

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

节灌

大禹节水(300021.SZ)

首次覆盖

报告原因：年报点评

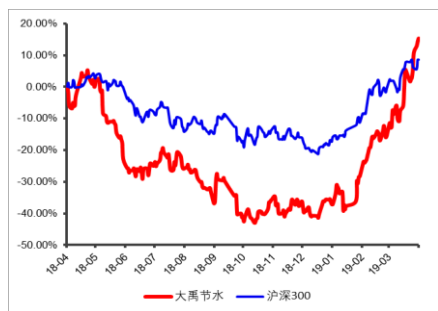
节灌业务收入大幅增长，订单规模持续提升

增持

2019 年 4 月 18 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 4 月 17 日

收盘价(元):	8.07
流通 A 股/总股本 (亿):	6.48/7.97
流通 A 股市值(亿):	52.33
总市值(亿):	64.35

基础数据：2018 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.13
每股净资产:	1.81
净资产收益率:	6.95%

分析师：张婉姝

执业证书编号：S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 17.80 亿元，同比增长 38.55%，归属于上市公司股东净利润 1.00 亿元，同比增长 4.99%，扣除非经常性损益净利润 0.94 亿元，同比增长 22.99%。

事件点评

- 节灌工程/设计收入大幅增长。**报告期内，公司实现节水工程施工收入 11.56 亿元，同比增长 62.03%；实现节水工程设计收入 2.87 亿元，同比增长 165.55%；两项节灌工程相关收入均实现大幅增长。2018 年，公司实现节水产品销售收入 3.29 亿元，同比下降 26.78%。公司实现节水产品销售/工程/设计收入合计 17.72 亿元，实现上市以来新高，同比增长 39.42%。受工程类业务结算进度影响，公司四季度收入占比超过全年的 40%；2018 年第四季度，公司实现营业收入 8.06 亿元，同比增长 48.98%，环比增长 324.21%。
- 整体毛利率略有提升，财务费用率有所提高。**报告期内，公司整体毛利率为 28.46%，同比上升 2.1pct。分产品来看，节水产品销售业务实现毛利率 50.30%，同比上升 18.52pct，节水工程施工业务实现毛利率 24.21%，同比上升 5.04pct，节水工程设计收入实现毛利率 20.17%，同比下降 21.72pct，但节水工程设计收入占 2018 年全年收入比例的 16.21%，低于产品销售和工程施工 18.49%和 64.94%的比例，综合下来公司的毛利率整体有所提升。从三费来看，2018 年公司管理费用率较为平稳，为 8.76%，仅同比上升 0.66pct；销售费用率同比下降 1.73pct，为 3.88%；财务费用率变动较大，较 2017 年提升 1.65pct 到 3.60%。
- 应收账款占比明显下降，经营现金流明显改善。**受国家对民营企业账款清欠力度加大的影响，公司积极采取措施跟进，应收账款回收情况得到显著改善。截止 2018 年底，公司应收账款余额 6.25 亿元，较 2017 年下降 0.29 亿元；2018 年，公司应收账款占销售收入比例为 35.13%，较 2017 年下降 15.76pct。同时，2018 年，公司经营净现金流为 7.98 亿元，为 2016 年以来首次转正。一方面，公司前期建设的优质 PPP 项目对现金流贡献增大；另一方面，公司应收账款回款情况改善，对现金流的改善起到积极作用。
- 新增订单大幅增长，乡村振兴提升行业景气度。**2018 年，公司新签订



单 45 亿元，同比增长 52%。截止报告期末，公司在手订单规模约 32 亿元。2019 年一季度，公司参与的联合体中标酒泉市肃州区乡镇环保提升工程 PPP 项目，预计总投资 1.55 亿元。2018 年，公司在夯实传统节灌业务的基础上，新增农村污水处理业务，与乡村振兴战略契合度较高。随着乡村振兴战略的继续推进，节水灌溉、农村生态环境整治等领域订单有望加速释放，为公司带来更大的成长空间。

#### 投资建议

- 公司从传统节灌业务出发，向农村污水处理和农民安全饮水等相关业务领域布局，延伸农业服务产业链，2017 年以来新增订单规模保持快速提升趋势，现金流出现好转。随着乡村振兴战略的持续推进，公司有望借助政策东风实现快速发展。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.21\0.36\0.50，对应公司 4 月 17 日收盘价 8.07 元，19-21 年 PE 分别为 38.05\22.46\16.10，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 风险提示

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,652	4,055	4,732	5,948	营业收入	1,780	2,538	3,677	4,951
现金	1,207	2,067	1,852	2,182	营业成本	1,273	1,913	2,766	3,722
应收账款	758	1,023	1,540	2,031	营业税金及附加	17	24	35	47
其他应收款	133	189	289	376	销售费用	69	149	189	254
预付账款	67	79	95	85	管理费用	156	203	294	396
存货	556	836	1,209	1,626	财务费用	64	31	27	27
其他流动资产	(69)	(139)	(254)	(352)	资产减值损失	36	6	3	(1)
非流动资产	1,169	1,083	1,405	1,547	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	153	116	116	129	投资净收益	1	3	3	3
固定资产	329	308	287	267	营业利润	164	215	365	510
无形资产	84	79	73	69	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	602	580	928	1,083	营业外支出	15	7	7	7
资产总计	3,821	5,138	6,137	7,495	利润总额	152	211	362	506
流动负债	1,959	2,511	3,131	3,992	所得税	43	32	54	76
短期借款	878	874	871	868	净利润	110	180	308	430
应付账款	638	958	1,385	1,864	少数股东损益	9	10	21	31
其他流动负债	443	680	875	1,260	归属母公司净利润	100	169	286	400
非流动负债	308	885	1,002	1,132	EBITDA	257	272	419	562
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.13	0.21	0.36	0.50
其他非流动负	268	845	962	1,093					
负债合计	2,267	3,397	4,133	5,125	主要财务比率				
少数股东权益	111	122	143	174	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	797	797	797	797	成长能力				
资本公积	254	241	243	246	营业收入	38.55%	42.59%	44.90%	34.64%
留存收益	441	582	821	1,154	营业利润	32.97%	30.90%	70.33%	39.42%
归属母公司股东权	1,443	1,620	1,861	2,197	归属于母公司净利润	4.99%	68.76%	69.39%	39.52%
负债和股东权益	3,821	5,138	6,137	7,495	获利能力				
					毛利率(%)	28.46%	24.60%	24.77%	24.82%
					净利率(%)	5.63%	6.66%	7.79%	8.07%
					ROE(%)	7.06%	10.31%	15.36%	18.15%
					ROIC(%)	12.49%	20.75%	20.81%	21.97%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.33%	66.10%	67.34%	68.37%
					净负债比率(%)	-25.44%	-42.89%	5.08%	21.56%
					流动比率	1.35	1.61	1.51	1.49
					速动比率	1.07	1.28	1.13	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.57	0.65	0.73
					应收账款周转率	2.78	3.48	3.53	3.41
					应付账款周转率	3.32	3.18	3.14	3.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.21	0.36	0.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.39	(0.17)	0.55
					每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.03	2.33	2.76
					估值比率				
					P/E	64.2	38.1	22.5	16.1
					P/B	4.5	4.0	3.5	2.9
					EV/EBITDA	11.14	23.56	15.84	11.68

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。