



国中水务 (600187)

公司点评 研究报告

维持“谨慎推荐”评级

2012-2-15

分析师： 葛军 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120019
联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

收购天地人 10%股权，开拓水务深处理领域

事件描述

国中水务 (600187) 公布了关于公司购买北京天地人环保科技有限公司 10%股权和购买 90%股权的购买选择权的公告，主要内容如下：

- 公司签署了《关于转让北京天地人环保科技有限公司 10% 股权的股权转让协议》，拟以 5,500 万元人民币收购北京天地人环保科技有限公司 10% 股权；
- 持有天地人环保公司 90% 股权的股东授予本公司以人民币 1,000 万元作为对价，获得以人民币 49,500 万元的价格收购天地人环保公司 90% 股权的购买选择权，同时拥有在行权期间内购买全部目标股权以及附属于该股权的全部权利和利益的权利。
- 天地人环保公司成立于 2002 年，是一家专门从事高浓度废水处理的高科技环保公司，是国内渗滤液高标准处理领域成立最早、规模最大的企业；天地人环保公司掌握有厌氧、好氧、膜生物反应器 (MBR)、微滤 (MF)、超滤 (UF)、碟管式纳滤 (DTNF)、碟管式反渗透 (DTRO) 等多种渗滤液处理技术；能够根据不同地区，不同水质，不同出水要求选择适合的工艺组合，提供渗滤液处理的综合解决方案。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.36 元/股，维持公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，此次收购价格偏高，对当年业绩贡献有限

2 月 10 日，公司签署了《关于转让北京天地人环保科技有限公司 10% 股权的股权转让协议》，拟以 5,500 万元人民币收购北京天地人环保科技有限公司 10% 股权；我们假设 2011 年净利润为前三季度的 4/3，则推算 2011 年度，天立人公司净利润为 1767 亿元，收购 PE 为 31 倍，目前环保行业平均 PE 为 24 倍，溢价近 30%，由于天地人所从事的领域与维尔利相似，按照维尔利 2011 年业绩快报，EPS 为 0.87-0.94 元/股，对应的 PE 为 40-43 倍。因此相对于维尔利的估值水平，此次公司收购的估值折价为 30% 左右，总体上我们认为此次收购价格并不便宜。由于收购股权为 10%，仅仅依靠分红对公司的业绩影响有限。

表 1: 天地人经营情况

项目	2011 年 9 月 30 日	2010 年 12 月 31 日
资产总额	19641.37	14191.60
负债总额	13557.40	10450.53

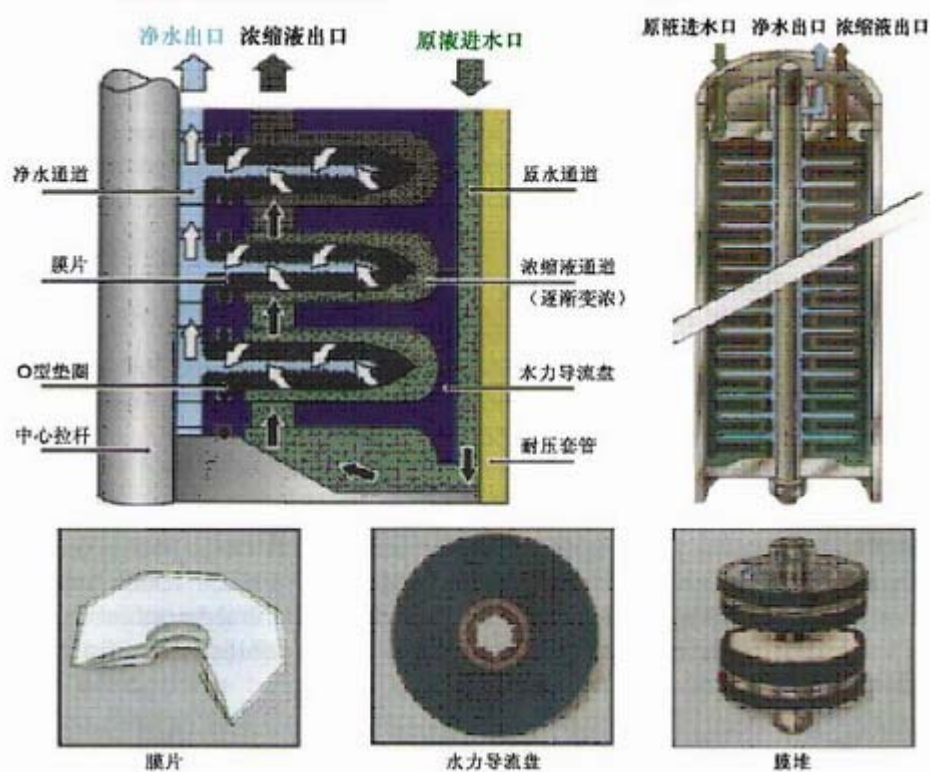
应收款项总额	5266.02	5657.70
净资产	6083.97	3741.07
2011 年 9 月 30 日 2010 年 12 月 31 日		
营业收入	12438.70	14137.11
营业利润	1567.71	1163.91
净利润	1325.27	1041.56
经营活动产生的现金流量净额	1160.81	-668.42

资料来源：公司公告

第二，收购意在碟管式膜技术，应用前景广阔

DT 膜技术即碟管式膜技术，分为 DTRO（碟管式反渗透）、DTNF（碟管式纳滤）、DTUF（碟管式超滤）三大类，是一种专利型膜分离组件。该技术是专门针对高浓度料液的过滤分离而开发的，已成功应用近 30 年。该技术具备避免物理堵塞现象、最低程度的结垢和污染现象、膜使用寿命长、过滤膜片更换费用低、浓缩倍数高等特点。

图 1：碟管式膜技术组件结构图



资料来源：网站资料

✓ 该技术应用领域广泛，未来将在固废行业、海水淡化中占据一席之地；

公司具备碟管式广泛应用在垃圾渗滤液处理、垃圾渗滤液浓缩液处理、海水淡化、移动应急供水、制药行业、冶金行业、畜群粪便废水处理等领域。

在垃圾渗滤液领域，碟管式反渗透以其长期运行稳定性高、出水率高且稳定达标、膜不易堵塞、抗污染性能好、使用寿命长等特点得到业内的广泛认可。我们之前报告中计算过垃圾渗滤液市场规模，大约市场空间为 340 亿元。

碟管式反渗透膜组件自 1985 年成功应用于海水脱盐，目前在全球共安装了 1800 多套碟管式反渗透系统用于海水淡化，经历了多年长时间的稳定运行。近日，国务院办公厅下发“关于加快发展海水淡化产业的意见”，提出了加快发展海水淡化产业发展目标，到 2015 年，我国海水淡化能力达到 220 万-260 万立方米/日。天地人环保公司的碟管式反渗透膜组件在海水淡化领域的应用也具有较好的前景。

✓ 公司工程项目经验丰富，先发优势明显；

天地人掌握有厌氧、好氧、膜生物反应器（MBR）、微滤（MF）、超滤（UF）、碟管式纳滤（DTNF）、碟管式反渗透（DTRO）等多种渗透液处理技术；能够根据不同地区、不同水质、不同出水要求选择适合的工艺组合，提供渗透液处理的综合解决方案。

表 2：天地人近年来所有工程项目一览

项目名称	处理规模	启用时间
重庆丰盛环保发电厂渗滤液深度处理系统 DTRO 膜系统供货工程	600 吨/天	在建
长生桥垃圾填埋场渗滤液处理厂	500 吨/天	2003 年 10 月
北京北神树垃圾填埋场	80 吨/天	2004 年 7 月
安定垃圾渗滤液处理项目	200 吨/天	2004 年 7 月
阿苏卫垃圾填埋场渗滤液处理系统	300 吨/天	2004 年 7 月
南官堆肥场渗滤液处理项目	68 吨/天	2003 年 10 月
上海御桥焚烧厂渗滤液处理厂	300 吨/天	2005 年 8 月
黎明垃圾填埋场渗滤液处理厂	400 吨/天	2005 年 5 月
宜昌黄家湾垃圾填埋场渗滤液处理项目	240 吨/天	2006 年
靖州县垃圾填埋场渗滤液处理项目	50 吨/天	2008 年
醴陵市垃圾处理场渗滤液处理项目	100 吨/天	2008 年
本溪市千金垃圾处理厂渗滤液处理项目	200 吨/天	2005 年
大连瓦房店垃圾处理场渗滤液处理项目	150 吨	2007 年 1 月
大连毛茌子垃圾处理场渗滤液处理工程	200 吨	2007 年
长春三道垃圾处理场 200 吨/天渗滤液处理项目	200 吨	2007 年 10 月
沈阳老虎冲填埋场渗滤液处理厂	230 吨/天	2005 年 5 月
沈阳大辛填埋场渗滤液处理厂	230 吨/天	2005 年 5 月
广州市李坑渗滤液处理项目	800 吨/天	2009 年
深圳宝安区老虎坑垃圾场渗滤液处理项目	400 吨/天	2009 年
吴江丝绸股份有限公司环保电厂渗液处理项目	250 吨/天	2007 年
宁国市生活垃圾处理工程渗滤液处理站项目	100 吨	2009 年 8 月
滁州市垃圾填埋场渗滤液处理项目	200 吨/天	2008 年 11 月
青岛市小涧西垃圾综合处理厂渗滤液处理扩容改造工程设备采购安装	900 吨/天	2010 年 2 月
东营市垃圾填埋场渗滤液处理项目	100 吨/天	2008 年
西安市江村沟垃圾渗滤液处理厂改扩建工程总承包	1200 吨/天	在建

资料来源：公司网站，长江证券研究所

第三，看好公司产业链延伸之举，维持“推荐”评级

国中水务主要业务多集中在水务领域，此次收购天地人股权，同时获得了天地人其他股权的收购选择权，为未来公司对外扩张和产业链延伸提供了机会，虽然短期内此次收购不能为公司带来业绩上的增长，但公司可以将在水务中的开拓优势与天地人的技术优势相结合，为公司未来发展开拓新的方向。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.36 元/股，考虑到未来在水务行业的扩张能力以及天地人收购对于公司未来业务开展的新方向，我们维持公司“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	73.87	43.59	32.61	26.34
其他	-22	0	0	0	PEG	1.80	1.06	0.80	0.64
筹资活动现金流净额	53	-40	-24	-27	PB	10.68	8.84	7.18	5.83
现金净流量	-11	135	155	134	EV/EBITDA	69.22	37.24	23.58	16.97
					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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。