

大禹节水(300021)/农业综合

从农田水利龙头走向综合水利商业化服务商

评级：买入(首次)

市场价格：8.78

目标价格：12

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

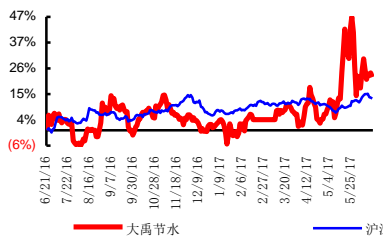
联系人：夏洲桐

电话：

Email: xiazt@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	417
市价(元)	8.78
市值(百万元)	7,001
流通市值(百万元)	3,658

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,160.10	1,029.20	1,727.87	2,443.19	3,073.39
增长率 yoy%	47.01%	-11.28%	67.89%	41.40%	25.79%
净利润	61.39	60.49	131.97	236.64	355.20
增长率 yoy%	195.30%	-1.47%	118.18%	79.32%	50.10%
每股收益(元)	0.22	0.19	0.17	0.30	0.45
每股现金流量	0.68	-0.34	0.26	0.04	0.21
净资产收益率	11.37%	4.54%	9.52%	14.59%	17.96%
P/E	72.43	95.97	61.14	34.10	22.72
PEG	0.37	—	0.52	0.43	0.45
P/B	8.24	4.35	5.82	4.97	4.08
备注：					

投资要点

- 大禹节水是国内传统农田水利行业的龙头企业，集农田水利产品研发、制造、销售与农田水利工程设计、施工、服务于一体。公司主营业务为节水材料（收入占比 60%）、节水工程（收入占比 39%）和工程设计（收入占比 1%）。公司从 2016 年开始通过 PPP 的模式不断开拓市场，产业链向综合水利商业化延伸，新增订单 15.74 亿元，实现销售收入 10.29 亿元，归属母公司净利润 6049 万元。
- 从行业层面来看，PPP 大潮下农田水利的商业化空间打开，龙头公司市占率快速提升。（1）在国家政策的大力支持（2017 年新增高效节水灌溉面积 2000 万亩，我们测算对应 300 亿新增市场空间）和农田水利的融资需求（PPP 拓宽融资渠道）下，农田水利 PPP 进入黄金发展期；（2）PPP 模式下农田水利千亿市场空间打开，我们预计到 2020 年市场渗透率将从目前 8% 提升到 12%；（3）全国布局、技术储备完善的龙头公司在此轮农田水利商业化进程中最为受益，我们预计到 2020 年 CR3 有望达到 47%。
- 作为行业龙头，我们看好大禹节水市占率提升，未来三年营业收入复合增速有望达到 33%：（1）大禹节水产业链布局不断延伸，由传统农田水利向综合水利转型，并且通过水利产业基金的运作和成熟的 PPP 运营经验，有望实现 PPP 订单爆发式增长；（2）全国性布局助力大禹节水的国内市场占有率在 2020 年有望提升至 25%，同时通过“一带一路”战略机遇进行全球化布局，海外业务为公司业绩锦上添花；（3）以云南元谋项目为代表的 PPP 项目将在未来三年进入持续落地期，届时推动公司业绩爆发性增长。
- 大禹节水从农田水利龙头向综合水利商业化服务商迈进，目前已完成全国布局，拥有国内领先的节水技术储备，以及成功的 PPP 项目经验。公司当前项目签约速度明显加速，未来 3 年订单爆发性增长有望助力公司业绩腾飞。我们预计公司 2017-19 年新增订单分别为 25、35、45 亿元，实现销售收入 17.28、24.43、30.73 亿元，同比增长 67.89%、41.40%、25.79%，实现归属于母公司净利润 1.32、2.37、3.55 亿元，同比增长 118.18%、79.32%、50.10%，对应 EPS 为 0.17、0.30、0.45 元，给予 2018 年 40 倍 PE，对应目标价格 12 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：政策推进低于预期风险、工程项目经营管理风险、PPP 项目退出风险

内容目录

国内农田水利龙头，订单储备厚积薄发.....	- 4 -
深耕农田水利行业，国内节水行业领先龙头	- 4 -
公司业绩进入收获期，近三年新增订单平均增速 30%.....	- 5 -
PPP 大潮下农田水利商业化空间打开，龙头市占率快速提升.....	- 6 -
农田水利 PPP 进入黄金发展期	- 6 -
PPP 打开农田水利商业化空间，千亿市场静待掘金	- 8 -
商业化空间打开后，龙头公司市占率有望快速提升	- 10 -
产业链布局向综合水利延伸，订单落地驱动业绩腾飞.....	- 11 -
转型综合水利服务供应商，未来订单有望爆发式增长.....	- 11 -
全国布局谋发展，海外业务点龙睛.....	- 12 -
PPP 项目储备充足，陆续落地带来公司业绩翻倍	- 15 -
盈利预测、估值分析和投资建议.....	- 17 -
盈利预测与估值分析.....	- 17 -
投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价格 12 元.....	- 18 -
风险提示	- 19 -
政策推进低于预期风险	- 19 -
工程项目经营管理风险	- 19 -
PPP 项目退出风险.....	- 19 -

图表目录

图表 1：大禹节水各业务收入情况（百万元）	- 4 -
图表 2：大禹节水各区域市占率情况.....	- 4 -
图表 3：大禹节水股权结构.....	- 4 -
图表 4：大禹节水 2016 年各业务收入占比.....	- 4 -
图表 5：大禹节水各业务毛利率预测（%）	- 5 -
图表 6：大禹节水各业务毛利润预测（百万元）	- 5 -
图表 7：大禹节水归母净利润预测（百万元）	- 5 -
图表 8：大禹节水三项费用及占比预测（百万元）	- 5 -
图表 9：国家对于农业 PPP 项目的政策支持	- 6 -
图表 10：政府性基金基本农田建设和保护实际支出远远大于预算	- 7 -
图表 11：政府性基金收入：新增建设用地土地有偿使用费呈下降趋势.....	- 7 -
图表 12：政府性基金收入：农业土地开发资金呈下降趋势.....	- 7 -
图表 13：财政部 PPP 项目库中农田水利相关项目	- 7 -
图表 14：我国水资源空间分布不均匀.....	- 8 -
图表 15：我国农业用水总量占比为 63%	- 8 -

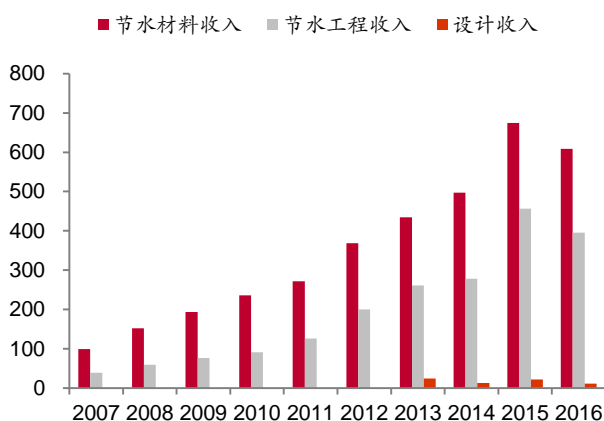
图表 16: “十三五”规划 2020 年农业用水降至 3720 亿立方米	- 8 -
图表 17: “十三五”期间预计新增工程节水灌溉面积 2.47 亿亩	- 9 -
图表 18: “十三五”新增节水灌溉面积 2.47 亿亩	- 9 -
图表 19: 2020 年有效节水灌溉渗透率有望达到 12%	- 9 -
图表 20: 当前主流的高效节水技术喷灌及微灌的节水效率高达 50%~80%	- 10 -
图表 21: 2020 年节水灌溉龙头公司市占率预测	- 10 -
图表 22: 2020 年农田水利行业 CR3 有望达 47%	- 10 -
图表 23: 国内主要节水灌溉公司区域分布和盈利情况对比	- 11 -
图表 24: 大禹节水近年来产业链向综合水利领域延伸	- 12 -
图表 25: 大禹节水 PPP 项目签约速度明显加速	- 12 -
图表 26: 大禹节水的分公司或参股公司业务范围辐射全国各地	- 13 -
图表 27: 全国部分省农田水利 PPP 政策	- 14 -
图表 28: 各省市高效节水灌溉面积占比普遍较低	- 14 -
图表 29: 大禹营收主要来自于西北和华北地区	- 14 -
图表 30: 大禹各个区域市占率情况	- 14 -
图表 31: 大禹节水国外营业收入不断提升 (百万元)	- 15 -
图表 32: 大禹节水近年来积极拓展国际业务	- 15 -
图表 33: 大禹节水未来三年新增订单复合增速高达 42%	- 16 -
图表 34: 大禹节水云南元谋 PPP 项目运营模式图	- 16 -
图表 35: PPP 项目各模式的区别及其适用范围	- 17 -
图表 36: 农业节水行业公司估值表	- 17 -
图表 37: 大禹节水三大财务报表	- 18 -

