

环保工程及服务

水处理进入“膜”法时代

评级: 增持 前次: 增持

分析师 分析师

张爱玲

S0740511120001

021-20315195

zhangal@r.qlzq.com.cn

2014年7月8日

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(百万元)	26604.80
行业流通市值(百万元)	26604.80

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2013A	2014E	2015E
碧水源	股价(元)	40.99	29.23	29.23
	摊薄每股收益(元)	0.94	1.14	1.57
	总股本(亿股)	8.91	10.7	10.7
	总市值(亿元)	365.22	312.76	312.76
津膜科技	股价(元)	30.30	21.27	21.27
	摊薄每股收益(元)	0.46	0.47	0.64
	总股本(亿股)	1.74	2.61	2.61
	总市值(亿元)	52.72	55.51	55.51
南方汇通	股价(元)	9.05	10.59	10.59
	摊薄每股收益(元)	0.15	0.19	0.22
	总股本(亿股)	4.22	4.22	4.22
	总市值(亿元)	38.19	44.69	44.69

备注: 预测值为万得一致预期

投资要点

- 多因素推动我国膜法水处理进入规模化应用。** 1) 我国存在资源性缺水和水质性缺水。2012年我国人均淡水仅为世界人均水平的25%; 全国657座城市有300多座被联合国评价为严重缺水 and 缺水。2) 膜技术成本降低。随着膜技术的不断突破, 膜技术成本由1992年400美元/m²降至2005年50美元/m²。若考虑出水水质, 传统工艺+深度处理与膜法水处理吨水成本接近。3) 我国政策持续5个五年规划支持膜技术, “十二五”规划显示到2015年膜产业产值将达千亿规模。
- 我国膜技术进入快速增长期, 当前膜法水处理市场基数小、增速快、空间大。** 从1999年至2009年, 中国膜行业总产值从28亿上升至250亿, 占全球膜产业比例从1.7%上升至8.9%, 基数小增速快。随着膜技术成本降低、水质标准提升、污水治理和再生水需求的增加, 膜技术应用领域和规模将不断提升。我们假设了膜技术在供水、污水和工业废水领域的应用比例(最低要达到“十二五”目标), 预估2015年我国膜新增市场空间在265亿~497亿之间。
- 国际巨头GE水处理公司并购成长, 为国内企业提供成功范本。** GE自1998年至2006年通过一系列的战略性收购, 先后拥有了Glegg, Betz, Osmonics, Ionics, Zenon五家著名的水处理公司, 使GE成为全球最大的海水淡化、工业废水处理、中水回用、纯水处理、循环水处理、锅炉水处理以及工艺生产过程处理供应商, 迅速成长为水处理领域全球巨头。
- 膜产业链上投资标的。** 从膜技术产业链——膜材料—>膜组器—>膜应用工程分析, 具备整体膜产业链产品和服务的公司更具有竞争优势, 推荐碧水源; 同时, 我国膜产业处于成长期, 产业链的上下游均具有投资机会, 从膜材料和膜组器看, 碧水源、津膜科技、(海南立昇、时代沃顿、久吾高科、蓝星高丽未上市)、南方汇通在行业内具有龙头或技术优势; 从膜应用工程看, 看好万邦达、碧水源工程总承包优势。

内容目录

我国污水处理空间大，增速快	- 4 -
“十二五”末污染治理年投资将超万亿	- 4 -
“十二五”期间污水升级改造、再生利用提上重要日程	- 4 -
多因素驱动膜法水处理规模快速增长	- 5 -
我国存在资源性缺水和城镇水质性缺水，污染治理需求大	- 5 -
膜技术进步和成本下降打开膜法水处理应用空间	- 7 -
政策是膜行业发展的催化剂	- 10 -
国内膜法水处理新增规模大	- 11 -
国际膜法水处理 CAGR 为 8.4%，中国膜产业 24.5%	- 11 -
预估 2015 年我国膜设备新增空间最高达 500 亿	- 12 -
GE 水处理巨头并购成长成为国内企业范本	- 12 -
快速、大规模并购成就巨头	- 12 -
碧水源本土 MBR 市占率超 70%，有望成为中国 “GEfl”	- 13 -
膜法水处理重点公司投资逻辑	- 14 -
推荐公司 1: (300070.SZ) 碧水源	- 15 -
推荐公司 2: (300334.SZ) 津膜科技	- 15 -
推荐公司 3: (000920.SZ) 南方汇通	- 16 -
推荐公司 4: (300055.SZ) 万邦达	- 16 -

图表目录

图表 1: 环境污染治理投资 “十二五” 末年均将超 1 万亿,	- 4 -
图表 2: “十二五” 新增污水再生利用复合增速 26.28%	- 4 -
图表 3: “十二五” 期间水处理投资分布	- 5 -
图表 4: 中国淡水人均占有量远低世界平均	- 5 -
图表 5: 全国 300 多个城市喊 “渴”	- 5 -
图表 6: 2013 年我国十大流域水质	- 6 -
图表 7: 地下水监测点水质状况 (2013)	- 6 -
图表 8: 地下水水质年际状况 (2013)	- 6 -
图表 9: “十二五” 污水处理再生利用水平低 (单位: 亿)	- 7 -
图表 10: 不同膜技术工艺图谱	- 7 -
图表 11: 加压分置式 MBR	- 8 -
图表 12: 浸没式 MBR	- 8 -
图表 13: MBR 较传统污泥出水水质好、占地小、脱氮除磷效果佳	- 8 -
图表 14: 我国饮用水标准及水质要求越来越高	- 9 -
图表 15: 三级污水处理流程及工艺	- 9 -

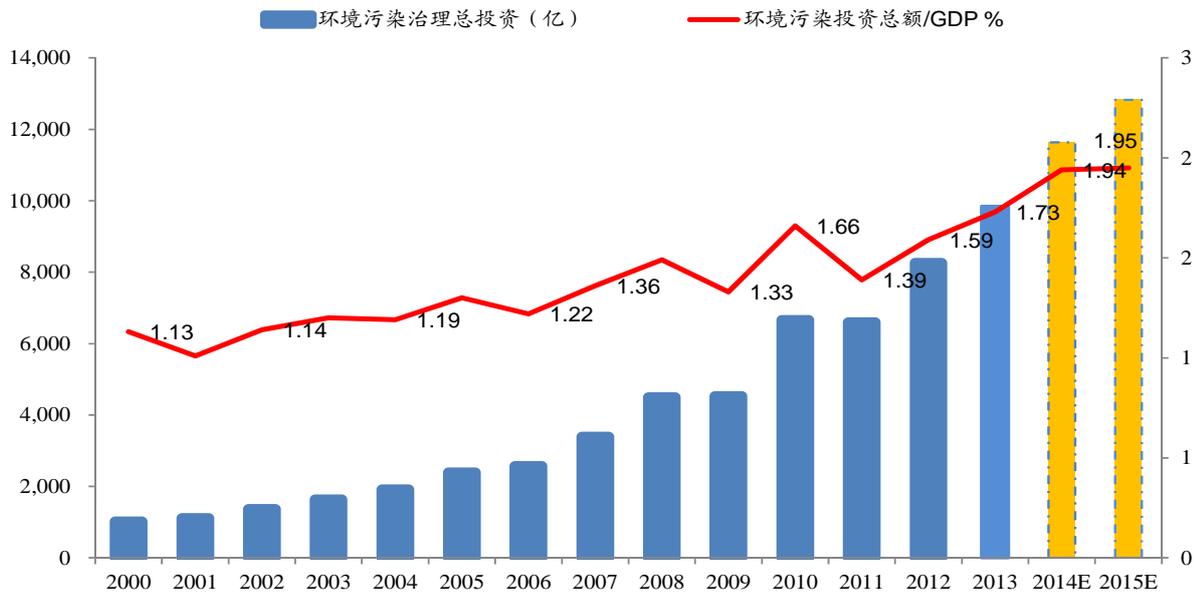
图表 16: Kubocs 公司产品价格持续下降	- 10 -
图表 17: 成本费用控制 2006 年为 1992 年的 1/7	- 10 -
图表 18: 2005 年欧洲 MBR 在工业方面的应用领域及主要的膜生产厂商	- 10 -
图表 19: 美国水处理膜制品快速增长 (百万美元)	- 11 -
图表 20: 世界膜产品增长迅速	- 11 -
图表 21: 污水处理膜应用行业占比工业和家庭为主	- 11 -
图表 22: 欧洲 MBR 在市政和工业水处理的增长 (402 个样本)	- 12 -
图表 23: 预估市政污水、供水和工业废水新增膜设备空间最高达 500 亿	- 12 -
图表 24: GE 水处理快速收购实现规模扩张成为行业巨头	- 13 -
图表 25: GE 水处理并购伴随成长历程	- 13 -
图表 26: GE、碧水源 MBR 系统在本土市占率超 70%	- 14 -
图表 27: 欧洲膜法水处理饮用水为主占比 75%	- 14 -
图表 28: 北美饮用水膜法水处理占比 69%	- 14 -
图表 29: 膜产业链投资	- 15 -
图表 30: 水处理相关股票一致预期和估值	- 17 -

