

# 国中水务 (600187.SH) 燃气水务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜

分析师 SAC 执业编号: S1130513100002  
 (8621)60230219  
 wuyu@gjzq.com.cn

霍也佳

联系人  
 (8621)60870950  
 huoyj@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期，期待农村环保市场推进

事件：公司发布 2013 年度报告

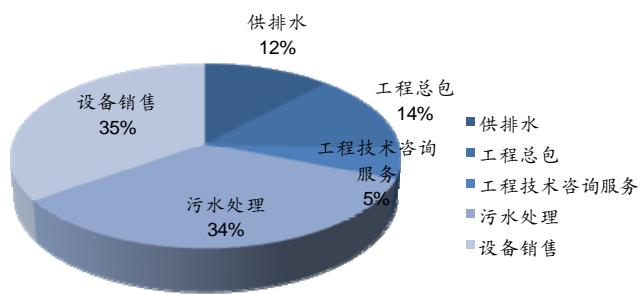
- 今日，公司公布了 2013 年度报告：2013 年公司实现营业收入 5.89 亿元，同比增长 65.29%；实现归属于母公司的净利润 1.43 亿元，同比增长 92.71%；实现基本每股收益 EPS 为 0.1036 元/股，符合市场预期。

### 我们的点评与分析

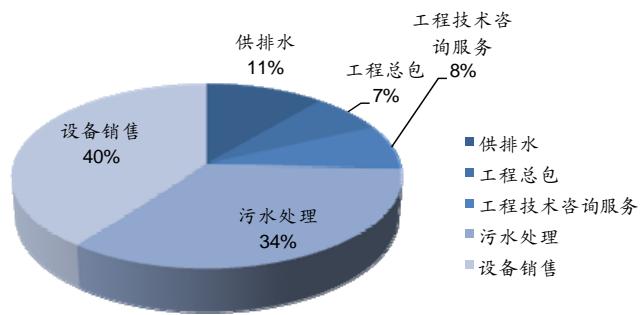
#### 业绩符合预期，14 年重点拓展新型城镇供排水业务

- 公司 2013 年业绩符合预期，报告期内公司通过并购战略实现市政供排水业务实现平稳增长，并完成天地人收购进入高浓度废水膜法处理业务领域；此外，公司在 13 年相继与 3 家国外公司签订了谅解备忘录或股权收购意向书，在收购和引进海外技术的基础上，构建国中自有的技术体系，从而实现“资产+技术+增值服务”的业务模式。
- 截至 2013 年底，在传统水务业务中运营 12 家污水处理厂和 5 家自来水厂，总处理能力达到 149.75 万吨/日，其中供水能力为 70.5 万吨/日，污水处理能力 79.3 万吨/日。
- 公司于 2013 年 7 月底完成了对天地人的全资收购，2013 年天地人实现营业收入 32307.35 万元，同比增长 26.22%；实现净利润 7805.10 万元，同比增长 26.70%，完成业绩承诺。
- 报告期内，公司进一步加速收购和引进海外前沿水处理技术，相继与瑞典 Josab 公司、丹麦 BioKube 公司、丹麦 Aquaporin 公司等海外技术公司签订了谅解备忘录或股权收购意向书，布局新兴业务：一是在新兴城镇化背景下向农村环保市场进军，二是未来正渗透膜的商业化应用。

图表1：国中水务 2013 年主营业务收入



图表2：国中水务 2013 年主营业务毛利



来源：公司年报，国金证券研究所

图表3：公司目前正在运营的供水和污水处理项目情况

业务领域	区域/业务	项目	处理能力	运营模式	签约或运营时间
			(万吨/年)		
污水处理	河北秦皇岛	秦皇岛市海港区污水处理厂项目	12.0	BOT20年	2003年
	安徽马鞍山	鞍山市王家山污水处理厂项目	6.0	BOT22年	2004年
	河北秦皇岛	昌黎县污水处理项目	4.0	BOT30年	2005年
	内蒙古鄂尔多斯	达拉特污水处理厂项目	3.5	BOT30年	2008年
	青海西宁	西宁市第二污水处理项目	4.3	BOT	2005年
	山西太原	太原市杨家堡污水处理厂项目	16.0	BOT30年	2009年
	河北涿州	涿州市城市污水处理厂西厂项目	5.0	BOT25年	2006年
		涿州市城市污水处理厂东厂项目	5.0	BOT25年	2006年
	山东东营	山东东营河口蓝色经济开发区污水处理项目	4.0	BOT30年	2011年
	湖南湘潭	湘潭九华污水处理厂一期项目	5.0	BOT	2013年
		湘潭九华污水处理厂二期项目	5.0	BOT	2013年
	黑龙江齐齐哈尔	齐齐哈尔国中污水处理有限公司	1.5	BOT	2013年
	山东泰安	宁阳磁窑中环水务有限公司	5.0	BOT	2013年
	辽宁沈阳	沈阳经济区彰武爱思特水处理有限公司	3.0	BOT	2013年
	合计		79.3		
自来水供应	陕西汉中	汉中市国中自来水供水项目	11.0	BOT	2007年
	山东东营	东营国中一期项目	15.0	BOT	2010年
		东营国中二期项目	5.0	BOT	2010年
	湖南湘潭	湘潭九华供水工程	30.0	BOT	2013年
	内蒙古牙克石	牙克石市兴安新城给排水项目	6.5	BT	2013年
	黑龙江	齐齐哈尔国中水务有限公司	3.0	BOT	2013年
	合计		70.5		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司加速收购和引进海外前沿水处理技术

布局领域	合作公司	合作方式	公司简介	目前进程
农村环保	瑞典Josab公司	收购Josab公司44%股份；双方将成立合资公司在中国从事水处理生态水系统的生产和销售	Josab是一家总部位于瑞典斯德哥尔摩的上市公司，致力于生产便携式小型供水设备并为客户提供生态水净化解决方案。该设备可以较好地应用于农村供水处理系统，目前已在国外众多相关项目有应用实例	已经完成对Josab公司44%股份收购，成为其控股股东
	丹麦BioKube公司	收购BioKube公司全部权益：1) 在标的公司出具2013财年年报后，国中水务将首先收购BioKube公司60%股份并取得标的公司的控股权；2) 同时公司拥有对BioKube公司剩余40%股份购买选择权	BioKube公司成立于2003年，致力于为家庭、小城市和社区提供小型污水处理系统，该小型污水处理系统可满足不同的出水、进水和空间的需求，具备模块化设计、安装方便、占地面积小、维护简单、远程监控等突出特点，目前在全球超过40个国家和地区均有销售	已签订《谅解备忘录》
正渗透	丹麦Aquaporin公司	双方拟成立Aquaporin国中有限公司，国中水务出资1250万美元，AQP注入专利技术，双方各持有合资公司50%股份；采取合营方式进行中国市场水处理正渗透膜的研发、商业化、改进和销售	Aquaporin是一家总部位于丹麦哥本哈根的公司，核心技术是基于水通道蛋白的独特功能基础上的渗透技术，主要应用于工业和海水淡化领域；Aquaporin在欧洲、美国等地拥有数十项水通道蛋白膜方面的专利，在正渗透膜研究制造领域享有盛名	已签订《谅解备忘录》

来源：公司公告，国金证券研究所

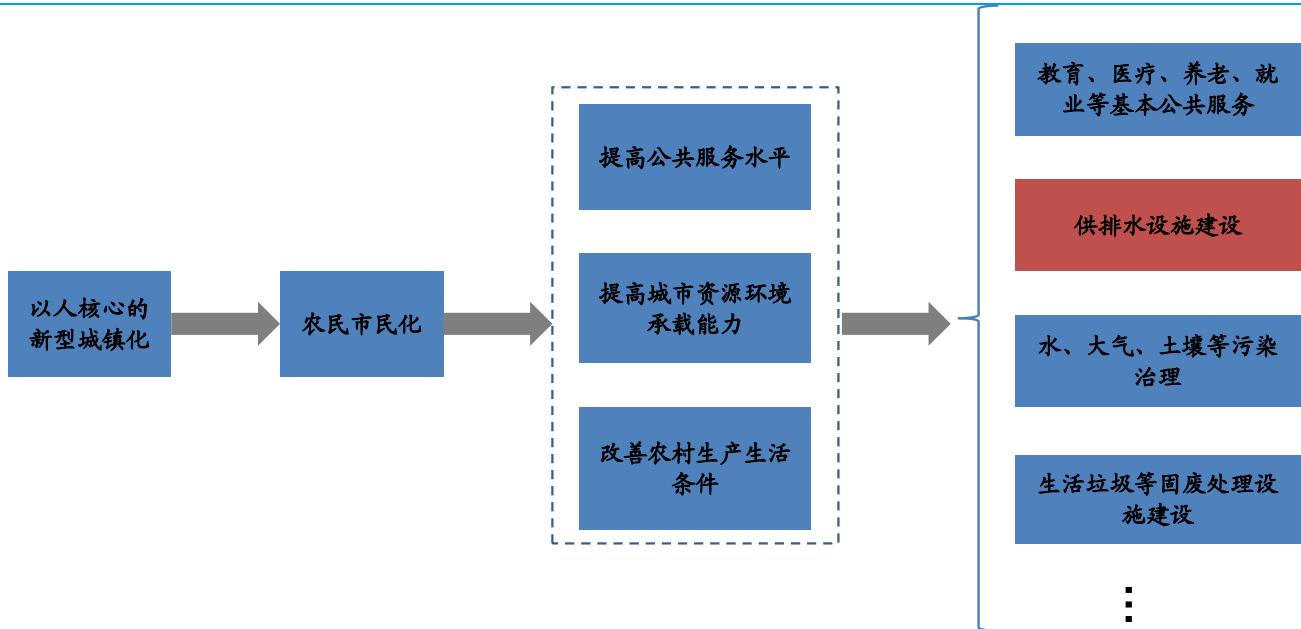
公司在2013年内基本完成了农村环保产品设备、知识产权、人力资源等各方面的系统建设工作，目前已经构建了较完整的适应国内水质和城镇市场特征的水处理设备技术体系，具有小型化、模块化、成本相对低廉和安装维护简便的突出特征，2014年以及未来几年公司将重点拓展新型城镇供排水业务。

### 新型城镇化背景下，农村环保领域成长潜力大

新型城镇化是新一届政府的重要施政着力点，将成为未来5-10年大力推进的发展战略；所谓的新型城镇化并不是片面的圈地造城，而是强调以人为本，实现大中小城市、城镇和新型农村社区的协调发展。

- 新型城镇化是农民的城镇化，关键是要提高城镇生活质量、改善农民居住环境。在此背景下，提高农村公共服务的水平，大力提高城市资源环境承载能力，全面改善农村生产生活条件成为必然趋势。

图表5：以人为核心的新型城镇化



来源：国金证券研究所

- 农村水务市场长期被忽略，缺乏生活污水收集和处理措施，再加上农村大部分地区河、湖等水体普遍受到污染，饮用水水质安全已受到严重威胁；目前该市场仍处于发展初级阶段，我们认为未来随着政策倾斜力度加大，将面临着广阔发展空间。
- 之前由于农村环境市场分散度高、商业模式不成熟，以及投资落地难等问题存在，导致市场一直难以打开，但是在政策的引导下，尤其是建设和投资指南的出台，使得农村环保领域的规划化和标准化有望进一步提升，从而自上而下的推动市场的启动。

图表6：政策逐渐向农村环保市场倾斜

时间	名称	主要内容
2010.2	《农村生活污染防治技术政策》	对于分散居住的农户，鼓励采用低能耗小型分散式污水处理；在土地资源相对丰富、气候条件适宜的农村，鼓励采用集中自然处理；人口密集、污水排放相对集中的村落，宜采用集中处理
2011.3	《环保部关于进一步加强农村环境保护工作的意见》	到2015年，完成6万个建制村的环境综合整治，农村饮用水水源地水质状况和管理状况得到改善，农村生活污水和生活垃圾处理水平显著提高，农村环境质量初步改善
2011.12	《全国环境保护“十二五”规划》	推进农村饮用水水源保护区或保护范围的划定工作，在有条件的地区推行城乡供水一体化；鼓励乡镇和规模较大村庄建设集中式污水处理设施，将城市周边村镇的污水纳入城市污水收集管网统一处理，居住分散的村庄要推进分散式、低成本、易维护的污水处理设施建设
2011.12	《关于加强“十二五”中央农村环境保护专项资金管理的指导意见》	完善资金投入机制，通过中央和地方财政资金支持，到2015年，全国共完成6万个建制村(占全国总数的10%)的环境综合整治任务，建成一大批国家级生态示范乡镇和国家级生态村，使环境问题突出、严重危害群众健康的村庄基本得到治理，农村环境质量初步改善
2012.3	《农村生活污水处理项目建设与投资技术指南》	对于农村生活污水收集及处理技术模式选取、投资内容及参考标准、建设要求作出规定
2012.6	《关于开展“十二五”农村环境综合整治项目库建设通知》	入库项目应突出重点，以饮用水水源地周边、国家水污染防治重点流域和重大政策实施区为重点区域。财政部、环保部根据各省项目储备情况，确定并下达各省年度预算控制数，各省根据实际需要统筹安排
2013.6	《全国农村生态环境保护行动计划》(征求意见稿)	推进新一轮农村环境连片整治，就农村生活污水治理、生活垃圾处理、畜禽养殖污染防治、工矿企业污染整治等工作提出明确要求
2013.11	《农村生活污水处理项目建设与投资指南》等四项文件	针对农村生活污水处理，农村生活垃圾分类、收运和处理，农村饮用水水源环境保护、农村小型畜禽养殖污染防治四方面，给出项目建设及投资指南。在农村生活污水处理方面，要求污水收集系统建设投资与污水处理厂(站)建设投资的比例原则上不超过2.5:1；其中运行维护管理费用为
2014.1	《农村饮水安全工程建设管理办法》	农村饮水安全保障实行行政首长负责制，地方政府对农村饮水安全负总责，中央给予指导和资金支持；农村饮水安全工程建设应当按照统筹城乡发展的要求，优化水资源配置，合理布局，优先采取城镇供水管网延伸或建设跨村、跨乡镇联片集中供水工程等方式，大力发展规模集中供水
2014.2	《县(市)域城乡污水统筹治理导则》	具备条件的县(市)应按本导则要求，推动城乡污水统筹治理，并按照统一管理、统一规划、统一建设、统一运行的原则组织实施

来源：国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

- 由于公司山东乡镇供排水项目目前仅为框架协议，因而暂不考虑该部分的贡献；我们预测公司2014-2015年EPS分别为0.15元和0.20元（采用完全摊薄股本测算）。
- 目前公司股价对应估值为 $35 \times 14PE$ 和 $26 \times 15PE$ ，虽然较同类水务运营商估值偏高，但是我们认为公司正处于转型初期，如果能够转型成功，则存在很好的投资价值，并不能够完全依照目前传统水务股的角度去看。
- 公司目前正处于转型期，转型的方向是环保技术和服务商领域，转型的路径为14-15年通过外延式并购以及拓展农村污水市场的方式，将水务规模适当做大并树立行业地位，15年及以后将重点发展具备技术颠覆潜力的正渗透膜。
- 考虑到目前公司水务运营规模仅150万吨/日，基数较低；而公司负债率低，外延式扩张更多是依靠放大杠杆的方式，而非股本扩张，因此公司在14-15年成长性要明显优于行业内其他水务企业，并不能单纯以水务运营商的角度和估值去看。
- 在14-15年的外延式成长期过后，按照JV企业的规划，开始进入试生产阶段，此时如果能够成功，凭借技术的巨大优势，有希望成为反渗透膜的颠覆者，此时具有很大的机会。
- 目前公司股价对应14-15年PE分别35倍和26倍，但上述盈利预测并未考虑农村环保和正渗透膜业务，考虑公司非常有希望在农村环保这个蓝海市场启动之际获得先机，届时将具备较大的弹性，而15年之后的正渗透膜如果成功商业化并且引入中国，则具备很大的颠覆潜力，因此我们对于国中的投资建议是在安全边

际下长期配置，博取高执行力的管理层在拓展农村环保以及未来正渗透膜商业化应用潜力开发方面的超预期，安全边际区间为 5.0-5.5 元，目前已经处于该区域，买入评级，目标价 7 元。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2013-10-10	增持	4.81	5.10 ~ 5.20
2 2013-10-28	增持	5.24	6.00 ~ 7.50
3 2013-11-21	增持	4.96	N/A
4 2013-12-03	增持	5.26	N/A
5 2013-12-11	增持	5.18	N/A

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD