



**水务环保**  
**Water and Environmental**

2011 年 2 月 28 日

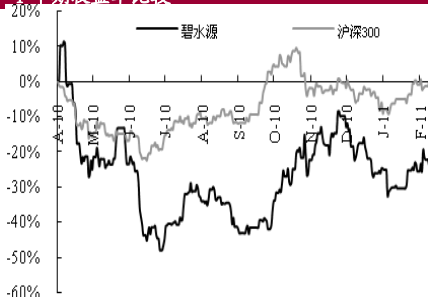
**碧水源 (300070)**

—业绩持续高增长，未来潜能无限

**市场数据** 2011 年 2 月 28 日

当前价格 (元)	115
52 周价格区间 (元)	77.01-175.58
总市值 (百万)	16905.00
流通市值 (百万)	4255.00
总股本 (万股)	14700
流通股 (万股)	3700
日均成交额 (百万)	92
近一月换手 (%)	34.84
Beta (2 年)	0.00
第一大股东	文剑平
公司网址	<a href="http://www.originwater.com">www.originwater.com</a>

**1 年期收益率比较**



表现	1m	3m
碧水源	8.6	-10.2
沪深 300	6.7	3.3

**相关报告**

**秦燕**  
**+86 755 21517964**  
**qinyan@jyqzq.cn**

执业证书编号

**秦燕: S1080208070047**

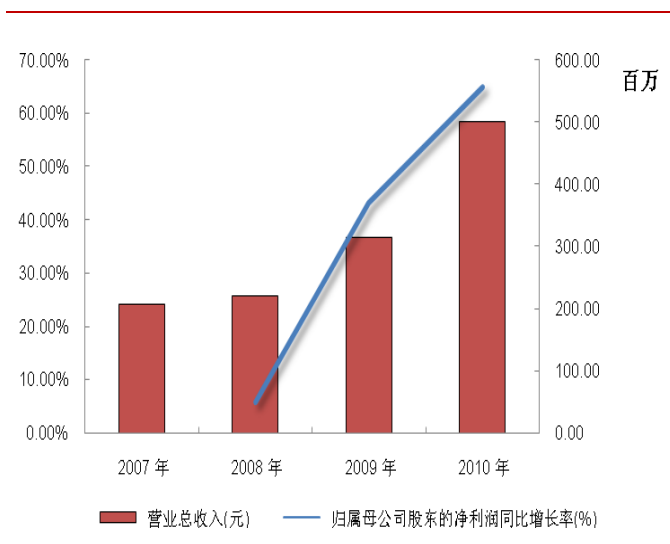
- 公司公布 2010 年年报，2010 年，公司营业收入 5 亿元，营业利润 2.1 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.77 亿元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 1.8 亿元，按照权益摊薄后基本每股收益 1.31 元，扣除非经常性损益后每股收益 1.34 元，与我们此前预计的扣非后每股收益 1.35 元基本相符。公司还公告拟以 2010 年总股本 14700 万股为基数，每 10 股派 3 元（含税），并转增 12 股。
- 公司保持了业绩的高速增长。公司近年来业绩持续高增长，预计十二五期间公司仍将保持较高的复合增长率。公司 200 万平米微滤膜和 100 万平米超滤膜新产能的投产，使得公司生产成本降低，毛利率进一步提升至 48.61%。
- 政策扶持力度加大，助于公司发展。我国十二五规划中环保投资需求将达到 3.1 万亿，政府还出台了一系列的推动污水再生利用的政策，公司已是污水再生资源化行业的龙头，市场占有率在 60% 以上，各项政策的出台将大大有利于公司的发展。
- 积极开拓外埠市场，短期仍以北京市场为主。公司 2010 年业务收入北京地区占 65%，主要是由于北京市提标改造利于 MBR 市场的拓展，所以收入增长较快。不过公司正在积极向外埠拓展业务，目前已在江苏、云南、天津等地设立分中心或合资子公司，并积极向四川、湖南等地挺进，发展速度极快。
- 业务范围进一步拓宽。公司除 MBR 工程及设备销售外，还积极尝试 BOT、BT、设备租赁、工业和民用给水、工业废水处理等领域，未来除了自己新建，还将通过收购兼并等手段来扩大公司的业务规模和业务领域，逐步完善从给水到淤泥处置整个水产业链。
- 投资建议及盈利预测：行业受益于节能减排政策以及国家新兴产业发展规划，十二五期间仍将保持高速发展，公司在膜处理领域的优势地位使得公司将更受益于政策的扶持，而 18.8 亿元的超募资金将有助于公司迅速扩大产能及拓宽业务范围，占据行业发展先机，带来公司新的利润增长点，维持公司“增持”投资评级，预测公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 2.93 元和 4.71 元（均为考虑公司股权激励期权成本计入管理费的影响），对应动态 PE 分别为 39X 及 24X。

公司公布 2010 年年报，2010 年，公司营业收入 5 亿元，营业利润 2.1 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.77 亿元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 1.8 亿元，按照权益摊薄后基本每股收益 1.31 元，扣除非经常性损益后每股收益 1.34 元，与我们此前预计的扣非后每股收益 1.35 元基本相符。公司还公告拟以 2010 年总股本 14700 万股为基数，每 10 股派 3 元（含税），并转增 12 股。

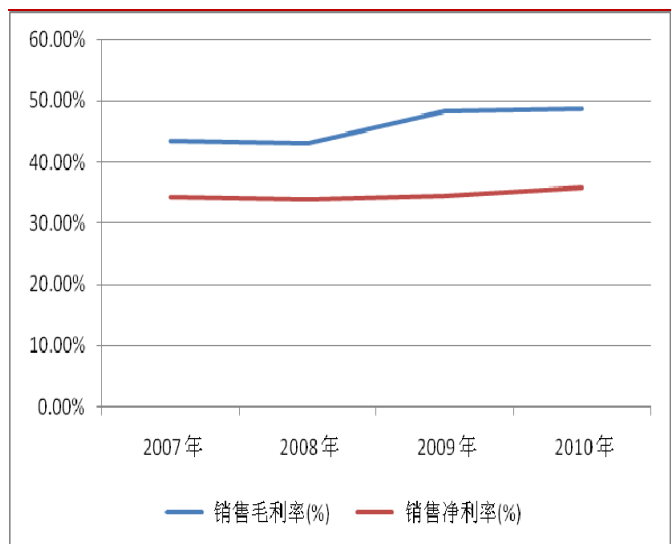
### 公司保持了业绩的高速增长

公司近年来业绩持续高增长，预计十二五期间公司仍将保持较高的复合增长率。公司 200 万平米微滤膜和 100 万平米超滤膜新产能的投产，使得公司生产成本降低，毛利率进一步提升至 48.61%。

图表 1: 公司近年收入和净利润维持高速增长



图表 2: 公司毛利率和净利率水平高位攀升



资料来源：公司年报，金元证券研究所

### 政策扶持力度加大，助于公司发展

我国十二五规划中环保投资需求将达到 3.1 万亿，其中污水再生资源化运用投资不低于 110 亿元，运行费用约为 75 亿元。同时政府出台了一系列的推动污水再生利用的政策，公司已是污水再生资源化行业的龙头，市场占有率在 60% 以上，各项政策的出台将大大有利于公司的发展。

#### ➤ 北京拟提高污水处理厂排放标准

北京市环保局公布了《城镇污水处理厂水污染物排放标准》的征求意见稿，标准拟规定，新建的城镇污水处理厂排放的污染物将执行更严格的标准，已有的污水处理厂也要在 2014 年底前完成改造。新标准极

为严格，远高于国家一级A标准，根据排放到不同水体，分为3种排放限值：一级排放限值COD要求为20mg/L，BOD5为4mg/L，悬浮物（SS）为5mg/L，氨氮（以N计）1.0mg/L，总磷（以P计）0.2mg/L，色度（稀释倍数）10mg/L。

假如新标准开始实施，传统的活性淤泥法已无法达到此高标准，北京市的污水处理排放要达标必须使用膜技术（MBR）处理，目前上市公司中运用MBR技术处理城市生活污水的公司仅碧水源一家，此标准的制定将使得碧水源未来的市场份额进一步扩大。

### ➤ 十二五期间氨氮和氮氧化物将纳入总量指标

有关政府官员和专家分别在不同场合表示，“十二五”期间，除二氧化硫（SO<sub>2</sub>）和化学需氧量（COD）外，氨氮（NH<sub>3</sub>-N）和氮氧化物（NO<sub>x</sub>）也将纳入总量控制。

十一五规划中将二氧化硫（SO<sub>2</sub>）和化学需氧量（COD）两个指标作为控制重点，使得大气脱硫行业和污水处理行业的快速发展，而十二五规划在此基础上，将氨氮（NH<sub>3</sub>-N）和氮氧化物（NO<sub>x</sub>）也纳入监控指标，这将促进大气脱销产业和生活及工业污水处理行业发展，而污水处理的升级改造最可行而有效的方法就是（MBR）膜处理法。

### ➤ 国家鼓励扶持的环保产业设备，膜生物反应器位列第一

环保部在2010年发布了国家鼓励发展的环保产业设备目录，涉及水污染治理设备、空气污染治理设备、噪声控制设备、固体废弃物处理设备、环境监测设备、节能与可再生能源利用设备、资源综合利用与清洁生产设备、材料与药剂等8大门类共计147种鼓励发展环保设备，其中膜生物反应器位列水污染治理设备首位。

图表 3: 《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录》（2010年版）

	产品名称	主要性能指标	主要应用领域
一	水污染治理设备		
1	膜生物反应器	单元组器处理水量：325~1000t/d； 平板膜运行寿命时间：≥8年，中空纤维膜运行寿命时间：≥5年； 吨水能耗指标：≤0.5 kWh/t； 处理出水水质达到和超过《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB 18918）一级A标准；再生水达到《城市污水再生利用 城市杂用水水质》（GB/T 18920）。	市政污水深度处理或再生水生产、高浓度有机废水处理。

2	上流式多级厌氧反应器	<p>污水停留时间: 3~10h;</p> <p>容积负荷: 15~35kgCOD/m<sup>3</sup>·d;</p> <p>进水水质 BOD5/COD: ≥0.3;</p> <p>BOD5、COD 去除率: ≥80%;</p> <p>反应水温: 30~40℃。</p>	高浓度有机废水处理。
3	超旋磁氧曝气污水处理装置	<p>出水指标达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB 18918) 的一级 B 标准;</p> <p>运行电耗: 0.18kW·h/吨水;</p> <p>动力效率: 4.75kgO<sub>2</sub>/kW·h;</p> <p>运行温度: 40~-30℃。</p>	住宅小区、旅游景点、部队营房等污水处理站。
4	碳系载体生物滤池	<p>处理能力: 1~10000m<sup>3</sup>/d;</p> <p>载体比表面积: 100 m<sup>2</sup>/g;</p> <p>总孔体积: 0.28ml/g;</p> <p>松散密度: 335g/l;</p> <p>石墨态密度: 2250g/l;</p> <p>动力效率: 4.8kg/kW·h;</p> <p>曝气量设计: 0.1m<sup>3</sup>/m<sup>2</sup>·min;</p> <p>处理吨水产污泥量: 0.00016m<sup>3</sup>;</p> <p>进水: COD: ≤500mg/l, BOD5: ≤300mg/l, TN: ≤60mg/l, TP: ≤6mg/l, SS: ≤400mg/l;</p> <p>出水: COD: ≤50mg/l, BOD5: ≤10mg/l, TN: ≤15mg/l, TP: ≤0.5mg/l, SS: ≤10mg/l。</p>	生活污水处理, 湖泊水体修复, 河流水质净化, 可生化工业废水处理。
5	活性污泥生物膜复合式一体化处理设备	<p>处理能力: 50~200t/d;</p> <p>进水: COD: ≤500mg/l, BOD5: ≤300mg/l, TN: ≤60mg/l, TP: ≤4mg/l, SS: ≤200mg/l;</p> <p>出水: COD: ≤50mg/l, BOD5: ≤20mg/l, TN: ≤15mg/l, TP: ≤1mg/l, SS: ≤8mg/l, 浊度: ≤1NTU;</p> <p>吨水电耗: 0.24kW·h/m<sup>3</sup>。</p>	城市生活小区、宾馆、医院、学校、旅游景点、海岛以及乡镇污水处理。也适用于零下 30℃ 寒冷地区。

资料来源: 金元证券研究所

备注: 只列举了前 5 名国家鼓励扶持的水污染治理设备, 合计 22 项水污染治理设备

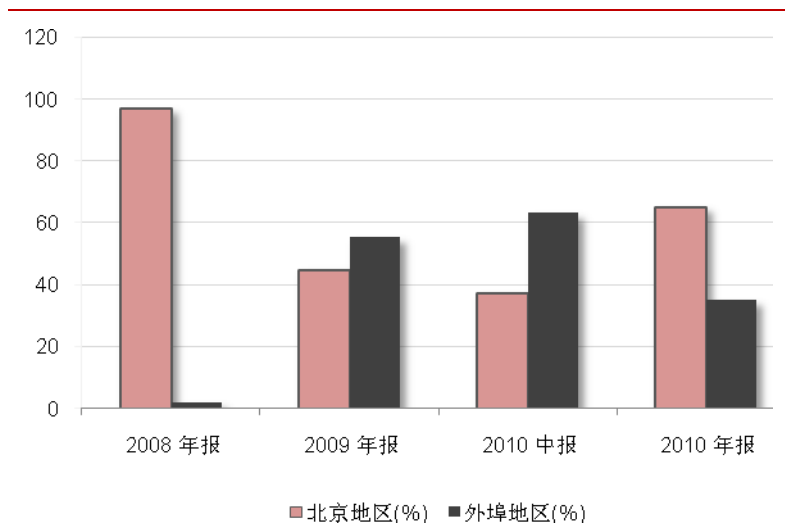
### 积极拓展外埠市场, 短期仍以北京市场为主

公司 2010 年业务收入按照地区划分, 北京地区占 65%, 较上年增长 131.67%, 主要是由于北京市提标改造利于 MBR 市场的拓展, 加上公司已在北京市占据绝对主导地位, 所以收入增长较快。不过公司正在积极向外埠拓展业务, 目前已在江苏、云南、天津等地设立分中心或合资子

公司，并积极向四川、湖南等地挺进，发展速度极快。

图表 4: 公司按地区分收入构成

%

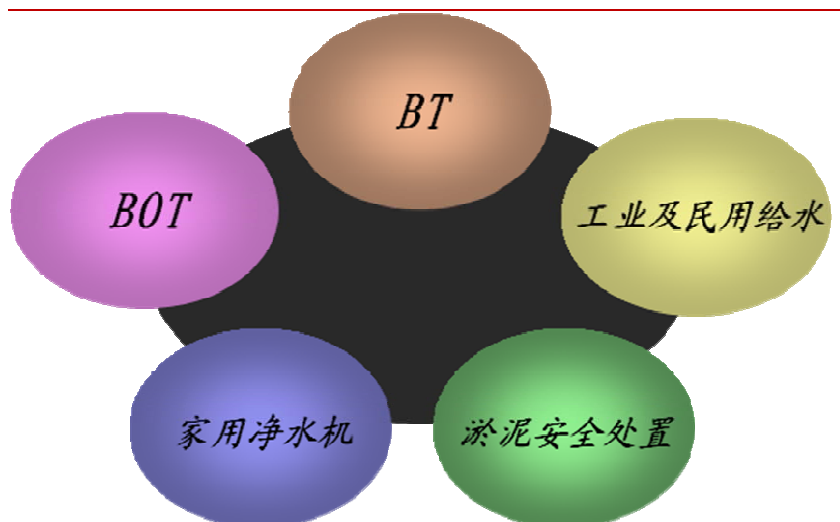


资料来源: 公司资料 金元证券研究所

### 业务范围将进一步拓展

公司计划拓宽业务范围，除 MBR 工程及设备销售外，还积极尝试 BOT、BT、设备租赁、工业和民用给水、工业废水处理等领域，未来除了自己新建，还将通过收购兼并等手段来扩大公司的业务规模和业务领域，逐步完善从给水到淤泥处置整个水产业链。

图表 5: 公司计划拓宽业务范围



资料来源: 公司资料 金元证券研究所

**投资建议及盈利预测**

行业受益于节能减排政策以及国家新兴产业发展规划,十二五期间仍将保持高速发展,公司在膜处理领域的优势地位使得公司将更受益于政策的扶持,而18.8亿元的超募资金将有助于公司迅速扩大产能及拓宽业务范围,占据行业发展先机,带来公司新的利润增长点,维持公司“增持”投资评级,预测公司2011年、2012年每股收益分别为2.93元和4.71元(均为考虑公司股权激励期权成本计入管理费的影响),对应动态PE分别为39X及24X。

**金元证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;
- 中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;
- 减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

- 买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;
- 增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;
- 中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,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。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。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 GSCO Comprehensive Research Institute 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 GSCO 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 GSCO.