

强烈推荐-A (维持)

碧水源 300070.SZ

目标估值: 22.0 元

当前股价: 16.22 元

2017 年 04 月 04 日

雄安新区会倒逼整个华北的水质提标, 真正受益的标的是碧水源

基础数据

上证综指	3223
总股本 (万股)	312340
已上市流通股 (万股)	200873
总市值 (亿元)	507
流通市值 (亿元)	326
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	10.8
资产负债率	32.7%
主要股东	文剑平
主要股东持股比例	21.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-12	4
相对表现	-1	-19	-4

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《碧水源 (300070) —2016 三季报点评: 利润表略超预期, 资产负债表大超预期》2016-10-27
- 2、《碧水源 (300070) —2016 中报点评: 又现高增长低估值大公司, 列入核心推荐》2016-07-27
- 3、《碧水源 (300070) —碧水源业绩预告点评及千亿市值公司的成长之路》2015-12-15

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

雄安新区目前的讨论中, 最大的阻碍是水资源, 中国华北不是缺水, 而是缺干净水, 雄安新区的建立会将带动整个华北的水质提标, 只有提标到三类水以内, 才能真正解决水源地用水, 目前纵观整个市场, 只有碧水源有能到三类水以内的技术实践, 几千亿的投资治理好华北的水问题, 碧水源的历史机会再次展开。

- **神奇双膜法: 碧水源的“MBR+DF”膜, 让水处理闭环得以实现, 污水重回净水。**长期以来, 我国华北平原甚至全国大部分地区都面临缺水问题, 但事实上, 水作为循环使用永续存在的物质, 并没有不够, 我们真正缺少的是干净水。而碧水源的“MBR+DF”双膜法水处理技术路线能直接将污水处理至地表二、三类水水质, 排入自然水体, 真正实现水处理的闭环。在这样的闭环下, 雄安新区的水资源短缺不再是问题, 华北平原的水资源紧缺也不再是问题, 中国的水资源不足也不是问题。因此, 污水提标回用是一个历史进程, 碧水源的 MBR 让它实现了前 500 亿市值, 碧水源的 DF 膜会实现公司后五百亿达到千亿的进程。
- **纵观市场, 目前只有碧水源将污水在低成本下处理到地表二、三类水, 膜领域深厚积淀保证其在中国污水资源化进程中的领军地位。**而从 DF 膜的推广来看, 目前公司翠湖项目稳定运行已 2 年有余, 在污水资源化领域, 公司已占据市场先机, 按公司 MBR 的推广之路来类比, 公司在 DF 膜的推广和中国污水资源化进程上也必将是领军企业。
- **华北本是碧水源业务主战场, 与保定早有 50 亿 PPP 框架协议, 而我国的污水资源化进程或将从雄安新区开始、蔓延华北平原, 并最终扩展到全国各地。**雄安新区的污水资源化进程推进还只是一个开始, 其示范效应将推动公司的净水业务向全国铺开。此次雄安新区设立、净水市场开启对未来碧水源的市场空间将有污水资源化提标改造、配套管网建设、以及河湖生态修复三方面提升。综合三方面来看, 碧水源业务对应在华北地区将有 3000 亿左右的市场空间提升, 其中 1000 亿的污水资源化提标改造市场将由碧水源大比例占据。更长远的未来, 若污水资源化进程向全国推广, 按 2015 年底全国污水处理能力 1.6 亿吨/日 (为华北 10 倍) 来算, 污水资源化以及配套管网对应的市场空间将在 2 万亿。
- **盈利预测及估值:** 我们预计 2017-2018 年碧水源可实现净利润规模约可达到 23 亿元、30 亿元, 公司目前市值为 508 亿元, 对应 2017 年 PE 估值为 22 倍, 若污水资源化市场打开, 公司业绩还有上调预期, 估值也有望上移。因此, 未来仍有望回归当年 30 倍 PE 估值, 维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级, 可按 2017 年 30 倍 PE 估值给予一年期目标市值至 690 亿元, 对应目标价 22.0 元。
- **风险提示:** 项目进度低于预期导致业绩结算低于预期, 政策变化风险。

## 事件：

日前，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事。

雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。

但同时，对于雄安新区设立的合理性和可行性的探讨在网络上也热火朝天展开，一篇名为“雄安新区要慎行，华北水资源不允许再建特大城市”的文章在网路上刷屏。雄安新区目前的讨论中，最大的阻碍是水资源。而我们认为，中国华北不是缺水，而是缺干净水，雄安新区的建立会将带动整个华北的水质提标，只有提标到三类水以内，才能真正解决水源地用水，实现污水资源化，从而彻底解决华北缺少干净水的问题。目前纵观整个市场，只有碧水源有能到三类水以内的技术实践，几千亿的投资治理好华北的水问题，碧水源的历史机会再次展开。

## 评论：

### 一、神奇双膜法：碧水源的“MBR+DF”膜，让水处理闭环得以实现，污水重回净水。

碧水源作为我国 MBR 技术大规模应用的奠基者，在膜法水处理领域技术已日渐成熟，应用的工程经验也越来越丰富。2014 年，历经多年磨砺，碧水源推出了世界首创的 DF 膜，并开发了双膜法（MBR+DF）新水工艺，在北京翠湖新水厂成功应用。

#### DF 膜特点及基本概念介绍

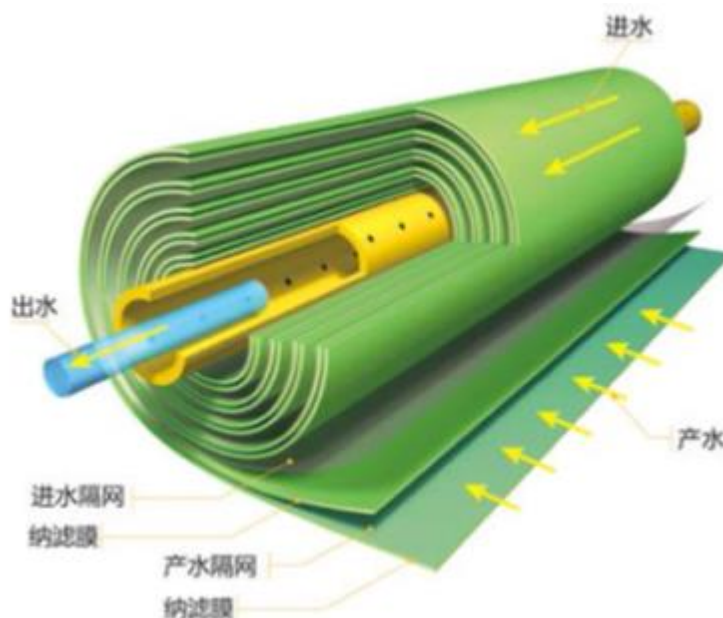
超低压选择性纳滤（DF）膜是碧水源根据中国国情、针对中国水环境问题专门研发的、具有完全自主知识产权的创新性产品。DF 膜采用先进的生产设备及制膜工艺，膜元件性能均一旦稳定；操作压力为 0.3~0.5 MPa，仅为市场上反渗透膜产品的 1/3，节能降耗；吨水运行成本保持在 1 元左右，产水回收率可达 80% 以上，远高于反渗透。DF 膜工艺采用现污水处理厂国家一级 A 排放标准的出水作为进水水源，处理后的出水可达到地表水 III 类标准以上，完全可以作为集中式生活饮用水地表水源地保护区补充水源。

DF 膜可应用于内陆地区的污水深度处理回用、变污水为新水源，增加水资源；也可用于饮用水净化设备、去除有害重金属的同时保留有益矿物质，更进一步提高饮水安全标准。DF 膜是一项重大的技术革新，在行业内属于首创，为国家水战略安全和人民群众饮水安全提供了可靠保障，具有极其广阔的前景。DF 膜的主要特点如下：

- **性能均一：**采用先进的生产设备及制膜工艺，元件性能均一旦稳定。
- **操作压力低：**与纳滤和反渗透膜相比，具有操作压力和运行成本低的特点。
- **产水量高：**与纳滤和反渗透膜相比，在相同的操作压力下具有较高的产水量。
- **截留效果好：**截留分子量 100~500 道尔顿，可有效截留有机污染物及重金属离子。
- **抗污染性能好：**膜表面光滑、亲水性好且接近电中性，抗污染能力强。

- **适度脱盐：**可保留水中人体所需的矿物质，实现健康饮水。
- **高 COD 脱除率：**可使用国标一级 A 出水作为水源，大幅度降低 COD，产水水质达到地表 III 类以上。

图1：DF膜结构图

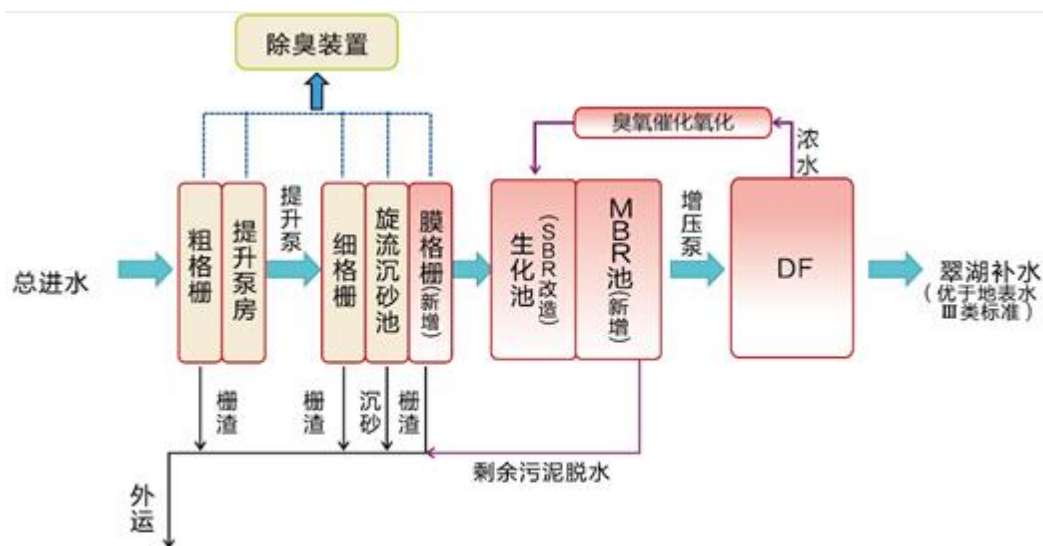


数据来源：公司资料，招商证券

“MBR+DF”双膜法水处理工艺特点：

具有出水水质优良，操作压力低、运行能耗小，出水 pH 不降低、可直接回用等显著优势。随着双膜法水处理工艺技术的创新发展，成本会进一步降低。

图2：碧水源“MBR+DF”双膜法工艺路线



碧水源“MBR+DF”双膜法工艺流程图

数据来源：公司资料，招商证券

**典型应用：北京翠湖新水源厂项目**

2014 年 9 月，北京翠湖新水源厂建成通水，采用“MBR+DF”双膜法处理工艺，处理规模 2.0 万 m<sup>3</sup>/d，出水水质达到“新水源”标准（《地表水环境质量标准》（GB3838-2002）中 II 类水质标准）。北京翠湖新水源厂作为国家级示范工程，成功检验了碧水源双膜法（MBR+DF）工艺的可靠性，验证了碧水源提出的污水深度资源化可行性，先后获得了国家环保部、北京市人大等党政领导的肯定。

- **项目概述：**翠湖新水厂位于北京海淀区苏家坨镇北部，占地面积 1.82 公顷，服务于苏家坨镇及周边地区 5.8 平方公里范围的市政污水处理及邻近翠湖国家城市湿地公园的补水。翠湖新水厂升级改造后，处理规模由 1.0 万 m<sup>3</sup>/d 提高到 2.0 万 m<sup>3</sup>/d，采用“MBR+DF”双膜法处理工艺。
- **出水水质：**翠湖新水厂每年可从污水中获得的新生水资源量超过 730 万 m<sup>3</sup>，出水水质优于《地表水环境质量标准》（GB3838-2002）中 III 类水质标准，达到地表 II 类水质标准。出水可作为翠湖湿地补水，促进翠湖湿地水体尽快达到国家级湿地公园水质标准要求；也可满足集中式生活饮用水地表水源地的补充水质要求和回灌地下涵养地下水源。
- **项目投资和经济性：**翠湖新水厂是首个采用碧水源“MBR+DF”双膜法处理工艺的示范工程项目，将污水直接处理为新水（地表水 III 类以上），投资费用为 4500 元/吨水，运行费用为 1.9 元/吨（如果是已运行的污水厂的排水（一级 A）为水源，投资费用为 1800 元/吨，运行费用为 1.3 元/吨）。

**表 1：“MBR+DF”双膜法水处理工艺经济指标**

序号	项目	投资成本 (元/m <sup>3</sup> d)	运行成本 (元/m <sup>3</sup> d)	电耗 (kW·h/m <sup>3</sup> )	占地面积 (m <sup>2</sup> /m <sup>3</sup> d)	出水水质
1	MBR 工艺段	2500-3500	0.8-0.9	≤0.55	≤0.4	北京地标 B 标准(地表 IV 类水)
2	DF 工艺段 (含浓水催化氧化)	800-1000	1.0-1.1	≤0.6	≤0.1	地表 III 类水以上，可达 II 类水
3	合计	3300-4500	1.8-2.0	≤1.15	≤0.5	----

资料来源：碧水源公司资料，招商证券（电价按 0.75 元/KWH 测算）

从翠湖项目的投资和经济性来看，“MBR+DF”双膜法处理工艺 1.9 元/吨的运行费用（如果以污水处理厂为水源运行费用为 1.3 元/吨），与天然水源取水制水成本已非常接近，与北京 1.7 元/吨的自来水费价格也相当（现行居民水价 4 元/吨，即 1.7 元/吨的自来水水费、1.26 元/吨的水资源费和 1.04 元/吨污水处理费）。其成本更是远低于海水淡化、南水北调的制水成本，应用空间广阔。

**表 2：“MBR+DF”双膜法水处理运行成本与海水淡化、南水北调等成本比较**

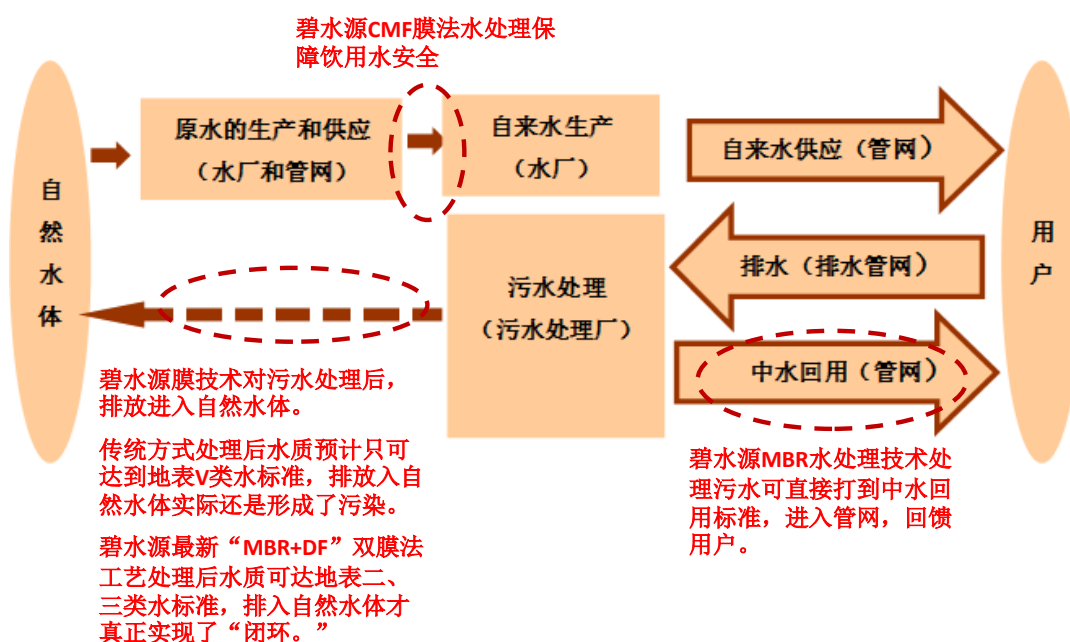
序号	项目	成本价格 (元/吨)	备注
1	北京水价	5	现行居民水价 5 元/吨，即 2.07 元/吨的自来水水费、1.57 元/吨的水资源费和 1.36 元/吨污水处理费
2	“MBR+DF”双膜法	1.3-2.0	翠湖项目将污水直接处理为新水（地表水 III 类以上），投资费用为 4500 元/吨水，运行费用为 1.9 元/吨（如果是已运行的污水厂的排水（一级 A）为水源，投资费用为 1800 元/吨，运行费用为 1.3 元/吨）。

序号	项目	成本价格 (元/吨)	备注
3	海水淡化	5-8	根据国家海洋局最新发布的《2014年全国海水利用报告》，2014年全国新建成海水淡化工程9个，新增海水淡化工程产水规模日产2.61万吨，每吨成本5元—8元。 对于南水北调的成本，目前并没有一个公认的统计。有专家称，南水北调的成本肯定在每吨10元以上。但原水利部南水北调规划设计管理局局长许新宜说，南水北调中线一期年均调水95亿立方米，总投资大约2000多亿元，平均下来单立方米水的投资约20元，但这并不是供水成本。根据他对全国近百项调水工程的研究分析，中线水的价格大概是每立方米2元多。从中线来看，在全成本核算情况下，到北京的口门水价，也就是未进北京配套管网之前的成本价，每吨不会超过3元钱。 尽管如此，无论怎样，南水北调成本一定在2元以上。
4	南水北调	2元以上	

资料来源：公司资料，网站信息，招商证券

长期以来，我国华北平原甚至全国大部分地区都面临缺水问题，但事实上，水作为循环使用永续存在的物质，并没有不够，我们真正缺少的是干净水。我们用完的水排出来并不是水就蒸发了没有了，而是我们排出来的水即使是通过污水处理厂处理的水也还是污水，不是能够使用的水，在我们的水务产业链中，自然水体供水给我们生活、工业使用后，形成的污水通过污水处理厂处理，仅达到地表V类水标准，排放进入自然水体还是形成污染，并无法实现水务链条的真正闭环，让净水回归自然水体，水资源永续充足。而碧水源的“MBR+DF”双膜法水处理技术路线能直接将污水处理至地表二、三类水水质，排入自然水体，真正实现水处理的闭环。在这样的闭环下，雄安新区的水资源短缺不再是问题，华北平原的水资源紧缺也不再是问题，中国的水资源不足也不是问题。因此，污水提标回用是一个历史进程，碧水源的MBR让它实现了前500亿市值，碧水源的DF膜会实现公司后五百亿达到千亿的进程。

图3：水务行业产业链及碧水源在其中扮演角色



数据来源：招商证券

二、纵观市场，目前只有碧水源将污水在低成本下处理到地表二、三类水，膜领域深厚积淀保证其在中国污水资源化进程中的领军地位。

纵观目前我国的水处理市场，只有碧水源的双膜法将污水在低成本下处理到地表二、三类水质，并已有项目稳定运行长达两年时间（北京翠湖 2014 年 9 月投）。

碧水源的 DF 膜为世界首创，而其双膜法工艺路线在国内目前也是独家应用。自上市以来，对碧水源技术优势的质疑就不绝于耳，而事实上，我们看到，多年来碧水源的膜产品质量多年来不断提升；而丰富的工程经验是技术工艺不断成熟的最好土壤，也是技术实力的佐证。

自成立以来，碧水源的膜产品在持续升级换代，提升品质。从 2008 年的一代膜，到 2010 年的三代膜，到 2014 年，公司的各项技术指标愈加优秀。MBR 系统吹扫能耗小于 0.2 千瓦时/立方米；膜箱（含膜丝）寿命大于 5 年；恢复性清洗周期达到一年以上（可实现智能反冲洗）。碧水源 MBR 膜丝强度大于 50N；通量大于 20L/（M<sup>2</sup>\*H）；寿命大于 5 年，在国内只有碧水源的 MBR 系统和膜丝能达到以上指标。

图4：碧水源1-3代膜升级换代更新历程

	一代膜 2008	二代膜 2009	三代膜 2010
主要改进	首代膜	PVDF配方改进	加内衬
内衬	无	无	有
通量	小	较大	大
寿命	2-3年	3年	5年
抗污染性	易污染	抗污染性提高	抗污染性再提高
强度	20N	20N	200N
运营情况	2012年基本都换了	部分已换膜	目前运行良好

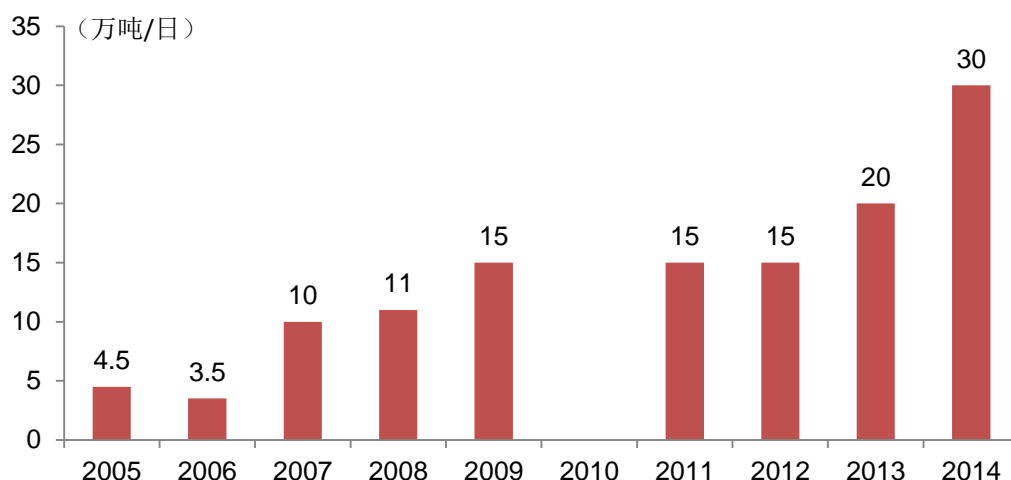
数据来源：公司调研，招商证券

膜处理技术的完善和不断提升需要依赖于大型项目工程经验的堆积，从 2005 到 2014 年，碧水源承接 MBR 项目规模越来越大，现在最大规模项目已达到 30 万吨/日（碧水源与青岛水务集团携手签下“青岛董家口海水淡化及膜生产研发基地项目”的合作协议，规模为远期 30 万吨/天，近期 10 万吨/天）。

放眼世界，拥有 10 万吨/日以上大型 MBR 工程经验的公司只有碧水源、GE 等少数几家，而未来 30 万吨/日的单体 MBR 项目在世界范围内规模都将位于前列。

丰富的大型 MBR 项目经验一方面能够帮助公司技术工艺路线不断成熟，另一方面也是公司实力的佐证，将保障公司未来获得更多优质项目。而从 DF 膜的推广来看，目前公司翠湖项目稳定运行已 2 年有余，在污水资源化领域，公司已占据市场先机，按公司 MBR 的推广之路来类比，公司在 DF 膜的推广和中国污水资源化进程上也必将是领军企业。

