

大禹节水(300021)/农业综合

PPP项目稳步推进,业绩高增长可期

评级: 买入(维持)

市场价格: 7.63

目标价格: 10.5

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

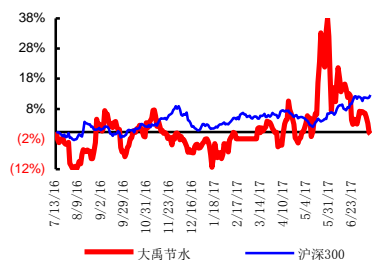
联系人: 夏洲桐

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)	654
市价(元)	7.63
市值(百万元)	6084
流通市值(百万元)	4986

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1. 大禹节水(300021.SZ)深度报告: 从农田水利龙头走向综合水利商业化服务商

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

- **事件:** 公司发布半年报业绩预告, 预计 2017 年上半年归属上市公司股东净利润为 2658~3227 万元, 同比上升 40%~70%, 同时公司上半年新签订单 5.71 亿元。
- **上半年 PPP 订单稳步推进, 三项费用略有上升。** 公司当前处于业务模式转型期, 由传统模式向 PPP 模式转型, 上半年新签订单 5.71 亿元, 其中 PPP 项目接近 4 亿元, 主要包括双辽、阿克塞、阿拉善盟等的项目。但是由于当前 PPP 项目处于框架协议签订和项目开发前期, 销售费用和管理费用开销较大, 加之重庆巴禹节水和安徽皖禹节水新增开办费, 公司上半年三项费用略有上升, 导致上半年业绩增速低于一季度。
- **从行业层面来看, 在当前 PPP 大潮下, 农田水利市场化空间打开, 龙头公司呈现强者恒强的局面。** (1) 在国家政策的大力支持和农田水利的融资需求下, 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, 农田水利商业化不断推进, 市场渗透率稳步提升; (3) 我们认为拥有全国布局、技术储备完善的龙头公司将成为此轮农田水利商业化进程中最为受益者, 市占率有望快速提升, 呈现强者恒强的局面。
- **我们看好大禹节水的主要逻辑有以下三点:** 首先, 公司产业链布局不断延伸, 由传统农田水利向综合水利拓展, 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; 其次, 公司全国性布局将助力其国内市场占有率在未来三年有望提升至 25%, 同时海外业务为公司业绩锦上添花; 最后, 以云南元谋项目为代表的 PPP 项目将进入持续落地期, 推动公司业绩持续增长。
- **公司上半年储备了大量 PPP 项目, 根据农田水利工程季节性施工和 PPP 项目收入确认延迟的特征, 我们认为公司的大量订单将会在三四季度确认收入并且实现业绩的高速增长。** 我们预计公司 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, 给予 2018 年 35 倍 PE, 对应目标价格 10.5 元, 维持“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

图表 1: 大禹节水三大财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	789	1,160	1,029	1,728	2,443	3,073
增长率	10.46%	47.0%	-11.3%	67.9%	41.4%	25.8%
营业成本	-579	-864	-754	-1,213	-1,698	-2,115
% 销售收入	73.4%	74.4%	73.3%	70.2%	69.5%	68.8%
毛利	210	296	275	515	745	959
% 销售收入	26.6%	25.6%	26.7%	29.8%	30.5%	31.2%
营业税金及附加	-11	-17	-13	-26	-37	-46
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-72	-80	-84	-164	-220	-261
% 销售收入	9.1%	6.9%	8.2%	9.5%	9.0%	8.5%
管理费用	-61	-72	-73	-138	-171	-184
% 销售收入	7.8%	6.2%	7.1%	8.0%	7.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	66	128	105	186	317	467
% 销售收入	8.4%	11.1%	10.2%	10.8%	13.0%	15.2%
财务费用	-45	-49	-31	-28	-33	-40
% 销售收入	5.6%	4.2%	3.0%	1.6%	1.4%	1.3%
资产减值损失	0	-5	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	5	0	0	0
% 税前利润	0.0%	—	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21	72	61	158	284	427
营业利润率	2.7%	6.2%	5.9%	9.2%	11.6%	13.9%
营业外收支	6	13	14	0	0	0
税前利润	27	85	74	158	284	427
利润率	3.4%	7.3%	7.2%	9.2%	11.6%	13.9%
所得税	-6	-24	-12	-27	-48	-71
所得税率	23.3%	27.8%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
净利润	21	61	62	132	237	355
少数股东损益	0	0	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	21	61	60	132	237	355
净利率	2.6%	5.3%	5.9%	7.6%	9.7%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	21	61	62	132	237	355
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	29	43	25	26	26
非经营收益	43	54	29	38	44	52
营运资金变动	-75	44	-241	13	-275	-268
经营活动现金净流	13	188	-107	209	31	164
资本开支	26	30	78	52	52	52
投资	0	0	-37	0	0	0
其他	-1	0	-98	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-30	-213	-52	-52	-52
股权募资	0	2	752	0	0	0
债权募资	46	-20	-49	50	100	100
其他	-53	-57	-22	-38	-124	-52
筹资活动现金净流	-8	-74	681	12	-24	48
现金净流量	-21	84	361	169	-44	161

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	159	257	606	775	730	892
应收款项	410	491	615	613	867	1,091
存货	470	445	559	332	465	579
其他流动资产	81	80	174	211	213	238
流动资产	1,121	1,273	1,953	1,932	2,276	2,800
% 总资产	73.1%	75.1%	78.6%	77.6%	79.6%	82.1%
长期投资	5	40	79	79	79	79
固定资产	305	310	372	392	412	432
% 总资产	19.9%	18.3%	15.0%	15.7%	14.4%	12.7%
无形资产	90	62	70	76	81	87
非流动资产	413	422	533	559	585	610
% 总资产	26.9%	24.9%	21.4%	22.4%	20.4%	17.9%
资产总计	1,534	1,695	2,486	2,490	2,861	3,410
短期借款	630	632	506	556	656	756
应付款项	333	440	422	234	327	410
其他流动负债	26	35	27	117	58	70
流动负债	989	1,107	955	907	1,041	1,235
长期贷款	26	6	6	6	6	6
其他长期负债	0	0	149	149	149	149
负债	1,015	1,113	1,109	1,061	1,195	1,389
普通股股东权益	479	540	1,334	1,386	1,622	1,978
少数股东权益	1	3	44	44	44	44
负债股东权益合计	1,494	1,655	2,486	2,490	2,861	3,410

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.075	0.220	0.190	0.166	0.297	0.445
每股净资产(元)	1.718	1.938	4.181	1.738	2.035	2.480
每股经营现金净流(元)	0.047	0.676	-0.336	0.262	0.039	0.206
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.34%	11.37%	4.54%	9.52%	14.59%	17.96%
总资产收益率	1.39%	3.71%	2.43%	5.30%	8.27%	10.41%
投入资本收益率	5.22%	10.46%	7.00%	13.09%	16.87%	20.91%
增长率						
营业总收入增长率	10.46%	47.01%	-11.28%	67.89%	41.40%	25.79%
EBIT增长率	-1.52%	94.04%	-17.94%	77.07%	70.31%	47.16%
净利润增长率	24.50%	195.30%	-1.47%	118.18%	79.32%	50.10%
总资产增长率	8.98%	10.78%	50.20%	0.18%	14.87%	19.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	152.5	121.7	166.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	268.3	193.4	242.9	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	100.9	93.2	133.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	139.7	93.3	106.9	63.2	41.3	30.1
偿债能力						
净负债/股东权益	103.67%	70.31%	-6.85%	-14.92%	-4.13%	-6.44%
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

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。