



东兴证券
DONGXING SECURITIES

转型效果显著

——国中水务（600187）2013 年报点评

2014 年 04 月 18 日

强烈推荐/维持

国中水务

财报点评

刘斐	分析师	执业证书编号：S1480513050002
	liufei@dxzq.net.cn 010-66554104	

事件：13 年报业绩符合预期

2013 年，公司实现营收 5.89 亿元，YOY65.29%；扣非后净利 1.42 亿元，YOY92.7%；EPS0.10 元，基本符合此前预期。

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	77.84	80.17	74.24	124.34	80.95	85.6	138.42
增长率（%）	63.41%	9.79%	0.20%	12.45%	3.99%	6.77%	86.46%
毛利率（%）	53.15%	50.56%	53.88%	45.75%	50.13%	47.14%	49.39%
期间费用率（%）	31.30%	32.34%	37.80%	24.90%	34.94%	33.85%	26.86%
营业利润率（%）	20.66%	19.79%	13.38%	20.23%	16.57%	16.10%	18.34%
净利润（百万元）	15.07	15.57	10.12	38.30	15.88	14.79	24.15
增长率（%）	-09.09%	02.13%	-05.34%	40.47%	05.32%	-05.05%	138.58%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.03	0.02	0.09	0.03	0.02	0.04
资产负债率（%）	35.37%	34.88%	35.44%	36.95%	41.71%	25.97%	28.27%
净资产收益率（%）	1.24%	1.26%	0.80%	2.95%	1.20%	0.58%	0.95%
总资产收益率（%）	0.80%	0.82%	0.52%	1.86%	0.70%	0.43%	0.68%

观点：

- **污水处理业务稳定增长。**2013年，公司新增宁阳污水项目（5万t/d）、彰武污水项目（3万t/d）、齐齐哈尔碾子山供排水一体化项目（1.5万t/d），污水日处理能力达74.3万t/d；东营自来水二期工程、东营污水项目等陆续完工并投入运营；昌黎污水项目实现调价、涿州污水东厂扩建项目、牙克石供排水一体化项目、湘潭污水项目顺利建设施工，推动公司污水处理业务实现稳定增长。13年公司污水处理业务实现收入2亿元，YOY10%，毛利率46.7%，同比减少0.8个百分点。其中，齐齐哈尔碾子山污水厂13年实现净利润1,500.万元。
- **自来水销售量下降。**2013年公司新增齐齐哈尔国中水务（3万t/d），自来水供水能力达39万t/d；自来水业务实现销售收入7035万元，YOY-17.8%，在水价上调的背景下收入下滑，我们认为是售水量的出现了下滑。
- **天地人兑现业绩承诺。**2013年，子公司天地人实现营业收入32,307.35万元，同比增长26.22%；净利润

7,805.10万元, 同比增长26.70%; 实现净利高出收购时预测净利7462万元4.6%。天地人并表2013年8-12月净利润7,102.89万元, 占公司净利润总额的48.49%。天地人的并表也带动了公司设备销售业务营收的大幅增长, 当年实现收入2亿元, YOY715%。

表 1: 天地人兑现 13 年业绩承诺

项目	盈利预测数	已审实现数	差异	
营业利润	8,779.6	9,352.3	572.7	6.5%
利润总额	8,779.6	9,338.2	558.6	6.4%
净利润	7,462.7	7,805.1	342.4	4.6%

资料来源: 东兴证券研究所、公司公告

- **中科国益管理改善带动盈利增长:** 2013年, 公司对中科国益实现完全控股后, 管理改善效果明显, 全年共实现营业收入6,792.40万元, YOY46.11%; 实现净利润1,188.59万元, YOY31.95%。公司工程总包业务实现营收7953万元, YOY230%。
- **天地人并表后对销售费用率、企业现金流产生明显影响。**由于天地人从事工业污水处理业务, 行业竞争激烈, 销售费用较高, 2013年8-12月天地人销售费用1130万元, 占共全部销售费用2310万元的50%, 使销售费用同比增长170%。同时由于天地人市政业务较多, 回款周期长, 公司应收账款及其他应收款较期初增长190%、150%; 经营活动现金流同比增长7.8%, 低于收入增幅。另外由于公司业务扩张, 投资及筹资活动产生现金流同比增长236%和620%。
- **研发费用大幅增加。**2013年公司研发支出689万元, YOY536%。原因在于公司成立独立研发平台国中科创, 专门负责国外技术引进及本土化改良, 高难度废水处理等科研活动; 另外天地人也在持续投入经费用以维护其行业领先地位。预计随着农村水务市场的开展和正渗透膜技术的引进, 未来研发投入将大幅增加。
- **公司现金流充裕, 可以满足持续扩张需要。**截至13年底, 公司留存现金2.6亿元, 其中剩余募集资金1亿元; 有用于购买银行理财产品的交易性金融资产3亿元, 拥有近6亿元资金可以满足公司持续扩张需要。