图5：碧水源每年新签最大项目规模



数据来源：公司调研，招商证券

表 2：全球最大 MBR 工程项目汇总，碧水源 GE 平分秋色

MBR 工程	地点	提供商	投产期 (预计)	高峰处理量 (千吨/日)	平均处理量 (千吨/日)
瑞典斯德哥尔摩 Henriksdal 污水处理厂	斯德哥尔摩, 瑞士	GEWPT	2016-2019	864	536
Seine Aval 污水处理厂	巴黎, 法国	GEWPT	2016	357	224
Canton 污水处理厂	俄亥俄州, 美国	Ovivo USA	2015-2017	333	159
Euclid 污水处理厂	俄亥俄州, 美国	GEWPT	2018	250	83
顺义污水处理厂	北京, 中国	GEWPT	2016	234	180
澳门污水处理厂	澳门特别行政区, 中国	GEWPT	2017	210	210
武汉三金潭污水处理厂	湖北, 中国	碧水源	2015	200	
吉林污水处理厂 (第一期, 升级改造)	吉林省, 中国	碧水源	2015	200	
Brussels Sud 污水处理厂	布鲁塞尔, 比利时	GEWPT	2017	190	86
澳门污水处理厂	澳门特别行政区, 中国	GEWPT	2014	189	137
Riverside 污水处理厂	加州, 美国	GEWPT	2014	186	124
Brightwater 污水处理厂	华盛顿, 美国	GEWPT	2011	175	122
Visalia 污水处理厂	加州, 美国	GEWPT	2014	171	85
清河再生水厂 (二期)	北京, 中国	碧水源	2011	150	
昆明第十污水处理厂	云南, 中国	碧水源	2013	150	
南京城东污水处理厂 (三期)	江苏, 中国	碧水源	2014	150	
烟台套子湾污水处理厂	山东, 中国	碧水源	2014	150	
吉林污水处理厂 (二期)	吉林, 中国	碧水源	2014	150	
清河污水处理厂	北京, 中国	碧水源-三菱	2011	150	150
长沙第二污水处理厂	湖南, 中国	碧水源	2014	140	
拉斯维加斯城北污水处理厂	内华达, 美国	GEWPT	2011	136	97
Ballenger McKinney ENR 污水处理厂	马里兰, 美国	GEWPT	2013	135	58
Assago 污水处理厂	米兰, 意大利	GEWPT	2016	125	55

MBR 工程	地点	提供商	投产期 (预计)	高峰处理量 (千吨/日)	平均处理量 (千吨/日)
大兴黄村再生水厂	北京, 中国	碧水源	2012	120	
晋阳污水处理厂 (一期)	山西, 中国	碧水源	2015	120	
Cox Creek 再生水厂	马里兰, 美国	GEWPT	2015	116	58
Yellow River 污水处理项目	乔治亚, 美国	GEWPT	2011	114	71
十堰神定河污水处理厂	湖北, 中国	碧水源-三菱	2009	110	110
Aquaviva 污水处理厂	戛纳, 法国	GEWPT	2013	108	60
乌鲁木齐甘泉堡再生水厂	新疆, 中国	碧水源	2014	105	
Busan 市污水处理厂	韩国	GEWPT	2012	102	102
温榆河污水处理厂 (二期)	北京, 中国	碧水源-三菱	2010	100	
昆明第九污水处理厂	云南, 中国	碧水源	2013	100	
河北正定污水处理厂	河北, 中国	碧水源	2014	100	
珠海前山污水处理厂	广东, 中国	碧水源	2016	100	
广州污水处理厂	广东, 中国	新加坡美能	2010	100	
温榆河污水处理项目	北京, 中国	碧水源-旭化成	2007	100	100

资料来源: 公司资料, 招商证券

**三、华北本是碧水源业务主战场，与保定早有 50 亿 PPP 框架协议，而我国的污水资源化进程或将从雄安新区开始、蔓延华北平原，并最终扩展到全国各地。**

碧水源的膜处理业务起家自北京，因此华北平原本就是碧水源业务的主战场。2015 年 11 月，碧水源还与保定签下 50 亿水处理 PPP 框架协议，目前来看，正是辐射雄安新区。

- 2015 年 11 月 28 日，河北省保定市人民政府与北京碧水源科技发展有限公司（下称“碧水源”）在保定中关村创新中心举行战略框架协议签约仪式，双方将采用 PPP 模式在保定市成立混合所有制公司，计划三年内投入资金不低于 50 亿元，为保定及周边地区的环境问题提供解决方案，并借鉴碧水源的“云水模式”的成功经验，将其打造成为河北省乃至华北地区的环保行业上市标杆企业。

我们认为，由于双膜法以净水解决我国水资源短缺问题，对我国水资源紧缺长期具有重要意义，因此，雄安新区的污水资源化进程推进还只是一个开始。而雄安新区市场的开启，也将具备极大示范效应，推动公司的净水业务向全国铺开。此次雄安新区设立、净水市场开启对未来碧水源的市场空间将有三方面提升：

- 一是污水资源化提标处理，这部分市场碧水源将大比例占据：截至 2015 年底，京津冀地区城市生活污水日处理能力合计为 1312 万吨/日，其中北京为 461.7 万吨/日，天津为 285.9 万吨/日，河北为 564.4 万吨/日；而扩展至华北平原（北京、天津、河北、山西、内蒙）整体城市生活污水日处理能力合计为 1769 万吨/日。要达到地表三类水标准，全投资费用约为 6000 元/（吨/日），因此，对应京津冀地区污水资源化市场投资为 787 亿元，对应华北地区的总投资为 1061 亿元。而碧水源在这一大市场中预计将与 MBR 类似，占据 70% 以上的市场份额。
- 二是对应的管网投资，这部分市场碧水源也有部分涉及：由于污水需要资源化回用，



因此需要配套专门的管网，将带动当地管网投资增加，按污水处理厂与管网投资接近 1:1 的比例，华北地区管网投资也需约 1000 亿。

- 三是河湖生态治理投资（不含污水处理厂部分的），这部分业务碧水源也有涉及：雄安新区白洋淀目前仍是劣 V 类水质，根据《河北省白洋淀和衡水湖综合整治专项行动方案》，到 2019 年，白洋淀淀区除南刘庄点位水质达到地表水 V 类标准外，淀区其他区域水质达到地表水 III 类标准，入淀河流水质稳定达到国家和省考核目标要求。经过 5 年综合整治，白洋淀地区水质要有明显提升，生态功能得到有效恢复。这部分河湖生态治理将不仅仅是当地污水处理厂提标，还有生态修复等项目规划。类比过往滇池治理、太湖治理投入，白洋淀地区河湖生态治理预计投资也将在 1000 亿元左右，而碧水源在这部分业务也有涉及。

因此，综合三方面来看，碧水源业务对应在华北地区将有 3000 亿左右的市场空间提升，其中 1000 亿的污水资源化提标改造市场将由碧水源大比例占据。更长远的未来，若污水资源化进程向全国推广，按 2015 年底全国污水处理能力 1.6 亿吨/日（为华北 10 倍）来算，污水资源化以及配套管网对应的市场空间将在 2 万亿。

#### 四、盈利预测与估值

结合公司目前订单及结算进度预期，我们预计 2017-2018 年碧水源可实现净利润规模约可达到 23 亿元、30 亿元，公司目前市值为 508 亿元，对应 2017 年 PE 估值为 22 倍，若污水资源化市场打开，公司业绩还有上调预期，估值也有望上移。因此，未来仍有望回归当年 30 倍 PE 估值，维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级，可按 2017 年 30 倍 PE 估值给予一年期目标市值至 690 亿元，对应目标价 22.0 元。

#### 五、风险提示

- 1，项目进度低于预期导致业绩结算低于预期。
- 2，政策变化的风险。

## 附：招商环保朱纯阳对雄安受益标的分析电话会议速记稿 20170404

雄安这个事情其实我觉得政策还是挺聪明的，它在休假的前一天把政策出来，然后大家在这几天不停的在反复的思考，真的是反复的思考，我们的明天或者是昨天的港股也大概给大家一个结果，能做到这点，我觉得政策在这个时候已经变得很聪明了。

我现在的观点：首先，我看到有人在测算，真正把雄安三个县全部都是按照最远期的规划来算，大概能带动多少周期行业的需求，大概算出来煤炭的需求是1亿吨，1亿吨煤炭需求什么水平呢，全国煤炭需求一年大概在40亿吨，所以是四十分之一，而且是远期需求。所以真正看雄安三个县的建设，未必能带动全国会很大周期弹性，当然我们环保周期组会具体算一下是1亿吨还是2亿吨，其它周期行业也应该细算一下这个方向，这样就能知道能带动多少需求。

