

节能环保行业

碧水源 (300070)

评级: 增持

节能环保研究小组

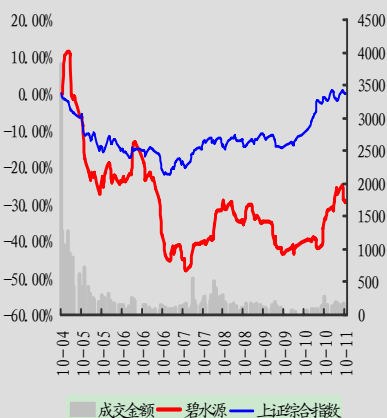
联系人: 节能环保研究小组
电 话: 010-88086830-707
邮 箱: zhaogh@rxzq.com.cn

目标涨幅: +3%

6-12 个月目标价(元): 110.00

最新股价(元): 106.94

公司股价与上证综指比较



基础数据: 2010/09/30

总股本(万股): 14,700

流通A股(万股): 3,700

每股净资产(元): 19.11

净资产收益率 TTM (%): 8.28

资产负债率(%): 5.72

引领污水处理领域向资源化的目标进军

投资要点

■ **公司主营以 MBR 技术为核心的污水深度处理业务。**公司是由归国留学人员创办的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。

■ **公司的 MBR 技术领先全球,在国内现有市场上占有率高。**在当今污水处理领域,MBR 技术通过将传统的活性污泥法与先进的膜技术结合,直接实现污水处理变可回收水,对于缓解水资源的匮乏具有实质性意义,被认为是世界污水处理领域的一场技术革命。预计 2010 年的全球 MBR 市场容量达到 120 亿美元,其中中国市场容量大约为 15 亿美元。公司作为国内最早的 MBR 企业,在 MBR 工艺、膜组器设备和膜材料制造三大关键领域全面拥有核心技术和知识产权,产品性能不低于 GE、西门子。同时,公司凭借低于国外大约 30% 的价格优势和良好及时的售后服务优势,在大中型 MBR 项目上拥有 60% 的市场占有率。

■ **盈利预测与估值。**我们预计在 2010-2012 年,公司可实现归属母公司的净利润分别为: 1.95 亿、3.24 亿、5.04 亿,折合每股收益为: 1.33 元、2.20 元、3.43 元,对应的市盈率分别为: 80 倍、49 倍、31 倍。考虑到国家对节能环保行业扶植政策对股价的刺激,我们给予公司“增持”评级。

盈利预测与估值

财务科目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	221	314	565	904	1,356
同比增长(%)	7	42	80	60	50
营业利润(百万元)	81	124	231	383	596
同比增长(%)	8	53	86	66	56
净利润(百万元)	75	108	196	326	507
同比增长(%)	6	44	81	66	56
每股收益(元)	0.51	0.73	1.33	2.20	3.43
PE	210	146	80	49	31

正文目录

1、公司是一家从事污水深度处理的高科技环保企业	4
1.1 公司基本资料	4
1.2 受益MBR工程应用开拓顺利，公司近几年发展迅猛	4
2、污水处理逐渐过渡到高端的资源化，MBR技术脱颖而出	5
2.1 水资源日渐匮乏，污水处理行业进入快速发展阶段	5
2.2 发达国家的污水处理已经步入资源化时代	6
2.3 在污水深度处理领域，MBR是最具工程应用意义的优选技术	7
3、近几年来，我国MBR市场快速发展	10
3.1 MBR技术应用率先在美、日、欧等发达国家实现商业化	10
3.2 过去几年，我国MBR大规模工程应用开始出现	10
3.3 预计未来几年，MBR行业增速将达到 25%	11
4、公司竞争优势明显，未来高增长可期	12
4.1 依托区域优势和服务优势，公司保持着较高的市场占有率	12
4.2 实现产业链一体化，着力提高公司产品毛利率	13
4.3 在手订单和股权激励为未来的高增长埋下铺垫	13
5、盈利预测与估值	14
5.1 核心假设	14
5.2 综合盈利预测	14
5.3 公司估值	15
6、风险提示	15

图表目录

图表 1 公司主营业务收入和净利润保持快速增长（单位：万元）	4
图表 2 自产膜有助于提升公司经营毛利水平	5
图表 3 水资源循环过程	7
图表 4 国内污水处理厂总体工艺分布	8
图表 5 MBR技术的作用原理	9
图表 6 我国MBR市场成长迅速	11
图表 7 我国MBR技术的应用范围	11
图表 8 公司在MBR市场上的占有率较高	12
图表 9 2005~2007 年我国 5000 吨/日以上大中型MBR项目的市场份额在主要企业的分布情况 （以处理量计算）	13

表格目录

表格 1 公司未来三年营收预测	14
表格 2 碧水源（300070）未来三年盈利预测	15

1、公司是一家从事污水深度处理的高科技环保企业

1.1 公司基本资料

公司是由归国留学人员创办的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。公司发起人为：文剑平、刘振国、何愿平、陈亦力、梁辉、周念云、董隽诏、上海鑫联、云南国信。其中，文剑平持股占总股本的25.44%，公司其他管理人员和核心技术人员合计持股占总股本的37.75%。

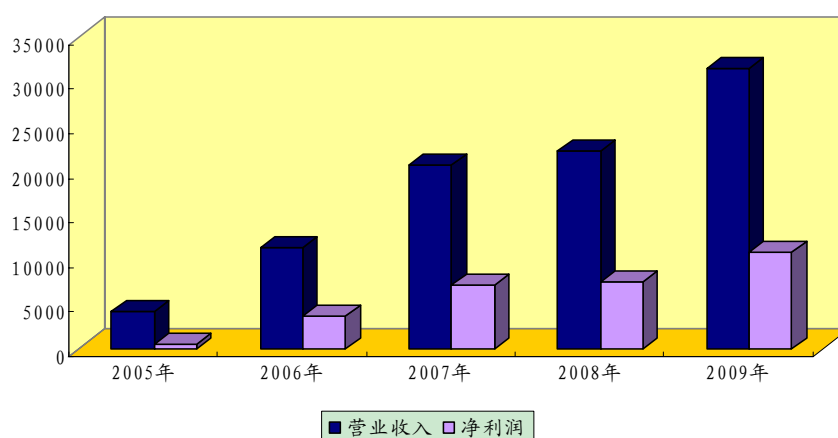
公司主要采用先进的MBR 技术，为客户一揽子提供建造污水处理厂或再生水厂的整体技术方案，包括技术方案设计、工程设计、技术实施与系统集成、运营技术支持和托管运营服务等，并生产和提供应用MBR 技术的核心设备膜组器及其核心部件膜材料，最终为客户建成达到较高出水水质标准的污水处理厂或再生水厂（土建由其他单位承担）。

母公司是公司进行业务经营的主体，下属子公司中：膜科技公司主要从事膜材料的研发生产，净水科技公司主要从事净水技术研发服务，江苏碧水源作为区域性公司，主要面向环太湖地区开展业务，云南城投碧水源水务科技有限责任公司主要面向环滇池地区开展业务。

1.2 受益 MBR 工程应用开拓顺利，公司近几年发展迅猛

公司是中国MBR技术大规模工程应用的开拓者，承担建设了国内第一个大规模MBR工程“北京密云再生水工程”（4.5万吨/日）和世界已建成运行的超大规模的MBR工程“引温济潮奥运配套工程”（10万吨/日）、“十堰市神定河污水处理厂改造项目”（11万吨/日），连年保持了较快的业务发展速度，是目前国内城市污水处理领域MBR技术实力与综合经营实力最强的企业之一，在大型MBR项目建设方面已跻身国际先进企业行列。

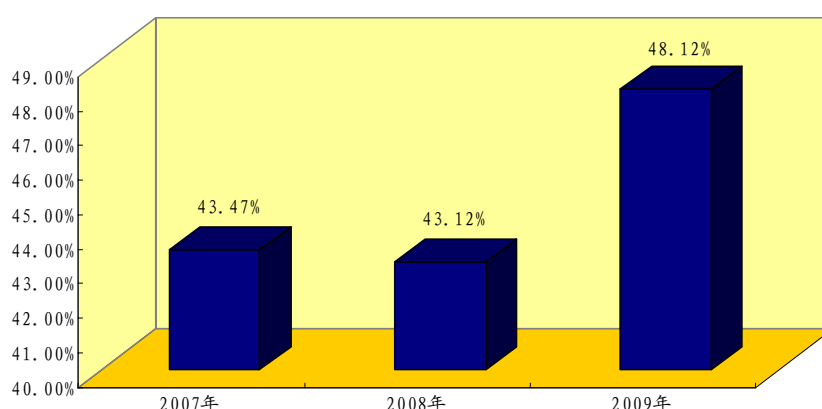
图表 1 公司主营业务收入和净利润保持快速增长（单位：万元）



资料来源：公司年报、日信证券研发部

近几年来，公司主营业务收入和净利润一直保持快速增长态势，毛利率稳步增加。2007年度、2008年度和2009年度，公司主营业务毛利分别为8,980.41万元、9,524.68万元和15,084.62万元，综合毛利率分别为43.47%、43.12%和48.12%，2007年和2008年的毛利率较稳定。2009年毛利率为48.12%，较以前年度有所提高，主要系2009年部分项目使用了自产膜材料。由于自产膜材料的成本低于对外采购的成本，相应增加了公司的利润空间，从而毛利率有所提高。

图表 2 自产膜有助于提升公司经营毛利水平



资料来源：公司年报、日信证券研发部

2、污水处理逐渐过渡到高端的资源化，MBR 技术脱颖而出

2.1 水资源日渐匮乏，污水处理行业进入快速发展阶段

据统计，全世界范围内，真正可被人类利用的淡水资源约12.5 万亿至14.5 万亿立方米，不足地球水储量的1%。全球人均易于利用的淡水约为2,000至2,500立方米。随着世界人口高速增长及工农业生产的快速发展，工商业和城市居民生活用水快速增加，水资源的消耗越来越大，从1940年至1990年的50年时间内，全球总用水量增加了4倍。预计到2025 年将有18 亿人生活在严重缺水的国家或地区，并且世界上三分之二的人口将面临供水危机。水危机已被列入未来十年人类面临的最严重挑战之一。

