水务

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6－12 个月目标价： 54.00 元

当前股价： 39.77 元

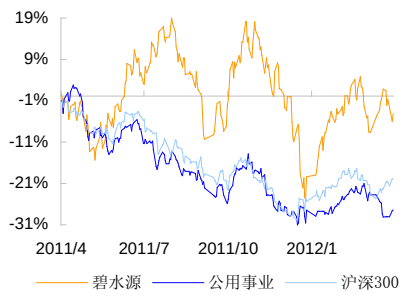
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2388.83
总股本(百万)	323
流通股本(百万)	148
流通市值(亿)	58
EPS	1.07
每股净资产（元）	10.09
资产负债率	23.18%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
碧水源	-2.78	21.97	14.73
公用事业	-2.03	3.93	0.42
沪深 300 指数	0.86	4.07	3.91



相关报告

碧水源－问渠那得清如许，唯有“源”头“碧水”来 2012-04-10

碧水源 300070 强烈推荐

调研简报：订单保障业绩，拓展提升空间

近日我们参加了碧水源股东大会，并与公司高管就近期经营情况进行了沟通，公司目前订单饱满，跨区域和跨领域拓展不断深入，同时技术不断创新，先发优势持续加强。我们维持前期观点，认为公司是水务行业综合竞争力最强的企业，“十二五”期间有望维持 50%的复合增速。

投资要点：

- **公司订单饱满，今年业绩有保障。**①去年是公司从北京向异地大幅扩张圈地之年，今年各地开始进入收割期，目前云南、南京无锡、鄂尔多斯等地订单情况均不错，预计全年投资收益同比增长将超过 100%。②北京去年受项目推迟影响业绩低于预期，而今年高碑店和小红门项目均已启动，同时博大水务等子公司业绩也有望实现突破，预计北京地区今年业绩将大幅超过去年。
- **公司膜材料生产产能持续拓展，技术不断创新，膜质量提升、寿命延长。**①今年膜产能约 400 万平米。碧水源丽阳膜科技有限公司预计今年 11 月份将会有新的产能建成，云南亦正在组建膜生产基地，同时，武汉和鄂尔多斯也在筹划建设膜生产基地。②技术方面，公司研发的新技术使膜寿命能再延长 1 年，预计在 6 年以上。
- **跨区域扩张有望进一步取得突破，5 月全国 8 大区域布局有望完成。**除公司已布局的六大区域外，预计 5 月上旬将有一两个新地区的合资意向签订，预计可能的地区有广东、上海等。广东虽水资源丰富，但经济发达，排放水量大、标准高、减排任务重，市场前景广阔。上海目前污水处理水平大多为二级处理水平，同时减排需求强烈，缺地情况广泛，膜技术应用空间大、市场前景可观。
- **跨领域拓展进一步深入，水产业链不断完善，拓展公司增长边界。**①工业废水处理领域今年有望超预期。虽去年北京环境工程子公司（原普瑞奇）实现净利润低于预期，但今年拓展状况较好，预计将超过赌协议中规定的 2000 万元。另外，博大水务（亦庄）今年将至少完成 2 个大型项目。②供水领域“技术突破+新标实施”促使行业空间逐渐打开。公司研发的新技术使膜技术运营成本显著降低。同时，7 月供水新的监测标准将执行，监测指标由原来的 35 项提升至 106 项，预计大量的自来水厂将面临改造需求，膜技术有望从中分一杯羹。③此外，公司研发的从生活污水出水直接净化到饮用水的技术在缺水地区应用前景看好。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们维持前期深度报告的观点，公司目前已发展成为一个以**技术创新为驱动、商业模式优秀、先发优势明显**的膜技术水处理行业领军者。公司现已完全摆脱对单个项目依赖和单个地的区依赖，抗风险能力很强，同时，是水产业链（供水、污水处理、再生水、净水器）最完善的公司之一，全面受益水行业发展，公司业绩有保障（CAGR>50%），是难得的同时兼具安全性和成长性的投资标的。我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.81/2.74/3.49 元，对应 PE 为 21.9X、14.5X 和 11.4X，维持公司强烈推荐评级。

◆ **风险提示：**项目开拓情况低于预期；创业板整体下跌风险；应收账款风险等。

主要财务指标

单位：百万元	1026	1742	2489	3072
营业收入	105%	70%	43%	23%
收入同比(%)	345	585	888	1130
归属母公司净利润	95%	70%	52%	27%
净利润同比(%)	47.4%	43.6%	43.9%	44.2%
毛利率(%)	10.6%	15.2%	18.7%	19.3%
ROE(%)	1.07	1.81	2.74	3.49
每股收益(元)	40.55	23.90	15.74	12.36
P/E	4.28	3.63	2.95	2.38
P/B	33	20	13	11
EV/EBITDA	1026	1742	2489	3072

表 1：盈利预测关键数据

营业收入	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
污水处理整体解决方案(百万元)	221	313	499	915	1,505	2,208	2,806
市政建设工程(百万元)	--	--	--	91	210	240	214
净水器销售(百万元)	--	--	2	18	27	41	53
营业收入合计	**221**	**313**	**500**	**1,026**	**1,742**	**2,489**	**3,072**
营业成本	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
污水处理整体解决方案(百万元)	126	163	257	458	793	1,174	1,509
市政建设工程(百万元)	--	--	--	76	174	199	177
净水器销售(百万元)	--	--	1	5	15	22	29
营业成本合计	**126**	**163**	**257**	**540**	**982**	**1,396**	**1,715**
毛利率	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
污水处理整体解决方案(%)	43 %	48 %	49 %	57%	53%	53%	54%
市政建设工程(%)	--	--	--	17%	17%	17%	17%
净水器销售(%)	--	--	39 %	45%	45%	45%	45%
综合毛利率	**43%**	**48%**	**49%**	**47.4%**	**43.6%**	**43.9%**	**44.2%**

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2：公司权益投资可研净利润预测

公司名称	成立时间	注册资本（万元）	股权比例	权益净利润		
				2012E	2013E	2014E
云南水务产业发展有限责任公司	2011 年5 月	60000	49%	5693	10044	13292
昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	2011 年6 月	60000	49%	980	2450	2940
南京城建环保水务投资有限公司	2011 年6 月	15000	50%	1500	2000	2500
湖南碧水源科技有限公司	2011 年6 月	8000	72%	180	864	1080
无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011 年7 月	5680	39%	585	1170	1170
内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011 年11 月	10000	49%	1225	2205	4165
武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	2011 年12 月	30000	49%	49	686	1568
权益净利润合计	**-**			**10212**	**19419**	**26715**

注释：由于昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司和南京城建环保水务投资有限公司无可研报告，我们根据公司订单情况预测

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3：碧水源目前在手订单情况（截至 2011 年 12 月 31 日）

序号	合同签订日期	合同名称	合同金额（万元）	预计完工日期
1	2011.7.21	昆明市第九、第十污水处理厂BT（建设-移交）项目投资建设、移交及回购合同	50000	2012.4.1
2	2011.06.30	北京市平谷区马坊镇居住、商业金融、社会停车场项目水土保持方案编制	25	2012.06.29
3	2011.06	高碑店再生水厂及再生水利用工程项目OW-UF超滤水处理系统设备采购及服务合同	18620	2012.06
4	2011.03.28	平谷区再生水厂二期及再生水利用工程水土保持方案编制	54	2012.03.28
5	2011.03.03	通州电网调度通信中心工程水土保持方案编制	15	2012.03.03
6	2011.02.22	石景山五里坨地区供水工程水土保持方案编制	19	2012.02.22
7	2011.01.05	北京市海淀区循环经济产业园再生能源发电厂项目水土保持方案编制	43	2012.01.05
8	2011.01.20	北京市通州区金桥科技产业基地B1-2-3、B1-2-4地块公建混合住宅项目水土保持方案编制	15	2012.01
		合计	68791	

