

## 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

## 股东图变带来投资机会, 看好农村环保大方向

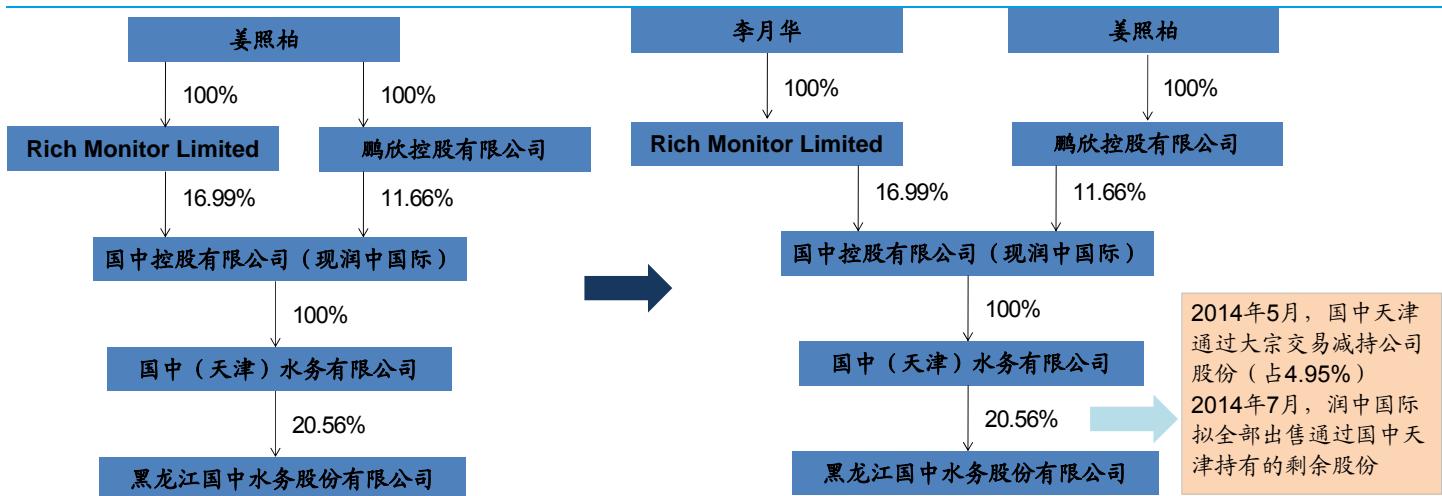
## 事件: 公司间接第一大股东计划出售所持公司股份

- 公司间接第一大股东润中国际拟征求其股东批准其有关出售国中水务股份的授权事项, 涉及于一笔或多笔交易中可能出售其通过其全资子公司国中(天津)水务有限公司所持有的国中水务 227.31 百万股股份。
  - 本次出售授权事项已经润中国际董事会决议及批准, 尚需经润中国际股东特别大会批准后方可实施, 润中国际董事会关于本次出售授权事项建议条款的具体内容为:
    - 1) 将出售之国中水务股份数目上限: 国中天津所持有的国中水务 227.31 百万股股份, 约占国中水务已发行股本的 15.61%。
    - 2) 最低出售价: 取 4.10 元/股和出售前国中水务股票最近五日平均收市价之 90% 之间的较高者。
    - 3) 授权期间: 向股东征求的出售授权有效期为由出售授权获股东特别大会批准日期起 6 个月。
    - 4) 出售方式: 通过上海证券交易所大宗交易系统出售。
    - 5) 潜在买家: 因本次出售将通过大宗交易系统, 据润中国际董事作出一切合理查询后深知、全悉及确信, 出售之对象及该对象之最终实益拥有人将为独立于润中国际及其关联人士的第三方。
  - 该等出售授权事项如获其股东特别大会批准并获全部行使后, 润中国际将不再拥有国中水务任何权益。
  - 润中国际在其公告中称, 润中国际董事会基于其在机会来临时套现于环保水务处理业务之投资的原因, 建议股东批准该等出售授权事项。润中国际拟将出售所得款项用作拨付现有业务之营运资金需求, 并于合适机遇出现时为任何未来收购或投资提供资金。

## 我们的点评与分析

## 战略投资者退出, 未来潜在买家成本决定了目前股价具有较高的安全边际

- 借壳上市以来, 国中水务的股东经过多次变更, 本次 13 年入驻的鹏欣集团拟出售公司股份退出公司股东的行为是其为发展原有业务的投资退出行为, 而公司的管理层仍保持稳定并不会改变公司未来的发展方向。
  - 润中国际全资子公司国中天津是国中水务的直接控股方, 2013 年以来, 国中水务增发股份导致公司股权稀释, 并且国中天津陆续减持国中水务股份, 持股比例从 2012 年末的 53.77% 降至 2013 年的 20.56%。
  - 2013 年 7 月, 鹏欣集团的姜照柏先生与前控制人李月华女士签订了股份买卖协议, 以 4.4 亿港币向李月华女士收购 Rich Monitor Limited 的全部股权(此前, 李月华全资拥有 RML, 并通过 RML 持有 10.33 亿股国中控股股份, 相当于国中控股 16.99% 股权)。
  - 2014 年 5 月, 国中天津通过大宗交易减持公司股份(占 4.95%), 本次减持后仍为第一大股东(占 15.61%); 2014 年 7 月, 润中国际拟全部出售通过国中天津持有的剩余股份, 如果该授权事项最终获润中国际特别股东大会批准并全部行使, 润中国际将不再持有公司的股权。

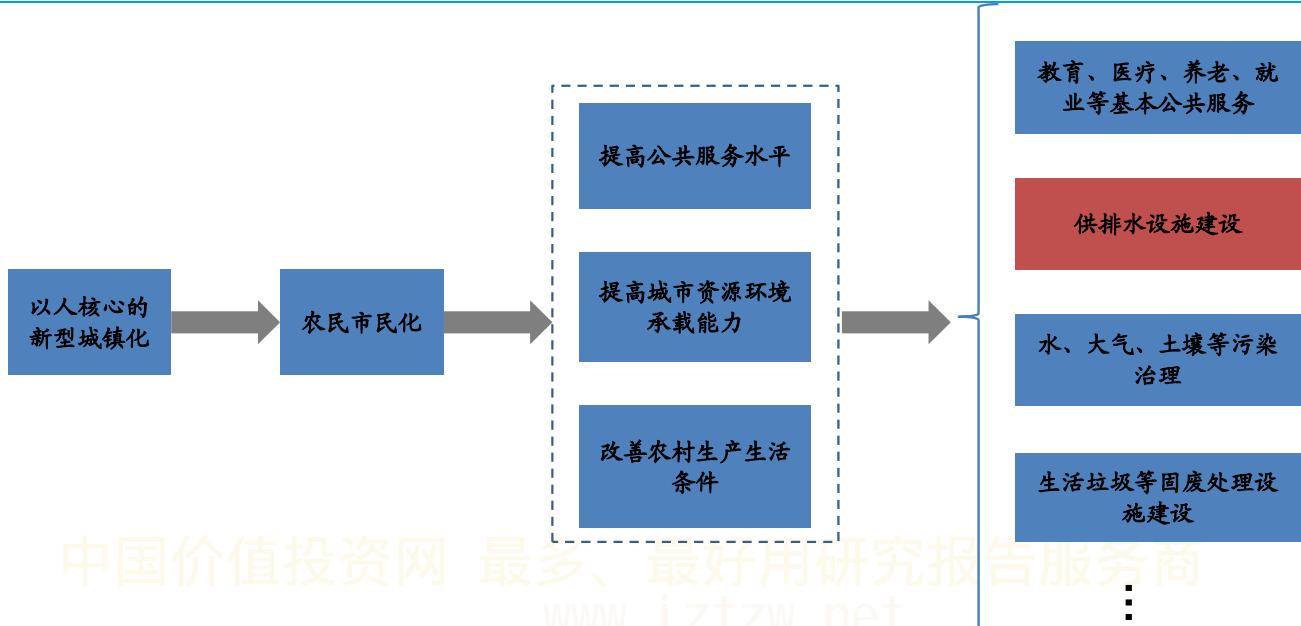
**图表1：公司2013年以来的股权变更历程**


来源：国金证券研究所

- 本次大股东出售股权的价格为取 4.10 元/股和出售前国中水务股票最近五日平均收市价之 90%之间的较高者，因此未来潜在大股东成本较市场价格折价 10%或者为 4.10 元/股，综合考虑，我们认为目前价格已具备较高的安全边际。

## 看好农村环保的长期趋势，维持买入

- 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2：以人为本的新型城镇化**


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3：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、跨乡镇联网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

- 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，拓展的方式主要以技术切入以及通过并购方式快速拓展市场。**

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，目前已在国内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%股份并取得对标的公司的控股权；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：国金证券研究所

- 我们预测公司2014-2015年EPS分别为0.15元和0.20元，看好农村环保领域长期的发展趋势，维持买入评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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
6	2014-04-18	买入	5.21	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

## 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：[researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：[researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：[researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

**中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商**  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)