国内农田水利龙头，订单储备厚积薄发

深耕农田水利行业，国内节水行业领先龙头

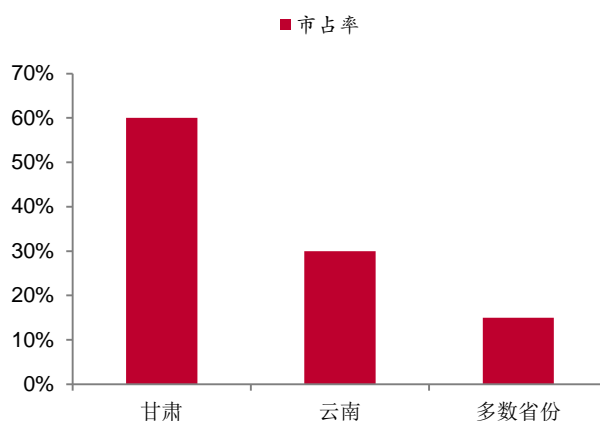
- 大禹节水是国内传统农田水利行业的龙头企业，是集农田水利产品研发、制造、销售与农田水利工程设计、施工、服务为一体的专业化工程系统服务商。公司主营业务为节水材料、节水工程和工程设计，2016年节水材料收入占比60%，节水工程收入占比39%，工程设计收入占比1%。公司近年来主营业务收入增长较快，从2011年的3.99亿元上升到了2016年的10.24亿元，CAGR为21%。
- 公司的股权结构较为集中，王浩宇为公司的实际控制人，目前持有45.48%的股份，中国水利水电科学研究院持有0.48%的股份。公司在2016年向公募机构进行了非公开发行，股本数增加了4034万股，锁定期为1年，募投项目主要用于天津大禹分公司和现代农业节水服务中心的建设，有利于公司长期稳定发展。

图表 1：大禹节水各业务收入情况（百万元）



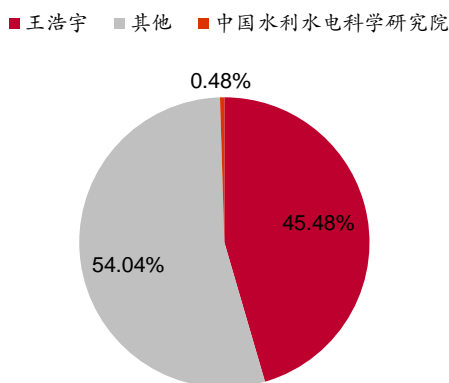
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：大禹节水各区域市占率情况



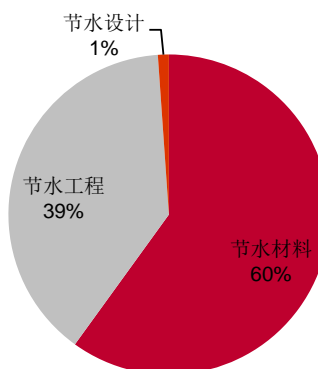
来源：中泰证券研究所

图表 3：大禹节水股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：大禹节水 2016 年各业务收入占比

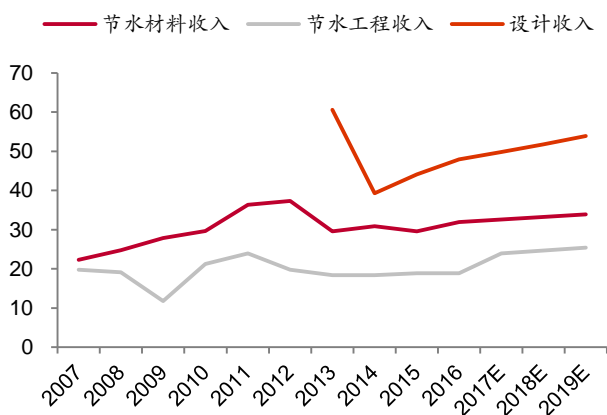


来源：公司公告、中泰证券研究所

公司业绩进入收获期，近三年新增订单平均增速 30%

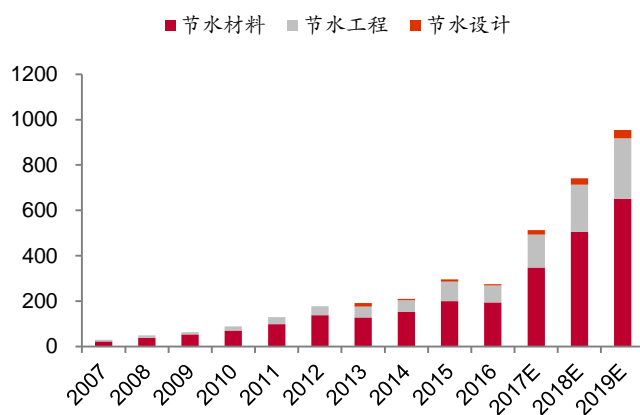
- 公司近几年在全国范围内跑马圈地，但由于行业竞争加剧及三费的快速增长，直到 2015 年公司业绩方才进入收获期。公司从 2011 年开始在全国范围内加速扩张，收入体量快速增长，但公司归母净利润在 2014 年之前一直处于 0.2~0.3 亿元左右，主要原因在于一方面行业进入者的不断增加导致公司毛利率持续下降，另一方面公司全国布局使得三费占比持续走高。直至 2015 年公司业绩等各方面均有所好转，在收入增长 47% 情况下，毛利润上升近 0.9 亿元，三费占比下滑 5.3 个百分点，实现归母净利润 0.61 亿元。
- 2016 年公司储备大量订单，为未来业绩的持续高增长做铺垫。公司在 2016 年营收微幅下滑的主要原因在于大量储备订单结转到下一年度。2016 年公司新增订单 15.74 亿元，同比上升 10.85%，结转到下一年度的订单高达 9.96 亿元，并且有相当数量的 PPP 订单仍在洽谈过程中，为公司未来业绩的持续高增长打下良好的基础。

图表 5：大禹节水各业务毛利率预测 (%)



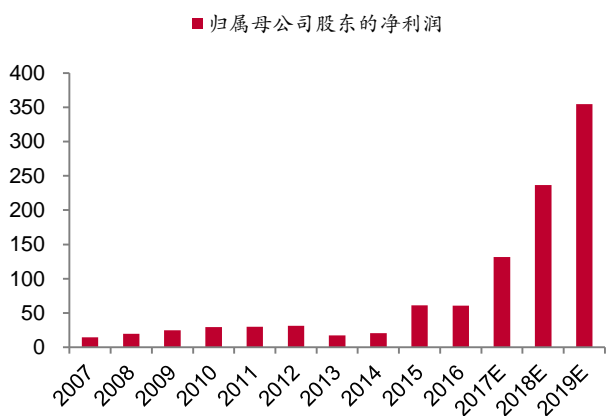
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：大禹节水各业务毛利润预测 (百万元)



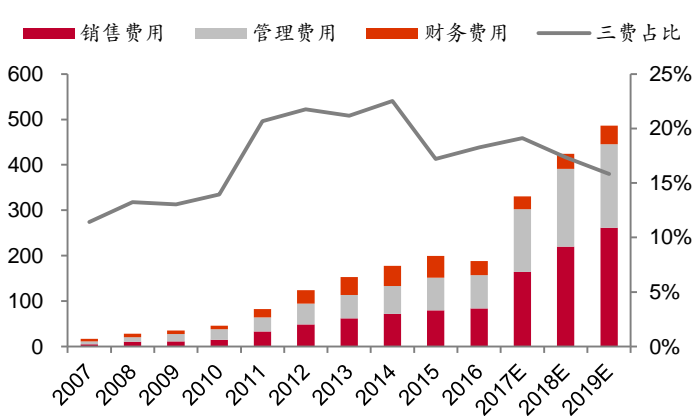
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：大禹节水归母净利润预测 (百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：大禹节水三项费用及占比预测 (百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

PPP 大潮下农田水利商业化空间打开，龙头市占率快速提升

农田水利 PPP 进入黄金发展期

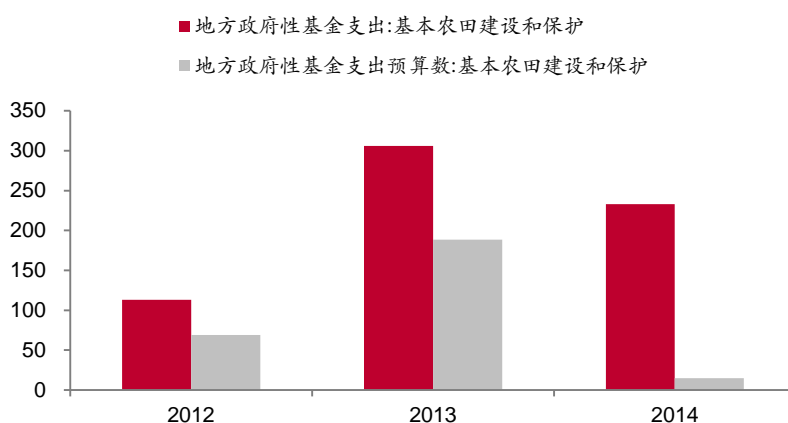
- 当前农田水利 PPP 进入黄金发展期，政策支持叠加融资需求推动农田水利 PPP 进入发展快车道。
- 政策层面，1) 2016 年 12 月首个农业 PPP 文件出台，支持高标准农田建设，推进重大水利工程建设，17 年的一号文件再次予以强调，并且在政府工作会议上提出今年新增高效节水灌溉面积 2000 万亩的实质目标（对应 300 亿的新增市场空间）；2) 土地流转与水价改革也解决了农田水利商业化中生产要素方面的障碍。

图表 9：国家对于农业 PPP 项目的政策支持

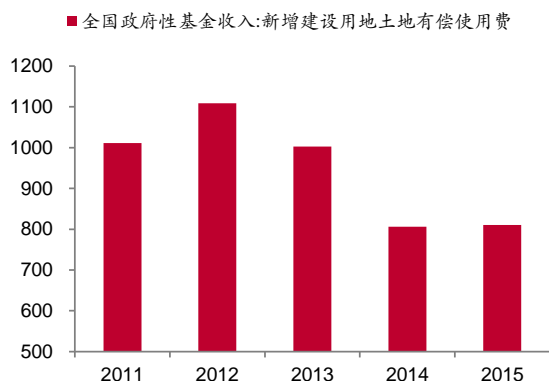
政策支持	具体内容
加强政府农业投资引导	转变政府农业投入方式，积极探索通过投资补助、资本金注入等方式支持农业 PPP 项目，强化政府投资的撬动和引导作用。对同类农业项目，在同等条件下中央投资按照有关管理办法和程序要求，积极支持引入社会资本的 PPP 项目。使用各类政府投资的农业基础设施 PPP 项目，应纳入三年滚动政府投资计划。
加快农村集体产权制度改革	着力推进农村集体资产清产核资、确权到户和股份合作制改革。对已建成的重大农业基础设施开展确权试点，政府投资形成的资产归农村集体经济组织成员集体所有，社会资本投资的资产归投资者所有。建立健全农村产权流转交易市场，引导农村土地、集体资产及农业设施等产权规范流转交易。开展经营性集体资产折股量化到户试点，探索农村基础设施集体所有和发展股份合作经营的有效实现形式。
创新金融服务与支持方式	着力提高农业 PPP 项目投融资效率，鼓励金融机构通过债权、股权、资产支持计划等多种方式，支持农业 PPP 项目。鼓励金融机构加大金融产品和服务创新力度，开展投贷联动、投贷保贴一体化等投融资模式试点；探索以项目预期收益或整体资产用作贷款抵（质）押担保。
建立合理投资回报机制	积极探索优化准公益性及公益性农业项目的多种付费模式。采取资本金注入、直接投资、投资补助、贷款贴息等多种方式，实现社会资本的合理投资回报。完善农业基础设施使用价格制定与调整机制，合理确定价格收费标准。
完善风险防控和分担机制	建立分工明确的风险防控机制，政府负责防范和化解政策风险，项目公司或社会资本方承担工程建设成本、质量、进度等风险，自然灾害等不可抗力风险由政府和社会资本共同承担。逐步建立完善全生命周期风险防控与识别体系，鼓励保险机构根据项目建设、运营的需求开发相应保险产品。
保障项目用地需要	加强耕地资源的保护与利用，各地要在土地利用总体规划中统筹考虑项目建设需要。鼓励社会资本通过整理复垦增加耕地面积，落实耕地占补平衡，合理安排项目建设用地供给。

来源：财政部、中泰证券研究所

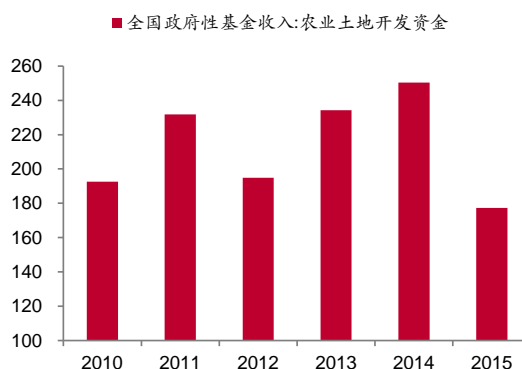
- 2) PPP 浪潮下，社会资本的介入解决了农田水利融资渠道单一的问题。过去农田水利项目的资金主要来自于中央财政收入，在一定程度上限制了行业的发展。更何况从当前的政府性基金收入情况来看，新增建设用地土地有偿使用费从 2012 年开始呈现下降趋势，农业开发资金也从 14 年开始拐点向下，最近三年地方政府性基金的实际支出也远远大于预算。所以我们认为，PPP 模式一方面可以增加农田水利的融资渠道，另一方面可以利用较少的财政资金来撬动较大的社会资本，从而完成“十三五”期间 4~6 亿亩高标准农田的建设。（PPP 具体模式详见图表 39）

图表 10: 政府性基金基本农田建设和保护实际支出远远大于预算


来源: 财政部、中泰证券研究所

图表 11: 政府性基金收入: 新增建设用地土地有偿使用费呈下降趋势 (亿元)


来源: 财政部、中泰证券研究所

图表 12: 政府性基金收入: 农业土地开发资金呈下降趋势 (亿元)


来源: 财政部、中泰证券研究所

图表 13: 财政部 PPP 项目库中农田水利相关项目

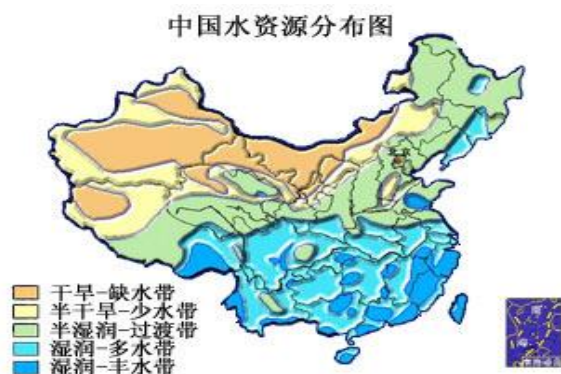
项目名称	所在地区	总投资额	发起时间	实施阶段	合作期限	回报机制
邢台市威县“建管服一体化”智慧节水灌溉与水权交易	河北省邢台市	6.52亿	2015/1/20	采购阶段	20年	使用者付费
民勤县红崖山灌区骨干渠道及末级渠系节水改造项目	甘肃省武威市	3.78亿	2015/5/14	识别阶段	10年	使用者付费
第十师2016年农田高效节水灌溉工程	新疆维吾尔自治区阿克苏地区	1.16亿	2015/9/1	准备阶段	10年	政府付费
陇西县渭北高效农业灌溉项目	甘肃省定西市	2.8亿	2015/9/15	识别阶段	30年	使用者付费
海勃湾区节水灌溉项目	内蒙古自治区乌海市	1.16亿	2015/11/3	识别阶段	10年	可行性缺口补助
库车县农村水利改造及农田整理工程	新疆维吾尔自治区阿克苏地区	2.45亿	2015/11/14	识别阶段	30年	政府付费
楚雄州元谋县丙间灌区节水减排工程	云南省楚雄彝族自治州	3.1亿	2016/1/14	执行阶段	21年	使用者付费
云南省红河州弥勒市弥阳-东风-新哨等十个片区高效节水灌溉示范项目建设	云南省红河哈尼族彝族自治州	10.79亿	2016/4/1	准备阶段	20年	可行性缺口补助
河北省邢台市巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉PPP项目	河北省邢台市	20亿	2016/4/4	准备阶段	20年	使用者付费
澄江县山冲河灌区农业高效节水减排PPP项目	云南省玉溪市	3270万	2016/4/20	执行阶段	11年	可行性缺口补助
吉首市中小水库及农田水利建设项目(中小水库)	湖南省湘西土家族苗族自治州	8.88亿	2016/5/12	采购阶段	15年	政府付费
新乡平原示范区农田水利水系统建配套及水生态保护建设项目	河南省新乡市	14亿	2016/5/15	识别阶段	15年	政府付费

来源: 财政部、中泰证券研究所

PPP 打开农田水利商业化空间，千亿市场静待掘金

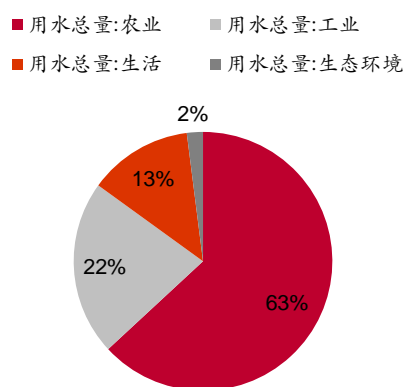
- 我国目前农田水利存在的主要问题有：（1）我国的水资源南北分布不均衡，部分农业大省水资源存量较少；（2）农业用水占总用水量的 60% 以上，而且传统的农业灌溉方式以大水漫灌为主，管理粗放，效率低下，存在严重的浪费问题。“十三五”规划中提出到 2020 年我国的农业用水目标降至 3720 亿立方米，与 2015 年相比需下降 132 亿立方米。

图表 14：我国水资源空间分布不均匀



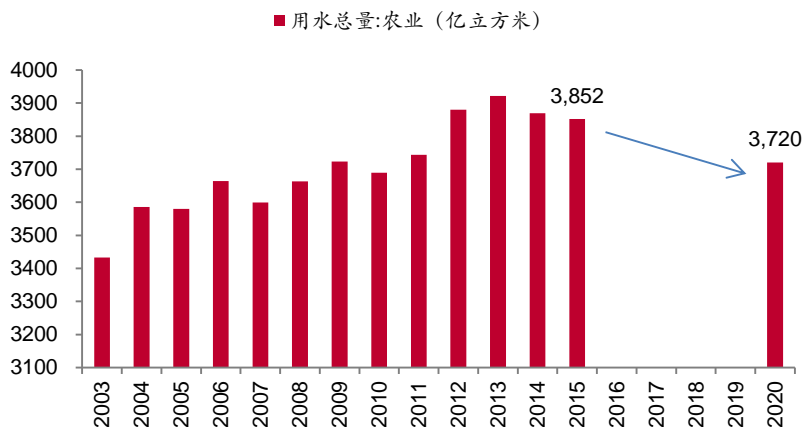
来源：中泰证券研究所

图表 15：我国农业用水总量占比为 63%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 16：“十三五”规划 2020 年农业用水降至 3720 亿立方米



来源：“十三五”规划》、中泰证券研究所

- 工程节水技术能有效提高水资源利用效率，喷灌及微灌的节水效率高达 50%~80%。传统的农田水利技术以低压管灌和渠道防渗为主，节水效率并不明显。而高效节水技术如喷灌和微灌利用毛管技术和不同的压力将灌溉用水直接作用于植物根系或叶面，节水灌溉效率大幅提升至 50%~80%。农田水利工程有助于提高水资源的利用效率，缓解我国水资源紧张的现状。
- “十三五”期间预计新增工程节水灌溉面积 2.47 亿亩。当前我国的耕地面积约为 20.26 亿亩，有效灌溉面积 9.8 亿亩，其中工程节水灌溉面积 4.7 亿亩，工程节水中高效节水灌溉面积 1.3 亿亩。根据政府颁布的《全

国农业可持续发展规划（2015-2030年）》，截止2020年我国的农田有效灌溉率达到55%，节水灌溉率需达到64%，假设每年的耕地面积变化不大，仍然用20.26亿亩估算，我们预计“十三五”期间我国将新增工程节水灌溉面积2.47亿亩。

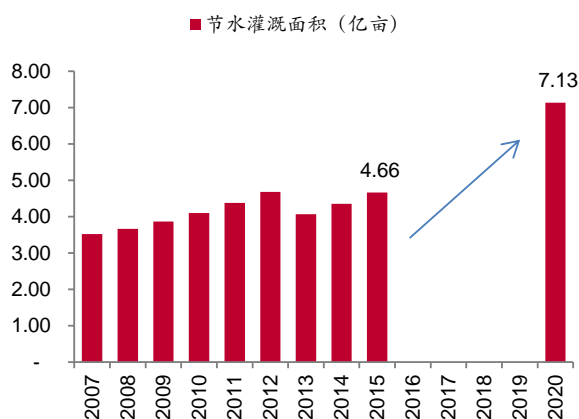
- **PPP模式下，有效节水灌溉的市场渗透率有望从8%提升到12%。**如果我们按照大禹节水15%-20%的市占率来估算，当期农田水利的市场容量在50~70亿之间。但我们按每年新建0.19亿亩普通节水灌溉面积（每亩造价700~900元，每年每亩维护50元）、0.31亿亩高效节水灌溉面积（每亩造价1000~1600元，每年每亩维护150元）来估算的话，大约**1000亿的市场空间**，而目前市场渗透率仅为8%。随着PPP模式下农田水利的商业化空间不断打开，单个工程订单从之前的几百万提升到了上亿的金額，到2020年农田水利市场容量有望达到150亿元，届时市场渗透率将上升至12%。

图表 17：“十三五”期间预计新增工程节水灌溉面积 2.47 亿亩

时间	单位	有效灌溉面积	工程节水灌溉面积	普通节水灌溉面积	高效节水灌溉面积
2015年	亿亩	9.88	4.66	3.31	1.35
2020年（规划）	亿亩	11.14	7.13	4.25	2.88
2016-2020年新增	亿亩	1.26	2.47	0.94	1.53

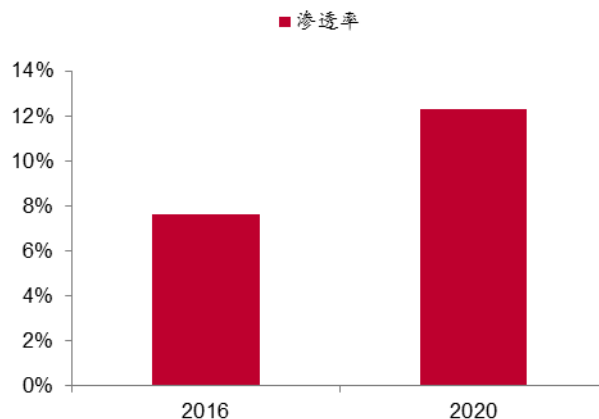
来源：中泰证券研究所

图表 18：“十三五”新增节水灌溉面积 2.47 亿亩



来源：《“十三五”规划》、中泰证券研究所

图表 19：2020 年有效节水灌溉渗透率有望达到 12%



来源：中泰证券研究所

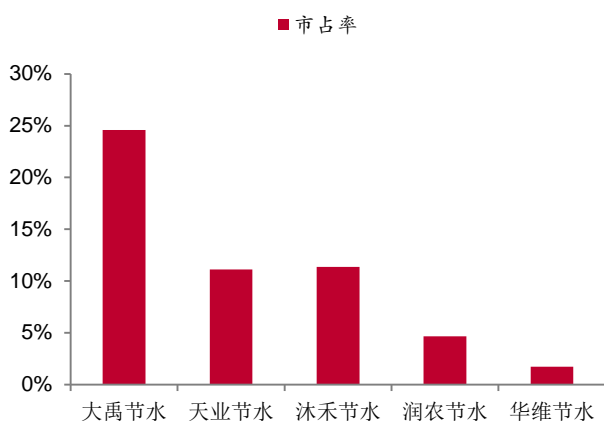
图表 20: 当前主流的高效节水技术喷灌及微灌的节水效率高达 50%~80%

分类	技术简介	节水效率 (相较于漫灌)	应用领域	优点	缺点
微灌	地下滴灌	80%	主要应用于农业领域,尤其在干旱地区能有效地抑制田间杂草	灌水量均匀,地下滴灌可防止水分蒸发,灌水施肥控制精度高	滴头容易堵塞,对水质要求高,前期投资较大
	地表滴灌	70%	主要应用于农业领域	灌水量均匀,灌水施肥控制精度高	滴头容易堵塞,前期投资较大
	微喷灌	50%	多用于景观和草坪领域,农业应用较少	不容易堵塞,可以湿润到植物叶面	水质要求高,前期投资大
	涌泉灌	30%	农业应用较少	不容易堵塞	灌水流量较大
低压管灌	30%-50%	偏向输水端,输水压力较小	技术简单,适应性强,使用寿命长	受地形限制	
渠道防渗	20%	偏向输水端,适用于用水量较大的地区	输水过程中减少渗漏损失	后期管理、维护较麻烦	

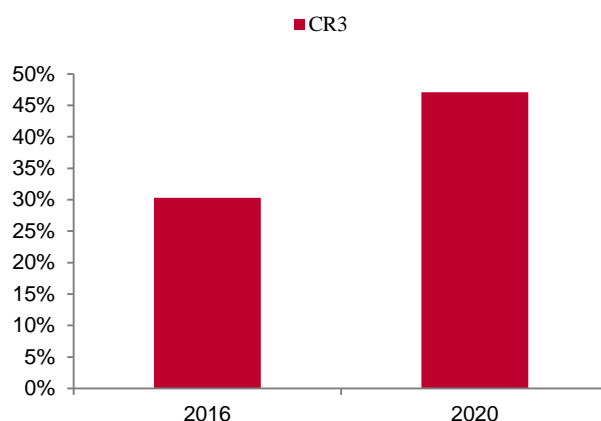
来源: 中泰证券研究所

商业化空间打开后,龙头公司市占率有望快速提升

- 农田水利行业集中度较低,以区域化竞争为主。目前国内节水灌溉技术的壁垒较低,导致市场集中度较低,并且目前国内节水灌溉龙头公司具有明显的区域分布特征,市占率第一的大禹节水业务范围主要以西北以及华北地区为主,天业节水主要以新疆地区为主,接下来的沐禾、润农、华维分别主要以东北、华北以及华东地区为主。
- 商业化空间打开后,CR3 将随着有效节水灌溉的市场渗透率提升而不断提升。当前受制于节水灌溉公司区域性分布以及项目融资渠道单一的问题,农田水利行业 CR3 仅为 30%。未来 PPP 的模式将农田水利市场空间完全打开之后,拥有完整技术储备且资金充裕的龙头公司市占率有望持续提升,我们预计到 2020 年 CR3 有望达到 47%。而其中既完成全国布局,又拥有成功 PPP 项目经验的大禹节水将成为此轮农田水利商业化进程中的最受益者。

图表 21: 2020 年节水灌溉龙头公司市占率预测


来源: 中泰证券研究所

图表 22: 2020 年农田水利行业 CR3 有望达 47%


来源: 中泰证券研究所

图表 23：国内主要节水灌溉公司区域分布和盈利情况对比

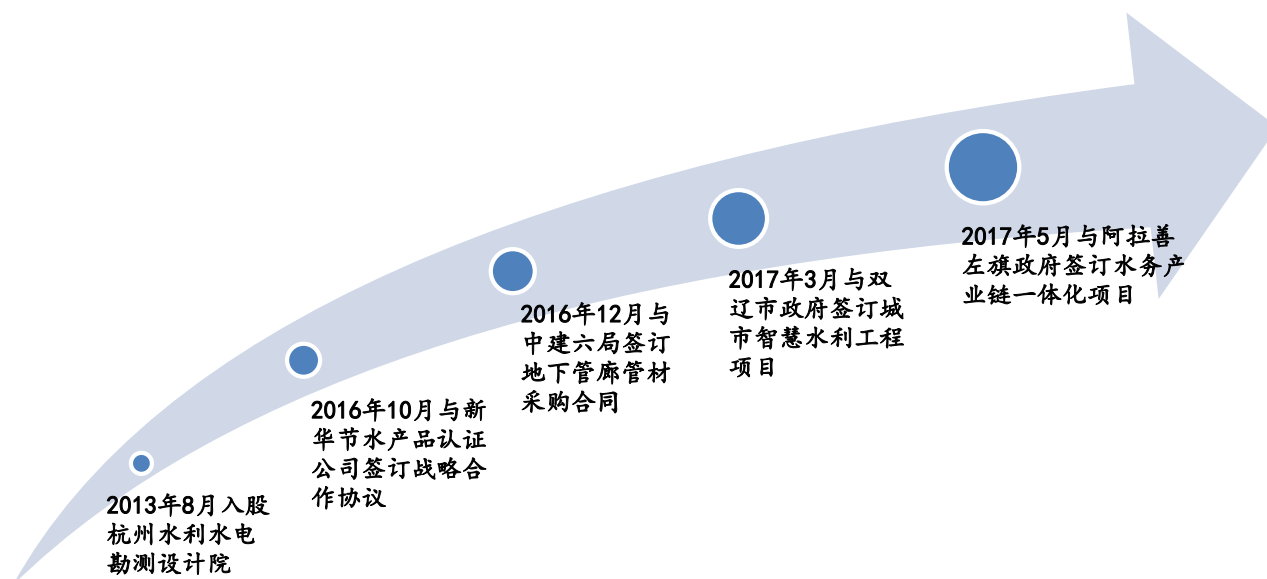
公司名称	主营业务	主营产品	区域分布	2016营业收入 (亿)	2016净利润 (亿)
大禹节水	大禹节水是集节水灌溉产品研发、制造、销售与节水灌溉工程设计、施工、服务为一体的专业化节水灌溉工程系统集成商和智慧水利解决方案提供商	节水灌溉用塑料制品及过滤器、施肥器、排灌机械、建筑用塑料管材、管件、型材、板材、滴灌管、滴灌带	主要西北和华北地区，其余东北、华东、华南、西南地区	10.29	0.6
天业节水	天业节水主要从事设计、制造及销售滴灌带、PVC/PE管及用于节水滴灌系统的滴灌配件，亦从事向客户提供节水灌溉系统的安装服务	单翼迷宫式滴灌带、内镶式滴灌带、大流量补偿式滴灌带	主要新疆地区	6.67	-0.63
沐禾节水	沐禾节水是中国领先的微灌和智能灌溉解决方案提供商，是集节水灌溉技术研究、产品研发、成套设备生产、节水灌溉工程设计与工程总承包、节水灌溉技术推广与配套农业技术服务为一体的企业。	卷盘式、平移式、中心支轴式喷灌机等喷灌设备和滴灌带（管）、输配水软管、过滤器、施肥器等微灌设备	主要内蒙古和东北地区	4.26	0.7
润农节水	润农节水主要从事节水滴灌管（带）、喷灌设备、过滤、施肥系统、管件、管材的制造和销售；节水灌溉工程的设计、施工安装、技术咨询和服务	滴灌设备首部控制系统（过滤器、施肥罐、控制系统）、PVC和PE等管材管件、滴灌系统（包括内镶贴片式滴灌、地埋式滴灌和压力补偿式滴灌）、喷灌系统（包括大型喷灌机）	主要华北和西北地区	3.48	0.41
华维节水	华维节水以“灌溉产品+节水灌溉工程+农业物联网技术服务”模式提供服务，即以成套性高效节水灌溉设备生产销售、工程规划设计、节水灌溉工程总承包、农业物联网技术工程一体化运营模式。	滴管带、输供水管材等节水材料	主要华东地区	0.86	0.11

来源：Wind、中泰证券研究所

产业链布局向综合水利延伸，订单落地驱动业绩腾飞

转型综合水利服务供应商，未来订单有望爆发式增长

- 大禹节水产业链布局不断延伸，由传统农田水利向综合水利转型。**公司通过入股杭州水利水电勘测设计院、与中国建筑等大型国企以及各级地方政府合作等方式不断地进行产业链上下游布局，订单已经从单纯的农田水利向综合水利开始延伸。例如，2017年5月份阿拉善左旗巴彦浩特水务产业链一体化项目、4月份甘肃省阿克塞县红柳湾90万方水库工程项目、3月份吉林省双辽市城乡供排水工程、智慧水利工程、城乡污水处理工程项目等。公司当前拥有水利水电工程施工总承包、水利工程设计、水利工程咨询等九大主要资质，设计及施工范围涵盖整条水利产业链。
- 大禹节水通过水利产业基金的运作和在元谋成熟的PPP运营经验，有望持续获得农田水利或其他水利行业的PPP订单。**大禹节水先后与平安信托、允能日新、建行甘肃分行共同成立总规模约为200亿元的水利产业投资并购基金，并且公司第一个PPP项目云南元谋县11.4万亩的高效节水灌溉PPP项目已经进入落地阶段，示范效应开始显现。我们认为随着综合水利行业空间借助PPP模式不断打开，公司拥有的工程总承包资质和卓越施工建设团队将有助于公司未来订单爆发式增长。

图表 24：大禹节水近年来产业链向综合水利领域延伸


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：大禹节水 PPP 项目签约速度明显加速

时间	项目名称	区域	合作模式	金额	具体内容	进展情况
2017/5/22	安徽省阜阳市综合水利项目	安徽省	PPP	60亿	以合同节水管理模式、PPP 项目模式参与阜阳市生态高标准农田建设、河湖综合治理、海绵城市建设、城乡供水地下水水源置换、农村污水处理和城乡供水一体化工程建设及水井的智能控制、监测、计量和水资源收费设施及管理系统及地表水供水调度、监控自动化设施为一体的水网系统建设管理等	签订《战略合作框架协议》
2017/5/12	阿拉善左旗巴彦浩特水务产业链一体化项目	内蒙古	PPP	8.6亿	具体项目有水源安全及净化水厂建设工程；镇区供排水智能化建设；新建区域供水、污水、雨水管网建设工程；老旧供水管网改造工程；污水处理升级改造；建设中水库工程	签订《合作框架协议》
2017/4/11	建设并运营阿克塞县红柳湾90万方水库工程项目	甘肃省	PPP	0.46亿	按BOT模式即“建设-运营-移交”的模式投资合作，甲方(阿克塞县人民政府)与乙方(大禹节水集团股份有限公司)共同组建项目公司，由项目公司负责项目融资、建设、管理，项目的建设由乙方按照项目建设总承包方式负责实施，运营期内甲方授予项目公司特许经营权。	签订《投资建设框架协议书》
2017/3/5	双辽市水利项目建设，包含城乡供排水工程、水生态建设工程、智慧水利工程、城乡污水处理工程	吉林省	PPP	25亿	大禹节水在下列水利项目中有优先选择权：城乡供排水工程：结合新型城镇化建设，重点开展城乡供排水工程；水生态建设工程：包括水系开发建设及河湖连通项目、水土流失治理、河道综合治理工程；智慧水利工程：包括建设智能高效节水灌溉、水资源智能调度、水利工程智能化控制、山洪灾害预警等系统水利信息化工程；城乡污水处理工程：在城镇及开发区进行污水集中收集、无害化处理示范工程；其他工程：包括城市基础设施等	签订《战略合作框架协议》
2016/11/8	河北省衡水市水利项目建设、改造、运营维护管理，采用PPP模式	河北省	PPP	未定	以PPP模式投资建设水利基础设施物业管理、海绵城市建设、城乡供水地下水水源置换、水井的智能控制、地表水供水调度监控自动控制等智慧水网系统建设及运营管理，以及以合同节水管理模式参与智慧节水示范农场等项目建设	签署《战略合作框架协议》
2016/7/12	云南元谋大型灌区西间片11.4万亩高效节水灌溉项目	云南省	PPP	3.08亿	工程从麻柳、西间水库取水，建设输水主管32.33千米，输水干管156.58千米；配水工程建设配水分干管266.2千米，配水支管345.33千米，安装智能计量设施4933套，配套建设自动化、信息化设施及田间滴灌设施等	工程建设中

来源：公司公告、中泰证券研究所

全国布局谋发展，海外业务点龙睛

- 全国布局在行业内更具竞争优势，强者恒强格局初现。农业节水行业的进入壁垒较低，目前市场上各公司的技术差异不大，由于政府资源禀赋

的原因以区域化分布为主。例如天业节水主要业务分布在新疆地区，沐禾节水主要业务在内蒙古和东北地区，而大禹节水经过前期的全国布局和扩张，目前已经在甘肃、新疆、云南、北京等多个省市自治区建立分公司，业务范围覆盖西北、东北、西南等各个区域，借助各分公司渠道人员的搭建，有望在全国范围内形成强者恒强的局面。

