

碧水源 (300070)

增持/维持评级

股价: RMB117.85

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

肖洁

(0755)8236 8532

xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

拓展市场、打造“水”全能

- 2010年,公司主营业务收入5亿,同比2009年增长59.66%,基本符合预期。短期,公司频繁公告MBR的订单意向,为1-2年内的收入和盈利提供保障。长期,公司拟以14亿元的超募资金投向15个与地方政府合资的控股子公司,加速MBR技术在全国市场的推广;拟以4亿元的超募资金用于产业链的完善,将采用新建、收购的方式完成。
- 2010年,公司毛利率48.61%,比2009年小幅提高0.49%,主要得益于公司膜生产线的投产后的材料自给;三项费用率上升至9%,比2009年提高了2个百分点,主要是管理费用中的研发投入达1600万,同比2009年提高112%。未来,毛利率和费用率将会趋于稳定。
- **公司积极拓展外埠市场。**公司采取与地方政府合资的方式,成立了江苏碧水源、云南城投碧水源、南京水务等三个子公司,承担地方污水处理厂的提标升级改造工作,突破了生活水处理难以跨区发展的瓶颈。未来,公司将此模式推广至全国以开拓外部市场,同时还将积极尝试BOT、BT、设备租赁等多种新业务模式。
- **公司开始涉及工业水处理、供水和运营等领域。**其一,技术延伸的方式掌握连续膜过滤技术(CMF),增强再生水领域的竞争力,进入市政给水领域。其二,与博大水务(北京经济技术投资开发公司控股)合作,进入工业园区水处理业务。未来,公司仍将以新建、收购、参股等手段覆盖工业水处理、工程服务、运营等领域,逐步完善水处理产业链。
- **公司受益于生活污水的减排压力。**未来5年,COD指标和新增的氨氮指标的总量控制主要在水生活污水领域,水质标准的大幅提高使膜技术的竞争优势凸显,MBR等膜技术在全国的应用推广进程和普及程度可能超预期(公司招股说明书预测2015年MBR的普及率达30%)。
- 我们维持公司的“增持”评级。未来关注污染物总量减排标准的和环保“十二五”规划的正式出台。风险因素:1、“十二五”水污染治理投资低于预期;2、MBR技术的替代风险。

相关研究

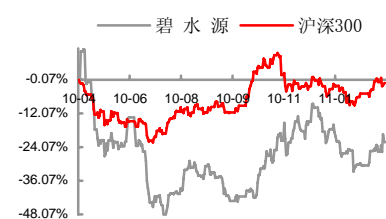
《中报点评-碧水源(300070)100728:喜忧参半(增持)》

《深度研究-碧水源(300070)100511:“碧水”源自“碧水源”(增持)》

基础数据

总股本(百万股)	147
流通A股(百万股)	147
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	17,324

最近52周股价走势图



资料来源:公司数据,华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	500.5	772.0	1191.0	1629.0
(+/-%)	59.6	54.3	54.3	36.8
归属母公司净利润(百万元)	177.0	279.0	389.0	481.0
(+/-%)	65.1	57.7	39.4	23.7
EPS(元)	1.20	1.90	2.65	3.27
P/E(倍)	97.9	62.0	44.5	36.0

资料来源:公司数据,华泰联合证券预测

目 录

经营步入正轨	4
收入高速增长.....	4
毛利率小幅提高、费用率大幅上升.....	4
股权激励有助于业绩提升.....	4
积极拓展外埠市场	5
打造“水”全能	5
以 CMF 技术进入供水领域.....	5
与博大水务合作进入工业水.....	6
受益于生活污水的减排压力	6
维持“增持”评级	7
风险因素	8

图表目录

图 1: 毛利率小幅提高、费用率大幅上升	4
图 2: 供水业务规模 500 亿吨/年	6
图 3: “十一五”期间生活污水远远未达到 COD 减排 10% 的目标	7
图 4: 氨氮的主要来源在生活污水	7
表格 1: 公司频繁公告订单意向	4
表格 2: 以合资公司形式拓展外部市场	5
表格 3: 主营业务盈余预测	8

