

# 转型“大公用” 开启新篇章

## ——洪城水业（600461）调研报告

分析师： 林徐明

SAC NO: S1150516080001

2017年03月09日

公用事业——节能环保

### 证券分析师

林徐明

010-68784238

andric\_lin@163.com

### 助理分析师

刘蕾

010-68784250

SAC NO: S1150116110003

shuidaileilei@126.com

评级:

增持

上次评级:

-

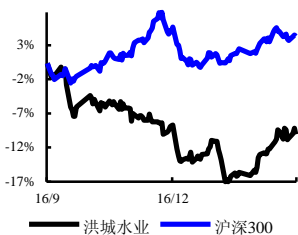
目标价格:

-

最新收盘价:

7.71

### 最近半年股价相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

#### ● 转型“大公用”平台，区域水务龙头启新篇

2016年，公司实施重大资产重组，完成二次供水公司100%股权、南昌燃气51%股权和公用新能源100%股权收购，在进一步延伸、强化水务产业链的同时，引入优质燃气业务板块，形成水务、燃气双驱发展格局，实现向“大公用”综合型平台的跨越，整体竞争实力显著提升，并为进一步加快推进转型升级发展奠定坚实基础。

#### ● 水务：增长势头良好，工程业务弹性高

1) 供水：在运供水产能144万吨/日，在建及拟建供水设计产能50万吨/日，新产能逐步投运将为供水收入增长提供有力保障。目前公司供水价格偏低，未来存在较大调升空间，水价上调将带来业绩弹性。2) 污水处理：2016H1在运污水处理规模183.35万吨，较2015年末增长近25%，产能加快投运短期将提高污水处理收入增速。城镇污水处理市场潜力巨大，公司省外布局奠定加快发展基础；未来伴随省外市场拓展推进，公司污水处理业务有望持续打开成长空间。3) 工程：公司在建及储备供排水项目较多，叠加新订单承接，给排水管道工程业务或将持续放量；另外，公司二次供水加快市场整合和业务拓展可期。

#### ● 燃气：新的利润增长极，发展潜力大

南昌天然气市场发展较晚，潜力较大，在城镇化、气化率目标、环保压力等多重因素推动下有望迎来加快发展。南昌燃气在南昌管道天然气市场处于垄断经营地位，在西二线接通实现双气源供应后，供气保障与购气议价能力大大提升，优势更为突出；公用新能源在加气站数量、站点网络布局、用户群体等方面均占领先优势，在南昌车用天然气市场占有率达约80%。近几年，南昌燃气及公用新能源业务均呈现快速增长态势。作为南昌燃气领域绝对龙头，公司将充分受益行业发展，持续加速成长可期，燃气业务有望成为公司新的利润增长极。

#### ● 股权激励与资产注入预期，国企改革或可期待

控股股东对公司股权激励承诺期限渐近，若承诺如期兑现，将有利于公司治理结构的完善，并进一步激发内部潜能，有望推动公司发展加速。另一方面，控股股东提出集团“十三五转型升级攻坚行动”计划，资产证券化目标为到2020年末证券化资产总值达到200亿元。目前，公司是集团资产证券化唯一平台，资产总值尚不到80亿元（2016年3季度末）。未来通过培育优质资产再将其注入上市公司，或将成为集团实现资产证券化目标的重要途径。公司资产注入存在较强预期。

### ● 盈利预测与投资评级

预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.38/0.42/0.48 元/股，对应 PE 分别为 20X/18X/16X。我们认为，公司战略定位清晰，“大公用”事业平台价值凸显，未来随着国企改革和转型升级持续，其加速成长可期。首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

### ● 风险提示

- 1) 业务拓展低于预期;
- 2) 在建工程项目推进不及预期;
- 3) 天然气价差不利变动;
- 4) 国企改革低于预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,448	1,618	3,535	4,002	4,670
(+/-)%	22	12	119	13	17
经营利润 (EBIT)	315	355	602	645	722
(+/-)%	25	13	70	7	12
净利润	148	190	298	331	380
(+/-)%	49	28	57	11	15
每股收益 (元)	0.19	0.24	0.38	0.42	0.48

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	136	183	884	1,545	1,913	营业收入	1,448	1,618	3,535	4,002	4,670
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	960	1,111	2,581	2,984	3,487
应收票据及账款	244	355	733	777	985	营业税金及附加	19	28	53	54	63
预付款项	22	36	58	51	76	销售费用	62	70	117	120	154
其他应收款	33	41	68	55	89	管理费用	107	106	194	212	257
存货	36	66	179	182	216	财务费用	130	120	99	95	92
其他流动资产	0	130	130	130	130	资产减值损失	8	14	14	14	14
长期股权投资及金融 融资产投资	257	135	132	132	132	投资收益	16	39	0	0	0
固定资产	1,010	1,033	1,658	2,474	2,750	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	615	835	1,100	600	800	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产及长期待 摊费用	2,435	2,472	2,146	1,820	1,494	营业利润	178	208	477	523	603
商誉	0	0	0	0	0	其他非经营损益	8	28	28	28	28
其它非流动资产	0	0	0	0	0	税前利润	186	236	504	550	631
<b>资产总计</b>	<b>4,789</b>	<b>5,287</b>	<b>7,087</b>	<b>7,765</b>	<b>8,584</b>	减：所得税	34	43	126	138	158
短期借款	65	60	54	0	0	净利润	152	193	378	413	473
应付票据及账款	348	609	1,111	1,483	1,687	少数股东损益	4	4	80	82	93
其他应付款	386	339	339	339	339	归属于母公司净利润	148	190	298	331	380
预收款项	44	39	550	593	844	基本每股收益	0.19	0.24	0.38	0.42	0.48
其他流动负债	135	187	187	187	187	稀释每股收益	0.19	0.24	0.38	0.42	0.48
长期应付款	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
专项应付款	0	0	0	0	0	成长性					
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	22.0%	11.7%	118.5%	13.2%	16.7%
长期借款	1,889	1,951	1,951	1,951	1,951	EBIT 增长率	25.0%	12.8%	69.7%	7.0%	12.0%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	50.0%	27.1%	95.8%	9.1%	14.6%
<b>负债合计</b>	<b>2,866</b>	<b>3,186</b>	<b>4,193</b>	<b>4,554</b>	<b>5,008</b>	盈利性					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,912</b>	<b>2,089</b>	<b>2,882</b>	<b>3,200</b>	<b>3,564</b>	销售毛利率	33.7%	31.3%	27.0%	25.4%	25.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	销售净利率	10.5%	11.9%	10.7%	10.3%	10.1%
净利润	148	190	298	331	380	ROE	8.0%	9.3%	10.9%	11.1%	11.7%
折旧与摊销	223	235	523	596	636	ROIC	6.8%	7.1%	10.5%	9.5%	11.3%
经营活动现金流	543	505	1,466	1,484	1,348	估值倍数					
投资活动现金流	-372	-268	-1,076	-579	-779	PE	41	32	20	18	16
融资活动现金流	-87	-170	310	-243	-200	P/S	4	4	2	2	1
现金净变动	84	67	701	661	368	P/B	3	3	2	2	2
期初现金余额	207	290	183	884	1,545	股息率	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
期末现金余额	290	183	884	1,545	1,913	EV/EBITDA	8	8	5	4	3

## 目 录

<b>1 公司概况</b> .....	<b>6</b>
<b>2 水务板块：增长势头良好，工程业务弹性高</b> .....	<b>8</b>
2.1 供水：持续稳步增长，水价提升潜力较大.....	8
2.1 污水处理：产能提升较快，市场前景广阔.....	10
2.3 工程业务：双轮驱动，加速可期.....	12
<b>3 燃气板块：新的利润增长极，发展潜力大</b> .....	<b>15</b>
3.1 注入燃气业务，转型“大公用”平台.....	15
3.2 南昌天然气市场：政策助推，发展潜力大.....	15
3.3 南昌燃气：垄断经营优势明显，加速成长可期待.....	17
3.4 公用新能源：车用天然气龙头，市占率或进一步提升.....	18
<b>4 股权激励+资产注入预期，国企改革值得期待</b> .....	<b>19</b>
<b>5 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>20</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 上市以来公司主要的并购事件暨转型升级发展	6
图 2: 2016H1 公司业务收入构成	7
图 3: 近几年公司净利率变化情况	7
图 4: 公司股权结构关系图	8
图 5: 2011-2016H1 公司供水售水量变化情况	9
图 6: 2011-2016H1 公司供水业务收入变化情况	9
图 7: 南昌市自来水单价在全国各省会城市中相对较低	10
图 8: 2011-2016H1 公司污水处理量变化情况	11
图 9: 2011-2016H1 公司污水处理业务收入变化情况	11
图 10: “十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设投资	12
图 11: “十三五”与“十二五”城镇污水厂及管网规划投资对比	12
图 12: 2010-2015 年南昌市城镇人口数量及房地产投资额变化情况	14
图 13: “十二五”期间南昌城市气化率迅速提升	16
图 14: “十二五”期间南昌天然气销售量持续快速增长	16
图 15: 2013-2016H1 南昌燃气营收变化情况	17
图 16: 2013-2016H1 南昌燃气毛利率变化情况	17
图 17: 2013-2016H1 公用新能源车用天然气销售情况	18
图 18: 2013-2016H1 公用新能源毛利率变化情况	18
图 19: 公用新能源综合竞争优势明显	19

## 表 目 录

表 1: 公司已投运及拟/在建供水项目情况	9
表 2: 公司已投运及在建污水处理项目情况 (截至 2016H1)	10
表 3: “十三五”期间江西供水及污水处理设施建设市场规模预测	13
表 4: 南昌燃气及公用新能源业绩承诺金额	15
表 5: “十三五”江西省天然气发展主要指标	15
表 6: 南昌水业集团旗下未上市的主要环保类资产及项目情况	20

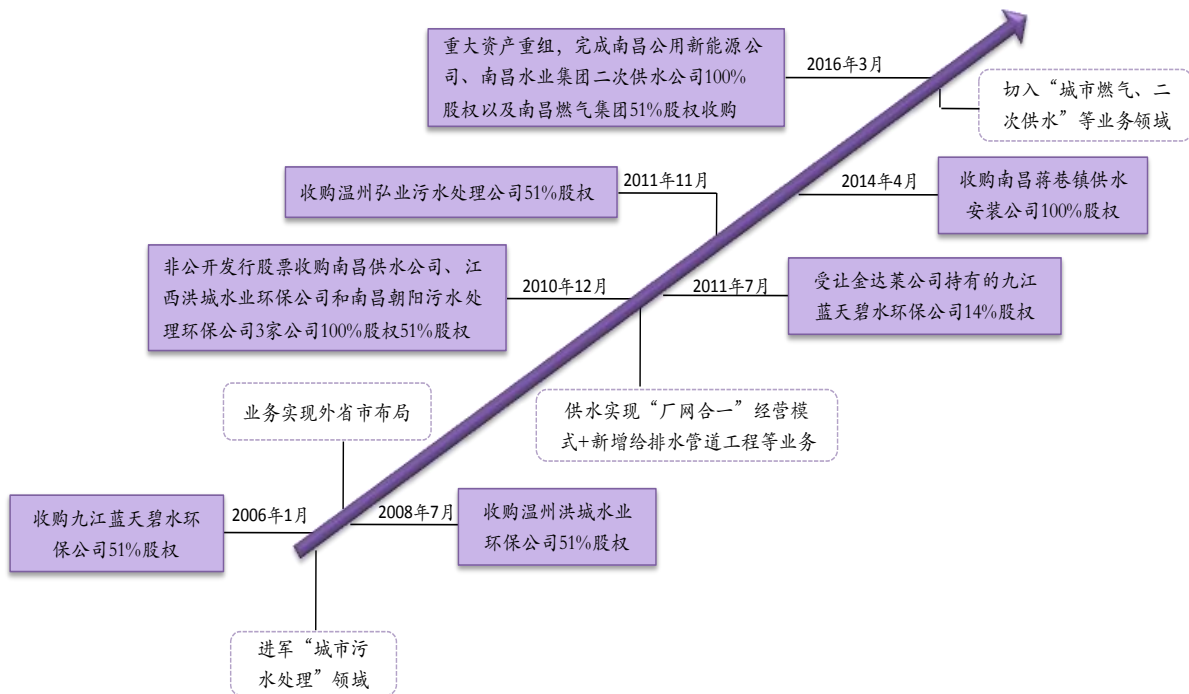
# 1 公司概况

## 公司简介

公司是南昌市国资委旗下唯一的公用事业平台，成立于2001年1月，并于2004年6月在上交所挂牌上市，目前主营城市供水、污水处理、城市燃气销售及安装等业务，为南昌市乃至江西省水务燃气公用事业领域的龙头企业。

公司立足主业，在积极推进自开发项目的同时，坚持外延扩张战略，加快转型升级。上市之后，经系列并购，公司将产业链从由自来水供水逐步延伸至城市污水处理、给排水管道工程建设领域。2016年，公司完成重大资产重组，注入南昌水业集团二次供水公司、南昌燃气和南昌公用新能源，水务产业链进一步扩展至二次供水领域，同时引入优质城市燃气业务板块，实现向“大公用”平台转型。依托水务燃气核心业务，公司加快探索环保产业链延伸，拟进军臭气治理领域，其持续转型升级发展可期。

图 1：上市以来公司主要的并购事件暨转型升级发展



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

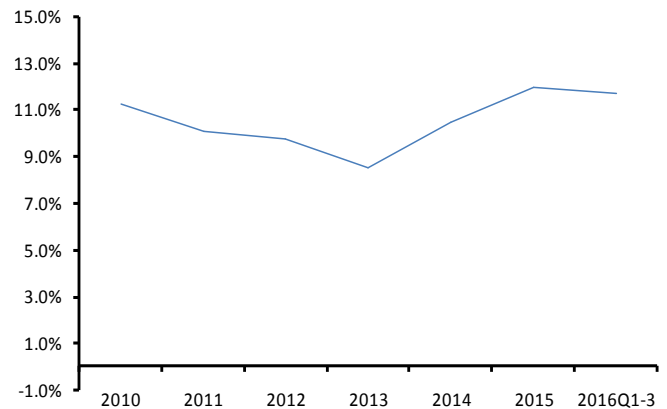
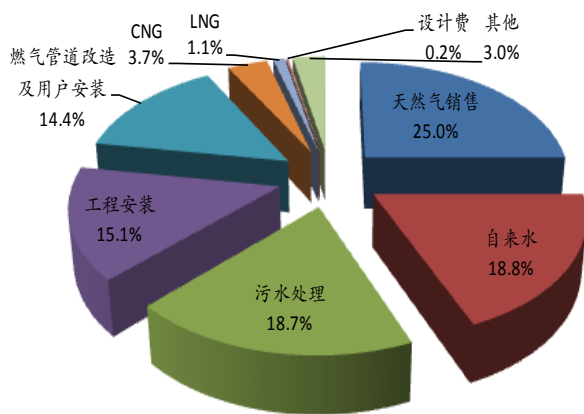
收入构成及盈利能力

收入结构上，2016H1 公司天然气销售、自来水、污水处理业务收入占比分别约为 25.0%、18.8%和 18.7%，为总营收中比重最大的 3 项业务收入。分地区来看，公司业务收入主要来自江西省内项目，省内收入在总营收中的占比超过 97%。

近几年来，公司盈利能力总体保持相对稳定。除 2013 年因营业成本增速快于营收增速致使当年净利率降至 8.5%外，2010 年至 2016 年前三季度，公司净利率呈区间窄幅波动，基本维持在 10.5%左右水平。

图 2：2016H1 公司业务收入构成

图 3：近几年公司净利率变化情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

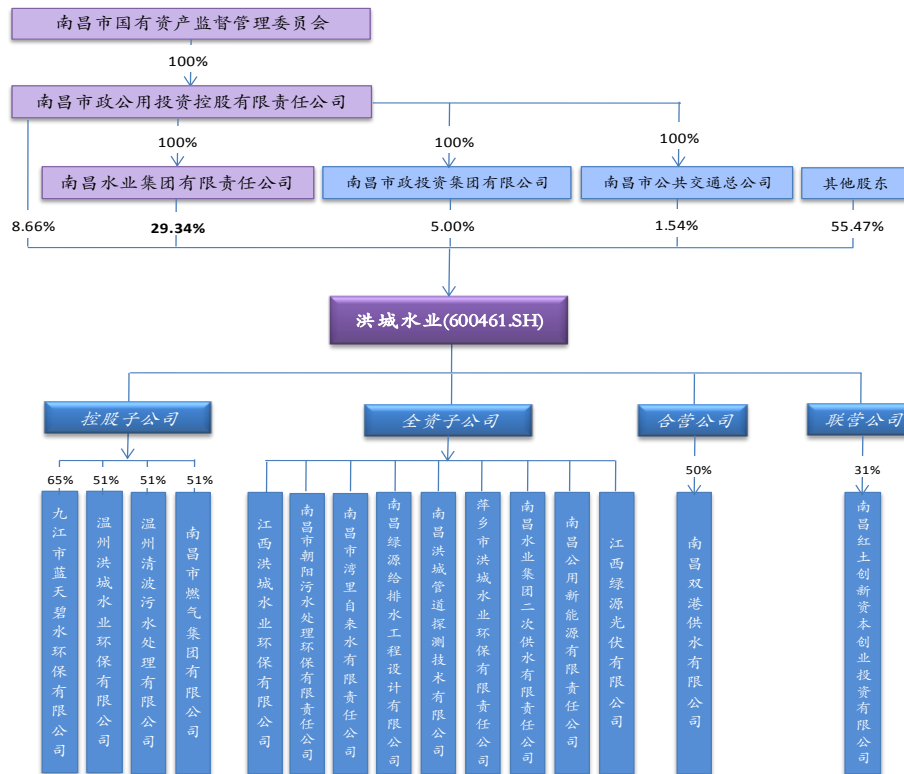
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

股权结构

截至 2016Q3，南昌水业集团有限责任公司持有公司 29.34%股权，为公司控股股东；南昌市政公用投资控股有限责任公司直接和通过南昌水业集团等子公司间接持有公司共计 44.53%股权，实际控制公司；南昌市国有资产监督管理委员会持有南昌市政公用控股有限责任公司 100%股权，为公司的最终控制人。



图 4: 公司股权结构关系图



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

## 2 水务板块: 增长势头良好, 工程业务弹性高

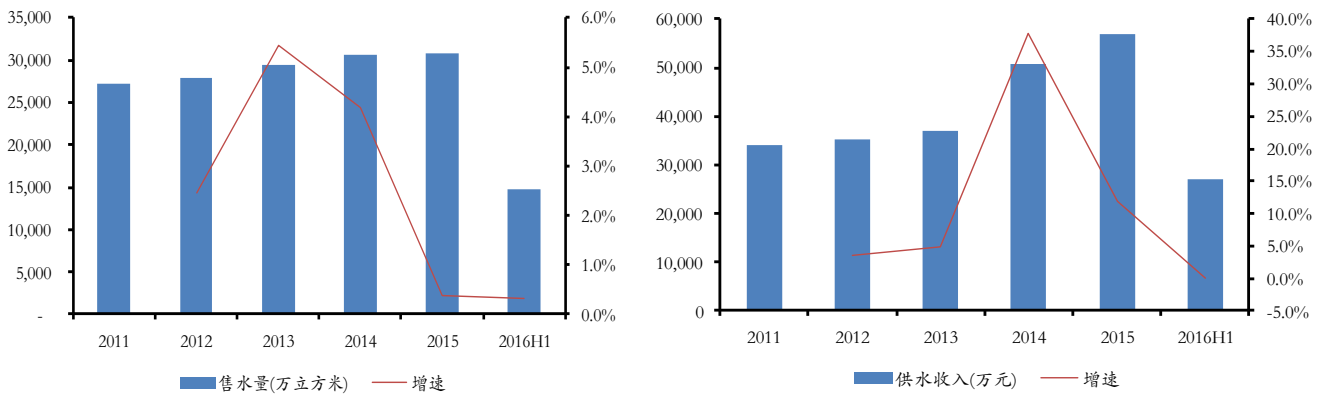
### 2.1 供水: 持续稳步增长, 水价提升潜力较大

公司供水业务集中在南昌市, 在南昌供水市场处于绝对领先地位, 具有较强的区垄断性。公司供水销售量总体保持平稳增长, 供水收入持续稳步增加。2015 年, 公司售水量 30,783 万立方米, 比 2011 年增加 12.97%, 年均复合增长率 3.10%。2016 年上半年, 公司实现售水 14,713 万立方米, 同比增加 0.31%, 继续保持稳步增长。从供水收入来看, 2011-2015 年售水收入年均复合增速 13.75%, 明显高于售水量增速, 其主要是得益于南昌市水价改革方案实施——自 2014 年 4 月 1 日起采用三级阶梯水价, 其中, 居民生活用水价格每吨上调 0.4 元 (含水资源费), 一级居民用水价格提高至 1.58 元/吨。水价提高成为推动公司供水收入较快增长的主要驱动因素。



图 5: 2011-2016H1 公司供水售水量变化情况

图 6: 2011-2016H1 公司供水业务收入变化情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

目前公司拥有供水设计产能 144 万吨/日, 水厂平均供水负荷约 71%; 拟建及在建供水项目设计规模 50 万吨/日, 约为现有投运设计产能的 35%。较为充裕的投运产能余量以及拟在/建产能, 将为公司供水持续增长提供有力保障。

表 1: 公司已投运及拟/在建供水项目情况

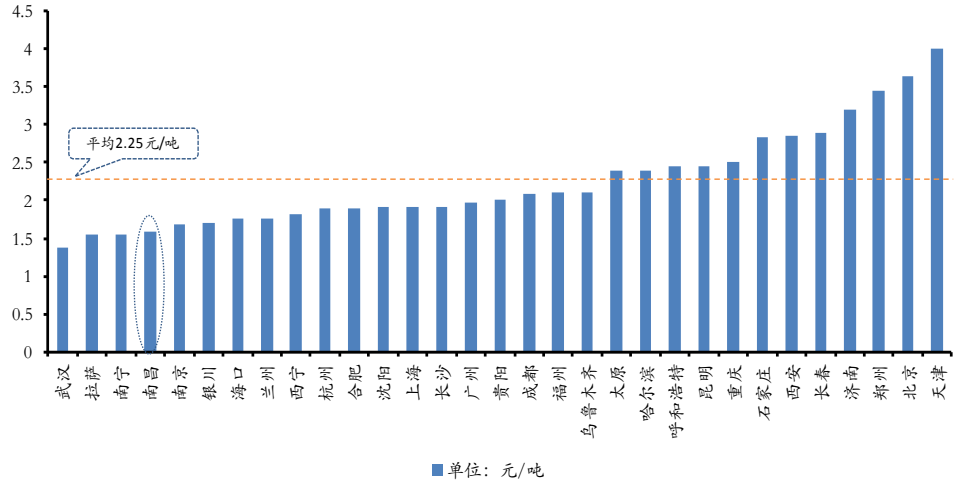
状态	项目名称	设计产能(万吨/日)	备注
投运	朝阳水厂(一期至三期)	30	/
	长堽水厂	10	/
	双港水厂	10	/
	下正街水厂	10	/
	青云水厂(一期至三期)	60	/
	牛行水厂一期	10	/
	红角洲水厂一期	10	/
	湾里水厂	4	/
小计		144	/
拟/在建	南昌市城北水厂	20	分两期, 一期 10 万吨/天在建, 预计 2017 年或 2018 年投产
	牛行水厂二期	20	在建, 预计 2017 年投产
	红角洲水厂二期	10	拟建, 预计 2018 年投产
小计		50	/

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

另一方面, 2015 年南昌市城镇居民人均可支配收入约 3.19 万元, 城镇人均年生活用水量约 62.2 立方米, 按目前第一阶梯到户水价(自来水单价+污水处理费) 2.38 元/吨计算, 南昌城镇居民水费支出占人均可支配收入比例仅约 0.5%, 远低于居民水费支出占家庭收入比例 2.5%-3%以实现促进节水目标的适宜水平。同时, 对比全国其他省会城市, 南昌市 1.58 元/吨的售水单价排名靠后, 比 31 个省

会城市平均 2.25 元/吨的价格低约 30%。即便不考虑南昌市城镇居民家庭人均可支配收入的不断增长，仅以目前较低的水价及水费在南昌城镇居民可支配收入中所占的比重来看，公司供水价格仍存在着较大的调升空间和潜力。未来伴随水价改革持续深化，城市供水价格的进一步调整，将提升公司供水收入增速，并带来业绩弹性。

图 7：南昌市自来水单价在全国各省会城市中相对较低



资料来源：公开信息，渤海证券研究所（注：各城市的自来水单价含水资源费）

## 2.1 污水处理：产能提升较快，市场前景广阔

公司自 2006 年收购九江蓝天碧水环保公司切入城市污水处理领域后，通过自主投资建设以及外延扩张并举方式，污水处理规模迅速提升，特别是 2010 年发行股份购买资产，取得江西省 77 个县（市）78 家污水处理厂特许经营权后，公司日污水处理设计能力从 2009 年末的 15 万吨跃升至约 128 万吨，并成为江西省最大的城镇污水处理企业。截至 2016H1，公司污水处理投运设计产能 183.35 万吨/日，较 2015 年末增加 36.5 万吨/日，增幅 24.9%；78 家县（市）污水处理厂扩建工程项目陆续投入使用，推动污水处理投运规模实现较快增长。

表 2：公司已投运及在建污水处理项目情况（截至 2016H1）

项目名称	设计产能 (万吨/日)	备注
南昌朝阳污水处理厂	8	定增收购
九江老鹤塘污水处理厂	6	收购九江碧水蓝天取得
萍乡污水处理厂	8	中标 BOT 项目
温州滨海园区第一污水处理厂	5	收购，持有 51%股权
温州滨海园区第二污水处理厂	3	收购，持有 51%股权

	温州鹿城轻工园污水处理厂一期工程	1	合资设立公司投建项目, 持有 51% 股权
	78 家县 (市) 污水处理厂	97.8	定增收购
	抚州金溪污水处理厂	1.5	定增收购
	78 家县 (市) 污水处理厂扩建及其它	53.05	估算数值
	<b>合计</b>	<b>183.35</b>	-
拟/在建	九江蛟滩污水处理厂	12	在建 4 万吨/日, 储备 8 万吨/日
	南昌县污水处理厂二期	3	在建
	赣县城北污水处理厂	0.5	在建
	温州滨海园区第三污水处理厂	3	在建
	全南金龙污水处理厂	1	在建 0.5 万吨/日, 储备 0.5 万吨/日
	78 家县市污水处理厂扩建工程	5	估计数值
	<b>合计</b>	<b>24.5</b>	-

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

伴随投运规模的增加和产能的释放, 近几年来, 公司污水处理量稳步增长, 并带动污水处理收入在总体上保持不断增加。2011-2015 年, 公司污水处理量及相应收入的年均复合增长率分别为 4.3% 和 3.6%。2015 年公司污水处理收入增速放缓及 2016H1 同比负增长, 主要受财税【2015】78 号文政策影响, 即从 2015 年 7 月 1 日起对污水处理服务收入征收增值税, 即征即退 70% (之前则为免征增值税)。增值税新政短期对公司污水处理收入增速影响明显, 但随着新建/扩建污水处理厂投运项目的增多以及产能的逐步释放, 公司污水处理收入将重拾增长势头。

图 8: 2011-2016H1 公司污水处理量变化情况

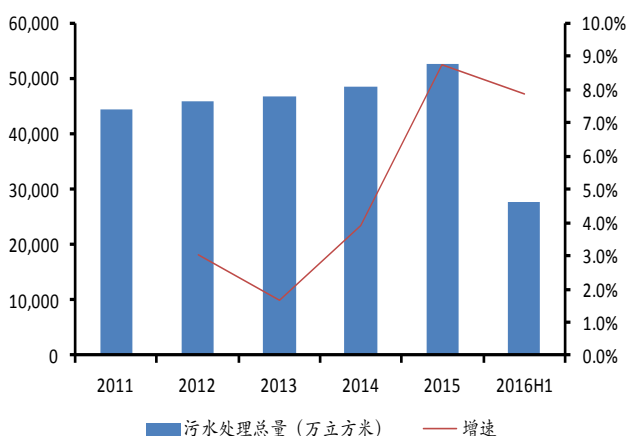
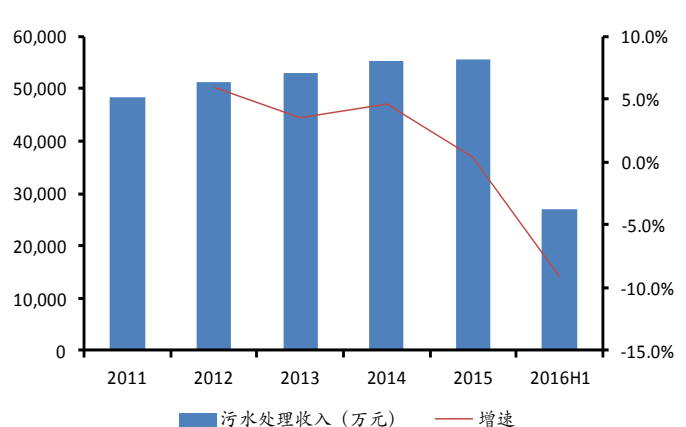


图 9: 2011-2016H1 公司污水处理业务收入变化情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

从行业层面来看, 在城镇化进程加快, 环保政策趋严, 政府支持力度加大的背景下, “十三五” 期间, 我国城镇污水处理设施建设需求仍保持较为旺盛。《“十三五” 全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》提出, 到 2020 年底, 全国实现城镇污水处理设施全面覆盖。城市、县城以及建制镇污水处理率分别达到 95%, 85%

以上和 70%。规划新增污水处理设施规模 5,022 万立方米/日，估算投资额 1,506 亿元；另外，提标改造污水处理设施规模 4,220 万立方米/日，计划投资 432 亿元。从纵向看，“十三五”新增及提标改造城镇污水处理厂投资均比“十二五”有较大的幅度的提升，其中新建污水处理厂投资增加 466 亿元，显示出政府对城镇污水处理厂建设投入力度在不断加大。此外，PPP 成为污水处理领域主流模式，PPP 模式大力推进下，污水处理需求有望加速释放。“十三五”城镇污水处理市场前景向好，行业发展空间广阔。

图 10：“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设投资

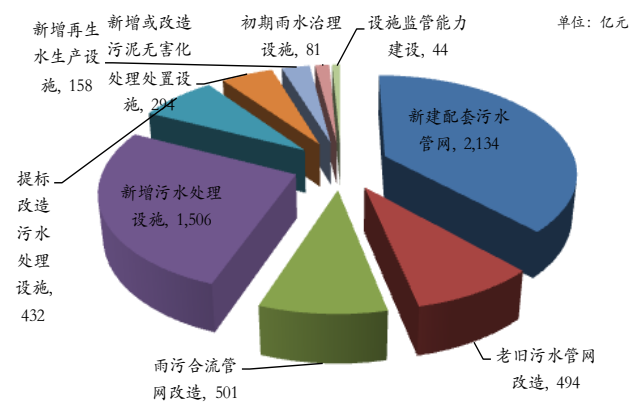
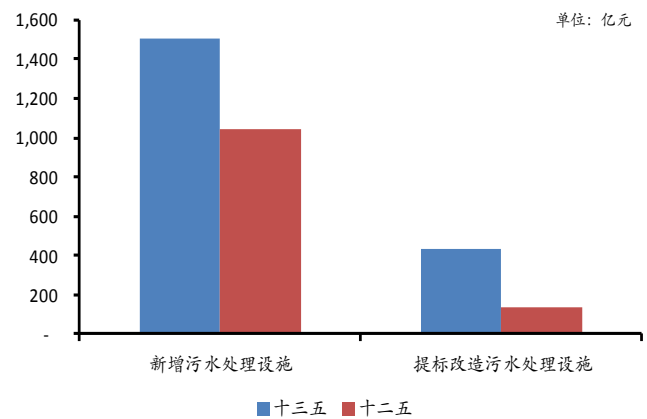


图 11：“十三五”与“十二五”城镇污水厂及管网规划投资对比



资料来源：住建部，渤海证券研究所

资料来源：住建部，渤海证券研究所

作为江西省污水处理龙头企业，公司在处理规模、运营管理、业务网络、品牌等方面优势突出，同时，国企背景也为其持续获取项目资源提供了有利条件。依托强大的竞争实力，公司有望进一步提升在省内污水处理领域的市场份额。另外，自 2008 年，公司便开始探索省外污水处理市场，并积累了良好的业务经验，其为未来公司加快省外业务开拓奠定坚实基础；而随着省外业务推进，公司将持续打开新的成长空间。

### 2.3 工程业务：双轮驱动，加速可期

公司工程业务在原有给排水管道工程业务基础上，2016 年通过实施重大资产重组引入二次供水业务，目前已形成给排水管道工程及二次供水共同驱动发展的格局。

**给排水管道工程业务：**主要依托公司供水及污水处理厂建设项目展开，涉及给排水工程安装、管网安装、市政公用工程施工总承包等，范围集中在江西省内。近几年，在公司供排水业务持续扩张和新/扩建项目不断增多带动下，给排水管道工程业务持续放量。2015 年公司供排水管道工程业务收入约 4.31 亿元，同比增加

33.6%，继续保持高增长。

根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十三五”期间，江西省新建、提标改造污水厂以及新建、改造污水管网（包括雨污合流管网改造）规模将分别达到 134.6 和 214.0 万立方米/日，以及 2,590 和 3,336 公里，测算投资额合计约 165 亿元。另一方面，假设“十三五”期间，江西省新建及改造水厂/管网规模与“十二五”规划水平相当，即新建、改造水厂分别为 125 和 76 万立方米/日，以及新建、改造管网分别为 3,400 和 2,200 公里，测算全省供水设施新建及改造投入将达到 78 亿元。“十三五”期间，江西省供水及污水处理设施（厂网新建及改造）建设投入规模预计将超过 240 亿元，市场潜力仍旧较大。

表 3：“十三五”期间江西供水及污水处理设施建设市场规模预测

供水	投资规模（亿元）	污水处理	投资规模（亿元）
新建水厂	21	新建污水厂	40
改造水厂	5	污水厂提标改造	21
新建管网	34	新建配套污水管网	44
改造管网	18	污水+雨污合流管网改造	60
小计	78	小计	165

资料来源：住建部，渤海证券研究所

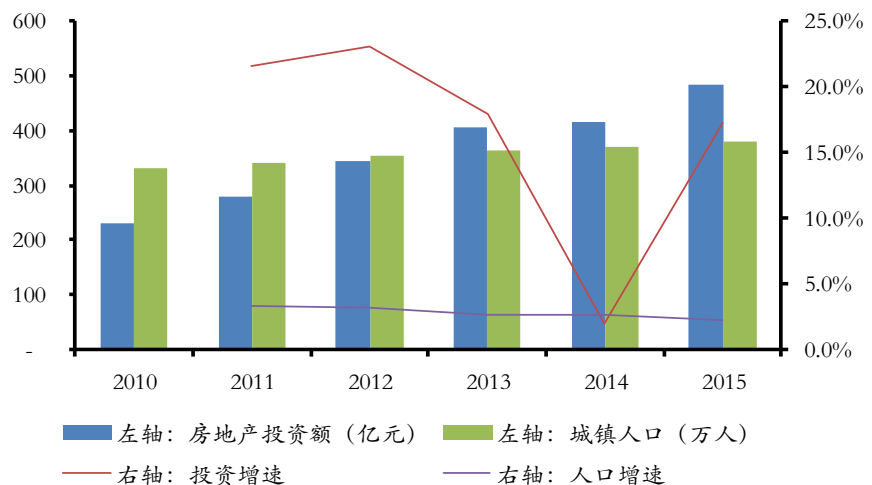
目前，公司在建及拟建供水、污水处理设施项目较多，而且未来较大部分已运营污水处理厂面临提标改造和/或扩建需求，加之后续新的供排水设施建设项目订单的持续承接，预计未来几年公司给排水管道工程业务还将保持较快增速。

**二次供水业务：**公司二次供水业务依托全资子公司南昌水业集团二次供水有限责任公司（“二次供水公司”）实施。二次供水公司为 2016 年公司实施重大资产重组注入资产之一，其主营二次供水工程施工、二次供水设备销售等，拥有新型无负压供水工程施工及设备安装的较强实力。通过二次供水公司，公司快速切入二次供水领域，并将供水产业链延伸至“最后一公里”，形成完整的供水产业链，供水业务优势进一步强化，进而有利于公司在水务领域竞争力的进一步提升。同时，引入二次供水业务，也为公司开辟了新的盈利增长点。二次供水公司的业绩承诺为 2016-2018 年实现扣非后归母净利润分别为 1,400/1,450/1,500 万元，将提升公司盈利水平。

二次供水是高层（四层以上）供水的唯一选择方式，二次供水行业正从水塔及水池供水阶段向无负压供水阶段发展。目前南昌市二次供水行业处于起步阶段，未来具备较大的发展潜力：1）升级改造释放存量需求。2015 年住建部、国家发改委等 4 部委联合下发《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》，要求全面排查、改造老旧二次供水设施。对老旧落后的二次供水设施，力争用 5 年时间完成改造任务。南昌市老旧城区二次供水当前仍以传统模式为主，综合供水成本高，同时供水水压不足、用水二次污染等问题频发，亟待改造升级。目前南昌地区约有 60 多万户需要进行二次供水设备改造。预计在政策推动下，未来几年南昌市针对老旧城区的传统二次供水设施改造将逐步启动，二次供水存量市场改造需求将加快释放。2) 无负压供水业务市场覆盖率较低。新型无负压供水业务在南昌市整体渗透率仍较低，同时其主要集中在南昌城区，南昌下属重要县级城市的市场应用基本空白。3) 城镇化进程拓展增量市场。南昌市目前正处于加快推进城镇化和经济快速发展时期，城镇人口不断增多，拉动房地产需求增长；而持续扩张的新建楼盘，特别是新建高层建筑将带动二次供水需求的持续增长。2015 年末南昌市城镇人口约 379 万人，相比 2010 年末增加 14.5%，年均复合增长率 2.7%，城镇人口数量持续稳步增长。与此同时，南昌市房地产投资则快速增加，2010-2015 年投资额年均复合增速 16.1%。预计到 2020 年，南昌市城镇人口数量将增加至约 435 万人，并将进一步提升房地产需求和整体供水需求，二次供水空间有望不断打开。

图 12：2010-2015 年南昌市城镇人口数量及房地产投资额变化情况



资料来源：江西省统计局，渤海证券研究所

南昌市加快老旧二次供水设施改造需求，城镇化推进带来整体供水需求的持续提升等，都为公司二次供水业务提供了良好的发展契机。目前南昌地区二次供水企业主要为小规模、分散化的施工企业，公司尚不存在规模较大的竞争对手。依托供水一体化、专业化服务、品牌信誉等优势，公司有望在二次供水领域中加快业务拓展，同时伴随二次供水行业的规范化发展，公司或将加快资源整合，提升市场占有率水平，进一步做大做强。



### 3 燃气板块：新的利润增长极，发展潜力大

#### 3.1 注入燃气业务，转型“大公用”平台

2016年，公司实施重大资产重组，除引入二次供水公司外，同时还收购南昌市燃气集团有限公司（“南昌燃气”）51%股权以及南昌公用新能源有限责任公司（“公用新能源”）100%股权。其中，南昌燃气主营燃气销售和燃气安装，公用新能源则主营车用天然气销售，包括压缩天然气CNG和液化天然气LNG。重大资产重组完成后，公司在原有水务板块业务基础上，引入优质燃气板块业务，向“大公用”综合型平台转型，其整体竞争实力显著提升。

南昌燃气、公用新能源业绩承诺 2016-2018 年扣非后净利润合计分别为 8,050/8,600/9,150 万元，燃气业务板块资产注入将快速提升公司整体盈利水平，并将为公司业务加快拓展提供强有力的支持。

表 4：南昌燃气及公用新能源业绩承诺金额

标的资产/收购股权	2016 年	2017 年	2018 年
南昌燃气/51%	7,400	7,900	8,400
公用新能源/100%	650	700	750
<b>净利润合计</b>	<b>8,050</b>	<b>8,600</b>	<b>9,150</b>
<b>权益净利润合计</b>	<b>4,424</b>	<b>4,729</b>	<b>5,034</b>

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

#### 3.2 南昌天然气市场：政策助推，发展潜力大

**政策大力支持：**《江西省“十三五”天然气发展规划》提出，力争到 2020 年，全省天然气利用总量 65 亿立方米，占全省能源消费比重 8%；全省长输管道里程突破 5,000 公里；全省汽车、船舶加气站总数分别达到 430 座和 25 座。其中，全省天然气利用总量 2020 年将比 2015 年增加近 4 倍。南昌市作为江西省会、拉动全省经济增长的核心引擎，在政策助推之下，其天然气市场包括燃气销售、管道建设、车用天然气领域都将迎来重大发展机遇。

表 5：“十三五”江西省天然气发展主要指标

类别	指标	2015 年	2020 年	增加
天然气利用	利用总量（亿立方米）	13.5	65	51.5
	天然气在一次能源消费中的比重	2.7%	8%	5.3%
天然气长输管道建设	长输管道里程（公里）	2,622	5,000	2,378



	CNG 加气母站 (座)	10	15	5
城市天然气设施建设	汽车加气站 (座)	41	430	389
	船舶加气站 (座)	0	25	25

资料来源: 江西省发改委, 渤海证券研究所

就南昌地区而言, 经过“十二五”时期的快速发展, 2015 年底南昌市城区天然气气化率达到约 73%, 但相比国内其它大城市, 其气化率偏低。2016 年, 南昌市提出“气化南昌”三年攻坚计划, 明确从 2016 年起用 3 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。南昌市城市气化率具备较大提升空间, 同时, 若考虑天然气覆盖率更低的下属市县, 以及城镇化的持续推进, 南昌市天然气市场发展潜力将更大。

图 13: “十二五”期间南昌城市气化率迅速提升

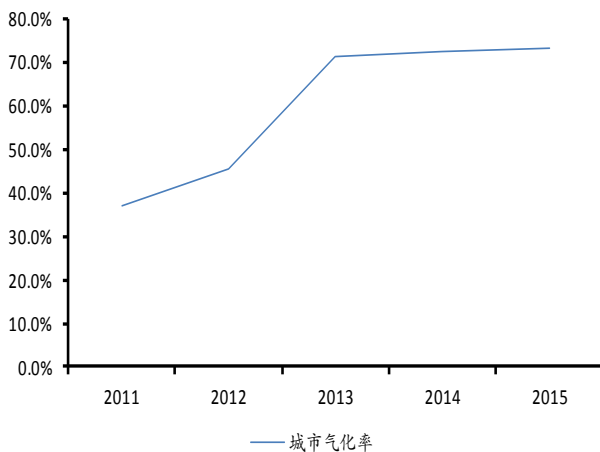
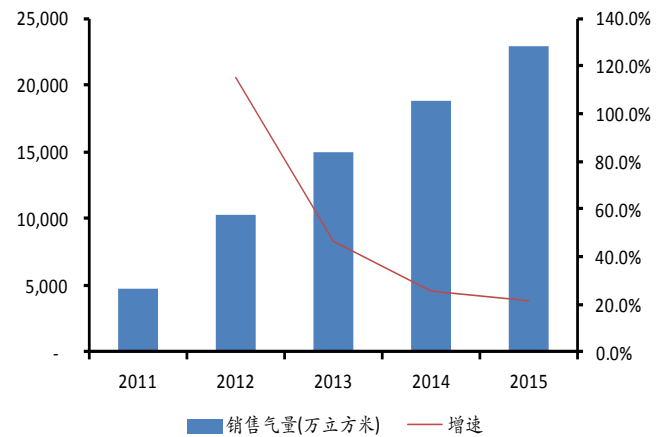


图 14: “十二五”期间南昌天然气销售量持续快速增长



资料来源: 江西统计局, 渤海证券研究所 (注: 城市气化率以南昌市天然气用气人口占城区人口的比例计)

资料来源: 江西统计局, 渤海证券研究所

**环保加码助推需求:** 2013 年底《江西省落实大气污染防治行动计划实施细则》出台, 要求全面整治燃煤小锅炉, 明确淘汰落后燃煤锅炉的时间和任务, 并提出有序实施“煤改气”项目, 南昌等区域现有工业企业, 到 2017 年基本完成燃煤锅炉、窑炉的天然气替代改造任务。2015 年下发的《江西省燃煤锅炉大气污染防治专项整治行动实施方案》, 对燃煤小锅炉整治作出具体部署。江西省“十三五”规划纲要, 在大气环境质量方面, 提出“十三五”期间全省万元 GDP 能耗、二氧化碳以及主要污染物排放量持续下降, 县级及以上城市空气质量明显改善等目标。环保政策持续加码, 节能减排要求将推动非居民用户, 特别是工业用户天然气需求的释放, 南昌市天然气非居民用户数量有望持续较快增长。另外, 大力推广天然气汽车是城市大气污染防治的重要措施之一, 环境治理力度加大, 也将为南昌市车用天然气市场进一步开启空间。

**天然气价格机制逐步理顺：**2015 年中共中央、国务院制定《关于推进价格机制改革的若干意见》，明确要求加快推进天然气价格市场化，放开天然气气源和销售价格，合理制定天然气管网输配价格。目前，南昌地区天然气上下游价格联动机制基本建立，非居民企业用气成本有望进一步下降；同时，居民用气价格阶梯方案于 2016 年 1 月 1 日实施。天然气价格机制的不断完善，为南昌天然气市场加快发展提供了十分有利的条件。

### 3.3 南昌燃气：垄断经营优势明显，加速成长可期待

南昌燃气是一家集设计、施工、输配、销售为一体的专业化燃气公司，拥有南昌市主要行政区域内 30 年燃气特许经营权，在南昌市处于行业垄断地位。截至 2015 年 10 月末，南昌燃气发展用户数约 59.74 万户，占南昌地区全部天然气用户数的 90%以上。收入结构上，天然气销售是南昌燃气收入的最主要来源，2016H1 其收入占南昌燃气总收入的 63.5%。

2016H1，南昌燃气实现营收约 5.67 亿元，同比增长 15.0%，继续保持较高增速，主要缘于燃气安装工程收入放量，其同比增长约 57.0%。盈利能力方面，南昌燃气综合毛利率约 24.8%，毛利率显著提升，其主要得益于：1) 燃气安装工程毛利率提高；2) 居民用户阶梯气价实施，居民天然气价差总体扩大；3) 毛利率较高的非居民用户的售气量增加。目前，南昌燃气市场整合基本完成，而伴随天然价格联动机制的加快理顺，居民阶梯气价的建立，非居民用户及安装工程业务的稳步拓展，南昌燃气的毛利率有望保持在较高水平。

图 15: 2013-2016H1 南昌燃气营收变化情况

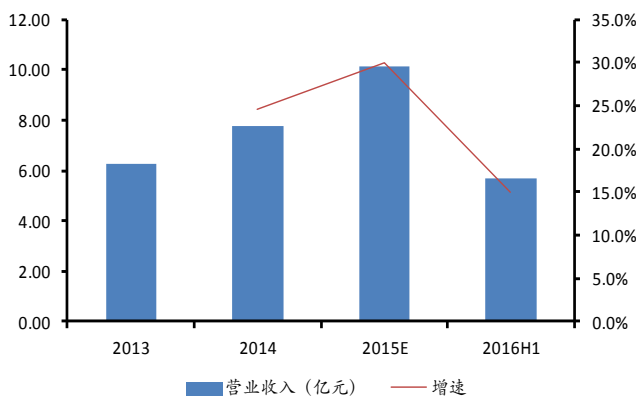
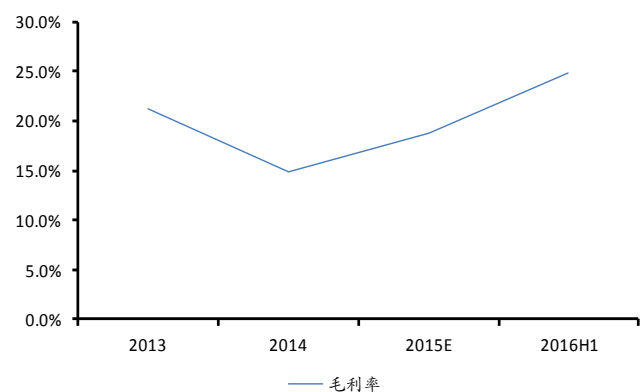


图 16: 2013-2016H1 南昌燃气毛利率变化情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所（注：2015 年营收为预测数，2015Q1-3 实际营收约 7.59 亿元）

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

南昌燃气作为南昌地区最大管道天然气供应商，区域垄断经营优势明显。2016年西气东输二线接通后，南昌燃气实现双气源供应，供气保障能力大大提升，并具备更大的购气议价能力。南昌市管道燃气发展较晚，市场潜力大，目前天然气正处于加快普及阶段，作为区域燃气经营垄断者，南昌燃气将充分受益行业发展，加速成长可期，燃气业务也将成为公司新的盈利增长极。

### 3.4 公用新能源：车用天然气龙头，市占率或进一步提升

公用新能源是南昌市规模最大的车用天然气销售企业，拥有全市数量最多的加气站点，供气量约占全市车用天然气总供气量的80%。公用新能源的主要供气对象为南昌市辖区的公交车、出租车等，截至2016年上半年，共有公交车805辆，出租车及其他车辆3,911辆在下属各加气站点办卡加气。

受益于近年来南昌市对车用天然气推广的大力支持、加气站投运数量增多、车用天然气汽车市场渗透率不断提升等，公用新能源自投入运营后天然气销售规模持续快速增长。2016H1，CNG、LNG站点销售量同比分别增加0.9%和22.0%，CNG、LNG批发业务销售量则分别比去年同期增加3.67万立方米和2,820吨。收入上，2016H1，公用新能源CNG和LNG销售业务收入约6,869万元（其中，CNG收入占比约77.8%），同比减少8.4%，主要系CNG销售价格下调，购销价差缩小所致。毛利率方面，近几年公用新能源的销售毛利率呈一定幅度的波动，其主要受CNG/LNG价格动态调整，购销差价变动等因素影响。

图 17：2013-2016H1 公用新能源车用天然气销售情况

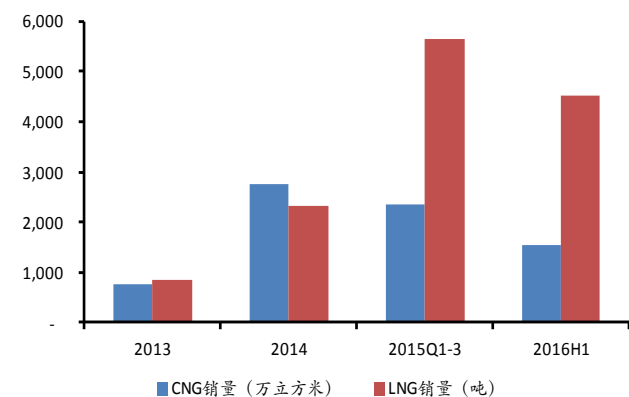
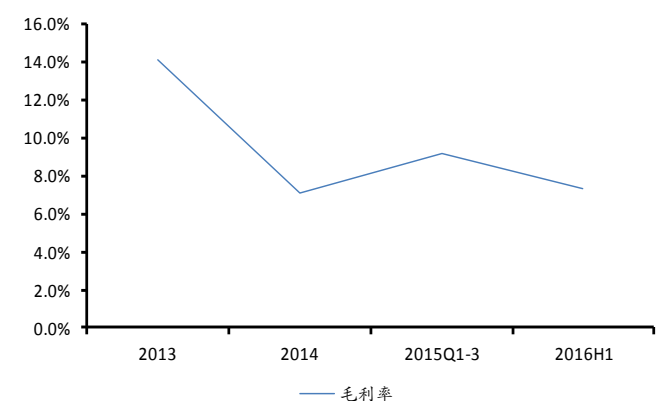


图 18：2013-2016H1 公用新能源毛利率变化情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所（注：2016H1CNG/LNG 销售量数据为保守估计值）

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

作为南昌市最早从事车用天然气销售的企业，公用新能源综合竞争优势明显：1) 资源优势：加气站点布局早、地理位置优越，已初步形成以公交场站和交通要道

为关键结点的加气站网络，聚集庞大且稳定的客户群体。2) 规模优势：拥有数量最多的加气站点，截至 2015 年 9 月，全市 16 座车用天然气子站中，公用新能源运营的有 9 座（在建加气站 6 座），供气市场占有率则达约 80%。3) 运营管理优势：已建立起一套行之有效的经营管理制度，规范化水平较高。4) 协同效应优势：与南昌燃气在业务上具有较强的互补性，双方协同效应的发挥将进一步提升公用新能源的综合竞争实力。

图 19：公用新能源综合竞争优势明显



资料来源：渤海证券研究所

伴随城镇化推进、城市人口数量持续增加，未来南昌公交车及出租车数量将进一步增长，天然气汽车的保有量预计也将随之增加。同时，在城市大气污染治理深化、政策引导支持共同推动下，天然气汽车的渗透率有望获得更快提升。另外，新建加气站点增多，基础设施的加快完善，更加便利的加气条件，将进一步释放天然气汽车需求。因此，南昌市车用天然气市场具备持续扩张的潜力。作为南昌市车用天然气领域龙头企业，凭借强大的竞争实力，公用新能源有望进一步把握行业发展之契机，持续扩大业务规模，提升市场份额，实现加快成长。

## 4 股权激励+资产注入预期，国企改革值得期待

### 股权激励承诺

公司控股股东水业集团在股权分置改革过程承诺，在股权分置改革完成后，将积极倡导对上市公司董监高实行股权激励制度，股权激励所涉及的标的股票总数不超过公司股本总额的 10%；承诺期限为 2006 年 03 月 09 日至 2017 年 12 月 31

日。今年将是公司股权激励承诺的最后限期，若股权激励承诺能如期兑现，将有利于公司治理结构的完善，并进一步激发内部潜能，有望推动公司加快发展。

### 资产注入预期

公司控股东南昌水业集团提出“十三五转型升级攻坚行动”计划，拟通过推进转型升级、发展成为环境产业综合运营商，打造运营管理、技术研发、资本运作平台，深化管理，最终实现“总资产 300 亿元，证券化资产总值 200 亿元，净资产 100 亿元，总收入 100 亿元，利润总额 10 亿元”的经营目标。目前，公司是南昌水业集团资产证券化唯一平台，截至 2016 年 3 季度末，上市公司资产总值约 77.3 亿元，由此看，集团资产证券化水平提升空间巨大，而通过培育优质资产再将其注入上市公司，或将成为集团实现资产证券化目标的重要途径。

当前，南昌水业集团旗下与水务环保相关的未上市资产，除已委托洪城水业经营管理的扬子洲水厂、安义县自来水公司以及江西蓝天碧水环保工程公司外，主要为垃圾固废处理业务，包括生活垃圾焚烧发电、污泥焚烧热电联产等项目。结合集团转型升级战略看，未来相关环保资产注入上市公司存在预期。

表 6: 南昌水业集团旗下未上市的主要环保类资产及项目情况

控股/参股公司	注册资本	持股比例	项目情况
南昌水业集团环保能源公司	5,308.34	100%	在建: 2,400 吨/日垃圾焚烧发电项目
温州宏泽热电公司	10,200	34%	投运: 1,500 吨/日污泥焚烧热电项目 在建: 480 吨/日皮革类垃圾热电项目

资料来源: 公开资料, 渤海证券研究所

## 5 盈利预测与投资评级

主要假设:

### 水务业务

1) 供水: 在建项目按计划投运、产能有效释放, 2016-2018 年售水量分别增加 3%、10%和 15%; 毛利率维持在 40%左右水平。

2) 污水: 在建项目按计划投运、产能有效释放, 2016-2018 年污水处理量分别增长 15%、15%和 10%; 污水处理平均单价基本保持稳定(不考虑提标改造可能带来的污水处理服务费价格上调), 毛利率维持在 31%左右水平。

3) 工程: 订单承接和执行顺利, 2016-2018 年给排水管道工程收入增速分别为 5%、20%和 15%, 二次供水收入增速分别 10%、12%和 15%; 给排水管道工程、二次供水业务毛利率均基本保持稳定。

### 燃气业务

1) 天然气销售: 销售量稳步增长, 2016-2018 年增速分别为 20%、10%和 15%; 天然气价差波动较小; 毛利率总体保持在 10%左右水平。

2) 天然气安装: 业务拓展顺利并逐步放量, 2016-2018 年收入增速分别为 40%、20%和 25%, 毛利率维持在 46%左右。

3) 车用天然气: 天然气汽车市场渗透率提升, 新增天然气汽车数量稳步增长, CNG 及 LNG 销售量持续增加。2016-2018 年, CNG 及 LNG 销售量增速对应分别为 5%、15%和 15%, 以及分别为 25%、20%和 20%。CNG/LNG 价差波动相对较小, 毛利率基本保持稳定。

### **盈利预测及投资评级:**

预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.38/0.42/0.48 元/股, 对应 PE 分别为 20X/18X/16X。我们认为, 公司战略定位清晰, “大公用”事业平台价值凸显, 未来随着国企改革和转型升级持续, 其加速成长可期。首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

## **6 风险提示**

- 1) 业务拓展低于预期;
- 2) 在建工程项目推进不及预期;
- 3) 天然气价差不利变动;
- 4) 国企改革低于预期。



**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。



渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华  
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
张冬明  
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊  
+86 22 2845 1975  
朱晟君  
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明  
+86 10 6878 4238  
刘蕾  
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕  
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)  
+86 10 6878 4237  
王斌  
+86 22 2386 1355  
赵波  
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇  
+86 10 6878 4235  
高峰  
+86 10 6878 4251  
宋敬祎  
杨青海  
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜  
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥  
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华  
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)  
+86 10 6878 4237  
洪程程  
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健  
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红  
+86 22 2845 1684  
李莘泰

衍生品类研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
李元玮

CTA策略研究

郝惊  
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋  
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞  
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
杜乃璇  
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究  
+86 22 2845 1605  
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖  
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮  
+86 22 2845 1659

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)