

投资评级：推荐（首次）

分析师

甄峰 075583516231

Email:zhenfeng@cgws.com

执业证书编号:S1070516100001

联系人（研究助理）：

黄红卫 010-88366060-8787

Email:huangwh@cgws.com

从业证书编号:S1070116080084

林彦宏 0755-83881635

Email:linyh@cgws.com

从业证书编号:S1070117010015

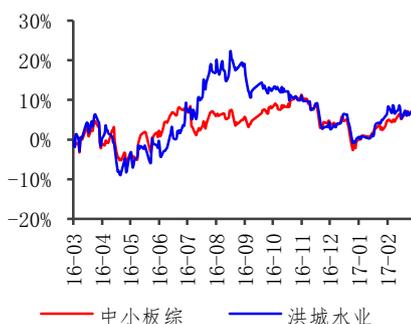
市场数据

目前股价	7.83
总市值（亿元）	61.83
流通市值（亿元）	46.51
总股本（万股）	78,959
流通股本（万股）	59,400
12个月最高/最低	9.16/6.49

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3106	3320	3492
(+/-%)	92.0%	6.9%	5.2%
净利润	340	380	415
(+/-%)	79.6%	11.6%	9.3%
摊薄 EPS	0.43	0.48	0.53
PE	18.2	16.3	14.9

股价表现



数据来源：贝格数据

## “水务+燃气”双轮驱动，攻守兼具，“资产注入&股权激励”预期强烈

### ——洪城水业（600461）公司调研报告

投资建议

洪城水业（600461.SH）传统业务为自来水生产和销售、城市污水处理、给排水管道工程建设，2016年通过定增注入“南昌燃气、公用新能源、二次供水”等公司，新增天然气销售、燃气安装及LNG、CNG销售等业务，形成“水务+燃气”两大业务格局。公司传统水务板块需求刚性较大，业绩较为稳健，而新增燃气业务板块的发展潜力巨大，成为业绩增长亮点。公司作为“实际控制人市政控股”下属的唯一上市平台，在江西地方国改加速背景下，将迎来市政控股整合旗下公用领域优质资产的良机，后续仍存在较强的优质资产注入预期。此外，控股股东水业集团曾经承诺，在2017年12月31日对洪城水业“董监高”实施股权激励，目前已临近承诺截止日期，股权激励方案有望近期出台。考虑到合并并表影响，我们预计，公司2016-2018年分别实现归母净利润3.11亿、3.32亿、3.49亿，EPS分别为0.43元、0.48元、0.53元，当前股价（7.83元/股）对应PE分别为18.2X、16.3X、14.9X，首次覆盖，给予【推荐】评级。

投资要点

- **业绩稳健的区域供水龙头公司：**洪城水业的传统主营业务为“自来水生产和销售、城市污水处理、给排水管道工程建设”等。公司自来水全部供应南昌本地市场，市场占有率在90%以上，具有较强供水区域垄断性。公司污水处理业务主要由“城镇生活污水处理和工业废水处理”两部分组成，分布在江西省和浙江省温州市，已取得当地政府授予的特许经营权。公司在水务及环保行业的知名度较高，其水质监测部门能完成106项水质监测，是全国第二个公布106项水质指标的水务企业，技术和装备均处于国内领先水平。2016年，公司通过定增注入南昌燃气51%股权，获取南昌市天然气特许经营权；注入公用新能源100%股权，切入南昌市车船用天然气加气业务；注入二次供水公司100%股权，延伸供水产业链业务。2016年前三季度，公司实现营业收入21.84亿元，同比上年降低-1.22%，实现归母净利润2.28亿元，同比上年增加7.95%。总体而言，公司经营业绩较为稳健，优质资产的注入，大为提升业绩前景。
- **南昌气化率提升空间较大，燃气业务板块增长潜力巨大：**公司目前已经形成“水务+燃气”两大业务格局，传统水务板块需求刚性较大，业绩较为稳健，而燃气业务板块增长潜力巨大，成为业绩增长亮点。2015年南昌市城市总人口312万，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，南昌市居民用水需求有望大幅提升。此外，南昌水价位列全国省会城市水价的后三分之一，且2014年以来