经营步入正轨

收入高速增长

2010年，公司主营业务收入5亿，同比2009年增长59.66%。其中，污水处理整体解决方案（主要为MBR的设备和工程）占比95%。

短期，公司频繁公告MBR的订单意向，为1-2年内的收入和盈利提供保障。长期，公司拟以14亿元的超募资金投向15个与地方政府合资的控股子公司，加速MBR技术在全国市场的推广；拟以4亿元的超募资金用于产业链的完善，将采用新建、收购的方式完成。

表格 1：公司频繁公告订单意向

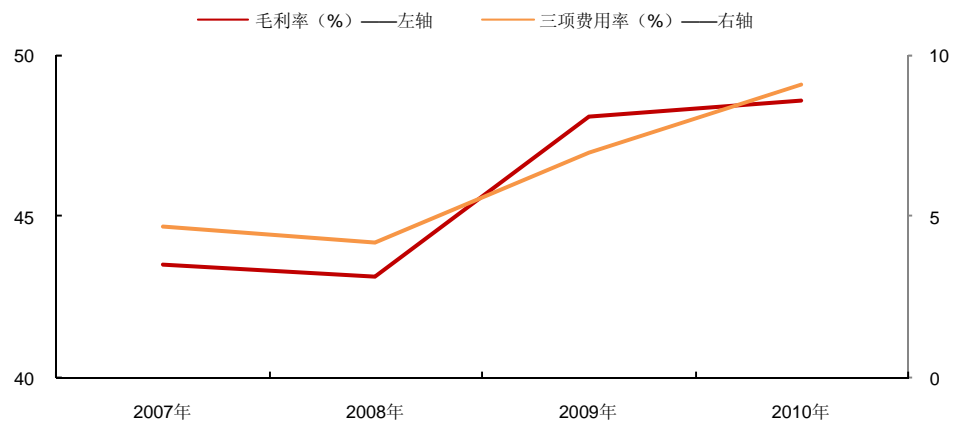
	水处理能力（万吨/天）	预计额度（万元）
丰台河西再生水厂工程	5	7000
北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程	2	3000
高碑店再生水厂改造	100	75000
仙林大学城污水处理厂	5	7000
南京城东污水处理厂三期	15	15000
合计	127	107000

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

毛利率小幅提高、费用率大幅上升

2010年，公司毛利率48.61%，比2009年小幅提高0.49%，主要得益于公司膜生产线的投产后的材料自给。三项费用率上升至9%，比2009年提高了2个百分点，主要是管理费用中的研发投入达1600万，同比2009年提高112%。

图 1： 毛利率小幅提高、费用率大幅上升



资料来源：华泰联合证券研究所

股权激励有助于业绩提升

公司于2010年8月公告了股权激励方案，主要行权条件为：以2009年净利润为基数，2010-2012年相对于2009年的净利润增长率分别不低于50%、100%、170%；

2010-2012 年营业收入相比于 2009 年增长率分别不低于 60%、120%、200%。激励对象涉及 120 名核心技术人员，占员工总数的 30%，激励范围较广，有助于公司业绩的提升。

积极拓展外埠市场

2010 年，公司在北京地区的收入为 3.24 亿元，占比近 70%。为了拓宽外埠市场，公司利用上市后的资金优势，主要采取与地方政府建立合资企业的新模式，成立了江苏碧水源、云南城投碧水源、南京水务等三个子公司，承担地方污水处理厂的提标升级改造工作，突破了生活水处理难以跨区发展的瓶颈。未来，公司将此模式推广至全国以开拓外部市场，同时还将积极尝试 BOT、BT、设备租赁等多种新业务模式。

