

洪城水业 (600461.SH)

增发注入资产，向城市环境综合服务商转型

拟向大股东增发以注入固废、水务资产。1月30日，公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，上市公司拟通过发行股份的方式，向大股东南昌水业集团购买其持有的鼎元生态 100%股权、蓝天碧水环保 100%股权和安义自来水 100%股权，2019年三家公司营业收入合计占洪城水业比例 8.5%，净资产合计占洪城水业比例为 15.0%。其拟向包括水业集团或其关联方在内的合计不超过 35 名符合条件的特定对象非公开发行股份的方式募集配套资金，募集资金用于南昌固废处理循环经济产业园餐厨垃圾处理项目、渗滤液处理项目、航空城污水处理厂工业污水扩建工程、新余高新区污水处理厂提标新建工程和安义自来水 5 万吨水厂的项目建设。拟定本次购买资产股份发行价格为 6.14 元/股。

新增固废业务，向城市综合环境服务商转型。交易标的公司鼎元生态主要从事固体垃圾处理、垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理、渗滤液处理、工业固废处置等业务；蓝天碧水环保主要从事污水处理业务；安义自来水主要从事供水业务。此次交易完成后，上市公司将有效融合其与标的公司的优势业务，业务范围将在原有的“供水+污水处理+燃气”三大核心业务基础上，新增固废处理业务，由传统水务处理逐渐延伸以生态环境为核心的城市综合环境治理服务。

污水看提标扩容，燃气看气化率提升。江西近几年 GDP 增速全国领先，基础设施投资仍有较大空间，未来污水项目仍值得期待（2020 年初公告中标 40 万吨/日污水厂订单），且根据规划，公司污水厂今年均需提到一级 A 标准，提标改造空间较大，加上新建污水厂的需求，工程收入弹性大。此外，当前南昌气化率仅 70%，公司的燃气工程端及销售收入有望继续提升。

水务资产望价值重估，一二级市场倒挂严重。（1）类公用事业无论天然气、水电、垃圾焚烧等运营资产 PE 估值 2020 年均在 15x 以上，而水务资产 10x；（2）近两年污水供水资产一级市场并购对价 PE15-20x，一、二级市场估值倒挂明显，价值望重估。

投资建议：在污水提标扩容&气化率提升的背景下，公司内生业务成长空间较大，管理层锐意进取、思路灵活，过去 5 年业绩优异，股权激励彰显公司信心，未来新项目及产业整合值得期待，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 6.4/7.6/8.7 亿元，EPS 分别为 0.67/0.80/0.92 元，对应 PE 为 9.6X/8.1X/7.1X，维持“买入”评级。

风险提示：提标改造进度不及预期、气化率提升进度不及预期、增发方案或审批不确定性风险

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,378	5,381	6,521	7,660	8,795
增长率 yoy (%)	23.5	22.9	21.2	17.5	14.8
归母净利润(百万元)	336	489	639	755	868
增长率 yoy (%)	22.6	45.5	30.7	18.2	14.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	0.52	0.67	0.80	0.92
净资产收益率(%)	10.8	11.2	13.1	13.6	13.6
P/E(倍)	18.3	12.6	9.6	8.1	7.1
P/B(倍)	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9

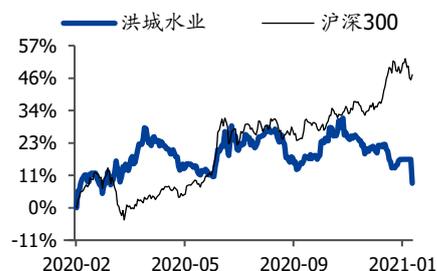
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	水务
前次评级	买入
最新收盘价	6.00
总市值(百万元)	5,688.23
总股本(百万股)	948.04
其中自由流通股(%)	96.05
30日日均成交量(百万股)	3.42

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 1、《洪城水业 (600461.SH)：业绩靓丽，污水板块推动增长》2020-10-28
- 2、《洪城水业 (600461.SH)：业绩高成长，区域平台迎发展》2020-08-27
- 3、《洪城水业 (600461.SH)：业绩符合预期，区域平台迎发展》2020-04-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,559	3,590	2,870	3,325	2,750	营业收入	4,378	5,381	6,521	7,660	8,795
现金	1,422	2,253	1,092	1,049	0	营业成本	3,294	4,031	4,908	5,796	6,673
应收票据及应收账款	631	646	1,093	1,194	1,598	营业税金及附加	32	34	39	46	53
其他应收款	0	102	2	304	282	营业费用	172	190	222	245	273
预付账款	124	116	227	176	287	管理费用	213	235	280	329	378
存货	219	356	345	483	470	财务费用	134	140	173	192	219
其他流动资产	163	117	110	119	112	资产减值损失	37	0	0	0	0
非流动资产	7,427	8,239	9,508	10,664	11,698	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	99	106	122	138	153	投资净收益	5	9	16	16	16
固定资产	3,140	3,313	4,078	4,760	5,356	营业利润	539	729	915	1,067	1,216
无形资产	3,382	3,492	4,040	4,540	4,994	营业外收入	11	9	11	11	11
其他非流动资产	806	1,328	1,269	1,226	1,195	营业外支出	9	11	9	9	9
资产总计	9,986	11,829	12,378	13,990	14,449	利润总额	541	726	917	1,069	1,218
流动负债	4,358	4,550	4,677	5,745	5,631	所得税	123	146	174	203	231
短期借款	1,320	1,225	1,400	1,450	1,552	净利润	418	581	743	866	986
应付票据及应付账款	1,190	1,349	1,378	1,520	1,584	少数股东损益	82	92	104	111	118
其他流动负债	1,847	1,976	1,899	2,775	2,495	归属母公司净利润	336	489	639	755	868
非流动负债	1,769	2,108	2,033	1,856	1,581	EBITDA	1,099	1,109	1,592	1,880	2,152
长期借款	1,630	1,921	1,837	1,649	1,364	EPS (元/股)	0.35	0.52	0.67	0.80	0.92
其他非流动负债	139	187	197	207	217						
负债合计	6,127	6,658	6,710	7,601	7,211						
少数股东权益	331	421	525	636	754						
股本	790	948	948	948	948						
资本公积	1,338	2,064	2,064	2,064	2,064						
留存收益	1,390	1,739	2,200	2,788	3,379						
归属母公司股东权益	3,529	4,750	5,142	5,753	6,483						
负债和股东权益	9,986	11,829	12,378	13,990	14,449						

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.5	22.9	21.2	17.5	14.8
营业利润(%)	18.3	35.2	25.5	16.7	13.9
归属于母公司净利润(%)	22.6	45.5	30.7	18.2	14.9
获利能力					
毛利率(%)	24.8	25.1	24.7	24.3	24.1
净利率(%)	7.7	9.1	9.8	9.9	9.9
ROE(%)	10.8	11.2	13.1	13.6	13.6
ROIC(%)	7.7	8.0	9.6	10.5	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	56.3	54.2	54.3	49.9
净负债比率(%)	46.5	27.5	45.9	40.3	48.4
流动比率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.49	0.54	0.58	0.62
应收账款周转率	7.7	8.4	7.5	6.7	6.3
应付账款周转率	3.4	3.2	3.6	4.0	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.52	0.67	0.80	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	0.82	1.05	2.24	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.72	5.01	5.42	6.07	6.84
估值比率					
P/E	18.3	12.6	9.6	8.1	7.1
P/B	1.7	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.6	7.4	5.9	5.1	4.9

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,122	1,202	998	2,127	1,188
净利润	418	581	743	866	986
折旧摊销	412	249	522	641	760
财务费用	134	140	173	192	219
投资损失	-5	-9	-16	-16	-16
营运资金变动	116	-48	-419	452	-751
其他经营现金流	46	290	-5	-9	-10
投资活动现金流	-1,606	-1,121	-1,770	-1,773	-1,768
资本支出	1,592	1,188	1,238	1,121	998
长期投资	-30	3	-16	-16	-16
其他投资现金流	-45	70	-547	-667	-785
筹资活动现金流	251	967	-389	-397	-521
短期借款	58	-95	175	50	50
长期借款	415	291	-85	-188	-285
普通股增加	0	158	0	0	0
资本公积增加	-8	726	0	0	0
其他筹资现金流	-214	-114	-479	-259	-286
现金净增加额	-233	1,047	-1,161	-42	-1,102

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com