

洪城水业 (600461)

深耕水务，注入燃气资产，打造区域公用事业大平台

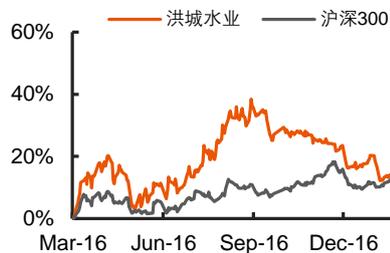
推荐 (首次)

现价: 7.71 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.jxhcsy.com
大股东/持股	南昌水业集团有限责任公司 /29.34%
实际控制人/持股	南昌市国有资产监督管理委员会 /%
总股本(百万股)	790
流通 A 股(百万股)	594
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	60.88
流通 A 股市值(亿元)	45.80
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	55.60

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN
邱正 一般从业资格编号
S1060116050045
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **江西省供水龙头企业，盈利稳步增长**
 - **垄断地方供水，盈利有保障：**公司是南昌最大的专业制水企业，生产的自来水全部供应南昌本地，市场占有率在 90%以上，供水能力 144 万立方米/日。考虑居民用水需求不断扩大以及存在水价上调的可能，供水及二次供水业务将为公司带来基础业绩保障。
 - **污水处理覆盖全省，品牌优势凸显：**公司于 2011 年收购了全省 78 家污水处理厂，在全省污水处理领域建立起领先优势，目前权益污水处理规模 211 万立方米/日，全国居前。南昌市污水处理费远低于全国平均水平，提升空间较大，未来有望给公司带来稳定增长收入。
 - **股权激励承诺截止日将近，上下齐心使公司做优做强做大：**控股股东水业集团承诺在公司完成股权分置改革后实行股权激励计划，承诺期限至 2017 年 12 月 31 日。我们预计，股权激励计划的出台将是公司参与江西省国企改革的重要一步，能够有效将国资与管理层、各级员工利益有机结合起来，将公司做优做大，使国资保值增值。
- **注入城市燃气销售资产，实现多领域跨越式发展**
 - **燃气业务带来新的业绩增长点，政策支持确保板块收入高增长：**南昌燃气是南昌市最大的天然气供应商，2016 年公司注入洪城水业。2016 年上半年，公司完成燃气销售 13120 万立方米，板块业务收入 3.59 亿元，同比增长 17.41%；实现燃气安装业务收入 2.07 亿元，毛利率达 47.87%。随着气化南昌与川气东输的推进，公司燃气成本有望进一步下降，收入随着阶梯气价的推行不断提升。
 - **借新能源发展东风，车用燃气市场前景可期：**2016 年公司购入南昌公交公司持有的公用新能源 100%股权，增加了车用天然气销售业务。公用新能源是南昌最大的车用天然气供应商，约占全市市场份额 80%，其主要产品压缩天然气 (CNG) 和液化天然气 (LNG) 均作为车用燃料供应给市内公交车与出租车。2016 年上半年，公司完成 CNG 销售 1548.46 万方，同比增长 1.16%；完成 LNG 销售 4627.54 吨，同比增长 208.6%。预计随着新能源车快速发展，公司车用燃气业务将较长时间维持快速增长。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39、0.46、0.54 元，同比分别增长 61.5%、19.4%、17.0%。考虑到公司各项业务稳定增长，同时在行业内处于较低估值水平，基于此，给予公司 17 年 20 倍 PE 估值，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**股权激励落地不及预期，燃气销售增速缓慢。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1448	1,618	3,042	3,506	3,996
YoY(%)	22.0	11.7	88.0	15.2	14.0
净利润(百万元)	148	190	306	366	428
YoY(%)	49.0	27.8	61.5	19.4	17.0
毛利率(%)	33.7	31.3	26.6	27.0	27.0
净利率(%)	10.2	11.7	10.1	10.4	10.7
ROE(%)	7.9	9.2	9.8	10.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.19	0.24	0.39	0.46	0.54
P/E(倍)	41.0	32.1	19.9	16.6	14.2
P/B(倍)	3.3	3.0	2.0	1.7	1.6

正文目录

一、南昌市独一无二的市政公用平台	4
1.1 公司业务简介	4
1.2 股权结构简介	5
1.3 股权激励承诺截止日将近，上下齐心使公司做优做大做强	6
二、水务业务强势，打造区域环保品牌	7
2.1 江西省供水龙头企业，盈利稳步增长	7
2.2 污水处理规模大，有望受益于污水处理价格上调	9
2.3 布局楼宇二次供水，增强水务服务粘性	10
三、注入燃气资产，实现多领域跨越式发展	11
3.1 燃气业务带来新的业绩增长点，政策支持确保板块收入高增长	11
3.2 经济环保，车用燃气市场前景可期	12
四、盈利预测	13
4.1 盈利预测假设	13
4.2 投资建议	13
五、风险提示	14