第二点，首先我们说雄安不能只是说雄安，还要辐射到雄安周边的一个情况，可以看到深圳不只是深圳，而是带动了整个珠三角，上海也不单是上海，而是带动了整个长三角，雄安也不只是雄安，而是整个华北和京津冀三角。这些年过去了，整个珠三角和长三角不管是农村区域还是城市区域的建设可能都已经做到了比较极致了。但是这边京津冀地区只有城市建设还可以，甚至只有北京还可以，其它地区的城市建设和乡村建设都非常非常的落后。这个时候从时代推演的角度来说也已经到了北方乡村环境治理的大方向的过程。很多人说雄安不应该建，我今天看到朋友圈有一个刷屏的帖子说雄安为什么不该建，是因为水不够。其实水不够这个事情对环保行业来说是一个羞耻，为什么水会不够呢，其实水并没有不够，我们用完的水排出来并不是水就蒸发了没有了，并不是，而是我们排出来的水即使是通过污水处理厂处理的水也还是污水，不是能够使用的水。白洋淀的水，我特别查了一下，是劣五类水，就算有，这一点点的水也不够用。经过了污水处理厂处理的水不能达到标准很高的水，我们不能用，所以我们能循环利用的水会越少。如果我们能够做到一个比较高级别的水的处理，比如海绵城市，配合 MBR+DF 膜，使得多数水通过海绵城市的途径回到水源地，而且通过 MBR+DF 膜的形式使回到水源地的水的水质达到了地表水三类以内，那么我们关于水的问题就解决了，关于水循环使用的问题也解决了。举个例子，南水北调，花了这么多钱，每年运到北京的水不过10亿方水，而北京主城区每天污水的排放量有500万吨，换句话说，如果这500万吨污水中的六成，300万吨能够拿出来，每天回用到北京的水源地里面，我们就不需要南水北调，就是这个级别。就是说如果我们一定要在雄安建城，那么就一定要提高周边各个地方的污水处理的标准，处理标准提高以后我们就可以回用回来，水的问题就解决了，所以这个问题可以倒逼整个北方水环境的治理。这里面既包括海绵城市的水的物理运输，也包括碧水源的 MBR+DF 膜的水化学治理的强制性推广。我们环保组核心池目前一共四个标的，碧水源位列其中，我一直说污水提标回用是一个历史进程，碧水源的 MBR 让它实现了前500亿市值，碧水源的 DF 膜会实现公司后五百亿达到千亿的进程。

短期除了水，还有两个东西可以关注，一个是监测，包括河北地区的先河环保；还有一个是燃气，也是河北区域的金鸿能源，还有个河北区域的百川能源，但这个公司停牌了。

先河环保是一个什么样的公司呢？它上市很早，但是一直没有太真正兑现它的业绩，业

绩增速也还好，但是很多大的故事还没有兑现，所以大家会觉得先河环保会有个执行力的问题，但是这个事情就相当于一大笔钱砸到你身上，因为河北一直是先河环保的属地，一大笔钱砸到你身上，一定会让先河环保有受益的，至于受益多少，这是大家可以观察的问题，而且股价也已经很久没有一个大的变化了。金鸿能源，我觉得是真正的受益，因为先河环保如果是你进来做监测，别人也可以进来做监测，如果这个区域的设备监测提高到国家级的范畴，那么先河面对达到竞争就是国家级的竞争，所以我觉得先河环保会受益，但是受益的可能性大家要再观察。但是燃气板块不一样，每个区域的燃气板块都归属到当地区域的公司了，金鸿能源有一个板块就在河北的供给管网，而这一块是必然会带来增量的，因为可能不止雄安的三个县，可能整个周边的县城都需要进行煤改气的改造，这是一个必然的过程，在这个过程中，气量的增加是一个必然的事件。而这个区域负责燃气的运输公司主要之一，就是金鸿能源。

我这边总体的情况大概是这样的汇报，就是：

一、按照总量来算，单看三个县，对周期行业的提振没有那么弹性大。

二、对河北、华北甚至整个北方地区的水提质的倒逼，会导致有很大的水的市场的需求，不管是海绵城市还是水的提质的需求。

三、短期性的，如果说周期性或者主题性的机会，燃气板块当地属地的公司会是一个真正受益的标的。

另外再汇报下我现在的行业观点：首先，神雾环保和神雾节能，虽然空间已经涨了很多了，但是空间还远远没有达到他们可以实现的空间，我年初写的《寄语 2017》的文章阅读量已突破 3000，大家可以看一下。第二个观点就是关于 PPP 板块，可能会出现一个比较大的机会在 4 月份，因为 PPP 板块在 3 月份底的时候开始出现表现，我觉得 4 月份，或者二季度都应该是 PPP 板块表现比较好的季度，这里有个刺激的点就是 PPP 的资产证券化，这个事情大家要留意，因为产业已经动起来了，但是二级市场还没有一个对应的反映，这是关于 PPP 板块。我这边推荐的公司的排序是：神雾环保，东方园林，神雾节能，碧水源，中金环境和富春环保。

更多观点欢迎与我和我们组其他成员交流。多谢大家。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳**：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨**：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**弋隽雅**：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**王啸**：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉**：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。