

纵横捭阖，打造水务市场航母

--碧水源一季报点评


 爱建证券有限责任公司
 AJ SECURITIES CO., LTD.

事件：

2011 年一季度，公司主营业务保持良好的发展势头，经营业绩稳健增长，各项主要经营指标较去年同期均呈现较大幅度增长。报告期内，公司实现营业收入3,882.97 万元，比去年同期增长41.38%；营业利润为714.11 万元，比去年同期增长40.72%；利润总额为713.52 万元，比去年同期增长41.31%；归属于母公司的净利润为627.08 万元，比去年同期增长45.52%。

点评：

政策利好，主营业务持续增长：从“十二五”规划之首节能环保战略中，重点提出的污水处理及循环利用、再生水市场到《中央一号文件》聚焦水利，再到国家环保总局环境规划预测，我国“十二五”和“十三五”时期废水治理投入将分别达1.05万亿元和1.39万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达4355亿元和4590亿元，最后，未来超出水资源控制量之外的增量指标，将通过水权流转或再生水使用的方式满足，这些政策将为从事水务的相关上市公司带来明显利好。碧水源是水务行业的龙头企业，政策利好显而易见。

人无我有，人有我优的MBR“膜”技术：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。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%，所以MBR非常适合我国正在推进的节能排，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。在现有的污水处理公司中，只有碧水源一家具有MBR技术。MBR技术不仅为公司降低了成本，而且更为公司增加了新的盈利业务。从缩减成本上，原本建设成本和运营成本

碧水源 300070

2011-04-28

评级

推荐

目标价格

102.1

当前价格

88.38

基础数据

总市值(百万)

1374.30

总股本/流通股本(百万)

147.00

流通市值(百万)

505.82

每股净资产

20.01

净资产收益率

0.21

交易数据

52 周内股价区间

144.649/92.305

10 年市盈率

77.25

10 年市净率

4.65

一年期走势图



联系人：雷鸣

行业研究员：穆运周

证书编号

S0820209120024

电话

021-32229888-3508

E-mail

leiming@ajzq.com

相关报告

偏高长期制约MBR发展的瓶颈，在建设阶段，膜的成本约占建设成本的三分之一，而运营阶段，更换膜的成本可以占到运营成本的一半，为此碧水源建立了自己的膜生产基地，来降低成本。目前，碧水源有300万平米的产能，含200万平方米微滤、100万平方米超滤。公司最近一年外购膜材料的成本为435.02元/（吨/日），募头后，公司生产PVDF膜的单位成本为160元/（吨/日），比外购PVDF膜的单位成本降低了63.22%，大大降低了MBR的建设和运营成本，膜组件的成本也相应的降低。从提升盈利上，目前国内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。在膜生产上尚无统一的国家标准，市场有待规范。碧水源实现膜的自产不仅可以降低建设成本和运营成本，又可以在膜市场上抢占先机，在膜领域的规范上掌握一定的话语权，提高企业的竞争力。

I 新项目、大订单，公司稳定中增长：公司2010年末，除主营地北京外在无锡与云南都积极投产新项目。目前无锡已经被强制实行国家一级A排放标准，按照这一标准，我们预计必须改造的污水处理厂至少要达206座之多，预计改造投资规模将达到32亿元。从2010年三季度起，云南地区已经进入收获期。公司在云南地区建立了云南城投碧水源水务科技有限责任公司作为分公司，主要从事云南省昆明以外的城市的水务投资运营，而该公司另外50%的股权为云南城投所有，借助云南城投的优势，公司目前在云南地区已经基本打开局面，项目获得已经处于蓄势待发状态，由于云南地区对于我国保护水源地有着重要意义，因此政府的投资力度将会加大，我们预计该公司未来能获得的项目将超乎预期。2010年国家提出节能减排，所以全国很多地区都提高了污水处理后排水的排放标准，迫使各地加快了污水处理设备的改造步伐，公司利用这一机会较好地抓住了各地污水处理厂提标升级改造机会，保持了持续增长的良好发展态势，与北京高碑店100万吨改造项目签订意向性协议，同时公司在云南滇池获得了突破，在该地区获得了5-6个订单，合同金额在2亿元以上。市政污水上，公司已在手订单约14亿元，同时还有大量项目在洽谈阶段。工业污水上，公司于北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司合资成立了碧水源博大水务科技有限公司，承接北京经济技术开发区的水处理项目，逐渐拉开工业污水处理序幕。我们认为，公司在市政污水的处理上已经积累了大量的设计经验和工程业绩，已经为MBR的应用起到很好的示范作用；公司逐渐涉足工业污水处理项目，将使工业污水处理成为公司业绩新的增长点；公司2011年迎来新一轮增长。

I 增资、并购，提升公司综合实力：从2010年3季度，公司持续增资、并购以扩大综合实力。公司首先购买北京市门头沟再生水厂同样设备25年的使用经营权，同时成立北京碧水源环境科技有限公司，将寻求以5600万的价格收购北京市门头沟区再生水厂。此次收购，公司从纯工程承包商转型为工程承包运营一体化企业。此外，节省了公司的研发与运营支持中心成本，为公司创造了水处理设施与场地需求，节约了公司前期购地和土建的成本，大大节约了公司的投入成本。其次，公司与北京博大水务有限公司及北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司签订《合资协议书》。根据协议书，设立北京碧水源博大水务科技有限公司；其中公司以货币出资2750万元（自有资金），占新公司55%的股权。新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，并

请务必阅读正文之后的重要声明

对园区污水处理设施进行升级改造。此外，新公司可能通过BOT等方式开展项目营运业务。若新公司以再生水厂BOT业务为主，则可望提升公司每股收益0.03元。假设碧水源博大完全投入工业再生水厂BOT，那么按工业再生水厂运营平均15%的ROE计算，成熟后有望每年提升公司净利润400万元左右，折合每股收益0.03元。假定新公司完全从事工程承包及升级改造业务，可提升公司每股收益0.07元。根据公司历史运营数据，公司的工程承包ROE在40%左右。在新公司完全从事工程承包及升级改造业务的乐观假定下，新子公司每年可提升碧水源净利0.07元，并逐年提升。再次，2011年3月7日，公司拟以现金（自有资金）方式出资人民币2000万元对普瑞奇环境工程（北京）有限公司进行增资，普瑞奇公司的目标市场和目标客户定位主要集中在石油、化工以及煤化工、精细化工、制药以及食品等行业的中大型企业，业务领域包括给水处理、工业特种废水和市政污水处理、污水深度处理与回用、工业固体废弃物（包括危险废弃物）处置，废气处理，在石油、化工行业具备一定的市场资源和技术积累。投资完成后，将增加公司在工业污水处理领域的技术与业务实力，使公司业务能覆盖工业领域，增强公司水处理技术的整体实力。普瑞奇公司专注工业污水处理，特别是利用MBR、MBBR技术方面具有较强技术与应用优势，在石化行业的多个大型项目上积累了丰富的技术、工程设计经验，这种独特的技术优势将推动新公司在工业污水领域取得成就。此次增资使公司将进一步提高企业在MBR技术的竞争力。公司在市政污水的处理上已经积累了大量的设计经验和工程业绩，此次进军工业污水市场，将使工业污水处理成为公司业绩新的增长点，延伸产业链条，公司将全面覆盖市政和工业污水两大水处理体系。最后，公司以自有资金5100万元受让久安建设投资集团股权的50.15%。原先公司污水处理项目中的土建业务均外包，而久安公司具备市政公用工程施工总承包一级资质、机电设备安装工程专业承包资质、管道非开挖专业承包资质等六项专业施工与承包资质，在水处理领域的工程服务与设备安装方面具有丰富的经验。收购久安后，公司工程类的安装及土建业务将优先由新久安承接。此次收购将有助于增强公司工程土建业务实力，集中精力于污水处理设备以及后续运营，完善污水处理整体解决方案。公司认为，该项并购将有利于公司在水处理施工领域的市场拓展能力，并提升公司的综合实力与竞争力。公司收购思路清晰，向大型一体化水务综合企业迈进。公司半年以来的次收购，对门头沟、博大、普瑞奇、久安建设的投资分别代表了公司向水务运营、工业污水、污水工程/管道业务领域的强化和延伸。我们认为，公司收购思路清晰，正在向工程、运营一体化水务综合企业迈进。公司在水务链条上不断布局，污水处理布局规划初露端倪，就是要覆盖横跨市政和工业两大污水体系，从设计运营到工程总包的全产业链产品，打造水务市场的航母级企业。

1 新领域，新天地：公司近日宣布将在2011年启动家用、商用净水产品市场。现在公司净水产品生产线可达年产约30万台。目前，中国的净水市场还处在引导期，随着人们对水问题的重视，这个市场在5年内至少会有10倍的成长空间，超过500亿元的市场份额。未来的市场给公司更大的空间，而且也有能力在未来的3~5年内成为这个市场的领军者。

1 投资建议：公司是水务市场不多的具有MBR技术的龙头企业，并且公司通过一系列的兼并、收购、增资等行为扩大了公司产能与主营业务，由于政策利好水务市场份额巨大，我对公司未来前景看好。我们预测公司2011年、2012年的EPS分别是2.36元、3.10元。我们对公司给予“推荐”评级。

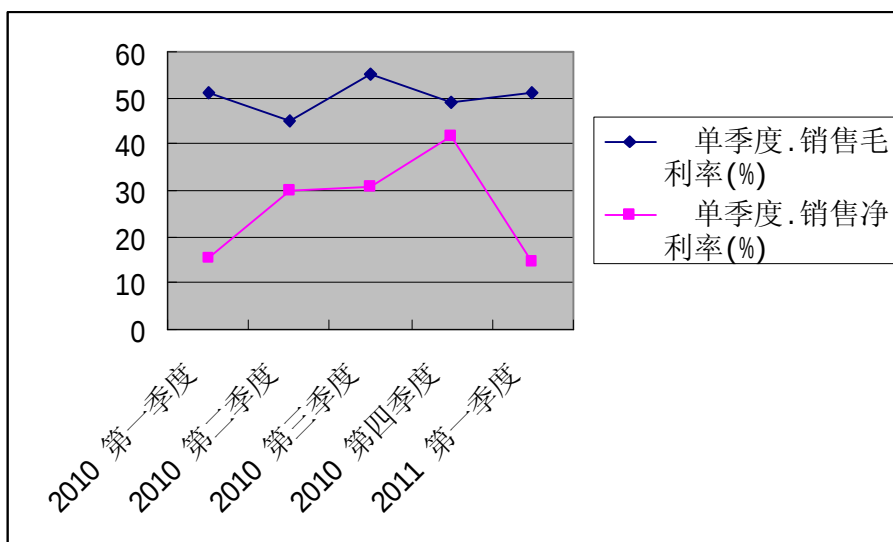
公司研究

表一：公司盈利预测与重要估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入（百万）	313.6	500.5	995.4	1386.5
YOY（%）	42	59.6	98.9	39.3
净利润（百万）	107.2	177	348.1	456
YOY（%）	43.3	65.1	96.7	31
毛利率（%）	48.1	48.6	50.9	49.2
净利率（%）	33.9	35.4	37.5	35.5
ROE（%）	31.8	6.1	10.6	12.3
EPS	0.73	1.2	2.36	3.1
PE	151.3	91.6	43.3	35.5

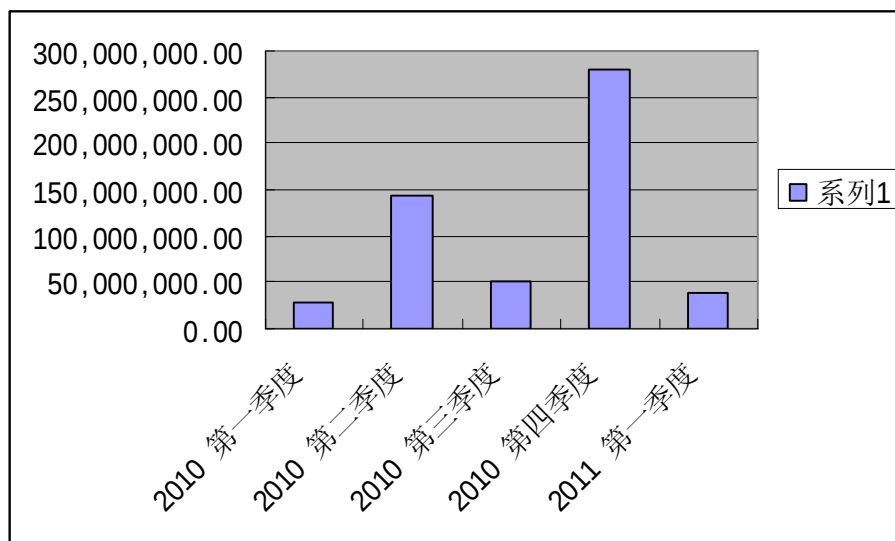
资料来源：爱建证券

图二：公司销售毛利率与销售净利率季度变化图



资料来源：wind、爱建证券

图三：公司营业收入季度变化



资料来源：wind、爱建证券

- 风险提示：1、分离膜技术的研发、更新过于周期长。2、国家政策变化。
- 3、市场开拓能力低。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,请务必阅读正文之后的重要声明

易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。