

董事会和核心高管大幅更换 未来业务发展存在变数 调降评级为“中性”

投资要点：

- **5月9日公司发布公告：**1、第六届董事会第一次会议决议公告，选举尹峻先生为董事长，周建和先生为公司总裁，同时选举了第六届董事会各专门委员会成员及聘任了副总裁和财务负责人、董秘；2、2014年年度股东大会决议公告，审议通过了2014年年报董事会工作报告、财务决算报告、年度利润分配预案等，完成公司第六届董事和独立董事及监事选举；3、第六届监事会第一次会议决议公告，选举王冰先生为第六届监事会主席。
- **原董事长对公司创立和发展产生重大影响。**以公司原董事长朱勇军为核心的管理团队深耕水务和环保领域二十年，在产业发展战略谋划、海外投资并购、市场经营拓展和运营成本管控等方面积累了丰富的经验。在原管理团队的带领下，公司在水处理多个领域及国际先进技术前瞻性布局方面取得快速突破，在较短时间内由一家默默无闻的水务公司迅速成长为竞争力突出的综合性环保服务商。
- **董事会和核心管理团队大幅更换，新任董事会和高管的环保事业热情和环保领域经验相对不足，未来能否延续原有发展思路尚存不确定性。**新任董事长曾在鹏欣集团任职，不具备环保行业背景。本次董事会变动后，能否延续原有发展思路存在较大不确定性，公司原有优质环保业务的发展前景存在较大变数，目前已有的环保行业布局（包括海外技术并购和国内农村市场拓展）和业务执行情况尚需进一步观察。
- **近年来公司业务取得快速发展。**公司2013年并购了北京天地人公司等优质资产，进入垃圾渗滤液领域，市场占有率稳定在10%左右，天地人2014年贡献利润8317万元，占公司利润的66%，成为公司利润的最大来源。天地人凭借高难度废水处理技术成功开拓工业废水处理市场，与内蒙古达拉特旗经开区管委会签订了浓盐水处理特许经营协议，为后续工业水处理业务的开拓奠定基础；开展国际合作，与瑞典Josab公司、丹麦AQP公司、德国Memsys等海外技术公司签订了谅解备忘录或股权收购意向书，收购了瑞典Josab36.5%股权、丹麦AQP公司15.1%的股权；收购四川亿思通90%股权，以国中家源公司为平台前瞻性布局农村水务市场的蓝海，在山东、黑龙江、四川签订了供排水项目战略合作协议，农村水处理业务拓展可期；联合博天环境与丹麦AQP签署正式合作协议，拟引入水通道蛋白技术，开启正渗透膜技术的商业化应用，未来发展前景看好，公司综合竞争力进一步提升。目前公司在垃圾渗滤液处理、农村水处理、城市供排水、工业废水处理等多个领域实现业务布局，战略性投资行业前沿技术，同时谋求在大气污染处理、固废处理和噪声处理等领域的突破，综合环保平台雏形已现。
- **公司传统水务资产优异。**公司污水处理能力79万吨/日，自来水销售能力64万吨/日，BT项目10万吨/日，水务业务范围广，盈利规模稳定增长，盈利能力强，业务毛利率均超过40%，且多个水厂存在升级改造需求，公司水处理规模还将进一步提升。未来随着水价的逐步上涨，水务资产盈利能力将进一步提升。
- **董事会及核心高管大幅更换，降评级提示风险。**考虑到原董事长对公司创立和发展过

国中水务 (600187.SH)

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

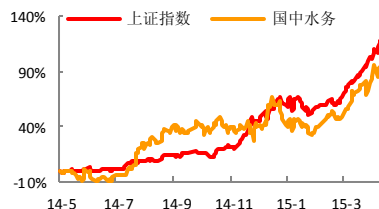
投资评级

本次评级：中性
跟踪评级：下调
目标价格：

市场数据

市价(元)	8.43
上市的流通A股(亿股)	14.56
总股本(亿股)	14.56
52周股价最高最低(元)	9.98-4.28
上证指数/深证成指	4441.66/ 14818.64
2014年股息率	0%

52周相对市场表现



相关研究

程中的重大影响，变更后或将对环保业务发展带来利空，公司业绩增速或将放缓。我们预测 2015-2017 年每股收益为 0.12/0.12/0.13 元，对应 PE 为 77/72/69 倍。考虑到公司未来业务风险的不可控性，我们调降评级至“中性”，提示投资者注意风险。

公司财务数据及预测

项目	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	720	828	911	993
增长率(%)	22.15%	15.00%	10.00%	9.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	150	168	177	186
增长率(%)	5.19%	11.63%	5.65%	4.90%
毛利率%	49.67%	48.79%	47.86%	46.91%
净资产收益率(%)	6.24%	6.51%	6.44%	6.33%
EPS(元)	0.10	0.12	0.12	0.13
P/E(倍)	85.49	76.58	72.48	69.10
P/B(倍)	5.33	4.99	4.67	4.37

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E	单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,701	2,083	2,230	2,349	营业收入	720	828	911	993
现金	1,234	1,429	1,509	1,562	营业成本	362	424	475	527
应收账款	166	295	324	354	营业税金及附加	10	12	13	14
其它应收款	22	113	125	136	销售费用	37	42	46	51
预付账款	272	204	225	245	管理费用	117	135	148	162
存货	7	42	47	52	财务费用	38	43	48	52
其他	0	0	0	0	资产减值损失	10	12	13	14
非流动资产	1,726	1,532	1,671	1,809	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	195	195	195	196	投资净收益	4	5	5	6
固定及无形资产	1,530	1,325	1,457	1,588	营业利润	149	166	648	707
其他	1	7	8	9	利润总额	185	207	219	229
资产总计	3,427	3,616	3,901	4,157	所得税	31	34	36	38
流动负债	312	349	396	414	净利润	155	173	183	192
短期借款	131	124	137	149	少数股东损益	5	5	6	6
应付账款	55	84	94	105	归属母公司净利润	150	168	177	186
其他	14	41	46	50	EBITDA	275	257	274	290
非流动负债	578	556	612	659	EPS (元)	0.10	0.12	0.12	0.13
长期借款	523	508	559	609					
其他	50	41	45	49	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
负债合计	890	905	1,008	1,073	成长能力				
少数股东权益	131	136	142	147	营业收入	22.15%	15.00%	10.00%	9.00%
归属母公司股东权益	2,407	2,574	2,751	2,937	营业利润	8.97%	10.82%	291.37%	9.08%
负债和股东权益	3,427	3,616	3,901	4,157	归属母公司净利润	5.19%	11.63%	5.65%	4.90%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	49.67%	48.79%	47.86%	46.91%
单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E	净利率	20.86%	20.25%	19.45%	18.72%
经营活动现金流	229	152	230	239	ROE	6.24%	6.51%	6.44%	6.33%
净利润	155	173	183	192	ROIC	5.86%	5.30%	5.23%	5.16%
资产减值损失					偿债能力				
折旧摊销	82	42	46	50	资产负债率	25.97%	25.04%	25.83%	25.80%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	38	43	48	52	流动比率	5.45	5.97	5.63	5.67
投资损失	-4	-5	-5	-6	速动比率	5.43	5.85	5.51	5.54
营运资本变化	-52	-107	-54	-54	营运能力				
递延税款变化					总资产周转率	0.21	0.23	0.23	0.24
投资活动现金流	-136	164	-178	-181	应收帐款周转率	4.33	2.81	2.81	2.81
资本支出	-120	164	-178	-181	应付帐款周转率	52.24	10.12	10.10	10.08
其他投资	-16	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1,010	-120	29	-5	每股收益	0.10	0.12	0.12	0.13
短期借款	-15	-77	76	47	每股经营现金	0.16	0.10	0.16	0.16
新发股份	1,079	0	0	0	每股净资产	1.65	1.77	1.89	2.02
分红	0	0	0	0	估值比率				
少数股东融资	-16	0	0	0	P/E	85.49	76.58	72.48	69.10
财务费用	-38	-43	-48	-52	P/B	5.33	4.99	4.67	4.37
现金净增加额	1,104	195	80	53	EV/EBITDA	46.65	49.93	46.79	44.33

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)