图表目录

图表 1	公司业务发展历程	4
图表 2	近几年公司营收稳步增长（亿元）	4
图表 3	近几年公司毛利稳步增长（亿元）	4
图表 4	2016 年上半年燃气业务成为公司最主要收入来源	5
图表 5	公司股权结构图（2015 年 12 月 31 日，重组前）	5
图表 6	公司股权结构图（2016 年 9 月 30 日，重组后）	5
图表 7	南昌市政控股涉足七大业务领域，实力雄厚	6
图表 8	南昌水价格低于全国 2/3 的主要城市（2017 年 2 月数据，单位：元/吨）	7
图表 9	南昌自来水价格上调概率大	7
图表 10	南昌总人口逐年增加	8
图表 11	江西省人均用水量呈波动上升趋势	8
图表 12	公司售水量逐年提高，供水能力不断增强	8
图表 13	11 家水厂保障公司供水	8
图表 14	公司年污水处理量增速加快	9
图表 15	目前南昌市污水处理费低于国家标准	9
图表 16	公司污水处理厂集中分布于江西、扩散至浙江，污水处理能力强	9
图表 17	无负压供水与传统二次供水方式相比优势明显	10
图表 18	南昌房地产市场持续火热	10
图表 19	南昌市天然气用户数逐年提高	11
图表 20	南昌市天然气销量呈快速上升趋势	11
图表 21	南昌居民用天然气价格处于国内较高水平（2017 年 2 月数据，单位：元/吨）	12
图表 22	盈利预测假设	13
图表 23	可比公司估值表	14

一、 南昌市独一无二的市政公用平台

1.1 公司业务简介

洪城水业位于江西省南昌市，于 2004 年 6 月登陆上交所，传统业务包括自来水生产和销售、污水处理以及给排水管道工程建设。公司垄断了南昌市的供水业务，2011 年收购省内 78 家污水处理厂后，在省内污水处理领域也建立起绝对优势。2016 年公司定向增发注入燃气与二次供水资产，形成“水务+燃气”两大业务板块，成为南昌市独一无二的市政公用平台。

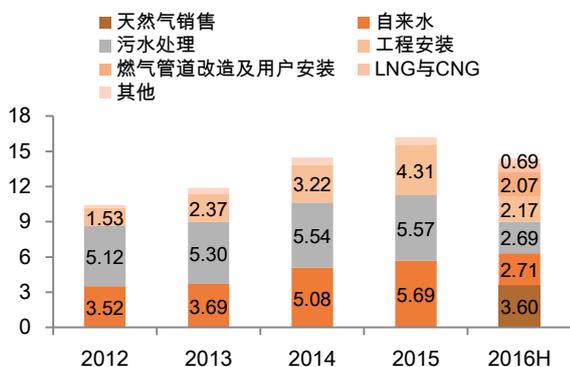
图表1 公司业务发展历程



资料来源:公司公告、平安证券研究所

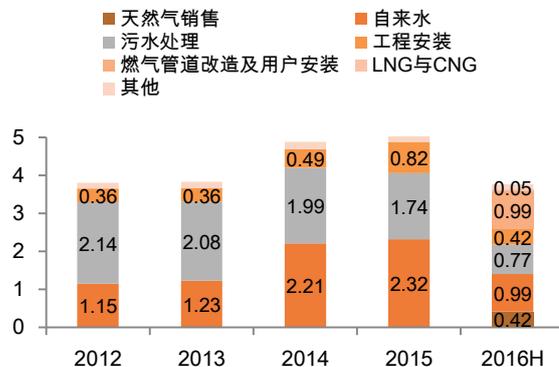
近几年，公司营业收入与毛利稳步增长。2016 年资产重组前，自来水生产和销售、污水处理以及给排水管道工程是公司最主要的利润来源。2015 年，三大主营业务收入占营业总收入的比重超过 96%。2016 年，公司资产重组中购买的南昌燃气、公用新能源以及二次供水公司股权完成过户。三家公司纳入并表后，公司营业收入大幅提高。

图表2 近几年公司营收稳步增长（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

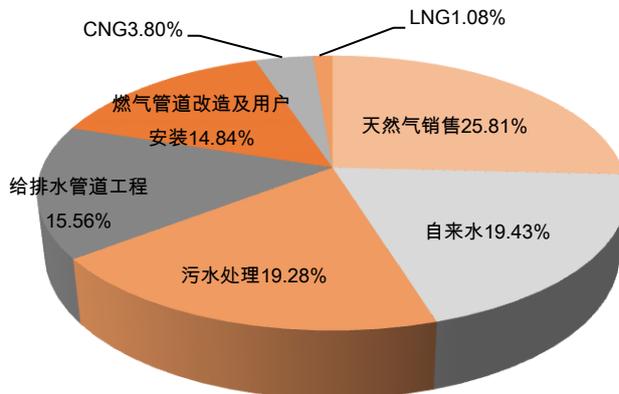
图表3 近几年公司毛利稳步增长（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

2016 年资产重组后，公司的业务构成发生重大变化。2016 年上半年，自来水和污水处理毛利分别为 0.99 亿元与 0.77 亿元，毛利占比由 2015 年底的 35.2%与 34.4%下降至 19.4%与 19.3%。燃气业务、燃气管道安装成为公司新的利润增长点。

图表4 2016年上半年燃气业务成为公司最主要收入来源

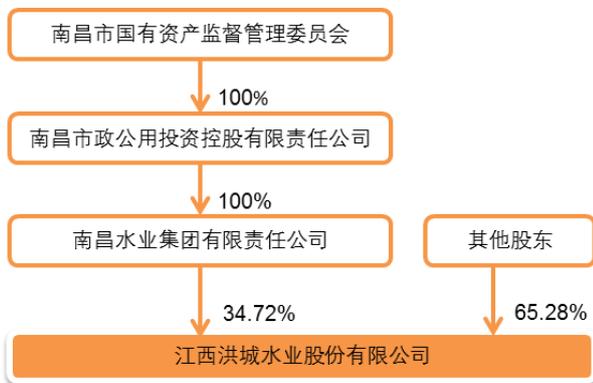


资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.2 股权结构简介

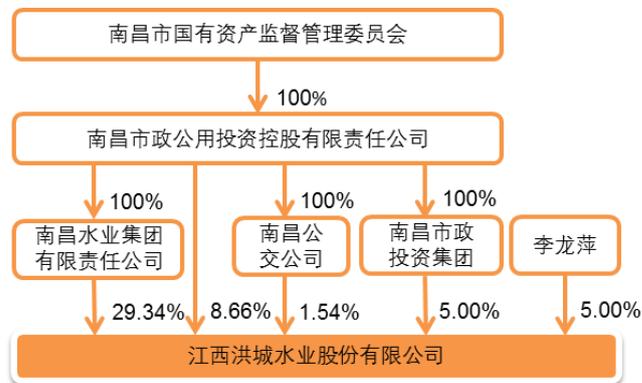
2016年公司资产重组前,南昌市政公用投资控股通过其全资子公司水业集团间接持有公司34.72%的股份,为公司实际控制人,水业集团为公司控股股东。2016年资产重组完成后,实际控制人持股比例上升至44.54%,股权集中度有所提高。

图表5 公司股权结构图(2015年12月31日,重组前)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表6 公司股权结构图(2016年9月30日,重组后)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

市政控股由南昌市国资委独家出资成立,是南昌市最大的国有资本运作主体,以城市供水、供气、公交、道路建设为主业,兼及多元化经营。集团不直接从事生产经营活动,其下属共有7个主要子板块,分别为车板块、水板块、气板块、市政开发板块、房地产板块、投资板块以及文化旅游板块。截至2015年12月31日,集团总资产达692.03亿元,全年实现营业收入180.84亿元。

图表7 南昌市政控股涉足七大业务领域，实力雄厚



资料来源:集团官网、平安证券研究所

1.3 股权激励承诺截止日将近，上下齐心使公司做优做大做强

2006年，公司控股股东水业集团承诺在公司完成股权分置改革后实行股权激励计划，承诺期限至2017年12月31日，目前这一承诺尚未履行。我们预计，股权激励计划的出台将是公司参与江西省国企改革的重要一步，能够有效将国资与管理层、各级员工利益有机结合起来，激发员工积极性，使公司做优做大做强，使国资保值增值。

- **股权分置改革为股权激励做好铺垫：**公司于2006年3月公布了股权分置改革方案。依据方案，公司五家发起人向方案实施股权登记日登记在册的流通股股东合计支付1400万股，流通股股东每持有10股流通股将获得2.8股股票。股权分置改革完成后，控股股东水业集团的持股比例由61.7%下降到52.1%，五家发起人合计持股比例由64.29%下降至54.29%。
- **股权激励承诺临近兑现期：**为调动公司管理层的积极性，增强流通股股东持股信心，水业集团承诺在股权分置改革完成后，积极倡导对洪城水业董事、监事和高级管理人员实行股权激励制度，股权激励涉及的标的股票总数不超过公司总股本的10%。股权激励的承诺期限为2006年3月9日至2017年12月31日，现已接近承诺截止期，股权激励方案或将加快出台。
- **股权激励是国企改革着力点，利好公司长远发展：**《江西省属国资国企改革实施方案》于2015年出台，提出以增效升级为重点，加快健全现代化企业制度。目前，江西省国企改革已进入加速阶段。股权激励是国企改革的着力点，能够激发员工积极性，为公司的长远发展增添动力，带来业绩改善的积极预期。

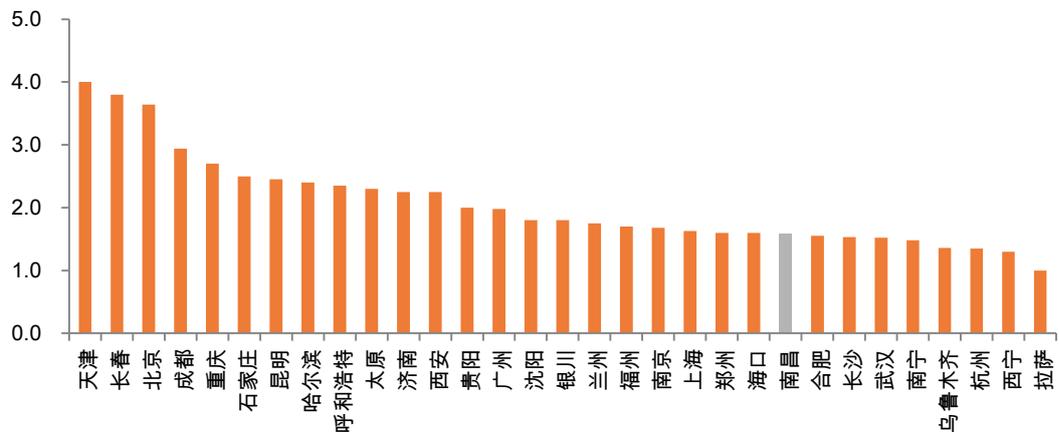
二、 水务业务强势， 打造区域环保品牌

2.1 江西省供水龙头企业， 盈利稳步增长

公司是南昌最大的专业制水企业，生产的自来水全部供应南昌本地，市场占有率在 90%以上。随着居民用水需求不断扩大以及公司供水能力的持续增强，供水版块业绩将稳步增长。

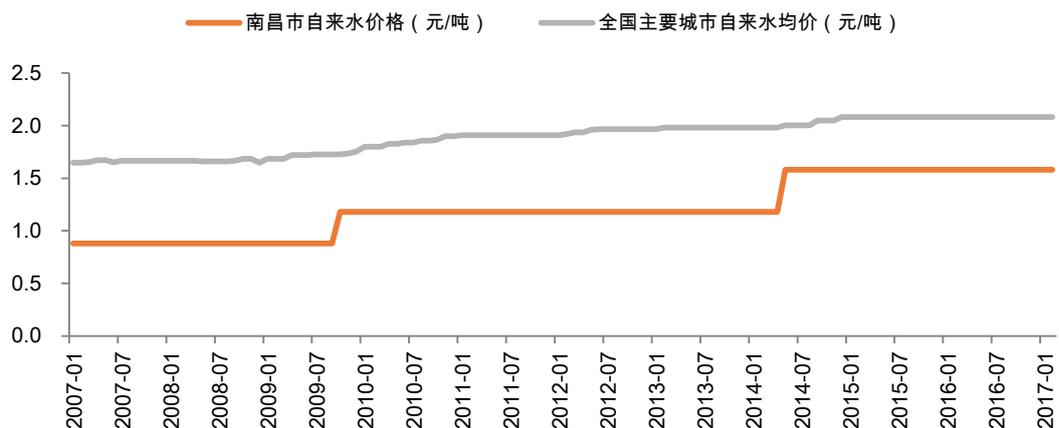
- **南昌市当前水价低，上调概率大：**2007 年以来，南昌市两次上调自来水价格。2009 年，水价由 0.88 元/吨提升至 1.18 元/吨，2014 年再次上调至 1.58 元/吨。目前，南昌水价仍低于全国近 2/3 的主要城市，未来水价有望进一步提高。

图表8 南昌水价格低于全国 2/3 的主要城市（2017 年 2 月数据，单位：元/吨）



资料来源:水利局、平安证券研究所

图表9 南昌自来水价格上调概率大

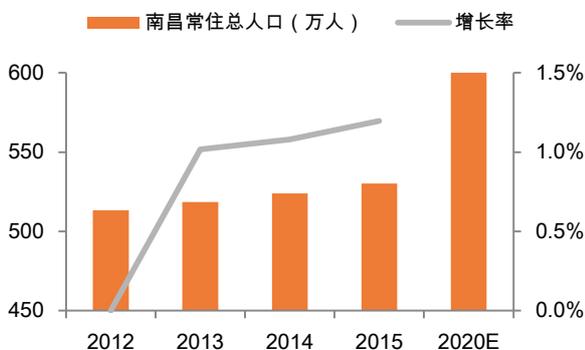


资料来源:水利局、平安证券研究所

- **居民用水需求不断扩大：**2011-2015 年，南昌人口呈现稳定增长的态势。2015 年城市总人口为 312 万人，常住总人口为 530 万人。根据南昌市“十三五”规划，到 2020 年，南昌城市总人口将

超过 410 万人。由于自来水是刚性需求，调价对需求的影响较小，因此，在经济社会持续发展的驱动下，人均用水量将逐渐攀升，居民用水总需求将不断扩大。

图表10 南昌总人口逐年增加



资料来源:Wind、平安证券研究所

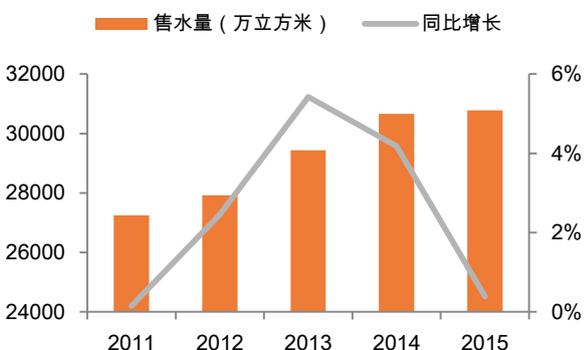
图表11 江西省人均用水量呈波动上升趋势



资料来源:Wind、平安证券研究所

- **公司供水能力强，售水量稳步增长：**2011-2015 年，公司售水量以年化 3%速度左右稳步增长，2016 年上半年，公司实现售水量 14713 万立方米，同比增长 0.31%。公司目前日供水能力为 144 万立方米，供水能力远超用水需求。
- 公司取水水源位于赣江南昌段中上游，水量充足，水质良好，具有天然的优势。公司的出水水质已达国家城市供水水质监测一级要求，是全国 3000 多家自来水供应企业中，出厂水质率先达到 106 项水质监测指标的水务企业之一。
- 不断改扩建以及新建水厂确保公司供水能力稳步提升，目前公司日供水能力已达 144 万立方米。牛行水厂二期扩建完成后，供水量将由原 10 万立方米/日提升至 30 万立方米/日，能够有效填补昌北地区的供水缺口。城北水厂建设分二期进行，总规模为 20 万立方米/日，其中一期工程供水量为 10 万立方米/日。两个项目预计 2017 年投运，届时公司日供水能力有望达到 179.5 万立方米。

图表12 公司售水量逐年提高，供水能力不断增强



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表13 11 家水厂保障公司供水

状态	水厂	供水规模 (万吨/日)
投产	朝阳水厂	30
投产	下正街水厂	10
投产	青云水厂	60
投产	红角洲水厂	10
投产	长堽水厂	10
投产	双港水厂	10
投产	幸福水厂	1
投产	罗亭水厂	0.5
投产	乌井水厂	2.5
一期	城北水厂	10
二期扩建	牛行水厂	30 (当前 10)

