

环保行业

碧水源 (300070)

上调

报告原因：调研简报

进入新领域，打开更广阔市场

买入

2012年4月20日

公司研究/调研简报

市场数据：2012年4月20日

总股本/流通股本(亿股)	3.23/1.19
收盘价(元)	40.40
流通市值(亿元)	40.08

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	23.18%
毛利率	47.43%
净资产收益率(摊薄)	10.56%

相关研究

《山西证券_梁玉梅_碧水源(300070)调研简报，立足技术，布局全国，扩展产业链》20111228

《山西证券_梁玉梅_碧水源(300070)业绩超预期，立足技术，布局全国》20120116

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

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990，010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

投资要点：

① **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，较 2010 年底提高超过 10 个百分点。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，目前市场占有率在 70%左右。此外，1 月 19 日电今天水利部发布《国务院发布实行最严格水资源管理制度意见》，要求严格控制流域和区域取用水量，严格实施取水许可，严格水资源有偿使用，严格地下水管理和保护，强化水资源统一调度；要加强水功能区限制纳污红线管理，严格控制入河湖排污总量。该条例的出台拉动了很多地区的刚性需求，内蒙古、新疆等缺水地区的市场需求启动。此外，严格控制入河湖排污总量，促使沿海地区的市场启动。对公司去年在内蒙古建立了合资公司，市场有望充分启动。我们预计公司在新疆、上海、广东等区水地区也会相继有合作项目。

② **北京“十二五”规划改造及新建规模均较大，北京地区有望保持高速增长。**北京地区收入占公司收入比例接近一半，北京地区市场增速对公司影响较大。根据北京“十二五”规划，全市污水处理率达 90%以上，形成城六区 22 座污水处理厂全部为再生水厂，新城建成 34 座再生水厂。可以看出北京改造和新建再生水厂的数量均较大，支撑公司北京地区业务的快速增长。

③ **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。而已经完成布局的江苏、云南、内蒙、武汉等地市场在“十二五”期间将结花开果，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。

④ **进入新领域，打开更广阔市场。**

✓ **进军给水领域。**2012年7月1日是国家新的《生活饮用水卫生标准》全部检测项目实施的最迟时间，国家饮水标准由35项提高到105项。公司给水项目正在做中式，预计今年在北京做10万吨的示范项目。给水业务正在启动期，随着示范项目的成功运行，为公司膜技术由打开了一个广阔的市场。

✓ **进军新生水领域。**公司成功研制了低压反渗透膜，能耗水平大幅降低，处理后的污水经过进一步净化可以达到饮用水标准。根据公司的技术预计吨水成本在3元左右，较海水淡化、南水北调等具备成本优势。公司计划在北京建设50万平米低压反渗透膜，并建设新生水示范项目，进军新生水领域。我国水资源较为紧张，未来在缺水地区新生水较为有市场，这将成为公司膜技术应用的又一广阔领域。

✓ **净水器完成销售渠道铺设，等待开花结果。**公司净水器业务销售渠道铺设完毕，公司主要进军高端礼品市场，随着人们对饮水健康的要求提高，公司产品销售有望逐步打开。此外，公司进军楼宇市场，为楼宇统一安装净水设施，这也将成为未来的重要领域。

④ **技术能力建设获得重大突破。**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。此外，MBR技术突破，能够节能30%-50%，成本降低30%-50%，使得MBR法与传统污水处理方法成本进一步接近，考虑到公司MBR法市场供不应求，公司大幅降低价格的可能性较小，公司污水整体解决方案的毛利率还有上升空间。

④ **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。

④ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司2012-2013年EPS分别为1.86、2.84元，当前股价对应2012-2013年市盈率分别为22、14，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，给予“买入”的投资评级。

④ **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。

表 1: 盈利预测假设

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
污水处理整体解决方案	47,140.54	91,592.58	155707.4	249131.8
给排水工程		9,108.69	15484.77	24775.64
净水器	169.23	1,899.55	5698.65	17095.95
营业收入增速				
污水处理整体解决方案	50.40%	94.30%	70%	60%
给排水工程		-	70%	60%
净水器	-	1022.47%	200%	200%
毛利率				
污水处理整体解决方案(%)	48.98%	49.91%	50%	50%
给排水工程(%)		16.69%	17%	17%
净水器(%)	38.55%	75.15%	50%	50%

资料来源: 山西证券

表 2: 盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	50,047.08	102,600.82	176,890.81	291,003.40
营业收入增速	59.61%	105.01%	72.41%	64.51%
营业成本	25,720.43	53,940.57	93,555.38	153,677.66
毛利率	48.61%	47.43%	47.11%	47.19%
营业税金及附加	775.42	2,966.18	5,113.90	8,412.88
销售费用	686.31	1,285.36	2,216.05	3,645.63
管理费用	3,089.14	10,265.18	17,697.87	29,114.80
财务费用	-1,552.23	-3,654.28	-3,000.00	-2,000.00
资产减值损失	462.4	1,111.23	0.00	0.00
投资净收益	57.53	4,223.98	12,671.94	15,206.33
营业利润	20,923.13	40,910.56	73,979.55	113,358.76
营业外收入	11.42	491.21	0.00	0.00
营业外支出	19.85	6.88	0.00	0.00
利润总额	20,914.71	41,394.90	73,979.55	113,358.76
所得税	2,970.20	5,348.79	11,096.93	17,003.81
净利润	17,944.52	36,046.11	62,882.62	96,354.95
少数股东损益	248.22	1,595.60	2,872.08	4,595.33
归属于母公司所有者的净利润	17,696.30	34,450.51	60,010.54	91,759.62
每股收益	0.55	1.07	1.86	2.84
增速	65.09%	94.68%	74.19%	52.91%

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。