- **大禹节水分公司辐射范围覆盖传统农业大省，能最大限度的享受各省市的政策红利。**从 2015 年开始各省市纷纷出台相应的政策和规划来建设高效工程节水设施，推动当地的农田水利建设。大禹节水通过前期的全国布局，目前在全国各地拥有 13 家分公司，从最近呼伦贝尔、双辽、云某等地的项目可以看到公司能最大限度的享受当前各个省市对于农田水利建设的政策红利，可以预见未来公司可能从全国各地获得项目订单。
- **大禹节水利用其先发优势和模范效应优先获得 PPP 项目，2020 年国内市场占有率有望达到 25%。**目前公司营业收入主要来自于西北区（占比 58%）和东北区（占比 23%），而从市占率上来看，占比较高的省份为甘肃省和云南省，其余地区的市占率均在 10% 左右，拥有较大的提升空间。从高效节水灌溉的渗透率上来看，除了农业现代化程度较高的新疆之外，其他农业大省的高效节水灌溉面积占比均低于 30%。我们认为大禹节水在云南元谋成功的 PPP 项目建设以及运营经验，有望形成示范效应，在公司已经布局的甘肃、云南、内蒙古、辽宁等地区进行更大规模的推广实施，我们预测到 2020 年其国内农田水利市场的占有率有望达到 25%。

图表 26：大禹节水的分公司或参股公司业务范围辐射全国各地

子公司或参股公司	公司类型	所处行业	面对市场	成立或参股时间	主营业务及产能
定西大禹节水有限责任公司	子公司	节水灌溉	甘肃东南部、陕西北部	2005	滴灌材料销售、安装，现有 PVC 管材、PE 管材生产线 15 条
武威大禹节水有限责任公司	子公司	节水灌溉	甘肃西北部	2007	PVC 管材生产线 5 条、PE 管材生产线 3 条、滴灌带生产线 1 条、注塑机 3 台（套）
新疆大禹节水有限责任公司	子公司	节水灌溉	新疆地区	2008	滴灌材料销售、安装，生产线 4 条，年生产滴灌管（带）1 亿米，各类管材 3000 吨
兰州大禹管廊投资有限责任公司	子公司	节水灌溉	甘肃及周边	2010	滴灌材料销售、安装，城市地下综合管廊建设
大禹节水（天津）有限公司	子公司	节水灌溉	河北、内蒙、山东	2010	滴灌材料销售、安装内镶式滴灌生产线 12 条，速宫式滴灌生产线 41 条，PVC、PE 生产线 17 条，注塑机 18 台套。每年可生产内镶式滴灌（带）5 亿米，PVC、PE 管材 6 万吨，滴头 500 多吨。
甘肃大禹节水（酒泉）有限公司	子公司	节水灌溉	甘肃及周边	2010	PVC 管材生产线 7 条、PE 管材生产线 7 条、滴灌带生产线 22 条
内蒙古大禹节水技术有限公司	子公司	节水灌溉	内蒙及周边	2011	滴灌材料销售、安装
北京大禹恒远国际贸易有限公司	子公司	节水灌溉	河北及周边	2011	滴管材料、专用设备销售、安装，节水灌溉技术推广
陕西大禹节水设备工程有限责任公司	子公司	节水灌溉	陕西及周边	2013	PVC 管材生产线 3 条、PE 管材生产线 3 条、滴灌带生产线 10 条
广西大禹节水有限公司	子公司	节水灌溉	广西、贵州、云南和四川等	2013	PVC 管材生产线 2 条、PE 管材生产线 3 条、滴灌带生产线 2 条
长春大禹节水设备工程有限责任公司	子公司	节水灌溉	东北地区	2013	PE 管材生产线 4 条、滴灌带生产线 10 条
杭州水利水电勘测设计院有限公司	参股公司	水利设计	浙江及周边	2013	水利水电工程设计、咨询、勘察；水利水电工程总承包；水利水电项目管理
兰银金融租赁股份有限公司	参股公司	金融租赁	甘肃及周边	2016	为“一带一路”基础设施建设、中小企业服务、“三农”业务的融资租赁业务
云南大禹智慧水务科技有限公司	子公司	水利设计	云南及周边	2016	农业科技信息智能领域内的技术开发及提供方案与服务、软件开发及平面设计
重庆巴禹节水有限责任公司	子公司	节水灌溉、水利设计	重庆及西南地区	2017	以农田水利 PPP 项目投资建设为核心，不断在周边省份进行复制、推广

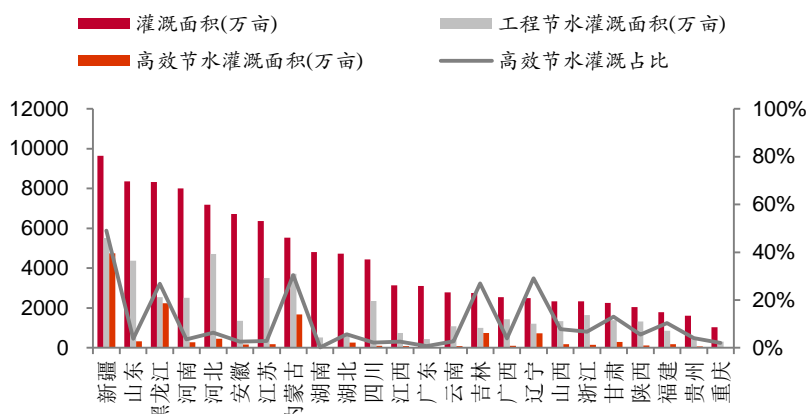
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 27：全国部分省农田水利 PPP 政策

区域	农田水利PPP相关政策
甘肃	2016年3月，甘肃省水利厅关于做好2017年度小型农田水利项目前期工作的通知(甘水农水发〔2016〕73号)，指出小型农田水利项目重点支持高效节水灌溉和“五小水利”工程建设，适度开展1-5万亩灌区节水改造。
云南	近期，云南省规划在大中型灌区、高效节水项目中全面复制推广陆良恨虎坝中型灌区创新机制试点经验，建立科学的初始水权分配机制、合理的水价形成机制、引入社会资本参与的进入机制、企业和农民合资共享的股份合作机制、有效的节水激励机制、可持续的国有工程建管机制等机制，灵活采用PPP等模式吸引社会资本和市场主体参与建设、运行和管理农田水利工程，切实解决农田水利“最后一公里”。
新疆	2016年1月，十三五水利规划明确指出要以深化PPP改革为抓手，着力完善多元化水利投融资长效机制。要推出一批有吸引力的项目，创新PPP项目收益和分配机制，用好自治区PPP引导基金，完善制度，严守合同承诺，激发社会资本参与热情，使PPP模式在更大范围推广。
内蒙	2016年5月，内蒙古水利厅深化水利改革领导小组2016年工作要点，明确支出要创新水利投融资体制改革：积极探索水利投融资体制改革，充分发挥自治区水务投融资平台作用，探索建立政府和社会资本合作（PPP）机制，鼓励社会资本以特许经营、参股控股等多种方式参与节水供水重大水利工程建设运营；制定出台鼓励和引导社会资本参与水利工程建设
东北	2015年，吉林省公桦甸市万两河水利枢纽工程开展了PPP模式试点；目前，农业水价、小型水利工程建设管理体制、基层水利服务体系改革正在稳步推进。2016年4月，黑龙江省进行通河县东部提水灌区泵站及输水总干渠工程PPP项目社会资本采购暨建安工程施工资格预审，5月水利厅发布关于建立黑龙江省水利PPP项目库的通知，向全省汇总水利PPP项
河北	2016年4月，河北省水利厅会同财政厅印发《关于在农业灌溉供水领域推广运用政府和社会资本合作模式（PPP）的指导意见》。《指导意见》就政府和社会资本合作模式的农业灌溉供水项目类型、项目实施机构、社会资本投资主体和合作形式等作了明确。

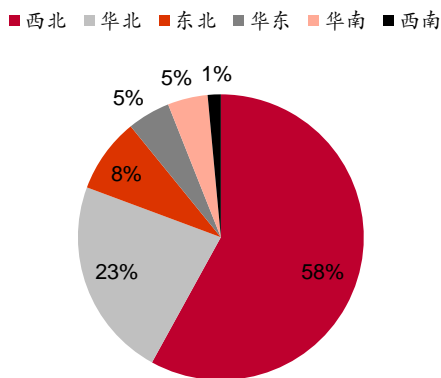
来源：中泰证券研究所

图表 28：各省市高效节水灌溉面积占比普遍较低



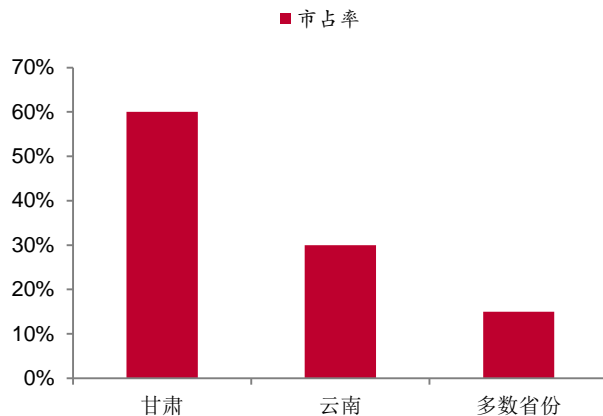
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 29：大禹营收主要来自于西北和华北地区



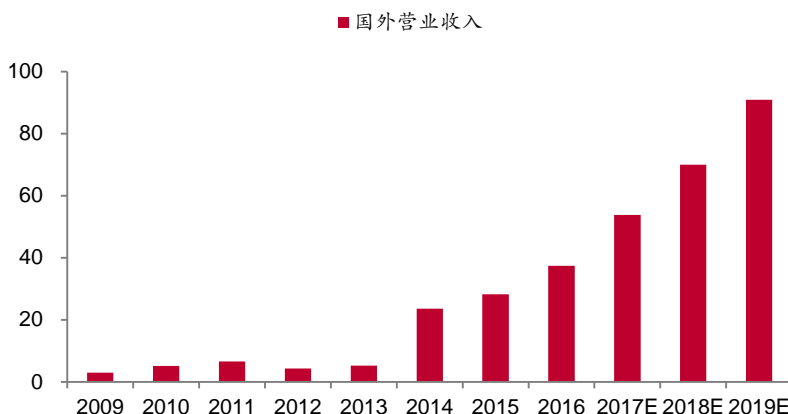
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 30：大禹各个区域城市占率情况



来源：中泰证券研究所

- 大禹节水借助“一带一路”战略机遇进行全球化的市场布局和产能布局，海外业务将成为公司业绩的另一增长点。公司积极响应国家“走出去”和“一带一路”的战略号召，先后在埃及、泰国和南非进行投资和市场布局，未来还将持续拓展印度、柬埔寨、牙买加等国市场，业务范围辐射东南亚、中东、非洲等地区。公司 2009-2016 年海外营收 CAGR 高达 44%，我们认为随着海外订单和项目的不断落地，公司的海外业务将成为业绩的另一增长点。

图表 31：大禹节水国外营业收入不断提升（百万元）


来源：中泰证券研究所

图表 32：大禹节水近年来积极拓展国际业务

时间	项目名称	国家	金额	具体内容	进展情况
2017/3/7	大禹节水与南非硕丰集团合作投资成立合资公司南非大禹硕丰现代灌溉有限公司	南非	大禹节水出资1.2亿元人民币，占合资公司投资总额的60%	大禹出资建设三条滴灌生产线、两条PE管生产线，主要负责生产经营管理、技术支持，节水灌溉等各类工程项目的实施，南非硕丰负责设备、材料清关、运输及产品销售及售后服务、对南非和非洲市场的开拓等	签订《战略合作框架协议》
2017/3/8	大禹节水与泰国SAVALIN CO., LTD公司签订了《2017年销售合同》	泰国	16亿元人民币	合同执行期为10年。SAVALIN CO., LTD将作为大禹节水在泰国的独家代理，同时大禹节水同意向SAVALIN提供灌溉领域的材料和技术支持。大禹节水向SAVALIN CO., LTD提供技术支持以帮助SAVALIN开拓泰国的灌溉工程市场。	签订《2017年销售合同》
2015/7/30	大禹节水（天津）有限公司与埃及高墙公司合资设立埃及大禹博汗现代灌溉农垦股份公司	埃及	大禹节水集团出资869万元，占比55%，大禹节水（天津）出资79万元，占比5%	公司经营范围是水利水电项目设计、施工、监理及承包；PVC/PE/PP管材的生产、销售；水泵、阀门的制造、销售；承接钻机工程；水资源管理、监控；农业灌溉自动化、信息化管理工程的规划、设计、施工、监理、承包；饮水、排水等基础设施建设	谈判中

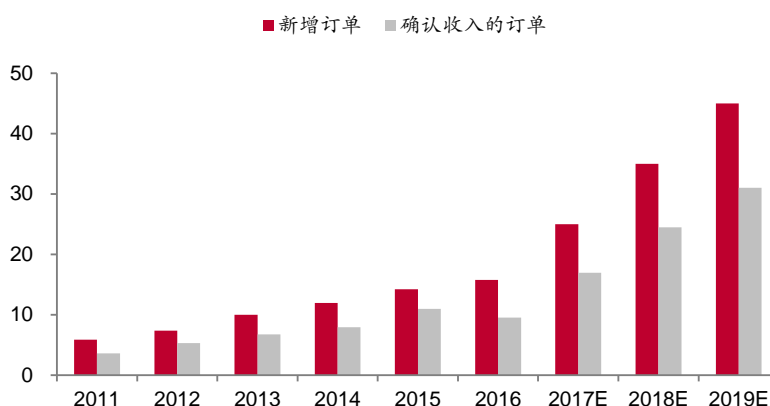
来源：公司公告、中泰证券研究所

PPP 项目储备充足，陆续落地带来公司业绩翻倍

- 公司当前储备了大量项目订单及 PPP 订单，未来三年将进入持续落地期。2016 年报报告期后已有结果先后签订的 PPP 框架协议投资额高达 90 多亿，另有不少 PPP 项目仍在洽谈中。2016 年公司新签订单 15.74 亿元，同比增长 10.85%，其中有 9.96 亿元的订单结转到 2017 年。考虑到 PPP 订单工程项目金额数量大，施工时间长（农田水利项目一年至一年半的施工期），我们认为未来两到三年将是公司 PPP 项目的持续落地期，也将迎来公司业绩的爆发性增长。

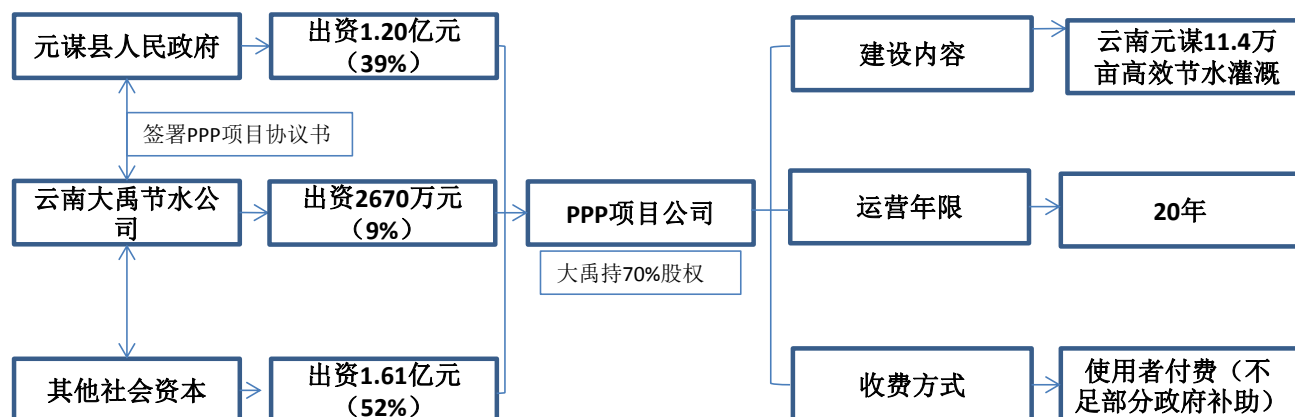
- 大禹节水的 PPP 项目主要以 BOT 的模式为主，以已经落地的云南元谋项目为例，公司与政府以及社会资本共同出资成立项目公司（详见图表 34）。**项目建设期：**项目总投资为 3.08 亿元，其中政府投资 1.20 亿元（占比 39%），社会资本投资 1.88 亿元（占比 61%）。社会资本中以大禹节水为主体的联合体投入 2670 万元（占比 9%），其余合作方为用水合作社（2726 万）、农户自筹（4070 万）、农发行水利建设贷款（4800 万）和国家农发建设基金（4500 万）。项目工程建设按照 11.4 万亩，每亩造价 2000 元，25% 的毛利估算，可贡献毛利润将近 5700 万元。根据一年半的工程建设期估算，工程建设期年投资回报率为 142%。**项目运营期：**根据项目的风险分担和保障机制，元谋县人大对政府保障形成决议，保障项目补贴资金列入县级财政预算，我们保守估计项目运营期年投资回报率为 7.95%。
- 受益于当前 PPP 项目的加速推进和大禹节水全国布局市场化空间的打开，我们预计公司 2017-19 年新增订单分别为 25、35、45 亿元。考虑到 PPP 项目一年到一年半的施工期，我们假设当年新增订单额的 60% 可以在下一年确认收入，40% 在下一年确认收入，根据实际情况微调之后我们预计公司 2017-19 年实际确认收入的订单约为 16.95、24.44、31.00 亿元，实现归属于母公司净利润 1.15、2.29、3.14 亿元，同比增长 90.35%、99.12%、37.28%。

