

2014年09月23日

国中水务 (600187)

——浓盐水项目落地，正式进军工业水处理市场，维持“增持”评级

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年09月22日
收盘价(元)	6.5
一年内最高/最低(元)	12.24/4.28
上证指数/深证成指	2290/7896
市净率	3.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9462

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	1.76
资产负债率%	27.01
总股本/流通A股(百万)	1456/1456
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《国中水务(600187)——2014半年报点评：业绩符合预期，向环保平台型公司转型将加速，维持“增持”评级》 2014/08/15

《国中水务(600187)——非公开发行落地，控制权明晰，资金充实助力战略转型，维持“增持”评级》 2014/07/28

证券分析师

孟焜勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持
刘嘉庆 A0230113080005
liujq@swsresearch.com

联系人

刘嘉庆
(8621)23297818x7568
mengyy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	589	65	143	93	0.10	47.0	5.7	66	33
2014H1	265	59	51	79	0.04	49.3	2.0		
2014E	988	68	220	54	0.15	48.5	14.5	43	32.9
2015E	1,486	50	301	36	0.21	46.7	16.5	31	24.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **公司公告：**公司全资子公司北京天地人环保科技有限公司（以下简称“天地人”）近日与内蒙古达拉特经济开发区管理委员会（以下简称“达旗经开区管委会”）签订了《内蒙古达拉特经济开发区浓盐水处理项目（浓盐水处理设施及两座高盐晾晒池）特许经营权协议》及其补充协议，达旗经开区管委会授予天地人在特许经营期内独享权利以融资、设计、建设、运营和维护项目中的浓盐水处理设施，受托管理运营两座高盐晾晒池，并收取水处理服务费。
- **签订工业高浓度废水处理第一单。**根据本次协议约定，天地人投资、建设、运营和维护的浓盐水处理设施处理能力为 6000 立方米/天，受托运营的两座高盐晾晒池的接收处理能力分别为 3000 立方米/天和 2100 立方米/天。其中浓盐水处理收入主要来源于回用水（4.3 元/立方米）和政府补贴，高盐晾晒池处理达旗经开区管委会对水量进行保底，为 3000 立方米/天，吨水单价为 8 元，对应年收入保底量 876 万元，满负荷运营收入约 1500 万元。根据补充公告，经开区有权选择回购采用 BT+0 模式，经确认项目工程总造价 4822 万元，投资回报率 9%。本次协议时天地人工业高浓度废水处理的第一次重要突破。
- **天地人浓盐水项目落地是进军工业水处理里程碑。**天地人作为垃圾渗滤液处理龙头，其碟管反渗透的技术优势使其具备进军高难度高盐分工业废水处理的基础储备，此次浓盐水处理项目的落地是公司进军工业水处理行业的里程碑，有望带动其他多个储备的工业水处理项目落地，正式进军工业水处理的广阔市场。水十条行动计划四季度推出是大概率事件，公司除在农村水务领域的领先优势外，又实现了工业水处理行业的突破，未来受益会非常明显，打开新的想象空间。
- **维持“增持”评级。**我们近期强调公司（1）订单催化（2）环保平台型公司转型（3）股权理顺后进一步激励三方面的催化剂，目前订单催化已开始兑现，维持 2014-2015 年每股收益 0.15/0.21 元，对应 2014-2015 年 43/31 倍 PE，需强调的是若未来农村水务项目推进到位，公司业绩向上调整弹性巨大，暂维持“增持”评级。

表 1：盈利预测表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业收入	305	357	589	988	1486
二、营业总成本	256	290	461	742	1139
其中：营业成本	164	178	312	509	792
营业税金及附加	4	4	4	11	16
销售费用	10	9	23	24	43
管理费用	57	65	80	178	275
财务费用	19	36	36	20	12
资产减值损失	1	(1)	5	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	(0)	9	0	0
三、营业利润	56	67	137	246	347
加：营业外收入	24	24	39	24	23
减：营业外支出	1	1	0	1	1
四、利润总额	79	91	176	269	369
减：所得税	9	12	30	35	48
五、净利润	70	79	146	234	322
少数股东损益	4	5	4	14	21
归属于母公司所有者的净利润	66	74	143	220	301
六、基本每股收益	0.16	0.17	0.10	0.15	0.21
全面摊薄每股收益	0.05	0.05	0.10	0.15	0.21

资料来源：申万研究

表 2：毛利拆分表

单位：百万元		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
传统污水处理	收入	139.02	181.82	201	230	253
	成本	72.14	95.52	107	124	142
	毛利	66.88	86.30	94	106	111
	毛利率	48%	47%	47%	46%	44%
	收入占比	47%	52%	34%	23%	17%
	毛利占比	50%	49%	34%	22%	16%
供水及水务工程	收入	79.17	85.57	70	108	119
	成本	49.40	42.55	40	56	65
	毛利	29.77	43.02	30	52	54
	毛利率	38%	50%	43%	48%	45%
	收入占比	27%	24%	12%	11%	8%
	毛利占比	22%	25%	11%	11%	8%
工程技术咨询服务	收入	46.88	60.03	111	149	172
	成本	18.84	22.64	71	70	87
	毛利	28.04	37.39	40	79	85
	毛利率	60%	62%	36%	53%	49%

	收入占比	16%	17%	19%	15%	12%
	毛利占比	21%	21%	15%	17%	12%
设备销售	收入	29.83	24.85	203	300	342
	成本	19.97	16.68	94	168	198
	毛利	9.86	8.17	109	132	144
	毛利率	33%	33%	54%	44%	42%
	收入占比	10%	7%	35%	30%	23%
	毛利占比	7%	5%	40%	28%	21%
农村水务业务	收入				200	600
	成本				90	300
	毛利				110	300
	毛利率				55%	50%
	收入占比				20%	40%
	毛利占比				23%	43%
合计	收入	295	352	584	988	1486
	成本	160	177	312	509	792
	毛利	135	175	273	479	694
	毛利率	45.6%	49.6%	46.6%	48.5%	46.7%

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

: 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。