我国水资源总量约为2.81万亿立方米，约占全球水资源总量的7%，居世界第六位。但由于我国人口基数大，人均水资源约占世界平均水平的四分之一，世界排名第88 位，被列为世界人均水资源贫乏国家之一。资料显示，我国663个城市中，有400多个城市常年供水不足，110个城市严重缺水。其中，华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出，水资源短缺已成为制约我国经济和社会可持续发展的重要因素。

在我国，从历年城市供水量看，供水总量平稳增长，生产用水持续下降，生活用水呈现

上涨态势，1996年至2008 年生活用水平均年增长率为2.6%，城市自来水普及率也由1980 年的81%提高到2008 年的94.7%。

随着我国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。根据国家统计局统计年鉴显示，1998 年至2008 年期间，工业废水排放总量由200 亿吨，增长到241.7 亿吨，年平均增长率为1.9%；生活污水排放量由195.0 亿吨，增长到330.0 亿吨，年平均增长率为5.4%。为了控制污水排放量，遏制环境恶化的趋势，提高水资源循环利用效率，近几年我国的污水处理事业步入了快速发展阶段。

根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长、城市化发展和经济发展，我国供水行业将保持稳定增长，预计到2030年，我国国民经济用水需求量将达到7,000亿至8,000亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。2010 年和2030 年，我国城市化水平按分别达到40%和50%预计，在充分考虑节水的前提下，2010 和2030 年城市用水需求量将分别增加到910亿立方米和1,320亿立方米左右，复合增长率为4.3%。

目前，我国的污水处理率仅为50%左右，远远落后于美国、瑞士、荷兰等发达国家将近100%的污水处理率水平。加大污水处理事业投资力度，提高污水处理率和再生水利用率是有效防治水污染和缓解水资源供需矛盾的主要途径。根据“十一五”纲要和建设部《建设事业“十一五”规划纲要》精神，到2010年，全国城市污水处理率不低于70%，供水普及率不低于95%。污水的再生利用工作得到加强，再生水的应用领域不断扩大，缺水城市再生水利用达到20%以上。

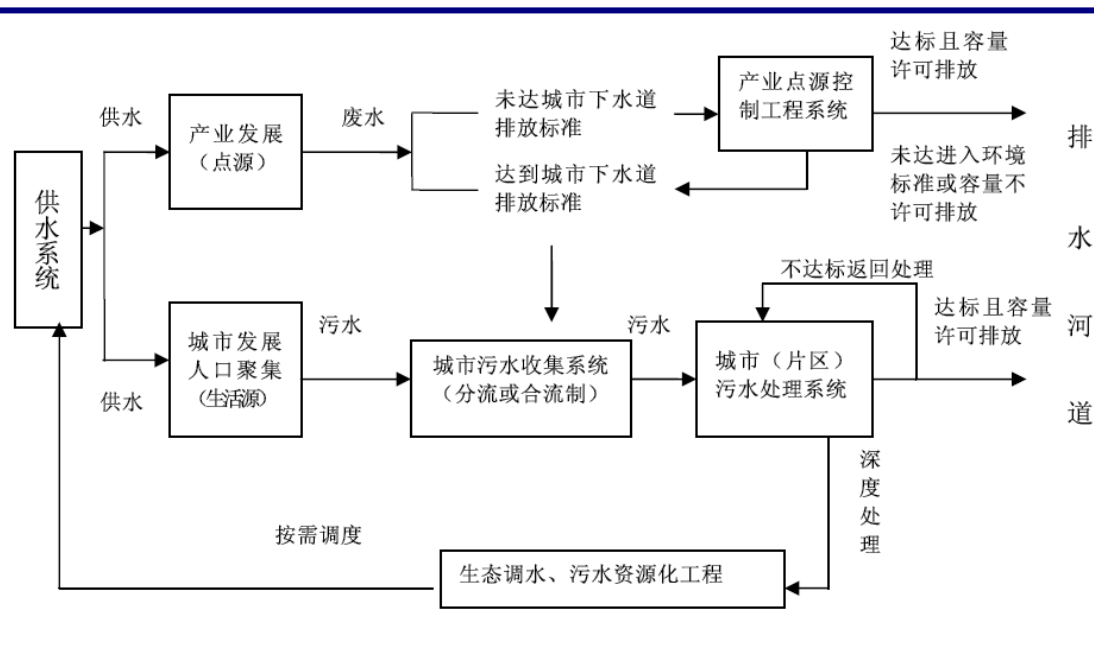
2.2 发达国家的污水处理已经步入资源化时代

目前，在世界上包括中国在内的大多数发展中国家，还处于污水处理减排的阶段，对水资源的综合利用还没有足够重视，对污水处理的目标仅仅是为了满足排放标准，最终排放到江河湖海。而在需求端，重新从江河湖海抽取水资源，进行再次净化处理，达到使用标准。在这个过程中，无论是管道铺设还是进入江河湖海的再污染，都是一种重复浪费。

目前，国外发达国家的城市污水处理系统已进化到第三代，开始向污水资源化转变，即把排水系统的最终物——处理后的出水和污泥变为可利用的资源，使污水处理及再生利用成为一种自然资源再生利用的新兴工业，以及自然生态中水环境构成的一个系统。

美国上世纪70年代开始，有相当数量的污水处理厂（Wastewater Treatment）改称为水再生利用厂（Water Reclamation），立足水的再生利用进行升级换代改造。目前，美国有300多个城市的污水进行深度处理并回用于城市生活等其他方面，再生水总量占用水量的10%左右。美国从20世纪70年代以来的30年间，其全国用水量增加1.4倍，但由于注意污水回用，其新鲜水的总取水量反而逐年减少。

图表 3 水资源循环过程



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

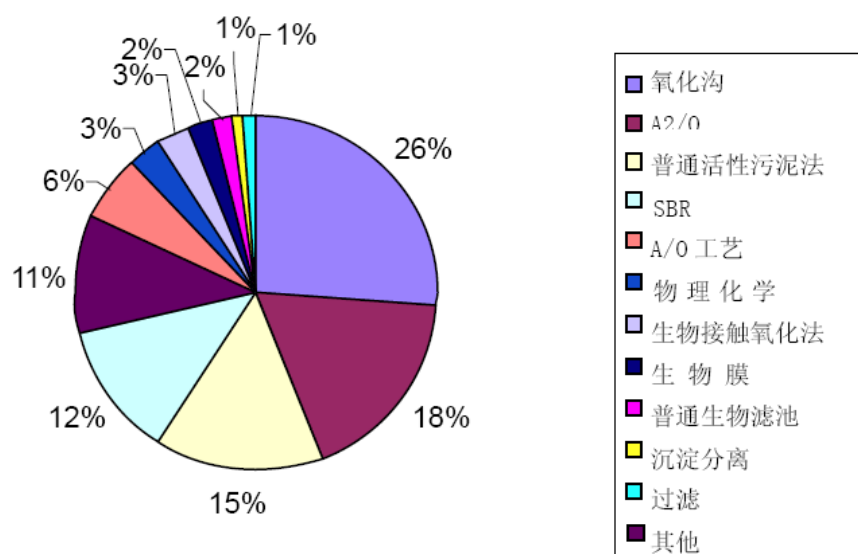
2.3 在污水深度处理领域，MBR 是最具工程应用意义的优选技术

迄今为止，国内外通行的城市污水处理工艺为二级（强化）生物处理工艺，应用最广泛的是活性污泥法及其衍生技术。采用活性污泥法处理城市生活污水和工业废水在国外已有悠久历史，该工艺自1914 年从英国曼彻斯特问世以来，至今历经近百年。活性污泥法技术即是 将空气连续鼓入含有大量溶解有机物质的污水中，经过一段时间后，水中即形成生物絮凝体——活性污泥，在活性污泥上栖息、生活着大量的微生物，这种微生物以溶解性有机物为食物，获得能量，并不断增长繁殖，通过微生物的新陈代谢作用，将有机污染物转变成无害的气体产物（CO₂）、液体产物（水）和富含有机物的固体产物（微生物群体或称生物污泥）；最后通过固液分离，实现生物污泥与净化处理水的有效分离。由于活性污泥法具有非常高的化学转化效率，对城市污水及有机工业废水中所含的污染物处理十分有效，从而成为悠久的历史技术。

近二、三十年以来，随着污水排放量的急剧增加，对污水处理要求的日益提高，污水处理技术在传统活性污泥法工艺基础上有了多样化发展，出现了缺氧-好氧（A/O）法、厌氧-缺氧-好氧法（A₂/O）、氧化沟法和序批式活性污泥（SBR）法等被较快推广应用的新技术。这些新的技术尽管有了许多新的不同进展，例如，厌氧-缺氧-好氧法（A₂/O）强化了除磷效果；氧化沟法使构造相对更简单，运行管理方便，且处理效果稳定等，但仍是在普通活性污泥法基础上，通过对时间顺序和空间位置等的调整，来给微生物生长创造更适合的溶解氧条件，以提高其处理性能和效率，所以，仍属于活性污泥法的衍生技术。

我国污水处理技术水平基本与国外保持同步，并成功地走出了一条引进消化、研究开发创新的发展道路。现有城市污水处理厂主要采用普通活性污泥法、氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法（A²/O）和序批式活性污泥法（SBR）。其中氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法（A²/O）和序批式活性污泥法（SBR）在新建污水处理厂建设中占有越来越大的比重，已成为我国现阶段城镇污水处理的三大传统主流工艺技术。

图表 4 国内污水处理厂总体工艺分布



资料来源：日信证券研发部

以活性污泥法技术为基本原理的传统污水处理技术，突显了生物技术的有效性和彻底性优点；但由于该技术主要通过沉淀池（二沉池）的重力沉降过程完成泥水分离，不可避免地会有活性污泥的流失，使污染物降解能力有限、出水标准不高；同时该技术还存在着水力停留时间长、能耗高、占地面积大、产生大量剩余污泥等不足，尤其是其容易发生污泥膨胀，导致出水中悬浮固体增加，出水水质变差，严重时系统无法运行。这些促使人们不懈地寻找超越传统技术的崭新技术。MBR 技术的产生，彻底消除了传统技术的上述局限，并一步到位地实现了对污水的再生利用，给污水处理与资源化技术带来了飞跃。