图表 33：大禹节水未来三年新增订单复合增速高达 42%



来源：中泰证券研究所

图表 34：大禹节水云南元谋 PPP 项目运营模式图



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 35：PPP 项目各模式的区别及其适用范围

模式	简介	定义	区别	适用范围
BOT	建设-运营-移交	社会资本或项目公司通过投标等方式，从政府部门获得对某个项目的特许权，一般合同期限为20-30年。然后项目公司对新建项目进行运作，包括设计、融资、建造、运营、维护和用户运营维护等，并获得项目收益。	项目公司在特许期结束后必须将项目资产和相关权利交还给政府，项目的最终经营权仍掌握在政府手中，且在项目运作过程中，社会资本方始终对项目都没有所有权。	收费公路、电厂、废水处理设施等基础设施
BOO	建设-拥有-运营	BOO模式下的社会资本或项目公司拥有项目所有权，但必须在合同中注明保证公益性的约束条款，一般不涉及项目期满移交。	BOO模式与BOT模式最大的不同在于，BOO模式中项目公司对项目拥有所有权和经营权，不存在期满移交这一步，私有化程度高。	公路、医院等
TOT	转让-运营-移交	政府将存量资产所有权有偿转让给社会资本或项目公司，并由其负责运营、维护和用户服务，项目公司获得项目收益，以收回投资并获得回报。合同期满后资产及其所有权等移交由政府。合同期限一般为20-30年。	与BOT模式不同，TOT模式适用于存量项目。在初期企业获得政府存量项目的所有权和经营权，省去了建设环节，可以减少建设风险，有利于收回投资成本。	供电、供水、供气、通信等现有基础设施
ROT	改建-运营-移交	政府在TOT模式的基础上，增加改扩建内容的项目运作方式。合同期限一般为20-30年。	与TOT模式不同的点在于增加了改建的内容	适用于改建、扩建的存量项目

来源：中泰证券研究所

盈利预测、估值分析和投资建议

盈利预测与估值分析

- 核心假设：**（1）公司 2017-19 年新增订单分别为 25、35、45 亿元，根据项目进度和实际情况确认收入的订单约为 16.95、24.44、31.00 亿元。
 （2）公司黑枸杞业务逐步向深加工领域迈进，2017-19 年预计贡献利润 100、200、300 万元。
- 我们预估公司 2017-19 年实现销售收入 17.28、24.43、30.73 亿元，同比增长 67.89%、41.40%、25.79%，实现归属于母公司净利润 1.32、2.37、3.55 亿元，同比增长 118.18%、79.32%、50.10%，对应 EPS 为 0.17、0.30、0.45 元。**
- 目前与农业节水行业相关的仅有两家上市公司，分别是京蓝科技和新疆天业，其 2018 年平均估值为 16 倍 PE，但考虑到大禹节水产业链延伸布局和未来三年订单爆发性增长，我们给予 2018 年 40 倍 PE，对应目标价格 12 元。**

图表 36：农业节水行业公司估值表

公司名称	股价 (2017.06.01)	EPS				PE			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
京蓝科技	16.63	0.06	0.60	0.83	1.14	277.17	27.72	20.04	14.59
新疆天业	11.53	0.89	0.99	1.11	1.3	12.96	11.65	10.39	8.87
平均						145.06	19.68	15.21	11.73

来源：Wind、中泰证券研究所

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价格 12 元

- 公司从农田水利服务商向综合水利商业化龙头迈进，目前已完成全国布局，拥有国内领先的节水技术储备，以及农业节水 PPP 成功的项目经验。当前项目签约速度明显加速，未来 3 年订单爆发性增长有望助力公司业绩腾飞。我们给予公司 2018 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 37：大禹节水三大财务报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	789	1,160	1,029	1,728	2,443	3,073	货币资金	159	257	606	775	730	892
增长率	10.46%	47.0%	-11.3%	67.9%	41.4%	25.8%	应收账款	410	491	615	613	867	1,091
营业成本	-579	-864	-754	-1,213	-1,698	-2,115	存货	470	445	559	332	465	579
% 销售收入	73.4%	74.4%	73.3%	70.2%	69.5%	68.8%	其他流动资产	81	80	174	211	213	238
毛利	210	296	275	515	745	959	流动资产	1,121	1,273	1,953	1,932	2,276	2,800
% 销售收入	26.6%	25.6%	26.7%	29.8%	30.5%	31.2%	% 总资产	73.1%	75.1%	78.6%	77.6%	79.6%	82.1%
营业税金及附加	-11	-17	-13	-26	-37	-46	长期投资	5	40	79	79	79	79
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	固定投资	305	310	372	392	412	432
营业费用	-72	-80	-84	-164	-220	-261	% 总资产	19.9%	18.3%	15.0%	15.7%	14.4%	12.7%
% 销售收入	9.1%	6.9%	8.2%	9.5%	9.0%	8.5%	无形资产	90	62	70	76	81	87
管理费用	-61	-72	-73	-138	-171	-184	非流动资产	413	422	533	559	585	610
% 销售收入	7.8%	6.2%	7.1%	8.0%	7.0%	6.0%	% 总资产	26.9%	24.9%	21.4%	22.4%	20.4%	17.9%
息税前利润 (EBIT)	66	128	105	186	317	467	资产总计	1,534	1,695	2,486	2,490	2,861	3,410
% 销售收入	8.4%	11.1%	10.2%	10.8%	13.0%	15.2%	短期借款	630	632	506	556	656	756
财务费用	-45	-49	-31	-28	-33	-40	应付款项	333	440	422	234	327	410
% 销售收入	5.6%	4.2%	3.0%	1.6%	1.4%	1.3%	其他流动负债	26	35	27	117	58	70
资产减值损失	0	-5	-19	0	0	0	流动负债	989	1,107	955	907	1,041	1,235
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	26	6	6	6	6	6
投资收益	0	-3	5	0	0	0	其他长期负债	0	0	149	149	149	149
% 税前利润	0.0%	—	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,015	1,113	1,109	1,061	1,195	1,389
营业利润	21	72	61	158	284	427	普通股股东权益	479	540	1,334	1,386	1,622	1,978
% 营业收入	2.7%	6.2%	5.9%	9.2%	11.6%	13.9%	少数股东权益	1	3	44	44	44	44
营业外收支	6	13	14	0	0	0	负债股东权益合计	1,494	1,655	2,486	2,490	2,861	3,410
税前利润	27	85	74	158	284	427	比率分析						
利润率	3.4%	7.3%	7.2%	9.2%	11.6%	13.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-6	-24	-12	-27	-48	-71	每股指标						
所得税率	23.3%	27.8%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	每股收益 (元)	0.075	0.220	0.190	0.166	0.297	0.445
净利润	21	61	62	132	237	355	每股净资产 (元)	1.718	1.938	4.181	1.738	2.035	2.480
少数股东损益	0	0	2	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.047	0.676	-0.336	0.262	0.039	0.206
归属于母公司的净利润	21	61	60	132	237	355	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	2.6%	5.3%	5.9%	7.6%	9.7%	11.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.34%	11.37%	4.54%	9.52%	14.59%	17.96%
净利润	21	61	62	132	237	355	总资产收益率	1.39%	3.71%	2.43%	5.30%	8.27%	10.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	5.22%	10.46%	7.00%	13.09%	16.87%	20.91%
非现金支出	24	29	43	25	26	26	增长率						
非经营收益	43	54	29	38	44	52	营业收入增长率	10.46%	47.01%	-11.28%	67.89%	41.40%	25.79%
营运资金变动	-75	44	-241	13	-275	-268	EBIT 增长率	-1.52%	94.04%	-17.94%	77.07%	70.31%	47.16%
经营活动现金净流	13	188	-107	209	31	164	净利润增长率	24.50%	195.30%	-1.47%	118.18%	79.32%	50.10%
资本开支	26	30	78	52	52	52	总资产增长率	8.98%	10.78%	50.20%	0.18%	14.87%	19.22%
投资	0	0	-37	0	0	0	资产管理能力						
其他	-1	0	-98	0	0	0	应收账款周转天数	152.5	121.7	166.7	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-27	-30	-213	-52	-52	-52	存货周转天数	268.3	193.4	242.9	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	2	752	0	0	0	应付账款周转天数	100.9	93.2	133.4	40.0	40.0	40.0
债权募资	46	-20	-49	50	100	100	固定资产周转天数	139.7	93.3	106.9	63.2	41.3	30.1
其他	-53	-57	-22	-38	-124	-52	偿债能力						
筹资活动现金净流	-8	-74	681	12	-24	48	净负债/股东权益	103.67%	70.31%	-6.85%	-14.92%	-4.13%	-6.44%
现金净流量	-21	84	361	169	-44	161	EBIT 利息保障倍数	1.5	2.6	3.4	6.7	9.6	11.5
							资产负债率	67.92%	67.21%	44.61%	42.61%	41.76%	40.74%

来源：中泰证券研究所

风险提示

政策推进低于预期风险

- 农业节水项目的推进很大程度上受益于国家政策的扶持，一旦政策推进低于预期，可能会对业务的拓展带来阻力。

工程项目经营管理风险

- 公司主营业务为农业水利工程设计与施工，工程类项目的投入回报期较长，不确定性因素较多，且农业生产具有明显的周期性、季节性的特点，存在一定的经营管理风险。

PPP 项目退出风险

- 当前全国各地 PPP 项目如火如荼的推广，但是对于社会资本的退出机制却还不太明晰。当前对于社会资本方退出机制的安排，偏重于非正常情况下的临时接管，对于正常情况下的退出机制缺乏规范和细化。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。