

开始启动与碧水源合作项目

——武汉控股 (600168) 调研快报

2014 年 07 月 14 日

推荐/首次

武汉控股

调研快报

关注 1: 污水厂改扩建完毕, 处理量持续提升

上半年公司龙王嘴污水厂改扩建工程已经完毕, 三金潭 50 万吨、二郎桥、汤逊湖、黄家湖等改扩建也将于年底至明年初完工, 届时公司污水处理能力由 141 万吨/日提升至 192 万吨/日, 增长 36%。另外, 武汉市政府规划将沙湖、二郎庙、落步嘴和北湖(待建)四个污水处理厂进行功能整合, 在化工区预留用地内集中新建一座北湖污水处理厂(80 万吨/日, 远期 100 万吨/日)。该工程计划 2014 年内完成前期工作, 2015 年上半年开工, 2017 年底前完工, 公司污水处理能力将达 220 万吨/日。考虑到项目为集团规划项目, 短期内开工的概率不大。

关注 2: 下一步将拓展污泥处理业务

湖北省住建厅要求 2013 年武汉市污水处理厂污泥无害化处理率达到 80%, 2015 年达到 95%。同时根据国发(2013)36 号也提出按照"无害化、资源化"要求, 加强污泥处理处置设施建设, 城市污泥无害化处置率达到 70% 左右。公司每年支付几千万给政府用于污泥填埋处置, 若公司未来开展污泥处置业务, 不仅将新增一个利润增长点, 也将大幅节省污泥处置开支。

关注 3: 污水排放要求提高, 新增膜组件需求

根据公司增发方案, 将募集资金用于龙王嘴、黄家湖等 5 个污水厂的提标改造, 改造完成后排放标准将由 1 级 B 升至 1 级 A, 三金潭由 2 级升至 1 级 B。排放标准的提升需要处理工艺的改善, 其中三金潭项目需要新增超滤膜组件。

关注 4: 与碧水源合作迈出实质步伐, 共同开拓国内综合环保业务

7 月 9 日公司与碧水源签订《合资协议》, 出资 1530 万元与碧水源共同组建武汉水务环境科技有限公司, 公司占 51% 的股权。有限公司将开拓国内城市净水、污水处理、中水回用、湖泊治理、固废处理及其他环保类项目, 为用户提供整体技术解决方案。

在去年 10 月达成战略合作协议之后, 双方终于就合作迈出实质步伐, 武汉控股拥有市场资源、运营管理优势; 而碧水源拥有污水处理技术人才及产品研发优势。双方在业务上优势互补, 具有强强联合、开展战略合作的基础和条件。预计未来合资公司将以武汉为中心辐射湖北及中南主要城市, 将成为公司传统自来水、污水处理主业外新的利润增长点。

刘斐

010-66554104

liuf ei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

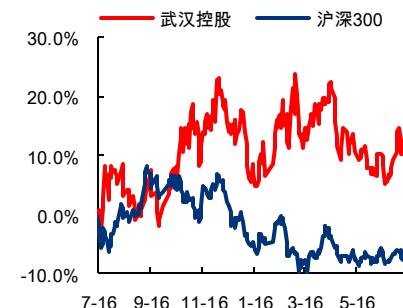
执业证书编号:

S1480512060003

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.7-6.86
总市值 (亿元)	54.64
流通市值 (亿元)	33.97
总股本/流通 A 股(万股)	70957/44115
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.1

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

关注 5：等待集团资产成熟注入

武水集团目前拥有宗关、平湖门、国棉、堤角、琴断口、白沙洲、余家头、白鹤嘴、沌口、阳逻 10 座自来水厂，日综合供水能力 337 万吨，拥有供水管网 6553 公里，大型供水转压站 10 座，供水服务面积 732 平方公里。根据公司发展规划，未来将在水务集团自来水业务资产盈利能力提高的情况下择机收购，从而实现水务集团自来水业务的整体上市。但目前集团水厂漏耗大、水价低，盈利能力尚不满足注入的条件，需要等待水价上调及管理改善后方可注入。

结论：在完成了对集团 8 家污水厂收购后盈利能力大幅提升，并且随着这些水厂的改扩建、提标改造，未来盈利能力还将进一步提升；公司和集团已经覆盖武汉主城区自来水供应和污水处理业务，武汉市内水务服务体量有限，未来将以武汉为支点向湖北及中南地区拓展，与碧水源的合作已经开始迈出实质性步伐，未来合资公司将以水务为中心拓展综合环保业务。预计公司 14、15 年 EPS 为 0.41、0.52 元，PE19、15 倍，我们看好公司业务拓展的空间，首次给予“推荐”的评级。

表 1:公司污水厂处理能力表

实际处理量	日处理能力	改扩建	2011A	2012A	2013A
黄浦路	10.0	10.0	6.1	5.3	7.0
二郎桥	24.0	30.0	17.6	20.2	22.0
龙王嘴	15.0	30.0	17.3	17.7	18.0
汤逊湖	5.0	10.0	5.2	5.2	5.0
南太子湖	20.0	20.0	10.1	9.1	12.0
黄家湖	10.0	20.0	6.9	3.7	7.0
三金潭	30.0	45.0	23.7	26.9	27.0
落步嘴	12.0	12.0	2.8	3.3	5.0
沙湖	15.0	15.0		-	-
合计	141.0	192.0		91.3	103.0

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2:公司盈利预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	277.3	255.9	1,035.1	1,183.4	1,341.3
主营收入增长率		-8%	304%	14%	13%
EBITDA (百万元)	45.0	23.8	505.6	602.7	740.3
EBITDA 增长率		-47.1%	2028.0%	19.2%	22.8%
净利润 (百万元)	61.5	51.6	272.1	291.0	367.0
净利润增长率		-16.1%	427.6%	6.9%	26.1%
ROE	3.4%	2.8%	9.3%	7.1%	8.5%
EPS (元)	0.14	0.07	0.38	0.41	0.52
P/E	55	105	20	19	15
P/B	1.8	1.8	1.3	1.3	1.2

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

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	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	778	829	1,363	1,421	1,906	营业收入	277	256	1,035
货币资金	204	252	1,009	1,185	1,638	营业成本	191	192	704
应收账款	61	53	286	118	134	营业税金及附加		769	805
其他应收款						营业费用	9	10	9
预付款项						管理费用	13	13	19
存货						财务费用	68	59	102
其他流动资产	512	523	68	118	134	资产减值损失		112	123
非流动资产合计	2,409	2,310	5,825	5,765	5,698	公允价值变动收益			
长期股权投资						投资净收益	-	4	-0
固定资产	2,391	2,291	4,827	4,767	4,697	营业利润		-0	-0
无形资产	-	-	409	396	383	营业外收入	200	193	181
其他非流动资产	16	17	69	82	99	营业外支出		185	189
资产总计	3,189	3,141	7,188	7,186	7,604	利润总额	73	59	326
流动负债合计	428	593	1,397	1,254	1,268	所得税	11	7	97
短期借款	-	-	315	315	315	净利润	61	52	272
应付账款	274	276	365	48	49	少数股东损益	0	0	0
预收款项						归属母公司净利润	61	51	291
一年内到期的非						EBITDA	45	24	366
非流动负债合计	937	683	1,782	1,782	1,782	BPS (元)	0.14	0.07	0.38
长期借款	937	683	1,775	1,775	1,775	主要财务比率		0.41	0.52
应付债券	-	-	-	-	-		2011A	2012A	2013E
负债合计	1,366	1,278	3,178	3,036	3,050	2014E	2015E		
少数股东权益						成长能力			
实收资本 (或股	1,330	1,334	2,400	2,234	2,234	营业收入增长	-44%	-8%	304%
资本公积						营业利润增长	-81%	-47%	2028%
未分配利润	492	529	1,609	1,900	2,267	归属于母公司净利润	-45%	-16%	428%
归属母公司股东	1,822	1,862	4,009	4,134	4,501	毛利率 (%)	31%	25%	32%
负债和所有者权	3,189	3,141	7,188	7,170	7,551	净利率 (%)	22%	20%	26%
现金流量表						总资产净利润 (%)			25%
						ROE (%)	9%	8%	20%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		16%	18%	
经营活动现金流	217	374	838	665	789	偿债能力			
净利润	61	52	272	291	367	资产负债率 (%)	43%	41%	44%
折旧摊销	105	104	253	279	307	流动比率	182%	140%	98%
财务费用	68	59	102	112	123	速动比率	62%	52%	93%
应付帐款的变化						营运能力			104%
预收帐款的变化						总资产周转率			140%
投资活动现金流	112	-46	-516	-211	-212	应收账款周转率	448%	446%	446%
公允价值变动收	-1	-1	-2	-	-	应付帐款周转率			446%
长期股权投资减						每股指标 (元)			
投资收益	-	4	-0	-0	-0	每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.07	0.38
筹资活动现金流						每股净现金流 (最新)	0.41	0.52	
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产 (最新摊)	4.0	4.1	2.6
长期借款增加	-127	-254	1,092	-	-	估值比率	5.7	5.7	5.8
普通股增加	4	4	1,066	-167	-	P/E	54.8	105.1	19.8
资本公积增加						P/B	1.9	1.8	2.9
现金净增加额	138	19	2,693	176	453	EV/EBITDA	1.3	1.3	1.3

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

单击此处输入文字。

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：

看好评好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。