

大禹节水 (300021)

公司研究/年报点评

推荐 维持评级

合理估值: 28.4-31.5 元

追加项目进度超预期, 谋求股权融资开拓西南市场

民生精品---简评报告/农林牧渔行业

2011 年 3 月 18 日

一、事件概述

大禹节水公布 2010 年年报: 公司实现主营业务收入 3.27 亿元, 同比增长 21.37%; 实现利润总额 3686.5 万元, 同比增长 37.83%; 归属于上市公司股东的净利润 2928.9 万元, 同比增长 17.42%。

二、分析与判断

➤ 坏账及所得税率提升导致公司业绩低于预期

2010 年公司实现主营业务收入 3.27 亿元, 符合预期, 其中节水工程收入 9120.74 万元, 节水材料收入 2.36 亿元。公司 2010 年毛利率 27.3%, 较 2009 年提升 4 个百分点, 其中, 节水工程提升 9.45 个百分点, 节水材料提升 1.82 个百分点。由于新市场的开拓及人员数量的增加, 公司销管费率较 09 年提升 1.4 个百分点, 坏账损失意外达到 514.3 万元, 是去年同期的 15.6 倍; 此外, 由于公司享受的“国产设备投资抵免所得税”投资抵免额已于 2009 年全部抵免完毕, 公司所得税率也由 2009 年的 6.7% 上升至 2010 年的 20.6%。

➤ 内蒙古替代新疆成公司第二大主市场

由于新疆是节水项目起步最早的市场, 中小企业众多, 产品利润率低, 2010 年公司在现有产能不足, 募投项目仍未投产的情况下, 将新疆、酒泉总部生产的部分产品调度到内蒙古等利润率相对较高的市场。2010 年公司在甘肃市场实现收入 1.3 亿, 同比增长 20.3%, 占总收入比重稳定在 39.6%; 在内蒙古市场实现收入 8206 万元, 同比增长 230%, 占总收入比重由 09 年 9.2% 大幅提升至 25.1%; 新疆市场实现收入 6361 万元, 同比下滑 26%, 占比也由 09 年 31.9% 下滑至 19.4%, 内蒙古市场替代新疆市场成为公司第二大主市场。

➤ 订单充足, 天津追加项目进度超预期

2010 年公司新签订单 4.5 亿元, 同比增长 96%, 计划 2011 年实现新增订单 5.8 亿元。IPO 三大项目建设于去年年底基本完工, 酒泉、新疆和天津截至去年末投资进度分别达到 86.47%、98.62% 和 100%; 天津追加项目进度超预期, 去年末投资进度达到 69.24%, 今年上半年就有望完工。

➤ 公司谋求股权融资开拓西南市场

公司已成功突破甘肃、新疆、内蒙古等西北市场, 但西南市场相对薄弱。在 2010 年 3-5 月西南大旱后, 国家和当地政府高度重视水利建设, 公司计划在西南建设集生产与销售于一体的子公司, 董事会将通过股权融资方式推动该项目。

民生证券研究所

分析师: 王莺

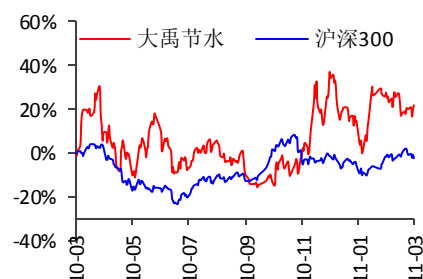
执业证书编号: S0100510120001

电话: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

地址: 上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-3-18)

收盘价 (元)	22.55
近 12 个月最高/最低	49.00/15.00
总股本 (百万股)	139.3
流通股本 (百万股)	61.2
流通股比例%	43.9%
总市值 (亿元)	30.92
流通市值 (亿元)	13.58

相关研究

- 1、《大禹节水(300021)深度报告: 突破区域市场的节水滴灌龙头》2011.2.24

➤ 分派方案: 10 送 10, 每 10 股派现金红利 1 元

三、盈利预测与投资建议

2010 年公司新签订单 4.5 亿元, 同比增长 96%, 为 2011 年业绩奠定基础。IPO 三大项目建设去年年底基本完工, 符合预期, 天津追加项目截至去年末投资进度达到 69.24%, 进度大幅超预期, 预计该项目将提前至今年上半年完工。公司在成功突破甘肃、新疆、内蒙古等西北市场后, 谋求股权融资开拓西南市场, 2011-2012 年扩产计划有望大幅超预期。

在不考虑西南市场扩产计划的前提下, 我们预计 2011-2013 年公司实现营业收入分别为 6.14 亿元、8.17 亿元和 9.66 亿元; 归属母公司股东净利润分别为 6400 万元、8800 万元和 1.05 亿元; 实现每股收益分别为 0.46 元、0.63 元和 0.76 元。预计今后两年公司净利润复合增长率超过 70%, 给予 2012 年 50 倍 PE, 对应目标价 31.5 元。

四、风险提示

西南市场开拓进度低于预期;

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	327	614	817	966
增长率 (%)	21.37%	87.68%	33.02%	18.31%
归属母公司股东净利润 (百万元)	29	64	88	105
增长率 (%)	17.44	119.98	36.53	19.64
每股收益 (元)	0.21	0.46	0.63	0.76
毛利率 (%)	27.3%	28.4%	28.3%	28.3%
净资产收益率 ROE (%)	6.8%	12.6%	15.0%	15.4%
每股净资产 (元)	3.44	3.90	4.53	5.29
PE	110.00	49.94	36.58	30.58
PB	6.72	5.92	5.10	4.37
EV/EBITDA	61.66	30.85	24.01	20.74

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	327	614	817	966
减：营业成本	238	439	585	693
营业税金及附加	3	6	8	9
销售费用	15	28	37	43
管理费用	23	44	58	69
财务费用	8	8	8	8
资产减值损失	5	5	5	5
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	36	85	116	139
加：营业外收支净额	1	1	1	1
三、利润总额	37	86	117	140
减：所得税费用	8	21	29	35
四、净利润	29	64	88	105
归属于母公司的利润	29	64	88	105
五、基本每股收益 (元)	0.21	0.46	0.63	0.76

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	61.66	30.85	24.01	20.74
成长能力:				
营业收入同比	21.4%	87.7%	33.0%	18.3%
营业利润同比	38.0%	137.9%	37.1%	19.9%
净利润同比	17.4%	120.0%	36.5%	19.6%
营运能力:				
应收账款周转率	3.47	3.36	2.94	2.79
存货周转率	2.43	2.65	2.33	2.21
总资产周转率	0.57	0.80	0.76	0.76
盈利能力与收益质量:				
毛利率	27.3%	28.4%	28.3%	28.3%
净利率	9.0%	10.5%	10.8%	10.9%
总资产净利率 ROA	5.1%	8.4%	8.2%	8.3%
净资产收益率 ROE	6.8%	12.6%	15.0%	15.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.47	2.09	2.38	2.54
资产负债率	47.1%	36.7%	34.6%	33.5%
长期借款/总负债	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.46	0.63	0.76
每股经营现金流量	(0.42)	(1.17)	(0.48)	(0.02)
每股净资产	3.44	3.90	4.53	5.29

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0
应收账款	127	239	317	376
预付账款	77	144	192	227
其他应收款	14	27	35	42
存货	163	300	400	474
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	381	710	945	1,118
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	73	128	121	114
在建工程	100	100	100	100
无形资产	21	19	17	14
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	194	247	237	228
资产总计	575	956	1,182	1,346
短期借款	158	158	158	158
应付票据	20	36	48	57
应付账款	46	86	114	135
预收账款	28	52	70	83
其他应付款	6	6	6	6
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	259	339	397	440
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	270	350	408	451
股本	139	139	139	139
资本公积	252	252	252	252
留存收益	87	152	240	345
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	479	543	631	737
负债和股东权益合计	749	894	1,040	1,188

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(59)	(162)	(67)	(3)
投资活动现金流量	(111)	(62)	0	0
筹资活动现金流量	32	(8)	(8)	(8)
现金及等价物净增加	(138)	(232)	(75)	(11)

分析师与行业专家简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.com		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。