

分析师：于姝丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel：010-59355991
Email：yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)



碧水源 (300070. SZ)

快速增长的 MBR 龙头

投资要点

● 公司持续高速增长。受益于“十一五”期间污水处理行业的高速发展，公司规模盈利也得到了快速增长，公司近4年收入及净利润复合增长率分别为78.11%和72.77%；同时，公司综合销售毛利率也一直维持在50%以上的水平。

● MBR技术的优势决定了其市场空间的不断提升。由于我国水资源缺乏及水体富营养化的日趋严重，污水资源化取代达标排放将成为水务行业的工作重点，而MBR技术出水水质已完全达到了回用水的标准，且其实际投资成本比传统活性污泥法处理投资成本仅高出10-15%，符合政策的要求并将获得更多政策支持。根据《北京市“十二五”时期水资源保护及利用规划》测算，北京MBR市场规模将达到115.6亿元。

● 公司各项业务互相带动促加速增长。由于技术升级及上市后融资能力增强，公司在MBR市场竞争中的优势日趋明显，市场份额由60%提升至目前70%以上，工程数量的增长不仅增加了公司工程业务收入，还带动了膜产品的生产与销售，为未来收入持续高增长奠定了良好的基础；同时公司在工业污水处理及净水器业务也稳步发展，成为公司增长的重要保障。

● 盈利预测：预测公司2013年-2015年EPS（摊薄）分别为0.94元、1.26元、1.53元，受益于政策对于MBR市场的推动及公司市场份额的提升，公司未来3-5年仍能保持高速增长，给予“增持”评级。

● 风险提示：政策对于MBR市场推动低于预期；外埠市场开拓进度低于预期。

公用事业

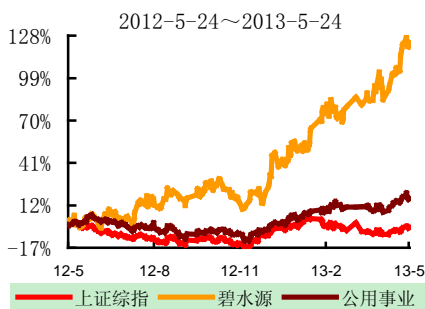
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据

市价(元)	38.64
上市的流通A股(亿股)	5.13
总股本(亿股)	8.86
52周股价最高最低(元)	28.56-57.6
上证指数/深证成指	2288.53/9304.86
2012年股息率	0.36%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1771.55	2622	3756	5244
增长率(%)	72.66	47.99	43.27	39.61
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	562.46	836	1118	1454
增长率(%)	63.26	48.68	33.69	30.02
毛利率(%)	42.84	43.65	42.25	40.43
净资产收益率(%)	14.49	19.15	22.29	24.81
EPS(元)	1.02	0.94	1.26	1.64
P/E(倍)	60.85	40.9	30.6	23.5
P/B(倍)	0.00	7.8	6.8	5.8

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司持续高速发展	3
二、MBR 法水处理市场空间广阔.....	3
(一)、MBR 出水水质好符合未来政策要求.....	3
(二)、MBR 实际投资成本仅比其它技术略高.....	4
(三) 政策鼓励 MBR 技术的应用.....	4
三、公司未来持续高速增长有保障.....	5
(一)、公司市场份额超过 70%。	5
(二)、工业污水处理及净水器业务稳步发展.....	6
四、估值与盈利预测	6
五、风险提示	6

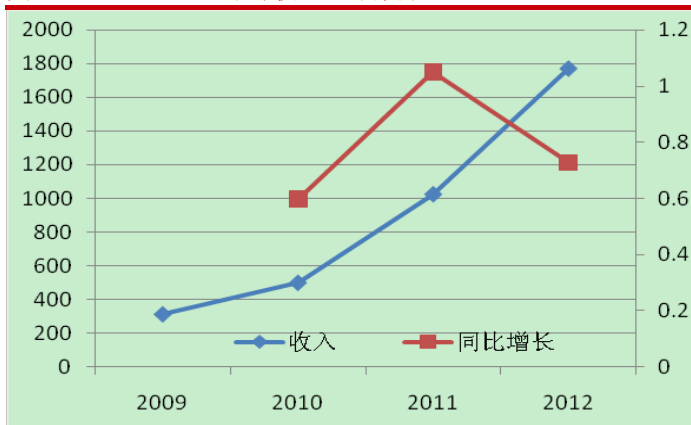
图表目录

图 1: 2009-2012 公司收入 (百万元)	3
图 2: 2009-2012 公司净利润 (百万元)	3
图 3: 主营业务占比	3
图 4: 净水器业务增长 (百万元)	3
图 5: 主要回用水应用领域	5
图 6: 2007 年国内 MBR 市场份额.....	5
图 7: 2010 年国内 MBR 市场份额.....	5
表 1: MBR 出水水质指标与污水回用标准比较.....	4
表 2: 北京城六区现有及新建再生水厂情况.....	5
附录: 财务预测表	8

一、公司持续高速发展

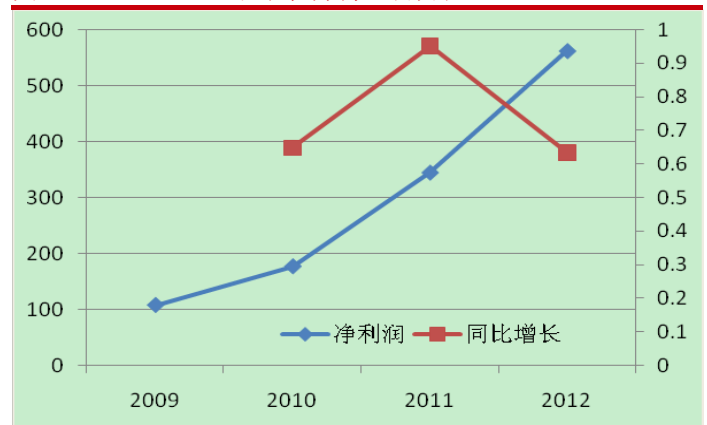
碧水源是专业从事污水处理与污水资源化技术开发应用的环保企业，是目前国内城市污水处理领域 MBR 技术实力最强的企业之一。公司主要采用先进的 MBR 技术为客户一揽子提供建造污水处理厂或再生水厂的整体技术解决方案，并提供应用 MBR 技术的核心设备膜组器及其核心部件膜材料，最终为客户建成达到较高出水水质标准的污水。受益于“十一五”期间污水处理行业的高速发展，公司的资产规模和盈利能力都得到了快速增长，公司 2009-2012 年收入复合增长率为 78.11%；净利润复合增长率为 72.77%；同时，公司综合销售毛利率也一直维持在 50%以上的水平。

图 1：2009-2012 公司收入（百万元）



数据来源：公司年报，民族证券

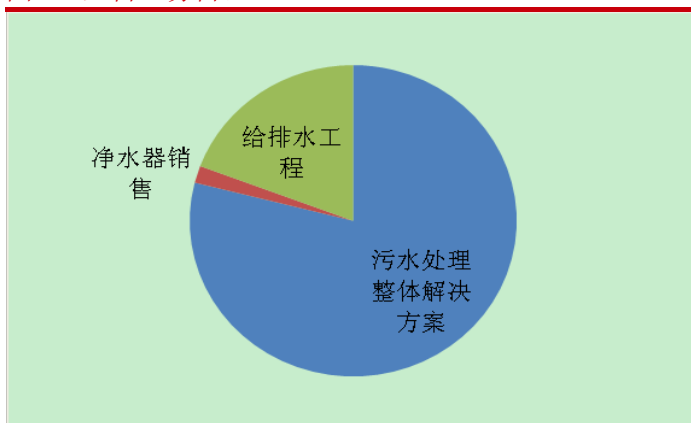
图 2：2009-2012 公司净利润（百万元）



数据来源：公司年报，民族证券

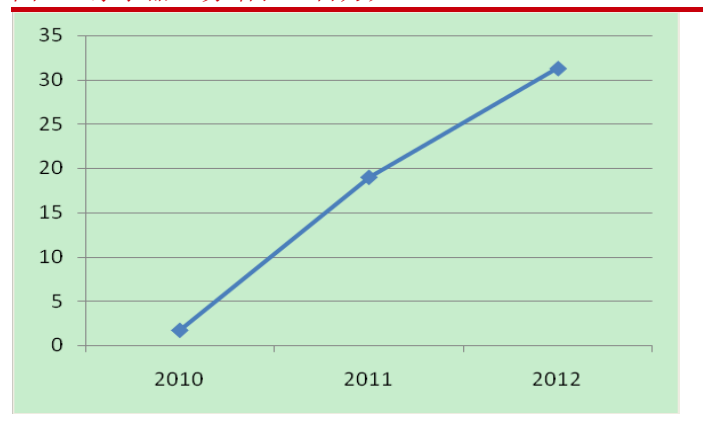
从目前情况来看，公司主要业务污水处理整体解决方案未来 3-5 年内保持 50%以上的高速增长还是有保障，因为 2011 年、2012 年十二五前两年基本处于政策的出台期，具体投资较少，以后三年将要完成整个十二五期间的目标，将有较多的项目投入建设，公司的订单增长将有所保证。另外，受益于百姓对于饮用水安全的重视程度的提高，公司净水器业务也取得了长足的发展，并成为净水器行业的领先品牌。

图 3：主营业务占比



数据来源：公司 2012 年年报，民族证券

图 4：净水器业务增长（百万元）



数据来源：公司年报，民族证券

二、MBR 法水处理市场空间广阔

（一）、MBR 出水水质好符合未来政策要求

MBR 技术是利用膜完全固液分离的特点，来取代传统的二沉池和三级过滤处理，同时强化生物处理单元，进一步达到去除 COD、BOD 和脱氮除磷的目的，因此 MBR 出水水质明显好于其

它工艺水平，2011年中国水网“应用MBR工艺的中国市政污水处理项目”专题调查显示：在运行的市政MBR项目中，有超过75%的项目至少达到了《城镇污水处理厂污染物排放标准》中规定的一级A标准，更有23.8%的项目达到了《地表水环境质量标准》的标准（地表四类水），其余排水也用于景观水回用、城市杂用水和工业循环冷却水供给。

表 1: MBR 出水水质指标与污水回用标准比较

项目	MBR 出水	污水回用标准	
		如厕	洗车
PH	7~8	6~9	
color (hazon)	<30		30 30
Turbidity(NTU)	<1		5 5
SS	Undetected	-	-
BOD ₅	<5		10 10
COD _{Cr}	<30	-	-
NH ₄ -N	<1		10 10
Anionic surfactant	<0.1		1.0 0.5
TN	<10	-	-
TP	<1	-	-

资料来源：民族证券

由于我国水资源缺乏以及水体富营养化的日趋严重，即使污水处理厂排放标准达到国家一级A标准，并不能完全改变我国水环境恶化的情况，因此我国城市污水处理主导目标已经开始由传统的“污水处理、达标排放”转变为以水质再生处理为核心的水的循环再用，由单纯的“污染控制”上升为“水生态的修复和恢复”，污水资源化将成为水务行业的工作重点。而MBR技术是可以将污水一步到位地处理成高品质再生水，所以其在污水处理市场的份额不断提升，由2010年的0.8%上涨至2012年的4%左右。未来随着MBR技术投资与运营费用的不断降低，以及更为严格的水资源保护和污染治理政策与标准的深化实施，MBR技术的优势将会越来越充分地得以实现。

（二）、MBR 实际投资成本仅比其它技术略高

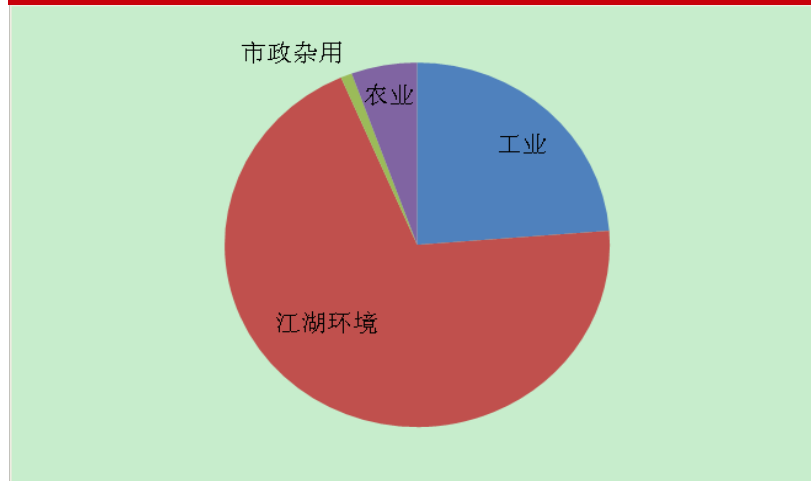
与其它污水处理技术相比，MBR前期建设成本较高，对于万吨以上市政项目，MBR项目的吨水投资成本在2000~2500元之间，比传统活性污泥处理工程的建设成本高出1/3多。但MBR是结合生物二级处理和再生水生产两种工艺，在同等的出水水质情况下，使用传统的活性污泥法处理工艺的污水处理厂需要增加三级处理工艺，在这种情况下，比较费用的时候，应该以生物处理厂和再生水厂两个厂子的费用之和，与MBR项目做比较。MBR的实际投资成本比传统活性污泥法处理投资成本也就高出10-15%。

而且三级膜过滤是传统废水生物处理的深度处理，只是去除水中的悬浮物、微生物及部分大分子有机物；与絮凝剂结合，实现化学除磷。但是，对于难降解有机物还需要使用物理、化学的方法去除。

（三）政策鼓励 MBR 技术的应用

对于水资源日趋贫乏以及经济发展导致的用水量增长，政府日益重视回用水的使用，国家发改委明确要求电力行业用水全部使用再生水，对化工行业用水也提出了50%采用再生水的要求。碧水源的主要市场北京地区2013年出台的《北京市“十二五”时期水资源保护及利用规划》也提出到2015年全市再生水利用率达到75%，利用再生水10亿立方米。

图 5：主要回用水应用领域



数据来源：民族证券

同时规划还提出：城六区现有污水处理厂全面完成升级改造；城六区、新城新建污水处理厂全部建为再生水厂。到 2015 年，城六区再生水厂达到 22 座，再生水生产能力增加到 408 万吨/日。新城规划新建、扩建再生水厂 34 座，新增再生水生产能力 139 万吨/日，再生水生产能力达到 170 万立方米/日。如果对再生水水质要求高，全部采用 MBR 技术，以吨水投资成本 2000 元计算，则整个北京 MBR 市场规模将达到 115.6 亿元。

表 2：北京城六区现有及新建再生水厂情况

	现有	新建
再生水厂	方庄、高碑店、酒仙桥、北小河、清河、肖家河、吴家村、卢沟桥、小红门、北苑	回龙观、东坝、定福庄、郑王坟、垡头、五里坨、孙河、苇沟、河西、上庄、翠湖、稻香湖
污泥处置工程	清河、水泥厂、方庄、庞各庄	高碑店、琉璃河、小红门、郑王坟

资料来源：民族证券

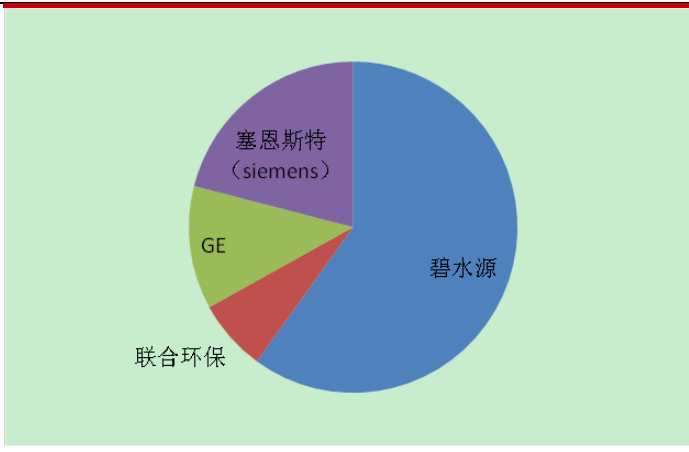
三、公司未来持续高速增长有保障

（一）、公司 MBR 市场份额超过 70%。

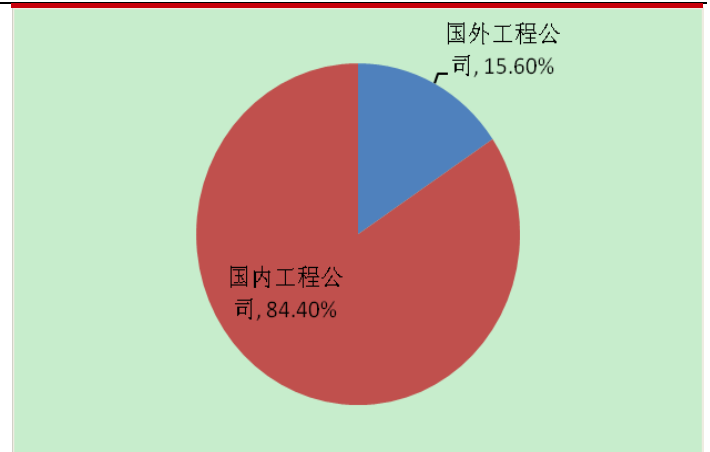
公司经过十多年的发展，凭借技术升级及运营成本的不断下降，获得订单的能力显著增强，在 MBR 市场份额由 60% 提升至目前超过 70%，国内其他采用 MBR 技术的污水处理工程企业规模较小，因此公司主要竞争对手是三菱、西门子、通用。由于成本及费用较高，三菱和西门子运营困难，目前只有通用还在运行。另外公司上市后融资能力显著提高，对于大型 MBR 项目及以 BOT 方式运作的项目，公司的竞争优势更加明显。

图 6：2007 年国内 MBR 市场份额

图 7：2010 年国内 MBR 市场份额



数据来源：公司 2012 年年报，民族证券



数据来源：公司年报，民族证券

公司现在及未来主要发展区域，是当地政府对于水资源较为敏感的地区，如北京、云南（主要因为滇池），不会发生工程款拖欠，因此公司目前回款情况在工程类企业中算是良好的，而其他如东北、山西等对水资源敏感性较差的区域，公司接单比较慎重，因为北京、云南等地订单持续性较好；但区域对于水资源的敏感性转变也比较快，如河北，因为南水北调，对水资源敏感度提高，近期将新建 9 个污水处理项目。MBR 市场未来发展空间很大，保证了公司订单数量的持续增长。

公司在各地成立子公司负责当地市场的开发及运营，但对部分子公司仅参股，因为合资子公司合资方一般为负责当地水务建设的国企，合资子公司可以解决当地税收、就业等问题以及满足当地环保要求，公司只是需要获得当地水处理市场，成立子公司的主要目的也是利用工程捆绑公司产品的销售，后期换膜的利润更高。

公司目前膜产能为 1000 万平方米，产量为 600 万平方米，主要在北京，与三菱合资厂在无锡也有 100 万平方米的产能，自产膜与国外同类产品相比价格便宜 30%-40%，且质量能满足自用，目前公司反渗透膜是外购国外产品，运行过程中需要能耗，公司即将投产的反渗透膜靠自来水压力就可运行。膜产能的不断提升，使得公司膜产品由于规模化效应成本持续下降。

（二）、工业污水处理及净水器业务稳步发展

公司在工业污水处理方面业务也在稳步进行，与武钢方面有合作，与神华、石油、海油也签了一些小单子，取得业主对于项目的认可后，可能会投标一些比较大的订单；但市政污水处理市场巨大，公司目前仍然主攻市政污水这一块。

同工业污水处理业务一样，未来净水器业务在公司整体占比也不会很大，但公司很重视净水器业务的发展，在前期品牌宣传方面也投入了较大的成本，公司销售净水器也主要是捆绑客户，为膜产品销售提供持续收入，目前销售收入 5000 万左右，主要销售渠道是通过电商及礼品，已在苏宁、天猫上线，目前体现的毛利主要是体现酒店及写字楼的净水业务，未来电商的毛利应该更高。

四、估值与盈利预测

预测公司 2013 年-2015 年 EPS（摊薄）分别为 0.94 元、1.26 元、1.53 元，受益于政策对于 MBR 市场的推动及公司所在市场份额的提升，公司未来 3-5 年仍能保持高速增长，给予“增持”评级。

五、风险提示

政策对于 MBR 市场推动低于预期；外埠市场开拓进度低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2800	3562	4813	6574
现金	1904	2244	2917	3914
应收账款	700	1036	1485	2073
存货	128	183	269	388
其他	67	99	142	198
非流动资产	2460	2729	2950	3198
长期投资	1011	1207	1404	1600
固定资产	305	380	426	464
无形资产	119	115	111	107
其他	1026	1026	1026	1026
资产总计	5260	6291	7780	9772
流动负债	1163	1657	2432	3498
短期借款	0	0	0	0
应付账款	397	566	832	1201
其他	766	1091	1599	2298
非流动负债	50	59	68	77
长期借款	0	0	0	0
其他	50	59	68	77
负债合计	1213	1716	2500	3575
少数股东权益	166	209	265	339
股本	553	885	885	885
资本公积金	2121	2203	2360	2107
留存收益	1207	1384	1646	2022
归属母公司股东权益	3881	4366	5015	5858
负债和股东权益	5260	6291	7780	9772

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	(66)	983	1435	1900
净利润	562	836	1118	1454
资产减值准备	11	(22)	0	0
折旧摊销	27	24	32	39
公允价值变动损失	22	22	22	22
财务费用	(39)	(25)	(31)	(41)
营运资本变动	(705)	58	206	312
其它	18	64	56	73
投资活动现金流	(274)	(292)	(292)	(292)
资本支出	(78)	(96)	(96)	(96)
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	(83)	(351)	(470)	(611)
权益性融资	78	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(80)	(351)	(470)	(611)
其它融资现金流	(1)	0	0	0
现金净增加额	(424)	340	673	997

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1772	2622	3756	5244
营业成本	1013	1427	2098	3024
营业税金及附加	31	50	71	100
营业费用	27	40	57	80
管理费用	136	188	272	378
财务费用	(39)	(25)	(31)	(41)
投资净收益	110	110	110	110
资产减值损失	(22)	(22)	(22)	(22)
公允价值变动收益	0	0	0	0
营业利润	692	1029	1377	1792
营业外收支	6	3	3	3
利润总额	698	1033	1381	1795
所得税	102	147	197	256
净利润	595	885	1184	1540
少数股东损益	33	49	66	86
归属母公司净利润	562	836	1118	1454
EBITDA	591	941	1290	1702
EPS (元)	1.02	0.94	1.26	1.64

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	72.66%	47.99%	43.27%	39.61%
EBITDA	62.29%	58.43%	37.04%	31.79%
归属母公司净利润	63.27%	48.68%	33.69%	30.02%
获利能力				
毛利率	41.08%	43.65%	42.25%	40.43%
净利率	31.75%	31.90%	29.77%	27.72%
ROE	14.49%	19.15%	22.29%	24.81%
ROIC	17.01%	25.97%	36.73%	52.46%
偿债能力				
资产负债率	23.05%	27.27%	32.13%	36.59%
流动比率	2.41	2.15	1.98	1.88
速动比率	2.30	2.04	1.87	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.42	0.48	0.54
应收帐款周转率	2.53	2.53	2.53	2.53
应付帐款周转率	2.55	2.52	2.52	2.52
每股指标(元)				
每股收益	1.02	0.94	1.26	1.64
每股经营现金	-0.12	1.11	1.62	2.15
每股净资产	7.02	4.93	5.67	6.62
估值比率				
P/E	38.0	40.9	30.6	23.5
P/B	5.5	7.8	6.8	5.8
EV/EBITDA	38.2	38.2	28.4	22.2

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。