

## 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

## 战略股东直接进入，打造综合环境投资平台

**事件：公司拟向间接股东姜照柏和董事长朱勇军定增募资 10.99 亿元**

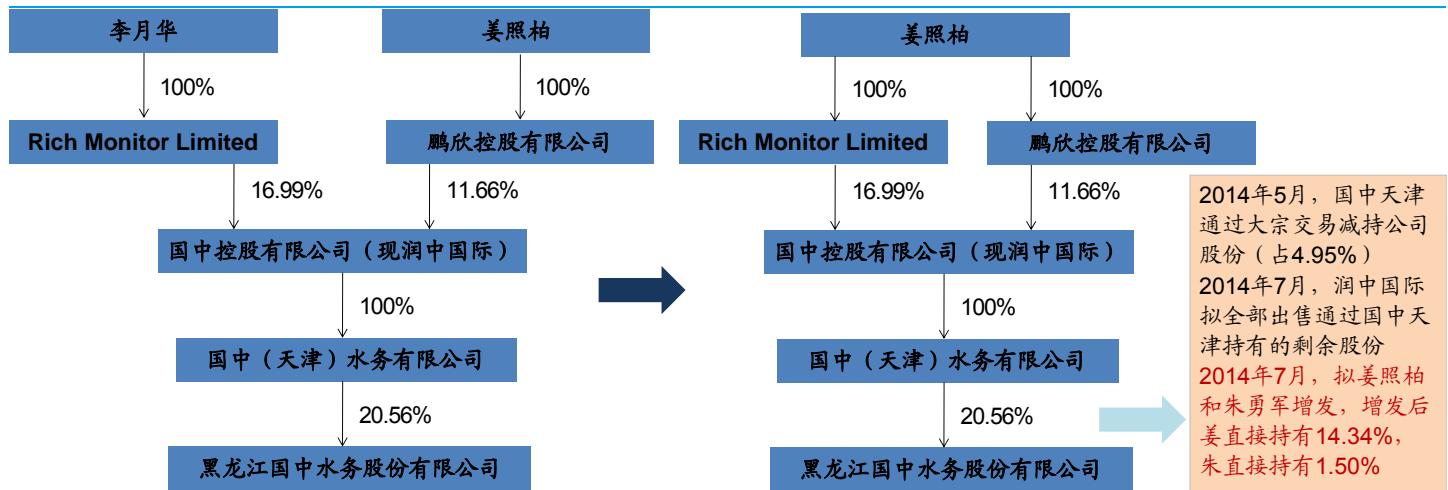
- 近期公司发布公告，拟以 4.01 元/股向公司间接股东姜照柏、公司董事长兼总裁朱勇军非公开发行股票，数量不超过 2.74 亿股，募资 10.99 亿元，扣除相关发行费用后全部用于补充营运资金，并将作为公司实施境内外企业和项目并购的启动资金。
- **发行对象和数量：**本次非公开发行股票数量为不超过 27400 万股（含本数），发行对象已经分别与公司签署了附条件生效的股份认购协议。其中：姜照柏认购 24800 万股；朱勇军认购 2600 万股。
- **发行价格：**本次非公开发行的定价基准日为公司第五届董事会第二十八次会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%；经董事会讨论决定，本次发行股票价格为 4.01 元/股。
- **发行前后股权变化：**本次发行前，姜照柏间接持有润中国际 28.66% 股份，而润中国际全资子公司国中天津持有发行人 15.62% 股份，朱勇军担任发行人董事长兼总裁。本次发行后，朱勇军将直接持有发行人 1.50% 股份；姜照柏将直接持有发行人 14.34% 股份，将成为发行人的控股股东、实际控制人。
- **募集用途和锁定期：**本次非公开发行股票募集资金预计总额为 109874 万元，在扣除相关发行费用后全部用于补充营运资金。姜照柏、朱勇军认购的本次发行股票自本次发行结束之日起三十六个月内不得转让。
- **后续程序：**根据有关法律法规的规定，本次非公开发行股票方案尚需公司股东大会审议通过并报中国证监会核准。

### 我们的点评与分析

**战略股东直接进入，介入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，本次对间接大股东姜先生和董事长朱先生的大比例定向增发，一方面有利于公司控制权的稳定、另一方面创建了公司核心管理人员与公司利益的长效协同机制，对于企业的战略转型将是加速和加强。
- 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，润中国际将不在持有公司的股权。
- 2014 年 7 月，公司拟以 4.01 元/股向公司间接股东姜照柏、公司董事长兼总裁朱勇军非公开发行股票，数量不超过 2.74 亿股；本次发行后，朱勇军将直接持有发行人 1.50% 股份；姜照柏将直接持有发行人 14.34% 股份，将成为发行人的控股股东、实际控制人。

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

- 本次拟对姜照柏先生和朱勇军先生定向增发的价格为4.01元/股，考虑到进驻股东的成本以及公司未来打造综合环境投资平台的战略方向，我们认为目前该价格已经具备很高的安全边际。

### 立足水务环保领域，打造综合环境投资平台

- 公司自2009年重组黑龙江黑龙股份有限公司以来，始终贯彻以并购、自建等方式不断扩大企业规模、提高公司盈利能力的发展战略。
  - 2011年，公司实施非公开发行股票募集资金收购了7家污水处理、供水企业。
  - 2012年11月，公司与中国科学院生态环境研究中心共同出资成立国中科创，作为公司的技术研发和孵化平台，致力于引进国内外先进技术并予以产业化研发，服务国内环保技术市场，由此生产国中产品并衍生国中服务，从而实现“资产+技术+增值服务”的业务模式，为公司各项业务拓展提供有力技术支持。
  - 2013年，公司实施非公开发行股票募集资金，用于新建4个水务工程建设项目建设，进一步扩大了公司水务业务规模和覆盖区域，同时全资收购天地人公司，正式进入高浓度废水膜法处理领域。

图表2：国中水务业务发展历程



来源：国金证券研究所

- 2013年，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，并完成了对瑞典Josab公司的收购，正式进入农村环保领域以及储备具备颠覆潜力的正渗透膜技术。

**图表3：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

- 目前，公司通过收购、设立等方式拥有全资和控股子公司 27 家，业务领域涵盖了水务环保产业链的城市市政供水及污水处理、新型城镇分布式供排水、垃圾渗滤液处理、环保设备及工程业务等多个领域。本次对战略股东和董事长增发之后，我们认为未来公司的战略发展方向将逐渐转向综合环境投资平台。
  - 一方面公司将立足水务环保领域，仍将推行投资并购战略，实行规模化扩张，扩大水务市场的占有率，在市政供排水业务基础上向具有高附加值的更多产业细分领域拓展，力争成为水务环保领域的核心关键设备制造集成提供商、工程解决方案提供商、精细化运营管理服务提供商和先进技术服务提供商。
  - 另一方面，公司依托投资并购和技术领先战略，积极谋求在大气污染控制、固体废物处理等更多环保领域的突破，以自建、合建、并购等多种方式拓展国内、国外市场，使得公司成为在水、大气污染、固废等领域的环保产业系统服务提供商，实现公司由传统水务投资运营商向环保产业系统服务提供商的战略转型。

#### 战略股东成本奠定的安全边际下，博取未来企业成长带来的绝对收益

- 本次战略股东以及董事长拟直接以增发方式进场充分反映了其对于企业成长的信心，并且增发价格也确保了足够的安全边际，因此我们维持对于公司的观点不变，看好公司未来环境投资平台建立过程中的投资价值，维持买入评级。

**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
7	2014-07-14	买入	4.67	6.00 ~ 7.00

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  
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  
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  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD