

洪城水业 (600461.SH) 燃气水务行业

评级: 买入 首次评级

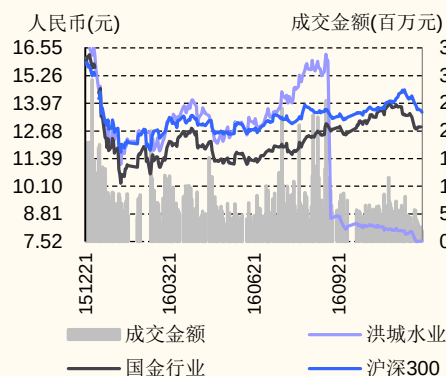
公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.55 元
目标价格 (人民币): 9.10-10.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 594.00
总市值(百万元) 5,961.43
年内股价最高最低(元) 16.58/7.52
沪深 300 指数 3309.06
上证指数 3102.88



改革促发展, 地区公用环保龙头未来可期

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.449	0.574	0.370	0.435	0.531
每股净资产(元)	5.62	6.16	4.03	4.49	5.05
每股经营性现金流(元)	1.64	1.53	0.72	0.99	1.16
市盈率(倍)	25.94	28.19	21.35	18.18	14.89
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	48.96%	27.79%	54.16%	17.42%	22.12%
净资产收益率(%)	8.00%	9.33%	9.17%	9.67%	10.51%
总股本(百万股)	330.00	330.00	789.59	789.59	789.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **地区公用环保龙头, 拓展省内公用环保市场:** 1. 洪城水业一直以来秉承内生式增长与外延式发展相结合的战略, 除了原有水务方面的发展和并购, 公司也在其他环保领域积极寻找合适的并购标的, 实现在公用事业环保领域内的不断扩张; 2. 环保行业国有控股上市公司作为地方环保资源整合平台, 改革预期强烈。
- **量价齐升驱动传统水务业务发展:** 1. 水务板块需求持续增加, 未来两年内公司供水能力将达到 173.5 m³/d, 提升 21%, 污水处理产能将达到 198.1 万 m³/日, 提升 29.64%; 2. 水资源的供求矛盾日益突出, 水价改革逐步落地将提升水价, 南昌市水价偏低, 存在 10%-50% 的上调空间。
- **新业务潜力巨大, 成为新增长点:** 1. 天然气业务, 燃气销售业务量价齐升, 发展空间大且毛利有望下降, 燃气工程安装业务在手约 5 亿订单, 是公司持续稳定的利润贡献来源; 2. 二次供水业务, 新区覆盖率的提升以及老区二次供水逐渐改善, 将促进南昌二次供水业务未来的持续增长; 3. 公用新能源业务, 南昌市规划 2016-2020 年将建设加气站 20 个, 存在两倍以上增长空间。
- **环保行业 PPP 模式推广, 想象空间巨大:** “河长制”的全面推行标志着我国进入系统性解决水环境问题, 后续水环境治理 PPP 项目将加速释放和落地。截至目前江西省已经公布 PPP 项目中涉及水务业务的有 7 个, 投资额达 141.12 亿。我们认为, 公司作为江西省国有公共事业平台公司, 有拿取 PPP 订单的可能。

投资建议

- 我们认为公司目前资产盈利稳定, 存在较大增长空间, 且目前公司公用事业平台价值突显, 看好其未来外延发展及资产注入。

估值

- 预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.37、0.44、0.53 元, 对应 PE 为 20、17、14, 首次覆盖, 结合行业 PE 及公司未来营收增速提高因素给予 2017 年 25x PE, “买入”评级, 目标价 9.25 元。

风险

- 业务整合低于预期; 产能释放低于预期; PPP 拿单情况低于预期。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

地区公用环保龙头，拓展省内公用环保市场	3
公司简介：江西公用事业龙头，资产注入扩展业务范围	3
公司战略路径清晰，国企改革背景下平台价值突显	4
量价齐升驱动传统水务业务发展	4
水务业务增长稳健	4
水务板块需求持续增加，产能释放实现增长	5
水资源供求矛盾突出，水价将继续上涨	7
新业务潜力巨大，成为新增长点：	9
天然气业务：燃气销售、工程安装双核驱动	9
二次供水业务：新区覆盖率上升+老区改善	9
公用新能源业务：公司加气站有望进一步增加	10
环保行业 PPP 模式推广，想象空间巨大	11
盈利预测与估值	12
核心假设	12
估值及投资评级	13

图表目录

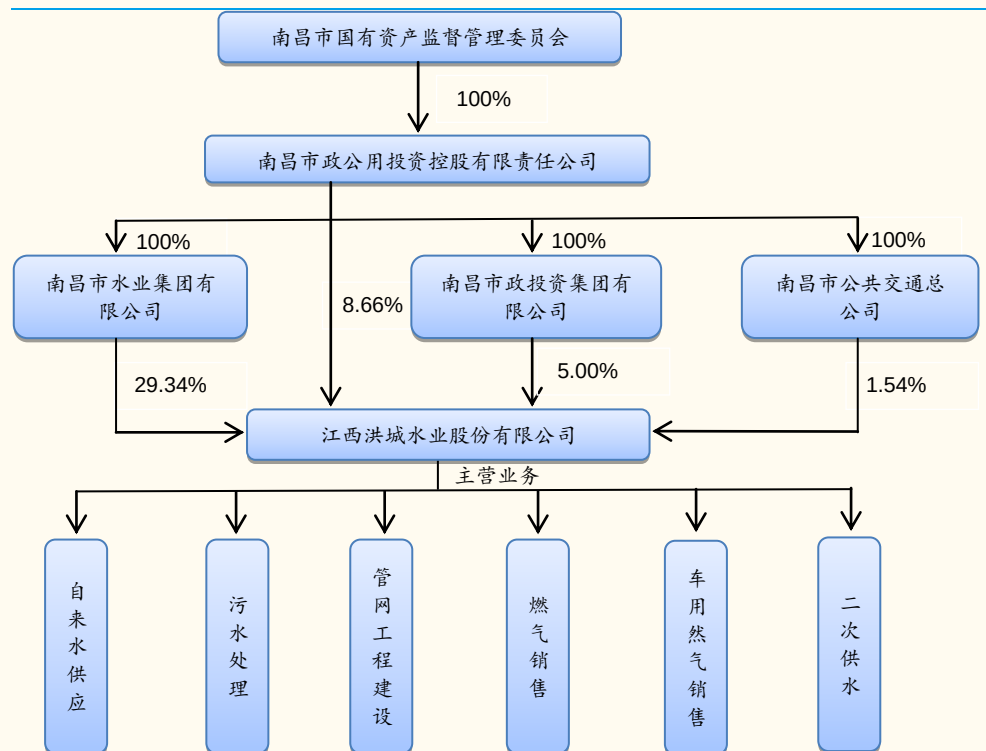
图表 1：公司股权结构及业务布局	3
图表 2：公司主要参股子公司	4
图表 3：公司主营业务收入及毛利率	5
图表 4：2010 至 2015 年公司主营业务分布	5
图表 5：江西人均用水量（立方米/人）	5
图表 6：江西省人口数量（万人）	5
图表 7：洪城水业下属水厂产能分布情况	6
图表 8：洪城水业下属污水处理厂产能分布情况	7
图表 9：世界主要国家人均水资源量（2009）	7
图表 10：我国 36 个重点城市水价（元/吨）	8
图表 11：各地污水处理费价格（元/吨）	8
图表 12：南昌燃气财务数据（万元）	9
图表 13：二次供水公司主营业务财务数据	10
图表 14：公用新能源 CNG 和 LNG 销量	10
图表 15：2016 年江西省 PPP 项目中涉及水务业务项目	11
图表 16：洪城水业分业务收入（百万）及增速、毛利率预测表	12

地区公用环保龙头，拓展省内公用环保市场

公司简介：江西公用事业龙头，资产注入扩展业务范围

- 洪城水业 2001 年以南昌市自来水有限责任公司（2001 年更名为南昌水业集团有限公司）作为主发起人，联合北京市自来水集团有限责任公司等四家公司，以发起方式设立的股份公司，于 2004 年 6 月在上海证券交易所挂牌上市，并于 2006 年完成股权分制改革。
- 公司上市时采取“厂网分离”的模式，集团仅将制水相关资产注入上市公司，公司业务模式单一，且由于集团控制制水上下游其他未上市资产，洪城水业与母公司水业集团存在较多关联交易；2005 年公司收购九江市蓝天碧水环保有限公司 51% 的股权进军污水处理子行业，2010 年公司控股股东将所持有的供水公司、环保公司以及朝阳污水处理公司注入上市公司，同时获得江西省境内 77 个县市的污水处理厂特许经营权，洪城水业实现了自来水供应“厂网合一”，并且污水处理能力得到显著提高，污水业务成为主要业务之一；2015 年公司再次进行重大资产重组，公司控股股东将市政公用控股集团下属的天然气管网业务、二次供水业务注入上市公司，洪城水业形成水务+燃气的布局。
- 从业务区域来看，公司的业务覆盖市场地域范围较为集中，以南昌市城区及江西省其他县市为主，涉及浙江省温州市水务业务。洪城水业在南昌市供水市场处于绝对领先地位，具有较强的区域垄断性。同时洪城水业是江西省三家公用事业上市公司中唯一一只公用事业环保领域公司，另外也是集团内唯一的上市公司。
- 在 2015 年公司完成资产重组实施完毕后，洪城水业控股股东为南昌水业集团，持股 29.34%，实际控制人为南昌市政公用投资控股有限责任公司，持股 44.53%。公司下属子公司涵盖污水处理、自来水生产与销售、给水工程设计、天然气销售与安装等共 13 家。其中 9 家全资子公司，4 家控股子公司。

图表 1：公司股权结构及业务布局



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：公司主要参股子公司

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
南昌市湾里自来水有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	自来水生产与销售	100		
南昌绿源给排水工程设计有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	给水工程设计	100		同一控制下企业合并
九江市蓝天碧水环保有限公司	江西省九江市	江西省九江市	污水处理	65		同一控制下企业合并
萍乡市洪城水业环保有限责任公司	江西省萍乡市	江西省萍乡市	污水处理	100		同一控制下企业合并
温州洪城水业环保有限公司	浙江省温州市	浙江省温州市	污水处理	51		投资设立
温州清波污水处理有限公司	浙江省温州市	浙江省温州市	污水处理	51		非同一控制下企业合并
南昌市朝阳环保有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	污水处理	100		投资设立
江西洪城水业环保有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	污水处理	100		同一控制下企业合并
南昌洪城管道探测技术有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	地下管线探测	100		同一控制下企业合并
江西绿源光伏有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	光伏电站开发	100		同一控制下企业合并
南昌市燃气集团有限公司	江西省南昌市	江西省南昌市	天然气销售与安装	51		投资设立
南昌水业集团二次供水有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	二次供水工程	100		同一控制下企业合并
南昌公用新能源有限责任公司	江西省南昌市	江西省南昌市	车用天然气销售	100		同一控制下企业合并

来源：公司公告、国金证券研究所

公司战略路径清晰，国企改革背景下平台价值突显

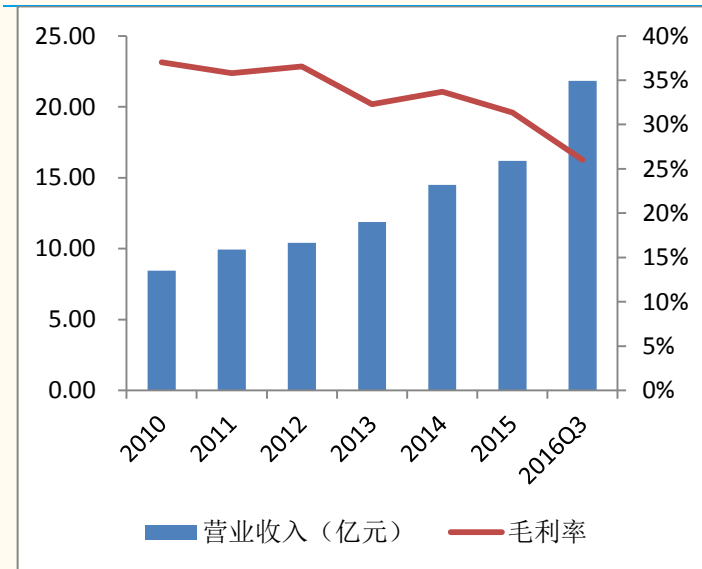
- 目前公司实际控制人南昌市政公用投资控股集团不直接从事生产经营活动，组建了旗下“7+1”的板块集团（水、气、车、市政、地产、文化传媒七大集团以及一家资产管理公司），并于 2014 年提出了“三年发展攻坚计划”，即实现“三年翻番，再造一个市政公用集团”的奋斗目标。具体指标为：到 2016 年，总资产、净资产、总收入和利润总额四大指标实现三年翻番——总资产突破 1000 亿，净资产突破 500 亿，总收入突破 300 亿，利润总额突破 20 亿。以目前公司披露信息看，今年顺利实现目标难度较大，未来想在短期内实现目标则必须要利用洪城水业这个资本运作平台，通过收购兼并或者其他方式进行战略扩张。
- 结合公司发展历史，可以看出洪城水业一直以来秉承内生式增长与外延式发展相结合的战略，除了原有水务方面的发展和并购，公司也在其他环保领域积极寻找合适的并购标的，实现在公用事业环保领域内的不断扩张。我们推断，未来公司外延扩张的战略不会改变，在国企改革背景下，结合集团资产情况，生态环保、循环经济、城市运营等领域将是未来扩张的重点领域，有望增厚公司每股收益。
- 环保行业国有控股上市公司作为地方环保资源整合平台，改革预期强烈，预计在顶层设计总体方案落地后，板块内的国企改革将提速。

量价齐升驱动传统水务业务发展

水务业务增长稳健

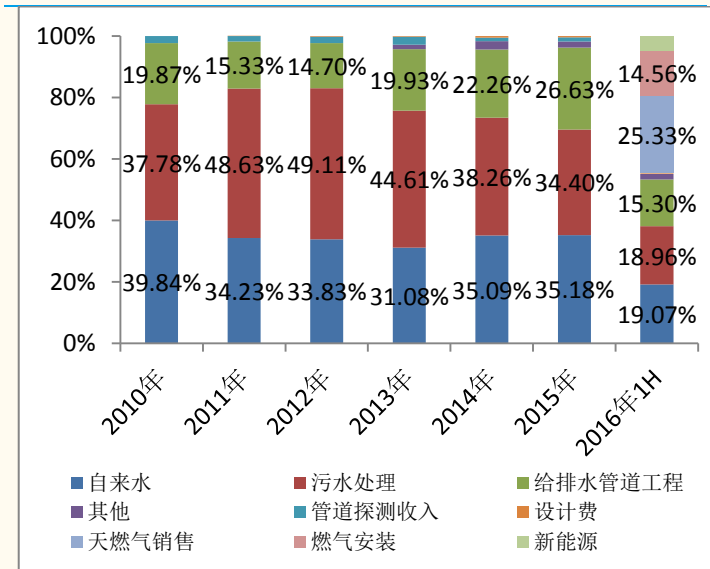
- 公司在 2015 年资产重组之前，经营业务集中于水务板块，主要包括自来水制售、污水处理及给排水管道工程，总体看，公司业务状况良好，2010-2015 年总营收复合增长率为 13.91%，从 8.43 亿元增长至 16.18 亿元；分业务看，自来水占公司主营收入约 35%，污水处理约 34%，给排水管道工程约 26%且占比逐年提高。公司污水处理业务毛利率 2013-2015 年下降的原因是人工工资、能源、折旧及其他成本大幅上涨的影响，2016 年前三季度毛利大幅下降主要是由于将南昌燃气、新能源公司、二次供水三家企业纳入合并报表，而南昌燃气和新能源公司营收占比较高且毛利较低。

图表 3：公司主营业务收入及毛利率



来源：国金证券研究所

图表 4：2010 至 2015 年公司主营业务分布

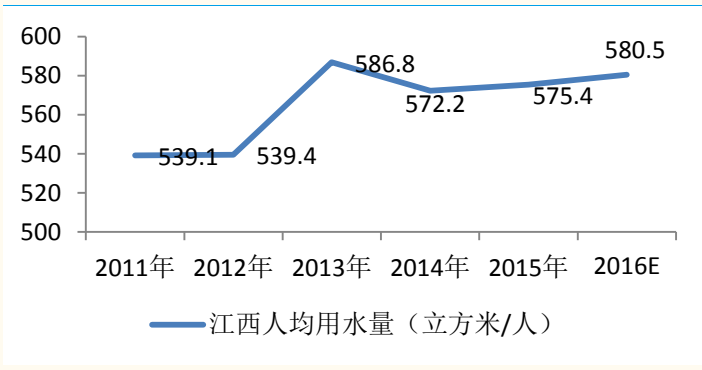


来源：国金证券研究所

水务板块需求持续增加，产能释放实现增长

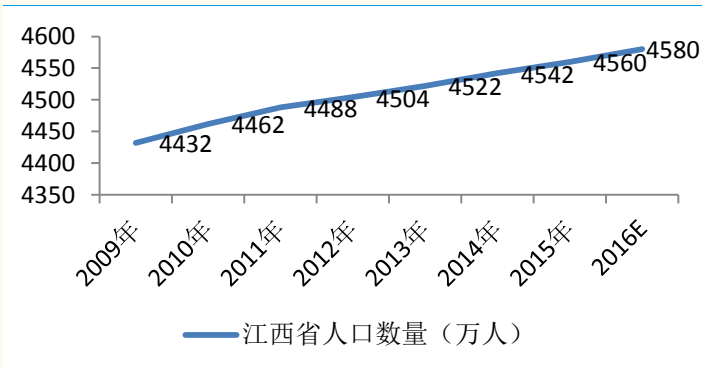
- 经济和社会的发展产生巨大的用水需求，伴随经济持续快速发展和人口规模的不断增长，未来一段时间内用水需求将持续提升。洪城水业的水务业务覆盖市场地域范围较为集中，以南昌市城区及江西省其他县市为主。根据国家统计局数据，江西省人均用水量在 2013 年有显著上升，之后基本保持稳定，预计未来至少不会有持续下降趋势，而江西人口数量的持续上升将直接导致用水需求的不断上升。
- 洪城水业水务业务主要集中在南昌市。依据《南昌市城市总体规划（2001—2020）》，2012 年底南昌市总人口 513.16 万人，规划至 2020 年全市总人口达 600 万人。2012 年南昌市中心城实际居住人口已达到 230 万人，规划至 2020 年南昌市中心城区居住人口为 280 万人。我们认为未来一段时间公司所在市场水务业务需求将持续提高。

图表 5：江西人均用水量（立方米/人）



来源：国家统计年鉴、国金证券研究所

图表 6：江西省人口数量（万人）



来源：国家统计年鉴、国金证券研究所

- 在未来需求不断提高及目前目标市场内部分地区存在供水缺口的情形下，公司新建及扩建水厂，并有望在明年开始逐步释放产能，为公司营收增长提供保障。
- 1.自来水供应业务：公司目前现拥有青云、朝阳、下正街、牛行、双港、红角洲、长陵、乌井、幸福共 9 座水厂，现状总供水能力为 143 万 m³/d，另外公司在建供水能力 30 万 m³/d，公司在建水厂投产后，公司供水能力将提升至 173.5 万 m³/d，提升 21%。

图表 7：洪城水业下属水厂产能分布情况

状态	水厂名称	供水规模（万 m ³ /d）	供水范围
已投产	下正街水厂	10	主城区及高新开发区
	朝阳水厂	30	
	青云水厂	60	
	长陵水厂	10	昌北地区
	双港水厂	10	
	牛行水厂	10	
	红角洲水厂	10	
	湾里水厂	2	湾里区
	幸福水厂	1	
	合计	143	
在建	牛行水厂二期	20	昌北地区
	城北水厂	10	高新区及航空城
计划	红角洲水厂二期	10	
已投产+拟在建	合计	183	

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司目前在建水厂为城北水厂及牛行水厂，其中城北水厂总规模 20 万 m³/d，其中一期 10 万 m³/d，计划 15 年底投产，但多次延期，目前主体工程已完工，施工人员正在进行内部装修，能够确保明年开始运营，从南昌现有城区供水网络看，城北这一片区一直以来都是通过青云水厂的跨区域供水，随着高新开发区、光伏产业园区等规划建设的全面铺开，出现了水量不足、水压偏低的情况。为了解决南昌城市供水量增加和供水系统的布局不均衡问题，增加昌南供水能力，完善昌南供水管网布局，南昌市发改委 2008 年就批复立项建城北水厂。城北水厂总建设规模为 20 万 m³/d，分两期实施，一期建设规模为 10 万 m³/d，净水厂区占地 80 亩，取水泵房土建按 20 万 m³/d 规模一次建成。城北水厂的建成将极大减少南昌市整体供水能耗，修建城北水厂之前，瑶湖、高新区光伏产业园以及南昌航空城的供水全部由青云水厂提供，输水距离非常之远，需要消耗大量能耗，另外由于青云水厂供水量有限，在保障自来水供应、保证其水质、水量方面都有不确定性。城北水厂的建成将保障这一地区的供水水量、水质，从而缓解城北水厂供水区域及青云水厂供水区域内供水压力；牛行水厂二期拓建工程规模 20 万 m³/d，计划于 17 年底投产，根据《南昌市城市供水专项规划》（2010~2020 年）水量预测，到 2020 年，昌北地区城市用水量将达到 70 万 m³/d，而昌北地区现状实际供水能力仅仅 40 万 m³/d，供水缺口达到 30 万 m³/d。我们预计牛行水厂建成后能够快速释放产能。
- 2.污水处理业务：公司污水处理业务遍布江西 78 县，污水处理产能为 136 万吨/日，主要的在建工程为 78 家污水处理厂的扩建，总计 52.8 万 m³/d 产能，已完成并投产其中 15 家，总计 16 万 m³/d 的产能。如果公司所有在建项目投运，污水处理产能将达到 198.1 万 m³/d，污水处理能力将提升 29.64%。

图表 8：洪城水业下属污水处理厂产能分布情况

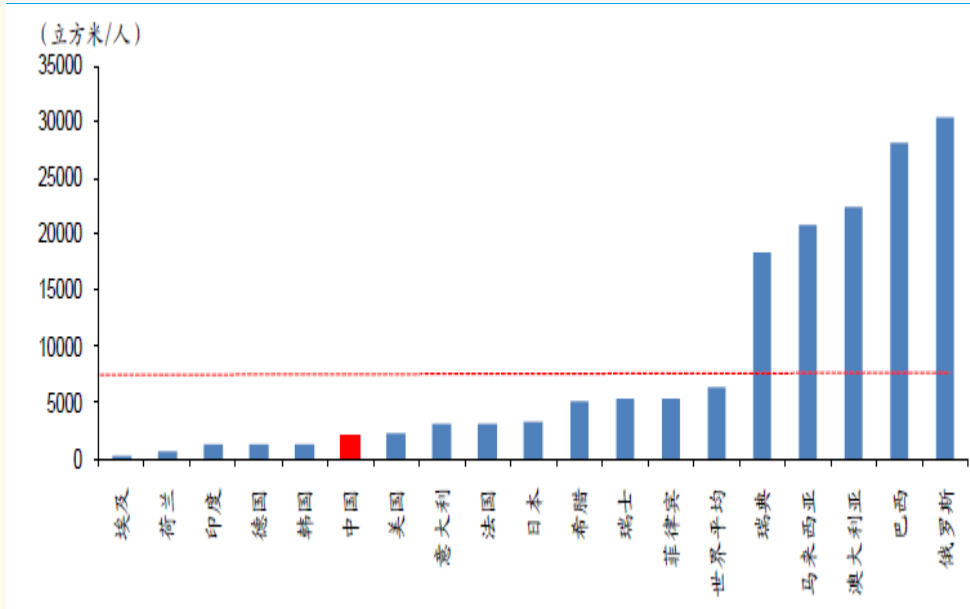
项目状态	项目名称	供水规模 (万 m ³ /d)
已投产	滨海园区第一污水处理厂	5.0
	萍乡市污水处理厂	8.0
	南昌县污水处理厂	3.0
	九江老鹤塘污水处理厂	6.0
	温州园区第一污水处理厂	5.0
	温州园区第二污水处理厂	3.0
	温州鹿城轻工业园区污水处理厂	1.0
	78 家污水处理厂	97.8
	朝阳污水处理厂	8.0
	78 家污水处理厂扩建 (已完成)	16
	合计	152.8
在建	南昌县污水处理厂二期	3
	九江市蛟滩污水处理厂	4
	温州滨海园区第三污水处理厂	1.5
	78 家污水处理厂扩建 (未完成)	36.8
	合计	45.3
总计		198.1

来源：公司公告、国金证券研究所

水资源供求矛盾突出，水价将继续上涨

- 我国是一个干旱缺水严重的国家。我国的淡水资源总量为 28000 亿立方米，占全球水资源的 6%，仅次于巴西、俄罗斯和加拿大，名列世界第四位。但是，我国的人均水资源量只有 2300 立方米，仅为世界平均水平的 1/4，是全球人均水资源最贫乏的国家之一。然而，中国又是世界上用水量最多的国家。仅 2002 年，全国淡水取用量达到 5497 亿立方米，大约占世界年取用量的 13%，是美国 1995 年淡水供应量 4700 亿立方米的约 1.2 倍。

图表 9：世界主要国家人均水资源量 (2009)



