

环保行业

报告原因：点评报告

2012年1月16日

市场数据：2012年1月6日

总股本/流通股本(亿股)	3.23/1.19
收盘价(元)	32.3
流通市值(亿元)	38.44

基础数据：2011年9月30日

资产负债率	6.47%
毛利率	37.39%
净资产收益率(摊薄)	2.7%

相关研究

《碧水源(300070)调研简报-立足技术，布局全国，扩展产业链——增持》
2011-12-28

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

碧水源 (300070)

业绩超预期，立足技术，布局全国

维持

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

① **净利润同比增长 90%至 100%，超预期。**公司公告称，预计 2011 年实现归属上市公司股东的净利润在 3.36 亿元至 3.54 亿元之间，同比增长 90%至 100%。

② **再生水领域市场空间广阔，MBR 深度处理技术广泛应用于再生水领域。**到 2010 年底，全国城市污水处理再生水平平均利用率为 8.5%，在即将出台的“十二五”环境保护规划大框架下，到 2015 年全国城市再生水利用率要达到 20%以上。发达国家再生水利用比例达到 70%以上，我国再生水投资空间仍广阔，目前只是刚刚开始。水源凭借 MBR 深度处理技术，可将污水处理为高品质可再生利用水源。公司拥有 MBR 膜技术，顺应“十二五”污水处理产业发展的需求。

③ **自主生产膜材料，获取垄断利润。**过去我国 MBR 技术用膜基本依赖进口，但经过过去几年的发展，公司在该领域已取得较大的进展，公司已经具备膜材料的自主研发技术。公司膜基地于 2010 年投产，目前已达到 300 万平米产能。公司在无锡、益阳还将分别建造 100 万平米膜基地，膜产能达到 500 万平米。膜材料一般 5-8 年需更换一次，公司膜材料目前已实现自主开发生产，形成新的利润增长点。同时自产膜的低成本也提升了公司膜组器、污水处理整体解决方案等业务的毛利水平。

④ **联姻地方政府，扩大膜市场，实现全国性布局。**公司通过与省会城市、或直辖市地方政府合作，建立合资公司，锁定当地市场，与地方政府实现双赢。目前，该模式已在云南、江苏成功应用，获取了可观订单。公司近期又与内蒙、武汉建立合资公司，拓展西北及华中地区市场，公司的市场布局进一步完善。公司仍在与各个地方政府谈判，未来有望和其他区域的地方政府合作，最终实现全国性布局。而已经完成布局的北京、江苏、云南、内蒙、武汉等地市场在“十二五”期间将结开花果，异地扩张为公司注入了持续增长的动力。建立合资公司一方面可以扩大 MBR 污水处理的市场，使得公司的膜材料及膜反应器有更广阔的市场，增加公司的收入，另一方面随着合资公司运作壮大逐步为公司贡献投资收益。

⑤ **技术能力建设获得重大突破，低压反渗透膜研发成功。**今年公司在技术能力建设方面也获得了重大突破，公司的低压反渗透膜已经研发成功，可以应用于高盐水净化（应用于工业污水淡化）、生活污水净化、海水淡化，实现进口替代。公司计划建设 100 万平方米的低压反渗透膜，获取工业高浓度盐水净化市场以及海水淡化市场。

⑥ **与武钢合作进军工业污水处理领域。**公司与武钢成立合资公司，进军冶金及华中市场。冶金市场广阔，“十二五”期间，我国吨钢产出耗水要大幅下降，冶金行业废水资源化拥有较大市场。而且，为配合公司工业水处理相关业务，公司还将配套建设 100 万平米反渗透膜生产线。

⑦ **充分布局环保产业链：**公司除了进军生活污水领域外（目前业务包括膜材料生产、膜组器生产、污水处理整体解决方案，市政工程建设），同过兼并及合作，目前正在积极进军工业废水处理、固废领域、自来水净化等领域，公司目前已经充分布局了环保产业链，未来将受益这些领域的快速发展。

⑧ **抗经济周期的良好投资标底。**在宏观调控趋紧的背景下，地方政府财政紧张，资金缺乏使得地方政府有动力将项目与专业公司合作，地方市场由封闭市场转变为半封闭市场，为公司提供了巨大的机会。此外，国家在“十二五”规划中将节能环保产业定位于战略性新兴产业的首位，在宏观经济下行周期性行业业绩增速下滑的情况下，行业的增速前景良好，公司是抗经济周期的良好的投资标底。

⑨ **盈利预测及投资建议。**公司 2011 年的业绩超预期，我们调高公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.08、1.68、2.55 元，当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为 30、20、12，近期公司随环保板块调整充分，估值水平大幅下移，考虑到公司膜技术在国内处于垄断地位以及我国再生水广阔的空间，维持公司为“增持”的投资评级。

⑩ **风险提示：**收入确认滞后，应收账款带来回款风险；扩张过快带来管理风险；新技术对公司技术冲击。

表 1：盈利预测

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	314	500	1025	1742.5	2613.75
增速		59.24%	105.00%	70.00%	50.00%
营业成本	163	257	558.625	958.375	1437.5625
毛利率	48.09%	48.60%	45.50%	45.00%	45.00%
营业税金及附加	5	8	16.4	27.88	41.82
营业费用	6	7	16	26	36



管理费用	16	31	53	86	120
财务费用	-1	-16	-31	-13	-7
资产减值损失	0	5	10	15	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	8	15	26
营业利润	124	209	409.975	657.245	991.3675
营业外收入	0	0	2	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	124.00	209.00	411.98	657.25	991.37
所得税	17.00	30.00	56.85	90.70	136.81
净利润	108.00	179.00	355.12	566.55	854.56
少数股东损益	0.00	2.00	7.00	23.00	32.00
归属于母公司净利润	107.00	177.00	348.12	543.55	822.56
增速		65.42%	96.68%	56.14%	51.33%
股本	323	323	323	323	323
EPS (元)	0.33	0.55	1.08	1.68	2.55

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。