

公司研究

调研报告

基础化工

评级:

碧水源 (300070):

由点到面各个击破, 十二五覆盖全国

2011 年 5 月 10 日

投资要点:

◆ 十二五期间通过合资方式逐步覆盖全国

碧水源手握 15 亿超募资金, 将用于消除产能瓶颈和扩大公司规模, 提高市场份额, 覆盖更多区域。公司将在十二五期间, 主要通过合资的方式, 将业务铺向全国, 选择合资企业的首要标准, 是需要合资方在当地有强大的市场影响力, 所以大多选择当地政府控制的城投公司。这样碧水源提供技术及资金, 对方城投公司提供地方市场影响力, 优势互补。

综合考虑水系、水文特征, 以及城市带建设规划, 我们认为未来半年碧水源主要的发展空间在云贵和湖南, 后续项目进展仍需跟踪。

◆ 净水机业务市场空间广阔, 或成为未来新的利润增长点

我国净水机市场仍不成熟, 品质参差不齐, 市场占有率较高的美的电器等, 本身是家电供应商。而碧水源作为水处理的专业厂商, 在核心技术方面更具优势。目前碧水源的净水机主推三安全净化技术, 解决三大饮水安全隐患: 利用微滤、超滤技术, 去除细菌、病毒; 利用进口活性炭, 去除有机污染物和农药; 利用特殊滤料, 去除重金属。去除了这三类物质之后的水, 就是可以直接饮用的水了, 而不需要再经过反渗透过程去除对人体有益的离子, 对净水机市场是一场本质性的革命。

目前碧水源建立了子公司来开拓净水器市场, 主要是以吸引成熟的经销商加盟的方式来拓展业务。按照不同的区域市场容量, 我们估计净水器业务占全年销售收入的比重, 将从去年的 0.3% 上升到 5% 左右。

◆ 一季度季节性低迷不改高增长预期

我们预计公司 11 年销售收入可达 12 个亿 (考虑了净水器业务), 同比增长 140%, 同时公司毛利率不会出现明显变化, 则公司净利润也将同比增长 140%。我们看好目前资本市场关注不多的净水机业务, 我们认为其市场空间广阔, 有可能成为公司未来新的利润增长点。

一季度碧水源业绩绝对值低于市场平均预期, 部分原因是一季度本身是业务开拓和结算的淡季, 而全年结算的淡季在四季度。市场对公司增长前景的悲观预期可能会为长期投资者提供买入的机会。

基础资料

总股本 (百万股)	147
总市值 (亿元)	132
流通股数 (百万股)	54
流通市值 (亿元)	49

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层信达证券研发中心

郭荆璞

SAC 执业证书 S1500510120013
010-63081257
guojingpu@cindasc.com

联系人:

赵雅君

010-63081095
zhaoyajun@cindasc.com

麦土荣

010-63081084
maiturong@cindasc.com

印培

010-63081087
yinpei@cindasc.com

1. 公司十二五期间通过合资方式逐步覆盖全国

碧水源上市募集资金 24.5 亿元，其中超募资金 18.8 亿元，2010 年 5 月用 2000 万元偿还银行贷款，2011 年 4 月公告使用 3.5 亿元永久补充流动资金。剩下的超募资金将在明年以前用在两个主要方面以提升公司的盈利能力。一是能力建设，包括公司产能的扩张（目前公司产能开工率 110%），提升研发能力、服务能力；二是扩大公司规模，提高市场份额，覆盖更多区域。

碧水源计划在十二五期间覆盖全国，如果光靠参与每一个项目的投标，进度太慢，占用资金和人力，最重要的缺点是无法获得排他性的区域垄断。公司的策略是和地方影响力强的城投公司合作，设立控股子公司，借助碧水源的技术和资金，以及当地城投公司的影响力，覆盖所在区域，获取排他性优势。以北京市场为例，碧水源在占领北京市场之后，就很难有竞争对手能够进入。

目前相当数量的城投公司愿意与碧水源合作，他们及当地政府能够享受合作所带来的 GDP、就业率的提升，以及节能环保的荣誉，是很热门的招商项目。

这种模式也保护了碧水源不受国外竞争对手的冲击。碧水源主要的竞争对手在国外，包括 GE、西门子、三菱，它们的技术过关，美观度也比较好，劣势在于产品价格高，售后服务跟不上，最致命的弱点是它们无法与政府沟通，只能靠单一的投标方式。

在公司所覆盖地区的进度方面，以北京为中心，包括河北一带公司基本覆盖；南方云南广西已覆盖，进而会覆盖到贵州；华中地区武汉长沙也很快会覆盖到；剩下还有广州深圳一带，重庆公司暂时不打算进入，因为当地已有重庆水务。中西部内蒙陕西甘肃放在后期来做，内蒙由于煤化工丰富，但是水资源短缺，可以考虑进入，陕西青海新疆也可以随后考虑进入。总体来说覆盖起来问题不大，公司在无锡在南京的先例也证实了这一点。公司优先考虑一类城市，省级市为第一步，包括湖北武汉湖南长沙等。地级市也在考虑范围内，投资在两千万左右，对方也投资两千万，基本上一两个项目之后即可回本。

在公司覆盖到更多的区域的同时，公司的利润增长点还将体现在运营、换膜和升级改造三方面。运营方面，若客户想由公司运营，也可以采取 BOT 的方式，介入运营也能够一定程度上平滑公司的季节性波动。换膜方面，换膜会提升公司的毛利率，现在公司膜使用寿命在五年左右。在升级改造方面，目前对公司最大的利好是国家关于水质标准的提高，由环保部牵头，从原先的二级标准提升到一级 A，公司将拿到更多的自来水处理厂升级改造的订单。十二五期间是市场最好的时期，公司现在走的市场模式很成功，也将充分利用这一契机。

公司面临的最大的风险就是国家紧缩投资，所以公司也在寻找经营上的多元性，通过进入家电行业、污泥处理、工业废水，来达到多元化的目的。碧水源进入工业废水处理领域，投资规模小，利润率高，通过反渗透膜，处理一吨水相当于几吨水。

公司的超募资金不光用于合资，也有相当一部分投入研发，研发费用率在 5%到 6%。十二五期间公司将在膜的技术上继续投入研发，逐步完善，如膜断了或者破了进行及时修补，再如研发第三代更加节能的膜组器。

膜技术分外压和内压，公司采用较先进的外压技术，外压是由中空纤维外部向内部鼓水，纤维的微孔出去，这样脏的介质不会进入到中空纤维的内部，更加清洁便于清洗。公司 PVDF 膜受氟化工产品涨价影响不大，原材料占膜成本 30%左右。由于公司产品用在污水处理上，所以需要具有抗氧化和抗酸碱性，必须使用 PVDF 作为原材料。PVDF 的缺点是不亲水，公司工艺能够克服这个问题。公司产品在孔隙率等方面的均匀性都很高，产品性能稳定。

2. 净水机业务市场空间广阔，或成为未来新的利润增长点

公司从去年下半年进入净水机领域，目前公司已生产多种型号的净水机，包括家用净水机，售价在 2000 到 8000 不等，商用净水机在一万元以上。

随着水源地污染越来越严重，人们对健康也越来越关注，消费者对于净水的意识没有问题。虽然自来水厂出的水可能符合安全标准，但是由于管网设施陈旧，流到百姓家中的水无法直接饮用，饮用水仍需要终端做一处理。目前桶装水饮水机卫生隐患很大，容易滋生细菌，更先进的方式是通过净水机直接从自来水出来，直接饮用，也可用在洗菜做饭，提升用水质量，是未来的趋势。

我国净水机市场仍不成熟，品质参差不齐，市场占有率较高的美的电器等，是家电供应商。公司作为水处理的专业厂商，在核心技术方面更具优势。

目前公司的净水机主推三安全净化技术，解决三大饮水安全隐患：利用微滤、超滤技术，去除细菌、病毒；利用进口活性炭，去除有机污染物和农药；利用特殊滤料，去除重金属。去除了这三类物质之后的水，就是可以直接饮用的水了。

这种利用超滤膜加微滤膜的净水机，出水率在 95%以上，而用反渗透膜的纯水机出水率较低，可能会滤掉一半，出来的是纯水。反渗透膜过滤了所有的离子，长期饮用这种去离子水，会打破身体内的平衡。目前市面上还有利用离子交换树脂的软水机，但是软水机产出的软水中，钠离子含量过高，不能饮用。

净水机的核心是膜，这部分公司自己生产，具有绝对优势。由于这一部分业务才刚开始做，并不会挤占多少公司的膜产能，现在公司有一两条生产线专门在做净水机的膜，未来将根据净水机的销售情况稳健发展。外面的机器等非核心部分，主要通过 OEM 来做。除了两款核心产品是自己做的，其他均由自己设计，再委托其他厂家来做。

公司的净水机业务是对公司业务的一个补充，短时间内不会成为公司收入和利润的中心，预计占今年销售收入的 5%左右。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102