结论:

2013 年公司传统水务业务保持稳定, 新并表的天地人子公司贡献净利达 48%, 中科国益也实现净利 1188 万元, 同比增长 32%, 公司战略转型体现成效; 未来公司工程总包、工业污水、市政供排水业务一体化协同效应将开始逐步显现, 有望带动公司各业务实现稳定增长。另外, 2014 年公司挺进农村水务市场, 通过持续收购海外公司, 公司已经储备了农村小型化供水技术, 农村水务蓝海市场将成为公司未来扩张的重点。我们看好公司未来发展前景, 预计 14、15 年公司 EPS0.15 元、0.22 元, PE36、24 倍, 维持“强烈推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表		单位:百万元				
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E		
流动资产合计	489	571	1,525	2,322	2,666	营业收入	305	357	589	974	1,307		
货币资金	188	131	264	531	132	营业成本	112	113	246	466	610		
应收账款	233	407	857	1,315	1,811	营业税金及附加							
其他应收款						营业费用	10	9	23	38	51		
预付款项						管理费用	32	57	65	80	133		
存货						财务费用	19	36	36	40	51		
其他流动资产	68	33	404	475	723	资产减值损失							
非流动资产合计	1,168	1,237	1,185	1,507	1,820	公允价值变动收益							
长期股权投资						投资净收益	6	-0	9	-	-		
固定资产	318	362	371	843	1,304	营业利润							
无形资产	847	817	801	652	502	营业外收入	23	24	39	39	39		
其他非流动资产	3	57	10	12	14	营业外支出							
资产总计	1,855	2,057	3,552	3,828	4,486	利润总额	80	89	185	257	388		
流动负债合计	283	296	340	1,184	1,541	所得税	9	12	30	41	62		
短期借款	80	131	30	30	30	净利润	70	79	146	216	326		
应付账款	113	48	99	192	250	少数股东损益	4	5	4	3	3		
预收款项						归属母公司净利润	66	74	143	213	323		
一年内到期的非流						EBITDA	122	166	236	332	481		
非流动负债合计	326	404	477	677	777	BPS (元)	0.15	0.05	0.10	0.15	0.22		
长期借款	326	404	477	677	777	主要财务比率							
应付债券	-	-	-	-	-		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
负债合计	654	760	889	1,861	2,318	成长能力							
少数股东权益						营业收入增长	100%	17%	65%	65%	34%		
实收资本(或股本)	1,607	1,611	2,824	2,793	2,793	营业利润增长	72%	36%	42%	40%	45%		
资本公积						归属于母公司净利润	51%	13%	85%	48%	51%		
未分配利润	-405	-314	-161	55	381	获利能力							
归属母公司股东权	1,202	1,297	2,663	2,848	3,174	毛利率(%)	63%	68%	58%	52%	53%		
负债和所有者权	1,855	2,057	3,552	4,710	5,493	净利率(%)	23%	22%	25%	22%	25%		
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)							
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)							
经营活动现金流	-166	3	-437	647	71	偿债能力							
净利润	70	79	146	216	326	资产负债率(%)	35%	37%	25%	49%	52%		
折旧摊销	20	20	22	25	27	流动比率	173%	193%	448%	196%	173%		
财务费用	19	36	36	40	51	速动比率	149%	182%	330%	156%	126%		
应付帐款的变化						营运能力							
预收帐款的变化						总资产周转率							
投资活动现金流	-760	-76	20	-509	-519	应收账款周转率	194%	111%	111%	111%	111%		
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应付账款周转率							
长期股权投资减少						每股指标(元)							
投资收益	6	-0	9	-	-	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.05	0.10	0.15	0.22		
筹资活动现金流						每股净现金流(最新							
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新摊	1.1	2.8	0.9	1.8	2.0		
长期借款增加	137	78	74	200	100	估值比率							
普通股增加	674	5	1,212	-31	-	P/E	33.9	102.6	53.2	35.7	23.5		
资本公积增加						P/B	4.8	1.9	5.9	2.9	2.7		
现金净增加额	-54	25	732	267	-399	EV/EBITDA							

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。