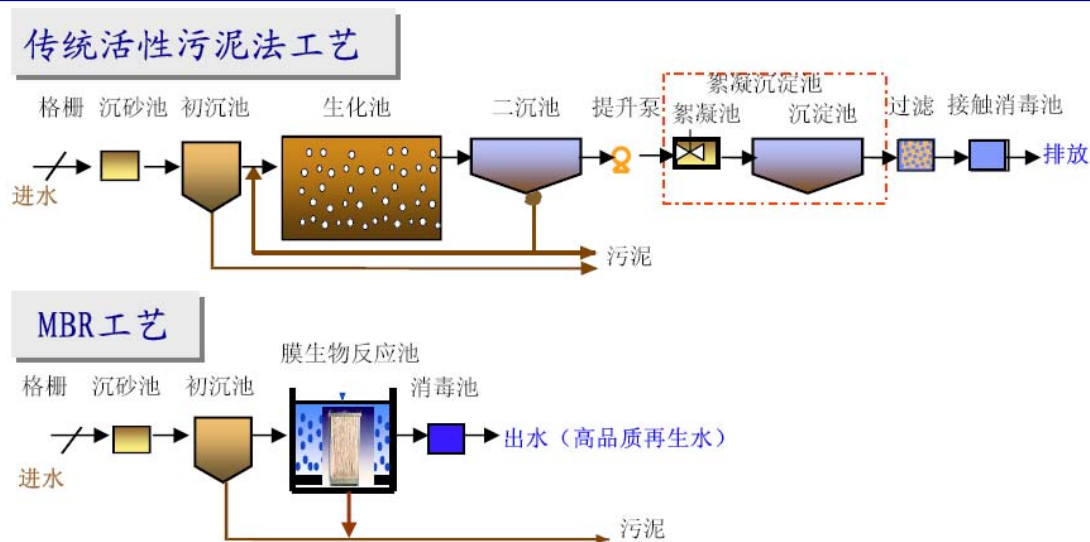
MBR技术最早系美国Smith等人于上世纪60年代末提出，其是将膜分离技术与污水生物处理技术有机结合的一种崭新技术。

膜是一种起分离作用的介质，当溶液与膜接触时，在压力等驱动下，某些物质可以透过膜，而另些物质则被拦截，使溶液与溶质被有效分离。MBR技术即利用膜的该种分离作用，以膜分离装置取代常规活性污泥工艺的二沉池、砂滤、消毒等单元，用超（微）滤膜对曝气池出水直接过滤，活性污泥混合液中的悬浮固体完全被截流并回流到反应器中，因此可以延长污泥龄，提高污泥浓度，降低污泥负荷，加速了微生物对污染物的降解，成倍地提高了污水处理效率，使出水水质不仅稳定、可靠，而且可以直接达到高品质再生水标准。该工艺完全没有污泥流失，运行不受污泥膨胀影响，操作管理方便，并大大简化了工艺和节省了占地，

彻底消除了传统技术的不足。

MBR技术在污水处理工艺中的实际应用，即将膜分离装置直接置于生化池中，构成膜分离技术与生物处理技术有机结合的新型污水处理系统。而构造这样一个系统需要有高性能的膜材料、高效率的膜组器以及先进的MBR工艺。膜材料是实现膜分离作用的核心部件；膜组器是将膜材料以某种形式组装在一个基本单元设备内，通过较小体积扩大膜面积和提高膜的工作效率的装置，是MBR工艺的关键设备；由若干膜组器与自控系统组成的设备集合体为膜组器系统；膜组器及其系统是实现膜分离作用的主要载体。然而，水处理的效果除了取决于膜材料性能和膜组器及其系统的效率外，还取决于MBR工艺的技术水平。因此，MBR技术包括膜材料制造技术、膜组器设备技术和MBR工艺技术三大关键领域。

图表 5 MBR 技术的作用原理



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

MBR技术既具有生物处理技术的有效性和彻底性，又具有膜分离技术的选择性和高效性，实现了对污水中有害物质的最大限度的去除，具有污染物去除效率极高、占地面积小、剩余污泥产量小、运行管理方便等显著优势。经过近三十年的发展，其已成为城市污水和工业废水处理与回用领域最具吸引力和竞争力的技术，受到普遍的关注，被认为是21世纪水处理技术的关键技术，是替代传统工艺的最佳选择。

与传统技术相比，MBR技术的不足，是由于膜的采用导致投资成本较高；同时，运营过程中膜的清洗、更换也会增加运行费用，因而，在较长时间被视为“神奇而高贵”的技术。然而，随着近几十年膜材料技术以及MBR工艺技术的长足发展，应用MBR技术的投资成本及运营费用已大幅度下降，其与采用传统技术的投资及运营费用的差距显著缩小；若考虑应用MBR技术能够减少占地面积，并提供更为优良的出水水质的优点，其差距已经很小。

3、近几年来，我国 MBR 市场快速发展

3.1 MBR 技术应用率先在美、日、欧等发达国家实现商业化

MBR技术自上世纪60年代末问世后，于上世纪70年代末最早在北美开始商业化应用。80年代日本因考虑本国国土面积小，地面水体因距离较短而导致其自净能力差、生态脆弱、易受污染等因素，开始有大量应用。90年中后期，随着膜材料技术不断进步，价格不断降低，以及MBR工艺日益成熟，MBR技术在欧洲较快推广，进入了大规模实际应用阶段。

