

**洪城水业(600461)/环保工程及服务**
**扣非后业绩符合预期, 各项业务均有增长**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 6.90

目标价格: 9.7

分析师: 杨心成

执业证书编号: S0740517010004

电话: 0755-22660869

Email: yangxc@r.qlzq.com.cn

分析师: 盛旭

执业证书编号: S0740515040003

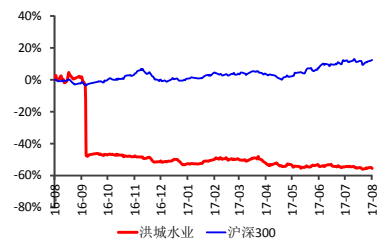
Email: shengxu@r.qlzq.com.cn

联系人: 曾明

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	790
流通股本(百万股)	594
市价(元)	6.90
市值(百万元)	5,448
流通市值(百万元)	4,099

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 费用影响业绩, 期待未来发展
2. 盈利稳定, 乘国改之风助力发展

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,617.7	3,091.2	3,793.0	4,581.5	5,515.1
增长率 yoy%	11.7%	91.1%	22.7%	20.8%	20.4%
净利润	189.5	232.4	332.0	413.6	487.9
增长率 yoy%	27.8%	22.6%	42.9%	24.6%	18.0%
每股收益(元)	0.24	0.29	0.42	0.52	0.62
每股现金流量	-0.11	-0.60	-0.66	0.52	-0.20
净资产收益率	9.3%	7.5%	7.6%	8.9%	8.8%
P/E	28.7	23.4	16.4	13.2	11.2
PEG	2.7	1.8	1.2	1.2	1.0
P/B	0.8	0.9	0.4	0.4	0.4

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2017 半年报, 上半年实现营收 15.0 亿元, 同比上升 4.5%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 8.5%; 实现扣非后归母净利润 1.1 亿元, 同比上升 11.4%。

**我们的评论:**

- **上半年经营平稳, 扣非后净利润增长符合预期:** 公司上半年经营平稳, 实现营收 15.0 亿元, 同比上升 4.5%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 8.5%, 主要是公司营业外收入同比下降约 4000 万元; 扣非后归母净利润为 1.1 亿元, 同比上升 11.4%。
- **业务规模均有增长, 公用事业平台成型:** 1) 供水业务: 牛行二期工程上半年顺利通水后, 公司供水能力已达 144 万立方米/日, 上半年共完成售水量 1.5 亿立方米, 同比增长 2.1%, 此外城北水厂一期、二期和洪角洲水厂二期项目(规模共 30 万立方米/日)也在积极推进中, 领先地位有望进一步巩固; 2) 污水处理业务: 上半年公司完成了宜丰二期的收购、广丰二期项目的签订, 处理规模已达 213 万吨/日, 完成污水处理 3.1 亿立方米, 同比增长 10.3%; 3) 燃气业务: 公司上半年完成燃气销售 1.6 亿立方米, 同比增长 22.0%, 实现营收 6.2 亿元, 同比增长 9%。CNG 销售有所下降, 共销售 1371 万方, 同比下降 11.5%, 但 LNG 销售量实现突破, 共销售 3.6 万吨, 同比增长 674.0%, 此外公司在国家级赣江新区核心片区的管网也已投入运营, 为燃气业务增长提供有力支撑。
- **毛利率、费用率基本持平:** 公司上半年综合毛利率为 25.5%, 同比下降 0.6pct, 与去年同期基本持平。上半年期间费用率为 13.8%, 同比上升 0.6pct, 与去年同期基本持平。公司经营活动产生的现金流量净额为 2.0 亿元, 同比下降约 4000 万元, 主要是其他与经营活动有关的现金流量净额下降 0.3 亿元所致。
- **国改风起, 期待未来:** 公司新一届管理层思路较灵活, 有望乘国企改革的浪潮实现跨越增长, 且水业集团曾于 2006 年承诺在股权分置改革完成后, 将积极倡导股权激励制度, 承诺期限至 2017 年底, 我们预计未来公司资产证券化、员工激励都有望实现突破。
- **投资建议:** 公司现有资产盈利稳定, 集团新领导思路灵活, 在国企改革大风下, 后续的外延、资产注入、激励、订单值得期待。我们预计 2017-2018 年 EPS 为 0.42、0.52 元, 对应 PE 为 16X、13X。
- **风险提示:** 国改进度不及预期、外延拓展不及预期

图表 1: 盈利预测三张表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,617.7	3,091.2	3,793.0	4,581.5	5,515.1	成长性					
减: 营业成本	1,110.7	2,335.1	2,805.6	3,397.8	4,119.4	营业收入增长率	11.7%	91.1%	22.7%	20.8%	20.4%
营业税金及附加	28.2	40.8	49.3	59.6	71.7	营业利润增长率	17.1%	41.9%	47.0%	25.9%	17.9%
销售费用	69.8	123.0	151.7	183.3	220.6	净利润增长率	27.8%	22.6%	42.9%	24.6%	18.0%
管理费用	106.5	212.2	265.5	320.7	386.1	EBITDA增长率	6.1%	25.9%	25.0%	20.5%	16.6%
财务费用	119.7	101.0	103.0	90.0	89.1	EBIT增长率	6.6%	20.9%	35.5%	18.5%	15.2%
资产减值损失	13.9	8.9	8.0	8.0	8.0	NOPLAT增长率	6.7%	11.5%	35.6%	18.5%	15.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.1%	17.4%	30.4%	-9.0%	21.9%
投资和汇兑收益	39.5	25.6	25.0	25.0	25.0	净资产增长率	9.3%	62.1%	40.4%	6.7%	20.1%
营业利润	208.4	295.8	434.8	547.2	645.3	利润率					
加: 营业外净收支	27.6	89.1	95.0	105.0	115.0	毛利率	31.3%	24.5%	26.0%	25.8%	25.3%
利润总额	236.0	384.9	529.8	652.2	760.3	营业利润率	12.9%	9.6%	11.5%	11.9%	11.7%
减: 所得税	42.8	94.4	129.8	159.8	186.3	净利率	11.7%	7.5%	8.8%	9.0%	8.8%
净利润	189.5	232.4	332.0	413.6	487.9	EBITDA/营业收入	34.8%	22.9%	23.4%	23.3%	22.6%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	20.3%	12.8%	14.2%	13.9%	13.3%
货币资金	359.6	936.2	1,517.2	1,832.6	2,206.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	227	179	222	227	218
应收账款	395.4	641.0	1,676.9	1,377.4	2,452.5	流动营业资本周转天数	-113	-90	-54	-40	-30
应收票据	0.1	-	0.1	0.0	0.1	流动资产周转天数	180	172	263	285	288
预付账款	36.3	58.1	82.2	87.7	118.3	应收账款周转天数	75	60	110	120	125
存货	66.3	131.6	93.7	197.8	146.6	存货周转天数	11	12	11	11	11
其他流动资产	129.5	196.0	200.0	200.0	200.0	总资产周转天数	1,165	771	828	779	717
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	822	492	499	447	392
持有至到期投资	3.4	3.0	3.2	3.2	3.1	投资回报率					
长期股权投资	131.7	109.9	129.9	149.9	169.9	ROE	9.3%	7.5%	7.6%	8.9%	8.8%
投资性房地产	-	2.9	2.9	2.9	2.9	ROA	3.5%	3.7%	4.1%	4.9%	4.9%
固定资产	1,033.4	2,033.2	2,640.6	3,139.8	3,541.7	ROIC	7.7%	7.7%	8.9%	8.1%	10.2%
在建工程	835.0	1,021.0	924.7	857.3	810.1	费用率					
无形资产	2,472.3	2,565.8	2,455.7	2,342.5	2,226.2	销售费用率	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	34.7	50.1	-32.2	-47.6	-65.8	管理费用率	6.6%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	5,497.7	7,748.8	9,694.9	10,143.5	11,811.7	财务费用率	7.4%	3.3%	2.7%	2.0%	1.6%
短期债券	60.0	135.0	62.5	380.4	815.2	三费/营业收入	18.3%	14.1%	13.7%	13.0%	12.6%
应付账款	947.2	1,293.8	1,725.3	1,836.5	2,262.2	偿债能力					
应付票据	1.5	40.6	37.3	17.4	67.6	资产负债率	62.0%	56.3%	50.9%	50.0%	48.4%
其他流动负债	349.1	1,455.3	1,065.3	1,641.0	1,272.0	资产负债权益比	163.2%	128.7%	103.8%	99.8%	93.8%
长期借款	1,453.5	1,333.9	1,615.3	814.8	994.3	流动比率	0.73	0.67	1.24	0.95	1.16
其他非流动负债	597.3	102.7	433.0	377.7	304.5	速动比率	0.68	0.63	1.20	0.90	1.13
负债总额	3,408.5	4,361.3	4,938.6	5,067.7	5,715.8	利息保障倍数	2.74	3.93	5.22	7.08	8.24
少数股东权益	56.8	305.7	373.7	452.5	538.6	分红指标					
股本	330.0	789.6	789.6	789.6	789.6	DPS(元)	-	0.25	0.17	0.22	0.34
留存收益	1,664.4	2,267.2	3,592.9	3,833.7	4,767.7	分红比率	0.0%	85.7%	39.7%	41.8%	55.7%
股东权益	2,089.1	3,387.5	4,756.3	5,075.8	6,095.9	股息收益率	0.0%	3.7%	2.4%	3.2%	5.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	193.1	290.5	332.0	413.6	487.9	EPS(元)	0.24	0.29	0.42	0.52	0.62
加: 折旧和摊销	235.4	312.9	349.1	431.4	511.6	BVPS(元)	2.57	3.90	5.55	5.86	7.04
资产减值准备	13.9	8.9	-	-	-	PE(X)	28.7	23.4	16.4	13.2	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	1.8	1.2	1.2	1.0
财务费用	120.9	105.8	103.0	90.0	89.1	P/FCF	-60.0	-11.6	-10.5	13.2	-34.7
投资收益	-39.5	-25.6	-25.0	-25.0	-25.0	P/S	3.4	1.8	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	3.6	58.1	68.0	78.8	86.1	EV/EBITDA	12.8	10.6	7.9	5.8	5.2
营运资金的变动	-135.3	0.0	-927.8	852.1	-948.8	CAGR(%)	36.6%	25.5%	38.1%	36.6%	25.5%
经营活动产生现金流量	503.7	723.3	-100.7	1,840.9	200.8	PEG	0.8	0.9	0.4	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-267.7	-576.9	-725.2	-725.0	-724.9	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.0	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	-169.6	212.0	1,406.9	-800.5	897.6	REP	2.1	1.9	1.2	1.2	0.8

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。