

碧水源 300070.SZ：继续保持高速增长，水处理霸主地位无可撼动

调研纪要

穆启国 执业证书编号：S1100513040001
研究员 8621-68416988
muqigu@cczq.com

王磊 执业证书编号：S1100115110009
联系人 8621-68416988-239
wanglei@cczq.com

核心观点

调研对象：证券事务部代表 姜为

- ◆ 公司 2015 年运行稳健，盈利较 2014 年增长约 45%，源于下半年 PPP 项目全面启动。公司现金流充足，毛利率等指标也在合理水平并有所提高。
- ◆ 两会之后，节能环保主题升温，水处理项目政府意愿性强烈，助推订单量。环保标准提高，市政污水处理空间放大，高技术壁垒助力业绩高速增长。
- ◆ 行业发展决定了技术是未来公司竞争的核心竞争力，行业龙头尽享政策红利。投资方面针对后续市场布局，目标提升公司整体品牌高度。
- ◆ 立足于水处理主业，辐射新领域（海水淡化、垃圾渗滤液、工业污水处理、固废处理），取得新突破，走可持续性发展的道路。
- ◆ 公司利润点来自于 EPC 工程、设备销售，运营将成为未来新的增长点。凭借公司目前的技术壁垒、商业模式，在未来三年预计每年有净利 50% 的稳定增长。
- ◆ 公司未来三年进入高速成长期，要继续做好技术创新、模式创新、管理及机制创新。增长途径主要来自
 - 1) 环境提标需求
 - 2) DF 膜大规模推广应用
 - 3) 饮水机市场，包括农村、商用、家用等。
 - 4) PPP 和运营，今年年底运营规模会超过 100 万吨。
 - 5) 黑臭河治理、湿地及海绵城市
 - 6) 海水淡化、固废、渗滤液、工业水、换膜等。
 - 7) 关注海内外并购机会，云南水务、武汉控股模式都在探索和推进。

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17
楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

◆ 公司 2015 年运行稳健，2015 年盈利增长 45%，源于下半年 PPP 下半年启动。考虑到公司规模以及部分地区的政府换届导致 PPP 项目去年下半年才开始推进，2015 年盈利增长 45%还是不错的。公司的风控效果很好，净现金流和净利润数额基本上差不太多，债务也少，毛利率等指标也在合理水平并有所提高等，所有的数据都显示出公司 2015 年经营情况延续过往良好态势。公司净水器发展的势头也很不错，销售增长比较快，品牌认可度有所提升，存在未来爆发的潜力。公司的护城河主要是创新机制，主要表现在技术创新、模式创新以及机制创新上。产品和技术壁垒主要体现在公司的超/微滤及 DF 膜制造技术、膜组器设备技术、MBR 与 CMF 应用工艺技术、MBR+DF 联合新水源工艺技术、工业污水处理工艺技术、工业零排放技术等以膜技术为核心的技术开发领域。

◆ 两会之后，节能环保主题升温，水处理项目政府意愿性强烈，助推订单量。两会之后政府要建立业绩，政府意愿强，主动性好，公司选择的水处理项目的选址是经济发达地区，当地政府在这块的投资，在此之前都已通过其他渠道获取了资金收入。项目投入并不是很大，资金的周转率很快，技术突破后，材料成本低，设备的毛利高。2015 年年底在手订单 200 亿，2016 年 1 季度 70 多个亿（在手订单+存留）。通常公司当年在手订单的 80%能完成收入确认，合同执行周期 8-12 个月。

◆ 环保标准提高，市政污水处理空间放大，高技术壁垒助力业绩高增长，公司凭借目前的技术壁垒、商业模式，在未来三年每年预计有净利润 50%的稳定增长。MBR 主要处理市政污水，工况环境比较稳定，占比超过 80%。同时用膜处理的市政污水只有 8%，存量 2 亿污水，随着排放标准、水质标准的提高，天花板还很高。工业污水利润不高，非标环境，不是目前公司主要定位市场。MBR 有 16 年的技术发展路线，占比 80%，行业内第一梯队和第二梯队差距很大。净水器业务，家用市场有 200 亿，目前只做的 1%，空间巨大。

◆ 公司利润点来自于 EPC 工程、设备销售，运营将成为未来新的增长点。公司从前的利润主要以 EPC 和销售设备为主，2015 年开始加大做运营的力度，虽然暂时和其他行业的运营收入相比还较弱，但 2015 年公司的运营发展速度很快，目前有 80 万吨的运营规模，其中有 5000-6000 万的净利润的贡献，但未来这一块还将持续加大。

◆ 行业发展决定了技术是未来公司竞争的核心竞争力，行业龙头尽享政策红利。行业发展形式来看，新环保部长上任后，明显加快了治理进程，政府预计环境质量改善目标实现需要污染物总量至少减少 30%~50%。而同

时中国的 GDP 在持续增长，以 1 倍的 GDP 增长对应约 8 倍污染物的排放量的数据，未来的水环境治理只能用高技术来解决，比如公司的 MBR 膜，否则将会很困难，因此未来公司的环保上升空间巨大。此外，中央对环保高度重视，生态环境治理和农村扶贫问题都是习总书记重视的关键问题，这意味着环保迎来最好发展机遇。同时“水十条”要求 3 年之内消灭黑臭河，相关投资至少需要 4 万亿，而黑臭河起因主要来自偷排、不达标排放以及低标准排放。治理好黑臭河需要长期办法，首先污水必须截污，且如果截污后是劣 V 类排放，并没有多大效果，至少是 IV 类水排放，公司的 MBR 能很好的解决这个问题；截污解决后解决底泥、生态系统改善等问题。环保部目前实行垂直监管、省及市领导的谈话机制、流域限批等手段治理污染，同时公司也在积极与环保部互动，推动采取推动新标准（特别排放限值）等措施推动行业发展，上述措施拉动水务行业迎来较大变革。长江绿色带已启动，要求武汉、攀枝花等 6 个城市实行污水特别限值标准（具体指标相当于要达到地标 IV 类水的标准），例如长江带及厦门、深圳等地区都要求排放标准地表 IV 类水；浙江、江苏等环保重点地区也在推进提标。在目前环境下，只有达到地表 IV 类水，才不会对环境造成影响，因此提标改造是必须推进的。

Q MBR 行业内很多公司都有，公司的壁垒在哪里？

主要的技术标准来自于工艺流程方面，加入工膜药剂的配方，能够提高膜的利用率、寿命等等，竞争对手很难仿造。现在是 MBR，未来是 DF，现在很多公司还做不出，政府对二类水和三类水从有定义，通过标准和市场来推动 DF，MBR 和 DF 的选择主要是看在应用在什么领域，一般 DF 用在 MBR 后面一个工序，主要看最终目标。

◆ 投资方面针对后续市场布局，目标提升公司整体形象。参加了其他公司的定增，主要是为了后续市场布局，国开行参与进来，提升了公司的整体信用度，对公司的市场形象有帮助。

◆ 立足于水处理主业，辐射新领域（海水淡化、垃圾渗滤液、工业污水处理、固废处理），取得新突破，走可持续性发展的道路。2015 年公司在很多领域都有新的突破，譬如海水淡化、垃圾渗滤液、工业污水处理（食品、石化行业）、固废处理（危废、污泥项目）

Q 该领域的突破是否已形成新的产品及商业模式？特别是危废处理方面

目前还是以水处理为主，向其他行业辐射，水处理的主业市场很好，且公司极具优势，将集中公司的优势资源在水处理的主业方面，打造公司的品牌和形象。

◆ 公司未来三年规划

随着政策环境的利好，未来公司的膜产品将会有很大的发展潜力。未来公司成长途径首先是要继续做好技术创新、模式创新、管理及机制创新。未来三年，公司都会维持在中高速成长，增长途径主要来自：1) 提标需求，MBR 用途越来越大，且 MBR 成本和传统比也没有那么大差别了。2) DF 膜大规模推广应用，通过 MBR+DF 膜把水变成地表 II 类或 III 类水；在恶劣水源地的自来水领域使用 DF 膜，如已经中标西安 20 万吨自来水厂；通过净水器带动 DF 膜销售；工业水零排放。3) 饮水机市场，包括农村、商用、家用等。4) PPP 和运营，今年年底运营规模会超过 100 万吨。5) 黑臭河治理、湿地及海绵城市，会选择有支付能力的区域合作。6) 海水淡化、固废、渗滤液、工业水、换膜等。7) 关注海内外并购机会，云南水务、武汉控股模式都在探索和推进。

海绵城市的城市渗水砖，目前很多城市还没有开展，只是示范项目，目前来说还是处于讨论的阶段，公司进入产业链很容易，龙头先进，预测来说海绵城市的供应链还是复制现有污水处理供应链

◆ 问：国开行对公司的持股未来怎么打算？

从平时交流来看国开金融暂时没有想减持的打算。国开行给公司提供了比较好的发展平台，公司更看重的是他的协助功能。作为一个可持续有竞争实力的公司，公司不能只靠外部环境的支撑，更需要的是要靠自己的力量实现内生高速发展。

◆ 问：未来公司是否可能会靠 DF 膜做到千亿市值？

碧水源是 MBR 全球最大的企业，根据国际 The MBR Site 网站上公布，公司做的超过 10 万吨的 MBR 工程数量已经超过 GE，成为了全球第一，未来公司还会继续保持 MBR 快速增长的势头。但同时，公司也会发展其他业务，看得是综合实力。目前全球能做到全系列膜产品的公司只有两家，一家是公司，一家是 GE。公司和 GE 还有西门子在国内市场还有交锋，公司跟市政府关系很好，GE 不做市政了，三菱也不再国内做了，西门子水务退出了 MBR 的市占率 80%，现在膜的寿命是 5-8 年，规模大了，未来有稳定的换膜收益，目前用膜技术处理市政污水 8%，主要还是传统技术，传统技术还是慢慢会被提标被淘汰，未来 DF 膜肯定也会迎来大规模发展，DF 膜的应用很广阔，既可以用作 MBR 膜之后做深度处理，也可以用于自来水、饮用水以及净水等领域。未来公司的发展肯定是全方位多面的。

◆ 问：2015 年投资收益下降至 2 亿元原因？

2015 年部分未并表公司的收益没达到预期，有部分 BT 项目完成回购后相关收益减少。

◆ 问：2015年公司DF膜产能300万平方米，未来可能达到500-600万平方米，对利润影响如何？

目前形势很好，公司内部提出了高增长计划，但是有时候产能和收入利润并不存在100%对应的关系。一季度业绩预告已经发布，公司高速增长已经开启。

◆ 问：2016年公司资本开支规模和资金来源？

一般来说常规公司发展模式有三种，轻资产（高毛利）、加杠杆、周转快。公司是轻资产加杠杆模式发展，形成轻重资产相互结合、反哺模式。今年资本开支规模大概100~200亿元，之前国开行给公司授信了200亿元，所以资金没有任何问题。目前政府主推PPP导致轻资产的EPC和BT项目减少，所以公司从去年开始涉足PPP，根据可用资金和放杠杆能力，公司有1,000亿项目投资的能力。

◆ 问：工程毛利率微下降的原因？

久安之前自己做外部项目，包括一些BT，因此毛利率较高；现在更多为公司自己项目服务，因此有一定下降也正常。未来久安公司能更多的为公司的内生发展提供更多的支持，因此会更多的转向做我们自己的工程。

◆ 问：请问项目回款周期一般是多长？

工程设备如果是公司自己承接基本在1年之内回收。

◆ 问：请问净水器增长前景？

净水器业务会加大推广力度，未来发展势头会比较好，2016年增长应该会比2015年还要好。

风险

PPP 项目建设期风险。

技术研发及产业化风险。

经营规模扩大面临的管控风险

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。