MBR 市场机遇大于竞争挑战

碧水源（300070.SZ）

谨慎推荐 维持评级

分析师：冯大军 ☎：（8610）6656 8837 ✉：fengdajun@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130110014638
邹序元 ☎：（8610）6656 8668 ✉：zouxuyuan@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130208061595

1. 事件

2011 年 2 月 28 日，碧水源公布了 2010 年度报告。公司 2010 年实现营业收入 5.0 亿元，同比增加 59.61%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.77 亿元，同比增加 65.09%；实现基本每股收益 1.31 元，同比增加 35.05%。同时，公司拟向全体股东，按每 10 股派发现金红利 3 元（含税）、每 10 股转增 12 股。

2. 我们的分析与判断

（一）公司 2010 年在业绩、产品推广、技术研发等方面取得了不错的成果

2010 年度，公司主营业务收入较上年增长 59.66%，得益于市场的扩大。其中污水处理整体解决方案营业收入增长 50.40%，主要是公司承接的工程项目增多；膜销售收入达到 2736.75 万元，较去年大幅增加，主要是公司膜生产线投产后，除满足自身需求外，还为云南地区部分项目提供膜和膜组器设备所致；另外，公司增加了净水器销售 169.23 万元，主要是公司投资的净水公司生产的产品开始对外销售形成了营业收入。公司毛利率为 48.61%，较去年同期增长 0.49%，主要得益于随着公司 200 万平方米增强型 PVDF 中空纤维膜生产线的投产并完全实现膜材料自给后，膜材料成本降低和公司严格控制项目成本所致。

在产品推广方面，公司抓住了国家节能减排政策落实的大好机会，推动了膜生物反应器技术在我国多个地区的全面和大规模应用，特别是在北京地区、环太湖地区、环滇池地区、海河流域、南水北调地区等我国水环境敏感地区的污水处理厂提标升级改造和新建工程中成为了骨干力量，并进一步巩固了公司在国内膜技术领域及污水资源化领域的领先地位。

在研发与自主创新方面，公司在超/微滤膜制造技术、膜组器设备技术、MBR 与 CMF 应用工艺技术等以膜技术为核心的技术开发领域进一步取得进展，并处于行业领先地位。同时，公司还作为牵头人承担了国家水专项、863 等多个国家级科研项目，成功实现了公司研发方向与国家科研规划的完全融合；在膜材料生产方面，公司利用自身研发的技术，建成了年产 200 万平方米增强型 PVDF 中空纤维微滤膜以及年产 100 万平方米的中空纤维超滤膜生产线，成为目前全球最大的超/微滤膜制造商之一，并实现了公司用膜的完全自给。

在品牌建设方面，公司的管理水平不断提升，员工数量大幅增加，公司品牌已成为行业内的著名品牌，并取得了社会一致认可；另外，公司在 2010 年 4 月实现了深交所创业板成功 IPO 上市，募集资金 24.46 亿元，大大增强了公司的实力，提升了公司的知名度，为公司未来的快速发展打下了坚实基础。

（二）“十二五”是 MBR 市场的黄金发展期，对公司来说未来机遇大于挑战

MBR 是未来城市污水和工业污水处理与回用领域最具吸引力和竞争力的技术，也是 21 世纪水处理的关键技术，是替代传统工艺的最佳选择，是我国当前重点鼓励发展的污水处理设备。从理论上分析，膜生物反应器（MBR）的

市场空间巨大，预计到 2015 年 MBR 的市场容量至少有 300 亿元。

但是，我们认为MBR 实际的市场容量决定于污水处理费、排放标准及其执行力度等，主要基于以下原因:（1）如果收取的污水处理费低于 1 元/吨，当地政府不会进行大规模的市政污水深度处理。目前我国只有不到一半的大中城市污水处理费高于 0.8 元/吨，并主要集中在东部经济相对发达地区，MBR 大规模应用与当地经济发展水平密切相关。（2）如果污水排放标准不提高或其执行力度不强，当地企业将不会主动对污水进行深度处理。另外，在目前还没有将环境成本转移到最终消费者的情形下，处理标准提高必然会降低企业的经营利润。

尽管如此，我们仍然看好 MBR 的市场发展前景，预计我国未来 5 年 MBR 市场年均增长率至少有 30%。在“十二五”期间，我国环保标准将从单一污染物总量控制，转变为多指标总量和浓度同时控制，相应的环保投资将同比大幅增加。我们将根据经济发展和行业政策的变化，动态调整对 MBR 实际市场容量的预期。

MBR 市场空间巨大，并不代表公司能保持高速增长，公司产品的市场拓展空间取决于领先的技术、长期运行效果及成本等因素，主要基于以下分析:（1）未来 MBR 市场上各家产品的竞争将日趋白热化，保持技术领先将是公司长期发展的核心竞争力。公司上市后加大了研发中心的建设投入，技术目前处于国内领先水平，但是不能确定一直保持技术优势。（2）国产化是 MBR 市场的发展趋势，将给公司带来巨大的替代市场空间。但是与国外公司 MBR 产品相比，公司大部分产品的应用时间还不到 2 年，能否保证长期稳定的运行效果，将是检验公司产品性能的硬指标。另外，在保证长期运行效果的前提下，不断降低 MBR 运行成本，是公司开拓潜在市场的最佳方法。

总之，我们看好公司的发展前景，对公司来说未来机遇大于挑战。目前公司产品的客户认可度逐渐提升，市场拓展已经取得了阶段性成果，在手订单基本能够保证近几年的业绩高增长，预计未来 3 年业绩有望保持 60%的年均增长率。我们将根据公司产品和订单情况的变化，动态调整对公司业绩增长的预期。

3. 投资建议

我们预测公司 2011-2012 年的营业收入分别为 8.14 亿、14.02 亿和 22.91 亿元，每股收益分别为 1.88 元、3.26 元和 5.43 元（未考虑股本转增），对应当前动态市盈率分别为 62X、36X、21X。我们认为“十二五”是我国 MBR 市场的黄金发展期，公司作为行业中的龙头企业，有技术、工程和资金优势，未来业绩增长超预期是大概率事件，但目前股价存在一定的估值压力，因此我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

表 1：碧水源（300070）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	265	2632	2258	2050	2089
应收票据	13	3	5	8	14
应收账款	45	106	173	298	487
预付款项	28	17	17	17	17
其他应收款	1	5	5	6	6
存货	49	41	67	114	183
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	31	131	231	331
固定资产	35	169	337	615	883
在建工程	25	29	150	150	150
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	43	119	313	503	688
长期待摊费用	2	0	0	0	0
资产总计	507	3172	3475	4012	4871
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	71	133	214	361	581
预收款项	66	13	13	13	13
应付职工薪酬	0	2	3	3	3
应交税费	11	35	37	39	41
其他应付款	5	4	4	4	4
其他流动负债	5	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	169	217	323	518	807
股东权益合计	338	2955	3152	3494	4064

现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	108	179	280	486	809
折旧与摊销	5	9	18	32	46
经营现金流	135	178	295	523	864
投资现金流	-39	-217	-599	-598	-595
融资现金流	-3	2438	-71	-133	-229
现金净变动	93	2399	-375	-208	39
期初现金余额	144	265	2632	2258	2050
期末现金余额	265	2632	2258	2050	2089

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	314	500	814	1402	2291
营业成本	163	257	419	709	1139
营业税金及附加	5	8	13	22	35
销售费用	6	7	11	19	31
管理费用	16	31	50	87	141
财务费用	-1	-16	-12	-11	-10
资产减值损失	0	5	6	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	2	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	124	209	329	572	951
营业外收支净额	0	0	0	0	0
税前利润	124	209	329	572	951
减：所得税	17	30	49	85	142
净利润	108	179	280	486	809
母公司净利润	107	177	276	480	798
少数股东损益	0	2	4	7	11
基本每股收益	0.97	1.20	1.88	3.26	5.43
稀释每股收益	0.97	1.20	1.88	3.26	5.43

财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性					
营收增长率	41.96%	59.61%	62.66%	72.20%	63.41%
EBIT 增长率	56.34%	60.01%	62.33%	76.18%	66.88%
净利润增长率	43.26%	65.09%	55.83%	73.97%	66.26%
盈利性					
销售毛利率	48.14%	48.61%	48.53%	49.44%	50.29%
销售净利率	34.33%	35.86%	34.35%	34.70%	35.31%
ROE	33.37%	6.03%	8.82%	13.85%	19.83%
ROIC	31.62%	5.74%	8.66%	13.77%	19.76%
估值倍数					
PE	120.94	97.90	62.82	36.11	21.72
P/S	41.34	34.62	21.28	12.36	7.56
P/B	53.93	5.90	5.54	5.00	4.31
股息收益率	0.08%	0.25%	0.48%	0.83%	1.38%
EV/EBITDA	99.24	71.39	44.65	25.77	15.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

冯大军，环保及公用事业行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

重点覆盖股票范围：

桑德环境（000826.SZ）、兴蓉投资（000598.SZ）、首创股份（600008.SH）、重庆水务（601158.SH）、南海发展（600323.SH）、万邦达（300055.SZ）、碧水源（300070.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908