



其他公用事业/公用事业

碧水源 (300070)

“源”起技术，“水”中捞金

---碧水源深度研究报告

王威
021-38676694
wangw@gtjas.com
编号 S0880511010024

本报告导读：

公司用 5 年时间完成收入从 1 亿到 10 亿的飞跃，是环保板块中为数不多的连续保持高增长、高毛利的企业，预计未来两年仍能保持 50% 以上的复合增速。

投资要点：

- 公司所处的污水处理领域是环保行业最大的子行业，“十二五”新建、提标改造和资源化的市场空间千亿，需求平稳释放，政策支持力度大，污水费提高预期强。MBR 技术保证高质量的污水处理品质，在特定地区具有不可替代的应用价值：(1) 污水要求稳定达到一级 A 的区域，如三河三湖等环境敏感地区；(2) 再生价值（中水），如北京这座水资源不足且缺乏水源的超大城市；
- 核心竞争力：(1) MBR 的实用价值匹配特定市场需求；(2) 超募资金最多，资金实力雄厚；(3) 在污水价格上涨的背景下，MBR 成本劣势被削弱；(4) 管理层的开拓精神和把握市场及政策需求的能力；
- 未来增长点：(1) 高成长动能逐渐由母公司向地区子公司扩散，外埠市场高增长接力北京；(2) 开拓全新应用领域，如在特定区域用膜处理自来水；(3) 布局污泥、渗滤液和工业水处理领域；
- 盈利预测：预计 2011-2013 年 EPS 为 1.06/1.75/2.54 元，收入复合增速 58%，给予 25-30 倍 PE，目标价 43-52 元，上调评级至增持；
- 风险因素与催化剂：(1) 成长性风险：MBR 是否可以替代传统技术；(2) 解禁压力；(3) 资金回笼的风险，2011 年二三季度现金流为负；(4) 依赖政府投资，工程进度具有不确定性。不过相较其它 EPC 项目，污水项目整体招标、施工进度良好。长期来看，污水处理强制提标催生新建改造需求、生活用水标准提高打开 MBR 另一应用领域、污水价格提升和 MBR 自身优化将削弱 MBR 成本劣势，这些都将长期利好行业发展。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	314	500	906	1,510	2,280
(+/-)%	42%	60%	81%	67%	51%
经营利润 (EBIT)	124	198	358	632	960
(+/-)%	56%	60%	81%	77%	52%
净利润	107	177	343	564	823
(+/-)%	43%	65%	94%	65%	46%
每股净收益 (元)	0.97	1.20	1.06	1.75	2.54
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	39.4%	39.5%	39.5%	41.9%	42.1%
净资产收益率 (%)	33.4%	6.0%	10.1%	14.5%	17.7%
投入资本回报率 (%)	146.5%	58.0%	48.7%	86.6%	96.2%
EV/EBITDA	30.4	14.1	27.4	15.4	9.9
市盈率	38.9	31.5	35.7	21.7	14.9
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：50.00

上次预测：58.18

当前价格：37.88

2012.02.14

交易数据

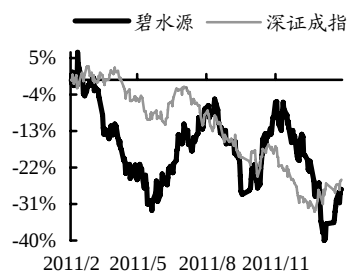
52 周内股价区间 (元)	30.10-122.1
总市值 (百万元)	12,250
总股本/流通 A 股 (百万股)	323/119
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	37%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	82

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,990
每股净资产	9.25
市净率	4.1
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.03	
Q2	0.29	
Q3	0.10	
Q4	0.78	
全年	1.20	

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-19%	-26%
相对指数	-5%	-11%	-4%

相关报告

- 《原材料自给提升毛利，污水提标带来机遇》
2011.03.01
- 《MBR 之龙头，水务之星火》
2010.04.03

模型更新时间: 2012.02.12

股票研究

公用事业

其他公用事业

碧水源 (300070)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 50.00

上次预测: 58.18

当前价格: 37.88

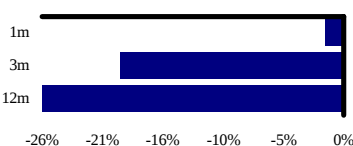
公司网址

www.originwater.com

公司简介

公司致力于解决水资源短缺和水环境污染双重难题,业务涉及城市污水及工业废水处理和再生利用,给水、城市垃圾处理及综合利用等领域的技术与产品开发、工程设计、工程实施和设备制造。公司是世界上同时拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺技术自主知识产权的少数公司之一。研发出完全拥有自主知识产权的膜生物反应器(MBR)污水资源化技术,解决了膜生物反应器(MBR)三大国际技术难题:膜材料制造、膜设备制造和膜应用工艺,填补国内空白。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

30.10-122.17

市值 (百万)

12,250

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

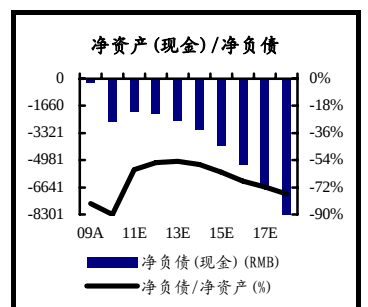
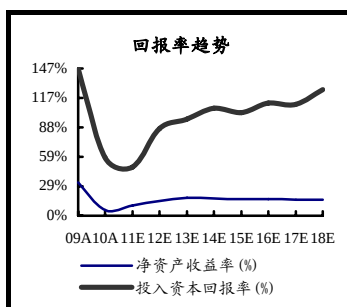
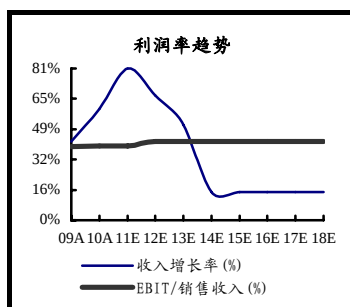
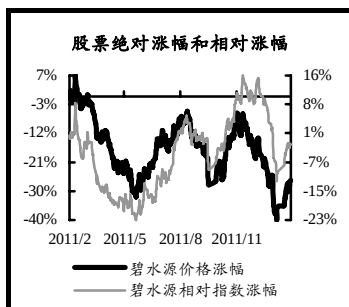
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	314	500	906	1,510	2,280
营业成本	163	257	451	725	1,088
税金及附加	5	8	14	23	35
销售费用	6	7	15	23	37
管理费用	16	31	68	106	160
EBIT	124	198	358	632	960
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	3	6	10
财务费用	-1	-16	-48	-43	-48
营业利润	124	209	409	682	1,018
所得税	17	30	58	97	145
少数股东损益	0	2	8	20	51
净利润	107	177	343	564	823
货币资金、交易性金融资产	265	2,632	2,038	2,164	2,546
其他流动资产	0	8	0	0	0
长期投资	0	31	751	1,151	1,351
固定资产合计	60	198	293	362	440
无形及其他资产	46	129	158	201	252
资产合计	507	3,172	3,586	4,436	5,374
流动负债	156	190	343	672	797
非流动负债	13	27	1	3	6
股东权益	321	2,935	3,390	3,889	4,647
投入资本(IC)	73	292	630	627	857
NOPLAT	107	170	307	543	824
折旧与摊销	5	10	15	21	22
流动资金增量	42	-1	-82	116	-101
资本支出	-52	-187	-139	-133	-152
自由现金流	101	-8	101	546	594
经营现金流	135	178	288	716	786
投资现金流	-39	-217	-856	-527	-342
融资现金流	-3	2,438	-26	-63	-62
现金流净增加额	93	2,399	-594	126	382
收入增长率	42.0%	59.6%	81.0%	66.7%	51.0%
EBIT 增长率	56.3%	60.0%	81.0%	76.7%	51.9%
净利润增长率	43.3%	65.1%	93.7%	64.6%	45.8%
利润率					
毛利率	48.1%	48.6%	50.2%	52.0%	52.3%
EBIT 率	39.4%	39.5%	39.5%	41.9%	42.1%
净利率	34.2%	35.4%	37.8%	37.4%	36.1%
净资产收益率(ROE)	33.4%	6.0%	10.1%	14.5%	17.7%
总资产收益率(ROA)	21.1%	5.6%	9.6%	12.7%	15.3%
投入资本回报率(ROIC)	146.5%	58.0%	48.7%	86.6%	96.2%
存货周转天数	71	64	62	66	64
应收账款周转天数	46	55	50	50	52
总资产周转天数	461	1342	1361	103	75
净利润现金含量	1.26	1.00	0.84	1.27	0.95
资本支出/收入	17%	37%	15%	9%	7%
资产负债率	33.3%	6.8%	9.6%	15.2%	14.9%
净负债率	-82.6%	-89.7%	-60.1%	-55.6%	-54.6%
PE	38.9	31.5	35.7	21.7	14.9
PB	13.0	1.9	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	30.4	14.1	27.4	15.4	9.9
P/S	13.3	11.1	13.5	8.1	5.4
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%



目 录

1. 5 年时间从 1 亿到 10 亿.....	5
1.1. 国内 MBR 市场的开拓者，收入连续三级跳.....	5
1.2. 产品独特奠定高毛利，原材料自产再拔高.....	8
1.3. 成长路径：深耕北京，突破重点省份，合资公司独具特色.....	11
1.4. 竞争环境： 商机伴随竞争加剧，外资企业是劲敌.....	12
2. 市场空间：“十二五”市场千亿，污水强制提标.....	13
3. 探寻碧水源的核心竞争力.....	14
3.1. 顺应政策甚至参与政策制定的能力.....	14
3.2. MBR 的使用价值匹配特定市场需求.....	15
3.3. 污水费提高和技术不断优化削弱 MBR 成本劣势.....	18
3.4. 资金实力雄厚，用于长期股权投资并开展多业务模式.....	20
3.5. 机制灵活，拥有民营企业的开拓性.....	21
4. 盈利预测与估值.....	22
5. 风险因素.....	23
5.1. 限售股解禁的风险.....	23
5.2. 成长性风险.....	24
5.3. 工程进度的不确定性风险.....	24

图 表

图 1 MBR 工艺流程图.....	5
图 2 温榆河 10 万吨/日项目	5
图 3 温榆河 MBR 膜.....	5
图 4 2005-2010 年公司收入和净利润	6
图 5 2011H1 收入构成.....	6
图 6 2011H1 净利润构成.....	6
图 7 碧水源成长路径	7
图 8 MBR 的应用过程.....	7
图 9 国际 MBR 市场的发展.....	8
图 10 2007-2009 年公司毛利率和净利润率	9
图 11 2010 年大型项目成本拆分.....	9
图 12 2007-2009 年大型项目成本构成变动	10
图 13 2009 年大型项目成本构成.....	10
图 14 原材料自给、成本下降带动毛利率提升.....	10
图 15 2008-2009 年单位膜材料成本构成	11
图 16 MBR 与传统污泥法工艺流程对比图.....	15
图 17 碧水源 MBR 技术主要的应用领域—污水处理和资源化.....	16
图 18 2007-2009 年大中小型项目成本	18
图 19 2007-2009 年大中小型项目成本比重	18
图 20 2007-2009 年大中小型项目成本	19
图 21 2007-2009 年大中小型项目成本比重	19
图 22 碧水源 PE-Band.....	23
图 23 碧水源 PB-Band.....	23
表 1 2005 年四家 MBR 供应商在全球和北美的 MBR 装置数 (市政+工业).....	8
表 2 碧水源膜产能统计	11
表 3 截至 2011 年 6 月 30 日，公司控股和参股的企业（单位：万）	12
表 4 碧水源竞争对手部分万吨以上项目一览.....	13
表 5 碧水源 2010-2011 年污水处理厂项目	16
表 6 2006 年以来公司再生水项目均在北京.....	17
表 7 公司承接的改造工程	18
表 8 公司披露的部分项目和金额.....	19
表 9 环保公司超募资金一览.....	20
表 10 公司上市以来披露的子公司情况整理.....	20
表 11 超募资金使用情况.....	21
表 12 股权激励名单	22
表 12 盈利预测	23
表 14 公司限售股数量和解禁时间表.....	23

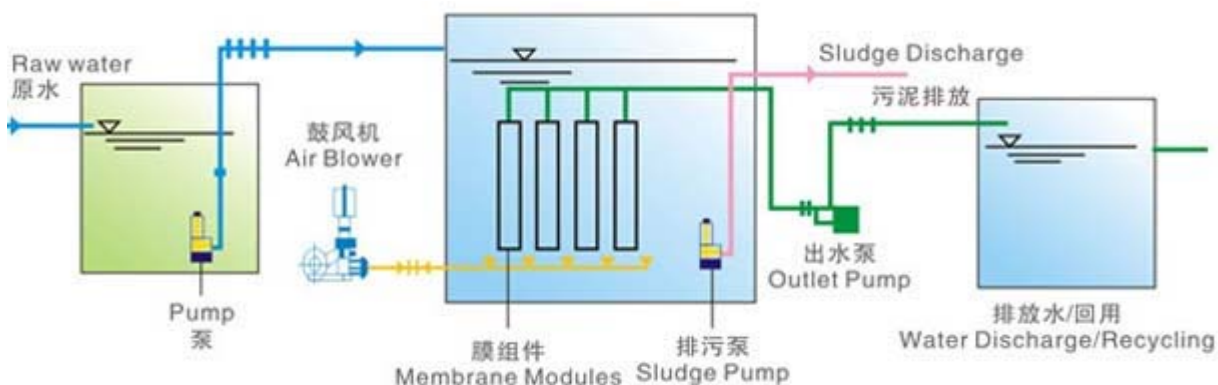
1. 5 年时间从 1 亿到 10 亿

1.1. 国内 MBR 市场的开拓者，收入连续三级跳

公司的核心技术为与传统污水处理技术相区别的 MBR 技术，提供高标准的污水处理与资源化（中水回用）的整体技术解决方案，即承担除土建外的所有技术、设备和服务。2010 年公司实现了 MBR 的核心设备膜组器的自产。

MBR（Membrane Biological Reactor）即膜生物反应器，是应用于水处理中的膜生物处理技术，通过将膜分离技术和废水生物处理技术组合而成的系统。MBR 的核心设备是膜和膜组器。

图 1 MBR 工艺流程图



资料来源：国泰君安证券研究

图 2 温榆河 10 万吨/日项目



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

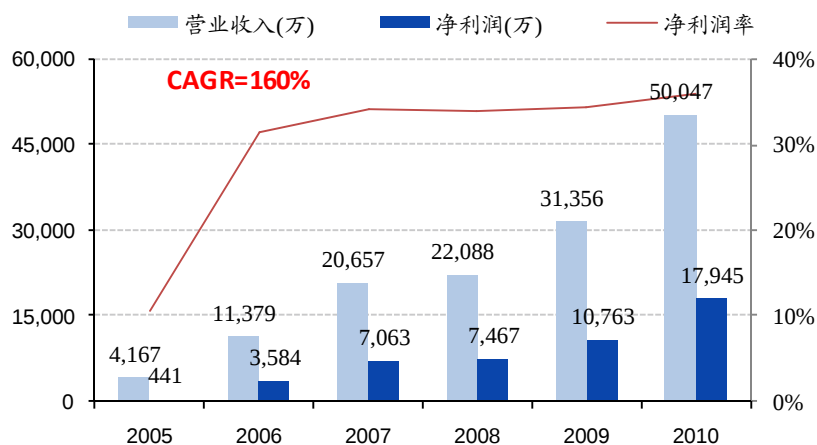
图 3 温榆河 MBR 膜



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

公司收入 5 年时间从 1 亿到 10 亿，复合增速 160%。2006 年公司收入突破 1 亿，达到 1.13 亿，2009 年收入突破 3 亿元，2010 年收入 5 亿。同时，公司净利润率保持在 35% 左右，2011 年净利润增速约 90%-100%。

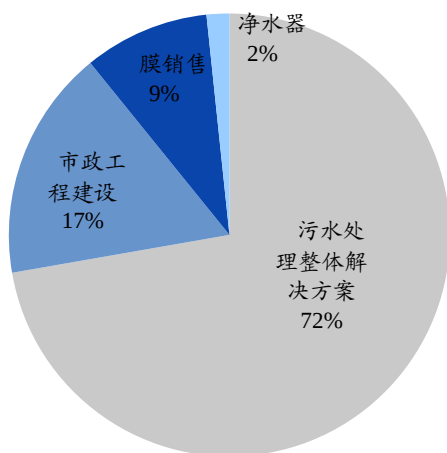
图 4 2005-2010 年公司收入和净利润



资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

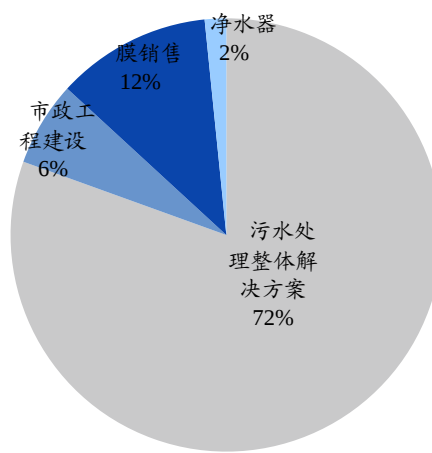
2010 年以来，公司先后布局膜法净水器、工业水处理、污泥处置和市政施工领域。2011 年上半年污水整体解决方案、市政工程建设、膜销售、净水器的收入占比分别为 72%、17%、9%和 2%；利润构成方面，污水整体解决方案贡献利润 72%，其他业务合计贡献 28%。

图 5 2011H1 收入构成



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

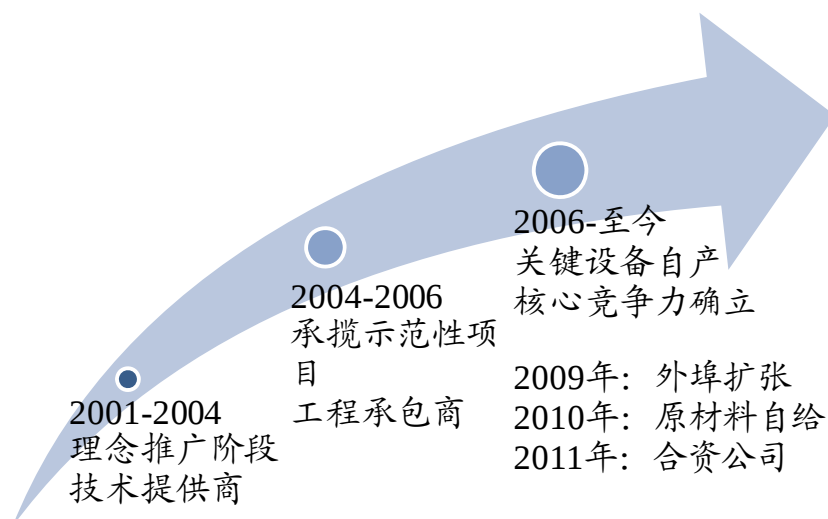
图 6 2011H1 净利润构成



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司近两年市场运作不断：2009 年实现外埠扩张，北京以外地区收入占比大幅提升；2010 年公司自产膜和膜组器顺利达产，实现原材料自给，进一步提升毛利率；2011 年公司利用超募资金成立 7 家子公司，其中 5 家是与地方政府合作成立的合资子公司，为后续增长打下坚实基础。

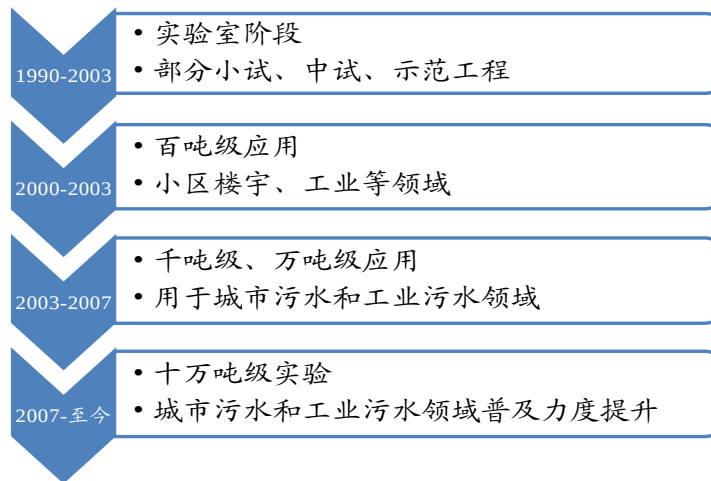
图 7 碧水源成长路径



资料来源：国泰君安证券研究

公司高速成长的背后是国内 MBR 从无到有推广的历程。公司是我国 MBR 推广的领军企业。从上世纪 90 年代开始，我国对 MBR 工艺进行研究，先后经历了实验室小试、中试研究，再到日处理规模数百、数千、过万立方米规模的实际工程应用。

图 8 MBR 的应用过程



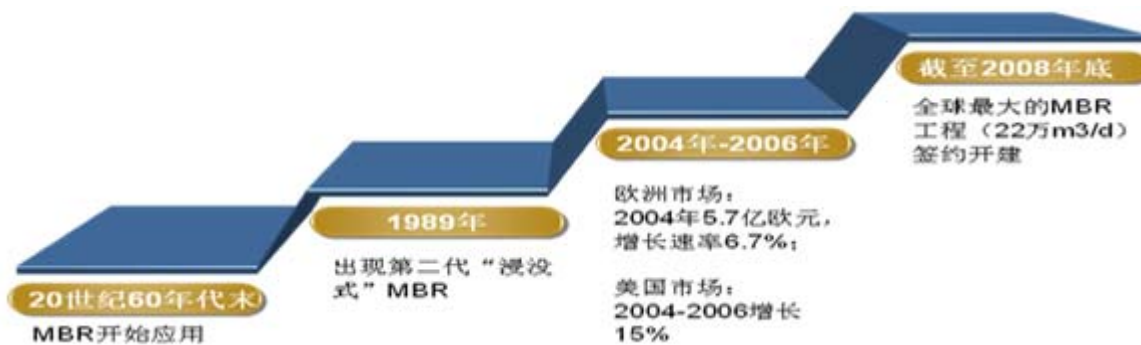
资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

国际上 MBR 的应用始于 20 世纪 60 年代，研究已逾 40 年，商业应用约 30 年，大规模应用于市政项目始于近 10 年。1995 年市场规模仅为 0.1 亿美元，2005 年前后开始大规模商业化应用，市场规模达到 2.17 亿美元。2006 年底，全球投入运行或在建的 MBR 超过 2500 套；2008 年底，全球投入运行或在建的 MBR 超过 4000 套。

美国 MBR 市场 2004 到 2006 年间的增长迅速，不但超过了美国水工业内其他方面的发展，而且带动辅助工业（如过滤市场、膜过滤技术或紫外辐射技术）的增速超过 15%。预计未来十年，美国和加拿大的 MBR 市场还会持续增长。亚洲是另一个迅速发展的典型 MBR 市场，2005 年仅

在韩国就建成投运了 1400 套 MBR 装置。

图 9 国际 MBR 市场的发展



资料来源：国泰君安证券研究

表 1 2005 年四家 MBR 供应商在全球和北美的 MBR 装置数 (市政+工业)

MBR 公司	全球	美国	加拿大	墨西哥
Zenon	331(204+127)	155(132+23)	31(23+8)	6(1+5)
US Filter	16 (15+1)	13 (13+0)	0	0
Kubota	1538(1138+400)	51(48+3)	0	0
Misubishi	374(170+204)	2(2+0)	0	0
总数	2259(1527+732)	221(195+26)	31(23+8)	6(1+5)

数据来源：国泰君安证券研究

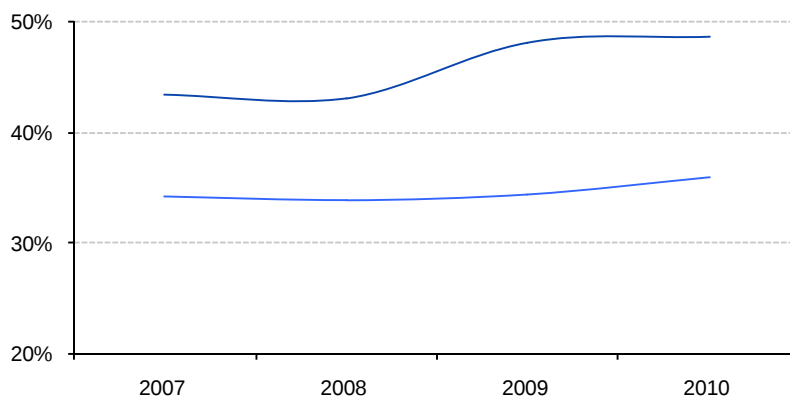
1.2. 产品独特奠定高毛利，原材料自产再拔高

2007-2010 年公司毛利率分别为 43.4%、43.1%、48.1%、48.6%，净利润率 34.1%、33.8%、34.3%和 35.9%，始终维持在较高水平。我们认为公司维持较高盈利水平的原因是：

- 大型 MBR 项目存在较高技术壁垒，公司具备核心竞争力，提供系统的解决方案，技术附加值高；
- 市场需求旺盛，且市场独立承做大型 MBR 项目的企业为数较少；
- 公司客户为地方政府或大型水务集团，相较工业企业，MBR 相较传统污水处理技术的劣势——价格因素不是第一考量；
- 2010 年公司实现了关键设备膜和膜组器自产，进一步提高毛利率。

工程企业的竞争壁垒主要体现在以往大型项目经验和系统集成能力。在 MBR 领域，预计未来几年碧水源仍然可以保持行业领导地位，维持较高毛利率。

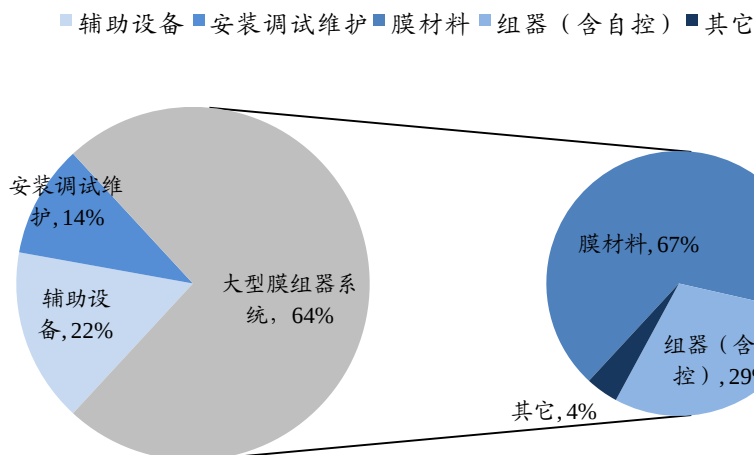
图 10 2007-2009 年公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

成本拆分：大型项目中，膜组器系统在成本构成中占比最大，为 65%-75%；辅助设备占比 13%-20%，安装调试占比 13%-15%。膜组器的成本主要是膜材料，占膜组器成本的比重超过 70%。

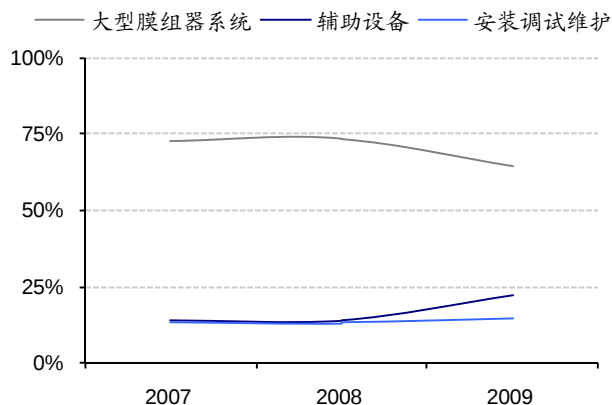
图 11 2010 年大型项目成本拆分



资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

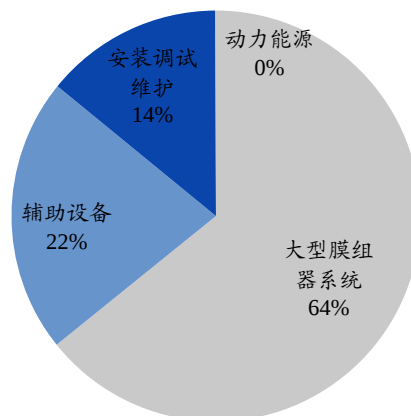
由于主要原材料自给，膜组器的成本占比下降。2009 年公司建成 30 万平米 PVDF 膜生产线。从上图可以看出，2010 年膜材料占大型项目的总成本约 40%。由于公司实现了主要原材料自给，降低了成本，膜组器系统在大型项目中成本占比由 2007 年的 72%下降到 2009 年的 64%。

图 12 2007-2009 年大型项目成本构成变动



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

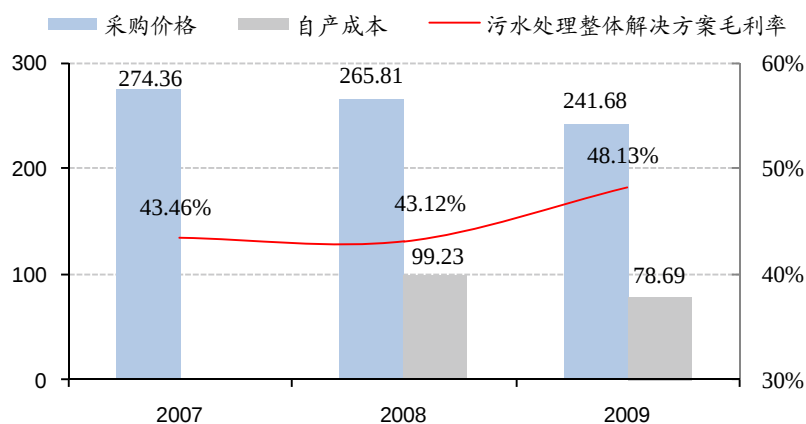
图 13 2009 年大型项目成本构成



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2009 年实现膜材料自给，成本大幅下降，毛利率再拔高。根据招股说明书披露，2007-2009 年主要原材料 PVDF 膜的采购价格为 274 元/M2、265 元/m2、241 元/m2。2008 年 11 月公司 30 万平米 PVDF 生产线建成，当年部分投产，单位成本 99 元/米，2010 年单位成本下降到 78 元/米，并完全实现膜材料自给。污水处理解决方案这部分业务的毛利率由 2007、2008 年的 43%提高到 48%。

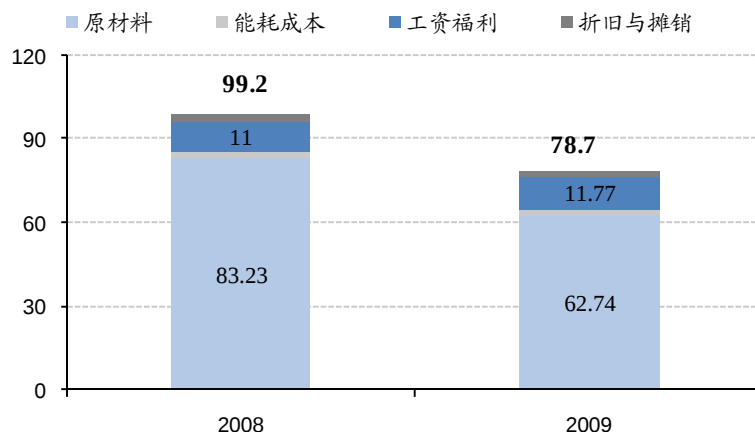
图 14 原材料自给、成本下降带动毛利率提升



资料来源：招股说明书，公司公告，国泰君安证券研究

膜材料的成本构成：PVDF 膜材料的主要成本是 PVDF 树脂，占总成本的 60%以上，能耗 10%左右。PVDF 树脂是氟化工的高端材料，产品和型号不同，价格不同。2008 年由于生产线刚刚投产单位成本较高，为 99 元/m2，2009 年单位成本下降到 78 元/m2。

图 15 2008-2009 年单位膜材料成本构成



资料来源：招股说明书，公司公告，国泰君安证券研究

目前三家子公司生产膜，2011 年产能 350 万平方米。公司自产膜材料规模生产从 2008 年底开始，2009 年公司建成 30 万平米 PVDF 膜生产线，同年成功应用于十堰市神定河污水处理厂改造项目、无锡市城北污水处理厂四期工程等多个大型项目。2010 年形成 200 万平米的超/微滤膜生产能力，2011 年产能 350 万平米。目前公司有三家子公司生产膜，分别是北京碧水源膜科技、无锡碧水源丽阳膜科技和昆明膜基地，预计 2012 年生产能力 600 万平米。

表 2 碧水源膜产能统计

	2009	2010	2011	2012
北京碧水源膜科技	30	200	350	350
无锡碧水源丽阳膜科技				70
昆明膜基地				180
合计		200	350	600

数据来源：国泰君安证券研究整理

1.3. 成长路径：深耕北京，突破重点省份，合资公司各具特色

我国水务市场的格局是高度分散，区域垄断，地方均有自己的水务公司或城市排水集团运营水务资产。当地政府更倾向于支持本地污水处理企业，因此跨区经营有一定难度。

公司利用自身技术和资金优势，通过和当地水务公司成立合营企业进入市场，缩短培育期，推动 MBR 技术的推广，打造除北京外的收入增长点；另一方面，对于地方政府来说，环境意味着政绩、意味着投资，碧水源带去了产业与技术，带去了就业机会，建立双赢的合作模式。公司目前已在江苏、云南、湖南、内蒙、武汉成立合资公司，借力政府背景，降低进入成本。未来公司将以合资公司为平台，向下渗透到运营市场，巩固区域垄断地位。

例如与湖南益阳的合作项目，双方约定合资公司未来 5 年将实现供排水总处理规模不低于 50 万吨/日，初步规划项目的龙岭工业园污水处理（4

万吨/日）、益阳高新区南扩区污水处理（3.6 万吨/日）、大通湖区污水处理（1 万吨/日）、安化梅城污水处理（2 万吨/日），合计投资 2.77 亿元。而与云南水投的合作项目，则约定合资公司未来 3 年内将实现供排水总处理规模不低于 300 万吨/日（云南水投现有处理能力为 44.45 万吨/日），以达到上市条件。

北京是技术中心，分布承担市场职能。根据业务发展情况，公司以北京为中心，将逐步建立北京－重点发达地区－海外等运营中心。北京是技术、运营支持中心与核心设备生产总部，提供新的技术与产品、整体技术解决方案、技术与设计服务支持等；分部独立承担市场、技术服务、运营技术支持与托管运营、工程管理和设备系统集成等职能。发挥公司的“市场与快速服务优势”、“成本优势”、“现场服务优势”和“经济运行优势”等。

表 3 截至 2011 年 6 月 30 日，公司控股和参股的企业（单位：万）

单位名称	注册资本	股权比例	成立时间	2010		2011H1	
一. 公司并入报表的子公司				营业收入	净利润	营业收入	净利润
1 江苏碧水源环境科技有限责任公司	5,000.00	70.00%	2008 年 9 月	3,745.13	814.27	3,074.57	47.11
2 北京碧水源膜科技有限公司	2,000.00	100.00%	2006 年 10 月	11,716.52	3,926.66	5,392.96	2,324.50
3 北京碧水源净水科技有限公司	500	60.00%	2009 年 6 月	169.23	9.58	331.98	-171.78
4 北京碧水源环境科技有限公司	6,000.00	100.00%	2010 年 12 月	1,171.86	1,023.61	450	321.17
5 北京碧水源环境工程有限公司	1,020.41	51.00%	2011 年 4 月			259.73	41.44
6 北京碧水源博大水务科技有限公司	5000	55.00%	2011 年 4 月			0	-0.09
7 北京久安建设投资集团有限公司	10,050.00	50.15%	2011 年 5 月			14,762.58	422.32
合计					5774.12		2984.67
二. 公司参股企业，不并表，负责管理							
1 云南城投碧水源水务科技有限责任公司	6,000	50%	2010 年 2 月	2,923.66	115.05	6,719.90	335.35
2 云南水务产业投资发展有限公司	6,000	49%	2011 年 4 月			0	-10.95
3 昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	60,000	49%	2011 年 6 月				
4 武汉武钢碧水源环保技术有限公司	30,000	49%	2011 年 12 月				
合计					115.05		324.4

数据来源：国泰君安证券研究

1.4. 竞争环境： 商机伴随竞争加剧，外资企业是劲敌

中国水务市场迎来机遇的同时竞争也日益激烈，新的竞争者不断涌现，

仅 2010 年，行业内就出现了数十家新的膜企业。

今年来在市政污水和工业废水领域，一部分规模较大的项目仍然采用国外厂家的设备和膜产品。MBR 市场碧水源的主要竞争对手是技术和资金实力雄厚的外资企业，如 GE 和它的代理企业、西门子和诺卫（联合环保）和日本旭化成等。在膜市场，公司的竞争对手主要是传统的膜生产企业，如 GE-Zenon、三菱丽阳、美能(Memcor)、陶氏(Omexell)、科氏(Puron)、膜天膜。

相比竞争对手，碧水源的核心优势有三点：

- 价格优势，研发和生产成本相对较低；
- 支撑体系完善，提供从设计到建成到后期运营的全程服务；
- 更了解中国情况，项目经验丰富，可以做到投资和运营成本更低。

表 4 碧水源竞争对手部分万吨以上项目一览

公司	项目
GE	昆山陆家污水处理厂 无锡市高新水务公司梅村水处理厂
西门子	无锡市新城污水处理厂二期工程 北小河污水处理厂改扩建再生水利用工程
诺生	广州京溪污水处理厂
旭化成	北京自来水集团怀柔污水处理厂 3.5 万吨/日 北京平谷污水处理厂 4 万吨/日 温榆河北京顺义水上公园 10 万吨/日 黑龙江省大庆市东城区污水处理厂改造工程 5 万吨/日 中国海洋石油大亚湾炼油厂 4 万吨/日 中国海洋石油大亚湾炼油厂 4 万吨/日

数据来源：国泰君安证券整理

2. 市场空间：“十二五”市场千亿，污水强制提标

“十一五”期间，我国环保投资 2.1 万亿，“十二五”计划投资 3.4 万亿，其中水务投资占比最大，是最重要的细分市场。相对于众多体量极小的环保企业，这块市场的蛋糕近乎无限，牢牢占据细分市场龙头地位仍然可以收获高速增长。

我国 MBR 应用时间尚短，从 2005 年前后才规模化的应用于市政污水领域。碧水源是 MBR 的领军企业，完成超过 1000 项、约 350 万吨/日的水处理工程。截至“十一五”末，我国污水处理能力约 1.05 亿吨/日，“十二五”的目标是新建 5000 万吨/日。所以目前全国范围来看，公司 350 万吨/日 vs 1.05 亿吨/日，MBR 整体市场占有率不足 1%，市场空间广阔。

“十二五”城镇污水处理新增需求近千亿，主要来自三方面：

- 新建需求：污水处理率由 72%提高到 85%，新增约 5000 万吨/日处理能力，投资需求 600 亿以上；
- 改造需求：全国重点流域所有市、县污水处理厂要求达到一级 B 标

- 准，重点流域省会城市及重点地市的污水处理厂要求达到一级 A 标准，改造规模 2000 万吨/日，投资需求 100 亿；
- 再生利用：污水处理总规模的 20% 实现回用，投资需求 100 亿以上。

表 4 “十二五”部分城镇污水处理领域投资需求(单位：亿元)

	"十二五"末目标	投资需求	计算方法	新增运行费
新建污水处理设施	城镇污水处理率达到 85%	630	新增建设 4200 万吨/日，单位投资 1500 元/吨	90
污水厂升级	全国重点流域所有市、县污水处理厂要求达到一级 B 标准，重点流域省会城市及重点地市的污水处理厂要求达到一级 A 标准	100	改造 2000 万吨/日，单位投资 500 元/吨	-
污水再生利用	污水处理总规模的 20% 实现深度治理后回用	110	新增再生水约 1360 万吨/日，单位投资 800 元/吨	75
分散式污水设施	鼓励 1000 人以上的集镇按照一级 B 排放标准要求	200	新建 5000 座的分散式污水处理设施，单位投资每座 400 万元	150
合计		1040		315

数据来源：环保部环境规划院，国泰君安证券研究

相较具有 100 多年历史的活性污泥法等传统污水处理技术，MBR 技术起步较晚，在 2005 年前后才开始规模化应用于市政污水处理领域，碧水源从 2008 起开始大规模承接万吨级以上的大型项目，目前共承接约 350 万吨/日的工程项目，在存量市场中市场占有率不足 1%。在我国水污染严重、污水提标、污水处理费上升的大背景下，MBR 显示出很强的技术优势，可以稳定高质量的处理污水，同时成本劣势逐渐弱化。预计在“十二五”期间 MBR 技术在新增市场的占比有望达到 20-30%，市场规模 200-300 亿元。

3. 探寻碧水源的核心竞争力

3.1. 顺应政策甚至参与政策制定的能力

2001 年 7 月公司董事长文剑平和北京华昊水利水电工程公司（北京市水利局下属单位）共同出资设立碧水源。

董事长文剑平，中南林业科技大学学士、中南林业科技大学生态学硕士、澳大利亚新南威尔士大学水资源管理工学博士，历任中国科学院生态环境中心助理研究员、国家科委社会发展司生态环境处副处长、国家科委中国国际科学中心副主任、总工程师、兼任中国废水资源化研究中心常务副主任、中国可持续发展研究会第四届理事会执行理事、北京水务理事会常务理事。具有扎实的专业背景、实践经验以及人脉基础。

表 4 董事长文剑平先生简介

时间	任职
1987.8-1989.10	中国科学院生态环境中心助理研究员
1989.11-1994.5	国家科委社会发展司生态环境处副处长

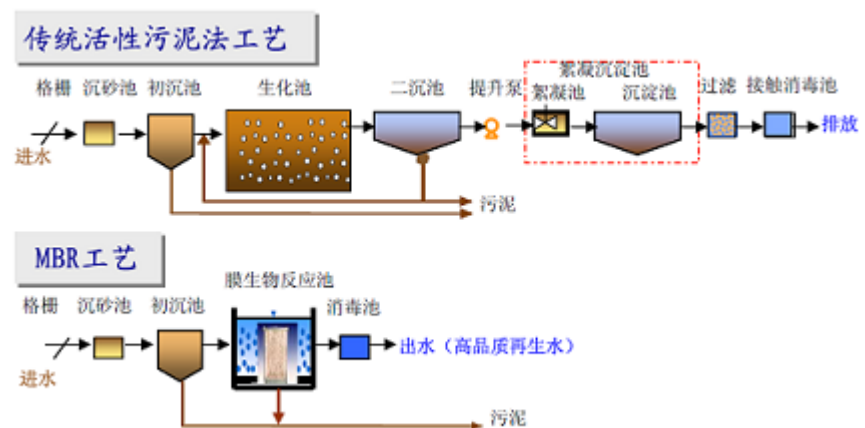
1994.6-1998.3	国家科委中国国际科学中心副主任、总工程师、兼任中国 废水资源化研究中心常务副主任
1998.9-2001.7	澳大利亚留学
2001-至今	创办碧水源

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

3.2. MBR 的使用价值匹配特定市场需求

我国水环境的现状是水污染日益严重和水资源严重匮乏。MBR 的价值是高质量的处理污水和水的资源化，市场空间广阔。与传统方法相比，MBR 的技术特点为出水水质高、占地面积小、污泥量小、便于实现自动化等。

图 16 MBR 与传统污泥法工艺流程对比图



资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

表 4 MBR 技术与普通活性污泥法对比

比较项目	MBR 技术	普通活性污泥法技术
出水水质	污染物去除效率极高，水质优良稳定，优良的 MBR 工艺，其出水主要指标达到地表水Ⅲ类水体标准，可作为饮用水源地的补充水源，满足地表水回灌。	分离效率依赖活性污泥的沉降特性、沉淀池中水力条件等因素，出水水质不够稳定，不能直接达到回用水标准。
占地面积	占地面积小，约比普通活性污泥法节省占地 50%以上。	占地面积较大。
剩余污泥及污泥性状	剩余污泥量较少，无需考虑污泥膨胀问题，可以降低污泥处理费用，简化污水处理工艺操作，特别是对小型污水处理厂和分散的污水处理设施，其优越性更为突出。	运行过程中会产生大量剩余污泥，其处路费用占污水处理厂运行费用的 25%~40%；且需防止污泥膨胀，增加运行管理工作量。
运行管理	MBR 工艺流程大为缩短，并由于实现了水力停留时间与污泥停留时间的完全分离，运行控制灵活，易于实现从进水到出水的全自动化控制。	由于工艺流程长，同时，还存在污泥膨胀现象，管理操作也比较复杂。

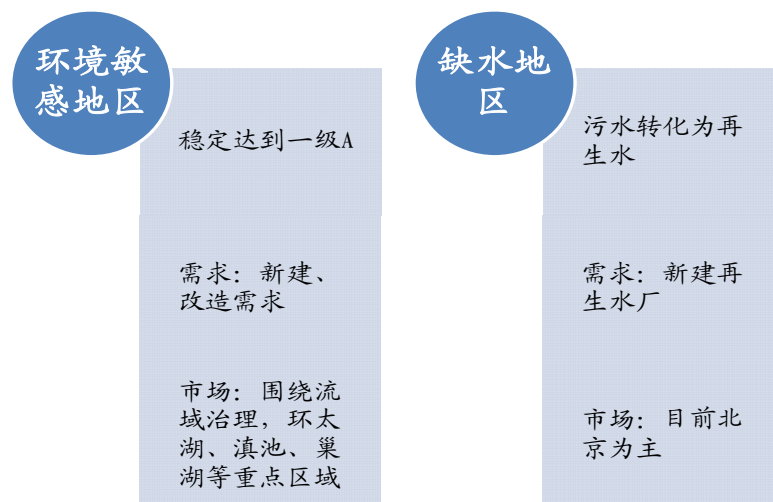
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

“十二五”规划明确提出，“全国重点流域所有市、县污水处理厂要求达到一级 B 标准，重点流域省会城市及重点地市的污水处理厂要求达到一级 A 标准”。随着我国节能减排政策“十二五”规划的进一步落实，许多地区，特别是标准提升至国家一级 A 与水资源短缺地区均将面临新一轮的污水处理厂提标升级改造需求。我国目前水务的现状是水污染日益严重，对污水处理的量与质的要求不断提高；水资源短缺，需要对常规

水源进行补充。因此，碧水源 MBR 技术的价值显现出来：

- 在环境敏感地区的污水处理需求，如环太湖、滇池、巢湖等重点流域；
- 以北京为代表的缺水地区的水的资源化需求；
- 另外，可以用膜处理第三代城市饮用水（即城市自来水），目前市场还在培育期。

图 17 碧水源 MBR 技术主要的应用领域—污水处理和资源化



资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

此外，MBR 技术在工业废水处理中也具竞争力，目前已成功应用于食品、啤酒、石化、屠宰、医药、垃圾渗滤液等工业废水的处理。

公司过往业绩也符合这一分析判断。公司是北京市污水处理厂提标升级工程、海河流域、环太湖、环滇池、南水北调丹江口库区等地区污水治理与提标升级工程的主要技术提供和实施者。

表 5 碧水源 2010-2011 年污水处理厂项目

项目名称	规模(m ³ /d)	工艺	签约时间
昆明第九污水处理厂工程	100000	MBR	2011
昆明第十污水处理厂工程	150000	MBR	2011
北京密云新城地表水厂	50000	CMF	2010
昆明捞鱼河与水处理站	50000	MBR	2010
无锡市城北污水处理厂五期	50000	MBR	2010
滇池环湖截污工程古城雨水处理站	25000	MBR	2010
洛龙河雨水处理站项目	50000	MBR	2010
无锡市马山污水处理厂	20000	MBR	2010
南京城东污水处理三期项目	150000	MBR	2010
南京仙林大学城污水处理项目	50000	MBR	2010

数据来源：国泰君安证券研究

市政中水回用的需求主要来自北京地区。将再生水作为新水源加以开发利用，是北京市确定不移的战略目标。未来几年内北京仍将是国内新增

MBR 项目较多的城市之一。根据公司网站披露信息，公司所承接的再生水项目均在北京，这说明目前中水回用的市场需求目前仍以北京为主，其它地区的需求局面并未打开。

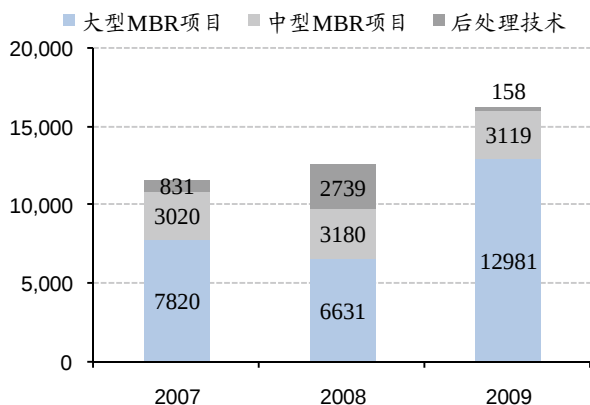
表 6 2006 年以来公司再生水项目均在北京

项目名称	规模 (m ³ /d)	工艺	时间 (年)
北京市高碑店污水处理厂与再生水利用工程 (已签约政府采购)	1000000	CMF	2010
北京市小红门再生水厂及再生水应用工程 (已签约政府采购)	600000	CMF	2010
北京平谷再生水厂二期	40000	CMF	2010
北京市大兴区黄村再生水厂工程	120000	MBR	2010
北京丰台河西再生水厂工程	50000	MBR	2010
北京市通州区河东再生水厂工程	40000	MBR	2010
北京市昌平区百善再生水厂工程	20000	MBR	2010
北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程	20000	MBR	2010
北京清河再生水厂二期	150000	MBR	2009
北京温榆河资源化工程二期	100000	MBR	2009
北京北小河再生水厂二期	40000	MBR	2009
北京昌平南口工业区再生水厂	10000	MBR	2009
北京海淀西二旗再生水厂大修改造工程	3600	MBR	2009
北京延庆再生水厂	30000	MBR	2008
北京金都假日饭店中水处理	200	MBR	2008
北京平谷再生水厂	40000	MBR	2007
北京怀柔再生水厂	35000	MBR	2006
北京怀柔北宅再生水回用工程	600	MBR	2006
北京戒台寺中水回用工程	150	MBR	2006
建银大厦中水回用系统工程	150	MBR	2006
密云县北庄镇污水资源化工程	500	MBR	2006
北京怀柔甘涧峪污水资源化工	300	MBR	2006

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

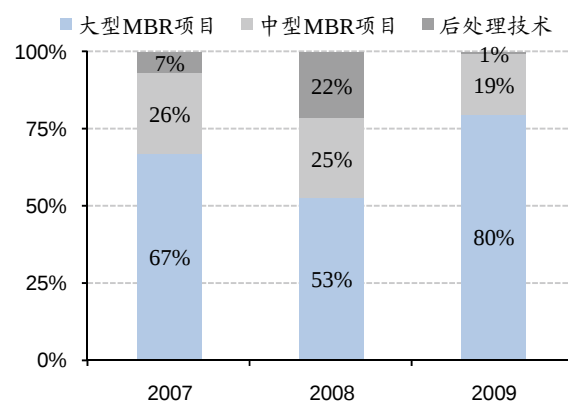
大项目越来越多，万吨以上工程是主流。2006-2010 年，公司完成的再生水建设规模分别为 3.67 万吨/日、4 万吨/日、3.02 万吨/日、189 万吨/日，平均单个项目规模为 0.6 万吨/日、4 万吨/日、1.5 万吨/日和 24 万吨/日。2010 年，公司签订了两个中水回用的政府采购合同，分别是高碑店污水处理厂和再生水厂 100 万吨/日的采购合同和小红门再生水厂 60 万吨/日的采购合同。

图 18 2007-2009 年大中小型项目成本



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 19 2007-2009 年大中小型项目成本比重



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2008 年起，公司开始承接北京地区和国内其它地区的改造项目。“十二五”规划规定，“全国重点流域所有市、县污水处理厂要求达到一级 B 标准，重点流域省会城市及重点地市的污水处理厂要求达到一级 A 标准。”这将催生上百亿的提标改造市场空间。

表 7 公司承接的改造工程

项目名称	规模 (m ³ /d)	工艺	时间 (年)
昆明市第四污水处理厂改造工程	60000	MBR	2009
北京海淀西二旗再生水厂大修改造工程	3600	MBR	2009
北京绿化基地装修及节能改造项目污水处理系统工程	180	MBR	2009
北京门头沟斋堂镇污水处理厂升级改造工程	500	MBR	2009
湖北十堰神定河污水处理厂改造工程	110000	MBR	2008

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

3.3. 污水费提高和技术不断优化削弱 MBR 成本劣势

MBR 建设成本高出 1/3，运行成本高 10-15%，成本劣势不明显。根据调查数据，对于万吨以上市政项目，MBR 项目的吨水投资成本在 2000-2500 元(包括土建、膜系统及其它设备)之间，比传统活性污泥处理工程的建设成本高 1/3 多。结合目前国家要求出水水质达到一级 A 的标准，在同等的出水水质情况下，使用传统的活性污泥法处理工艺的污水处理厂需要增加三级处理工艺，在这种情况下，MBR 的实际投资成本比传统活性污泥法处理投资成本也仅高出 10-15%。

通过价格比较，MBR 具有在投资成本与运营费用上相对偏高的弱点。但成本劣势已经不明显，未来 MBR 的成本劣势会被进一步削弱，原因有二：

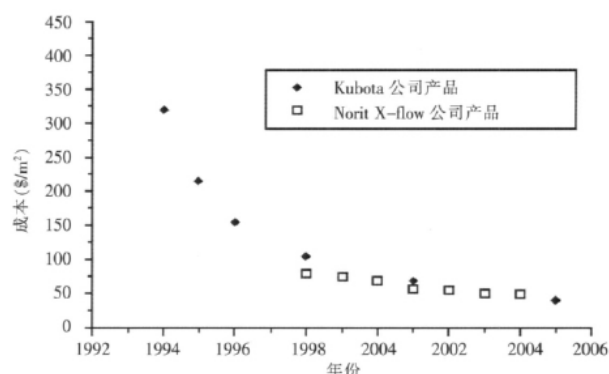
➤ “十二五”期间污水处理价格将大幅提升。目前我国各地污水处理

费在 0.8 元/吨上下，低于运行成本，行业普遍盈利能力不足，出水标准不高。“十二五”期间重点地区将达到一级 A 的出水标准，并处理污水终产物污泥，两部分分别增加吨运行成本 0.3 元/吨和 0.2 元/吨，**预计污水处理费将提高到 1.2-1.3 元/吨，涨幅 50% 以上。**

- **MBR 存在优化空间。**现阶段 MBR 技术尚可优化的空间仍然较大，研发领域较广。研发的重点是围绕如何降低 MBR 项目的投资与运营成本，在不断优化工艺技术的同时，提升其相对于传统技术的经济合理性。这需要把 MBR 工艺技术、关键设备技术及膜材料制造技术的研发有机结合起来。

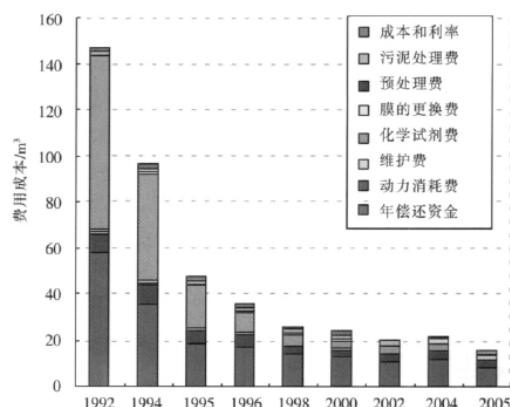
随着膜分离设备的不断完善和处理规模的扩大，MBR 的成本和运行维护费用不断降低。Zenon 和 Kubota 是国际 MBR 供应商。1992-2006 的 15 年间，Zenon 公司的膜和膜过程的成本和费用呈指数型下降。Kubota 公司产品的费用从 1992 年的 400\$/m² 降低到 2005 年的低于 50 \$/m²，各种费用中下降幅度最大的是膜的更换费用。一旦 MBR 像反渗透(RO) 一样采取标准化产品体系后，大部分批量生产的 MBR 膜元件的成本有望降低到 30\$/m² 以下。

图 20 2007-2009 年大中小型项目成本



数据来源：《膜生物反应器技术与市场的发展》，国泰君安证券研究

图 21 2007-2009 年大中小型项目成本比重



数据来源：《膜生物反应器技术与市场的发展》，国泰君安证券研究

表 8 公司披露的部分项目和金额

时间	项目	规模(万吨/日)	合同金额(万元)
2009	北京市清河再生水厂二期及再生水利用	15	17,069
2009	北京市北小河再生水厂二期工程 MBR 墨系统设备采购	4	4,481
2009	无锡胡埭污水处理厂二期	2	3,249
2009	同江市污水处理工程	N/A	600
2009	北京市昌平区南口工业区再生水厂	1	950
2011	北京市昌平区百善再生水厂工程	2	1,352
2011	高碑店再生水厂及再生水利用工程项目		
2011	OW-UF 超滤水处理系统设备采购及服务合同	100	18,621
2011	无锡市高新水务有限公司新区梅村水处理厂所需 MBR 工艺膜过滤污水处理系统	5	3,050

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

3.4. 资金实力雄厚，用于长期股权投资并开展多业务模式

2010 年 4 月，公司 A 股首发上市，超募资金 18.7 亿元，是超募最多的环保企业。截止到 2011 年底，公司使用超募资金 15 亿元，剩余 3.7 亿元，若加上到期归还的用于暂时补充流动资金的 4 亿超募资金，公司尚可使用的超募资金为 7.7 亿。

表 9 环保公司超募资金一览

代码	公司名称	上市时间	超募(亿)	现价	股本(亿)	总市值(亿)	2010 年收入 (亿)	2010 年净利 润(亿)
300070	碧水源	2010-04-21	18.71	37.30	3.23	120.63	5.00	1.77
300055	万邦达	2010-02-26	10.92	19.42	2.29	44.43	2.67	0.62
300156	天立环保	2011-01-07	9.77	18.83	1.60	30.20	3.36	0.95
002479	富春环保	2010-09-21	9.43	15.72	4.28	67.28	9.10	1.38
002573	国电清新	2011-04-22	8.43	19.48	2.96	57.66	3.21	0.65
601199	江南水务	2011-03-17	7.05	13.34	2.34	31.19	4.49	0.76
300105	龙源技术	2010-08-20	6.44	41.99	1.58	66.51	4.87	1.05
300125	易世达	2010-10-13	5.69	14.85	1.18	17.52	5.92	0.66
300190	维尔利	2011-03-16	5.59	36.85	0.53	19.53	2.10	0.45
300203	聚光科技	2011-04-15	4.84	14.60	4.45	64.97	6.52	1.62
300187	永清环保	2011-03-08	4.54	33.81	0.67	22.58	2.89	0.42
300137	先河环保	2010-11-05	4.27	16.01	1.56	24.98	1.72	0.47

数据来源：wind，国泰君安证券研究

超募资金助力公司多点布局。2011 年公司在武汉、内蒙、江苏、湖南、云南等地成立多家子公司，公司与武钢合作涉足工业污水处理、在无锡设立碧水源丽阳膜企业、投资久安集团进入市政基础设施领域、成立碧水源固废有限公司布局固废业务等。根据科研报告不完全统计，预计 2012-2013 年，子公司贡献收入 6 亿、10 亿，贡献净利润 1 亿和 1.7 亿。

表 10 公司上市以来披露的子公司情况整理

单位名称	成立时间	注册资 本(万)	股权比 例	2011 年(万) 收入 利润	2012 年(万) 收入 利润	2013 年(万) 收入 利润
公司并入报表的子公司						
1 普瑞奇环境工程 (北京)有限公司	2011 年 12 月	1,020	51%	- 1,000	- 2,000	- 3,000
2 北京碧水源固体 废物处理科技有 限公司	2011 年 8 月	500	96%	随着国家对于固体废物处理的逐渐重视，碧水源借助自身污水处理领域的优势开展固体废物处理的前景良好		
3 北京久安建设投 资集团有限公司	2011 年 5 月	10,050	50.15%	- 2,000	- 3,500	- 4,500
权益合计				1,500	2,750	3,750
公司参股企业，不并表，负责管理						

武汉武钢碧水源										
1	环保技术有限责 任公司	2011 年 12 月	30,000	49%	-	-	1,000	100	13,000	1,400
内蒙古东源水务										
2	科技发展有限公司	2011 年 11 月	10,000	49%	-	-	17,500	2,500	31,500	4,500
3	无锡碧水源丽阳 膜科技有限公司	2011 年 7 月	5,680	39%	-	-	10,150	3,045	10,150	3,045
4	湖南碧水源科技 有限公司	2011 年 6 月	8,000	72%	-	-	5,000	250	13,295	1,264
5	云南水务产业发 展有限责任公司	2011 年 5 月	60,000	49%	41,280	7,178	94,640	16,058	148,000	24,938
7	昆明滇投碧水源 水务科技有限责 任公司	2011 年 6 月	60,000	49%	力争在未来三年内达到占滇池流域再生水利用 50%以上的市场 份额，成为该地区最有实力的环保企业之一。					
7	南京城建环保水 务投资有限公司	2011 年 6 月	15,000	50%	设立南京水务科技有限责任公司，有利于 MBR 节能环保高新技 术在该地区的推广，进一步做大做强“碧水源”品牌。					
权益合计							62,997	10,510	107,856	17,208

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

此外，公司上市后利用资金优势，推动多种业务模式的拓展，与云南滇投签订 11 亿的 BT 项目，探索新的业务模式，扩大了公司膜技术与产品的应用市场，为今后规模发展打下坚实基础。

表 11 超募资金使用情况

时间	金额(亿)	用途
2010/5/16	0.2	偿还银行贷款
2011/4/25	3.5	永久补充超募资金
2011/5/13	6	与云南省水务产业投资有限公司合资设立云南水务产业发展有限责任公司
2011/6/21	0.5765	公司拟使用超募资金 5,760 万元与益阳市城市建设投资开发有限公司投资设立湖南碧水源 科技有限公司
2011/7/7	0.2215	公司以货币出资 2,215.20 万元（超募资金），持有新公司 39%股权；三菱丽阳株式会社以 货币出资 2,896.80 万元，持有新公司 51%股权；本公司控股子公司江苏碧水源环境科技有 限责任公司以货币出资 568.00 万元，持有新公司 10%股权，设立无锡碧水源丽阳膜科技有 限公司
2011/9/1	4	使用超募资金 40,000 万元用于暂时补充流动资金，用于云南 BT 项目。
2011/11/16	0.49	与内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限责任公司共同投资设立内蒙古东源水务科技发展有 限公司，占比 49%。
2011/12/7	1.47	与武钢工程技术集团投资设立武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司，占比 49%
合计	14.988	

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

3.5. 机制灵活，拥有民营企业的开拓性

2010 年 8 月公布股权激励草案，股份总数 400 万份，占总股本的 2.72%，

激励对象包括副总经理及总工程师俞开昌，以及中层管理、核心业务（技术）骨干合计共 120 人，占 09 年底公司在职工总数的 31%，人均 3.33 万股，激励范围广泛、强度适中。此外公司奖励和分配政策始终向技术创新人员倾斜，建立了有效绩效考核与激励机制，对有突出贡献的技术创新人员予以升职、提薪、发放奖金和特别奖励等系统化激励机制。

业绩兑现难度不大，行权价 41.66 元。本次股权激励的主要行权条件为：以 2009 年净利润为基数，2010-2012 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 50%、100%、170%。2010-2012 年营业收入相比于 2009 年增长率分别不低于 60%、120%、200%，即公司 2010-2012 年的营业收入最低额必须分别达到 4.7 亿元、6.27 亿元和 8.466 亿元；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润必须分别达到 1.72 亿元、2.37 亿元和 3.23 亿元，我们认为这一目标是不难达到的。

表 12 股权激励名单

姓名	职务	本次获授的股票期 权份数（万份）	占本次授予期权 总数的比例（%）	占目前总股本 的比例（%）
俞开昌	董事、副 经理	22	5.5	0.15
于 龙	副总经理	22	5.5	0.15
陈 关	副总经理	15	3.75	0.1
中层管理人员、核心业务 （技术）骨干共 104 人		301	75.25	2.05
预留期权数		40	10	0.27
合计		400	100	2.72

数字来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

基本假设：

➤ 分业务预测：

- (1) 污水处理整体解决方案收入占比最大。公司大本营北京提标改造的市场巨大、公司竞争优势突出、北京市场增长空间依旧广阔；2010-2011 年新成立的子公司将进入业绩释放期；此外公司还在积极开拓广东、上海等市场。预计 2011-13 年该部分业务复合增速 50%；由于项目大型化和核心零部件成本内化，预计毛利率可以维持在 50%以上；
- (2) 市政工程属建筑行业，预计毛利率不高于 20%；
- (3) 预计 2011 年膜产能 200 万平方米/年，未来两年有望扩产至 600 万平方米/年，收入翻番；

➤ 综合毛利率：由于项目大型化和核心零部件自给，占比最大的污水处理解决方案毛利率显著提高，但由于市政工程建设业务毛利率低，预计综合毛利率维持在 50%左右；

➤ 2012-2014 年企业所得税 15%（2012 年 2 月，母公司获得高新技术企业复审证书）。

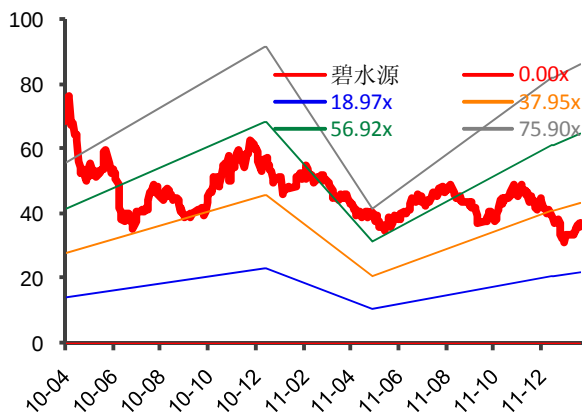
表 13 盈利预测

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2012E
污水处理整体解决方案	收入	206.42	220.64	313.43	471.41	750	1230	1850
	毛利率	43.5%	43.1%	48.1%	49.0%	53.0%	55.0%	55.0%
市政工程建设	收入	-	-	-		70	120	160
	毛利率					18%	18%	18%
膜销售	收入	0.14	0.24	0.02	27.37	80	150	250
	毛利率	71.5%	45.3%	34.4%	42.8%	53.0%	55.0%	55.0%
净水器	收入				1.69	6	10	20
	毛利率				38.6%	40.0%	40.0%	40.0%
营业收入		206.6	220.9	313.5	500.5	906	1510	2280
	yoy	81.5%	6.9%	42.0%	59.6%	81.0%	66.7%	51.0%
综合毛利率		43.5%	43.1%	48.1%	48.6%	50.1%	52.0%	52.1%
净利润		70.6	74.8	107.2	177.0	342.8	564.4	822.9
	yoy	97.1%	6.0%	43.3%	65.1%	93.7%	64.6%	45.8%

数据来源：国泰君安证券研究

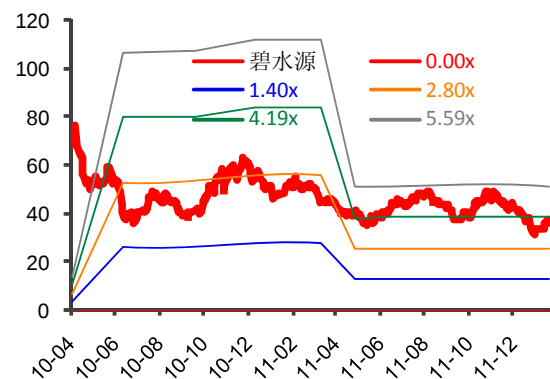
预计 2011-2013 年，公司营业收入为 9.06 亿、15.1 亿、22.8 亿，净利润 3.4 亿、5.6 亿、8.2 亿，EPS 为 1.06 元、1.75 元、2.54 元，复合增速 56%。给予公司 2012 年 25-30 倍估值，目标价 43-52 元，增持。

图 22 碧水源 PE-Band



数据来源：wind, 国泰君安证券研究

图 23 碧水源 PB-Band



数据来源：wind, 国泰君安证券研究

5. 风险因素

5.1. 限售股解禁的风险

公司 2010 年 4 月首发上市，目前总股本 1.47 亿股，首次公开发行前已发行股份限售总数为 1.1 亿股，2012 年 4 月以副总经理为代表的持股人限售股解禁，总数 0.27 亿，占总股本的 18.7%。

表 14 公司限售股数量和解禁时间表

股东名称	年末限售股数（股）	总股本占比	限售原因	解除限售日期
文剑平	37,400,000	25.44%	首发承诺	2013/4/21
刘振国	28,050,000	19.08%	首发承诺	2013/4/21

2013 年首发限售解禁合计	65,450,000	44.52%		
何愿平	8,415,000	5.72%	首发承诺	2012/4/21
陈亦力	8,415,000	5.72%	首发承诺	2012/4/21
梁 辉	8,415,000	5.72%	首发承诺	2012/4/21
周念云	2,200,000	1.50%	首发承诺	2012/4/21
2012 年首发限售解禁合计	27,445,000	18.67%		
2011 年合计	17,105,000	11.64%		
合计	110,000,000	-	-	

数据来源：公司公告整理，国泰君安证券研究

5.2. 成长性风险

MBR 技术在投资成本与运营费用上具有相对偏高的弱点，相较传统技术，MBR 市场容量与市场份额仍然很小，在水处理市场面临传统技术的挑战。此外，公司也面临国内外其它竞争对手的市场竞争。

5.3. 工程进度的不确定性风险

公司从事污水处理业务，属市政工程领域，依赖政府投资。在目前宏观经济形势下，工程进度存在一定不确定性。如果进度慢于预期，则会对公司收入确认进度产生影响。

作者简介:

王威:

执业资格证书编号: S0880511010024

电话: 021-38676694

邮箱: wangw@gtjas.com

张赫黎（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110110155

电话: 021-38674702

邮箱: zhangheli008425@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 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	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		