

订单爆发增长，转型促业绩估值双升

国海股份 (002586.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司11月21日发布公告: 公司成为宁海县三山涂促淤试验堤项目第一中标候选人, 中标金额3.73亿元, 占2013年营收的23.00%。BT模式, 工期为4年。

2. 我们的分析与判断

(一) 新签订单呈爆发增长态势

截至目前公司14年已公告新签订单20.11亿元, 其中BT项目占比达89%。我们测算目前公司在手订单约62亿元, 合同收入比4.4倍, 后续业绩保障性极高。我们判断, 受益于国家今冬明春加快水利建设(今年规划投资YOY+10%), 浙江强力推进五水共治, 公司通过商业模式创新承接更大体量订单, 通过区域拓展积极开拓省外市场、海外市场, 公司后续订单增长仍有爆发增长潜力。

(二) 业务转型升级驱动业绩估值双升

1、在手现金充足, BT项目陆续进入回购期, 为转型升级创造良好条件。公司13年已完成增发募资5.8亿元, 投向舟山郭巨堤及奉化象山避风锚地BT项目。截至2014年第三季度末, 公司账面货币资金余额5.9亿元, 长期应收款10.35亿元, 鉴于定海金塘一期BT项目剩余4000余万元预计于年内收回, 二期项目预计明年进入回购期, 公司剩余银行贷款额度预计70-80亿元, 从而为公司转型升级创造了基础条件。

2、商业模式上积极推进从施工总承包向工程总承包转型, 并逐步向产业链的管理商、运营商转型。一是向PPP模式发展, 创新工程建设项目融投资、施工建设、运营移交新模式, 尤其是浙江大力推行五水共治, 建设规模庞大, 且有运营环节, 若成功实现突破, 有望带来项目规模能级的跨越式提升。二是从工程施工向土地一级开发等利润更丰厚的环节延伸, 从海堤为主向海堤滩涂一体化发展, 将显著增厚业绩。

3、经营领域上, 积极延伸产业链, 拓展淤泥污水处理等新业务。除工程施工环节外, 公司还将积极拓展前端设计、后端运营类业务, 积极承接水利、市政、工程勘测、房建等新业务。目前公司淤泥固化技术正在与美日先进厂家及国内高校合作研发, 已做到市场价格的三分之二, 如果能进一步降低到市价的二分之一, 将带来批量订单。

分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

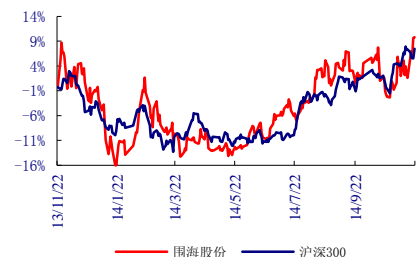
✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

市场数据 时间 2014.11.21

A股收盘价(元)	13.91
A股一年内最高价(元)	14.35
A股一年内最低价(元)	10.68
上证指数	2583.46
市净率	5.42
总股本(万股)	36406.33
实际流通A股(万股)	12896.89
限售的流通A股(万股)	23509.44
流通A股市值(亿元)	17.94

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究



4、在区域拓展方面，公司正立足浙江，积极开拓省外、海外市场。

公司目前已成功进入江苏、山东、广西、广东等省外市场，随着公司全国化、国际化战略深入推进，省外市场有望继续开花结果。

3. 投资建议

从事件驱动角度，公司近期市场表现有望持续强于行业。（1）我们认为在经济转型背景下海堤工程高估值溢价可持续，在政府支付序列中，围垦可直接产生效益，往往是被放在第一位的，现金流状况较好；新型城镇化、工业化的基础仍是土地，土地流转、拆迁及环保成本上升，使得围垦造地的经济效益更加凸显。（2）从短期看，受益于国家加大水利投资及中央一号文件预期，水利板块在11月-12月作为重要的主题投资，超额收益明显。据我们测算，2013年11-12月粤水电、围海股份、安徽水利相对沪深300累计超额收益率分别达6.7%、4.1%、3.5%。

盈利预测及投资评级。我们预测公司14/15/16年EPS分别为0.39/0.55/0.74元，14-16年净利润CAGR为41%。考虑到公司所处行业的景气度及未来成长潜力，我们给予公司15年28-30X估值，目标价15.40-16.50元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济调控，行业投资低于预期，应收账款风险等。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1399	1621	2103	2719	3470
增长率 YoY%	7.6	15.8	29.8	29.2	27.6
净利润(百万元)	87	96	141	200	270
增长率 YoY%	16.1	11.0	45.8	42.1	35.3
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.26	0.39	0.55	0.74
每股净资产(元)	4.27	3.06	4.37	4.81	5.40
PE	58	53	36	25	19
PB	3.3	4.5	3.2	2.9	2.6

资料来源：中国银河证券研究部，股价为截至2014年11月21日收盘价

利润表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,399	1,621	2,103	2,719	3,470
营业成本	1,153	1,315	1,712	2,203	2,802
毛利率	17.6%	18.9%	18.6%	19.0%	19.2%
营业税金及附加	48	53	69	90	114
营业费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	50	67	103	129	161
管理费用率	3.61%	4.14%	4.90%	4.75%	4.65%
财务费用	22	39	17	11	11
财务费用率	1.58%	2.39%	0.79%	0.42%	0.32%
投资收益	0	6	6	9	15
营业利润	132	169	194	276	373
营业利润率	9.47%	10.40%	9.22%	10.14%	10.75%
营业外收入	6	3	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	137	169	194	276	373
所得税	32	36	47	66	89
所得税率	23.8%	21.0%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	3	6	7	10	13
归属于母公司股东的净利润	87	96	141	200	270
净利率	6.21%	5.95%	6.68%	7.35%	7.79%
EPS (元)	0.24	0.26	0.39	0.55	0.74

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	87	96	141	200	270
少数股东权益	3	6	7	10	13
折旧和摊销	89	139	27	29	30
营运资金变动	1,078	1,171	-233	-125	-156
其他	92	456	-12	21	19
经营现金流	1,349	1,869	-71	134	177
资本支出	0	1	-67	-31	-50
投资收益	0	0	6	9	15
资产变卖	0	1	-1	-1	-1
其他	-584	-850	0	0	0
投资现金流	-583	-849	-62	-23	-36
发行股票	-9	-15	580	0	0
负债变化	881	1,153	-146	0	0
股息支出	-881	-1,153	-28	-40	-54
其他	10	15	-17	-11	-11
融资现金流	0	0	390	-51	-65
现金及现金等价物	766	1,020	256	60	76

资产负债表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	407	477	733	793	869
存货	7	12	16	20	26
应收账款	617	766	993	1,284	1,639
其他流动资产	170	197	252	326	415
流动资产	1,202	1,452	1,995	2,423	2,949
固定资产	240	233	275	278	289
长期股权投资	1	0	0	0	0
无形资产	9	15	14	13	13
其他长期资产	631	905	910	916	933
非流动资产	881	1,153	1,199	1,208	1,234
资产总计	2,083	2,605	3,194	3,631	4,183
短期借款	373	246	100	100	100
应付账款	513	661	685	881	1,121
其他流动负债	193	264	313	383	467
流动负债	1,078	1,171	1,097	1,364	1,687
长期负债	90	148	148	148	148
其他长期负债	3	302	302	302	302
非流动性负债	93	449	449	449	449
负债合计	1,171	1,620	1,546	1,814	2,137
股本	203	305	364	364	364
资本公积	364	263	784	784	784
股东权益合计	821	897	1,590	1,749	1,966
少数股东权益	45	51	58	67	81
负债股东权益总计	2,083	2,605	3,194	3,631	4,183

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	7.57	15.81	29.79	29.25	27.64
营业利润	(5.30)	27.20	15.06	42.13	35.30
净利润	16.14	10.97	45.81	42.13	35.30
利润率 (%)					
毛利率	17.57	18.87	18.62	18.97	19.25
EBIT Margin	10.52	11.43	10.42	10.92	11.30
EBITDA Margin	16.87	20.04	11.69	11.98	12.15
净利率	6.21	5.95	6.68	7.35	7.79
回报率 (%)					
净资产收益率	10.02	10.32	8.84	11.42	13.75
总资产收益率	4.26	4.20	4.94	5.96	7.05
其他 (%)					
资产负债率	56.22	62.18	48.42	49.96	51.08
所得税率	23.76	20.99	24.00	24.00	24.00
股利支付率	0.00	22.78	20.00	20.00	20.00

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn