

# 大禹节水 (300021)

证券研究报告

2020年04月21日

## 新冠疫情令 2020 年 Q1 业绩不及预期，预计全年保持高增长

2019 年公司经营业绩稳定增长，国内外订单应接不暇。

公司发布 2019 年年报，实现营业收入 21.7 亿元，同比增长 21.71%，实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 29.17%。报告期内，公司积极布局农村水利基础网+信息网+服务网的深度融合，实现全产业链的农水项目一体化解决方案。同时，公司积极开拓国内外市场，先后在内蒙通辽、甘肃酒泉、宁夏利通以及新疆沙雅等地取得优质大订单，在以色列整合资源逐步扩大国际市场份额。并且，公司 2019 年研发投入 4959 万元，同比增长 27.45%，为新产品研发和提高科技水平打下良好的基础。

新冠疫情延迟工程建设，令 2020 年 Q1 业绩不及预期。

公司发布 2020Q1 业绩预告，预计归母净利润为 1017 万元-0 万元，同比下降 80%-100%。受全国新冠疫情影响，各地政府客户招标进度较往年有所延迟，采购供应和施工现场组织受到制约，营销服务因交通物流不便受阻，从而导致一季度收入与净利润大幅下降。随着国内新冠疫情逐渐好转，预计政府招标、采购、施工等业务也将恢复正常。同时，业务推迟开展不同于业务中止运行，我们认为公司会通过加快工程进度将损失降到最低。

新冠疫情或将加速提高行业集中度，公司龙头地位进一步夯实，并有望加速抢占市场份额。

2016 年以来，在国家对农田节水工程的建、管、运提出更高要求以及农田节水建设领域引入 PPP 模式的大背景下，行业将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。其次，小型农服企业难以像集团企业一样相对完善的度过由新冠疫情引发的各项问题，行业集中度或将加速提升。

同时，公司不断夯实自身行业龙头地位，有望通过与北京慧图科技的合作在智慧水务服务网领域产生优秀的协同效应从而提高公司的盈利能力，并通过引进 IBM 数字化管理系统提升整体运营效率以及管理水平。因此，预计随着新冠疫情的控制以及政府项目的正常开展，公司作为行业龙头有望通过加速提高后续订单落地的速度，预计 2020-2022 年公司业绩将稳步增长。

盈利预测与投资建议：

由于公司一季度因疫情延迟工程建设，我们上调了 2020 年公司工程项目成本，同时考虑到疫情防控对公司的 2020 年的综合影响，上调了公司 2020 年的销售与管理费用率，从而我们将公司 2020-2021 年的收入由 34.41/45.12 亿调整为 27.30/33.95 亿，归母净利润由 3.30/4.90 亿调整为 1.81/2.45 亿；从而预计 2020-2022 年公司实现收入 27.30/33.95/41.13 亿，同增 26.07%/24.35%/21.14%，实现归母净利润 1.81/2.45/3.31 亿，同增 40.03%/35.10%/35.09%，对应 EPS 分别为 0.23/0.31/0.41 元，对应当前 PE 分别为 21x/16x/12x，考虑到公司广阔的发展空间和业绩的稳步增长，继续给予“买入”评级！

风险提示：1、国家政策变更；2、自然灾害；3、订单落地不及预期。

| 财务数据和估值     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,779.59 | 2,165.85 | 2,730.42 | 3,395.30 | 4,113.10 |
| 增长率(%)      | 38.55    | 21.71    | 26.07    | 24.35    | 21.14    |
| EBITDA(百万元) | 333.14   | 373.45   | 357.74   | 483.08   | 598.31   |
| 净利润(百万元)    | 100.20   | 129.43   | 181.24   | 244.85   | 330.78   |
| 增长率(%)      | 4.99     | 29.17    | 40.03    | 35.10    | 35.09    |
| EPS(元/股)    | 0.13     | 0.16     | 0.23     | 0.31     | 0.41     |
| 市盈率(P/E)    | 38.59    | 29.88    | 21.34    | 15.79    | 11.69    |
| 市净率(P/B)    | 2.68     | 2.62     | 2.34     | 2.12     | 1.88     |
| 市销率(P/S)    | 2.17     | 1.79     | 1.42     | 1.14     | 0.94     |
| EV/EBITDA   | 8.50     | 11.09    | 9.06     | 7.22     | 5.22     |

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   | 4.85 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) | 648.43    |
| A 股总市值(百万元)   | 3,867.20  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,144.87  |
| 每股净资产(元)      | 1.85      |
| 资产负债率(%)      | 58.98     |
| 一年内最高/最低(元)   | 9.05/4.12 |

### 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

- 《大禹节水-季报点评:战略转型稳步推进，三季度业绩高速增长。》 2019-10-24
- 《大禹节水-公司点评:半年报业绩继续稳步增长，商业模式转型升级持续推进。》 2019-07-15
- 《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



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 1,207.49        | 792.27          | 1,092.17        | 1,018.59        | 1,028.28        |
| 应收票据及应收账款       | 625.63          | 1,007.37        | 357.84          | 1,000.28        | 370.76          |
| 预付账款            | 66.91           | 75.05           | 78.37           | 97.04           | 98.17           |
| 存货              | 556.38          | 441.67          | 873.38          | 610.83          | 1,048.47        |
| 其他              | 195.90          | 213.22          | 219.19          | 241.07          | 254.85          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>2,652.31</b> | <b>2,529.58</b> | <b>2,620.95</b> | <b>2,967.81</b> | <b>2,800.53</b> |
| 长期股权投资          | 153.26          | 177.84          | 177.84          | 177.84          | 177.84          |
| 固定资产            | 329.04          | 351.00          | 504.94          | 612.21          | 693.66          |
| 在建工程            | 236.90          | 258.72          | 179.36          | 139.68          | 119.84          |
| 无形资产            | 100.40          | 121.25          | 114.19          | 107.13          | 100.07          |
| 其他              | 348.97          | 476.75          | 475.50          | 474.26          | 473.95          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,168.56</b> | <b>1,385.55</b> | <b>1,451.83</b> | <b>1,511.12</b> | <b>1,565.36</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,820.87</b> | <b>3,915.13</b> | <b>4,072.78</b> | <b>4,478.93</b> | <b>4,365.89</b> |
| 短期借款            | 878.44          | 951.51          | 751.21          | 900.64          | 517.35          |
| 应付票据及应付账款       | 711.66          | 809.88          | 877.77          | 984.25          | 1,032.94        |
| 其他              | 369.35          | 190.39          | 359.82          | 314.07          | 271.74          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,959.45</b> | <b>1,951.79</b> | <b>1,988.80</b> | <b>2,198.96</b> | <b>1,822.03</b> |
| 长期借款            | 39.90           | 74.14           | 0.00            | 0.38            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 267.74          | 283.11          | 283.11          | 283.11          | 283.11          |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>307.64</b>   | <b>357.24</b>   | <b>283.11</b>   | <b>283.48</b>   | <b>283.11</b>   |
| <b>负债合计</b>     | <b>2,267.09</b> | <b>2,309.03</b> | <b>2,271.90</b> | <b>2,482.44</b> | <b>2,105.13</b> |
| 少数股东权益          | 111.18          | 132.11          | 150.03          | 174.25          | 206.96          |
| 股本              | 797.36          | 797.36          | 797.36          | 797.36          | 797.36          |
| 资本公积            | 253.94          | 234.67          | 234.67          | 234.67          | 234.67          |
| 留存收益            | 695.22          | 726.62          | 853.48          | 1,024.88        | 1,256.43        |
| 其他              | (303.92)        | (284.65)        | (234.67)        | (234.67)        | (234.67)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>1,553.78</b> | <b>1,606.11</b> | <b>1,800.88</b> | <b>1,996.49</b> | <b>2,260.75</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>3,820.87</b> | <b>3,915.13</b> | <b>4,072.78</b> | <b>4,478.93</b> | <b>4,365.89</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E          | 2022E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 净利润            | 109.62          | 133.68          | 181.24          | 244.85         | 330.78          |
| 折旧摊销           | 31.02           | 33.29           | 32.48           | 39.46          | 45.46           |
| 财务费用           | 67.30           | 54.59           | 62.71           | 72.59          | 74.19           |
| 投资损失           | (0.63)          | (0.52)          | (4.70)          | (5.00)         | (6.00)          |
| 营运资金变动         | 719.19          | (655.19)        | 432.69          | (356.06)       | 186.84          |
| 其它             | (128.63)        | 252.90          | 3.53            | 26.62          | 35.91           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>797.87</b>   | <b>(181.24)</b> | <b>707.95</b>   | <b>22.46</b>   | <b>667.18</b>   |
| 资本支出           | 205.05          | 105.68          | 100.00          | 100.00         | 100.00          |
| 长期投资           | 73.65           | 24.58           | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| 其他             | (477.58)        | (314.88)        | (166.51)        | (199.80)       | (200.40)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(198.88)</b> | <b>(184.62)</b> | <b>(66.51)</b>  | <b>(99.80)</b> | <b>(100.40)</b> |
| 债权融资           | 947.05          | 1,052.37        | 777.93          | 927.73         | 544.07          |
| 股权融资           | (111.75)        | (68.22)         | (12.73)         | (72.59)        | (74.19)         |
| 其他             | (699.38)        | (1,040.88)      | (1,106.74)      | (851.39)       | (1,026.97)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>135.91</b>   | <b>(56.73)</b>  | <b>(341.54)</b> | <b>3.76</b>    | <b>(557.10)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>734.89</b>   | <b>(422.58)</b> | <b>299.90</b>   | <b>(73.58)</b> | <b>9.69</b>     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,779.59</b> | <b>2,165.85</b> | <b>2,730.42</b> | <b>3,395.30</b> | <b>4,113.10</b> |
| 营业成本             | 1,273.16        | 1,585.05        | 1,972.58        | 2,428.71        | 2,928.17        |
| 营业税金及附加          | 17.01           | 12.78           | 21.84           | 23.77           | 24.68           |
| 营业费用             | 69.27           | 79.46           | 106.21          | 132.08          | 160.00          |
| 管理费用             | 79.11           | 172.80          | 218.43          | 264.83          | 312.60          |
| 研发费用             | 25.08           | 24.83           | 31.40           | 74.70           | 109.00          |
| 财务费用             | 63.93           | 48.94           | 62.71           | 72.59           | 74.19           |
| 资产减值损失           | 35.65           | (25.34)         | 45.00           | 35.00           | 35.00           |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | (14.39)         | 2.40            | 3.20            |
| 投资净收益            | 0.63            | 0.52            | 4.70            | 5.00            | 6.00            |
| 其他               | 51.82           | 65.92           | 19.39           | (14.80)         | (18.40)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>163.91</b>   | <b>200.89</b>   | <b>262.55</b>   | <b>371.03</b>   | <b>478.66</b>   |
| 营业外收入            | 3.59            | 1.38            | 10.00           | 14.00           | 15.00           |
| 营业外支出            | 15.32           | 2.93            | 7.00            | 8.00            | 9.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>152.19</b>   | <b>199.33</b>   | <b>265.55</b>   | <b>377.03</b>   | <b>484.66</b>   |
| 所得税              | 42.56           | 65.65           | 66.39           | 107.96          | 121.17          |
| <b>净利润</b>       | <b>109.62</b>   | <b>133.68</b>   | <b>199.16</b>   | <b>269.07</b>   | <b>363.50</b>   |
| 少数股东损益           | 9.42            | 4.26            | 17.92           | 24.22           | 32.71           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>100.20</b>   | <b>129.43</b>   | <b>181.24</b>   | <b>244.85</b>   | <b>330.78</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.13            | 0.16            | 0.23            | 0.31            | 0.41            |

  

| 主要财务比率         | 2018    | 2019   | 2020E   | 2021E  | 2022E   |
|----------------|---------|--------|---------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |        |         |
| 营业收入           | 38.55%  | 21.71% | 26.07%  | 24.35% | 21.14%  |
| 营业利润           | 32.97%  | 22.56% | 30.70%  | 41.32% | 29.01%  |
| 归属于母公司净利润      | 4.99%   | 29.17% | 40.03%  | 35.10% | 35.09%  |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |        |         |
| 毛利率            | 28.46%  | 26.82% | 27.76%  | 28.47% | 28.81%  |
| 净利率            | 5.63%   | 5.98%  | 6.64%   | 7.21%  | 8.04%   |
| ROE            | 6.95%   | 8.78%  | 10.98%  | 13.44% | 16.11%  |
| ROIC           | 11.95%  | 17.34% | 17.55%  | 30.85% | 28.72%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |        |         |
| 资产负债率          | 59.33%  | 58.98% | 55.78%  | 55.42% | 48.22%  |
| 净负债率           | -16.76% | 16.19% | -17.45% | -4.55% | -21.42% |
| 流动比率           | 1.35    | 1.30   | 1.32    | 1.35   | 1.54    |
| 速动比率           | 1.07    | 1.07   | 0.88    | 1.07   | 0.96    |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |        |         |
| 应收账款周转率        | 2.78    | 2.65   | 4.00    | 5.00   | 6.00    |
| 存货周转率          | 3.18    | 4.34   | 4.15    | 4.58   | 4.96    |
| 总资产周转率         | 0.53    | 0.56   | 0.68    | 0.79   | 0.93    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |        |         |
| 每股收益           | 0.13    | 0.16   | 0.23    | 0.31   | 0.41    |
| 每股经营现金流        | 1.00    | -0.23  | 0.89    | 0.03   | 0.84    |
| 每股净资产          | 1.81    | 1.85   | 2.07    | 2.29   | 2.58    |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |        |         |
| 市盈率            | 38.59   | 29.88  | 21.34   | 15.79  | 11.69   |
| 市净率            | 2.68    | 2.62   | 2.34    | 2.12   | 1.88    |
| EV/EBITDA      | 8.50    | 11.09  | 9.06    | 7.22   | 5.22    |
| EV/EBIT        | 9.26    | 12.12  | 9.97    | 7.86   | 5.65    |

### 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        |