

环保行业

碧水源 (300070)

维持

报告原因：调研简报

给水领域空间更广阔，启动在即

增持

2012年9月12日

公司研究/调研简报

市场数据：2012年9月12日

总股本/流通股本(亿股)	5.50/2.52
收盘价(元)	36.02
流通市值(亿元)	90.77

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	22.16%
毛利率	35.26%
净资产收益率(摊薄)	2.43%

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

《碧水源(300070)_调研简报-进入新领域，打开更广阔市场一(买入)》2012-4-20

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：

国内 MBR “十二五”复合增长率超 30%，联姻地方政府，进入订单收获期。根据中国水网此前发布的数据，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，该规划明确提出，到 2015 年，全国城市再生水利用率要达到 15%以上。根据我们测算“十二五”期间 MBR 复合增长率 30%。而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广阔。在 MBR 领域公司占据 70%的市场份额，而在 CMF 领域公司竞争实力也较强，公司有望充分受益于再生水的发展。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，如北京、江苏、云南、内蒙、武汉、新疆等地区，而公司新进入的内蒙、新疆等地区为资源性缺水地区，当地资源丰富财政实力较强，未来订单形势很好。

给水市场空间广阔，大型城市市场启动在即。《生活饮用水卫生标准》(GB5749-2006)，对生活饮用水标准总指标从以前规定的 35 项增加到 106 项，并对原标准 35 项指标中的 8 项进行了修订提升，全部指标最迟于 2012 年 7 月 1 日实施。传统的工艺(混凝-沉淀-过滤-消毒)难以达到该标准，膜技术有望在给水领域大规模应用。2012 年 8 月我国自来水的产量为 41.80 亿立方米，折产量合约 1.4 亿吨/日，考虑到实际产能要高于目前产量约 10%-20%，预计我国自来水的日产能约 1.5-2 亿吨/日的水平，按照 200-500 元/吨的改造成本，自来水升级所带来的膜系统工程的市场容量约 300-1000 亿左右。由于应用膜技术提升自来水水质的成本相对较高，财政较好的地区改造的可能性较大，假设 50%的市场近期进行改造，近几年的市场容量就达到 150-500 亿，可能不低于再生水市场。从目前的进度看大型城市尚未启动，预计明年大型城市有望启动，如北京、天津、上海、广东、南京、杭州、武汉等城市，而公司与其中部分城市有良好的合作关系，未来获得这些城市自来水提标改造项目的可能性较大。以北京为例，北京地区自来水月产量约 8.4 亿立方米，折合约 0.28 亿吨/日，预计产能在 0.3 亿吨/日，按照 300 元/吨的改造成本，北京地区给水领域的市场约 90 亿。根据我们统计在再生水领域公司在北京地区 2007-2011 年的收入合计为 13.56 亿，公司在再生水领域在北京地区的市场份额在 70%以上，可以看出给水领域是一个可能比再生水领域更广阔的市场。

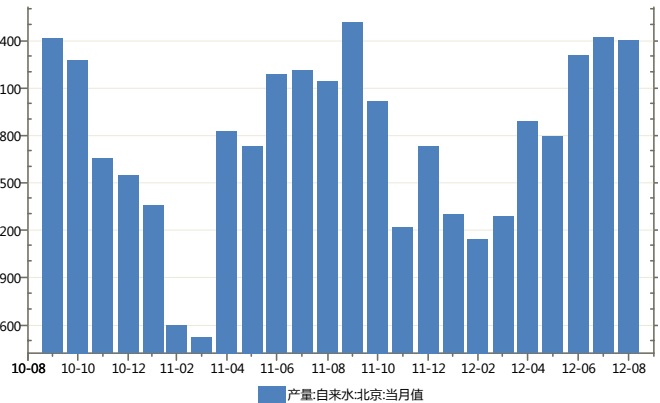
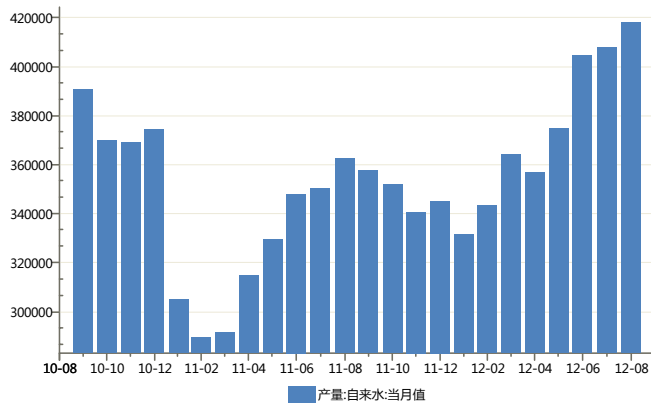
盈利预测及投资建议。我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.09、1.67 元，当前股价对应 2012-2013 年市盈率分别为 35、22 倍，考虑到再生水及给水领域“十二五”期间政策支持力度较大，而长期看水资源问题必将成为我国的重大问题之一，膜技术成为解决这一问题的核心，我们维持公司“增持”的投资评级。

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。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

图：我国自来水单月产量（万立方米）

图：北京地区自来水单月产量（万立方米）



资料来源：Wind

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	0



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	0
营业外支出	19.85	6.88	0	0
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	0.32	0.63	1.09	1.67
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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险,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。