表格 2：以合资公司形式拓展外部市场

子公司	公司持股比例	注册资本（万元）	合作单位
江苏碧水源环境科技有限责任公司	70%	5000	无锡市市政公用产业集团有限公司、 无锡高新技术风险投资股份有限公司
云南城投碧水源水务科技有限责任公司	50%	6000	云南省水务产业投资有限公司
南京水务科技有限责任公司	65%	20000	南京市城市建设投资控股

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

打造“水”全能

公司站稳污水处理领域之后，开始涉及工业水处理、供水和运营等领域，逐渐打造“水”全能。

以 CMF 技术进入供水领域

目前，给水领域的膜技术相对成熟，主要采取连续膜过滤（CMF）技术。2010 年，公司逐渐掌握了 CMF 技术，并走入了供水领域。半年报中披露，公司业务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）；2010H2，公司将一期膜生产线由 30 万平米扩产到 100 万平米，直供 CMF 的膜材料；同时，公司高碑店再生水厂改造的意向订单也将部分以 CMF 技术完成。

CMF 技术适用于再生水领域

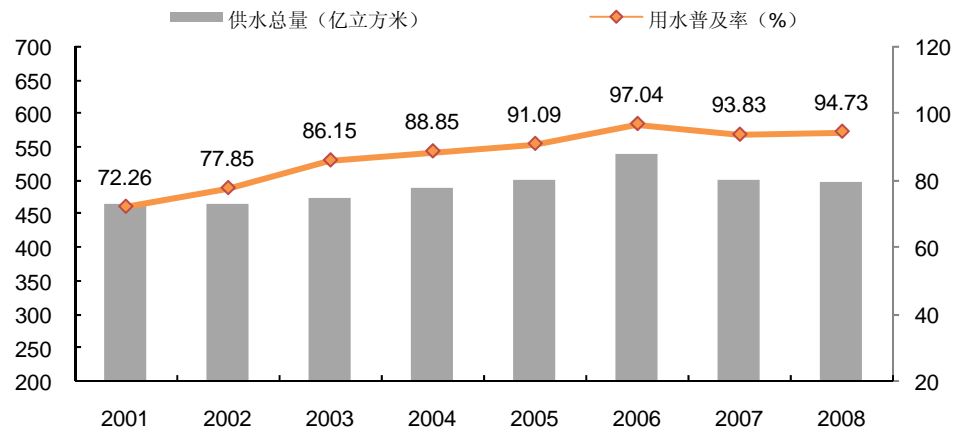
北京八大再生水厂的改造，MBR 技术并不是唯一的解决方案。有些再生水厂的改造由于不能停水，直接在传统污水处理后增加 CMF 技术来提高出水质量。增加的 CMF 的成本在 500 元/（吨/日）（不算前期投资），而完全改为 MBR 的成本在 1000-1200 元/（吨/日），所以如果新建项目或是占地面积较小的项目 MBR 更为适用，如果再生水厂较新仅仅为了提高出水标准，CMF 更为适用。例如北京清河再生水厂二期项目，由碧水源（MBR 技术）、膜天膜（CMF 技术）、GE（CMF 技术）三家共同完成。

供水领域空间更大

CMF 的技术壁垒并不高，且相对成熟，但膜技术领域的延伸，提升了公司的综合服务能力，大大增强了公司在北京再生水厂改造工程中的竞争能力；同时，CMF 技术

使公司进入市政给水领域，随着自来水标准的提高，北京市自来水厂改造可能是公司未来争取的另一广阔市场。我国供水业务具备 500 亿吨/年的存量市场（2009 年污水总量 354 亿吨），未来自来水厂改造的用膜量可能超过生活污水领域。

