

污水处理龙头，雄厚资金为外延式扩张背书

2012年8月21日

推荐/首次

碧水源

调研快报

——碧水源（300070）调研简报

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

事件：

近日我们调研了碧水源，就公司未来发展情况进行交流。

主要观点如下：

1. MBR 国内绝对龙头，全产业链保证公司低成本。

公司主要从事污水处理整体解决方案和给排水工程项目，依托在 MBR 方面国内领先技术优势，公司稳居国内污水处理领域的龙头地位。MBR 技术具有占地面积小、处理能力强、出水标准高等技术优势，尤其适合我国的具体国情。目前在国内大中型 MBR 项目方面，公司市占率为 60%，是当之无愧的国内 MBR 龙头。未来随着国内对生活污水和工业污水处理重视程度不断提高，相关标准水平不断提高，为公司未来发展提供了广阔的空间。

公司在 MBR 系统方面技术优势明显，在膜材料制备、膜系统生产和关键工艺方面具有完全的自主知识产权。作为污水处理项目的整体解决方案提供商，公司具备膜材料自给自足、核心设备自主生产、土建总包（收购久安公司）等关键环节的自主能力，能够实现全产业链覆盖，能够通过有效的成本控制获得较强的市场竞争力，为公司快速扩张奠定坚实基础。2011 年公司全年膜产量约为 170 万平方米，随着新建产能逐步投产，2012 年公司膜产量有望达到约 300 万平方米，为公司相关项目推进提供有力保障。

2. 合资模式推进外延扩张，充足现金保障公司扩张战略实现。

公司作为北京本土企业，在业务发展的初期主要依托北京地区市场，凭借过硬的技术优势，公司在站稳北京市场的前提下积极拓展京外污水处理市场。由于污水处理项目从性质上属于公用事业领域，政府相关部门（水务、城建）在污水项目立项、建设、运营方面具有相当大的影响力。针对污水处理市场的这一特点，公司采取与当地相关方成立合资公司的模式，以“共赢”的方式拓展全国市场。合资模式充分切合国内污水处理市场核心，依托合资模式公司在京外市场拓展方面取得了积极的进展。目前，公司以成功布局云南、南京、湖南、湖北、新疆、内蒙古、山东等京外市场，为公司未来业绩持续高增长提供了有力的保障。

污水处理项目对资金需求量较大，对应日处理能力 1 万吨需投资约 2800 万元。公司 IPO 获得超募资金 18.8 亿元，为公司以合资方式通过外延式扩张跑马圈地提供了有力的资金保障。从公司 2012 年中报情况来看，公司目前无财务性负债，在手货币资金 14.67 亿元，为公司外延式扩张提供了坚实的资金基础。

3. 家用净水器拓展家用市场，潜在市场广阔。

依托在污水处理方面的技术优势，公司除积极拓展工业污水处理和石化污水处理领域外，通过净水器产品进入家用净水器领域。随着国内居民生活水平不断提高，对饮用水水质要求也随之不断提升，家庭自主安装净水设备已经成为一种潮流，为公司家用净水器销售提供了广阔的市场空间。目前公司净水器产品在销售方面采用直销和电商两种方式，未来直销将成为公司净水器销售的主要模式。2011年公司净水器业务毛利率高达75.15%，未来净水器毛利率水平将维持在60-70%的高水平，利润空间可观。

盈利预测与投资建议

“十二五”期间我国对污水处理的重视程度将不断提高，污水处理标准提升、污水处理处理系统改扩建以及再生水比例提升等将为公司业务提供广阔的发展空间。公司作为国内污水处理的龙头企业，依托雄厚的资金实力，行业快速发展将赋予公司未来良好的业绩成长性。我们预计公司2012年-2014年EPS分别为1.00元、1.43元、1.91元，对应PE 35.09倍、24.43倍、18.35倍，首次给予推荐评级。

投资风险

1、外延式扩张进度不达预期；2、国内相关政策出现变化。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	500.47	1,026.01	1,764.73	2,382.39	3,120.93
(+/-)%	59.61%	105.01%	72.00%	35.00%	31.00%
EBITDA	202.42	394.36	634.14	916.84	1,219.71
(+/-)%	57.95%	94.83%	60.80%	44.58%	33.03%
净利润	176.96	344.51	548.33	787.72	1,048.68
(+/-)%	65.09%	94.68%	59.16%	43.66%	33.13%
每股净收益(元)	1.31	1.07	1.00	1.43	1.91

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券