

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

资本扩张和成本控制促业绩大幅增长

事件描述

国中水务（600187）公布了 2011 年半年报，主要内容如下：

- 2011 年上半年情况，公司实现营业收入 12,065.97 万元，同比增长 51.42%；营业成本 6,698.73 万元，同比增长 57.80%；归属上市公司净利润 3,023.48 万元，同比增长 68.95%，每股收益 0.074 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 466.10 万元、2,359.39 万元和 466.51 万元，分别同比增长 23.27%、69.57%和-21.77%；
- 2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 7,302.39 万元、4,036.76 万元和 1,524.89 万元，同比增长 139.77%、125.24%和 99.34%，环比增长 53.30%、51.65%、-8.05%。二季度三项费用分别为 250.55 万元、1,064.63 万元和 257.19 万元，分别同比增长 20.41%、99.70%和 110.89%。

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.22 元、0.29 元和 0.36 元，维持对公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一， 收购与新建促营收快速增长

2011 年上半年情况，公司实现营业收入 12,065.97 万元，同比增长 51.42%；营业成本 6,698.73 万元，同比增长 57.80%；归属上市公司净利润 3,023.48 万元，同比增长 68.95%，每股收益 0.074 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 466.10 万元、2,359.39 万元和 466.51 万元，分别同比增长 23.27%、69.57%和-21.77%。主要原因是：

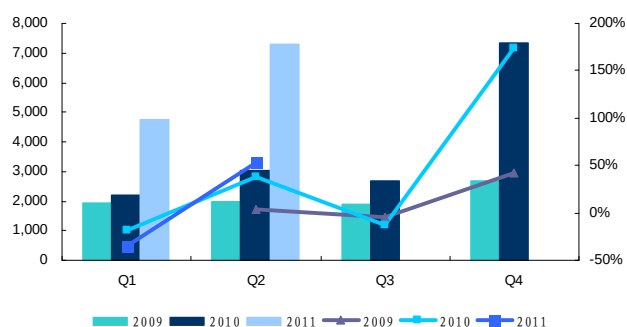
- 公布的去年同期财务数据与去年公布的不同，主要由于公司定增完成后，新并表多个公司，对去年财务数据进行追溯调整；
- 收入大幅增长，主要来自于收购与新建自来水厂与污水厂：从分地区收入可以看出，北京地区营业收入增 764.37%，来自去年 8 月收购的北京中科国益环保工程有限公司的增量；河北地区增 57.47%，来自去年 8 月收购的涿州中科国益水务有限公司；山东地区新增营收 573 万，来自新建自来水厂；内蒙古地区新增营收 1024 万，来自新建污水处理厂；
- 毛利率方面，各分项业务公告的营业收入与成本的同比增率与毛利率变动不符合；根据利润表看，综合毛利率下降了 2.24 个百分点至 44.48%；以各分项业务营业收入与成本增速为准计算毛利率，污水处理毛利率上升 0.99 个百分点，自来水销售上升 1.07 个百分点；
- 管理费用大幅增长，主要来自于收购以及增发产生的费用；

表 1：2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1	同比
营业收入（万元）	12,065.97	7,968.71	51.42%
营业总成本（万元）	10,094.19	6,706.06	50.52%
营业成本（万元）	6,698.73	4,245.16	57.80%
销售费用(万元)	466.10	378.12	23.27%
管理费用(万元)	2,359.39	1,391.37	69.57%
财务费用(万元)	466.51	596.33	-21.77%
营业利润（万元）	1,971.62	1,262.65	56.15%
利润总额（万元）	3,688.21	2,379.21	55.02%
净利润（万元）	3,183.20	1,928.20	65.09%
每股收益（元/股）	0.07	0.03	121.69%

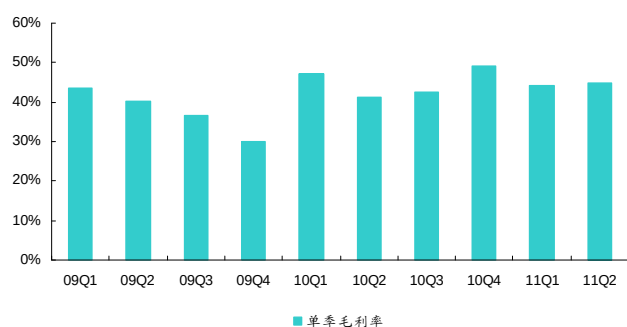
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司上半年单季营业收入情况（未追溯调整）