## 相关报告

未曾提价，后续提价预期较强。随着《水十条》、新《环保法》出台，污水处理标准日益上台阶，根据国家“十三五”规划，城市、县城污水集中处理率分别达到 95% 和 85%，污水处理行业发展空间较大。南昌市在 2010 年底开始供应天然气，南昌燃气作为主要燃气供应商，发展势头强劲，2010-2014 年，南昌燃气居民用户数、非居民用户数年增速分别高达 83.53%、52.24%。2010 年迄今，南昌市仅接入川气线，天然气供给不足，工业企业用气需求受到较大抑制，随着南昌燃气双气源建设推进，南昌燃气将大力发展工业企业用户。**2015 年，南昌天然气气化率仅~60%，根据南昌市《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》，2016 年起，3 年内城区燃气气化率达到 90% 以上，未来南昌天然气用户提升空间较大。**

- **市政控股下属的唯一上市平台，后续优质资产注入预期依旧强烈：**洪城水业的传统水务板块为公用事业，供水业务地域限制严重（需要政府授予特许经营权），公司跨地区开拓异地水务市场难度较大。因此，上市以来，公司主要进行外延式扩张发展（主要为资产注入），在公用事业与环保行业内持续扩张，2011 年收购江西省 78 家污水处理厂，整合了江西省污水业务，2016 年定增注入南昌燃气、公用新能源、二次供水等公司，新增天然气销售、燃气安装及 LNG、CNG 销售等业务。**在国企改革背景下，洪城水业作为“实际控制人市政控股”下属的唯一上市平台，将迎来整合市政控股公用领域优质资产的良机。**市政控股以“城市供水、城市供气、城市公交客运、城市道路建设”为主业，其下属共有“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”等 7 个子业务板块，优质资产众多。截至 2015 年底，市政控股集团总资产达 692.03 亿元，2015 年全年营业收入 180.84 亿元。因此，洪城水业属于“大集团+小公司”型国改标的，**资产注入预期强烈。**
- **股权激励承诺临近到期日，方案有望近期出台：**2006 年，洪城水业控股股东水业集团曾承诺，在股权分置改革完成后，将对洪城水业“董监高”实施股权激励，股权激励的标的股票不超过总股本的 10%，**该承诺期限截止至 2017 年 12 月 31 日。当前，已经临近股权激励的承诺截止期，激励方案有望近期出台。**2015 年 12 月，江西省出台《国资国企改革实施方案》，加速推进江西省地方国企改革进程，股权激励可有效提升标的公司业绩，推进实施的地方政策阻力大为削减。此外，公司现任管理层干劲较强，到位后，便已完成“南昌燃气、公用新能源、二次供水”等优质资产注入工作，下一步管理层或将重点落实股权激励措施。
- **风险提示：**国家提高自来水或污水处理排放质量标准，公司面临产业升级的风险；资产注入、股权激励等国改措施出台不及预期风险；燃气板块业务开拓不及预期风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,448.48	1,617.67	3,105.94	3,320.25	3,491.90	<b>成长性</b>					
营业成本	960.45	1,110.71	2,239.38	2,390.58	2,507.19	营业收入增长	22.0%	11.7%	92.0%	6.9%	5.2%
销售费用	62.15	69.77	121.75	133.47	143.87	营业成本增长	19.5%	15.6%	101.6%	6.8%	4.9%
管理费用	107.16	106.49	173.31	188.59	201.83	营业利润增长	59.5%	17.1%	108.5%	12.3%	9.9%
财务费用	129.97	119.72	96.26	74.68	53.55	利润总额增长	57.5%	27.0%	96.0%	11.6%	9.3%
投资净收益	16.13	39.49	0.00	0.00	0.00	净利润增长	49.0%	27.8%	79.6%	11.6%	9.3%
营业利润	177.94	208.38	434.55	488.10	536.23	<b>盈利能力</b>					
其他非经常性损益	7.85	27.59	27.95	27.95	27.95	毛利率	33.7%	31.3%	27.9%	28.0%	28.2%
利润总额	185.79	235.98	462.49	516.05	564.18	销售净利率	10.2%	11.7%	11.0%	11.4%	11.9%
所得税	33.89	42.84	115.62	129.01	141.04	ROE	8.0%	9.3%	13.3%	13.4%	13.2%
少数股东损益	3.58	3.60	6.46	7.21	7.88	ROIC	7.1%	7.4%	10.1%	13.1%	15.1%
归母公司股东净利润	148.32	189.54	340.41	379.83	415.25	<b>营运效率</b>					
流动资产					( 百万 )	销售费用/营业收入	4.3%	4.3%	3.9%	4.0%	4.1%
货币资金	471.64	810.70	2,426.70	2,683.86	4,381.15	管理费用/营业收入	7.4%	6.6%	5.6%	5.7%	5.8%
应收和预付款项	136.05	183.09	1,393.79	1,959.89	3,271.55	财务费用/营业收入	9.0%	7.4%	3.1%	2.2%	1.5%
存货	299.42	431.73	813.05	517.51	881.59	投资收益/营业利润	9.1%	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他流动资产	36.17	66.34	90.32	76.91	98.47	所得税/利润总额	18.2%	18.2%	25.0%	25.0%	25.0%
非流动资产	0.00	129.54	129.54	129.54	129.54	应收帐款周转率	5.93	4.56	4.67	7.81	4.84
固定资产和在建工程	3,652.93	3,983.34	4,562.63	4,897.32	5,191.94	存货周转率	26.55	16.74	24.80	31.08	25.46
资产总计	1,624.55	1,868.39	1,573.31	1,278.24	983.16	固定资产周转率	1.43	1.57	1.97	2.60	3.55
流动负债	4,788.51	5,286.55	6,277.84	5,913.70	6,989.70	总资产周转率	0.30	0.31	0.49	0.56	0.50
短期借款	977.76	1,234.48	1,967.80	1,315.81	2,077.12	<b>偿债能力</b>					
应付和预收款项	65.00	60.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	59.9%	60.3%	62.4%	55.2%	57.6%
非流动负债	777.76	987.53	1,780.85	1,128.86	1,890.17	流动比率	0.48	0.66	1.23	2.04	2.11
长期借款	1,888.56	1,951.50	1,951.50	1,951.50	1,951.50	速动比率	0.45	0.50	1.12	1.88	2.00
负债合计	1,888.56	1,951.50	1,951.50	1,951.50	1,951.50	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
股东权益	2,866.32	3,185.98	3,919.29	3,267.31	4,028.62	EPS	0.19	0.24	0.43	0.48	0.53
股本	1,911.63	2,089.14	2,625.11	2,912.95	3,227.64	每股净资产	2.35	2.57	3.24	3.60	3.99
留存收益	330.00	330.00	608.00	608.00	608.00	每股经营现金流	0.69	0.64	1.81	0.91	1.84
少数股东权益	350.80	526.03	777.53	1,058.17	1,364.97	每股经营现金/EPS	3.66	2.66	4.21	1.89	3.50
负债和权益总计	56.90	56.84	63.30	70.51	78.39	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,777.95	5,275.12	6,544.40	6,180.26	7,256.26	PE	41.68	32.62	18.16	16.28	14.89
现金流量表					( 百万 )	PEG	1.13	1.09	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	542.81	504.54	1,431.49	719.01	1,452.69	PB	3.33	3.04	2.41	2.18	1.96
其中经营营运资本增量	-159.32	32.00	-373.14	345.19	-373.95	EV/EBITDA	7.97	7.59	4.59	4.01	2.87
投资活动现金流	-371.78	-267.74	24.37	20.96	20.96	EV/SALES	2.96	2.77	1.74	1.46	1.02
其中本期净投资	124.41	370.98	-716.44	-276.11	-995.25	EV/IC	1.20	1.14	1.68	1.65	1.83
融资活动现金流	-86.89	-169.63	-245.16	-173.87	-162.00	ROIC-WACC	-1%	-1%	3%	6%	12%
现金流净额	84.14	67.17	1,210.70	566.10	1,311.65	EV/EBIT	13.63	12.63	9.69	8.22	5.75

**研究员介绍及承诺**

**甄峰:** 首席中小市值研究员, 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 作为行业研究员从业五年, 看过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

**黄红卫:** 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

**林彦宏:** 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士, 2016年11月加入长城证券, 任中小市值研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>