

## 参股创投获益丰厚，公用水务经营稳定

■事件：2016年3月29日，钱江水利发布年报。根据年报2016年公司实现营业收入8亿元，同比上升1.4%；归母净利润0.6亿元，同比上升43%。2016年公司总资产达到55亿元，同比增长4%；归属上市公司股东净资产达到17亿元，同比下降3%；加权平均ROE为3.37%，比2015年增长0.81个百分点。公司归母净利润增速远高于营业收入增速的主要原因是参股天堂硅谷带来0.9亿元投资收益。

■参股创投收益颇丰。2016年天堂硅谷实现净利润3.2亿元，同比增长159%，天堂硅谷的股东包括新三板公司硅谷天堂、A股上市公司钱江水利及浙江东方，上市股东为天堂硅谷提供丰富的融资渠道，2015年钱江水利参与了天堂硅谷的增资扩股计划，出资2.85亿元，公司持有天堂硅谷27.9%股份，带来投资收益0.9亿元，占营业利润比例71%。截至2016年9月底天堂硅谷旗下在管基金近158支，投资和资产管理项目超过242个，在管基金认缴金额218亿元人民币。

■IPO加速打开创投退出渠道。2016年创投市场表现依旧活跃，根据清科研究中心的数据显示，2016年国内创投市场投资3683起，同比上升7%，披露金额的3419起交易中涉及1313亿元，比2015年多19亿元，新三板挂牌为创投主要的退出方式，但随着IPO的加速，通过IPO退出的项目数量上升幅度较大，2016年IPO退出的交易共有277笔，为创投公司第二大退出方式。预计未来IPO发行速度还将继续提升，创投公司的退出渠道更加顺畅，创投收益将明显提升。

■水务经营稳定，处置亏损地产。2016年公司水供给及处理业务收入7.6亿元，同比增长3%，水务业务收入增速下滑势头有所趋稳。全年公司售水量达到3.2亿吨，完成年度计划的101%，同比增长6.5%；实现污水处理5820万吨，完成年度计划的109%，同比增长7%。公司定增募集资金7.45亿元，其中6.09亿用于投入水务建设项目，1.36亿元补充流动资金。募集资金的投入提高了水务业务的经营能力，供水规模不断扩大。公司未来在主营业务方面将通过与产业基金合作等方式提高公司资源利用效率。公司计划2017年售水总量达到3.2亿吨，污水处理量8748万吨，实现水供给及处理行业收入约9.55亿元。2016年房地产业务带来亏损184万元，公司积极处置房地产业务并取得实质进展。公司以10.34亿元处置了水利置业持有的锦天房产100%股权、债券及锦天物业100%股权，减少了房地产业务对公司业绩的拖累。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价14.32元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.25元、0.28元、0.32元。

■风险提示：宏观经济下行风险，政策风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	804.4	815.5	997.5	1,117.2	1,228.9
净利润	41.2	58.9	86.7	100.5	114.4
每股收益(元)	0.12	0.17	0.25	0.28	0.32
每股净资产(元)	5.03	4.89	4.90	5.05	5.26

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	104.3	73.0	49.6	42.8	37.6
市净率(倍)	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
净利率	5.1%	7.2%	8.7%	9%	9.3%
净资产收益率	2.3%	3.4%	5%	5.6%	6.2%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.1%	1.1%	0.9%
ROIC	12.2%	6.5%	5.2%	5.8%	6.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

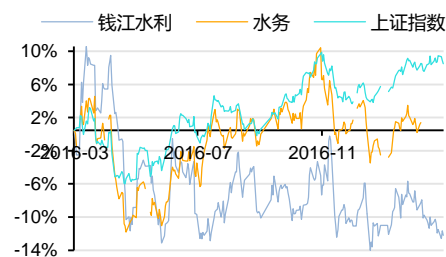
维持评级

6个月目标价：14.32元  
 股价(2017-03-29) 12.19元

### 交易数据

总市值(百万元)	4,303.02
流通市值(百万元)	4,094.82
总股本(百万股)	353.00
流通股本(百万股)	335.92
12个月价格区间	11.94/15.49元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.78	-6.7	-21.47
绝对收益	-4.39	-2.01	-10.46

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
 zhaoxh3@essence.com.cn  
 021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn  
 021-35082968

檀天

报告联系人

tantian@essence.com.cn  
 021-35082392

### 相关报告

钱江水利：创投增厚利润，  
 主业谋求转型 2016-03-31

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	804.4	815.5	997.5	1,117.2	1,228.9	成长性					
减:营业成本	480.4	475.8	595.5	662.0	726.3	营业收入增长率	0.2%	1.4%	22.3%	12.0%	10.0%
营业税费	10.1	12.7	16.0	16.4	18.9	营业利润增长率	1005.2%	-349.6%	67.5%	15.9%	17.3%
销售费用	90.0	86.5	109.7	122.1	133.3	净利润增长率	133.0%	42.9%	47.1%	16%	13.7%
管理费用	140.2	143.8	179.6	197.6	218.4	EBITDA 增长率	-2.9%	94.5%	-8.3%	10.0%	11.5%
财务费用	124.2	112.7	99.0	77.8	48.8	EBIT 增长率	-23.9%	219.4%	-12.1%	15.9%	17.3%
资产减值损失	52.2	-45.0	2.8	3.3	-13.0	NOPLAT 增长率	-491.9%	-40.9%	-18.4%	15.9%	17.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.4%	1.7%	3.5%	-0.5%	-6.8%
投资和汇兑收益	42.9	95.6	114.7	126.2	138.8	净资产增长率	74.2%	-0.7%	1.8%	5.7%	7.9%
营业利润	-49.9	124.6	208.7	241.8	283.7	利润率					
加:营业外净收支	41.4	14.9	22.5	26.3	21.3	毛利率	40.3%	41.7%	40.3%	40.7%	40.9%
利润总额	-8.5	139.5	231.2	268.1	305	营业利润率	-6.2%	15.3%	11.0%	14.7%	19.1%
减:所得税	28.8	26.8	33.1	47.6	64.0	净利润率	5.1%	7.2%	5.0%	6.4%	7.8%
净利润	41.2	58.9	86.7	100.5	114.4	EBITDA/营业收入	23.1%	44.2%	33.2%	32.6%	33.0%
						EBIT/营业收入	9.2%	29.1%	20.9%	21.6%	23.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	752	835	670	564	482
						流动资产周转天数	140	78	98	129	126
						流动资产周转天数	755	836	681	614	610
						应收账款周转天数	25	33	26	28	29
						存货周转天数	535	536	523	531	530
						总资产周转天数	2,129	2,361	1,928	1,686	1,547
						投资资本周转天数	1,257	1,312	1,101	997	874
						投资回报率					
						ROE	2.3%	3.4%	2.9%	4.1%	5.3%
						ROA	-0.7%	2.1%	1.9%	2.7%	3.6%
						ROIC	12.2%	6.5%	5.2%	5.8%	6.9%
						费用率					
						销售费用率	11.2%	10.6%	11.0%	10.9%	10.8%
						管理费用率	17.4%	17.6%	18.0%	17.7%	17.8%
						财务费用率	15.4%	13.8%	9.9%	7.0%	4.0%
						三费/营业收入	44.1%	42.1%	38.9%	35.6%	32.6%
						偿债能力					
						资产负债率	64.6%	66.3%	64.2%	62.2%	59.9%
						负债权益比	182.7%	196.5%	179.2%	164.6%	149.2%
						流动比率	0.78	0.95	0.78	0.90	1.05
						速动比率	0.29	0.32	0.09	0.14	0.12
						利息保障倍数	0.60	2.10	2.11	3.11	5.81
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	0.08	0.09	0.09
						分红比率	85.6%	0.0%	55.1%	46.9%	34.0%
						股息收益率	0.8%	0.0%	0.6%	0.8%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-37.3	112.7	49.6	71.4	96.0	EPS(元)	0.12	0.17	0.25	0.28	0.32
加:折旧和摊销	114.6	128.7	122.2	122.2	122.2	BVPS(元)	5.03	4.89	4.85	4.96	5.14
资产减值准备	52.2	-45.0	-	-	-	PE(X)	104.3	73.0	49.6	42.8	37.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
财务费用	112.6	115.6	99.0	77.8	48.8	P/FCF	-8.2	25.6	-9.5	-128.5	-73.1
投资损失	-42.9	-95.6	-114.7	-126.2	-138.8	P/S	5.3	5.3	4.3	3.9	3.5
少数股东损益	-78.6	53.7	49.6	71.4	96.0	EV/EBITDA	41.3	15.6	17.2	15.5	13.2
营运资金的变动	289.9	106.3	-221.3	-100.7	93.1	CAGR(%)	-256.4%	19.5%	-308.3%	-256.4%	19.5%
经营活动产生现金流量	192.1	126.7	-15.6	115.8	317.4	PEG	-0.4	3.8	-0.3	-0.2	2.3
投资活动产生现金流量	-663.8	11.8	112.0	127.1	139.0	ROIC/WACC	1.2	0.7	0.5	0.6	0.7
融资活动产生现金流量	698.2	-43.4	-565.5	-233.4	-447.5	REP	2.1	2.8	3.5	3.1	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034