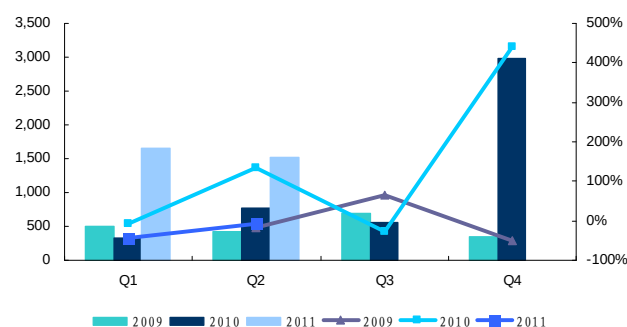
资料来源：长江证券研究部

图 3：公司上半年单季毛利率情况（未追溯调整）



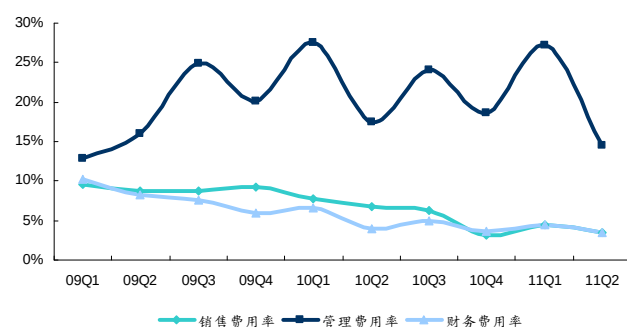
资料来源：长江证券研究部

图 2：公司上半年单季净利润（未追溯调整）



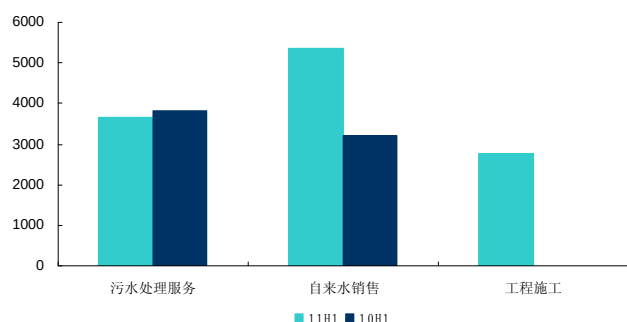
资料来源：长江证券研究部

图 4：公司上半年期间单季费用率情况（未追溯调整）



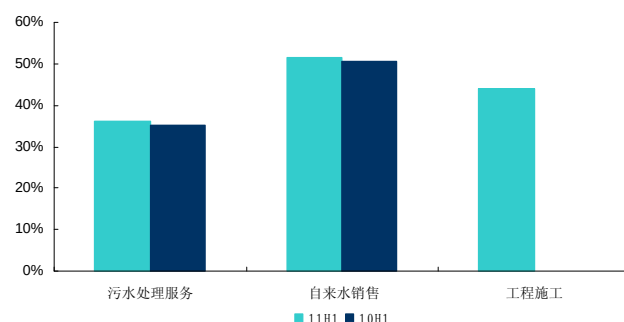
资料来源：长江证券研究部

图 5：公司上半年各业务情况



资料来源：长江证券研究部

图 6：公司上半年各业务毛利率情况



资料来源：长江证券研究部

第二，二季度同比大增由于口径变化，环比因政府补助减少略降

2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 7,302.39 万元、4,036.76 万元和 1,524.89 万元，同比增长 139.77%、125.24%和 99.34%，环比增长 53.30%、51.65%、-8.05%。二季度三项费用分别为 250.55 万元、1,064.63 万元和 257.19 万元，分别同比增长 20.41%、99.70%和 110.89%。由于没有去年一季度追溯调整后的财务数据，因为由于并表口径发生变化，使得二季度同比数据均大增。环比来看，虽然营收环比增长了 53.3%，但由于二季度确认的政府补助明显少于一季度，因此净利润略降 8.05%。

表 2：2011 年二季度主要财务指标同比情况一览

	2011Q2	2010Q2	同比
营业收入（万元）	7,302.39	3,045.57	139.77%
营业总成本（万元）	5,678.62	2,719.75	108.79%
营业成本（万元）	4,036.76	1,792.23	125.24%
销售费用（万元）	250.55	208.08	20.41%
管理费用(万元)	1,064.63	533.11	99.70%
财务费用(万元)	257.19	121.96	110.89%
营业利润（万元）	1,623.32	325.82	398.23%
利润总额（万元）	1,768.92	994.86	77.81%
净利润（万元）	1,524.89	764.97	99.34%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：2011 年二季度主要财务指标环比情况一览

	2011Q2	2011Q1	环比
营业收入（万元）	7,302.39	4,763.58	53.30%
营业总成本（万元）	5,678.62	4,415.57	28.60%
营业成本（万元）	4,036.76	2,661.97	51.65%

销售费用（万元）	250.55	215.54	16.24%
管理费用(万元)	1,064.63	1,294.76	-17.77%
财务费用(万元)	257.19	209.32	22.87%
营业利润（万元）	1,623.32	348.30	366.06%
利润总额（万元）	1,768.92	1,919.29	-7.83%
净利润（万元）	1,524.89	1,658.31	-8.05%

资料来源：wind，长江证券研究部

第三、积极寻找可投资的水务项目，加大投资力度，扩大公司规模是公司发展首位任务

国家水务行业的大环境看来，包括自来水和污水，总体上产能并不缺失，而产能分散程度相当高，在上市公司旗下的水务资产占比不到全国整个水务资产的 10%。由于过去 2 年，国家投资了大量污水处理厂，在目前的情况下，我国的污水处理能力并非过少，而是处理能力过低，现有的污水处理厂没有形成规模经济，后期污水处理行业投资结构调整将是减少国有化的过程，为污水处理企业整合扩张提供机会。

国家发展水处理的大环境为实现公司发展的首要任务提供了良好的条件，国中水务的水务对外扩张能力强，下属水厂并不拘束在某一区域内，因此可以达到全国布局的目的，同时公司从事水务行业多年，总体上建设成本要低于行业平均水平 20%，也为公司的对外扩张奠定了基础。公司计划在未来的三到五年内，实现日处理水规模超过 500 万吨，公司通过跨越式的发展成为行业中具有影响力的企业。

第四、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.22 元、0.29 元和 0.36 元，对应动态市盈率为 70.19、52.52 和 42.43 倍。考虑到公司后期的成长性和想象空间可观，目前的高估值只是暂时的，因此我们维持对公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	153	415	660	869	货币资金	20	155	311	445
营业成本	82	259	414	543	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	70	156	246	326	应收账款	69	186	296	390
% 营业收入	46.1%	37.6%	37.3%	37.5%	存货	3	10	17	22
营业税金及附加	3	9	15	20	预付账款	48	152	244	320
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	8	19	30	39	流动资产合计	144	515	885	1200
% 营业收入	5.1%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	75	119	156	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	20.7%	18.0%	18.0%	18.0%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	7	10	10	9	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	4.4%	2.5%	1.4%	1.0%	固定资产合计	528	809	1079	1336
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	174	165	157	149
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	25	25	25	25
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	20	43	73	102	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	13.4%	10.4%	11.1%	11.7%	资产总计	880	1523	2155	2719
营业外收支	33	47	47	47	短期贷款	19	0	0	0
利润总额	53	90	120	149	应付款项	107	338	542	711
% 营业收入	34.8%	21.7%	18.2%	17.1%	预收账款	15	41	65	85
所得税费用	7	11	15	19	应付职工薪酬	1	4	7	9
净利润	46	79	105	130	应交税费	10	20	29	37
归属于母公司所有者的净利润	42.5	72.1	96.3	119.2	其他流动负债	174	505	807	1060
少数股东损益	4	6	9	11	流动负债合计	326	908	1449	1902
EPS (元/股)	0.13	0.22	0.29	0.36	长期借款	189	189	189	189
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	7	0	0	0
经营活动现金流净额	122	479	486	470	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	526	1101	1642	2095
收回现金					归属于母公司	294	355	437	539
长期股权投资	-68	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	60	66	75	86
固定资产投资	-117	-304	-307	-309	股东权益	354	422	512	625
其他	-1	0	0	0	负债及股东权益	880	1523	2155	2719
投资活动现金流净额	-186	-304	-307	-309	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.130	0.220	0.294	0.364
银行贷款增加 (减少)	64	-19	0	0	BVPS	0.90	1.09	1.34	1.65
筹资成本	11	-21	-24	-27	PE	118.96	70.19	52.52	42.43
其他	-22	0	0	0	PEG	2.90	1.71	1.28	1.03
筹资活动现金流净额	53	-40	-24	-27	PB	17.20	14.23	11.57	9.39
现金净流量	-11	135	155	134	EV/EBITDA	109.08	59.73	38.55	28.25
					ROE	14.5%	20.3%	22.0%	22.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。