

13 年业绩符合预期，预计 14 年业绩进入高成长通道

核心观点：

1. 事件

公司发布了 2013 年业绩预告：2013 年实现营业收入 6.27 亿元-7.41 亿元，同比增 10%-30%；净利润为 2838.4 万元-3626.85 万元，同比增 -10%-15%，EPS 为 0.10-0.13 元，基本符合我们之前预期。

2. 我们的分析与判断

(一) 开工率下降和费用率提升导致利润增速低于收入

截止 2012 年年底，公司签订订单约 8 亿元，同比 11 年增长近 40%，从公司历史订单执行情况来看，一般当年的订单与下一年度的销售收入基本匹配。13 年受国家经济增速放缓、全国财政收支增幅降低等宏观因素影响，水利建设资金到位情况并不理想，公司 13 年已中标订单实际开工率较往年有所下降，因此收入增速(10-30%)低于新签订单增速(40%)。

另外由于公司近几年经营规模扩大，配套资金、管理及核心业务人员同比增加，导致 2013 年年度营销费用、管理费用和财务费用增幅较大。从 2013 年 1-3 季度情况看，公司销售、管理和财务费用分别较去年同期提高了 1.25、1.65、1.47 个百分点，这导致公司最终净利润增速低于收入增速。

(二) 公司 14 年业绩拐点显现

我们预计公司 2013 年订单约 13 亿，同比 12 年增加近 80%。预计 14 年收入增速也将高达 80%。另外 14 年初预计国家对西北地区水利投资力度加大。公司订单仍有大幅增长的可能性。据公开信息显示，西北重点水利项目即将招标：甘肃河西走廊国家高效节水项目(91 亿元)、敦煌生态水利项目(47 亿元)、甘肃安全饮水项目(16 亿元)。大禹节水提供滴灌工程系统集成能力全国领先，在西北地区具备市场区位优势。14 年公司订单有望继续大幅增长。2) 产能布局基本结束，公司费用率将下行，14 年业绩拐点出现。3) 公司战略转型，节水灌溉龙头将进一步拓展高技术含量的水利工程设计业务、水利信息化业务，减少节水灌溉设备制造业务产能扩张。

(三) 广西项目打开公司市值成长空间

公司 2014 年与崇左市江州区人民政府签署《农村土地承包经营权转包(租赁)框架协议书》，公司在广西崇左市江州区流转承包共计 20 万亩土地，分 5 年转包(租赁)给公司，在新型高效糖蔗种植生产经营等领域开展全面合作。该模式意在要求公司 5 年内整合 20 万亩甘蔗用地，全部配套滴灌设施，然后交给公司经营。当前广西地区甘蔗亩产量在 3-4 吨，使用滴灌系统并实施水肥一体化后，预计每亩能产甘蔗 8-10 吨，增产 100%！甘蔗生产周期一般为三年，长期的承包和规模化有利于企业降低生产投资成本，还可以延长甘蔗生长周期。目前甘蔗收购价约 440 元/吨，运用滴灌系统后，1 亩地大约甘蔗收入 2925 元(按亩产 8 吨计

大禹节水 (300021.SZ)

推荐 维持评级

分析师：吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张靖

☎: 010-66568757

✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据	时间 2014.1.26
A 股收盘价(元)	14.64
A 股一年内最高价(元)	16.05
A 股一年内最低价(元)	6.70
上证指数	2054.39
市净率	4.10
总股本(万股)	27900
实际流通 A 股(万股)	16200
限售的流通 A 股(万股)	11700
流通 A 股市值(亿元)	23.78

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2013.12.12《公司深度报告-节水灌溉龙头战略升级，14 年业绩拐点显现》

算，交给农民 1.5 吨的土地流转费)，而三年平均每亩成本在 1500-2000 元之间，因此每亩净利润约 1000 元/亩。公司如果每年整合 4 万亩，那么整合完成第一年的净利润 4000 万，20 万亩全部完成后，每年种植甘蔗收益净利润将达 2 亿元。以上是我们对该土地流转项目的理论测算。公司土地流转后的具体种植模式还没有公布，待公司公布具体种植模式后，我们仍将持续跟踪公司广西种植甘蔗收益情况。若公司成功运营，公司将是 A 股市场中唯一的高效节水农业标杆企业，也是土地流转的成功典范。若将公司的运营模式大规模推广，公司业绩成长空间巨大。

未来公司广西土地流转项目成功运作与否将对公司市值成长空间产生重要影响。

注：

1、甘蔗生长周期：2-4 月种植，5-6 月出芽，9-10 月处生长期，11 月前后上市。广西地区地形复杂，在甘蔗出芽阶段、拔高生长期降雨量较少，经常出现工程性缺水。

2、主要种植成本包括：整地、化肥、种子、田间管理、砍收甘蔗。甘蔗为多年根生植物，传统方式下，通常其经济有效生长期在 3 年，在应用滴灌带后能延长到 5-6 年。

3、种植第一年的种子、犁地等一次成本不能摊销。化肥分为基肥、灌溉肥，还需要施用农药。田间管理主要是指在甘蔗生产前期的除草、灌溉施肥等日常管理。砍收甘蔗目前仍以人工为主（目前基本上市 100-120 元/天-亩）。

3. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.13 元、0.30 元、0.50 元，增速分别为 15%、139%、68%，对应当前股价 PE 为 112x、48x、29x，考虑未来国家将对节水灌溉投资加大，随公司订单量大幅增长预期，当前公司具备“粮食安全主题投资+业绩拐点型”双重属性；另随着公司广西土地流转项目的顺利推进，公司将是 A 股市场中唯一的高效节水农业标杆标的，也是土地流转的成功典范。若将公司的运营模式大规模推广，公司市值成长空间巨大。我们给予“推荐”评级。

表 2：公司财务报表预测 2

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E	利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	125	100	100	100	营业收入	570	720	1271	1843
应收款项	302	394	687	994	营业成本	392	498	888	1283
存货净额	420	521	929	1376	营业税金及附加	8	11	18	27
其他流动资产	82	158	274	356	销售费用	48	61	105	151
流动资产合计	929	1174	1989	2842	管理费用	46	59	103	148
固定资产	306	373	409	444	财务费用	30	53	84	107
无形资产及其他	52	50	48	47	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值	(12)	(10)	(5)	(10)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	(0)	0	0
资产总计	1302	1612	2462	3348	营业利润	34	27	68	116
短期借款及交易性金融负债	445	572	1055	1521	营业外净收支	4	3	3	3
应付款项	179	221	406	591	利润总额	38	30	71	119
其他流动负债	127	146	296	411	所得税费用	6	5	11	19
流动负债合计	752	940	1756	2534	少数股东损益	0	(10)	(24)	(40)
长期借款及应付债券	52	52	52	52	归属于母公司净利润	32	35	84	140
其他长期负债	41	71	91	116					
长期负债合计	93	123	143	168	现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	845	1062	1899	2702	净利润	32	35	84	140
少数股东权益	0	(8)	(32)	(72)	资产减值准备	4	(10)	0	0
股东权益	458	482	539	637	折旧摊销	18	36	42	47
负债和股东权益总计	1302	1537	2407	3267	公允价值变动损失	12	10	5	10
					财务费用	30	53	84	107
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	营运资本变动	(100)	(189)	(462)	(511)
每股收益	0.11	0.13	0.30	0.50	其它	(4)	2	(24)	(40)
每股红利	0.12	0.04	0.10	0.15	经营活动现金流	(38)	(115)	(355)	(359)
每股净资产	1.64	1.73	1.94	2.29	资本开支	(52)	(101)	(81)	(81)
ROIC	7%	7%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	7%	16%	22%	投资活动现金流	(57)	(101)	(81)	(81)
毛利率	31%	31%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	13%	12%	13%	负债净变化	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	16%	15%	支付股利、利息	(34)	(11)	(27)	(42)
收入增长	43%	26%	77%	45%	其它融资现金流	96	126	483	466
净利润增长率	5%	11%	139%	67%	融资活动现金流	17	116	456	424
资产负债率	65%	69%	78%	80%	现金净变动	(78)	(100)	20	(16)
息率	1.2%	0.4%	1.0%	1.5%	货币资金的期初余额	203	125	100	100
P/E	89.5	80.5	33.7	20.1	货币资金的期末余额	125	25	120	84
P/B	6.2	5.9	5.2	4.4	企业自由现金流	(71)	(113)	(406)	(351)
EV/EBITDA	39.3	30.7	23.8	19.7	权益自由现金流	20	5	49	68

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

吴立、张靖，行业证券分析师。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，本人承诺，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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

吴立，农林牧渔行业分析师。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年—2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）、金宇集团（600201.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn