

公司研究

新股研究

建议询价区间: 58.0-79.9元

## 污水处理行业领先者

——碧水源(300070)新股研究

### 核心观点

#### 定价结论

公司 MBR 污水处理业务具有较高的技术水平,在国内处于绝对领先优势。且先进的污水处理技术符合节能减排的时代背景。MBR 技术在污水处理领域只占 1%,未来成长空间巨大。随着 MBR 技术的推广,公司更换需求将成为稳定的收入来源。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.29、2.10、4.02 元。由于公司在该业务领域具有垄断地位,且在该行业具有良好的成长性,应享有一定的溢价。考虑到创业板较高的估值,按照 2010 年 50 倍的估值,对应合理的中枢价值为 64.45 元。建议网下询价区间为 58.0-79.9 元。

#### 未来成长性

**少数能够从事 MBR 生产膜材料的公司。**公司是中国 MBR 技术大规模工程应用的开拓者,在 MBR 领域的工艺技术、模组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域,全面掌握核心技术和知识产权。主要竞争对手为 GE、Siemens 等几家国外先进企业。与国外企业相比,具有较强竞争力的价格,以较优的性价比占领市场。公司具有价格优势的原因是,公司拥有的专有技术,注重本地化需求,优化配置了 MBR 系统中的工艺参数与设备,降低了系统设备成本;同时公司生产本土化,生产与管理成本相对较低。

**募投项目投产后,膜材料自给自足。**公司目前 70% 的膜材料需要从日本三菱购买,募投项目投产后,能够实现自给自足,且质量和性能与外购产品相同。膜材料占 MBR 系统的 70% 以上的成本,实现自给,能够获得较高的利润水平。

**定期更换膜材料绑定客户。**而 MBR 处理系统每隔五年需要更换膜材料,且需要从原提供商更换。公司在国内 MBR 系统占据 60% 的市场份额,较高的存量客户将为公司贡献长期稳定的收入。

#### 风险因素

**技术被超越风险。**目前 MBR 技术是解决污水处理的先进方式,但是不排除未来会有新的技术路线出现,代替 MBR 技术。

**供应商风险。**三菱商事(中国)商业有限公司为日本旭化成、三菱丽阳等企业在中国的膜材料经销。公司外购膜材料主要通过上述公司购入。

如果供货商出现问题,对公司业务会有较大的冲击

**行业竞争加剧的风险。**公司业务在国内仍具有较高的技术门槛,主要竞争对手为国际巨头。公司毛利率较高,最近三年均超过 40%。该技术逐渐成熟,进一步升级难度较大,未来不排除有更多的竞争对手掌握该技术,进入该行业。竞争加剧将导致公司毛利率的下降。

#### 基础数据

总股本(万股)	11000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.07
每股净资产(元)	2.92
建议询价区间(元)	58.0-79.9元

#### 研究员:徐才华

电话: 010-84183262

Email: xucaihua@guodu.com

执业证书编号: S0940209080161

#### 联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	北京碧水源股份有限公司
公司简称	碧水源
发行地	深圳
发行日期	
申购代码	300070
发行股数	不超过4000万
每股发行价	
发行方式	网下与网上
发行后总股本	14700万
发行市盈率(2009年全面摊薄计算)	
每股盈利(2009年)	
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.97
发行前每股净资产	2.92
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

## 2 公司基本情况

### 2.1 公司概况

公司是专业从事污水处理与污水资源化技术开发应用的高科技环保企业。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, 包括技术方案设计、工程设计、技术实施与系统集成、运营技术支持和托管运营服务等, 并生产和提供应用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处理厂或再生水厂。

### 2.2 股权结构

表 2: 公司主要股东

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(股)	比率(%)	股数(股)	比率(%)
一、自然人持股	99,171,875	90.16	99,171,875	67.46
文剑平	37,400,000	34.00	37,400,000	25.44
刘振国	28,050,000	25.50	28,050,000	19.08
何愿平	8,415,000	7.65	8,415,000	5.72
其他自然人	25,306,875	23.01	25,306,875	17.22
二、法人持股	10,828,125	9.84	10,828,125	7.37

