展了自己的品牌，推广了 MBR 技术，并且换膜也将为公司带来持续稳定的收益。

3. 多重布点，抢占市场，有望成为水务行业领军企业。

碧水源从两个层面上布局，一个是领地上，跑马圈地般把背景、云南、江苏等地的市场收入囊中；另一个层面是水务链条上，从水处理工程建设、水务运营到膜生产，再到施工公司、工业污水处理公司、固废公司……每一次设立或收购公司都在为这两个层面的布局服务，现在已经初露锋芒，未来有望成为水务行业的领军企业。

盈利预测

预测公司 11、12 年收入达到 10.1 和 16.7 亿，摊薄后 EPS 分别为 1.10 和 1.80 元，对应的 PE 分别为 41 倍和 25 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

进入新市场的风险，以及工业污水的设计难度较大、工程进展缓慢或不达预期、回款时间等。

证券分析师：李大军
执业编号：S0360511070002
联系人：谢天卉
Tel：010-66500817
Email：xietianhui@hczq.com
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

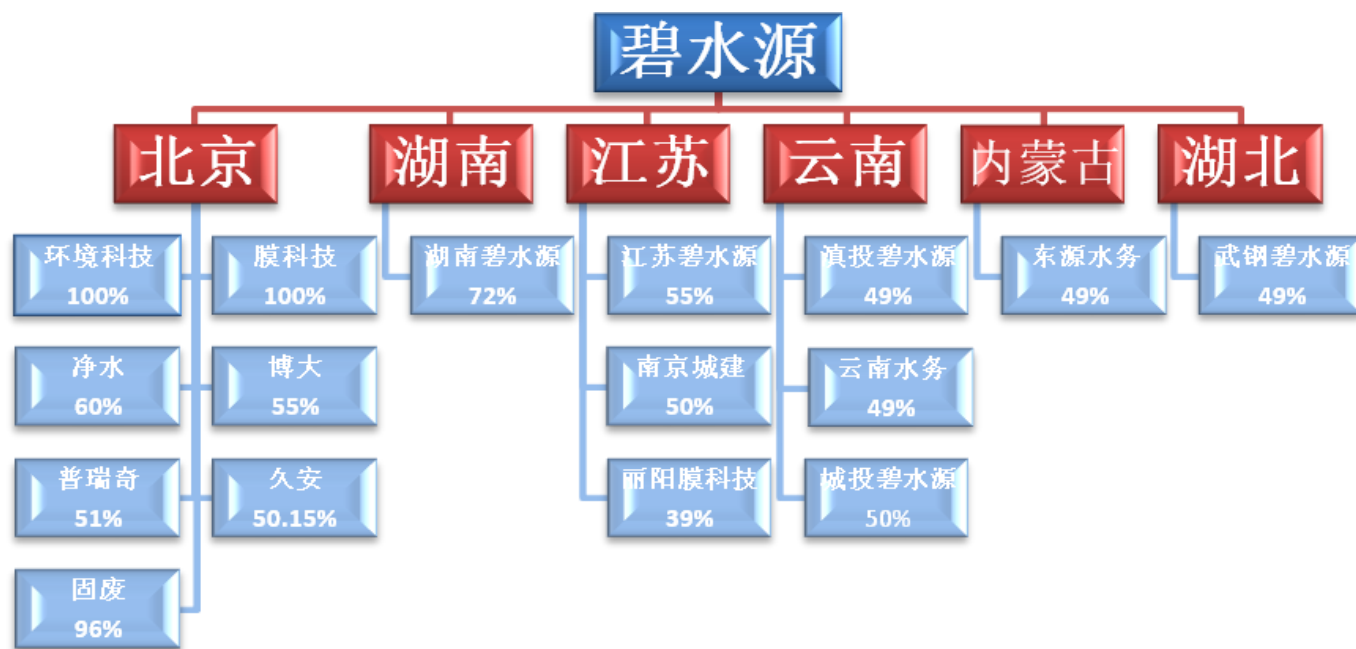
总股本(万股)	32340
流通 A 股/B 股(万股)	11903/0
资产负债率(%)	6.41
每股净资产(元)	9.25
市盈率(倍)	178.81
市净率(倍)	4.82
12 个月内最高/最低价	140.48/34.9

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：港澳资讯
相关研究报告

《模式不断复制，进军内蒙古市场》	2011-11-16
《三季报基本符合预期，收入确认还看四季度》	2011-10-25
《基本符合预期，收入还看下半年》	2011-08-11
《中标两污水厂，云南再获实质性进展》	2011-06-22
《营销模式不断复制，湖南再下一城》	2011-06-21
《全面进军云南水务市场》	2011-05-16

图表 1 碧水源在各地的子公司及股权示意图



资料来源：华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2813	3048	3662	4376
现金	2632	2917	3513	4223
应收账款	106	62	71	80
其它应收款	5	4	3	4
预付账款	17	22	22	20
存货	41	35	42	39
其他	11	8	11	10
非流动资产	359	357	393	439
长期投资	31	10	14	18
固定资产	169	162	156	149
无形资产	119	150	192	240
其他	40	34	32	31
资产总计	3172	3404	4056	4815
流动负债	190	115	188	140
短期借款	0	0	0	0
应付账款	133	79	94	102
其他	57	36	94	38
非流动负债	27	13	18	19
长期借款	0	0	0	0
其他	27	13	18	19
负债合计	217	129	206	160
少数股东权益	20	30	60	130
股本	147	323	323	323
资本公积金	2411	2235	2235	2235
留存收益	377	688	1232	1967
归属母公司股东权益	2935	3246	3790	4525
负债和股东权益	3172	3404	4056	4815

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	178	273	563	677
净利润	179	365	612	875
折旧摊销	10	9	10	10
财务费用	-16	-59	-120	-160
投资损失	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-15	-29	57	-49
其它	19	-13	4	1
投资活动现金流	-217	-3	-48	-58
资本支出	187	0	0	0
长期投资	-30	-20	3	5
其他	-59	-23	-45	-54
筹资活动现金流	2438	15	81	91
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	37	176	0	0
资本公积增加	2411	-176	0	0
其他	-10	15	81	91
现金净增加额	2398	285	596	709

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	500	1009	1668	2353
营业成本	257	537	917	1252
营业税金及附加	8	16	26	37
营业费用	7	18	29	38
管理费用	31	71	102	165
财务费用	-16	-59	-120	-160
资产减值损失	5	4	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	209	423	711	1018
营业外收入	0	2	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	209	426	711	1019
所得税	30	61	99	144
净利润	179	365	612	875
少数股东损益	2	10	30	70
归属母公司净利润	177	355	582	805
EBITDA	204	374	601	868
EPS（元）	1.20	1.10	1.80	2.49

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	59.6%	101.7%	65.2%	41.1%
营业利润	68.2%	102.4%	67.8%	43.2%
归属母公司净利润	65.1%	100.6%	63.9%	38.3%
获利能力				
毛利率	48.6%	46.8%	45.0%	46.8%
净利率	35.4%	35.2%	34.9%	34.2%
ROE	6.0%	10.9%	15.4%	17.8%
ROIC	53.6%	87.4%	152.3%	173.7%
偿债能力				
资产负债率	6.8%	3.8%	5.1%	3.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	14.82	26.48	19.47	31.23
速动比率	14.60	26.17	19.25	30.95
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.31	0.45	0.53
应收账款周转率	7	12	25	31
应付账款周转率	2.53	5.06	10.59	12.75
每股指标(元)				
每股收益	0.55	1.10	1.80	2.49
每股经营现金	0.55	0.84	1.74	2.09
每股净资产	9.08	10.04	11.72	13.99
估值比率				
P/E	37.07	40.64	24.80	17.93
P/B	2.23	4.45	3.81	3.19
EV/EBITDA	58	32	20	14

分析师介绍

李大军

电力设备与新能源行业 首席分析师

清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009年8月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。荣获《新财富》2011年电力设备新能源行业最佳分析师第二名。

谢天卉

环保行业分析师

哈尔滨工业大学环境系博士，2010年8月加入华创证券，负责环保行业研究工作，跟踪水处理、大气处理、固废处理与处置、环境监测等领域。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编: 100033
传真: 010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编: 518040
传真: 0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编: 200122
传真: 021-50583558