2020 年 4 月 13 日

大禹节水（300021）：优质订单助业绩稳定增长

审慎推荐（首次）

农业

当前股价：4.77 元

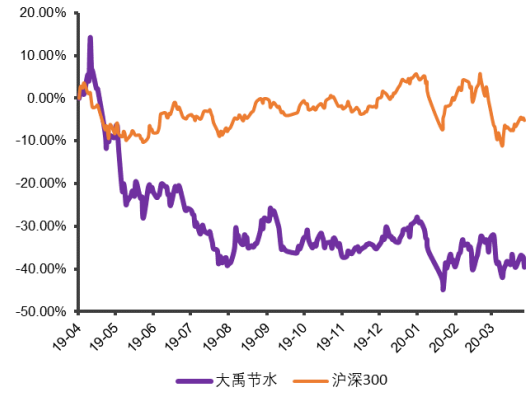
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,166	2,341	2,635	2,974
（+/-）	21.7%	8.1%	12.6%	12.9%
营业利润	201	248	311	357
（+/-）	22.6%	23.5%	25.4%	14.8%
归属母公司净利润	129	161	202	232
（+/-）	29.2%	24.0%	26.0%	14.9%
EPS（元）	0.16	0.20	0.25	0.29
市盈率	29.4	23.7	18.8	16.4

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	79736 / 64843
流通市值（亿元）	30.9
每股净资产（元）	1.85
资产负债率（%）	59.8

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：姚嘉杰
执业证书编号：S1050520020002
电话：（86 21）64967860
邮箱：yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（8621）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

投资要点：

● **公司收入增长稳定。**公司 2019 年全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 21.71%；归属于上市公司股东净利润 1.29 亿元，同比增长 29.17%；扣非后归属于上市公司股东净利润 1.13 亿元，同比增长 20.99%，对应 EPS 0.16 元。分季度来看，第四季度公司实现营收 8.52 亿元，环比增长 80.59%，帮助公司维持较高的业绩增长。

● **国内获得优质订单。**公司 2019 年获得的新订单相比往年科技含量提升，更注重一体化服务，且施工面积大，需要整体协作。合同节水板块，公司中标永定河流域农业节水项目。农场服务板块，公司中标河南确山县、温县水肥一体化示范项目、浙江省衢州市柯城区印象柑橘园、博览园水肥一体化灌溉项目、南非山核桃灌溉等项目。其他板块，公司中标甘肃中部生态移民扶贫开发供水工程项目。

● **海外市场稳步拓展。**以以色列公司为原点，公司在海外与优秀灌溉企业加强人才、技术、渠道等多方面合作，逐步扩大国际市场份额。2019 年 9 月，公司与以色列第三大灌溉公司美滋公司签署战略合作协议，共同探索在中国农业市场和滴灌项目领域加强技；同年 12 月公司以联合国欧洲经济委员会专家委员会委员身份，应邀出席了联合国欧洲经济委员会工作组第三次会议，会上通过“元谋模式”的介绍，展现出新时代背景下政府及社会资本合作的中国方案、理念和智慧。

● **营业成本小幅增加，毛利率微降。**2019 年公司营业成本同比增长 24.5%，使得整体毛利率下降 1.64 个百分点。分产品来看，农水科技销售与服务的规模扩大较快，营收同比增长 46.41%，占比从 25.19%提升至 30.3%，与此同时成本也同比增长 56.46%。农水信息化和项目运营服务整体占比较低，但营收和成本增速分别高达 86.78%和 85.77%。业务规模扩大导致成本随之上升，是毛利率微降的主要原因。

- **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 1.61 亿元、2.02 亿元、2.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.20 元、0.25 元、0.29 元，当前股价对应 PE 分别为 23.7/18.8/16.4 倍，当前估值仍处于历史较低区间。考虑到一季度由于疫情导致政府客户招标进度延迟，各项采购施工受到制约，业绩有所下滑，首次给予“审慎推荐”评级。

- **风险提示：**疫情持续影响招标和开工进度的风险；行业景气度下滑的风险；资本市场系统性风险等。

图表 1：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产：				
货币资金	792	-335	-432	-525
应收款	1,156	1,235	1,391	1,569
存货	442	481	541	609
其他流动资产	139	153	169	185
流动资产合计	2,530	1,535	1,667	1,840
非流动资产：				
可供出售金融资产	0	0	0	0
固定资产+在建工程	610	713	824	927
无形资产+商誉	138	145	152	160
其他非流动资产	593	652	717	789
非流动资产合计	1,386	1,510	1,693	1,876
资产总计	3,915	3,045	3,361	3,716
流动负债：				
短期借款	952	0	0	0
应付账款、票据	810	865	973	1,097
其他流动负债	190	180	198	218
流动负债合计	1,952	1,045	1,171	1,315
非流动负债：				
长期借款	74	0	0	0
其他非流动负债	283	311	343	377
非流动负债合计	357	311	343	377
负债合计	2,309	1,357	1,514	1,691
所有者权益				
股本	797	797	797	797
资本公积金	235	235	235	235
未分配利润	447	557	696	849
少数股东权益	132	132	132	132
所有者权益合计	1,606	1,732	1,892	2,069
负债和所有者权益	3,915	3,089	3,405	3,760

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	134	165	207	238
折旧与摊销	33	32	39	46
财务费用	55	25	2	2
存货的减少	105	-39	-60	-69
营运资本变化	-564	-23	-48	-55
其他非现金部分	56	-35	-39	-42
经营活动现金净流量	-181	124	102	121
投资活动现金净流量	-185	-135	-150	-150
筹资活动现金净流量	-57	-1116	-50	-63
现金流量净额	-422	-1,127	-98	-92

利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
营业收入	**2,166**	**2,341**	**2,635**	**2,974**
营业成本	1,585	1,731	1,946	2,193
营业税金及附加	13	13	13	13
销售费用	79	94	105	119
管理费用	173	187	211	238
财务费用	49	25	2	2
费用合计	301	306	318	359
资产减值损失	-63	20	21	22
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	**201**	**248**	**311**	**357**
加：营业外收入	1	2	2	2
减：营业外支出	3	3	4	4
利润总额	**199**	**246**	**309**	**355**
所得税费用	66	81	102	117
净利润	**134**	**165**	**207**	**238**
少数股东损益	4	5	5	6
归母净利润	**129**	**161**	**202**	**232**

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
成长性				
营业收入增长率	21.7%	8.1%	12.6%	12.9%
营业利润增长率	22.6%	23.5%	25.4%	14.8%
归母净利润增长率	29.2%	24.0%	26.0%	14.9%
总资产增长率	2.5%	-22.2%	10.4%	10.6%
盈利能力				
毛利率	26.8%	26.1%	26.1%	26.2%
营业利润率	9.3%	10.6%	11.8%	12.0%
三项费用/营收	13.9%	13.1%	12.1%	12.1%
EBIT/销售收入	0.0%	11.6%	11.7%	11.9%
净利润率	6.2%	7.1%	7.9%	8.0%
ROE	8.3%	9.5%	11.0%	11.5%
营运能力				
总资产周转率	55.3%	76.9%	78.4%	80.0%
资产结构				
资产负债率	59.0%	44.6%	45.0%	45.5%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	-1.36	0.75	0.49	0.51
每股数据（元/股）				
每股收益	0.16	0.20	0.25	0.29
每股净资产	2.01	2.17	2.37	2.59

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士， 2020 年 1 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn