

# 天地人并表推动业绩大幅增长

## 投资要点：

- **天地人并表推动盈利大幅增长。**公司 2013 年前 3 季度实现收入 3.04 亿元，同比增长 31.31%，实现净利 0.53 亿元，同比增长 43.27%，每股收益 0.044 元，增长主要来自所收购的垃圾渗滤液公司天地人并表。其中 3 季度收入 1.38 亿，同比增长 86.46%，净利 0.24 亿，同比增长 144.37%。
- **水务运营业务相对平稳。**剔除天地人并表的影响（天地人 8-9 月并表收入 0.77 亿），公司前 3 季度原有业务实现收入约 2.27 亿元，同比基本持平，毛利率 50%，同比略有下降。公司 3 季度新收购了宁阳磁窑中环水务公司，加上湘潭水厂等项目的投产，目前自来水和污水处理运营规模预计在 140 万吨/天左右，水务运营将保持 10%-15% 左右的稳定增长。
- **天地人、中科国益订单有明显增长。**天地人前 3 季度收入我们估计在 1.5 亿左右，目前新接订单估计超过 2.5 亿，已超过 2012 年全年水平。维持天地人 2013 年-2015 年的收入分别为 3.2 亿、4.5 亿和 6.3 亿，同比分别增长 25%、40%和 40%；净利分别为 0.78 亿、1.1 亿和 1.54 亿，同比分别增长 20%、40%和 40%。国中水务合并报表显示，截止到 3 季度末的预收账款余额为 0.46 亿元，剔除天地人并表新增的 0.23 亿，相当于原有以中科国益为主的工程公司预收款余额 0.23 亿元，新增 0.17 亿元，显示中科国益的新签订单在大幅增长，我们估计中科国益目前新签订单已超过 0.8 亿。
- **Aquaporin A/S 公司的水通道蛋白膜年底有望量产。**与公司合作的丹麦 Aquaporin A/S 公司自主研发的水通道蛋白膜目前已具备批量生产的初步条件，公司正在丹麦建设工厂，预计今年年底生产设备有望投产，水通道蛋白膜技术一旦获得突破，将推动国中水务技术水平跃升几个层次。
- **盈利预测与投资建议。**初步预计公司 2013-2015 年业绩分别为 0.12 元、0.16 元和 0.20 元，结合相对估值法和绝对估值法，6.19 元-6.51 元，建议买入。风险在于：水务行业政策发生变化、政府部门不能足额支付污水处理费，以及新收购的天地人公司垃圾渗滤液处理业务增长不达预期。

## 公司财务数据及预测

| 项目                 | 2012A | 2013E  | 2014E | 2015E |
|--------------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)          | 357   | 713    | 906   | 1132  |
| 增长率(%)             | 16.79 | 100    | 27    | 25    |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 74    | 173    | 227   | 284   |
| 增长率(%)             | 12.56 | 133.22 | 31.42 | 25.04 |
| 毛利率%               | 50.14 | 50.0   | 50.0  | 50.0  |
| 净资产收益率(%)          | 6.41  | 6.68   | 8.07  | 9.17  |
| EPS(元)             | 0.17  | 0.12   | 0.16  | 0.20  |
| P/E(倍)             | 79    | 42     | 32    | 25    |
| P/B(倍)             | 6.9   | 2.8    | 2.6   | 2.3   |

数据来源：民族证券

## 国中水务 (600187.SH)

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel：010-59355924

Email：fucx@chinans.com.cn

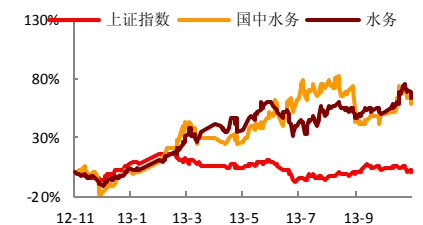
## 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 本次评级： | 买入        |
| 跟踪评级： | 维持        |
| 目标价格： | 6.29-6.51 |

## 市场数据

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| 市价(元)         | 5.01                |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 10.68               |
| 总股本(亿股)       | 14.56               |
| 52 周股价最高最低(元) | 15.05-4.72          |
| 上证指数/深证成指     | 2160.46/<br>8553.37 |
| 2012 年股息率     | %                   |