资料来源：公司 2011 年短融说明书，中投证券研究所

与市场观点不同之处

1、 成长的边界：市场空间足够大支撑公司估值水平稳定

Q：市场认为作为白马股，一般的投资逻辑是业绩增长消化估值水平？

A：我们认为对于碧水源，由于行业仍空间非常大，因此公司未来有望在**盈利快速增长同时保持估值水平稳定**。公司是在整个水处理产业链布局最完备（生活污水、工业污水、供水）的公司之一，受益三个细分市场的增长。①生活污水处理：仍是膜技术的蓝海，占有率仅 4%-5%。②工业污水处理：膜技术传统的优势领域，盈利能力好，空间大。③供水领域：监测指标大幅增加，大规模改造在即。

Q：市场认为传统技术就能达到排放标准，膜技术比传统技术成本高 10%左右，为什么要选用膜技术？未来膜技术的市场占有率为什么会提升？

A：我们认为一方面在缺地、排放标准高的环境敏感地区膜技术存在刚性需求外，在一些非刚性需求地区膜技术也有着广泛的应用空间，理由是：①由于排放标准提高，未来约 50%污水处理厂存在提标改造需求，但对于地方政府而言，提高出水标准符合政绩诉求（公司出水水质能达到地表水Ⅳ类）；同时更高的排放质量可以预防未来排放标准进一步提高，因此未来大部分改造和新建市场都将采用膜技术；②对于地方政府而言，特别是有钱的地方政府，污水处理投资一般为占财政支出的比例不大，政府对价格的敏感性不高。因此，我们认为公司**膜技术的市场占有率未来有望从 4%提升到 40%-50%**。

2、 核心竞争力分析：为什么碧水源的市场份额持续提升？→“模式+技术+成本”综合竞争力最强

Q：市场认为碧水源仅仅是靠合资的模式在抢占市场，未来这种模式的持续性不好说？

A：我们认为公司的核心竞争力不仅仅是商业模式或者是技术，更是模式（合资模式快速抢占市场）+技术（技术优势保证产品和服务质量）+全产业链拓展，降低成本三方面合力而形成的综合竞争优势，**综合实力最强：在这种半关系化半市场化的市场中，既能提供性价比最高的产品又有能打通各方利益链条的商业模式**。

Q：市场认为公司从 08 年才开始造膜材料，公司的技术水平不行？

A：我们认为①公司虽然从 08 年才开始自行制作膜材料，但是目前公司膜材料制备水平已经处于国内一流水平；②污水处理工程的关键技术不仅仅是膜材料，还有膜组器制造和工程设计，这是碧水源的传统技术优势领域。

Q：市场认为这种商业模式，同行或者想从膜生产领域向工程领域拓展的公司可以模仿，对公司业务形成竞争？

A：我们认为**公司合资模式的“难以复制”**：①资金优势难以复制：公司上市契机好，超募资金 18.8 亿元，同时是第一家上市公司；②地方政府财政困难和污水处理提标改造政绩诉求的契机难得：促使合资公司“小碧水源”得以在全国快速复制；③短期看合资公司排他性较强，长期看公司技术优势、市场优势互相强化，使公司品牌优势（政府不懂技术，对品牌和过往业绩敏感度更高）和成本优势明显。

3、 竞争对手分析：短期内难有劲敌出现

Q：市场认为国内有膜天膜等膜制造企业为公司的主要竞争对手，未来行业的竞争会越来越激烈？

A：我们认为①术业有专攻，各个膜材料生产企业实际上是公司的上游，且侧重不同的细分领域，每个公司的比较优势领域不同，与公司直接的竞争和联系不大；②膜技术企业希望向工程承包领域拓展，需要从技术主导型公司向市场主导型公司转型，存在一定的转化期和壁垒。③我们认为公司目前主要竞争对手是国外的公司 GE、西门子，以及国内的联合环保。但从目前来看，公司竞争优势明显，难有真正的劲敌出现。

✧ vs 国外公司：GE、西门子（塞恩斯特）；公司有成本优势和服务优势。

- ✧ vs 国内公司：①是工程制造企业联合环保：以工程起家，膜靠进口，在四川和广州有一些项目，有一定区域性特点；②是膜制造企业：膜天膜、海南立昇、时代沃顿（反渗透国内最大）、久吾高科（最大陶瓷滤膜），蓝星高丽（反渗透合资企业）等，目前膜天膜与公司最为接近，其力图从膜材料制造向工程承包领域拓展，但公司目前项目仍以天津地区为主。

4、 公司增长来自哪里？短期：已布局六大区域资源丰富；长期：跨区域和跨领域扩张值得期待。“十二五”期间公司 CAGR>40%

Q：市场怀疑公司合资公司建立的六大区域是否能给公司带来预想中的收益？

A：我们认为：①从公司目前的订单情况和已布局的 6 大区域实际情况来看，公司短期业绩有保证；②长期来看：公司还将在全国其他地区如广东、上海等持续拓展，前景看好；现有项会带来持续不断的膜收入；局跨行业（污泥处理、供水处理等）扩张和跨国扩张或将成为新的利润增长点。

- ✧ 北京（再生水建设提速，北京市的污水处理厂均需要配备再生水设施，十二五期间再生水生产能力将提升 47%；亦庄是全国产值最大的开发区，未来公司将占据亦庄污水处理绝大部分市场份额）
- ✧ 云南（滇池治理 420 亿市场启动）
- ✧ 江苏（太湖治理投入 458 亿元、地区经济发达污水处理需求大）
- ✧ 内蒙鄂尔多斯的项目前景（经济发达的缺水地区，市场前景看好）
- ✧ 湖北与武钢的合作（冶金行业污水处理空间大）；
- ✧ 而湖南项目实施后也将贡献部分利润（目前仅局限于益阳地区）。

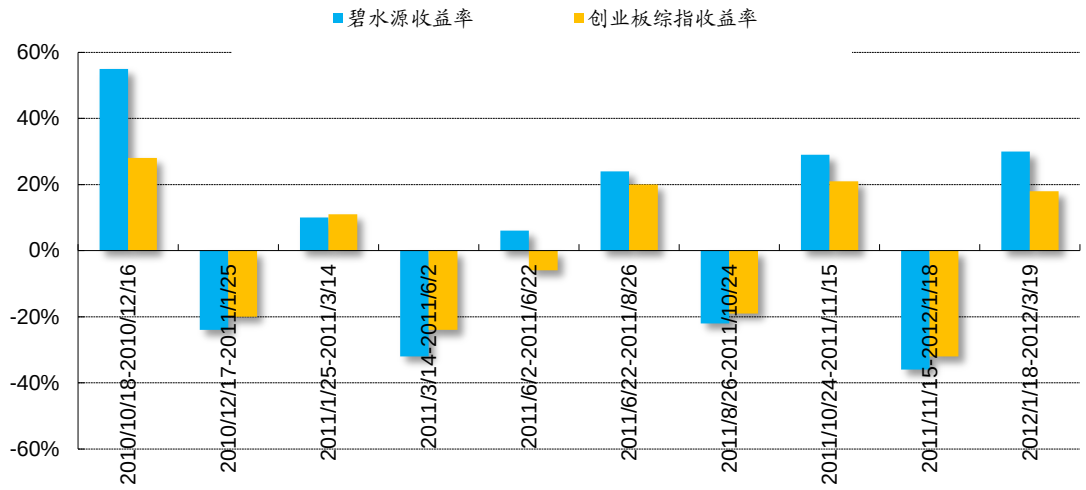
5、 投资策略：上涨周期买入（高配），下跌周期卖出（低配）；40 元以下为安全边际。

盈利预测和投资策略：我们预计公司 12-14 年 EPS 为 1.80/2.74/3.48 元，合理目标价为 54 元（12 年 PE=30,11 年 PEG=0.75），给予公司强烈推荐评级。

我们的独特观点：①从历史来看，公司在市场上行时，易获超额收益，因此，建议采取的投资策略为在市场下跌周期卖出（低配），上涨周期买入（高配）。②安全边际：38 元（对应 12 年 21 倍 PE），40 元以下均为较好的买入时机。

表 ：公司股价在市场向上时取得超额收益的概率较大

图 1：在市场上涨时，公司较易获得正的收益



资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2758	4240	5322	6622
现金	2328	3634	4334	5649
应收账款	282	301	588	473
其他应收款	23	26	41	52
预付账款	15	64	74	91
存货	106	198	270	338
其他流动资产	4	17	16	21
非流动资产	1654	365	371	372
长期投资	814	0	0	0
固定资产	200	184	168	152
无形资产	116	140	162	180
其他非流动资产	523	41	41	41
资产总计	4412	4605	5693	6995
流动负债	981	600	798	969
短期借款	100	0	0	0
应付账款	246	464	663	808
其他流动负债	635	135	135	161
非流动负债	41	32	34	34
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	32	34	34
负债合计	1023	632	832	1003
少数股东权益	125	125	125	125
股本	323	323	323	323
资本公积	2263	2263	2263	2263
留存收益	677	1262	2149	3280
归属母公司股东权益	3264	3848	4736	5866
负债和股东权益	4412	4605	5693	6995

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	360	446	472	994
净利润	360	585	888	1130
折旧摊销	22	20	20	20
财务费用	-37	-42	-60	-75
投资损失	-42	-102	-194	-267
营运资金变动	-24	-4	-205	193
其他经营现金流	80	-11	23	-7
投资活动现金流	-1297	919	168	245
资本支出	62	0	0	0
长期投资	-746	-814	0	0
其他投资现金流	-1982	105	168	245
筹资活动现金流	632	-59	60	75
短期借款	100	-100	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	176	0	0	0
资本公积增加	-148	0	0	0
其他筹资现金流	504	41	60	75
现金净增加额	-304	1307	700	1315

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1026	1742	2489	3072
营业成本	539	982	1396	1715
营业税金及附加	30	39	58	73
营业费用	13	25	35	43
管理费用	103	160	224	273
财务费用	-37	-42	-60	-75
资产减值损失	11	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	42	102	194	267
营业利润	409	673	1022	1301
营业外收入	5	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	414	675	1025	1304
所得税	53	91	137	174
净利润	360	585	888	1130
少数股东损益	16	0	0	0
归属母公司净利润	345	585	888	1130
EBITDA	400	651	982	1246
EPS（元）	1.07	1.81	2.74	3.49

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	105.0	69.8%	42.9%	23.5%
营业利润	95.5%	64.5%	51.9%	27.3%
归属于母公司净利润	94.7%	69.7%	51.8%	27.3%
获利能力				
毛利率	47.4%	43.6%	43.9%	44.2%
净利率	33.6%	33.6%	35.7%	36.8%
ROE	10.6%	15.2%	18.7%	19.3%
ROIC	85.6%	147.7%	149.0	283.3%
偿债能力				
资产负债率	23.2%	13.7%	14.6%	14.3%
净负债比率	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.81	7.07	6.67	6.83
速动比率	2.70	6.74	6.33	6.49
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.39	0.48	0.48
应收账款周转率	5	6	5	5
应付账款周转率	2.84	2.76	2.48	2.33
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.81	2.74	3.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.38	1.46	3.07
每股净资产(最新摊薄)	10.09	11.90	14.64	18.14
估值比率				
P/E	40.55	23.90	15.74	12.36
P/B	4.28	3.63	2.95	2.38
EV/EBITDA	33	20	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-10	碧水源－问渠那得清如许，唯有“源”头“碧水”来

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

陈青青，陈青青，中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士，南开大学经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所　　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434