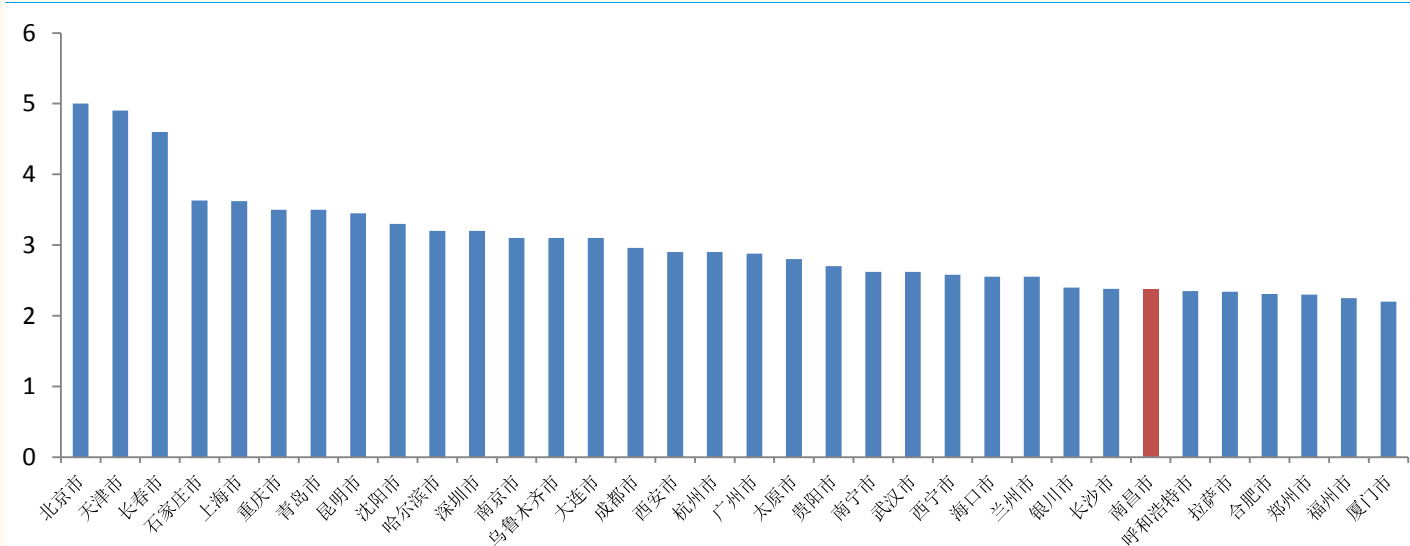
来源：Wind、国金证券研究所

- 随着经济发展，我国水资源的供求矛盾却日益突出，通过水价杠杆调节水资源的供求关系，促进水资源的合理利用，保障经济社会的可持续发展，成为水价改革的主要目的。推动我国水价长期上涨的主要原因包括：(1) 水作为人们生产和生活中的必需品，具有不可替代性，其价格弹性很小，水资源日益稀缺将促使水价长期上涨；(2) 目前水价较低，水务行业市场化改革将促使水价逐步反映水资源的价值；(3) 水资源环境保护促进污水

处理费价格上涨，进而推动水价总体上涨；（4）长期以来，我国水价较低，行业盈利状况不佳，水价上涨有利于促进水务行业健康发展；（5）目前我国水资源浪费情况较严重，水价上涨是促进居民节约用水的重要手段之一。

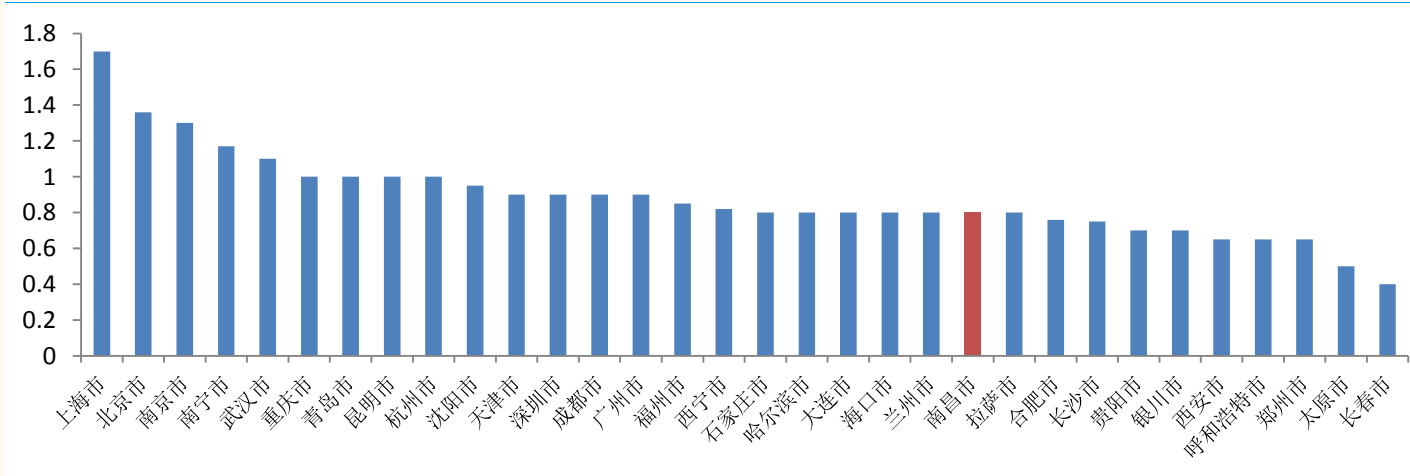
- 最近几年国家先后出台了一系列关于水价调整方面的政策，目前正在不断完善水价调整机制。考虑到社会承受能力，从长期来看，城市水价将呈现阶段性保持稳定但逐步上涨的趋势。
- 依据国家发展改革委和财政部、住房城乡建设部就加大污水处理收费力度有关问题的通知，“2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元”，目前多地已开展调价工作。对于南昌来说，目前水价偏低，短期内调价可能性较大，南昌市从 2014 年 4 月开始实施阶梯水价，一级居民生活用水价格上调为 1.58 元/吨。但与全国其他城市相比，南昌水价依然处于低位，且污水处理费为 0.8 元/吨，低于国家规定的居民城市污水处理费 0.95 元/吨，我们预计水价中污水处理费在短期内将会提高至国家规定标准，且未来两年南昌水价有望继续上升。

图表 10：我国 36 个重点城市水价（元/吨）



来源：Wind、中国水价网、国金证券研究所

图表 11：各地污水处理费价格（元/吨）



来源：Wind、中国水价网、国金证券研究所

- 综上所述，洪城水业的水务板块业务，包括自来水供应、污水处理业务等，需求量持续上升且产能将逐步释放，价格也呈现上升趋势，未来一段时间营收将持续上升。

新业务潜力巨大，成为新增长点：

天然气业务：燃气销售、工程安装双核驱动

- 南昌燃气主要业务包括燃气销售和燃气工程安装两部分。2013 年、2014 年以及 2015 年 1-9 月，南昌燃气营业收入分别为 62,458.75 万元、77,829.71 万元以及 75,943.85 万元，净利润分别为 3,159.29 万元、2,067.92 万元以及 6,316.27 万元。报告期内，南昌燃气营业收入持续增长，但利润水平较低且波动较大。

图表 122：南昌燃气财务数据（万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2016 年 1-6 月 (合并报表后)
营业收入	62,458.75	77,829.75	75,943.85	56,652.79
其中：燃气销售	43,170.46	55,393.92	51,300.76	35,971.48
燃气工程安装	17,858.70	21,151.85	23,855.86	20,681.31
毛利	12,570.15	10,964.84	14,867.58	14,058.27

来源：公司公告(2015 年仅披露 1-9 月数据)、国金证券研究所

- 南昌市天然气市场起步较晚，2010 年底才实现通气，但南昌燃气作为南昌地区的主要燃气供应商发展迅速。2010-2014 年，南昌燃气天然气用户数年均复合增速达到 83.55%，截至 2015 年 10 月，南昌燃气居民用户数约 59.75 万户，南昌燃气的天然气用户数占南昌市全部燃气用户比例达到 60% 以上，占南昌市全部天然气用户比例达到 90% 以上，基本垄断了南昌市天然气市场。
- 燃气销售：首先，伴随着西二线的接入，气源供应将得到充足保障，据《江西省南昌市天然气利用规划（2013~2020 年）》测算，2017 年天然气需求量将达到 11 亿立方米，2020 年将达到 17 亿立方米，较目前有较大发展空间。其次，随着天然气价格改革提速，天然气价差已恢复正常水平，未来价格联动机制的彻底理顺、阶梯气价的建立，在天然气用户数增加的情况下，燃气销售毛利有望大幅增长。
- 燃气工程安装：2013 年、2014 年以及 2015 年 1-9 月，南昌燃气工程安装收入分别为 17,858.70 万元、21,151.85 万元以及 23,855.86 万元，报告期内逐年稳定增长。截至 2015 年 9 月 30 日，南昌燃气尚有在手订单约 5 亿元，订单余额较大。未来随着非居民用气业务的发展、液化用户逐渐转化以及南昌地区人口的增加，天然气用户数有望持续增长，燃气工程安装毛利是南昌燃气稳定的利润贡献来源。
- 纳入合并报表范围后，2016 年上半年公司燃气销售及安装业务实现营收 70,878 万元，净利润 8,428 万，保持快速增长，保守估计 2016 年全年将实现营收 110,000 万以上。并且将在未来一段时间保持较快增长。

二次供水业务：新区覆盖率上升+老区改善

- 二次供水主要是通过加压的型式给四层以上的高层住宅用户供水，被称为供水环节的“最后一公里”。公司目前主营业务为设备安装及二次供水设备的销售，并致力于发展二次供水服务业。2014 年实现收入 3.05 亿元，其中，73%来自供水工程收入，23%来自二次供水设备销售收入，主营业务占比达 96%。

图表 13：二次供水公司主营业务财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
主营业务收入	16,927.33	29,308.70	17,970.35
其中：二次供水管道设备 安装业务	10,731.87	22,417.44	12,095.58
二次供水设备销 售业务	6,195.46	6,891.26	5,874.77
净利润	3159.29	2067.92	6316.27

来源：公司公告、国金证券研究所

- 二次供水公司 2005 年进入南昌市场，主要面向红谷滩、高新区、青山湖区等新区高层住宅用户，上述区域无负压供水业务覆盖率已超过 50%，并且仍处于持续上升态势。而对于东湖区、西湖区、青于谱区等老区主要还是以传统二次供水模式为主。2015 年 3 月，住建部、发改委、公安部、卫计委联合下发《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》，指出对老旧二次供水设施，5 年时间完成改造任务。二次供水改造存在较大市场空间。新区的覆盖率的提升以及老区二次供水逐渐改善，将促进南昌二次供水业务未来的持续增长，同时二次供水业务将与公司传统水务业务实现协同发展，扩大公司营收。

公用新能源业务：公司加气站有望进一步增加

- 公用新能源的主营业务为车用天然气销售，从上游天然气供应商处采购 CNG 和 LNG 并通过加气子站销售给终端客户。现阶段，公用新能源的主要供气对象为南昌市辖区内的公交车、出租车等。
- 2013 年、2014 年及 2015 年 1-9 月，公用新能源营业收入分别为 3,708.67 万元、13,032.18 万元和 12,187.07 万元，2014 年较 2013 年增长 251.40%，2015 年 1-9 月较 2014 年同期平均数增长 24.69%。
- 2013 年、2014 年及 2015 年 1-9 月，公用新能源净利润分别为 203.72 万元、439.38 万元和 556.51 万元，2014 年较 2013 年增长 115.68%，2015 年 1-9 月较 2014 年同期平均数增长 68.88%。
- 截至 2015 年末，公用新能源公司共有 9 个天然气加气站，其中 7 个 CNG 加气站，2 个 LNG 加气站。报告期内，公用新能源 CNG 和 LNG 销量如下：

图表 144：公用新能源 CNG 和 LNG 销量

产品名称	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2016 年 1-6 月
CNG/立方米	7,580,568.28	27,686,392.01	23,633,367.51	16,063,598.34
LNG/千克	840,573.82	2,336,646.95	5,657,572.54	3,785,805.03

来源：公司公告、国金证券研究所

- 据《南昌市车船用天然气加气站规划（2013-2020）》南昌市规划 2016-2020 年将建设加气站 20 个，公用新能源作为南昌国资委下属公司，在加气站的建设运营方面占有显著优势，随着公司加气站数量增加和车用天然气市场扩大，公司 CNG 和 LNG 销量实现大幅增长。
- 公用新能源是南昌市最大的车用天然气供应商，约占全市车用天然气总供气量的 80%。受益于近年来南昌市对车用天然气推广的大力支持，公用新能源快速新建 CNG 和 LNG 加气站，各加气站地理位置优越，竞争能力较强，天然气销售规模大幅跃升。
- 2016 年上半年，公司 CNG（压缩天然气）实现营收 5,346 万元，LNG（液化天然气）实现营收 1,523 万元，同比出现下降，主要原因是非居民用天然气门站价格下降所致。公司上半年 CNG 站点销售量比去年同期增长 14.09 万方，LNG 站点销售量与去年同期相比增加 308.02 吨。因此结合下半年油价上涨及加气站建成等因素，我们预计 2016 年全年公司公用新能源业务能够实现 15,000 万元以上，同时在价格稳定的假设下业务在未来保持稳定增长。

环保行业 PPP 模式推广，想象空间巨大

- 国家持续加大 PPP 模式的推广力度，相关扶持政策密集出台；同时，在操作层面上，加快推动 PPP 项目示范和推介工作。水务行业具有较清晰的投资回报机制，将成为现阶段 PPP 模式的优先和重点推行领域之一，其加速发展值得期待。
- 12 月 11 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面推行河长制的意见》，在部分省区市近十年实践基础上，各级党政主要领导负责制的“河长制”将在全国推行。河长制的全面推行标志着我国进入系统性解决水环境问题的新时代，布局平台型公司河长制为效果时代治理水环境问题的必然趋势，效果时代水环境问题的治理重心由点源污染治理转变为面源污染治理，需要多部门跨区域统筹协调，党政一把手成为最合适的负责人，能从根本上确保取得水环境治理的最佳效果；在权责明晰、强化考核问责及监督后，我们判断后续水环境治理项目将加速释放和落地，且推进会更加顺利。
- 江西省已经公布三批 PPP 项目，第一批 80 个项目，总计 1066 亿元，第二批 30 个项目，总计 369 亿元，第三批 52 个，总计投资 881 亿元，生态环保类分别占有 12 个、3 个、3 个，投资额分别为 148、22、293 亿，生态环保类中涉及水务业务的有 7 个，投资额达 141.12 亿。我们认为，公司作为江西省国有公共事业平台公司，有拿取 PPP 订单的可能。

图表 155：2016 年江西省 PPP 项目中涉及水务业务项目

项目名称	建设内容及规模	行业	总投资
鄱阳湖流域水环境综合治理一期工程	1422 个村镇小型污水集中处理设施，日处理 120 万吨生活污水，污水收集管网 1 万公里。日收集转运 1 万吨生活垃圾	环境综合治理	125.00
南昌市瑶湖综合治理工程	建设截污管线约 47 公里；清淤约 3200 立方米；整治引水沟渠，对渠道两岸进行绿化；整治、加高、加固瑶湖岸堤 13 公里	环境综合治理	9.34
九江市庐山西海柘林湖湖泊生态环境保护二期工程	改造和保护柘林湖岛屿、巾口旅游镇巷口河岸线生态；实施船舶油改气（电）及客船标准化改造项目	环境综合治理	1.27
九江市白水湖污水处理厂项目	近期日处理污水 1.5 万吨，远期日处理污水 3.5 万吨	污水处理	1.25
九江市芳兰污水处理厂项目	近期日处理污水 3 万吨，远期日处理污水 6.5 万吨	污水处理	1.03
鹰潭市信江新区污水处理厂建设项目	日处理污水约 10 万吨，一期日处理污水 4 万吨	污水处理	1.00
吉安市螺子山污水处理厂二期扩建工程	二期日处理污水 8 万吨	污水处理	1.50
吉安市永丰县工业园区污水处理厂项目	日处理污水 1 万吨，建设配套管网 20 公里	污水处理	2.00

来源：江西省发改委、国金证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

- 传统水务业务：公司污水处理及自来水制售业务有望在 2016 年-2018 年持续释放产能，并且公司并入二次供水公司后，将扩大自来水制售业务的规模，预计 16-18 年自来水制售业务收入增速 13%、10%、4.96%，业务毛利率 43.48%、43.48%、43.48%；污水处理业务收入增速 4.8%、4.80%、3.65%，业务毛利率 38.00%、32.35%、32.00%；给排水管道工程业务收入增速 36.25%、33.57%、30.00%，业务毛利率 19.06%、19.06%、19.06%。
- 天然气业务：截至 2015 年 9 月 30 日，南昌燃气尚有在手订单约 5 亿元，订单余额较大。未来随着非居民用气业务的发展、液化用户逐渐转化以及南昌地区人口的增加，天然气用户数有望持续增长，预计 16-18 年天然气销售业务收入增速 28.31%、23.48%、20.48%，业务毛利率 10.00%、11.00%、11.00%；天然气安装业务收入增速 16.00%、14.00%、10.00%，业务毛利率 48.00%、48.00%、48.00%。

图表 16：洪城水业分业务收入（百万）及增速、毛利率预测表

业务	项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
自来水制售	营业收入	369.12	508.33	569.11	637.16	706.97	742.01
	增长率	3.62%	37.71%	11.96%	13.00%	10.00%	4.96%
	毛利率	33.29%	43.48%	40.74%	43.48%	43.48%	43.48%
污水处理	营业收入	529.84	554.19	556.52	582.09	611.22	634.44
	增长率	3.59%	4.60%	0.43%	4.80%	4.80%	3.60%
	毛利率	41.87%	39.18%	31.30%	38.00%	32.35%	32.00%
给排水管道工程	营业收入	153.05	236.66	322.46	559.92	699.90.76	804.89
	增长率	54.63%	36.25%	33.57%	30.00%	25.00%	15.00%
	毛利率	15.09%	15.23%	19.06%	19.06%	19.06%	19.06%
设计费	营业收入	3.60	7.83	8.15	8.48	8.83	9.19
	增长率	36.88%	117.50%	4.09%	4.09%	4.09%	4.09%
	毛利率	50.83	36.14%	48.22%	48.22%	48.22%	48.22%
天然气销售	营业收入	431.70	553.93	684.00	824.09	926.95	987.03
	增长率		28.31%	23.48%	20.48%	12.48%	6.48%
	毛利率	7.22%	1.69%	9.84%	10.00%	11.00%	11.00%
天然气安装	营业收入	178.58	212.51	252.89	293.35	334.43	367.86
	增长率		19.00%	19.00%	16.00%	14.00%	10.00%
	毛利率	52.93%	47.42%	51.77%	48.00%	48.00%	48.00%
公用新能源 CNG	营业收入	3.24	11.75	13.10	11.79	13.20	15.05
	增长率		262.16%	11.54%	-10.00%	12.00%	14.00%
	毛利率	8.23%	8.10%	9.00%	7.00%	10.00%	10.00%
公用新能源 LNG	营业收入	0.46	1.28	3.14	4.35	6.96	9.62
	增长率		177.92%	144.76%	38.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	8.77%	8.77%	10.29%	8.00%	10.00%	10.00%
销售总收入		1187.67 (不含天然气及公用新能源业务)	1448.48.55 (不含天然气及公用新能源业务)	1617.67 (不含天然气及公用新能源业务)	2915.16	3356.47	3689.86
增长率		14.03	21.96%	11.68%	80.21%	15.13%	9.93%
销售总成本		804.71	1041.05	1843.07	2074.99	2404.39	2664.72
平均毛利率		58.97%	59.88%	36.85%	28.82%	28.37%	27.78%

来源：国金证券研究所

- 公用新能源业务：公用新能源在加气站的建设运营方面占有显著优势，随着公司加气站数量增加和车用天然气市场扩大，公司 CNG 和 LNG 销量实现稳定增长，预计 16-18 年公用新能源 CNG 业务收入增速-10.00%（非居民用天然气门站价格下调导致）、12.00%、14.00%，业务毛利率 7.00%、10.00%、10.00%；天然气安装业务收入增速 38.00%、60.00%、60.00%，业务毛利率 8.00%、10.00%、10.00%。

估值及投资评级

- 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 29.15、33.56 和 36.89 亿元，净利润分别为 2.92、3.43 和 4.19 亿元，折合 EPS 为 0.370、0.435 和 0.531 元，结合公司未来营收增速提高，我们给予公司 2016 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 9.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,188	1,448	1,618	2,927	3,380	3,715
增长率		22.0%	11.7%	80.9%	15.5%	9.9%
主营业务成本	-804	-960	-1,111	-2,163	-2,503	-2,710
%销售收入	67.7%	66.3%	68.7%	73.9%	74.1%	72.9%
毛利	384	488	507	764	877	1,005
%销售收入	32.3%	33.7%	31.3%	26.1%	25.9%	27.1%
营业税金及附加	-15	-19	-28	-36	-42	-46
%销售收入	1.3%	1.3%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-49	-62	-70	-111	-128	-186
%销售收入	4.2%	4.3%	4.3%	3.8%	3.8%	5.0%
管理费用	-86	-107	-106	-173	-196	-163
%销售收入	7.2%	7.4%	6.6%	5.9%	5.8%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	234	300	303	444	511	610
%销售收入	19.7%	20.7%	18.7%	15.2%	15.1%	16.4%
财务费用	-134	-130	-120	-110	-96	-87
%销售收入	11.3%	9.0%	7.4%	3.8%	2.8%	2.3%
资产减值损失	-2	-8	-14	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	16	39	39	39	39
%税前利润	12.2%	8.7%	16.7%	8.8%	7.5%	6.2%
营业利润	112	178	208	368	453	561
营业利润率	9.4%	12.3%	12.9%	12.6%	13.4%	15.1%
营业外收支	6	8	28	75	70	70
税前利润	118	186	236	443	523	631
利润率	9.9%	12.8%	14.6%	15.1%	15.5%	17.0%
所得税	-17	-34	-43	-108	-127	-154
所得税率	14.1%	18.2%	18.2%	24.4%	24.4%	24.4%
净利润	101	152	193	335	395	477
少数股东损益	2	4	4	43	52	58
归属于母公司的净利润	100	148	190	292	343	419
净利率	8.4%	10.2%	11.7%	10.0%	10.1%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	101	152	193	335	395	477
非现金支出	219	231	249	243	227	239
非经营收益	119	107	69	12	14	14
营运资金变动	8	51	-8	976	145	182
经营活动现金净流	447	542	504	1,567	781	913
资本开支	-342	-388	-334	-238	-339	-340
投资	4	0	51	-1	0	0
其他	17	15	16	39	39	39
投资活动现金净流	-321	-372	-268	-200	-300	-301
股权募资	8	0	0	864	20	20
债权募资	-8	-22	108	-335	0	1
其他	-100	-65	-278	-146	-123	-123
筹资活动现金净流	-100	-87	-170	383	-103	-102
现金净流量	26	83	66	1,750	379	510

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	213	294	360	1,110	1,488	1,998
应收款项	247	278	395	550	636	698
存货	25	36	66	83	96	104
其他流动资产	16	22	166	140	84	91
流动资产	502	630	987	1,883	2,304	2,891
%总资产	10.8%	12.7%	18.0%	25.2%	28.6%	32.7%
长期投资	256	257	135	136	135	135
固定资产	1,369	1,625	1,868	3,002	3,246	3,476
%总资产	29.6%	32.7%	34.0%	40.2%	40.2%	39.4%
无形资产	2,491	2,435	2,472	2,411	2,350	2,292
非流动资产	4,131	4,339	4,511	5,584	5,767	5,938
%总资产	89.2%	87.3%	82.0%	74.8%	71.4%	67.3%
资产总计	4,632	4,969	5,498	7,467	8,071	8,829
短期借款	199	200	247	0	0	0
应付款项	565	778	988	2,076	2,241	2,407
其他流动负债	66	88	123	142	165	259
流动负债	829	1,066	1,358	2,218	2,406	2,665
长期贷款	1,415	1,392	1,453	1,453	1,453	1,454
其他长期负债	588	599	597	511	512	512
负债	2,833	3,057	3,409	4,182	4,371	4,631
普通股股东权益	1,746	1,855	2,032	3,185	3,548	3,988
少数股东权益	54	57	57	100	152	210
负债股东权益合计	4,632	4,969	5,498	7,467	8,071	8,829

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.302	0.449	0.574	0.370	0.435	0.531
每股净资产	5.290	5.620	6.159	4.031	4.492	5.048
每股经营现金净流	1.356	1.642	1.526	0.718	0.989	1.155
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.70%	8.00%	9.33%	9.17%	9.67%	10.51%
总资产收益率	2.15%	2.99%	3.45%	3.91%	4.25%	4.75%
投入资本收益率	5.13%	6.12%	5.78%	6.41%	6.83%	7.50%
增长率						
主营业务收入增长率	14.03%	21.96%	11.68%	80.95%	15.49%	9.89%
EBIT 增长率	-6.13%	28.21%	0.97%	46.73%	15.02%	19.44%
净利润增长率	-1.11%	48.96%	27.79%	54.16%	17.42%	22.12%
总资产增长率	7.64%	7.26%	10.65%	35.81%	8.10%	9.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.8	56.7	67.6	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	11.1	11.6	16.8	14.0	14.0	14.0
应付账款周转天数	113.1	128.5	156.9	156.9	133.8	130.0
固定资产周转天数	238.8	254.5	232.9	245.1	216.9	200.3
偿债能力						
净负债/股东权益	105.33%	93.87%	88.02%	25.63%	12.51%	-1.09%
EBIT 利息保障倍数	1.7	2.3	2.5	4.0	5.3	7.0
资产负债率	61.15%	61.53%	62.00%	56.01%	54.16%	52.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD