

水务III

产能快速释放 未来高成长可期

报告日期: 2010-08-13

 评级: **谨慎推荐**
 上次评级: 谨慎推荐

 目标价: **117.29-140.27**
 上次预测: 102.27-117.45

当前价格(元)	104
52周价格区间(元)	78.83-168.8
总市值(百万)	15288.00
流通市值(百万)	3848.00
总股本(万股)	14700.00
流通股(万股)	3700.00
公司网址	www.originwater.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
碧水源	16.47	-12.61	0.00
上证综合指数	3.40	-3.02	-17.99

财富证券研究发展中心

邹建军

0731-84403452

zoujj@cfzq.com

S0530210010079

相关研究报告:

碧水源(300070): MBR-未来污水处理技术的发展方向, 2010-04-07

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	313.56	598.13	1100.00
净利润(百万元)	107.19	191.40	385.00
每股收益(元)	0.68	1.30	2.62
每股净资产(元)	19.01	19.69	20.99
市盈率	152.94	80.00	39.69
P/B	5.47	5.28	4.95

资料来源: 财富证券

事件: 我们近期对公司进行了实地调研, 就公司 2010 年中期报告及未来发展规划与管理层进行了沟通交流。

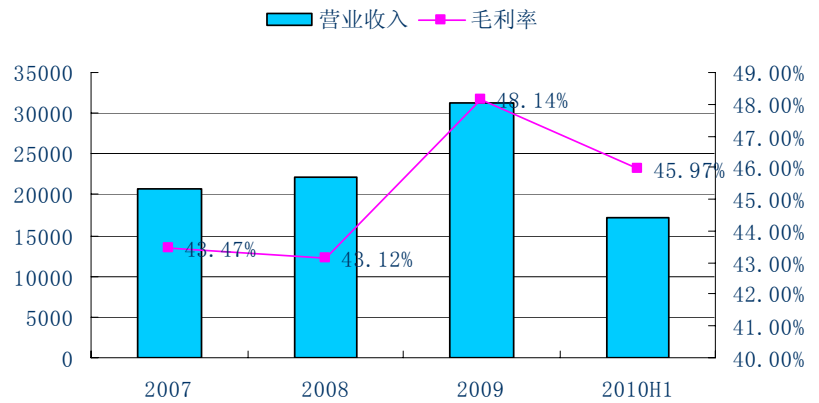
投资要点

➤ **业务推进顺利, 产能扩张速度超过预期。**自年初以来, 公司 MBR 业务继续保持过去快速发展的势头, 至目前在手订单已逾 10 亿元。公司不仅在北京地区大有斩获, 取得了高碑店再生水厂及再生水利用工程超滤膜系统、丰台河西再生水厂工程及房山区城关再生水厂回用管网工程的设备供货意向性协议, 合同总金额达 3.8 亿元左右; 在昆明、无锡等外埠市场, 业务推进也较为顺利, 今年的新增订单中, 有 30% 以上来自北京以外市场, 其中昆明地区所签合同的处理能力已达 200 万吨/日。

面对迅速暴发的市场需求, 公司加快了募投项目的建设速度, 并进一步扩大了超/微滤膜的生产规模。原计划建设周期为 1 年的 200 万平方米“超/微滤膜系列产品生产线”募投项目已扩产至 300 万平方米, 其中 100 万平方米超滤膜生产线、200 万平方米 PVDF 带衬增强型微滤膜生产线。目前, 300 万方产能均已投产, 预计年内可完全达产。公司生产的超/微滤膜将全部供应自身承建的项目, 不对外销售。

➤ **技术领先优势和高进入壁垒保护公司丰厚盈利空间。**2010 年上半年, 公司实现营业收入 1.72 亿元, 同比增长 62.53%; 实现营业毛利 0.79 亿元, 同比增长 46.92%; 毛利率 45.97%, 虽同比下降 4.88 个百分点, 但仍处于高位。上半年综合毛利率较上年同期降低, 主要原因是承接的昆明第四污水处理厂改造项目系公司第一次以 EPC 方式承接的工程总包项目, 其收入涵盖了该项目的土建等分包工程, 导致整体毛利率下降; 公司在北京地区的业务则由于自产膜采用比例提高, 毛利率同比上升 7.34 个百分点。