上海鑫联	8,250,000	7.50	8,250,000	5.61
上海纳米	2,475,000	2.25	2,475,000	1.68
深圳合辰	103,125	0.09	103,125	0.07
三、社会公众持股			37,000,000	25.17
合计	110,000,000	100	147,000,000	100

资料来源：公司招股意向书

### 3 经营分析

#### 3.1 公司收入构成

项目		2009 年度		2008 年度		2007 年度		
		成本 (元)	比例 (%)	成本 (元)	比例 (%)	成本 (元)	比例 (%)	
整体技术解决方案业务	大型 MBR 项目	大型膜组器系统	83,308,070.79	51.23	48,282,247.64	38.43	57,447,139.28	49.20
		辅助设备	28,212,926.19	17.35	9,205,413.43	7.33	10,698,402.13	9.16
		安装调试维护	18,210,052.60	11.20	8,797,148.00	7.00	10,016,790.19	8.58
		动力能源	78,412.21	0.05	29,161.82	0.02	38,920.47	0.03
		小计	129,809,461.79	79.83	66,313,970.89	52.78	78,201,252.07	66.98
	中小型 MBR 项目	中小型膜组器系统	19,384,448.53	11.92	21,080,299.34	16.78	20,198,858.61	17.30
		辅助设备	9,384,289.26	5.77	9,472,658.40	7.54	9,120,691.13	7.81
		安装调试维护	2,397,524.18	1.47	1,218,637.55	0.97	865,590.49	0.74
		动力能源	27,841.46	0.02	25,126.55	0.02	19,460.23	0.02
		小计	31,194,143.43	19.18	31,796,721.84	25.31	30,204,600.46	25.87
	后处理技术	生物材料	42,748.51	0.03	10,369,068.07	8.25	3,947,224.39	3.38
		土建成本	1,300,000.00	0.80	14,907,848.51	11.87	3,585,208.59	3.07
		其他成本	240,745.42	0.15	2,116,136.34	1.68	781,974.57	0.67
小计		1,583,493.93	0.97	27,393,052.92	21.80	8,314,407.55	7.12	
整体技术解决方案业务合计		162,587,099.15	99.99	125,503,745.66	99.90	116,720,260.08	99.96	
膜销售		14,702.77	0.01	128,991.78	0.10	41,139.39	0.04	
合计		162,601,801.92	100.00	125,632,737.44	100.00	116,761,399.47	100.00	

资料来源：公司招股说明书

#### 3.2 募集资金投入

表：募集资金投入

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	备案文号
1	膜组器扩大生产及其研发、技术服务与运营支持中心	29,554.00	京怀柔发改(备)[2008]3号

2	超/微滤膜系列产品生产线	27,059.00	京怀柔发改(备)[2007]10号 京怀柔发改(备)[2008]4号
3	其它与主营业务相关的营运资金项目		

资料来源：公司招股书

### 3.3 未来公司成长性

**少数能够从事MBR生产膜材料的公司。**公司是中国MBR技术大规模工程应用的开拓者，在MBR领域的工艺技术、模组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域，全面掌握核心技术和知识产权。主要竞争对手为GE、Siemens等几家国外先进企业。与国外企业相比，具有较强竞争力的价格，以较优的性价比占领市场。公司具有价格优势的原因是，公司拥有的专有技术，注重本地化需求，优化配置了MBR系统中的工艺参数与设备，降低了系统设备成本；同时公司生产本土化，生产与管理成本相对较低。

**募投项目投产后，膜材料自给自足。**公司目前70%的膜材料需要从日本三菱购买，募投项目投产后，能够实现自给自足，且质量和性能与外购产品相同。膜材料占MBR系统的70%以上的成本，实现自给，能够获得较高的利润水平。

**定期更换膜材料绑定客户。**而MBR处理系统每隔五年需要更换膜材料，且需要从原提供商更换。公司在国内MBR系统占据60%的市场份额，较高的存量客户将为公司贡献长期稳定的收入。

## 4 风险因素

**技术被超越风险。**目前MBR技术是解决污水处理的先进方式，但是不排除未来会有新的技术路线出现，代替MBR技术。

**供应商风险。**三菱商事(中国)商业有限公司为日本旭化成、三菱丽阳等企业在中国的膜材料经销商。公司外购膜材料主要通过上述公司购入。如果供货商出现问题，对公司业务会有较大的冲击。

**行业竞争加剧的风险。**公司业务在国内仍具有较高的技术门槛，主要竞争对手为国际巨头。公司毛利率较高，最近三年均超过40%。该技术逐渐成熟，进一步升级难度较大，未来不排除有更多的竞争对手掌握该技术，进入该行业。竞争加剧将导致公司毛利率的下降。