图 2： 供水业务规模 500 亿吨/ 年



资料来源：环境统计年鉴 2008、华泰联合证券研究所

与博大水务合作进入工业水

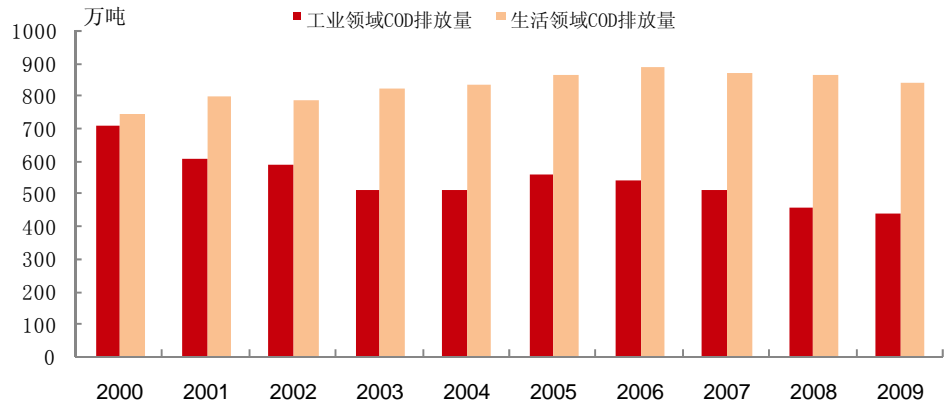
2010 年 11 月，公司与北京博大水务（北京经济技术投资开发公司的全资子公司）共同成立北京碧水源博大水务科技有限公司，持股比例 55%，子公司主要承接北京经济技术开发区的水处理与污水处理项目，为公司在全国从事工业园区水处理项目提供了示范，拓宽了公司的业务领域。未来，公司很可能继续以收购兼并的手段覆盖工业污水处理、工程服务、运营等领域以实现公司业务规模扩大与综合实力的增强。

受益于生活污水的减排压力

环保“十二五”规划将进一步实行污染物排放总量控制，其中 COD 削减总量 8%，氨氮削减总量 10%，经济的快速增长和污染物总量的削减，对污水处理及减排形成了双重压力。“十一五”期间生活污水的 COD 排放远远未达到减排 10% 的目标，“十二五”期间新增的氨氮指标的主要减排压力也在生活污水领域。

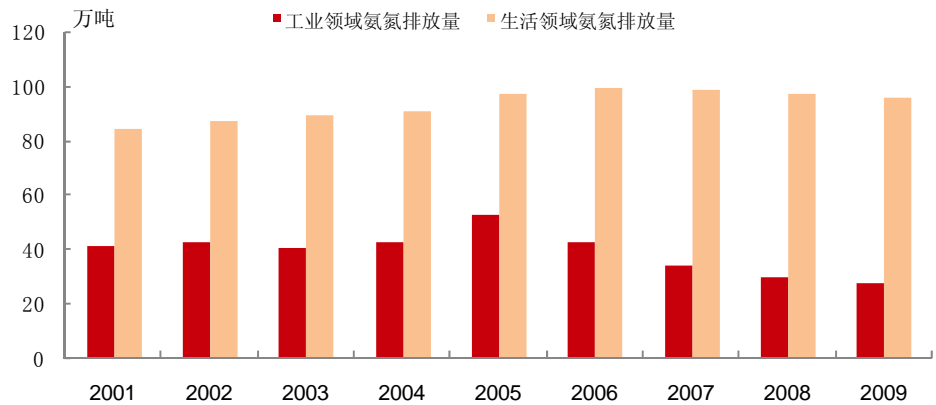
未来 5 年，生活污水领域的减排压力远大于工业废水，新标准下的生活污水处理厂的建设和升级改造，将成为“十二五”减排工作的主要任务。水质标准提高，公司的膜技术竞争优势凸显，MBR 等膜技术在全国的应用推广进程和普及程度可能超预期（公司招股说明书预测 2015 年 MBR 的普及率达 30%）。

图 3: “十一五”期间生活污水远远未达到 COD 减排 10% 的目标



资料来源: 环境统计年鉴 2009、华泰联合证券研究所

图 4: 氨氮的主要来源在生活污水



资料来源: 环境统计年鉴 2009、华泰联合证券研究所

维持“增持”评级

我们预计 2011-2013 年 EPS1.9 元、2.65 元、3.27 元，对应 2011 年和 2012 年 PE 分别为 62 倍、44 倍，考虑到节能环保领域的政策性刺激，维持“增持”评级。未来关注污染物总量减排标准的和环保“十二五”规划的正式出台。

表格 3：主营业务盈余预测

		主营业务收入(万)	主营业务成本(万)	主营毛利率(%)
2010A	膜销售	2736.75	1566.17	42.77%
	净水器销售	169.23	104.00	38.55%
	污水处理整体解决方案	47140.54	24050.23	48.98%
	合计	50046.52	25720.40	48.61%
2011E	膜销售	5000.00	3000.00	40.00%
	其他业务收入（运营）	1500.00	900.00	40.00%
	污水处理整体解决方案	70710.81	37123.18	47.50%
	合计	77210.81	41023.18	46.87%
2012E	膜销售	10000.00	6000.00	40.00%
	其他业务收入（运营）	3000.00	1800.00	40.00%
	污水处理整体解决方案	106066.22	56745.43	46.50%
	合计	119066.22	64545.43	45.79%
2013E	膜销售	20000.00	12000.00	40.00%
	其他业务收入（运营）	5000.00	3000.00	40.00%
	污水处理整体解决方案	137886.08	75837.34	45.00%
	合计	162886.08	90837.34	44.23%

资料来源：华泰联合证券研究所

风险因素

- 1、“十二五”水污染治理投资低于预期；
- 2、MBR 技术的替代风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2813	3034	3452	3967	营业收入	500	772	1191	1629
现金	2632	2656	2831	3060	营业成本	257	410	645	908
应收账款	106	154	238	326	营业税金及附加	8	12	18	24
其他应收款	5	0	0	0	营业费用	7	15	24	33
预付账款	17	62	97	136	管理费用	31	39	60	81
存货	41	123	226	363	财务费用	-16	-53	-55	-59
其他流动资产	0	39	60	81	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	359	458	582	743	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	169	309	425	569	营业利润	209	349	499	641
无形资产	119	129	144	164	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	20	13	9	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3172	3492	4033	4710	利润总额	209	349	499	641
流动负债	190	240	358	489	所得税	30	52	75	96
短期借款	0	0	0	0	净利润	179	297	424	545
应付账款	133	205	323	454	少数股东损益	2	17	35	64
其他流动负债	2	35	35	35	归属母公司净利	177	279	389	481
非流动负债	27	0	0	0	EBITDA	194	321	485	641
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	1.90	2.65	3.27
其他非流动负	27	0	0	0					
负债合计	217	240	358	489	主要财务比率				
少数股东权益	20	37	72	136	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	147	147	147	147	成长能力				
资本公积	2411	2411	2411	2411	营业收入	59.6%	54.3%	54.2%	36.8%
留存收益	377	656	1045	1526	营业利润	68.2%	66.9%	42.9%	28.5%
归属母公司股	2935	3214	3603	4084	归属母公司净利	65.1%	57.8%	39.3%	23.5%
负债和股东权	3172	3492	4033	4710	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	46.9%	45.8%	44.2%
					净利率(%)	35.4%	36.2%	32.7%	29.5%
					ROE(%)	6.0%	8.7%	10.8%	11.8%
					ROIC(%)	5.6%	42.3%	44.7%	42.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.8%	6.9%	8.9%	10.4%
					净负债比率(%)	87.47	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.82	12.63	9.65	8.11
					速动比率	14.60	12.12	9.02	7.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.23	0.32	0.37
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	2.53	2.43	2.45	2.34
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.20	1.90	2.65	3.27
					每股经营现金流	1.21	0.60	1.94	2.65
					每股净资产(最	20.10	21.87	24.51	27.78
					估值比率				
					P/E	97.90	62.03	44.52	36.04
					P/B	5.86	5.39	4.81	4.24
					EV/EBITDA	90	46	30	23

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn