

中小股票

2014 年 08 月 21 日

国中水务 (600187)

——黑龙江百镇供水协议签订，农村水务业务取得重大突破，维持“增持”评级

报告原因：有信息公布需要点评

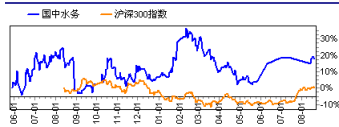
增持

维持

市场数据：	2014 年 08 月 20 日
收盘价（元）	5.98
一年内最高/最低（元）	14.5/4.28
上证指数/深证成指	2240/8023
市净率	3.4
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	8705
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

孟焱勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

刘嘉庆 A0230113080005
liujq@swsresearch.com

联系人

刘嘉庆
(8621)23297818×7568
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
2012	357	17	74	12.6	0.05	50.1	6.4	120	57.7
2013	589	65	143	93	0.10	47.0	5.7	60	33
2014H1	265	59	51	79	0.04	49.3	2.0		
2014E	988	68	220	54	0.15	48.5	14.5	39	32.9
2015E	1,486	50	301	36	0.21	46.7	16.5	28	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：**公司于 8 月 20 日与黑龙江省住房和城乡建设厅签订了《黑龙江省百镇供水建设项目合作协议》，协议约定公司在黑龙江设立子公司，并以此为主体向合作范围内的乡镇提供排水项目的规划咨询服务，并对项目进行投资、建设、运营管理。
- **新订单可行性明显强于山东项目，农村水务模式逐步走向成熟。**此次黑龙江农村水务框架协议是公司继山东项目后又一个重大区域性合同，但与山东项目相比可行性明显更强，主要体现在：
 - **（1）配套落地项目：**本次协议除省级范围的整体框架外，还要求在签订后两个月内确保向公司提供其选定的不少于 3-5 个示范镇的供、排水项目作为双方第一批合作项目；
 - **（2）排他性：**约定在合同签署后地方政府必须为公司开展项目提供各种支持工作，特别要求任何一方不应与第三方就该协议范围内商定的项目进行有合作协议的交流；
 - **（3）进度约定：**明确了在 2014 年完成第一批合作项目的建设，并保证顺利投运；
 - **（4）模式约定：**确定了在乡镇供水项目中以 DBOT 为主，在污水处理项目中以 BT+O 为主；
 - **（5）投资规模约定：**要求在未来五年内公司投入不少于 50 亿元，以水务行业 10%的 ROE 测算，年新增利润达 1 亿元。整体来看，此次协议的可行性明显强于山东项目，表示公司农村水务运营的模式逐渐走向成熟。
- **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，考虑到黑龙江具体合同还未签订，基于保守原则暂不上调盈利预测，维持 2014-2015 年每股收益 0.15/0.21 元，对应 2014-2015 年 39/28 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。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

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%

设备销售	收入占比	16%	17%	19%	15%	12%
	毛利占比	21%	21%	15%	17%	12%
	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%
农村水务业务	收入占比	10%	7%	35%	30%	23%
	毛利占比	7%	5%	40%	28%	21%
	收入				200	600
	成本				90	300
	毛利				110	300
	毛利率				55%	50%
合计	收入占比				20%	40%
	毛利占比				23%	43%
	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。