



自来水增长大门已关闭，污水的“窗”有望开启

——江南水务（601199）调研快报

关注 1：江阴用水量已经饱和，澄西水厂投产不增加供水量

江苏省正在进行产业战略转移，导致江阴市工业用水量下降，公司售水量下降。2012 年公司售水量为 2.18 亿吨，较 2011 年的 2.27 亿吨下降 4%。预计未来江阴当地居民用水量保持稳定，但工业用水量将呈小幅下降的趋势，公司售水量将小幅下降。

7 月，处理能力 10 万吨/日的澄西水厂开始试运营，公司水处理能力升至 106 万吨/日。但当地水务市场已经饱和，产能的提升不能转化至收入，产能利用率下降，拖累公司业绩下滑。

关注 2：持续收购当地管网公司，基本完成对江阴给水系统整合

今年公司收购顾山、金澜、马镇、峭岐等四个水厂，加上上市之初收购的 12 个水厂和后续收购的水厂，公司持有的乡镇水厂已经接近 20 个，仅剩余 3 个小型水厂，公司已经基本完成了对江阴当地供水市场的整合。

关注 3：有望整合当地污水处理市场

今年公司收购光大水务在江阴水厂 30% 的股权，这四家水厂日实际处理量达 16.15 万吨，1.661 元/吨的处理价格，每年产生 1 亿的收入、1600 万的净利润，可为公司带来 500 万元的投资收益。公司上市之初曾承诺将整合江阴污水处理市场，收购光大江阴水务股权可视为迈出了第一步，期待公司将有持续的收购整合，污水处理业务将成为公司未来业绩能否增长的关键因素。

总结：

江苏省产业转移导致江阴用水量下降，导致公司售水量下降；但公司管理能力强于其他公司，通过内部挖潜可降低成本，稳定盈利能力。在完成对光大江阴污水 30% 股权的收购后，每年可带来 500 万元的投资收益，另外与光大的合作也打开了污水处理业务的窗口，为公司的转型发展提供了条件；工程项目和公共设施维护业务稳步增长，抵消供水业务盈利下滑。谨慎预测公司 2013-2015 年 EPS 0.58、0.60 元、0.63 元，PE 27、26、25 倍。虽然自来水业务增长的“大门”已经关闭，但污水处理的“窗”已经开了一条缝，公司有望兑现上市时整合江阴污水处理业务的承诺，我们将对公司持续观察，维持“推荐”的评级。

2013 年 11 月 28 日

推荐/维持

江南水务

调研快报

分析师：弓永峰

010-66554025

执业证书编号：

分析师：刘斐

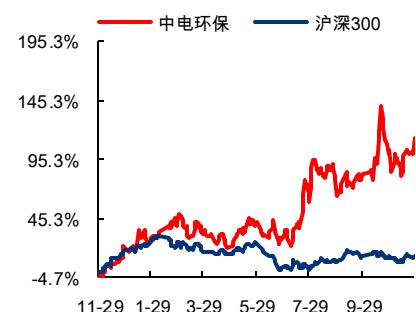
010-66554104

执业证书编号：

交易数据

52 周股价区间（元）	15.77-11.13
总市值（亿元）	36.87
流通市值（亿元）	12.69
总股本/流通 A 股（万股）	23380/8044
流通 B 股 H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.72

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业收入	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	营业成本	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产合计	996	1,332	207	119	120	521	523	512	516	522	营业税金及附加	141	138	219	220
货币资金	834	1,075	15	15	16	72	83	85	83	83	营业费用	45	51	48	49
应收账款	52	133	140	52	52	0	-20	-18	-18	-19	管理费用	72	83	85	83
其他应收款						财务费用					资产减值损失				
预付款项						公允价值变动收益					投资净收益	0	4	4	10
存货						营业利润					营业外收入	-0	10	6	6
其他流动资产	110	124	51	52	52	营业外支出					所得税	165	190	182	188
非流动资产合计	1,083	1,104	10,354	16,851	23,195	利润总额					净利润	41	48	46	47
长期股权投资						少数股东损益					归属于母公司净利润	120	139	136	141
固定资产	968	985	6,312	12,933	19,401	EBITDA					归属于母公司净利润	120	139	136	141
无形资产	97	96	4,033	3,906	3,779	BPS(元)	0.51	0.59	0.58	0.60	ROE(%)	244	240	246	247
其他非流动资产	8	8	10	12	14	主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E
资产总计	2,188	2,536	10,561	16,969	23,315	成长能力									
流动负债合计	523	720	6,924	11,671	17,632	盈利能力									
短期借款	5	-	-	-	-	毛利率(%)									
应付账款	404	612	25	13	13	净利率(%)									
预收款项						偿债能力									
一年内到期的非流动负债						资产负债率(%)									
非流动负债合计	-	-	2,000	4,000	5,000	总资产周转率									
长期借款	-	-	2,000	4,000	5,000	应收账款周转率	1023%	563%	563%	563%	563%	流动比率			
应付债券	-	-	-	-	-	应付账款周转率						速动比率			
负债合计	564	786	8,924	15,671	22,632	营运能力						速动比率			
少数股东权益						总资产净利率(%)						总资产周转率			
实收资本(或股)	1,365	1,377	1,325	1,325	1,325	ROE(%)	29%	22%	8%	4%	3%	应收账款周转率			
资本公积						2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		应付账款周转率			
未分配利润	257	370	532	673	821	偿债能力						速动比率			
归属于母公司股东	1,624	1,750	1,857	1,998	2,146	资产负债率(%)	26%	31%	85%	92%	97%	总资产周转率			
负债和所有者权益	2,188	2,536	10,781	17,669	24,778	总资产净利率(%)	73%	74%	57%	57%	57%	应收账款周转率			
现金流量表					主要财务比率					经营性现金流					
单位:百万元					2011A					2012A					
经营活动现金流量	252	302	-363	282	205	偿债能力									
净利润	120	139	136	141	148	资产负债率(%)	26%	31%	85%	92%	97%	总资产周转率			
折旧摊销	76	80	88	88	88	总资产净利率(%)	73%	74%	57%	57%	57%	应收账款周转率			
财务费用	0	-20	-18	-18	-19	流动比率	190%	185%	3%	1%	1%	速动比率			
应付帐款的变化						速动比率	169%	168%	2%	1%	0%	总资产周转率			
预收帐款的变化						总资产净利率(%)	23%	27%	27%	27%	28%	应收账款周转率			
投资活动现金流量	-50	-15	-9,517	-7,058	-7,185	应收帐款周转率	1023%	563%	563%	563%	563%	流动比率			
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应付帐款周转率						速动比率			
长期股权投资减						每股指标(元)						总资产周转率			
投资收益	0	4	4	10	16	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.58	0.60	0.63	应收账款周转率			
筹资活动现金流量						每股净现金流(最新)						流动比率			
应付债券增加	-	-	6,855	-11,613	-17,574	每股净资产(最新摊)	2.7	6.9	7.5	7.9	8.5	速动比率			
长期借款增加	-270	-	2,000	2,000	1,000	P/E	30.8	26.5	27.1	26.1	25.0	总资产周转率			
普通股增加	1,039	11	-51	-	-	P/B	5.8	2.3	2.1	2.0	1.8	流动比率			
资本公积增加						EV/EBITDA						速动比率			
现金净增加额	892	313	-7,914	-11,613	-17,573										

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

弓永峰首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力、公用事业行业分析师 刘斐

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

刘斐研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。