

大禹节水 (300021)

证券研究报告
2019年07月15日

半年报业绩继续稳步增长，商业模式转型升级持续推进。

事件：公司披露 2019 年上半年度业绩预告，预计实现归母净利润 6105 万元-7215 万元，同比增长 10%-30%。

公司业务顺利推进，业绩持续增长，业务结构持续优化！

报告期内，公司进一步加快农业服务和农业科技战略转型步伐，各项主营业务进展顺利，尤其是智慧水务和农场服务业务实现较大突破。报告期内公司的业务收入规模呈现增长趋势，预计实现毛利润 2.0 亿元-2.3 亿元。上半年，公司在云南、内蒙古、新疆、宁夏、甘肃等地陆续取得优质订单，在手订单充足，各地项目有效组织开工建设；农田运营服务业务初显成效，业务收入构成进一步得到优化。

乡村振兴战略推进，PPP 模式转型，公司订单和业绩有望高增长！

2016 年以来，行业有两大变化：一是国家对农田节水工程的建、管、运提出更高要求；二是在农田节水建设领域引入 PPP 模式，PPP 订单量大，对企业融资能力要求也更高。行业变化更利于品牌影响力大、建设经验足、融资能力强、运维管理水平高的龙头企业，行业集中度将加速提升。2) 公司订单收入高增长。公司作为行业龙头，2017-2018 年新签订单分别达到近 30 亿和 45 亿，同比增速分别为 88%和 52%。即使在 2018 年受国家金融政策收紧以及农业农村部调整影响，公司依然实现了 39%的收入增长，预计随着国家金融环境的改善以及农业农村部调整完成，公司订单落地速度将会加快，预计 2019-2021 年公司业绩将加速增长。

“元谋模式”运营利润丰厚，开启公司商业模式升级新篇章！

“元谋模式”是指公司以农田节水工程为基础，实现对农田水利设施的运营，并为农户提供延伸的水肥一体化、种植技术等增值服务。元谋模式将实现公司由工程承包商向“农田管家”的商业模式转型升级。根据测算，“元谋模式”下，公司亩均利润空间可达 600 元/亩。截至 2018 年，元谋项目运营面积 7.6 万亩，预计 2019 年将实现 9 万亩全面运营。

预计“元谋模式”将快速推广，公司农田运营面积有望高增长！公司作为先行者，有望依托其上市公司的优势地位以及元谋模式的经验，快速的跑马圈地，在全国范围内寻找和占据优势农业资源区域，实现其农田运营面积的快速扩张。当前，公司有云南祥云、宾川和甘肃武山三个项目合计 15 万亩的面积处于建设期。预计 2019-2021 年公司经济作物运营面积有望达到 15 万亩、30 万亩、60 万亩。

给予“买入”评级：

预计 2019-2021 年公司实现收入 26.25/34.41/45.12 亿，同增 47.51%/31.07%/31.14%，实现归母净利润 2.20/3.30/4.90 亿，同增 119.28%/50.25%/48.35%，对应 EPS 分别为 0.28/0.41/0.61 元，对应 5 月 12 日 5.86 元收盘价的 PE 为 21 倍、14 倍和 10 倍，考虑到公司广阔的发展空间和业绩的高速增长，继续给予“买入”评级！

风险提示：1、国家政策变更；2、订单落地不及预期；3、业务转型不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,284.42	1,779.59	2,625.00	3,440.50	4,512.00
增长率(%)	24.80	38.55	47.51	31.07	31.14
EBITDA(百万元)	184.03	256.69	424.98	588.61	824.51
净利润(百万元)	95.44	100.20	219.72	330.14	489.77
增长率(%)	57.78	4.99	119.28	50.25	48.35
EPS(元/股)	0.12	0.13	0.28	0.41	0.61
市盈率(P/E)	48.96	46.63	21.27	14.15	9.54
市净率(P/B)	3.36	3.24	2.84	2.49	2.10
市销率(P/S)	3.64	2.63	1.78	1.36	1.04
EV/EBITDA	28.29	11.04	9.93	6.81	4.75

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
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	797.36
流通 A 股股本(百万股)	648.29
A 股总市值(百万元)	4,640.64
流通 A 股市值(百万元)	3,773.08
每股净资产(元)	1.87
资产负债率(%)	58.25
一年内最高/最低(元)	9.05/3.91

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
魏振亚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004	
weizhenya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《大禹节水-公司深度研究：元谋模式“开启公司商业模式升级新篇章！”》 2019-05-24
- 2 《大禹节水-季报点评：业绩持续增长，业务延伸推进，节水龙头稳健成长！》 2019-04-26
- 3 《大禹节水-年报点评报告：订单继续高增长，农业节水龙头稳步成长！》 2019-04-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	468.37	1,207.49	1,050.00	1,032.15	1,128.00
应收票据及应收账款	653.61	625.63	686.87	689.33	814.67
预付账款	93.29	66.91	77.72	97.31	112.02
存货	561.82	556.38	683.28	797.75	981.57
其他	263.44	195.90	232.69	252.82	295.66
流动资产合计	2,040.52	2,652.31	2,730.57	2,869.35	3,331.93
长期股权投资	79.61	153.26	153.26	153.26	153.26
固定资产	310.47	329.04	473.54	577.11	657.71
在建工程	105.18	236.90	168.45	134.23	117.11
无形资产	95.70	100.40	95.94	91.48	87.03
其他	321.38	348.97	345.74	345.20	345.20
非流动资产合计	912.33	1,168.56	1,236.93	1,301.27	1,360.30
资产总计	2,952.85	3,820.87	3,967.50	4,170.62	4,692.24
短期借款	623.17	878.44	759.43	494.16	454.05
应付票据及应付账款	445.79	711.66	879.25	978.77	1,184.32
其他	173.01	369.35	281.79	386.90	351.80
流动负债合计	1,241.96	1,959.45	1,920.46	1,859.83	1,990.17
长期借款	40.75	39.90	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	217.03	267.74	267.74	267.74	267.74
非流动负债合计	257.79	307.64	267.74	267.74	267.74
负债合计	1,499.75	2,267.09	2,188.21	2,127.57	2,257.91
少数股东权益	62.89	111.18	132.91	165.56	214.00
股本	797.36	797.36	797.36	797.36	797.36
资本公积	251.78	253.94	253.94	253.94	253.94
留存收益	592.86	695.22	849.02	1,080.12	1,422.96
其他	(251.78)	(303.92)	(253.94)	(253.94)	(253.94)
股东权益合计	1,453.11	1,553.78	1,779.29	2,043.05	2,434.32
负债和股东权益总	2,952.85	3,820.87	3,967.50	4,170.62	4,692.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	101.99	109.62	219.72	330.14	489.77
折旧摊销	24.48	31.02	28.40	35.11	40.97
财务费用	30.30	67.30	77.64	75.77	71.93
投资损失	(4.33)	(0.63)	(4.70)	(5.00)	(6.00)
营运资金变动	(337.02)	719.19	(152.50)	48.56	(196.29)
其它	170.51	(128.63)	21.73	32.65	48.44
经营活动现金流	(14.08)	797.87	190.29	517.23	448.81
资本支出	93.96	205.05	100.00	100.00	100.00
长期投资	25.22	73.65	0.00	0.00	0.00
其他	(373.07)	(477.58)	(195.30)	(195.00)	(194.00)
投资活动现金流	(253.90)	(198.88)	(95.30)	(95.00)	(94.00)
债权融资	687.61	947.05	788.13	522.86	482.76
股权融资	(31.79)	(111.75)	(27.66)	(75.77)	(71.93)
其他	(546.67)	(699.38)	(1,012.96)	(887.18)	(669.79)
筹资活动现金流	109.14	135.91	(252.49)	(440.08)	(258.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(158.83)	734.89	(157.49)	(17.85)	95.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,284.42	1,779.59	2,625.00	3,440.50	4,512.00
营业成本	945.88	1,273.16	1,859.50	2,423.50	3,139.97
营业税金及附加	13.78	17.01	21.00	24.08	27.07
营业费用	72.04	69.27	91.87	120.42	157.92
管理费用	79.11	155.56	196.87	247.72	315.84
研发费用	25.08	18.31	28.87	41.29	58.66
财务费用	24.89	63.93	77.64	75.77	71.93
资产减值损失	17.75	35.65	35.00	35.00	35.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.33	0.63	4.70	5.00	6.00
其他	(21.69)	(17.86)	(9.40)	(10.00)	(12.00)
营业利润	123.27	163.91	318.94	477.73	711.61
营业外收入	8.95	3.59	10.00	14.00	15.00
营业外支出	1.31	15.32	7.00	8.00	9.00
利润总额	130.90	152.19	321.94	483.73	717.61
所得税	28.91	42.56	80.48	120.93	179.40
净利润	101.99	109.62	241.45	362.80	538.21
少数股东损益	6.55	9.42	21.73	32.65	48.44
归属于母公司净利润	95.44	100.20	219.72	330.14	489.77
每股收益(元)	0.12	0.13	0.28	0.41	0.61

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	24.80%	38.55%	47.51%	31.07%	31.14%
营业利润	102.84%	32.97%	94.58%	49.79%	48.96%
归属于母公司净利润	57.78%	4.99%	119.28%	50.25%	48.35%
获利能力					
毛利率	26.36%	28.46%	29.16%	29.56%	30.41%
净利率	7.43%	5.63%	8.37%	9.60%	10.85%
ROE	6.86%	6.95%	13.35%	17.58%	22.06%
ROIC	9.43%	11.95%	30.77%	34.77%	48.54%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	50.79%	59.33%	55.15%	51.01%	48.12%
净负债率	15.09%	-16.76%	-14.72%	-24.93%	-26.51%
流动比率	1.64	1.35	1.42	1.54	1.67
速动比率	1.19	1.07	1.07	1.11	1.18
营运能力					
应收账款周转率	2.18	2.78	4.00	5.00	6.00
存货周转率	2.29	3.18	4.24	4.65	5.07
总资产周转率	0.47	0.53	0.67	0.85	1.02

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.12	0.13	0.28	0.41	0.61
每股经营现金流	-0.02	1.00	0.24	0.65	0.56
每股净资产	1.74	1.81	2.06	2.35	2.78

估值比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率	48.96	46.63	21.27	14.15	9.54
市净率	3.36	3.24	2.84	2.49	2.10
EV/EBITDA	28.29	11.04	9.93	6.81	4.75
EV/EBIT	32.49	12.34	10.64	7.24	5.00

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com