

大禹节水 (300021)

证券研究报告

2023 年 04 月 14 日

2022 年项目进度受影响，看好后续订单转化增量

事件：公司发布 2022 年度报告，公司 2022 年年度实现营业收入 34.01 亿元，同比下降 3.24%；实现归母净利润 9705.77 万元，同比下降 28.27%；实现经营活动产生的现金流量净额 3.77 亿元，同比+120.86%。

1、项目推进延迟影响 2022 年业绩，盈利能力改善，在手订单充足支撑业绩释放

全国范围经济下行，政府客户项目招标进度存在一定程度的延迟，公司项目整体交付及验收进度受到一定程度影响，在此背景下公司全年新签订单和营业收入与上年保持相当。公司销售、管理、研发费用同比增长，导致净利润降幅大于收入降幅。盈利能力方面，公司 2022 年毛利率较 2021 年上升 1.4pct，实现小幅增长，其中农水设计、运营及信息化服务毛利率提升明显，达到 30.5%（较 2021 年提升 3.27pct）。订单方面，2022 年公司共计新签各类订单合计 46.11 亿元，以项目规模来看，5000 万元规模以上订单占比 60%，500 万元以下订单占比 12%；项目类型方面，建设、及 EPC 项目占比 38%，EPC+O 及 BOT 项目占比 35%，设计及信息化项目占比 20%。

2、万亿级水利投资背景下，节水龙头蓄势待发

2022 年 2 月，中共中央、国务院就乡村振兴工作建设提出年内需建成 1 亿亩高标准农田、累计建成高效节水灌溉面积 4 亿亩；6 月，水利部提出 2022 年全国要完成水利建设投资超 8000 亿元，同时提出充分发挥市场机制作用吸引社会资本，多渠道筹资以支撑大规模水利建设需求，全面加快现代化水利基础设施体系的建设；2023 年 2 月，中共中央、国务院提出数字中国建设整体布局规划，建设绿色智慧的数字生态文明。完善自然资源三维立体“一张图”和国土空间基础信息平台，构建以数字孪生流域为核心的智慧水利体系，加快数字化绿色化协同转型；而从产品和项目的技术含量、品质和规模，或公司规模和盈利能力等方面来看，公司在国内节水灌溉行业拥有领先优势和强势地位，国家持续重视粮食安全背景下高标准农田建设的长期推进，行业持续扩容中，公司有望以龙头地位受益于行业扩容。

3、具备综合解决能力，注重研发投入

公司业务覆盖“三农三水”全产业链，五大区域总部辐射西北、西南、华北、华中、华东，综合方案解决能力和资源整合能力突出。下属慧图科技深耕“移动互联网+智慧水务服务”20 年，具有独立输出完整水行业信息化解决方案能力，为公司“水网+信息网+服务网”方案解决模式提供重要信息技术支撑。公司兼具顶级的国内灌区领域专家团队，旗下拥有节水灌溉产业技术战略联盟、国家和地方联合工程实验室等平台用以承担国家重大科技创新项目研究，为公司节水方案设计提供专业支撑；2022 年公司研发投入达 1.38 亿元，同比增长 15%，占营收比重达 4.07%，为公司科技实力领先奠定优势。

盈利预测：因公司项目进度推进延迟影响，对公司业绩进行下调。我们预计公司 2023-25 年营业收入下调至 46.92、60.91、75.08 亿元（2023-24 年前值为 61.79、80.2 亿元），同比增长 37.97%、29.81%、23.27%；归母净利润下调至 1.59、2.30、2.74 亿元（2023-24 年前值为 2.40、3.12 亿元），同比增长 63.67%、44.77%、19.35%。我们认为公司所处农水行业持续性扩容，公司积极应对进行规模和科技研发扩充，在手订单积蓄充足，综合竞争力持续领先，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；应收账款管理风险；项目交付风险；公司快速发展的管理风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,515.09	3,401.04	4,692.42	6,091.18	7,508.37
增长率(%)	74.21	(3.24)	37.97	29.81	23.27
EBITDA(百万元)	476.40	459.57	528.44	736.94	887.80
归属母公司净利润(百万元)	135.30	97.06	158.86	229.98	274.47
增长率(%)	36.98	(28.27)	63.67	44.77	19.35
EPS(元/股)	0.16	0.11	0.18	0.27	0.32
市盈率(P/E)	30.39	42.36	25.88	17.88	14.98
市净率(P/B)	2.39	2.03	1.96	1.84	1.70
市销率(P/S)	1.17	1.21	0.88	0.67	0.55
EV/EBITDA	10.80	8.15	23.93	11.31	18.78

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 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	861.96
流通 A 股股本(百万股)	700.99
A 股总市值(百万元)	4,111.55
流通 A 股市值(百万元)	3,343.73
每股净资产(元)	2.17
资产负债率(%)	66.07
一年内最高/最低(元)	6.14/4.36

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《大禹节水-半年报点评:水利行业持续扩张，在手订单充足支撑业绩成长》2022-08-25
- 《大禹节水-公司研究简报:在手订单持续快速增长，奠定未来业绩高速增长基础》2021-12-21
- 《大禹节水-半年报点评:二季度业绩同比增长约 60%，公司迎来业绩拐点!》2020-08-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,358.39	1,141.71	1,407.73	1,827.35	2,252.51
应收票据及应收账款	1,977.23	2,117.28	3,475.24	3,500.94	5,361.47
预付账款	87.99	68.62	207.80	104.98	287.36
存货	452.85	384.02	1,186.13	547.02	1,624.52
其他	183.31	254.31	5,848.27	2,343.79	8,096.79
流动资产合计	4,059.78	3,965.94	12,125.17	8,324.09	17,622.66
长期股权投资	298.53	353.10	353.10	353.10	353.10
固定资产	430.95	485.55	566.12	603.47	612.00
在建工程	40.65	58.73	235.83	157.23	104.82
无形资产	167.62	249.87	232.86	215.85	198.84
其他	764.20	1,253.16	863.28	955.33	1,016.90
非流动资产合计	1,701.94	2,400.41	2,251.20	2,284.99	2,285.68
资产总计	6,324.98	6,951.78	14,376.37	10,609.08	19,908.34
短期借款	1,002.73	611.65	6,311.74	6,036.37	11,878.70
应付票据及应付账款	1,491.88	1,895.19	179.36	313.67	307.72
其他	385.85	408.89	1,185.15	969.66	1,250.74
流动负债合计	2,880.47	2,915.74	7,676.24	7,319.70	13,437.16
长期借款	589.20	674.56	3,560.91	0.00	2,945.90
应付债券	509.03	541.54	510.20	520.26	524.00
其他	114.58	235.38	190.41	180.12	201.97
非流动负债合计	1,212.81	1,451.48	4,261.52	700.38	3,671.87
负债合计	4,274.20	4,592.84	11,937.77	8,020.08	17,109.03
少数股东权益	329.76	330.99	341.26	356.05	378.92
股本	801.07	862.30	861.96	861.96	861.96
资本公积	238.14	488.41	488.41	488.41	488.41
留存收益	556.17	550.14	626.43	758.15	945.98
其他	125.63	127.11	120.55	124.43	124.03
股东权益合计	2,050.78	2,358.94	2,438.60	2,589.00	2,799.30
负债和股东权益总计	6,324.98	6,951.78	14,376.37	10,609.08	19,908.34

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	146.78	108.58	158.86	229.98	274.47
折旧摊销	46.04	46.84	54.33	58.26	60.88
财务费用	92.81	93.07	165.18	229.46	286.84
投资损失	(11.11)	(14.97)	(11.98)	(12.69)	(13.21)
营运资金变动	(178.95)	(368.00)	(8,084.91)	4,029.87	(8,647.33)
其它	75.14	511.50	23.18	27.62	35.22
经营活动现金流	170.70	377.01	(7,695.34)	4,562.51	(8,003.13)
资本支出	(46.83)	131.52	339.97	10.29	(21.85)
长期投资	78.14	54.57	0.00	0.00	0.00
其他	(280.14)	(591.20)	(625.33)	0.60	33.27
投资活动现金流	(248.83)	(405.11)	(285.36)	10.89	11.42
债权融资	420.25	(276.50)	8,347.30	(4,048.37)	8,514.46
股权融资	(97.29)	312.97	(100.58)	(105.41)	(97.60)
其他	97.59	(133.87)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	420.54	(97.41)	8,246.72	(4,153.78)	8,416.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	342.42	(125.51)	266.01	419.63	425.16

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,515.09	3,401.04	4,692.42	6,091.18	7,508.37
营业成本	2,695.69	2,560.98	3,566.16	4,632.51	5,708.58
营业税金及附加	18.99	21.34	32.85	42.64	52.56
销售费用	128.89	138.37	183.00	219.28	270.30
管理费用	259.24	297.13	337.85	426.38	525.59
研发费用	89.87	108.81	122.00	127.91	165.18
财务费用	83.76	66.58	165.18	229.46	286.84
资产/信用减值损失	(68.05)	(97.28)	(64.58)	(106.64)	(129.50)
公允价值变动收益	(0.07)	1.79	1.79	1.79	1.79
投资净收益	11.11	14.97	11.98	12.69	13.21
其他	95.66	143.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	199.98	145.19	234.57	320.83	384.83
营业外收入	1.07	1.30	1.16	1.17	1.21
营业外支出	8.51	11.19	10.43	10.04	10.55
利润总额	192.54	135.30	225.30	311.96	375.49
所得税	45.76	26.72	45.06	56.15	67.59
净利润	146.78	108.58	180.24	255.81	307.90
少数股东损益	11.48	11.52	21.38	25.83	33.43
归属于母公司净利润	135.30	97.06	158.86	229.98	274.47
每股收益(元)	0.16	0.11	0.18	0.27	0.32

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	74.21%	-3.24%	37.97%	29.81%	23.27%
营业利润	21.45%	-27.40%	61.56%	36.77%	19.95%
归属于母公司净利润	36.98%	-28.27%	63.67%	44.77%	19.35%
获利能力					
毛利率	23.31%	24.70%	24.00%	23.95%	23.97%
净利率	3.85%	2.85%	3.39%	3.78%	3.66%
ROE	7.86%	4.79%	7.57%	10.30%	11.34%
ROIC	10.01%	7.94%	16.68%	4.24%	8.54%
偿债能力					
资产负债率	67.58%	66.07%	83.04%	75.60%	85.94%
净负债率	37.36%	32.77%	369.86%	184.66%	470.01%
流动比率	1.51	1.45	1.58	1.14	1.31
速动比率	1.36	1.33	1.43	1.06	1.19
营运能力					
应收账款周转率	1.92	1.66	1.68	1.75	1.69
存货周转率	7.34	8.13	5.98	7.03	6.92
总资产周转率	0.59	0.51	0.44	0.49	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.11	0.18	0.27	0.32
每股经营现金流	0.20	0.44	-8.93	5.29	-9.28
每股净资产	2.00	2.35	2.43	2.59	2.81
估值比率					
市盈率	30.39	42.36	25.88	17.88	14.98
市净率	2.39	2.03	1.96	1.84	1.70
EV/EBITDA	10.80	8.15	23.93	11.31	18.78
EV/EBIT	11.88	9.01	26.68	12.28	20.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com