

碧水源 (300070)

2013 年 10 月 25 日

碧水源：三季度业绩良好 进军武汉市场

投资评级：买入

摘要

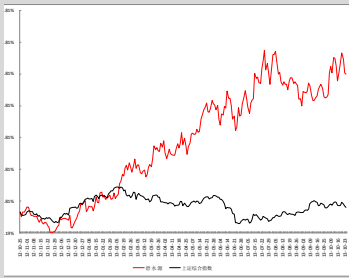
事件：

公司发布三季报，公布三季报，公司 1-9 月营收 12.6 亿元，同比增长 77.9%；净利 1.33 亿元，同比增长 25.2%；基本每股收益 0.15 元。同时公司公告，拟出资 2.1 亿认购武汉控股(600168)非公开发行的股票，并达成战略合作，共同出资设立合资公司，专业从事水务与环保产业的技术与工程服务。

点评：

- 公司业绩符合预期。公司的业务存在季节性，项目收入确认主要集中在下半年特别是四季度，但前三季度业绩依然取得了较好的增长，这主要得益于公司主营业务规模的不断扩大。报告期内公司应收账款增加 4.1 亿元，同比增长 63.25%，主要由于收入增长及国家宏观调控导致地方政府付款进程放慢所致，由于客户主要以政府居多，坏账情况较少，而公司结算多集中在四季度，预计年底回款将有所改善。
- 报告期内公司营业收入的增速远超净利润增速，这主要由于公司近年来不断通过以合资方式在全国多地设立子公司，业务规模不断扩大，使公司营业收入持续大幅增长，但由于新开拓子公司大多还处于微利或亏损状态，给公司贡献利润有限，从而导致公司净利润增速低于营业收入。未来随着各地合资子公司的逐步盈利，公司未来业绩有望维持高增长。
- 公司与武汉控股达成合作，设立环保子公司。公司与武汉控股双方同处环保行业，在污水处理产业链上处于上下游的关系。武汉控股拥有市场资源、运营管理优势，碧水源拥有污水处理技术人才及产品研发优势。双方在业务上优势互补，具有强强联合、开展战略合作的基础和条件。
- 公司的护城河在于其独特的“碧水源模式”，在进入一个新的市场时，基本做到与当地政府或企业建立良好的双赢合作关系，成立合资公司，使进入当地市场更为容易且进入成本较低，逐步完成 MBR 技术从北京到全国范围内的推广和应用。碧水源所拥有的 MBR 膜技术全产业链优势及在北京承接的一系列项目的实力也为其向全国范围内扩张提供了强有力的保障。当前正值政府和公众对环境污染空前重视时期，未来对水污染的防治和水质要求预计将会不断加强，作为 MBR 的龙头企业，公司将长期受益。

一年内与大盘走势对比



开源证券研究所

分析师：杨海

SAC 执业证书编号：

S0790512050001

Email: yanghai@kysec.cn

联系人：李文静

联系电话：029-88447618

Email: liwenjing@kysec.cn

地址：西安市高新区锦业路 1 号

都市之门 B 座 5 层

开源证券有限责任公司

http://www.kysec.cn

- 风险提示：膜技术推广不达预期；竞争加剧导致毛利下降

附：公司大事记



公司主营业务为膜及其设备供应、污水处理整体解决方案等，专注于膜技术的研发，主要集中在膜材料制造技术、膜组器设备技术和膜技术水处理工艺技术三大领域，并确保公司处于行业领先地位。

公司最大优势——“碧水源模式”

公司在进入一个新的市场时，基本做到与地方政府建立良好的双赢合作关系（进入当地市场更容易且进入成本较低），逐步完成中国 MBR 技术从北京到全国范围内的推广和应用。碧水源拥有在北京承接大工程项目的经验和 MBR 膜技术全产业链的实力也为它在全国范围内扩张建立合营公司提供了强有力的保障。

公司 MBR 技术的优缺点

优点：利用膜完全固液分离的特点来取代传统的污泥沉降处理工艺，达到去除 COD、BOD 和脱氮除磷的目的，MBR 处理后水质明显好于传统工艺，且由于国家一级 A 的排放标准。技术符合国家对水处理行业的要求，是政府鼓励的对象。

此外，利用 MBR 工艺所建设的水处理厂占地面积小，甚至可建地下式水厂，像云

南昆明第十污水处理厂就是 MBR 地下再生水厂。比起传统工艺，这种新型污水处理厂的建设不仅环保美观、且周围群众接受度高。

缺点：实际投资成本比传统技术略高，建设成本高出 1/3 左右，吨水投资成本约 2000~2500 元，比传统处理工艺高出 1/3 左右。

因此公司的 MBR 技术项目面向的城市基本是政府对水质要求比较高的区域，传统污水处理技术出水水质若想达到国家一级 A 标准还需经过三级处理，从这个角度而言，MBR 的出水成本并不高。未来随着各地对水污染的重视及对污水出水水质要求的逐步提高，预计传统的污水处理模式将会被逐步替代。届时公司所在行业的市场空间也将剧增。

与国内外竞争对手比占有优势

目前公司膜技术面对的基本是国外竞争对手，如日本（三菱、旭化成、东力）、美国（GE）、德国（西门子）。国内如天津膜天等。与国外产品相比，公司价格优势显著，与国内相比碧水源是行业龙头，膜工艺性能领先，无论在产品还是市场占有率都遥遥领先。

超低压反渗透技术未来市场

碧水源低压反渗透膜已经研发成功，预计北京示范项目将于十月底投产。与海水淡化技术相比，超低压反渗透膜技术具有大通量、低压、低能耗等特点，且产水条件要求低。该技术未来最大应用于将在高浓度工业废水、生活污水深度净化处理等领域，使废水经过有效处理再度工业循环应用，尽管目前我国再生水市场还处于起步阶段，但可以预见未来市场空间广阔。

未来向综合性水处理企业迈进

公司准备从单一的水处理企业转型为综合性水处理企业，主要通过三种膜即微滤膜、超滤膜、反渗透膜来实现处理水脏、水少和饮用水不安全等问题，覆盖水处理领域多个环节，根据不同的水质条件将膜技术与其他技术组合优化达到水处理更高的标准。未来，公司将在业务领域与业务规模、产业链、技术创新能力、产能、业务区域及盈利能力等方面继续增强与扩大，使公司保持持续快速发展水平。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券有限责任公司（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客户。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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司的经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券； 约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

■ 代理买卖证券业务：我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ 证券投资咨询业务：我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；

■ 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ 证券自营业务：我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 资产管理业务：我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

■ 融资融券业务：融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务

公司下设十九家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
成都天府大道营业部：成都市高新区天府大道北段 28 号茂业中心 A 塔 2003-2004	电话：028-65193979
宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺三楼	电话：0917-3138308