

碧水源(300070)

技术资金优势拓宽业务空间

研究员: 张平

执业证书编号: S0570510120048

电话: 025-83290905

E-mail: ustczp5000@yahoo.com.cn

地址: 南京市中山东路 90 号

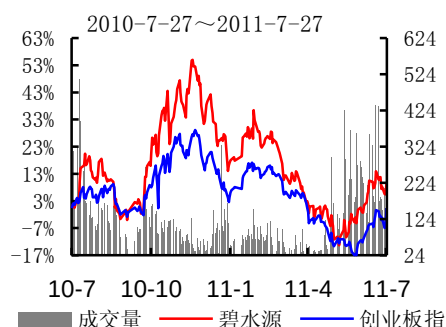
投资评级: 推荐(首次评级)

水务 II

当前价格(元): 44.50

目标价格(元): 55.00

股价走势图



相关研究

投资要点:

- **水处理行业空间广阔** 我国水资源非常匮乏, 人均水资源占用量约为 2200m³, 仅为世界平均水平的 1/4。目前我国水体污染严重, 七大水系轻度污染, 湖泊(水库)富营养化问题突出, 由此进一步加剧了水资源紧张局面。根据国家“十二五”规划纲要水污染治理目标, 需要建设管网与污水处理厂、城市雨污分流工程建设以及重金属污染综合治理, 相应投资可能达到 10000-15000 亿元。
- **MBR 技术具备良好的推广前景** 城市污水二级处理的生物处理工艺可分为活性污泥法和生物膜法两大类, 此外还有以膜生物反应器(MBR)工艺为代表的新兴水处理工艺。尽管 MBR 初始投资成本较高, 运行费用较传统工艺高, 膜组器折旧费用高等缺点, 但是 MBR 工艺诸多优点决定了其是未来非常重要的发展方向。
- **碧水源是 MBR 技术在市政污水处理领域的推广者** 公司是国内 MBR 技术在市政污水处理领域的推广者, 在国内市场行业占据了 60% 以上的市场, 公司拥有 MBR 工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键技术。在膜材料生产方面, 已经建成了年产 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。
- **“技术资金换市场”经营模式优势凸出** 巨额的超募资金和公司在 MBR 领域的技术优势成为公司拓展业务的核心竞争力。在市政污水处理市场中, 存在明显的地域壁垒, 公司“技术资金换市场”策略来实现快速的地域拓展, 合作对象一般都是以当地城投、水投等拥有市政污水处理项目资源的企业, 通过合作方式能够获得稳定的项目来源, 从而实现公司业务的稳步发展, 项目建成后合资公司也将承担运营业务, 更能形成稳定的收入来源, 此模式的不断推广将成为公司业务发展的利器。根据公司中长期规划, 预计将建立 5-10 个大型省会基地, 每个基地总处理规模超过 200 万吨/日, 并配建膜生产线, 同时进入 20-30 个重要地级市, 实现业务全国化布局。
- **盈利预测及投资建议** 预计公司未来三年的 EPS 为 0.93 元、1.52 元和 2.36 元, 目前的估值水平分别为 46.03X、28.13X 和 18.18X, 静态看估值水平依然偏高, 但考虑到公司“技术资金换市场”的业务拓展模式所带来的持续业绩增长动力, 给予“推荐”评级, 目标价位 55 元。

公司基本资料

总股本(万)	32340.00
流通 A 股(万)	11903.10
52 周内股价区间(元)	34.9-140.48
总市值(亿)	143.91
总资产(亿)	30.99
每股净资产(元)	20.01

主要经营指标预测

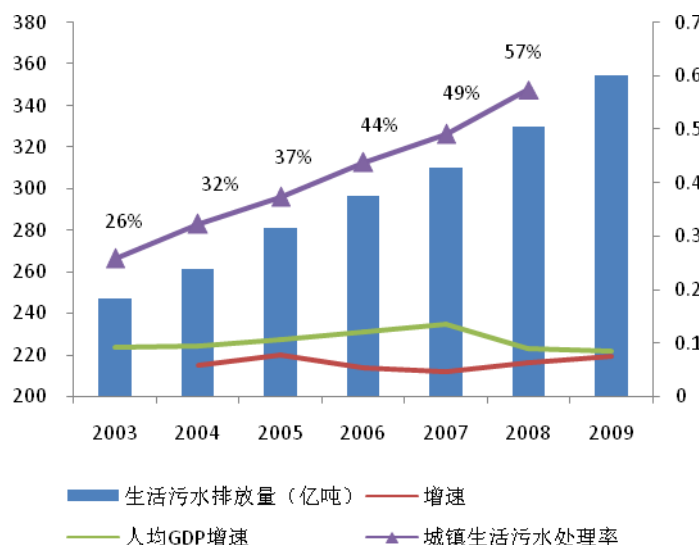
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	5.00	9.26	15.28	22.92
+/-%	59.61	85.00	65.00	50.00
净利润(百万)	176.96	301	493	762
+/-%	66.72	70.09	63.65	54.72
EPS(元)	1.31	0.93	1.52	2.36
P/E	81.32	46.03	28.13	18.18

一、 水处理行业空间广阔

随着居民生活水平提高，生活污水排放量亦随之增长，年均增速在 6% 以上（2003-2009 年）。尽管城镇污水日处理能力逐年提高，在 2008 年达到 9079 万吨/日，但是同期城镇生活污水处理率仅为 57%，尚有巨大的生活污水没有处理直接排放到江河湖泊等水系中。与之对应的工业废水治理情况也不甚乐观，2009 年仍有 14 亿吨排放的工业废水未达标。

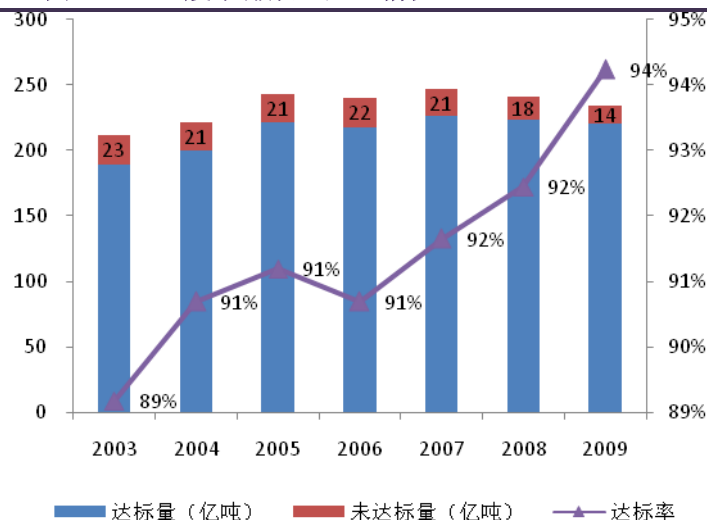
我国水资源非常匮乏，人均水资源占用量约为 2200m³，仅为世界平均水平的 1/4。更为可怕的是，目前我国水体污染严重，七大水系轻度污染，湖泊（水库）富营养化问题突出，由此进一步加剧了水资源紧张局面。

图 1：生活污水排放及处理情况（2003-2009）



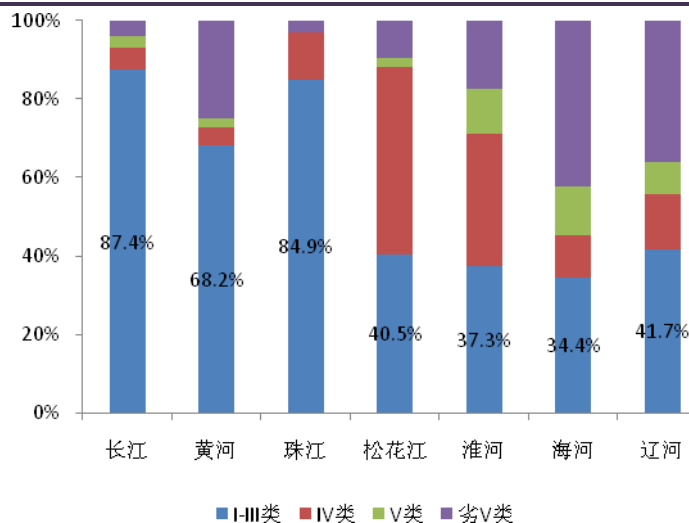
资料来源：Wind 华泰证券研究所

图 2：工业废水排放、处理情况（2003-2009）



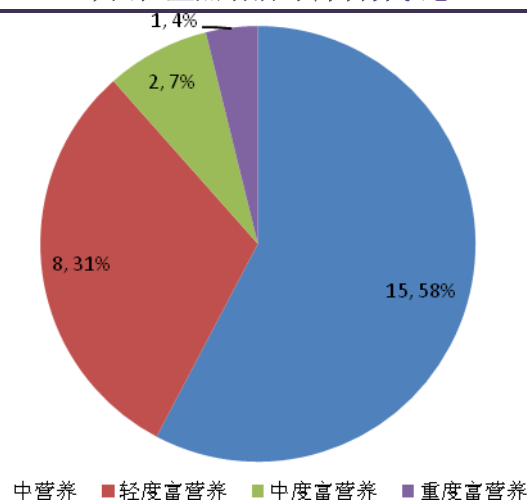
资料来源：Wind 华泰证券研究所

图 3：七大水系水质类别比例（2009）



资料来源：中国环境状况公报 华泰证券研究所

图 4：26 个国控重点湖泊/水库营养状态（2009）



资料来源：中国环境状况公报 华泰证券研究所

“十一五”，新增污水处理能力超过 5000 万吨/日，全国城市污水处理率由 2005 年的 52% 提高到 75% 以上。河南、江苏、浙江、广东等省县县建成污水处理厂，宁夏在西北地区率先启动县县建设污水处理厂。水污染治理投资超过 6400 亿元。

根据国家“十二五”规划纲要水污染治理目标，需要建设管网与污水处理厂、城市雨污分流工程建设以及重金属污染综合治理，相应投资可能达到 10000-15000 亿元。

表 1：“十二五”水污染治理投资预测

	水污染治理目标	投资（亿元）
十五	通过工程措施削减 COD500 万吨	2700
	新增城市污水集中处理能力 2600 万吨/日	
十一五	通过工程措施削减 COD400 万吨	6400
	需新增城市污水处理能力 4500 万吨/日	
	城市污水处理率达到 70%	
十二五	消减 COD8%（约束性指标）	10000-15000
	消减氨氮 10%（新的约束性指标）	
	城市污水处理率达到 85%	
	预计新增城市污水处理能力 5000 万吨/日	
	到 2015 年，重点区域的重点重金属污染排放量比 2007 年减少 15%	

资料来源：国家环境保护“十五”、“十一五”计划 国家“十二五”规划纲要 华泰证券研究所

二、MBR 技术具备良好的推广前景

城市污水二级处理的生物处理工艺可分为活性污泥法和生物膜法两大类，此外还有以膜生物反应器（MBR）工艺为代表的新兴水处理工艺。当前仍然以传统的活性污泥法为主，但是随着污水再生利用与资源化获得越来越高的认同，以 MBR 为代表的新兴工艺将成为重要发展方向。上世纪 80 年代建设的市政污水处理主要采用普通活性污泥工艺及其改良工艺，期间引入了 AB 工艺；80 年代末到 90 年代初随着除磷脱氮要求的提出，A/O 工艺、A/A/O 工艺因除磷脱氮效果较好而成为主流；90 年代中期氧化沟工艺因良好脱氮效果且无需沉淀池而成为此阶段大型市政污水处理项目的主要采用工艺；随后几年 SBR 工艺因占地省，运行控制高度自动化而开始广为采用。

表 1：主要污水生物处理工艺技术特点比较

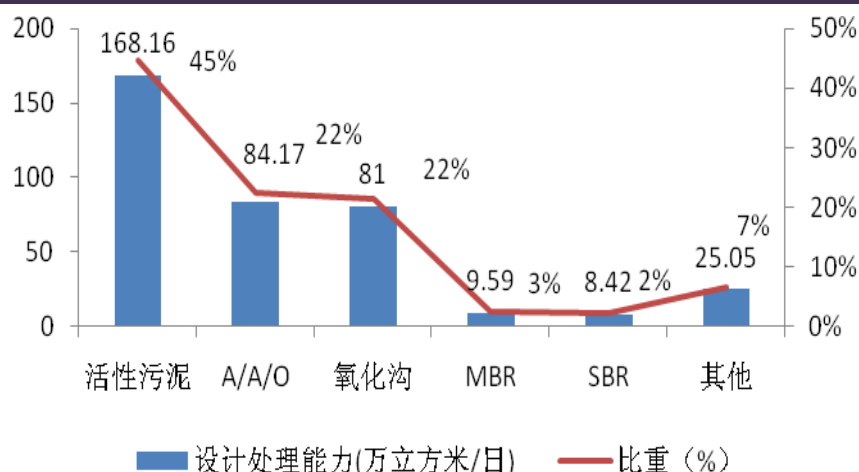
比较项目	氧化沟法+深度处理	A/A/O+深度处理	SBR+深度处理	MBR
工艺流程	长	长	较短	短
系统稳定性	高	一般	一般	高
出水水质	较好	较好	较好	好
除磷脱氮效果	较好	较好	一般	好
抗冲击负荷效果	强	强	一般	强
剩余污泥量	较多	多	多	较少
占地	多	多	较多	较少
自动化程度	一般	一般	较高	高
初始投资成本	较少	少	少	略高（5-10%）
直接运营成本	较少	少	少	较少

资料来源：碧水源招股说明书

2000-2002 年由建设部等部门组织了中国城市污水处理国产设备和工艺运行现状调研，根据抽样调查，采用普通活性泥工艺占到抽样总数的 30.6%，氧化沟为 13.9%，其他工艺为 55.5%。

以北京市为例，2011 年各污水处理厂（站）所采用的污水处理工艺仍以活性污泥为主，设计处理能力占比达到 45%，A/A/O 和氧化沟法各占约 22%。尽管 MBR 初始投资成本较高，运行费用较传统工艺高，膜组器折旧费用高等缺点，但是自 2001 年 6 月北京市自来水集团檀州污水处理厂采用 MBR 工艺投运开始，到 2011 年北京这样的大城市中 MBR 累计设计处理能力达到 9.59 万立方米/日。尽管目前北京市 MBR 占比仅为 3%，但是 MBR 工艺诸多优点决定了其是未来非常重要的发展方向。在大型污水处理厂单一采用 MBR 技术仍有一定风险，MBR 必须是动力驱动抽吸，如果某小模块出现问题整个膜池需要停止，原污水可能直排。在百万吨级项目单独利用 MBR 技术在国内还没有，国内设计最大的 MBR 项目是清河再生水厂 15 万吨/日，在大型污水处理项目中 MBR 技术仍有继续完善的必要。

图 5：北京市污水处理工艺分布情况（2011）



资料来源：dowater 华泰证券研究所

三、碧水源是 MBR 技术在市政污水处理领域的推广者

公司是国内 MBR 技术在市政污水处理领域的推广者，在国内市场行业占据了 60% 以上的市场，公司拥有 MBR 工艺技术、膜组器设备技术和膜材料制造技术三大关键技术。在膜材料生产方面，已经建成了年产 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。公司计划出资 2783.2 万元与三菱合建 100 万平方米微滤膜生产线，三菱是全球膜组件的主要供应商之一，产品广泛应用在工业、市政等水处理领域，与三菱合资建厂，公司丰富了自己膜组件的产品类别，满足更广泛的客户需求，提升公司膜的品质，同时也会未来业务增长奠定良好的物质基础。

四、“技术资金换市场”经营模式优势凸出

碧水源 IPO 募集资金扣除各项费用后为 24.45 亿元，其中超募资金为 18.79 亿元，巨额的超募资金和公司在 MBR 领域的技术优势成为公司拓展业务的核心竞争力。在市政污水处理市场中，存在明显的地域壁垒，公司“技术资金换市场”策略来实现快速的地域拓展，合作对象一般都是以当地城投、水投等拥有市政污水处理项目资源的企业，通过合作方式能够获得稳定的项目来源，从而实现公司业务的稳步发展，项目建成后合资公司也将承担运营业务，更能形成稳定的收入来源，此模式的不断推广将成为公司业务发展的利器。在云南，公司投入 6 亿元与云南省水务产业投资有限公司成立云南水务产业发展有限责任公司，持股比例为 49%，未来三年合资公司的总处理规模将达到 300 万吨/日，以达到上市条件；在湖南益阳，公司投入 5760 万元与益阳市城市建设投资开发有限公司成立湖南碧水源科技有限公司，持股比例为 49%，力争五年后达到新公司的总处理规模 50 万吨/日的业务发展目标，新公司将拟承担龙岭工业园污水处理工程、益阳高新区南扩区污水处理工程、大通湖区污水处理工程、安化梅城污水处理工程项目，以上几个项目的总处理规模接近 11 万吨/日；在南京，公司投入 7500 万元，与南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司成立南京城建环保水务投资有限公司，持股比例 50%，合资公司成立后将承担南京城东污水处理厂三期（15 万吨/天）及仙林大学城污水处理厂（5 万吨/天）的建设与运营工作。公司在京外市场的开拓中已经取得初步呈现，根据公司中长期规划，预计将建立 5-10 个大型省会基地，每个基地总处理规模超过 200 万吨/日，并配建膜生产线，同时进入 20-30 个重要地级市，实现业务全国化布局。

表 2：公司业务拓展模式

时间	合资公司	合资对象	投入资金	股权占比
2011.5	云南水务产业发展有限责任公司	云南省水务产业投资有限公司	60000 万元	49%
2011.6	湖南碧水源科技有限公司	益阳市城市建设投资开发有限公司	5760 万元	72%
2010.9	南京城建环保水务投资有限公司	南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司	7500 万元	50%
2008.9	江苏碧水源环境科技有限责任公司	无锡市市政公用产业集团有限公司 无锡高新技术风险投资股份有限公司	3500 万元	70%
2010.2	云南城投碧水源水务科技有限责任公司	云南省水务产业投资有限公司	3000 万元	50%

资料来源：公司公告

五、整合外部资源 产业链向多领域拓展

1、收购普瑞奇环境工程进军工业水处理领域

公司出资 2000 万元对普瑞奇环境工程（北京）有限公司进行增资，增资完成后，公司持有普瑞奇环境工程 51% 的股权，普瑞奇公司的目标市场和目标客户定位主要集中在中石油、中石化、中海油和中化集团，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。普瑞奇公司现有管理团队在石化、石油行业积累了较好的技术优势和一定的市场资源。其管理团队在《增资协议书》中做出了明确了经营业绩承诺，即新公司在2011年税后净利润达到1000万元，2012年税后净利润达到2000万元，2013年税后净利润达到3000万元，同时保证2014年、2015年税后净利润比上一年增长率不低于30%。

2、收购北京久安建设投资集团有限公司完善产业链

公司出资共5100万元分别受让久安公司现有股东所持股权的50.15%。交易完成后，公司将持有久安公司50.15%的股权，成为久安公司控股股东。北京久安建设投资集团有限公司拥有市政公用工程施工总承包壹级资质、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工程承包与施工资质。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。在对北京久安原有股东激烈方面，公司承诺新久安当年年度税后净利润达到3500万元，可为新久安原始股东提供换股收购选择权。

3、进军净水器领域

公司子公司北京碧水源净水科技有限公司净水公司(70%控股)于去年开始介入家用及商用净水器市场，当年实现169万元收入，净利润9万元，今年4月召开了新产品发布会，正式发布了碧水源三安全、物联网家用及商用净水器系列，目前我国净水器的普及率与发达国家70%的普及率相比仍有较大差距，桶装水质量普遍不高，净水器市场前景广阔。公司的净水器仍处在初期布局阶段，短期内利润贡献较小。

六、盈利预测及投资建议

预计公司未来三年的EPS为0.93元、1.52元和2.36元，目前的估值水平分别为46.03X、28.13X和18.18X，静态看估值水平依然偏高，但考虑到公司“技术资金换市场”的业务拓展模式所带来的持续业绩增长动力，给予“推荐”评级，目标价位50元。

七、风险提示

- 1、MBR技术替代性风险；
- 2、MBR潜在竞争对手增加导致利润率下滑风险；

附表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2813	4294	4980	4886	营业收入	500	926	1528	2292
现金	2632	3976	4454	4098	营业成本	257	472	779	1169
应收账款	106	197	325	487	营业税金及附加	8	14	24	36
其它应收款	5	9	14	21	营业费用	7	13	21	31
预付账款	17	32	52	78	管理费用	31	57	94	141
存货	41	76	125	188	财务费用	-16	14	28	14
其他	11	6	9	14	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	359	401	389	378	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	77	77	77	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	169	175	173	167	营业利润	209	356	582	901
无形资产	119	117	115	113	营业外收入	0	0	0	0
其他	40	31	24	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3172	4695	5369	5264	利润总额	209	356	582	901
流动负债	190	1479	1654	775	所得税	30	51	83	128
短期借款	0	1100	1100	0	净利润	179	305	499	773
应付账款	133	244	403	604	少数股东损益	2	4	7	11
其他	57	135	151	171	归属母公司净利润	177	301	493	762
非流动负债	27	0	0	0	EBITDA	204	380	621	926
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	0.93	1.52	2.36
其他	27	0	0	0					
负债合计	217	1479	1654	775	主要财务比率				
少数股东权益	20	24	31	42	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	147	323	323	323	成长能力				
资本公积	2411	2235	2235	2235	营业收入	59.6%	85.0%	65.0%	50.0%
留存收益	377	634	1126	1889	营业利润	68.2%	70.0%	63.6%	54.7%
归属母公司股东权益	2935	3192	3684	4447	归属于母公司净利润	65.1%	70.1%	63.6%	54.7%
负债和股东权益	3172	4695	5369	5264	获利能力				
					毛利率	48.6%	49.0%	49.0%	49.0%
					净利率	35.4%	32.5%	32.2%	33.3%
					ROE	6.0%	9.4%	13.4%	17.1%
					ROIC	53.6%	112.2%	172.3%	235.5%
					偿债能力				
					资产负债率	6.8%	31.5%	30.8%	14.7%
					净负债比率	0.00%	75.72%	67.73%	2.58%
					流动比率	14.82	2.90	3.01	6.30
					速动比率	14.60	2.85	2.94	6.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.24	0.30	0.43
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	2.53	2.50	2.41	2.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	0.93	1.52	2.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.01	1.56	2.34
					每股净资产(最新摊薄)	9.08	9.87	11.39	13.75
					估值比率				
					P/E	35.59	46.03	28.13	18.18
					P/B	2.15	4.34	3.76	3.12
					EV/EBITDA	55	29	18	12

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。