据Hanft.s (2006)统计，全球MBR的市场规模在过去5年里增长了一倍。在2002年~2005年间，欧洲各国应用MBR处理污水的工程以每年70个以上的数量增加，其中用于工业废水处理的有50个以上，用于城市污水处理的MBR系统有20个以上。

美国由于现有污水处理厂的设备已进入升级改造期，通常需要在不增加占地面积的前提下增加处理量，提高出水水质，这为MBR技术应用带来了更多机遇。2004~2006年美国的MBR市场增长速率超过15%，显著快于其它工业水处理技术的增长。美国华盛顿州King County正在设计建造世界上运行能力最大的MBR工程，设计处理量达到49.5万吨/天，计划于2010/2011年开始运行。

目前，全球MBR市场正在加速成长。根据原加拿大Zenon公司2004年年报较早做出的预计，全球应用MBR技术的市场份额于2003年已达到整个水工业处理市场的2%，金额达7.5亿美元，其预计到2010年该比例将迅速上升至22%，金额将达到120亿美元。

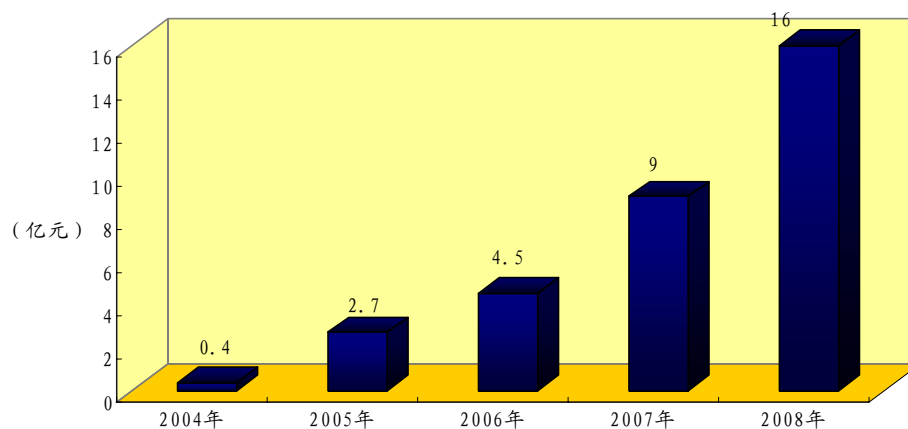
3.2 过去几年，我国 MBR 大规模工程应用开始出现

近年来，随着水污染治理力度的加大，我国已经成为世界上MBR技术应用增长最快的区域之一。

据清华大学环境膜科学与工程系膜技术研发与应用中心等编写的《2008膜生物反应器行业分析报告》，2004年我国MBR项目的市场份额约为4,000万元（几乎为中小项目），2005年约为2.7亿元（大项目较少，其他为中小项目），2006年约为4.5亿元（大中小项目），2007年约为9亿元（大项目为主），2008年超过了16亿元，呈现逐年加速增长的趋势。

2005年以来，我国采用MBR技术的大中型项目不断增多，新建5,000吨/日以上大中型MBR项目的处理量年增长率均大于100%，大中型MBR项目建设数量与规模开始走在了世界的前列。

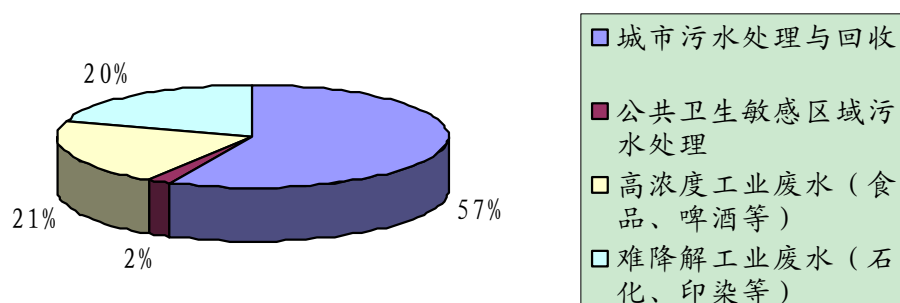
图表 6 我国 MBR 市场成长迅速



资料来源：日信证券研发部

目前，国内MBR技术的应用已经覆盖了城市生活污水、高浓度有机废水、难降解工业废水以及公共敏感卫生区域废水等领域，MBR技术在我国获得了比较全面的应用。

图表 7 我国 MBR 技术的应用范围



资料来源：日信证券研发部

3.3 预计未来几年，MBR 行业增速将达到 25%

我国MBR技术应用推广时间尚较短，现有市场份额还较小，在整个污水处理市场中的份额尚不足1%。然而，MBR技术作为公认的21世纪最具吸引力和竞争力的污水处理与资源化技术，非常适合我国正在推进的节能减排，发展循环经济，提高水污染治理水平和促进水循环利用的要求，具有广阔的应用空间和发展前景。

2007年我国新增MBR项目的日处理能力约为40万吨,到2010年年新增MBR项目的日处理能力将达到360万吨,比2007年提高8倍。2010年,国内MBR项目的市场需求预计将达到100亿元,占污水处理市场的份额将达到8%,2015年的市场需求将达到300亿元,占污水处理市场份额将达到27%。从而,较多地替代传统技术,跃升到国内污水处理主流工艺技术的行列。预计未来五年,我国MBR市场需求的复合增长率将达到25%。据中国水网刊载的资料预测,国内MBR市场需求将以20%以上的年增长率高速增长,大大高于国际平均增长率。

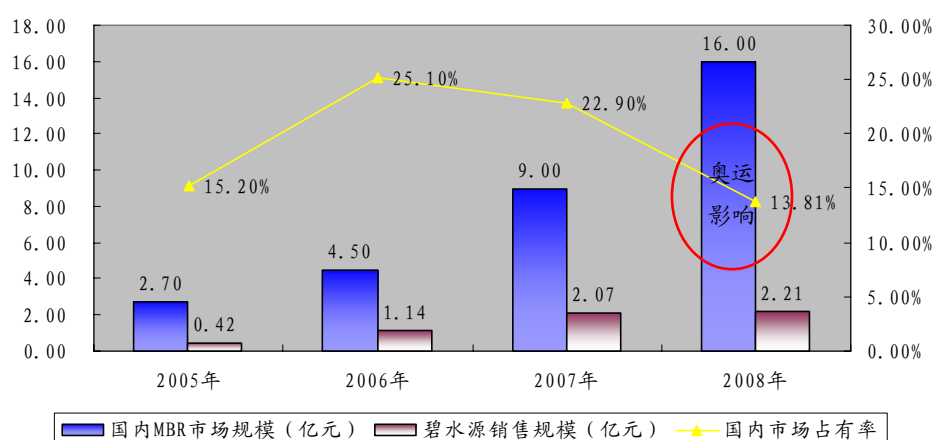
4、公司竞争优势明显,未来高增长可期

4.1 依托区域优势和服务优势,公司保持着较高的市场占有率

与MBR行业内的竞争者相比,公司具有明显的成本优势和本土化优势。公司现有的主要竞争对手为GE、Siemens、联合环保等几家国外先进企业。在与其竞争过程中,公司提供低于国外企业30%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。另外,MBR技术所使用的膜材料必须5年更换一次,而且一般必须由原安装厂家提供更换服务,旧膜材料需要进行回收。相对于国外企业,国内企业在提供长期售后服务以及白色污染物回收上,无疑具有明显优势。区域布局方面,公司以政策环境良好的北京作为发源地,在各个发达地区布局区域中心,通过与当地政府和企业合作的方式开拓地区市场,占据着北京市场60%以上的市场份额。

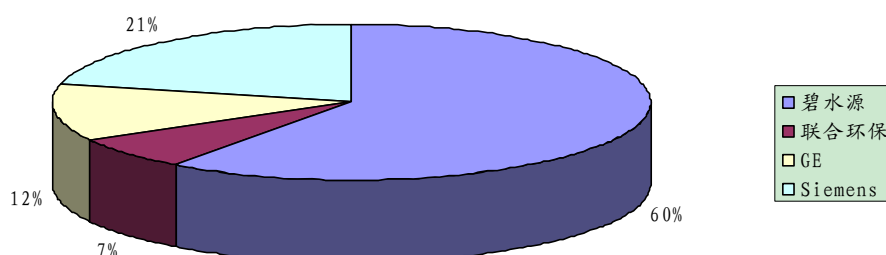
基于以上原因,公司在MBR市场上占有率一直稳定在10%以上。2005年、2006年分别为:15.20%、25.10%。随后的2007年和2008年,受北京奥运会影响,以北京市场为主的公司业务受影响较大,市场占有率逐步下降到22.90%、13.81%。随着公司市场开拓逐步向京外区域扩展,公司业务经营的区域性风险逐渐弱化。2009年,外埠收入在公司收入中的比重已经占据55.29%,这将有利于提升公司业务在国内整体市场的占有率。

图表 8 公司在 MBR 市场上的占有率较高



资料来源: 日信证券研发部

图表 9 2005~2007 年我国 5000 吨/日以上大中型 MBR 项目的市场份额在主要企业的分布情况（以处理量计算）



资料来源：公司招股说明书、日信证券研发部

4.2 实现产业链一体化，着力提高公司产品毛利率

公司上游一体化进展顺利，下游市场开发稳妥。本行业上游行业为膜材料制造业，膜材料的性能和价格直接影响着膜组器设备性能、MBR工艺的优化空间和MBR项目的投资成本与运营费用，因此本行业成熟的经营模式是向着融膜材料研发生产、膜组器设备制造和工程化实施为一体的方向发展，产业链朝着膜材料的自我研发生产延伸。公司自2008年底开始生产膜材料取代进口，2009年公司部分产品开始使用自产膜材料，使得公司产品毛利率迅速提升了5个百分点。公司募投项目中的200万平方米膜生产产能，预计2010年底即可实现达产，届时可以基本满足公司自用。

目前，公司正借鉴传统污水处理的经营模式，试行MBR工程的BOT模式。一旦该模式被公司成功推广，无疑为行业树立起了较高的资本壁垒，形成对竞争对手的有效钳制。

另外，公司目前正在推广面向大众的家庭净水器，预计2010年可以实现销量3000台，销售额1500万元的业绩。

4.3 在手订单和股权激励为未来的高增长埋下铺垫

根据公司公告披露，结合公司所重点关注的北京、昆明、南京等地区的招投标情况，预计2010年底公司可以实现订单20亿元左右。同时，我们也关注到公司在昆明和南京等地成立合资公司后，业务的发展步伐正在复制北京市场的成功经验，示范工程对后续市场的带动作用正在逐步显现，这为2011年和2012年的高成长打下了良好基础。

另外，公司为调动公司内部员工的工作积极性，对包括公司总工程师在内的 120 为核心人员进行股权激励，股权激励价格高达 91.95 元，这无疑显示了公司内部对公司未来高成长性的乐观情绪。

5、盈利预测与估值

5.1 核心假设

1) **我国 MBR 市场保持迅速发展的态势。**由于 MBR 技术既可解决水污染问题，又可提供新生水源，它是污水处理的一场技术革命。随着 MBR 技术的成熟和膜成本的降低，在过去的几年里，MBR 市场呈现出了“井喷式”的增长，2005~2007 年国内 MBR 市场的年复合增长率达 182.3%。根据中国水网刊载的资料对国内 MBR 市场需求的预测，2008~2010 年国内 MBR 市场的年复合增长率将达 123.14%，2011~2015 年的年复合增长率将达 24.57%，市场容量由 100 亿元增加到 300 亿元，MBR 市场将长期保持较高的增长速度。

2) **公司通过先发优势和产业一体化保持高毛利水平。**行业现有利润水平较高，主要是因为 MBR 技术属于前沿高新技术，市场方兴未艾，需求旺盛，且由于目前能够独立承做大型 MBR 项目的企业为数较少，技术壁垒和行业技术附加值较高。预计今后几年内，本行业仍将保持较高的毛利率水平。对于具有膜材料自主生产技术的企业，可以享受更高的产品毛利率。

5.2 综合盈利预测

根据以上分析，我们预计在 2010-2012 年，公司可实现营业业务收入分别为：5.65 亿、9.04 亿、13.56 亿，三年复合增长率为 55%；归属母公司的净利润分别为：1.95 亿、3.24 亿、5.04 亿，三年复合增长率在 60% 以上；折合全面摊薄后的每股收益为：1.33 元、2.20 元、3.43 元。

表格 1 公司未来三年营收预测

年份	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	565	904	1,356
YOY（%）	80	60	50
营业成本（百万元）	288	452	664
综合毛利率（%）	49	50	51

资料来源：日信证券研发部

表格 2 碧水源（300070）未来三年盈利预测

单位：百万元	2008A	2009 A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	221	314	565	904	1,356
营业总成本	140	189	334	521	760
营业成本	126	163	288	452	664
营业税金及附加	3	5	9	14	22
销售费用	5	6	11	18	26
管理费用	8	16	24	34	44
财务费用	-4	-1	0	0	0
资产减值损失	2	0	2	3	4
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	81	124	231	383	596
加：营业外收入	7	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	88	124	231	383	596
减：所得税	13	17	35	57	89
净利润	75	108	196	326	507
减：少数股东损益	0	0	1	2	3
归属于母公司所有者的净利润	75	107	195	324	504
基本每股收益(元)	0.68	0.97	1.33	2.20	3.43
全面摊薄每股收益(元)	0.51	0.73	1.33	2.20	3.43

资料来源：日信证券研发部

5.3 公司估值

我们预计在 2010-2012 年，公司可实现归属母公司的净利润分别为：1.95 亿、3.24 亿、5.04 亿，折合每股收益为：1.33 元、2.20 元、3.43 元，对应的市盈率分别为：80 倍、49 倍、31 倍。

可以给予公司 2011 年业绩 50 倍的市盈率，对应的目标价为 110 元，当前价格基本合理。考虑到国家对节能环保行业扶植政策对股价的刺激，我们给予公司“增持”评级。

6、风险提示

第一，经营区域集中的风险。公司主营业务收入主要来自于北京地区。2007年、2008年、2009年，公司在北京地区实现的收入分别为20,398.11万元、21,365.59万元和14,013.39

万元，占当期主营业务收入的98.75%、96.73%和44.71%，经营区域相对集中。目前，公司已在江苏无锡、湖北十堰及云南昆明等外埠市场承做了多个大型MBR项目，2009年度，公司外埠市场实现收入17,331.41万元，占当期主营业务收入的55.29%，外埠市场开拓已取得明显进展。

第二，核心技术落后的风险。公司自成立时起即专注于MBR技术在污水处理与资源化领域的应用研发与推广，是目前国内城市污水处理及资源化领域MBR技术实力和经营实力最强的企业，并在大型MBR技术项目承建方面跻身国际先进企业的行列。尽管公司不断加强技术自主创新能力，加大科研投入，已拥有发明专利4项，实用新型专利4项，已申报受理的发明与实用新型专利23项，专有技术66项。但随着MBR技术在国内快速推广应用，公司如不能继续加大研发投入并保持技术领先优势，将面临技术被赶超的风险，导致公司在未来的市场竞争中处于不利的地位。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。