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

《固废投资增加拉动渗滤液处理需求增长》 2013-10-30；

《国中水务深度报告：水务环保行业系统服务提供商》，2013 年 6 月 26 日；

《环保专题之综合篇：蓝天碧水的呼唤》，2013 年 6 月 26 日；

## 财务预测

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>571</b>   | <b>1,331</b> | <b>1,687</b> | <b>2,129</b> |
| 现金             | 131          | 571          | 834          | 1,201        |
| 应收账款           | 145          | 234          | 261          | 279          |
| 其它应收款          | 266          | 469          | 521          | 558          |
| 预付账款           | 23           | 39           | 50           | 62           |
| 存货             | 6            | 17           | 22           | 29           |
| 其他             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,486</b> | <b>1,987</b> | <b>1,987</b> | <b>1,988</b> |
| 长期投资           | 57           | 507          | 507          | 507          |
| 非营业投资          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 固定资产           | 1,428        | 1,478        | 1,478        | 1,478        |
| 其他             | 1            | 1            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,057</b> | <b>3,317</b> | <b>3,675</b> | <b>4,117</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>296</b>   | <b>471</b>   | <b>568</b>   | <b>688</b>   |
| 短期借款           | 131          | 50           | 50           | 50           |
| 应付账款           | 43           | 129          | 179          | 243          |
| 其他             | 17           | 32           | 41           | 51           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>464</b>   | <b>121</b>   | <b>154</b>   | <b>192</b>   |
| 长期借款           | 404          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 54           | 107          | 136          | 170          |
| <b>负债合计</b>    | <b>760</b>   | <b>592</b>   | <b>722</b>   | <b>880</b>   |
| 少数股东权益         | 140          | 140          | 140          | 140          |
| 股本             |              |              |              |              |
| 资本公积金          |              |              |              |              |
| 留存收益           |              |              |              |              |
| 归属母公司股东权益      | 1,157        | 2,585        | 2,812        | 3,096        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,057</b> | <b>3,317</b> | <b>3,675</b> | <b>4,117</b> |

### 现金流量表

| 单位: 百万元        | 2012        | 2013E       | 2014E      | 2015E      |
|----------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>130</b>  | <b>105</b>  | <b>303</b> | <b>409</b> |
| 净利润            | 79          | 173         | 227        | 284        |
| 折旧摊销           | 65          | 43          | 44         | 44         |
| 财务费用           | 36          | 21          | 27         | 34         |
| 投资损失           | 0           | 0           | 0          | 0          |
| 营运资金变动         | -179        | -140        | 1          | 43         |
| 其它             | -1          | 7           | 3          | 4          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-349</b> | <b>-543</b> | <b>-44</b> | <b>-44</b> |
| 资本支出           | -333        | -93         | -44        | -44        |
| 长期投资           |             |             |            |            |
| 其他             | -16         | -450        | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>162</b>  | <b>878</b>  | <b>4</b>   | <b>2</b>   |
| 借款             | 155         | -356        | 31         | 36         |
| 发新股            | 0           | 1,256       | 0          | 0          |
| 分红             | 0           | 0           | 0          | 0          |
| 少数股东融资         | 12          | 0           | 0          | 0          |
| 其他             | -5          | -21         | -27        | -34        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-57</b>  | <b>440</b>  | <b>263</b> | <b>367</b> |

### 利润表

| 单位: 百万元         | 2012        | 2013E       | 2014E       | 2015E        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>357</b>  | <b>713</b>  | <b>906</b>  | <b>1,132</b> |
| 营业成本            | 178         | 357         | 453         | 566          |
| 营业税金及附加         | 4           | 4           | 5           | 6            |
| 营业费用            | 9           | 43          | 54          | 68           |
| 管理费用            | 65          | 107         | 127         | 159          |
| 财务费用            | 36          | 21          | 27          | 34           |
| 资产减值损失          | -1          | 0           | 0           | 0            |
| 投资净收益           | -0          | 0           | 0           | 0            |
| 公允价值变动收         | 0           | 0           | 0           | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>245</b>  | <b>538</b>  | <b>693</b>  | <b>866</b>   |
| 营业外收支           | 24          | 21          | 27          | 34           |
| <b>利润总额</b>     | <b>91</b>   | <b>203</b>  | <b>267</b>  | <b>334</b>   |
| 所得税             | 12          | 30          | 40          | 50           |
| <b>净利润</b>      | <b>79</b>   | <b>173</b>  | <b>227</b>  | <b>284</b>   |
| 少数股东损益          | 5           | 0           | 0           | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>74</b>   | <b>173</b>  | <b>227</b>  | <b>284</b>   |
| EBITDA          | 167         | 246         | 311         | 378          |
| EPS (元)         | <b>0.17</b> | <b>0.12</b> | <b>0.16</b> | <b>0.20</b>  |

### 主要财务比率

|                | 2012   | 2013E   | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |
| 营业收入           | 16.79% | 100.00% | 27.00% | 25.00% |
| 营业利润           | 11.04% | 119.92% | 28.68% | 25.00% |
| 归属母公司净利        | 12.57% | 133.22% | 31.42% | 25.04% |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |
| 毛利率            | 50.14% | 50.00%  | 50.00% | 50.00% |
| 净利率            | 22.17% | 24.23%  | 25.07% | 25.08% |
| ROE            | 6.4%   | 6.68%   | 8.07%  | 9.17%  |
| ROIC           | 4.53%  | 5.69%   | 6.89%  | 7.84%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 36.95% | 17.84%  | 19.65% | 21.38% |
| 流动比率           | 1.7    | 2.83    | 2.97   | 3.10   |
| 速动比率           | 1.69   | 2.79    | 2.93   | 3.05   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.18   | 0.21    | 0.25   | 0.28   |
| 应收帐类周转率        | 2.46   | 3.04    | 3.48   | 4.06   |
| 存货周转率          | 32.92  | 20.74   | 20.23  | 19.80  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.17   | 0.12    | 0.16   | 0.20   |
| 每股经营现金         | 0.30   | 0.07    | 0.21   | 0.28   |
| 每股净资产          | 2.71   | 1.78    | 1.93   | 2.13   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |
| P/E            | 79     | 42      | 32     | 25     |
| P/B            | 6.9    | 2.8     | 2.6    | 2.3    |
| EV/EBITDA      | 48     | 29      | 23     | 19     |

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

符彩霞，1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事行业与公司研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类别     | 级别 |                                 |
|--------|----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)