## 5 估值定价以及投资建议

公司MBR污水处理业务具有较高的技术水平，在国内处于绝对领先优势。且先进的污水处理技术符合节能减排的时代背景。MBR技术在污水处理领域只占1%，未来成长空间巨大。随着MBR技术的推广，公司更换需求将成为稳定的收入来源。我们预计公司2010-2012年EPS分别为1.29、2.10、4.02元。由于公司在该业务领域具有垄断地位，且在该行业具有良好的成长性，应享有一定的溢价。考虑到创业板较高的估值，按照2010年50倍的估值，对应合理的中枢价值为64.45元。建议网下询价区间为58.0-79.9元。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	401	520	971	1583	<b>营业收入</b>	314	470	753	1279
现金	265	412	661	1238	营业成本	163	226	346	512
应收账款	45	42	130	149	营业税金及附加	5	7	11	20
其它应收款	1	4	10	10	营业费用	6	10	16	27
预付账款	28	45	61	91	管理费用	16	19	32	57
存货	49	11	95	64	财务费用	-1	-6	-9	-16
其他	13	6	14	31	资产减值损失	-0	1	1	1
<b>非流动资产</b>	107	131	159	186	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	1	0	0	投资净收益	0	-0	-0	0
固定资产	35	60	83	98	<b>营业利润</b>	124	213	355	679
无形资产	43	50	58	70	营业外收入	0	3	2	2
其他	28	21	18	18	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	507	651	1129	1769	<b>利润总额</b>	124	215	357	681
<b>流动负债</b>	156	119	307	370	所得税	17	26	48	88
短期借款	0	8	3	4	<b>净利润</b>	108	190	309	593
应付账款	71	-2	146	66	少数股东损益	0	0	0	1
其他	86	112	158	300	<b>归属母公司净利润</b>	107	189	308	592
<b>非流动负债</b>	13	4	6	8	EBITDA	128	211	351	670
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.72	2.80	5.38
其他	13	4	6	8	<b>摊薄后每股收益</b>	0.73	1.29	2.10	4.02
<b>负债合计</b>	169	123	312	378	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	17	17	17	19		2009	2010E	2011E	2012E
股本	110	110	110	110	<b>成长能力</b>				
资本公积金	0	0	0	0	营业收入	42.0%	50.0%	60.0%	70.0%
留存收益	211	400	689	1263	营业利润	53.5%	71.1%	66.7%	91.5%
归属母公司股东权益	321	511	800	1373	归属母公司净利润	43.3%	76.7%	62.9%	91.7%
<b>负债和股东权益</b>	507	651	1129	1769	<b>获利能力</b>				
					毛利率	48.1%	52.0%	54.0%	60.0%
					净利率	34.2%	40.3%	41.0%	46.2%
					ROE	33.4%	37.1%	38.6%	43.1%
					ROIC	122.9%	141.3%	180.8%	345.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.3%	18.9%	27.7%	21.3%
					净负债比率	0.00%	6.76%	0.89%	0.98%
					流动比率	2.57	4.37	3.17	4.28
					速动比率	2.26	4.28	2.86	4.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.79	0.81	0.85	0.88
					应收帐款周转率	8	11	9	9
					应付帐款周转率	3.12	6.57	4.79	4.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.97	1.72	2.80	5.38
					每股经营现金	1.23	1.46	2.71	5.56
					每股净资产	2.92	4.64	7.27	12.48
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-1.93	-1.18	-0.71	-0.37

资料来源：公司报表、国都证券



**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			