图表 1：公司近几年收入及毛利率变化情况



资料来源：Wind

高毛利率的取得源自MBR领域的高进入壁垒和公司在该领域的技术领先优势。公司已在国际公认的MBR工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键领域，全面拥有核心技术与知识产权。公司目前采用的膜丝生产设备均是自主研发，投产的新一代PVDF代衬增强型微滤膜各项性能指标位居国际先进水平，水通量可达到0.6-0.65吨/日.m²，抗拉断强度超过200N，目前全球能做到200N以上的仅有公司、美国GE、日本三菱等少数几家企业。

由于微滤膜在生产设备、产品配方、工艺积累等方面都存在较高的进入壁垒，我们认为，公司的盈利水平有望在较长时期内保持高位。

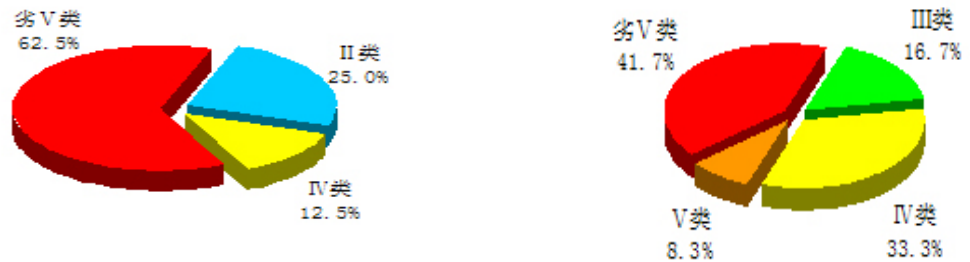
- **多重推动，MBR市场前景广阔。**水资源匮乏、水环境恶化、人们的环保意识增强都是推动MBR市场成长的巨大动力。

我国淡水资源缺乏，北方尤甚。水利部曾统计，全国669座城市中有400座供水不足，110座严重缺水；有关专家亦预计，到2020年我国北方沿海四省（市）缺水量将达到273~393亿立方米。北京市已经规划，2012年之前将对中心城8座污水处理厂全部升级改造为再生水厂，郊区新城按高标准一步建成24座再生水厂，再生水厂建设工程总投资将达79.3亿元。在我国缺水地区，MBR技术正成为缓解水资源短缺的重要途径。

而且，过去几十年粗放的经济发展模式也给我国大部分地区带来了严重的水环境污染，虽经多年治理，效果甚微。根据环保部2010年5月30日发布的《2009年中国环境状况公报》，09年，全国地表水污染依然较重，七大水系总体为轻度污染，湖泊富营养化问题突出，近岸海域总体为轻度污染。在这一背景下，我国污水排放标准的提高已提上议事日程，新标准的执行将为MBR技术的推广应

用提供更为广阔的舞台。

图表 2：全国水环境污染依然严重



2009年滇池环湖河流水质类别比例

2009年巢湖环湖河流水质类别比例

资料来源：2009年中国环境状况公报

- **延伸业务领域，谋求更多发展机会。**公司中报披露，计划将业务领域延伸到给水膜处理技术、传统污水处理后增加的连续膜过滤技术（CMF技术），以及家用、商用膜法净水器等领域，进一步延伸膜技术产品的服务领域与范围，扩大公司的经营规模；并将选择重点地区与城市，为其提供一揽子的水处理技术解决方案，提升公司的综合服务能力与竞争力。

在给水处理领域，我国《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2006）已于2006年12月发布，水质检测指标由GB5749-85的35项增加至106项，其中42项水质常规项目已于2007年7月1日执行，其余64项非常规指标及限值最迟于2012年7月1日实施。

供水水质要求的提高给膜技术的应用打开了空间，从公司在市政污水领域的市场拓展能力看，我们认为公司应能在给水领域取得长足进展；但对家用净水器领域，由于目前进入厂家众多，市场竞争已十分激烈，我们尚不明确公司产品的特点与优势，目前暂持谨慎态度。

- **盈利预测与投资评级。**公司近期推出了股权激励方案，我们认为股权激励费用摊销对公司价值不构成实质影响。公司产能扩张速度快于我们预期，我们调高公司近2年收入规模及盈利水平，预计公司2010-2012年营业收入分别为5.98亿元、11.00亿元和16.83亿元，不考虑股权激励费用摊销，预计每股收益（摊薄）分别为1.30元、2.62元和4.01元，考虑首发超募资金18.7亿元，我们给予公司未来6-12月的目标价区间为117.29-140.27元。公司目前股价104.00元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示。**订单大幅波动风险；行业竞争加剧及新技术替代风险。

■ 投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.