

2019年11月25日

公司研究

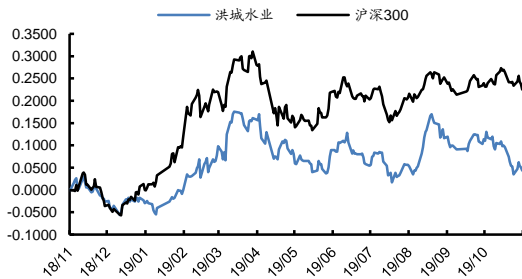
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：任春阳 S0350517100002
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

限制性股票绑定管理层利益，公司稳步发展可期 ——洪城水业（600461）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
洪城水业	-6.3	-1.2	-0.3
沪深 300	-0.5	0.8	22.5

市场数据

	2019-11-22
当前价格（元）	5.79
52 周价格区间（元）	5.22 - 6.61
总市值（百万）	5455.07
流通市值（百万）	4571.75
总股本（万股）	94215.34
流通股（万股）	78959.36
日均成交额（百万）	24.32
近一月换手（%）	9.64

相关报告

《洪城水业（600461）事件点评：定增完成，项目落地有望加快》——2019-11-18

《洪城水业（600461）2019 三季度点评：业绩略超预期，三大业务均具看点》——2019-10-27

《洪城水业（600461）事件点评：定增获批保障项目落地，区域综合公用平台业务均具看点》——2019-09-19

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

11 月 22 日晚公司发布限制性股票草案：公司拟向董监高及核心骨干共 15 名管理层授予限制性股票 588.5 万股，授予价格 3.05 元/股。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 限制性股票绑定管理层利益，业绩考核指标要求达到行业前列

此次限制性股票激励对象包括董事长、总经理、董秘、财务总监、分管各部门的副总及公司骨干，共计 15 人，拟授予股票 588.5 万股，占公司总股本的 0.62%，授予价格 3.05 元/股。业绩考核目标是：2020-2022 年年均 ROE 不低于 9%，营收复合增速不低于 10%，且这两项指标对标水务行业（中原环保、兴蓉环境等 13 家水务企业）75 分位值，我们统计出 13 家对标企业 2017-2018 年 75 分位对应营收增速分别为 20.33%/15.38%，对应 ROE 为 9.61%/8.85%，彰显出管理层对公司未来发展充满信心。此外还要求 2020-2022 年每年分红比例不低于 40%。作为国企，公司推出此次限制性股票激励，能够充分调动公司管理层的积极性，将公司利益与个人利益绑定在一起，利于公司长期发展。

■ 定增完成项目落地有望加速，三峡入股期待协同效应

2019 年 11 月 15 日，公司非公开发行股票 1.53 亿股，募集资金净额 8.66 亿元，用于城北水厂二期项目和 9 个污水处理扩容及提标改造项目以及偿还银行贷款。定增完成可以保障项目加速落地，增厚公司业绩。此外，三峡资本从二级市场购买公司股票，以 4.1065% 的股权比例为公司的第七大股东。三峡资本是长江三峡集团的控股子公司，长江三峡集团被党中央国务院赋予深度融入长江经济带并在抓长江大保护中发挥骨干作用，长江经济带环境治理与生态修复任务艰巨，市场空间广阔。三峡资本近期入股一方面显示出对公司未来发展前景的认可，另一方面做公司战略股东，可以在项目资源和资金上给公司以帮助，助力公司成长，期待两者在长江大保护中的协同效应

■ 三大业务均具看点，公司稳步发展可期

公司主营供水、污水、燃气等业务，在南昌地区拥有明显的区域优势：公司目前供水产能 164 万吨/日，在南昌城区处于绝对领先地位，污水产能 236.4 万吨/日，在江西县域市场占 80%以上，燃气在南昌的市占率已超 90%，公司逐步成长为南昌市的综合环保公用平台。过去三年公司营收和净利润的复合增速分别为 19%和 20.25%，发展相对稳健。未来公司三大业务均具看点：1) 供水业务提价：2018 年 11 月南昌市一级居民用水价格由 1.58 元/吨提高至 2.03 元/吨，每吨上调 0.45 元，直接带动公司供水业务 2019 年半年报营收增长 32%，毛利率从 2018 年的 40.25%提高到 2019H 的 47.66%。2) 污水处理提标扩容：公司旗下近百座污水处理厂需在 2020 年前完成一级 A 提标改造，目前仅完成 1/3 左右，提标改造带动公司污水业务稳步增长；3) 燃气业务看燃气率提升，南昌地区目前气化率 70% 左右，尚有很大发展空间。

- **盈利预测和投资评级：维持公司“买入”评级。**公司在江西南昌地区具有明显的区位优势，三大业务均具看点，我们看好公司的发展前景。暂不考虑限制性股票的影响，预计公司 2019-2021 EPS 分别为 0.49、0.56、0.64 元，对应当前股价 PE 为 12、10、9 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**新增项目及在手项目进度低于预期风险、利率上行风险、宏观经济下行风险、与三峡协同效应低于预期的风险、限制性股票不能顺利完成的的风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	4378	5263	5917	6519
增长率(%)	24%	20%	12%	10%
归母净利润（百万元）	336	463	528	600
增长率(%)	23%	38%	14%	14%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.49	0.56	0.64
ROE(%)	8.71%	8.90%	9.19%	9.46%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：洪城水业盈利预测表（暂不考虑限制性股票的影响）

证券代码:	600461.SH		股价:	5.79	投资评级:	买入	日期:	2019-11-22	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	9%	9%	9%	EPS	0.43	0.49	0.56	0.64
毛利率	25%	26%	25%	25%	BVPS	4.47	5.06	5.51	6.02
期间费率	13%	11%	11%	10%	估值				
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	13.61	11.78	10.34	9.09
成长能力					P/B	1.30	1.14	1.05	0.96
收入增长率	24%	20%	12%	10%	P/S	1.04	1.04	0.92	0.84
利润增长率	23%	38%	14%	14%					
营运能力					利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.52	营业收入	4378	5263	5917	6519
应收账款周转率	6.19	6.19	6.19	6.19	营业成本	3294	3918	4416	4865
存货周转率	15.02	12.17	12.17	12.17	营业税金及附加	32	37	41	46
偿债能力					销售费用	172	184	207	222
资产负债率	61%	54%	51%	49%	管理费用	213	253	284	313
流动比	0.59	0.85	0.89	0.94	财务费用	134	116	106	104
速动比	0.54	0.78	0.81	0.85	其他费用/（-收入）	(32)	(19)	(35)	(40)
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	539	735	828	930
现金及现金等价物	1422	2141	2224	2465	营业外净收支	2	5	6	7
应收款项	707	851	956	1054	利润总额	541	740	834	937
存货净额	219	325	366	404	所得税费用	123	169	190	214
其他流动资产	210	211	237	261	净利润	418	572	644	723
流动资产合计	2559	3527	3784	4183	少数股东损益	82	109	116	123
固定资产	3138	3176	3323	3626	归属于母公司净利润	336	463	528	600
在建工程	736	1028	1343	1617	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	3382	3294	3125	2961	经营活动现金流	1122	805	1121	1168
长期股权投资	99	102	102	102	净利润	418	572	644	723
资产总计	9986	11199	11749	12560	少数股东权益	82	109	116	123
短期借款	1320	1040	940	990	折旧摊销	412	326	324	322
应付款项	1190	1311	1404	1480	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	765	692	810	893	营运资金变动	210	(297)	(385)	(317)
其他流动负债	1082	1082	1082	1082	投资活动现金流	(1606)	(333)	(462)	(577)
流动负债合计	4358	4126	4237	4446	资本支出	(461)	(330)	(462)	(577)
长期借款及应付债券	1630	1730	1630	1630	长期投资	33	(3)	0	0
其他长期负债	139	139	139	139	其他	(1178)	0	0	0
长期负债合计	1769	1869	1769	1769	筹资活动现金流	1202	593	(306)	(70)
负债合计	6127	5995	6006	6214	债务融资	473	(180)	(200)	50
股本	790	942	942	942	权益融资	2	866	0	0
股东权益	3860	5205	5743	6346	其它	727	(93)	(106)	(120)
负债和股东权益总计	9986	11199	11749	12560	现金净增加额	719	1065	354	521

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。