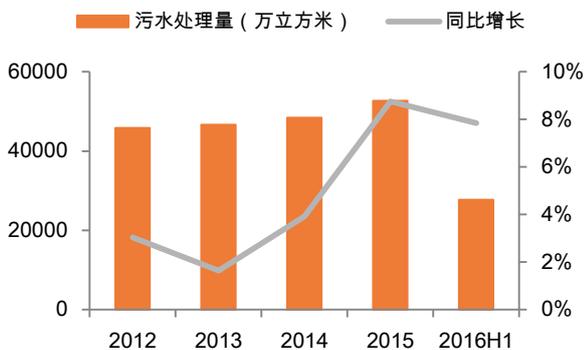
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.2 污水处理规模大，有望受益于污水处理价格上调

公司于2008年进入污水处理行业,2011年整合了江西省的污水业务,收购了全省78家污水处理厂,在全省污水处理领域建立起领先优势。2012年以来,公司污水处理量持续增长且增速逐年加快。“十三五”时期,在新规新政的刺激下,江西省污水市场将加速释放,结合污水处理费上调概率增大以及公司污水处理能力不断提升,我们认为,污水处理业务收入将保持增长趋势。

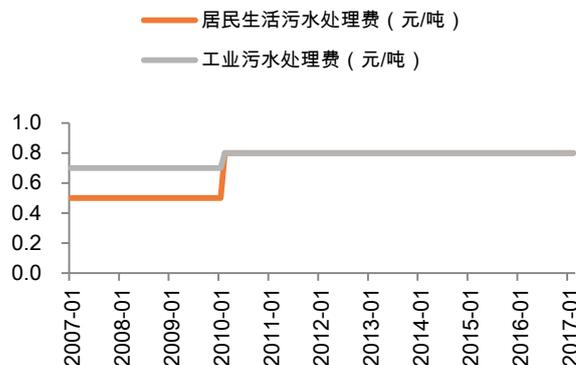
- **处理费较低,将受益于污水处理价格上调:**根据国家发改委、财政部、住建部《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》,2016年底前,设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元,非居民不低于1.4元。目前南昌市污水处理费停留在0.8元/吨,尚未达到标准,短期内有望提高。
- **公司污水处理产能、处理量稳步提升:**2016年上半年,公司完成污水处理量27753万立方米,同比增长7.85%,城市污水处理能力达到183.35万吨/日。截至2016年10月,公司已拥有省内外94家污水处理厂,日污水处理总设计能力211万立方米。

图表14 公司年污水处理量增速加快



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表15 目前南昌市污水处理费低于国家标准



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表16 公司污水处理厂集中分布于江西、扩散至浙江,污水处理能力强

地区	污水处理厂	污水处理能力 (万吨/日)
江西	78家污水处理厂	97.8, 已完成扩建16, 在建36.8
江西	金溪县污水处理厂	1.5
江西	南昌县污水处理厂	3, 二期在建3
江西	萍乡市污水处理厂	8
江西	九江老鹤塘污水处理厂	6
江西	南昌市朝阳污水处理厂	8
江西	九江市蛟滩污水处理厂	在建4
江西	全南工业污水处理厂	0.5
浙江	温州鹿城轻工产业园区污水处理厂	1
浙江	温州滨海园区第一污水处理厂	5
浙江	温州滨海园区第三污水处理厂	在建1.5

资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.3 布局楼宇二次供水，增强水务服务粘性

公司收购二次供水对于延伸供水产业链具有重要作用。2015 年前三季度，二次供水公司实现总营收 1.91 亿元，其中二次供水工程收入占比 63.4%，设备销售收入占比 0.8%。水业集团承诺二次供水公司 2016 年、2017 年以及 2018 年可实现归母净利润分别不低于 1400 万元、1450 万元以及 1500 万元，为公司带来新的业绩增长点。随着专业化二次供水服务模式的推进以及南昌市新老城区存量、新建高层建筑对新型二次供水需求的稳步提升，公司能更好满足市民的用水需求，增强服务粘性。

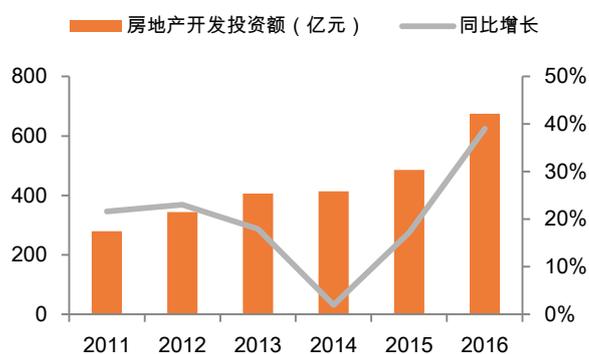
- **无负压供水是二次供水发展的大趋势：**二次供水是指将自来水加压后再供用户使用，是为四层以上住户提供用水的唯一选择，被称为供水产业链上连接用户的“最后一公里”。传统的二次供水方式先将自来水贮存到水池或水箱，然后通过二次加压泵站将水供应给高层住户。新型的无负压供水方式则是将设备吸水管与自来水管直接相连，充分利用自来水管道的原有压力，在节能、节水、保障水质等诸多方面都有明显优势。
- **南昌市二次供水市场尚处于起步阶段，增长空间广阔：**无负压供水业务所覆盖的人口仅占南昌市区人口 20%左右，尚未拓展至重要县级城市以及省内其他地区，增长空间广阔。
 - 南昌市老城区目前仍然以水箱、水塔等传统的二次供水模式为主，运营维护成本高，供水安全无法得到保障，用水二次污染等问题频发。传统模式亟待升级，老城区新型二次供水需求即将释放。
 - 以无负压供水为代表的新型二次供水业务于 2005 年进入南昌市场，目前主要面向红谷滩、高新区、青山湖区等新区高层住宅用户，覆盖率已超过 50%并持续上升，预计未来一段时间，新城区高层住户对二次供水业务的需求还会增加。
 - 新建楼盘的扩张拉动二次供水需求持续增长。2016 年，南昌市房地产市场持续升温，全年房地产开发投资额高达 674.60 亿元，同比增长 39%。新建楼盘的增加以及城市人口规模的扩大为二次供水业务的推进带来良机。
- **专业化服务提高竞争力：**目前，南昌市二次供水行业面临工程标准不够完善、市场准入门槛较低、企业施工质量参差不齐等问题。二次供水公司在南昌地区推出了建管合一、委托运营的新型二次供水服务模式，在二次供水工程项目的招投标中具有显著优势。

图表17 无负压供水与传统二次供水方式相比优势明显

项目	无负压二次供水	传统二次供水
节能情况	节能效果显著	能耗大
水质	好	容易受到二次污染
工程投资	减少 60%以上	大
占地面积	小	大
施工周期	短	长
噪音	小	大
运营成本	低	高
节水效果	全封闭结构，节约水资源	滴漏现象造成水资源浪费

资料来源:《无负压与传统二次供水方式的比较》、平安证券研究所

图表18 南昌房地产市场持续火热



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

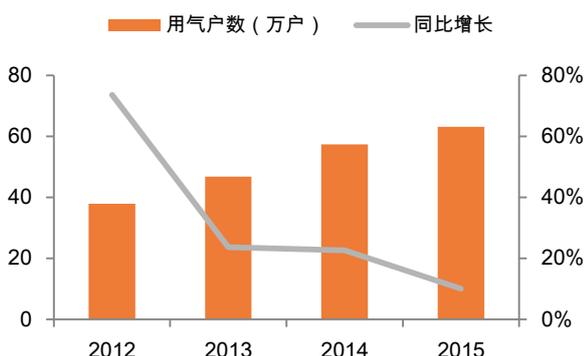
三、注入燃气资产，实现多领域跨越式发展

3.1 燃气业务带来新的业绩增长点，政策支持确保板块收入高增长

南昌燃气是南昌市最大的天然气供应商，2014 年末其用户占南昌地区用气总户数的比例已经超过 90%。2016 年公司购入南昌燃气 51% 股权，将业务拓展至燃气领域。2016 年上半年，公司完成燃气销售 13120 万立方米，同比增长 17.41%，亦有效提升了公司的资产收益率。

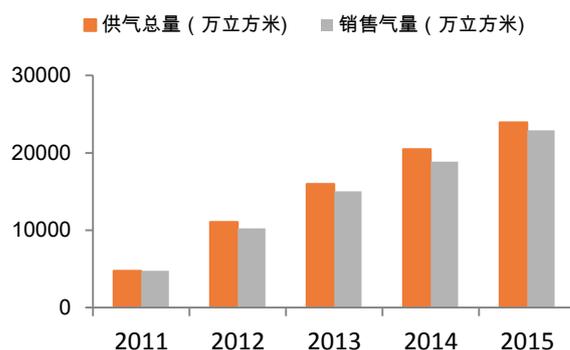
- **南昌天然气市场起步较晚、扩展空间大：**江西省位于我国华东地区，天然气资源匮乏。得益于川气东送工程，南昌市于 2010 年底实现通气后用气人数迅速增加。
 - 截至 2015 年底，南昌用气户数已经超过 63 万、用气人口超过 177 万，相比 2011 年均大幅度提升，天然气销售量在 2011 年基础上增长 4 倍有余。2016 年上半年，公司新增通气居民 41718 户，通气非居民 316 户，其中通气非居民户数已超额完成年度计划。随着公司对原液化气用户的深入整合，南昌市气化率将连续提高。
 - 由于天然气市场起步较晚，2015 年南昌的天然气的化率约 60%，与发达城市 90% 以上的气化率相比仍有较大差距。未来南昌天然气用户规模尚有较大发展空间，公司燃气销售盈利有望持续增长。

图表19 南昌市天然气用户数逐年提高



资料来源:江西统计年鉴、平安证券研究所

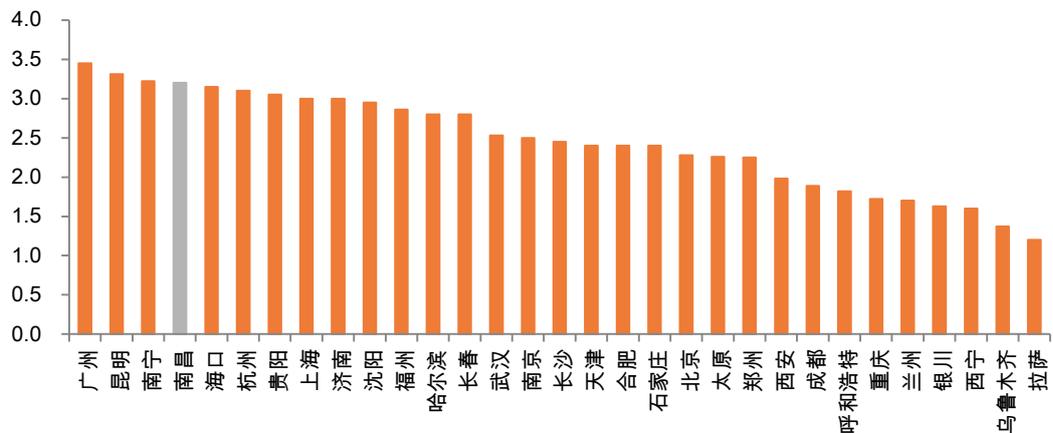
图表20 南昌市天然气销量呈快速上升趋势



资料来源:江西统计年鉴、平安证券研究所

- **政策支持力度大：**2016 年 7 月，南昌市发布《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管网改造”民生工程工作的通知》，明确从 2016 年起，力争用三年时间发展新燃气用户约 30 万户，实现城区燃气气化率达到 90% 以上，解决老旧小区“通气难”的问题。2016 年南昌市新增管道燃气用户数为 8.92 万，距 30 万户的总目标还有较大距离，市场将保持高增长。
- **“川气线+西二线”保障燃气供应：**2015 年以前，南昌燃气仅使用“川气东送”单一气源。随着城市化推进，天然气客户群体逐渐扩大，国家对节能减排的呼声也越来越高，单一气源难以满足市场需要。2015 年，南昌燃气启动“西气二线”天然气对接工程，进入“双气源”时代，成为全国为数不多的“双气源”供应城市之一，收入盈利水平有望进一步提升。
- **受益于阶梯气价政策，利润水平不断提升：**2016 年 1 月 1 日起，南昌市居民生活用天然气执行阶梯价格。居民用气量分三档，各档气量价格实行超额累进加价，第一档气价为现行居民生活用气价格，第二档气价为现行居民生活用气价格的 1.1 倍，第三档气价为现行居民生活用气价格的 1.3 倍。根据 2017 年 2 月数据，南昌市居民用天然气价格在全国主要省会城市中排名第四，公司利润水平受阶梯气价影响更大，利润率将不断提升。

图表21 南昌居民用天然气价格处于国内较高水平（2017年2月数据，单位：元/吨）



资料来源:南方财富网、平安证券研究所

燃气工程安装是南昌燃气另一块主营业务，多年来为南昌燃气提供稳定的利润来源。2016年上半年，公司实现燃气安装业务收入 2.07 亿元，毛利率达 47.87%，为公司提供稳定的收入利润来源。随着用气用户的稳步增长，燃气工程业务有望维持高增长。

- **以价格优惠开辟市场：**2015 年以来，南昌燃气采取了多种优惠措施开拓市场：(a) 对于具备一定规模的非居民用户可以只承担调压器后的工程费，调压器前的工程费由南昌燃气承担；(b) 对于非居民用户扩大规模，只按施工图预算收取成本，不收取改造利润；(c) 对于新老居民用户申报燃气安装予以降价。多种优惠措施使得居民用气需求迅速增加，使得公司燃气工程收入迅速增长，亦利好公司长期发展。
- **订单余额大，业绩增长确定性高：**2013 年、2014 年以及 2015 年前三季度，南昌燃气的燃气工程安装收入分别为 7858.70 万元、2.12 亿元以及 2.39 亿元，呈现逐年增长趋势。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，有望维持高增长。

3.2 经济环保，车用燃气市场前景可期

2015 年资产重组中，公司购入南昌公交公司持有的公用新能源 100% 股权，增加了车用天然气销售业务。公用新能源是南昌最大的车用天然气供应商，约占全市市场份额 80%，其主要产品压缩天然气 (CNG) 和液化天然气 (LNG) 均作为车用燃料供应给市内公交车与出租车。2016 年上半年，公司完成 CNG 销售 1548.46 万方，同比增长 1.16%；完成 LNG 销售 4627.54 吨，同比增长 208.6%。车用燃气的节能环保优势与政策支持将共同驱动盈利增长。

- **车用燃气具备环保与经济优势，前景向好：**CNG 是低压天然气通过增压设备加压到 25MPa 形成的高压天然气，具有成本低、效益高、无污染、使用安全便捷等特点。LNG 是将天然气净化处理后再经超低温 (-162℃) 加压液化形成的液化天然气，同样兼具安全、方便快捷、污染小等特点。两种理想的车船用燃气均符合我国节能环保、低碳经济的发展方向。
- **加气站增多，天然气汽车渗透率提升空间大：**截至 2015 年 9 月，南昌公用新能源共有 9 个天然气加气站，其中 7 个 CNG 加气站，2 个 LNG 加气站，各加气站地理位置优越，竞争能力较强。根据《江西省液化天然气 (LNG) 利用规划 (2014-2020 年)》，2017 年，南昌市 LNG 需求总量将达到 16325 万立方米，届时应建成 14 座 LNG 汽车加气站，到 2020 年建成 34 座 LNG 汽车加气站。此外，截至 2015 年 9 月，南昌市约有 140 辆新能源公交车，无新能源出租车，

新能源汽车渗透率较低，提升空间大。我们认为，随着加气站点以及新能源汽车渗透率的提高，公司车用燃气销售收入有望保持稳定增长。

四、盈利预测

4.1 盈利预测假设

预计 2016-2018 年，公司营收增长率分别为 88.0%、15.2%、14.0%，营业收入分别为 30.42、35.06、39.96 亿元，毛利率分别为 26.6%、27.0%、27.0%，公司各项业务增速及毛利率假设如表 22 所示：

图表22 盈利预测假设

业务	类别	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
自来水	营业收入（亿元）	5.08	5.69	6.26	6.82	7.37
	营收增长率	37.71%	11.96%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	43.38%	40.74%	41.00%	41.00%	41.00%
污水处理	营业收入（亿元）	5.54	5.57	5.76	5.93	6.11
	营收增长率	4.60%	0.42%	4.00%	3.50%	3.00%
	毛利率	35.93%	31.30%	28.50%	29.00%	29.50%
工程安装	营业收入（亿元）	3.22	4.31	5.60	7.17	9.03
	营收增长率	27.53%	33.57%	30.00%	28.00%	26.00%
	毛利率	15.23%	19.06%	19.00%	19.50%	20.00%
天然气销售	营业收入（亿元）	-	-	9.00	10.58	12.16
	营收增长率	-	-	-	17.50%	15.00%
	毛利率	-	-	11.50%	12.50%	13.00%
燃气工程安装	营业收入（亿元）	-	-	3.80	4.56	5.29
	营收增长率	-	-	-	20.00%	16.00%
	毛利率	-	-	47.00%	48.50%	49.00%
合计	营业收入（亿元）	14.48	16.18	30.42	35.06	39.96
	营收增长率	23.77%	11.53%	88.04%	15.25%	13.98%
	毛利率	33.69%	31.34%	26.60%	26.95%	27.03%

资料来源:Wind、平安证券研究所

4.2 投资建议

根据上述假设，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.39、0.46、0.54 元，同比分别增长 61.5%、19.4%、17.0%。考虑到公司各项业务稳定增长，同时在行业内处于较低估值水平，基于此，给予公司 17 年 20 倍 PE 估值，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表23 可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS(元)				PE (倍)			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
洪城水业	600461.00	7.71	0.24	0.39	0.46	0.54	32.12	19.89	16.65	14.23
瀚蓝环境	600323.00	15.08	0.53	0.70	0.87	1.07	39.8	21.55	17.39	14.13
国祯环保	300388.00	22.20	0.26	0.42	0.57	0.73	164.3	52.86	39.01	30.25
博世科	300422.00	46.40	0.35	0.49	0.86	1.20	183.5	94.69	54.08	38.57
平均估值							104.94	47.25	31.78	24.29

资料来源:Wind、平安证券研究所 注:瀚蓝环境 16 年 EPS 为一致预测值,国祯环保 16 年 EPS 为业绩快报值,博世科 16 年 EPS 为实际值,

五、 风险提示

股权激励落地不及预期、燃气销售增速缓慢。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	987	2049	2526	2666
现金	360	1082	1369	1426
应收账款	355	611	737	791
其他应收款	41	72	91	99
预付账款	36	108	143	153
存货	66	175	185	195
其他流动资产	130	1	1	1
非流动资产	4511	5827	5988	6242
长期投资	132	137	144	154
固定资产	1033	1887	1925	1979
无形资产	2472	2586	2688	2776
其他非流动资产	873	1217	1231	1333
资产总计	5498	7876	8514	8908
流动负债	1358	2352	2580	2599
短期借款	60	60	60	60
应付账款	608	987	1104	1097
其他流动负债	690	1305	1417	1442
非流动负债	2051	2043	2045	2068
长期借款	1951	1937	1940	1962
其他非流动负债	99	106	105	106
负债合计	3409	4394	4626	4667
少数股东权益	57	361	401	449
股本	330	943	943	943
资本公积	1176	1345	1345	1345
留存收益	488	828	1101	1419
归属母公司股东权益	2032	3121	3486	3792
负债和股东权益	5498	7876	8514	8908

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	504	1273	809	796
净利润	193	340	406	475
折旧摊销	235	260	322	353
财务费用	120	108	100	98
投资损失	-39	-24	-24	-24
营运资金变动	-8	600	8	-100
其他经营现金流	3	-11	-3	-6
投资活动现金流	-268	-1542	-455	-578
资本支出	334	1130	185	368
长期投资	51	-5	0	-10
其他投资现金流	117	-417	-270	-220
筹资活动现金流	-170	992	-67	-161
短期借款	-5	0	0	0
长期借款	63	-15	4	22
普通股增加	0	613	0	0
资本公积增加	2	169	0	0
其他筹资现金流	-230	224	-70	-183
现金净增加额	66	723	287	57

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1618	3042	3506	3996
营业成本	1111	2233	2561	2916
营业税金及附加	28	40	54	74
营业费用	70	111	121	134
管理费用	106	204	238	256
财务费用	120	108	100	98
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	39	24	24	24
营业利润	208	371	455	543
营业外收入	32	85	85	85
营业外支出	5	5	6	7
利润总额	236	451	535	621
所得税	43	110	128	146
净利润	193	340	406	475
少数股东损益	4	34	41	48
归属母公司净利润	190	306	366	428
EBITDA	586	819	956	1072
EPS (元)	0.24	0.39	0.46	0.54

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	11.7	88.0	15.2	14.0
营业利润(%)	17.1	78.0	22.8	19.2
归属于母公司净利润(%)	27.8	61.5	19.4	17.0
获利能力				
毛利率(%)	31.3	26.6	27.0	27.0
净利率(%)	11.7	10.1	10.4	10.7
ROE(%)	9.2	9.8	10.4	11.2
ROIC(%)	6.6	7.7	8.2	8.8
偿债能力				
资产负债率(%)	62.0	55.8	54.3	52.4
净负债比率(%)	88.0	33.2	23.3	21.4
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	5.4	6.3	5.2	5.2
应付账款周转率	2.3	2.8	2.5	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.39	0.46	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.61	1.02	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.57	3.95	4.42	4.80
估值比率				
P/E	32.12	19.89	16.65	14.23
P/B	3.00	1.95	1.75	1.61
EV/EBITDA	15.8	10.9	9.1	8.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033