

大禹节水 (300021)

证券研究报告
2024年10月28日

项目结构影响当期订单转化，新签大订单打开未来成长空间

事件：1) 公司披露三季报，2024 年前三季度实现营收 18.83 亿元，同比 +2.17%；归母净利润 0.30 亿元，同比 -17.66%。单季度看，24Q3 实现营收 6.67 亿元，同比 -8.71%、环比 -11.50%；归母净利润 0.11 亿元，同比 -6.60%、环比 +10.37%。2) 调整回购股份方案：将回购价格上限由 4.5 元/股调整至 5.6 元/股，回购资金总额由 2000~3000 万元调整至 3000~5000 万元。

新签订单规模量级增长，单体 51 亿大项目签约落地

公司稳抓万亿国债、超长期特别国债等机遇，推动营销体系向大营销转型，上半年新签订单 39.14 亿元，同比增长 61%，其中具备运营特征的项目 17.15 亿元，订单获取保持良好态势。规模大、周期长的项目成为订单主要构成，为中长期业绩提供有效支撑；但当期订单转化比受项目结构变动影响有所下滑。订单规模扩大、项目周期延长致贷款规模及对应财务费用增长，项目产值增加短期内暂未能有效平衡订单规模扩大带来的期间费用增加，利润短期有所承压。

10 月 28 日，公司公告以联合体形式正式签订《江西省平江灌区工程特许经营协议》，项目投资总额 51.45 亿元，创项目单体金额最高记录；其中，公司与水电公司作为联合体成员承担的项目建设金额预计 15 亿元，占公司 23 全年营收比重为 43%。项目投资建设周期 3 年，计划开工日期 24 年 9 月 1 日，预计将对公司 2024 及后续年度业绩产生积极影响。项目建成后公司还将承担其运营维护。我们认为，公司在重大项目规划取得突破，叠加高毛利率的设计运营业务开拓，有望进一步打开盈利空间。

拟收购新疆尚善 28% 股权，强化产业链一体化优势

公司业务覆盖“三农三水三张网”，依托物理水网、信息网，将服务网作为战略重点方向，已形成前端规划咨询、中端投资建设、后端运营服务为一体的全产业链布局，业务辐射国内及海外 50 余个国家和地区，综合解决方案能力和资源整合能力突出。旗下慧图科技深耕“移动互联网+智慧水务服务”逾 20 年，拥有独立输出完整水行业信息化解决方案能力，为公司“水网+信息网+服务网”方案解决模式提供重要信息技术支撑。2024 年 8 月，全资子公司“新疆大禹”拟以 0 元收购大河实业持有的新疆尚善水利水电工程有限责任公司 28% 股权；新疆尚善拥有水利水电工程施工总承包二级资质，股权转让后将成为公司的全资子公司。我们认为，本次股权转让有利于公司后期经营管理控制，更大程度实现业务协同并带来经济效益。

考虑到项目进度影响，我们调整并更新 24-26 年营收 45.65/ 56.70/ 65.55 亿元（24-25 年前值 60.91/ 75.08 亿元），归母净利润 0.97/ 1.70/ 2.25 亿元（24-25 年前值 2.30/ 2.74 亿元）。看好特别国债对水利领域的资金支持，以及公司新签订单高增和重大项目突破，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，应收账款管理风险，项目交付风险，业务规模快速扩张的管理风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,401.04	3,452.58	4,565.35	5,670.42	6,554.70
增长率(%)	(3.24)	1.52	32.23	24.21	15.59
EBITDA(百万元)	459.57	462.91	456.53	614.41	747.75
归属母公司净利润(百万元)	97.06	50.14	96.86	170.42	225.18
增长率(%)	(28.27)	(48.34)	93.18	75.95	32.13
EPS(元/股)	0.11	0.06	0.11	0.20	0.26
市盈率(P/E)	35.54	68.80	35.61	20.24	15.32
市净率(P/B)	1.70	1.71	1.70	1.65	1.59
市销率(P/S)	1.01	1.00	0.76	0.61	0.53
EV/EBITDA	8.15	9.74	9.19	7.59	6.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农业综合 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	853.84
流通 A 股股本(百万股)	700.69
A 股总市值(百万元)	3,449.51
流通 A 股市值(百万元)	2,830.78
每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	72.17
一年内最高/最低(元)	5.04/2.92

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

林毓鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524080004
linyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《大禹节水-半年报点评:项目开工影响上半年业绩，新签订单增长较快值得关注!》2023-08-23
- 《大禹节水-年报点评报告:2022 年项目进度受影响，看好后续订单转化增量》2023-04-14
- 《大禹节水-半年报点评:水利行业持续扩张，在手订单充足支撑业绩成长》2022-08-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,141.71	1,150.79	1,141.34	1,247.49	1,442.03
应收票据及应收账款	2,117.28	2,778.79	2,801.08	3,656.89	3,626.10
预付账款	68.62	44.48	147.44	79.25	169.22
存货	384.02	365.34	584.67	556.47	716.10
其他	254.31	150.35	1,069.27	1,312.99	1,325.17
流动资产合计	3,965.94	4,489.74	5,743.80	6,853.09	7,278.63
长期股权投资	353.10	383.77	383.77	383.77	383.77
固定资产	485.55	476.17	471.52	493.79	520.35
在建工程	58.73	62.57	71.80	91.08	102.65
无形资产	249.87	346.16	370.39	392.13	411.36
其他	1,253.16	1,251.92	1,090.12	1,191.60	1,172.17
非流动资产合计	2,400.41	2,520.59	2,387.61	2,552.37	2,590.29
资产总计	6,951.78	7,954.05	8,131.41	9,405.46	9,868.92
短期借款	611.65	785.86	1,135.23	1,620.34	1,935.04
应付票据及应付账款	1,895.19	2,401.23	2,162.43	2,778.60	2,907.36
其他	408.89	577.58	898.82	825.36	738.96
流动负债合计	2,915.74	3,764.68	4,196.47	5,224.29	5,581.36
长期借款	674.56	874.25	872.74	1,013.23	1,014.98
应付债券	541.54	572.47	541.02	551.68	555.06
其他	235.38	302.96	217.64	251.99	257.53
非流动负债合计	1,451.48	1,749.68	1,631.40	1,816.90	1,827.56
负债合计	4,592.84	5,667.03	5,827.87	7,041.19	7,408.92
少数股东权益	330.99	264.25	269.02	277.82	291.83
股本	862.30	858.06	853.84	853.84	853.84
资本公积	488.41	507.51	507.51	507.51	507.51
留存收益	550.14	514.25	541.26	591.11	670.53
其他	127.11	142.95	131.90	133.99	136.28
股东权益合计	2,358.94	2,287.02	2,303.53	2,364.27	2,460.00
负债和股东权益总计	6,951.78	7,954.05	8,131.41	9,405.46	9,868.92

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	108.58	67.15	96.86	170.42	225.18
折旧摊销	46.84	60.20	61.19	66.72	72.64
财务费用	93.07	111.33	105.76	124.77	164.11
投资损失	(14.97)	(2.63)	(9.57)	(9.06)	(7.09)
营运资金变动	(368.00)	(329.30)	(143.85)	(557.22)	(182.12)
其它	511.50	(0.92)	18.89	31.87	41.53
经营活动现金流	377.01	(94.17)	129.27	(172.50)	314.25
资本支出	131.52	117.11	175.32	95.65	124.46
长期投资	54.57	30.67	0.00	0.00	0.00
其他	(591.20)	(386.72)	(312.53)	(218.38)	(249.17)
投资活动现金流	(405.11)	(238.95)	(137.21)	(122.74)	(124.71)
债权融资	(276.50)	451.52	95.93	541.15	174.18
股权融资	226.77	4.97	(97.44)	(139.76)	(169.18)
其他	(47.68)	(159.45)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(97.41)	297.04	(1.50)	401.39	4.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(125.51)	(36.08)	(9.45)	106.16	194.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,401.04	3,452.58	4,565.35	5,670.42	6,554.70
营业成本	2,560.98	2,612.00	3,420.02	4,235.17	4,873.68
营业税金及附加	21.34	22.01	31.96	39.69	45.88
销售费用	138.37	166.56	200.88	232.49	268.74
管理费用	297.13	254.48	390.34	450.80	501.43
研发费用	108.81	123.38	157.50	189.96	222.86
财务费用	66.58	93.74	105.76	124.77	164.11
资产/信用减值损失	(97.28)	(127.13)	(125.49)	(156.63)	(156.42)
公允价值变动收益	1.79	(0.02)	1.79	1.79	1.79
投资净收益	14.97	2.63	9.57	9.06	7.09
其他	143.16	230.25	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	145.19	74.67	144.77	251.77	330.45
营业外收入	1.30	6.82	3.06	3.73	4.54
营业外支出	11.19	6.90	8.87	10.99	11.92
利润总额	135.30	74.59	138.96	244.51	323.07
所得税	26.72	7.45	25.01	44.01	58.15
净利润	108.58	67.15	113.95	200.50	264.91
少数股东损益	11.52	17.01	17.09	30.07	39.74
归属于母公司净利润	97.06	50.14	96.86	170.42	225.18
每股收益(元)	0.11	0.06	0.11	0.20	0.26

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.24%	1.52%	32.23%	24.21%	15.59%
营业利润	-27.40%	-48.57%	93.87%	73.91%	31.25%
归属于母公司净利润	-28.27%	-48.34%	93.18%	75.95%	32.13%
获利能力					
毛利率	24.70%	24.35%	25.09%	25.31%	25.65%
净利率	2.85%	1.45%	2.12%	3.01%	3.44%
ROE	4.79%	2.48%	4.76%	8.17%	10.39%
ROIC	7.94%	7.91%	8.40%	11.10%	12.29%
偿债能力					
资产负债率	66.07%	71.25%	71.67%	74.86%	75.07%
净负债率	32.77%	57.24%	66.00%	87.98%	90.40%
流动比率	1.45	1.39	1.37	1.31	1.30
速动比率	1.33	1.29	1.23	1.21	1.18
营运能力					
应收账款周转率	1.66	1.41	1.64	1.76	1.80
存货周转率	8.13	9.21	9.61	9.94	10.30
总资产周转率	0.51	0.46	0.57	0.65	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.06	0.11	0.20	0.26
每股经营现金流	0.44	-0.11	0.15	-0.20	0.37
每股净资产	2.38	2.37	2.38	2.44	2.54
估值比率					
市盈率	35.54	68.80	35.61	20.24	15.32
市净率	1.70	1.71	1.70	1.65	1.59
EV/EBITDA	8.15	9.74	9.19	7.59	6.47
EV/EBIT	9.01	11.03	10.61	8.51	7.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com