我国污水处理空间大，增速快

“十二五”末污染治理年投资将超万亿

- 污水处理投资“十二五”不低于 1.2 万亿。“十二五”规划提出期间污水处理投资在 4300 亿,工业废水投资在 4500 亿,流域治理投资 2900 亿,总投资不低于 1.2 万亿。2013 年,我国环境污染治理总投资占 GDP 为 1.73%,我们预测“十二五”末在污染治理上的投资将继续增加,预计 14、15 年投资将超万亿,2015 年投资占 GDP 将近 2%，“十二五”期间污染治理总投资将达 4.5 万亿。

图表 1: 环境污染治理投资“十二五”末年均将超 1 万亿,



来源：“十二五”规划，齐鲁证券研究所

“十二五”期间污水升级改造、再生利用提上重要日程

- “十二五”污水处理生升级改造规模为 2611 万立方米/日，再生水利用规模期间 CAGR 为 26.28%。我国《“十二五”污水处理及再生利用规划规划》新增污水处理规模为 4569 万立方米/日，复合增速为 6.44%，其中县城复合增速 8.35%，建制镇“十二五”期间新增 955 万立方米/日，二者高于设施城市增速。全国新增成长污水再生利用“十二五”复合增速为 26.28%，新增利用规模为 2676 万立方米/日，其中设施城市、县城和建制镇分别占比 77.62%、17.83%和 4.97%。

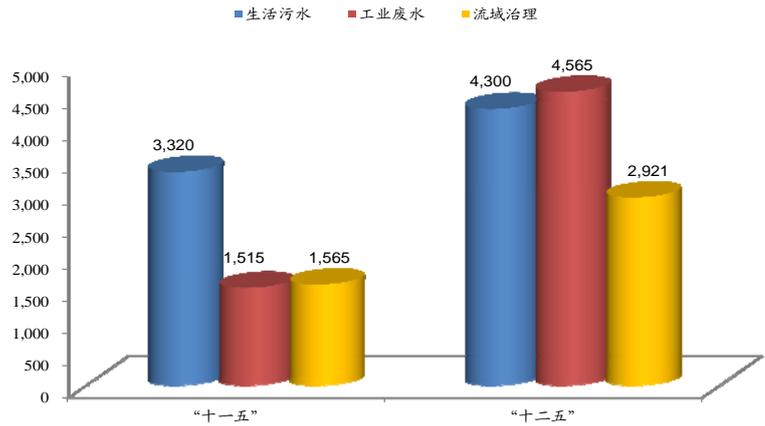
图表 2: “十二五”新增污水再生利用复合增速 26.28%

	2010年	“十二五”新增	复合增速	2010年	“十二五”新增	复合增速	2010年	“十二五”新增	复合增速	2010年	“十二五”新增管网	复合增速
全国城镇新增污水配套管网规模(万公里)	13.026	7.2941	9.30%	35919	53195	19.93%		32989		166174	159125	14.38%
新增污水处理规模(万立方米/日)	10436	2608	4.56%	2040	1006	8.35%		955		12476	4569	6.44%
全国城镇升级改造污水处理规模(万立方米/日)		2038	-		527	-		46			2611	
全国城镇新增污泥处理处置规模(万吨/年(干泥计))	254	383	20.19%	25	98	37.53%		37		279	518	23.36%
全国新增城镇污水再生利用规模(万立方米/日)	1082	2077	23.90%	128	477	36.43%		122		1210	2676	26.28%

来源：“十二五”规划，齐鲁证券研究所

- “十二五”再生水投资规模复合增速达 24.4%。“十二五”期间，生活污水治理总投资为 4300 亿、复合增速为 5.31%；工业废水治理总投资为 4600 亿，期间复合增速为 24.68%；流域治理投资 2900 亿，复合增速为 13.29%，生活污水处理投资中以再生水利用复合增速最快，达 24.4%。

图表 3：“十二五”期间水处理投资分布



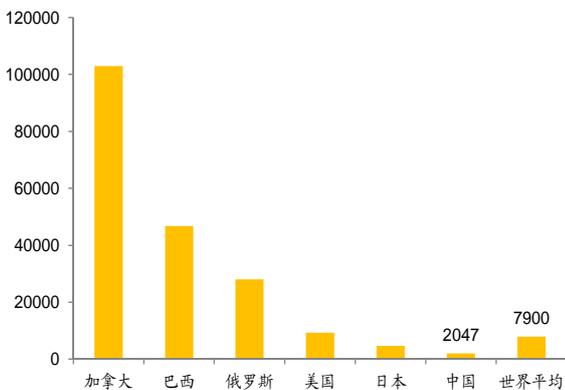
来源：齐鲁证券研究所

多因素驱动膜法水处理规模快速增长

我国存在资源性缺水和城镇水质性缺水，污染治理需求大

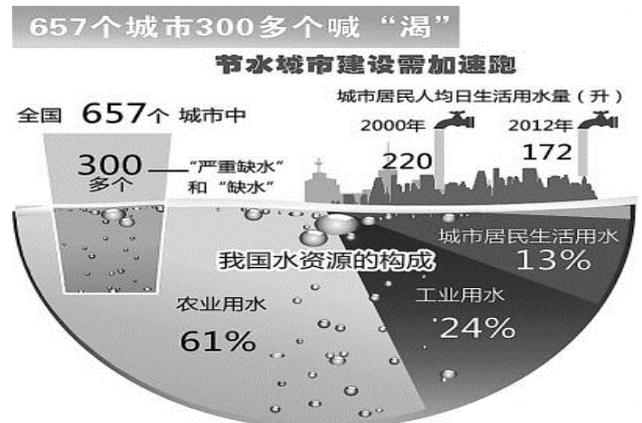
- 中国缺水问题严重、解决供水安全刻不容缓。我国 2012 年淡水人均占有量为 2047 立方米，仅为世界人均水平的 25%。全国 657 座城市中有 300 多座被联合国评价为严重缺水或缺水；在 32 个百万人口以上的特大城市中，有 30 个长期受缺水困扰。在 46 个重点城市中，45.6%水质较差，14 个沿海开放城市中有 9 个严重缺水。北京、天津、青岛、大连等城市缺水最为严重；农村还有近 3 亿人口饮水不安全。”

图表 4：中国淡水人均占有量远低世界平均



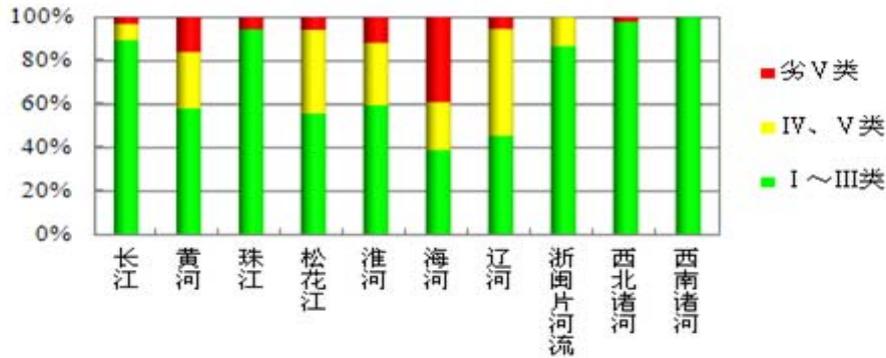
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 5：全国 300 多个城市喊“渴”



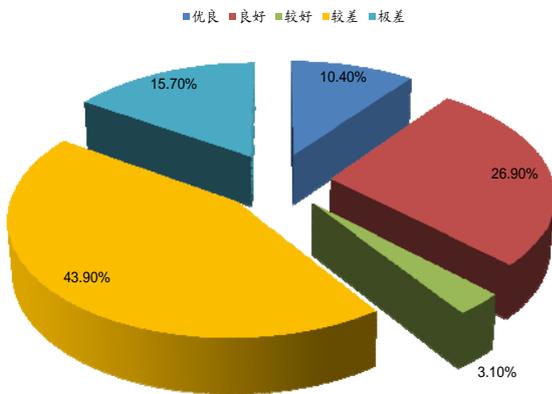
来源：新华社，齐鲁证券研究所

- 河流IV~V类和劣V类污染占比近30%。**长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河等十大流域的国控断面中，I~III类、IV~V类和劣V类水质断面比例分别为71.7%、19.3%和9.0%。与上年相比，I~III类水质上升2.8个百分点，IV~V类、劣V类水质水质略有下降，但整体水质无明显变化。

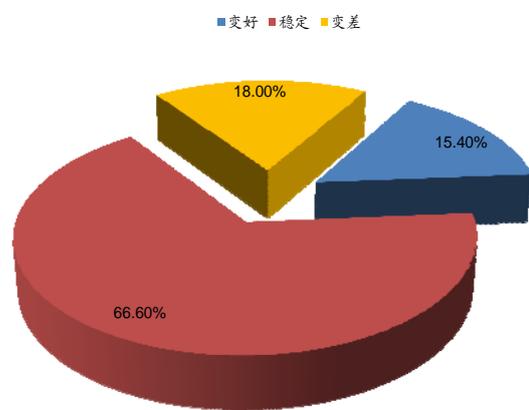
图表6: 2013年我国十大流域水质


来源: 中国环境公告, 齐鲁证券研究所

- 地下水污染较重。**2013年,地下水水质较差的监测点比例为43.9%,极差的监测点比例为15.7%。主与上年相比水质变好的监测点比例为15.4%,稳定的监测点比例为66.6%,变差的监测点比例为18.0%。

图表7: 地下水监测点水质状况(2013)


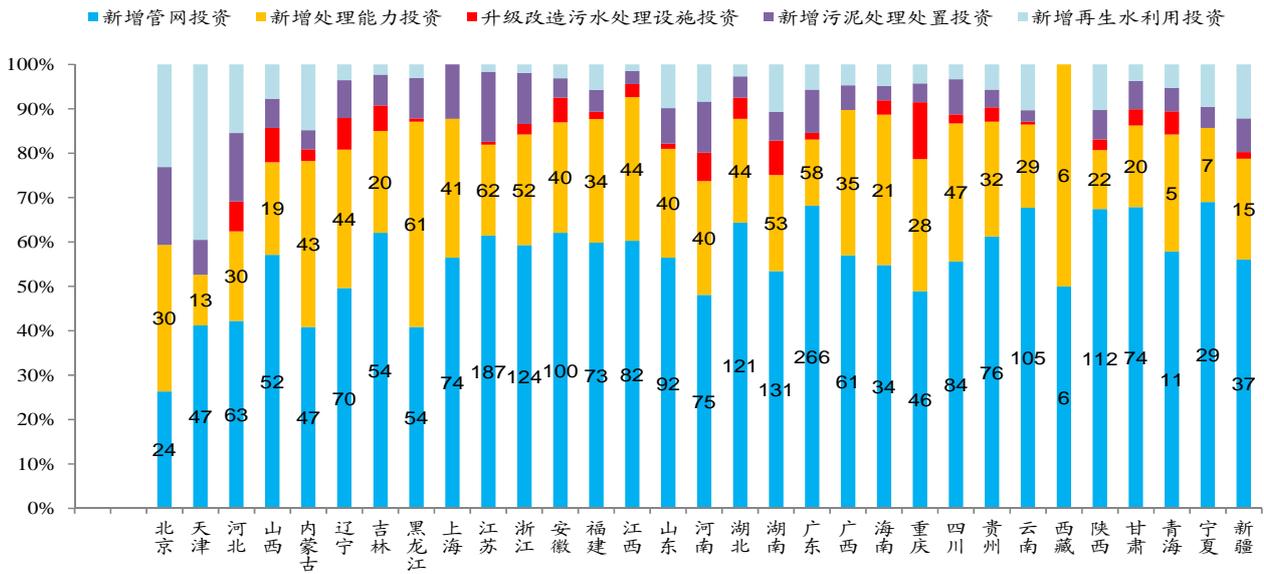
来源: 中国环境公告, 中国齐鲁证券研究所

图表8: 地下水水质年际状况(2013)


来源: 中国环境公告, 齐鲁证券研究所

- 我国城镇污水再生利用不足10%,投资偏低,未来增长空间大。**世界各国对中水的回用十分重视,美国、日本、以色列等国的中水回用已有相当的水平,其中,以色列的中水回用比例接近70%以上,新加坡全国30%的用水量来自再生水利用。目前,中国的中水回用率低于10%。“十二五”期间增加2676万立方米/日的再生水利用,以期将比例提高至15%。缺水型城市在再生水利用领域需求更高,根据北京市规划,“十二五”期间,北京中心城区污水处理厂将全部升级改造为再生水厂,新建污水处理厂全部按再生水厂建设,中心城区污水处理率将达到98%,再生水利用率将达到75%。

图表 9: “十二五” 污水处理再生利用水平低 (单位: 亿)

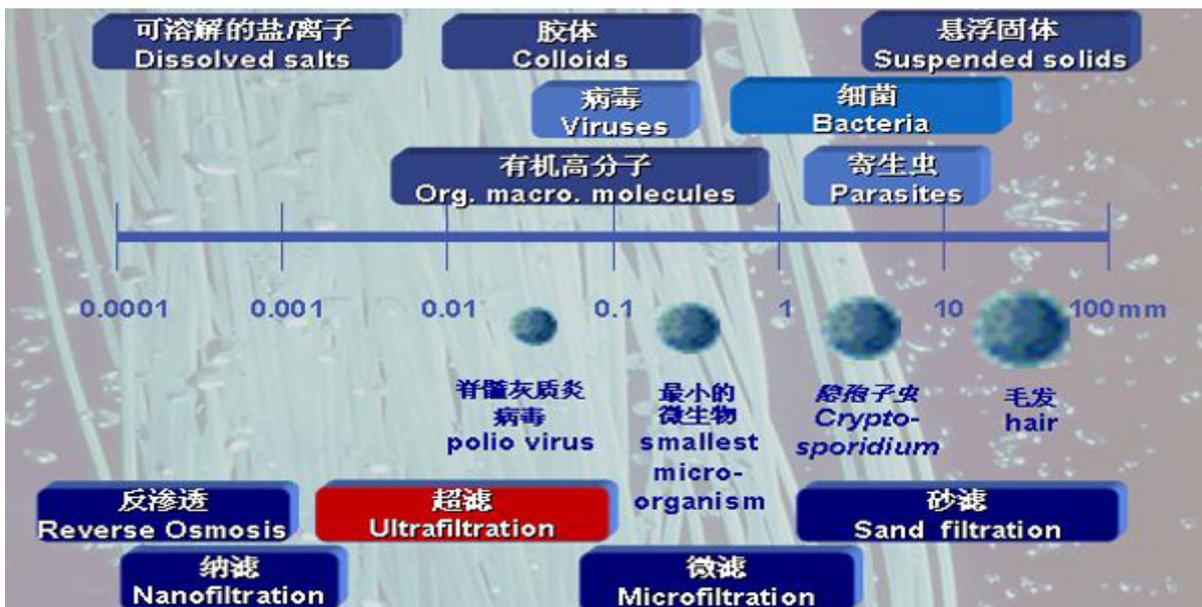


来源: “十二五” 规划, 齐鲁证券研究所

膜技术进步和成本下降打开膜法水处理应用空间

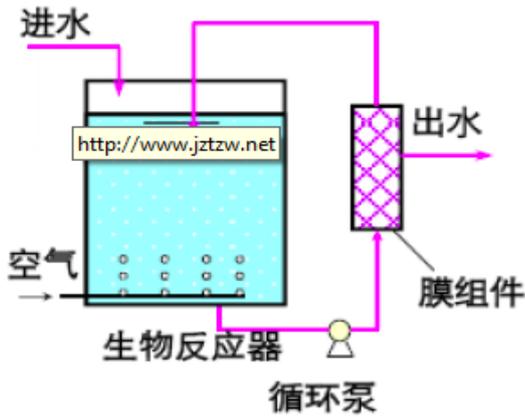
- **膜工艺有多中类型。**膜工艺是通过人工仿生物学膜实现不同介质分离的技术。按照分离精度的不同,压力驱动膜又分为微滤(MF)膜、超滤(UF)膜、纳滤(NF)膜和反渗透(RO)膜等。反渗透(RO)膜技术已成功地用于海水淡化,可去除放射性核元素、硝酸盐、砷、和杀虫剂等污染物。纳滤(NF)膜已广泛用于处理高硬度、高色度、高有机物含量的污水。MF膜的过滤精度约为0.1-0.2微米;在提供压力或真空驱动力的情况下精度至0.005-0.01微米。膜技术已实现水回收率高达90-98%。

图表 10: 不同膜技术工艺图谱

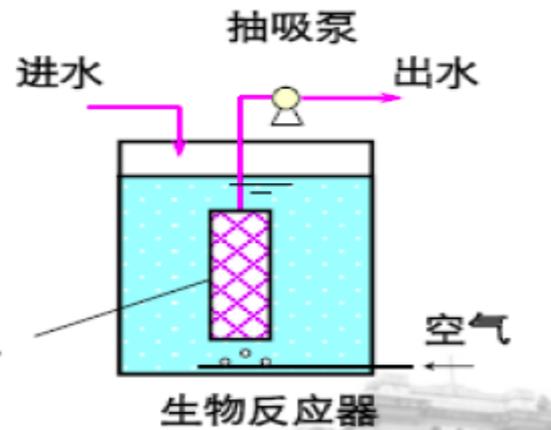


来源: GE, 齐鲁证券研究所

- 膜技术从分置式到“浸没式”实现重大技术突破，使膜产业大规模商业化成为现实。MBR 技术在上世纪60 年代推出，仅用于能承受高昂成本的大型工业用户；重大技术突破在1990年前后，泽能公司和日本的久保田公司分别研制出了“浸没式” MBR代替分置式，大幅降低了能耗。全球MBR市场在1995年后开始指数型增长，1995年全球MBR市场仅有1 千万美元，2010年市场规模约在3.4亿美元，期间复合增速24.66%。

图表 11: 加压分置式 MBR


来源：齐鲁证券研究所

图表 12: 浸没式 MBR


来源：齐鲁证券研究所

- MBR工艺具有高效、占地面积小和易于自动化控制等优点。膜生物反应器（MBR）是膜分离技术与生物技术有机结合，利用膜分离设备将活性污泥和大分子有机物质截留住，省掉二沉池。因此，MBR大大强化了生物反应器的功能，与传统的生物处理方法相比，具有生化效率高，抗负荷冲击能力强，出水水质稳定，占地面积小，排泥周期长，易实现自动控制等优点，是目前最有前途的废水处理新技术之一。

图表 13: MBR 较传统污泥出水水质好、占地小、脱氮除磷效果佳

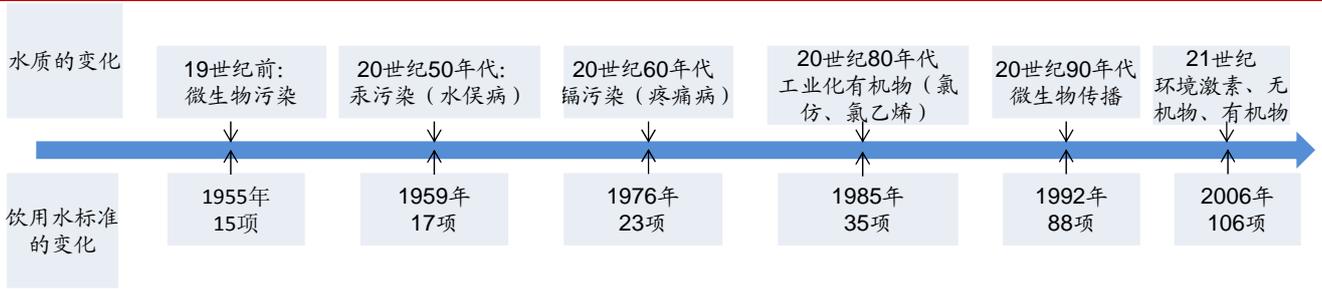
项目	氧化沟	A2/O	SBR	BAF	MBR
工艺流程	长	较长	较短	较短	短
系统稳定性	高	一般	一般	高	高
出水水质	较好	较好	较好	较好	好
脱氮除磷	较好	较好	一般	较好	好
占地面积	大	大	较大	较大	较小
剩余污泥量	较多	多	多	多	较少
投资成本	低	较低	较低	较低	高

来源：上市公司招股书，齐鲁证券研究所

- 水质标准的提升促进水处理技术发展。饮用水标准随经济的发展和水质要求的变化不断提高。我国 1985 年制定了 5749-85 饮用水标准，其中要求检测 35 项指标，随着环境的变化不再适用。2006 年新修订了 GB18918-2002 标准增加 71 项达 106 项，对水质有机物、微生物和消毒提出了更高要求。但与国际接轨的新的饮用水标准仍处于难产中，目

前我国能监测出的有机物仅 100 多种，而国际上监测处 2000 多种。

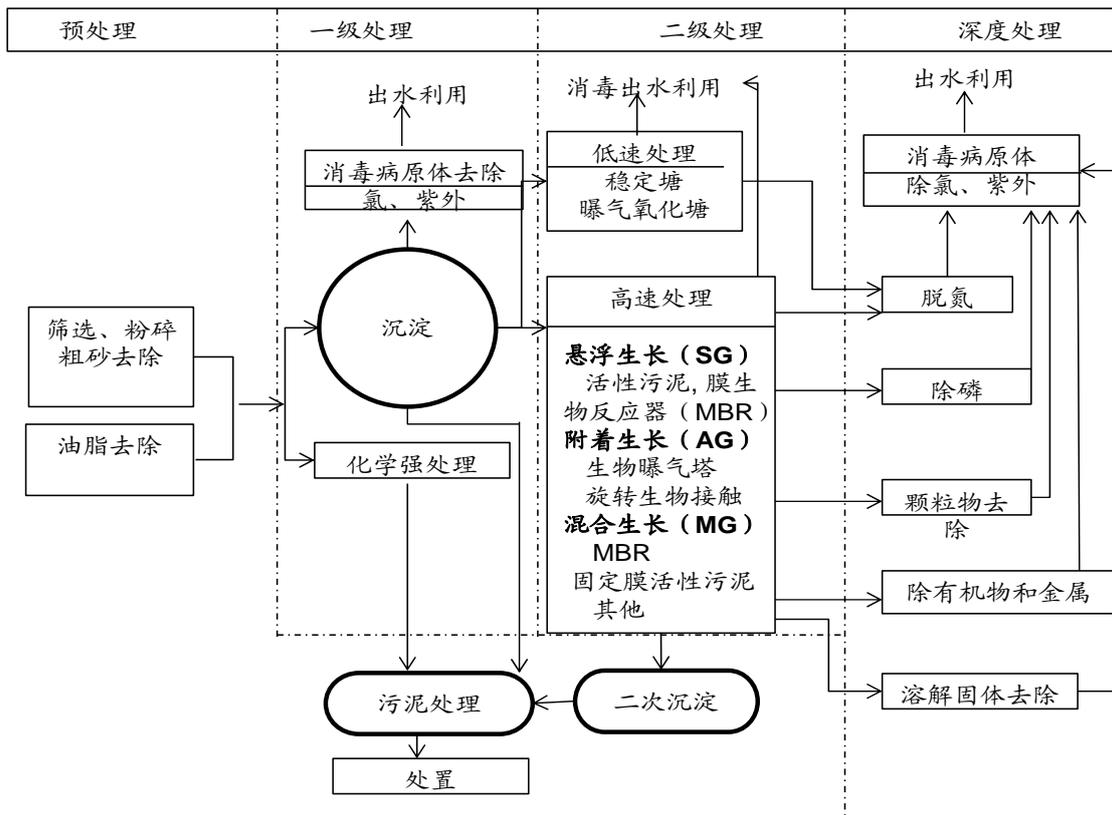
图表 14: 我国饮用水标准及水质要求越来越高



来源：中国水网，齐鲁证券研究所

- **膜技术在出水水质上具有绝对技术优势。** 污水处理有三个层次：一级处理、二级处理和深度处理(三级处理)，预处理不能去除污水中的微生物、病原体和有机物；二级处理方法 SG、AG 和 MG 等能有效去除以上污染物；磷、氮、有机物和金属等的处理则需深度处理。膜工艺在二级处理和深度处理出水水质上具绝对技术优势。

图表 15: 三级污水处理流程及工艺

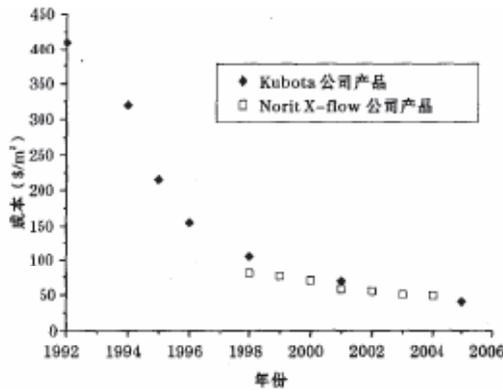


来源：《污水再生利用》，齐鲁证券研究所

- **膜及 MBR 工艺成本的下降推动应用。** 过去的 10-15 年间，受益于膜工艺设计的改进、运行维护方案的优化和膜寿命的延长，膜产品及其工艺以指数形式下降，整个生命周期成本从 1992 年 400 美元/m² 降低至 2005 年不足 50 美元/m²。世界发达国际 MBR 技术应用广泛。据

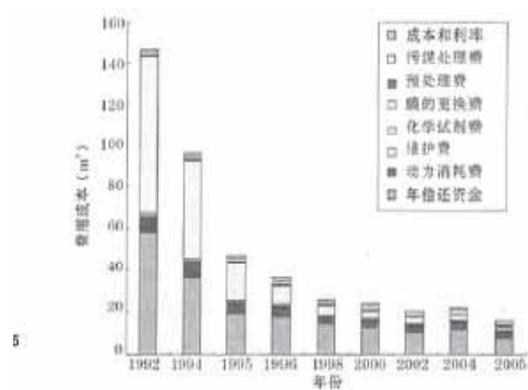
Lesjean 等统计，截止 2005 年底欧洲（不含俄罗斯）有超过 300 座工业（>20 吨/天）和 100 座民用（服务>500 居民）的 MBR 项目已经投入运营，并以每年 70 个以上的数量增加。应用范围广，包括民用供水、工业废水、再生水、垃圾沥出液、化工等废水水质较差、处理难度较大的领域。

图表 16: Kubocs 公司产品价格持续下降



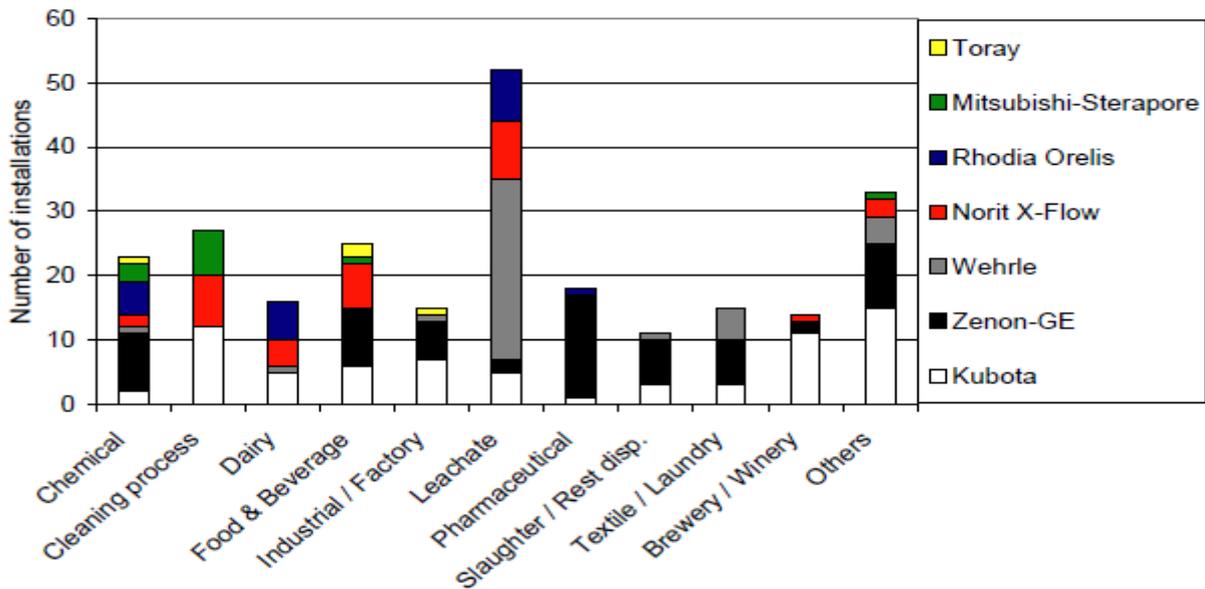
来源: MBR.org, 齐鲁证券研究所

图表 17: 成本费用控制 2006 年为 1992 年的 1/7



来源: MBR.org, 齐鲁证券研究所

图表 18: 2005 年欧洲 MBR 在工业方面的应用领域及主要的膜生产厂商



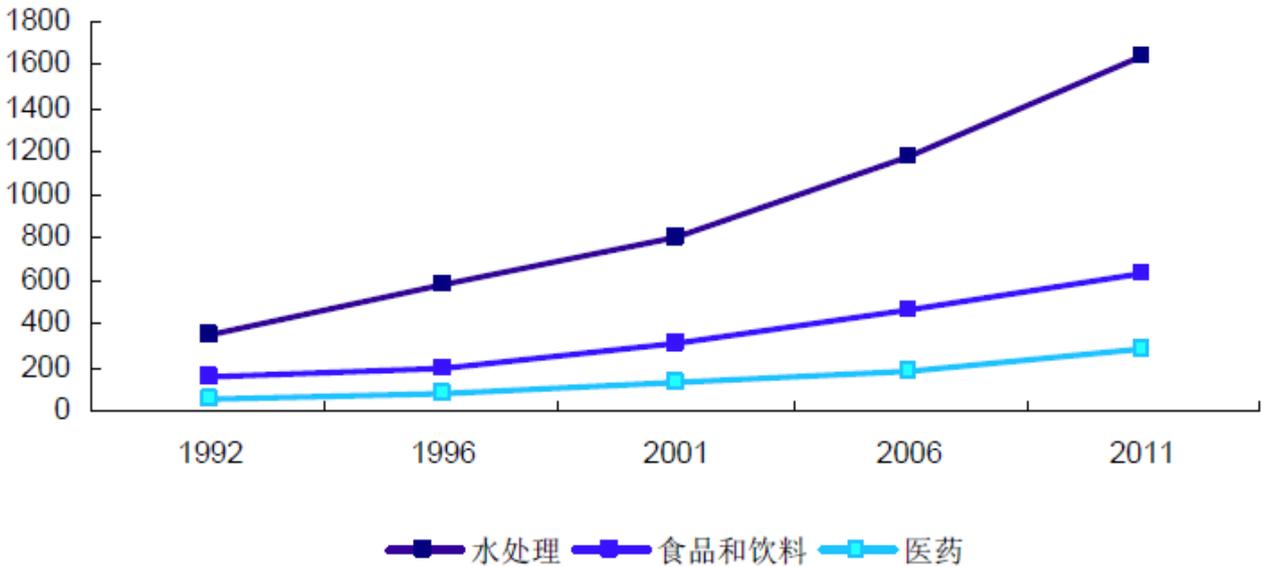
来源: Survey of the European MBR market trends and perspectives, 齐鲁证券研究所

政策是膜行业发展的催化剂

- 政策是膜行业迅速发展的驱动力。1993~1994 年美国隐孢子虫大肆爆发，同时美国制定严格的水质监管制度使得 UF/MF 膜需求井喷。美国水处理的膜产值由 1992 年的 4 亿美元增长至 2011 年的 16 亿美元。
- 我国连续五年计划都把膜技术列为重点支持项目。2010 年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中提出要大力发展高性能膜材料；2012 年，科技部印发了《高性能膜材料科技发展“十二五”专项规

划》，提出“十二五”期间将实现5-8种关键膜材料的国产化，培育龙头企业力争形成10家以上上市公司，到2015年膜产业产值将达千亿规模。

图表 19: 美国水处理膜制品快速增长 (百万美元)



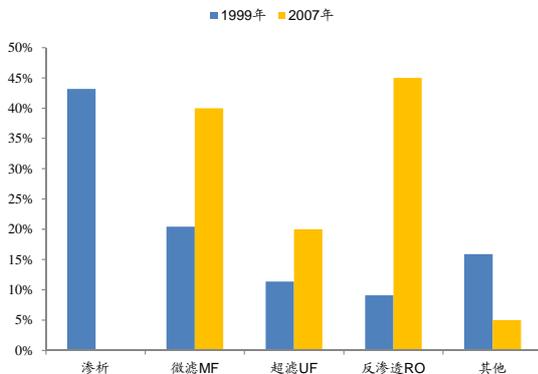
来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

国内膜法水处理新增规模大

国际膜法水处理 CAGR 为 8.4%，中国膜产业 24.5%

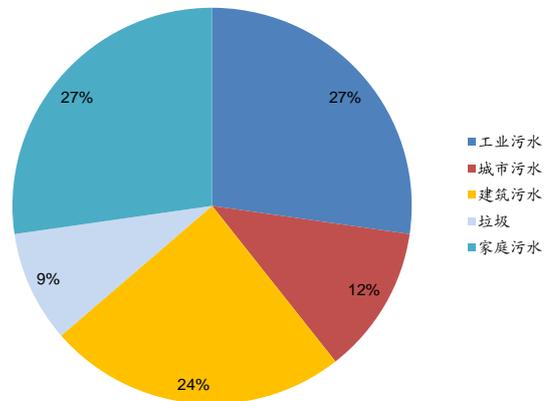
- 与世界膜产业相比，我国膜产业基数小、发展迅速。根据碧水源公司报道，1999 年全球膜产业总产值在 200 亿美元左右，中国膜产业的总产值约为 28 亿元人民币，仅占全球总产值的 1.7%。到 2009 年，全球膜产业总产值达到 450 亿美元左右，中国膜产业的总产值约为 250 亿元。十年间，全球膜产业总产值增长 2 倍多、而中国膜产业总产值增长近 10 倍。

图表 20: 世界膜产品增长迅速

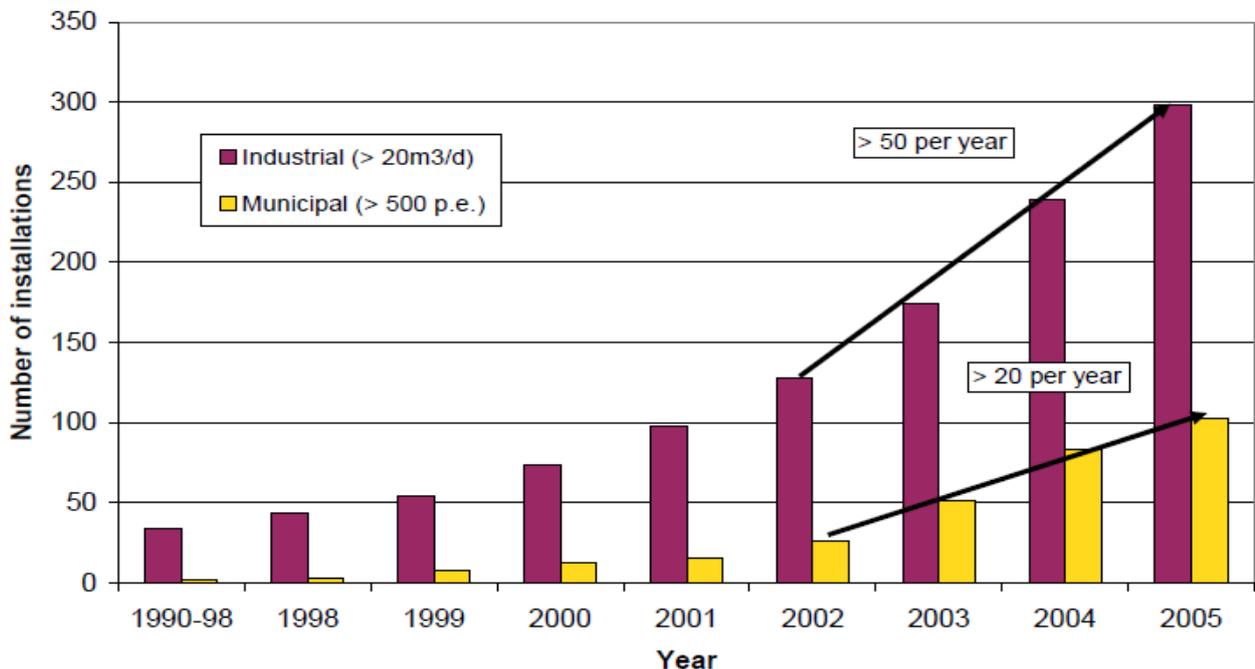


来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

图表 21: 污水处理膜应用行业占比工业和家庭为主



来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

图表 22: 欧洲 MBR 在市政和工业水处理的增长 (402 个样本)


来源: Survey of the European MBR market trends and perspectives, 齐鲁证券研究所

预估 2015 年我国膜设备新增空间最高达 500 亿

- 中国膜技术水处理应用领域将主要集中于供水、污水/废水处理以及再生水领域。根据“十二五”期间膜产品使用的中性和乐观假设,我们预估至 2015 年我国膜市场空间在 265 亿~497 亿之间,其中膜最大的需求来自于供水新建设施和升级改造,仅供水领域膜产品需求量在 105 亿~211 亿之间;其次,污水处理新建和升级改造需求在 108~189 亿左右;再生水利用新建市场规模在 40~67 亿。

图表 23: 预估市政污水、供水和工业废水新增膜设备空间最高达 500 亿

应用领域	“十二五”总投资 (亿元)	“十二五”新增/升级容量 (万立方米/日)	单位膜设备市场价 (元/立方米/日)	渗透率假设(%)		膜设备市场空间(亿元)	
				中性	乐观	中性	乐观
污水处理							
新建	1040	4569	1,000	15	30	69	137
升级改造	137	2611	1,000	15	20	39	52
供水							
新建	940	5500	500	20	40	55	110
升级改造	465	6700	500	15	30	50	101
再生水							
新建	304	2675	1,000	15	25	40	67
工业废水							
升级改造	1200	6071	1,000	2	5	12	30
“十二五”总和	4086	22055				265	497

来源: 齐鲁证券研究所

GE 水处理巨头并购成长成为国内企业范本

快速、大规模并购成就巨头

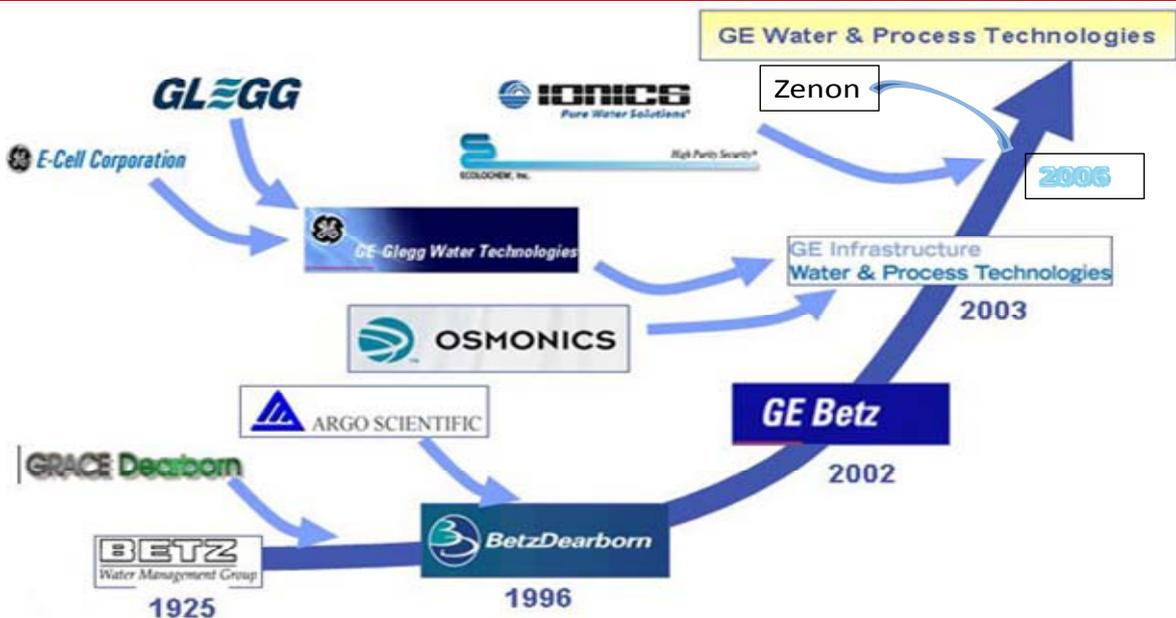
- 全球最大水处理、服务供应商。由 GE 水处理及工艺工程公司（简称 GE 水处理）是由贝迪公司 GE Betz、GE Osmonics、GE Glegg 公司以及 GE Ionics 公司组成，是全球最大的海水淡化、工业废水处理、中水回用、纯水处理、循环水处理、锅炉水处理以及工艺生产过程处理供应商。
- **GE 水处理公司通过并购快速成为巨头。**自 1998 年至 2006 年，GE 公司通过一系列的战略性收购，先后拥有了 Glegg, Betz, Osmonics, Ionics, Zenon 五家著名的水处理公司。2006 年，GE 水处理以 6.56 亿美元和 ZENON 环境公司宣布签订交易合同实现收购。ZENON 公司是世界上广泛利用先进膜技术进行城市和工业水净化、废水处理、和水回用应用的领头羊。GE 通过短短 6 年时间快速成长为全球水处理和工艺巨头。

图表 24: GE 水处理快速收购实现规模扩张成为行业巨头

收购时间	事件	优势
1999	收购 Glegg 水务公司	Glegg 成立于 1978 年；离子交换、超纯水工程领导者
2002	收购贝迪公司（BetzDearborn）	Betz 成立于 1925 年；扩张聚硅酮业务，水处理化学品领导者
2003	收购奥斯莫尼斯公司（Osmonics, Inc.）	成立于 1969 年；膜技术及标准化水处理设备领导者
2005	收购 Ionix	成立于 1948 年；进入超纯水领域，全球三大反渗透膜元件生产商之一
2006	收购泽能环境（Zenon Environmental）	成立于 1980 年；拥有先进膜技术，是城市和工业水净化、废水处理和中水回用的领头羊

来源：GE 水处理公司，齐鲁证券研究所

图表 25: GE 水处理并购伴随成长历程



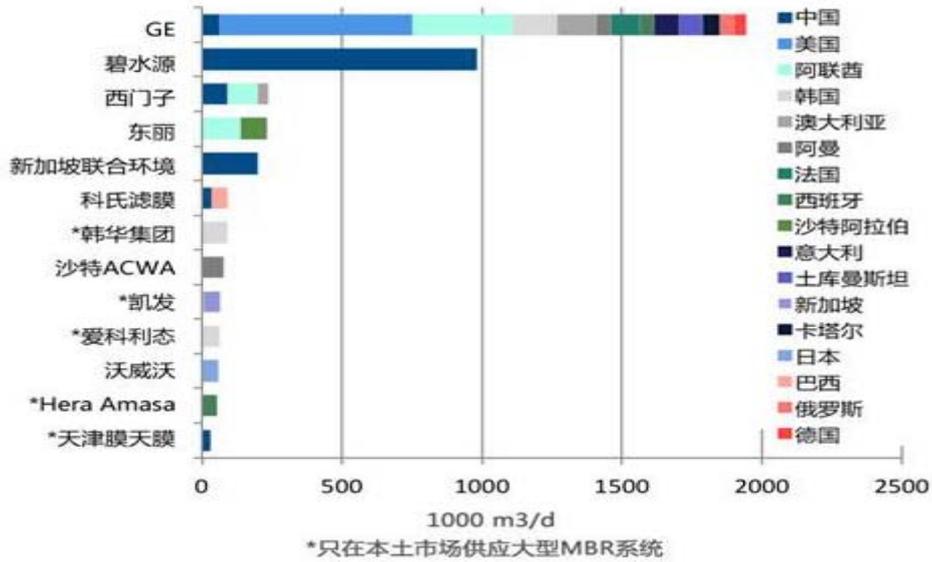
来源：GE 水处理公司，齐鲁证券研究所

碧水源本土 MBR 市占率超 70%，有望成为中国“GE”

- 据 Bluefield Research 公司发布的新报告称，在全球已装机的 420 万 m³/d 的大型 MBR 系统（Bluefield 将大型 MBR 系统定义为处理能力 ≥ 3 万 m³/d 的系统）中，包括 GE、碧水源在内的美国和中国 MBR 系统供

应商供应了该市场超过 74% 的份额。其中碧水源已完成数千项污水资源化工程，总规模近 1000 万 m³/d（见图），未来碧水源还会以低成本、核心膜技术在国际市场上继续扩大国际市场占有率。

图表 26: GE、碧水源 MBR 系统在本土市占率超 70%

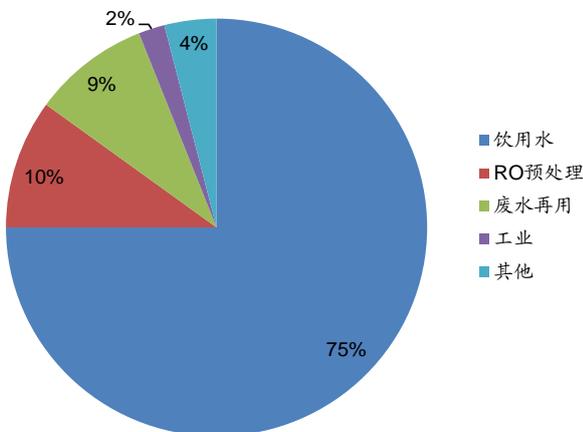


来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

膜法水处理重点公司投资逻辑

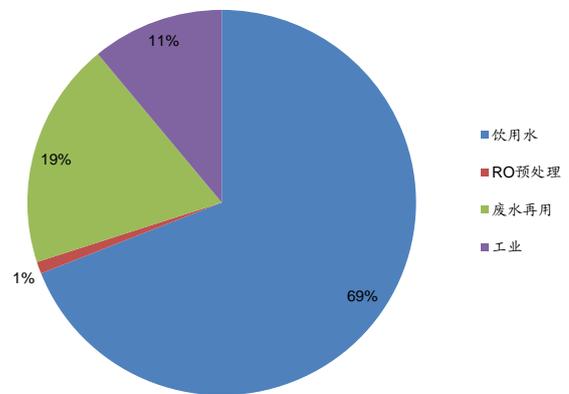
- **膜法水处理工艺应用空间大。**膜法水处理具有出水水质高、占地面积小、利于脱氮除磷等优点，随着政策对膜法水技术的支持、污水排放标准的提升、再生水利用等的推动，膜法水处理的的市场空间将进一步打开。
- **国内膜法水处理进入需求爆发期。**从北美膜技术应用领域看，近 70% 应用于饮用水，废水再利用和工业占比分别为 19% 和 11%。“十一五”期间我国污水再生利用不足 10%，到“十二五”末至少有 5% 的提升比例，因此膜法水处理在“十二五”末增速将加大。

图表 27: 欧洲膜法水处理饮用水为主占比 75%



来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

图表 28: 北美饮用水膜法水处理占比 69%



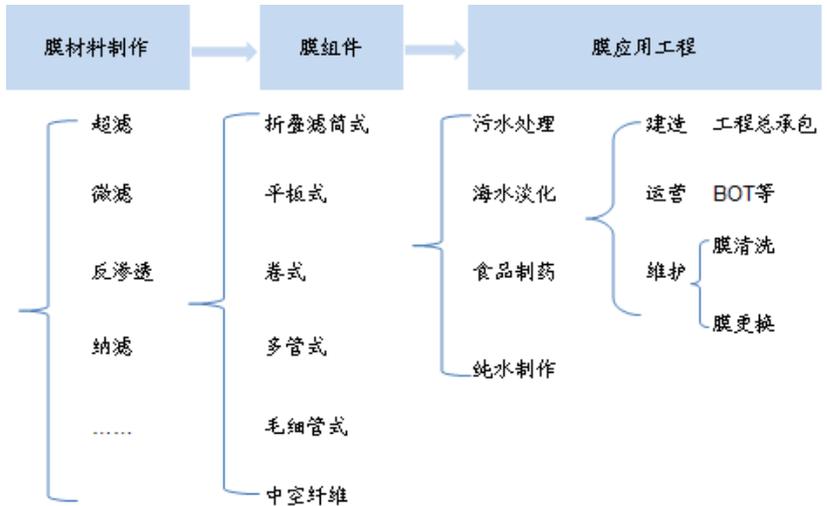
来源：膜产业报告，齐鲁证券研究所

- **从膜产业链寻找投资标的。**膜产业链由材料—>膜组器—>膜应用工程三

个部分，因此具备全膜产业链技术和产品的公司更具有优势。当前，我国膜产业处于成长期，产业链的上下游均具有投资机会。

- 从膜材料和膜技术看，具有竞争优势的为碧水源、津膜科技、(海南立昇、时代沃顿、久吾高科、蓝星高丽)、南方汇通(专业反渗透膜)；从膜应用工程看，国内主要有万邦达、碧水源等。详细标的分析见推荐公司。

图表 29: 膜产业链投资



来源：齐鲁证券研究所

推荐公司 1: (300070.SZ) 碧水源

- **膜法污水处理领域的王者。**公司致力于解决水资源短缺和水环境污染，主营城市污水及工业废水处理和再生水利用、给水、城市垃圾综合利用等领域的技术与产品开发、工程设计实施和设备制造，公司正努力打造国内污水处理的航母。公司拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造和 MBR 水处理工艺技术自主知识产权的少数企业之一。
- 根据 Bluefield Research 市场研究，公司在国内 MBR 水处理市场占比在 74%。公司先后承接 1000 多个项目，布局全国 6 大区域，从区域龙头迅速蜕变为国内王者。
- 根据万得一致预测，公司 14~16 年摊薄后 EPS 为 1.14 元、1.57 元和 2.00 元，对应 14~16 年 PE 为 25.61、18.67 和 14.59。预测公司 14~16 年净利润增速为 45.54%、37.16%和 27.97%。基于公司竞争优势不断巩固、高增长持续和龙头地位日益凸显给予公司“买入”评级。

推荐公司 2: (300334.SZ) 津膜科技

- 公司是最早的超滤/微滤膜设备生产商，具备完整的膜制造技术和系列化的膜应用工艺，拥有应对多种水质的工程经验。
- 受益于水处理行业高速增长，公司逐渐实现区域和业务类型突破和转型。公司业务从天津走向全国，实现区域扩张提升公司市场份额；公司产品由设备/产品销售向大型工程延伸进展、并承接 BOT 项目，为公司打开了膜工程应用和运营的市场空间。公司 14 年新签订单超过 10 亿，同比增长 160%以上，看好公司 14、15 年的业绩增长和业务转型。

- 据万得一致预测,公司 14~16 年净利润增速为 52.8%、37.45%和 30.31%;对应 14~16 年摊薄后每股收益分别为 0.47 元、0.64 元和 0.84 元;14~16 年 PE 分别为 44.81、32.60 和 25.02。得益于行业快速增长,公司 14 年订单增长加快;公司业务开始向全国扩张、签订项目逐渐转向大型,而项目运营的开展为公司成长打开空间。给予公司“买入”评级。

推荐公司 3: (000920.SZ) 南方汇通

- 公司在重组后将专注于膜法水处理业务,由传统设备制造商转型为环保新材料高新技术公司。其旗下时代沃顿为复合反渗透膜龙头,成长前景巨大:复合反渗透膜在工业净水、家用净水器、海水淡化等领域的需求将保持强劲增长。家用净水器 RO 滤芯市场规模将保持 50%的年复合增速,2020 年将超 120 亿元;舰船等海水淡化能力的提升为复合反渗透膜打开广阔的想象空间。目前国内 80%以上的反渗透膜市场仍被陶氏、日东电工等国外巨头垄断,进口替代潜力巨大。
- 时代沃顿技术实力强,是国内反渗透膜领域绝对龙头。时代沃顿突破国外大型膜制造厂商的技术封锁,逐步掌握了反渗透膜制备关键核心技术,强大的技术储备为公司反渗透膜业务建立宽阔护城河。
- 根据万得一致预期,公司 14~16 年净利润分别为 0.78 亿、0.96 亿和 1.29 亿,14~16 年摊薄后 EPS 为 0.19 元、0.22 元和 0.31 元,对应 PE 为 57.16、36.84 和 34.63。基于公司处于剥离传统业务转型环保新材料行业存在估值修复,给予公司 2014 年“增持”评级。

推荐公司 4: (300055.SZ) 万邦达

- 公司是专业的工程水服务商,公司深耕煤化工及石油化工领域,积累了丰富的行业数据和工程建设经验,在石油化工、煤化工行业大型工业水处理项目能为客户提供全方位、全生命周期服务的能力。
- 公司运营业务有望今年爆发,为公司未来看点。除 5 个正在运行的项目外,13 年新增的高盐水零排放 BOT 等 2 个项目将是公司今年重点,将为公司提供稳定的利润来源。
- 试水外延式扩张,积极打造“大环保”公司。公司 14 年正式开始外延式扩张,增资控股北京晋纬后获得 CBR-R 技术,提升公司在工业水处理的竞争力。收购昊天节能实现客户资源的整合及业务上的协同。
- 根据万得一致预测,公司 14~16 年净利润分别为 1.99 亿、2.57 亿和 3.23 亿,14~16 年摊薄后 EPS 为 0.85 元、1.10 元和 1.38 元,对应 PE 为 35.39、27.25 和 21.73。给予公司“买入”评级。

图表 30: 水处理相关股票一致预期和估值

证券代码	证券简称	收盘价	市值(亿)	EPS			PE		
				2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
300070	碧水源	29.20	312.55	0.95	1.14	1.57	30.99	25.57	18.64
300334	津膜科技	21.51	56.14	0.46	0.47	0.64	46.53	45.68	33.24
300055	万邦达	30.25	69.21	0.61	0.85	1.10	49.24	35.62	27.44
000920	南方汇通	10.53	44.44	0.15	0.19	0.23	68.2	56.46	46.27
300262	巴安水务	16.18	43.17	0.24	0.32	0.42	67.53	50.47	38.2
300172	中电环保	16.34	27.61	0.53	0.52	0.66	30.75	31.28	24.89
600008	首创股份	6.18	135.96	0.27	0.29	0.34	22.61	21.34	18.1
600187	国中水务	4.54	66.09	0.10	0.16	0.23	46.28	28.34	19.9
600461	洪城水业	8.27	27.29	0.3	0.6	0.77	27.41	13.75	10.72

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。