

2018年07月17日

证券研究报告·公司研究报告

洪城水业 (600461) 公用事业

增持 (首次)

当前价: 6.37 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 南昌市公用平台，水价上调可期

### 投资要点

- **供排水业务稳中求进。** 公司为国家大型一类供排水企业，其中供水设计产能179.5万吨/日(含托管)，在建、筹建产能分别为30、20万吨/日，在南昌市区域占据相对垄断地位。2017年自来水售水量3.2亿吨(+2.1%)，营收6.1亿元(+3.1%)，供水业务增速跟随人口增速，较为稳定。**污水处理方面**，公司拥有省内外污水处理厂96个(含托管)，总设计能力235万吨/日，在江西省县级占据80%以上份额。受益县城污水处理率提升，公司目前持续推进污水处理厂扩容提标改造，2017年扩容项目在建、提标改造规模分别为7、38万吨/日，2018年计划完成40家污水厂改造，提标扩容持续迈进。2017年公司污水处理量6.4亿吨(+10.76%)，营收5.9亿元(+7.8%)，污水处理业务稳步增长。此外，公司积极拓展省外项目，分别中标营口市城市污水处理、福建漳浦县前亭工业园污水处理PPP项目，规模23.5万吨/日，省外拓展积极推进。
- **水价上调可期。** 2018年5月3日公司收到《南昌市人民政府办公厅关于成立南昌市水价调整工作领导小组的通知》，南昌市人民政府决定成立南昌市水价调整工作领导小组。根据历史经验，成立领导小组至水价调整完毕时间周期约为7个月，此次成立工作小组预示着水价调整提上日程，预计2018年底有望落地。同时根据近期南昌县、进贤县、安义县水价调整幅度，我们预计南昌市下辖6个市辖区水价有望上调0.4元/吨左右，对应营收和毛利增厚约1.3亿元。
- **整合燃气业务，存在较大增长空间。** 公司2016年并购整合南昌燃气和公用新能源，其中南昌燃气为民用气和工业用气供应商，公司持股比例51%，在南昌市燃气市场占有率达90%以上。公用新能源是南昌市最大的车用天然气供应商，约占全市车用天然气供气总量的80%。2017年公司天然气供气量3.1亿方，同比增长18.96%；燃气销售及安装工程营收17.6亿元，同比增长30.0%，南昌燃气、公用新能源扣非后归母净利润分别为1.1亿元、703万元，超额完成7900万元、700万元利润承诺。根据南昌市政府“气化南昌”政策，2016年起3年内城区燃气气化率要达到90%以上，考虑到2017年气化率约65%，公司燃气业务处于快速发展通道且存在较大市场空间。
- **管理层积极进取，持续增持彰显发展信心。** 2017年末公司董事长、总经理等高管通过二级市场合计增持2999万元。2017年12至2018年5月期间，公司控股股东水业集团累计增持公司2%股份，增持金额1.04亿元。近期公司公告非公开发行股票预案，计划募资11.2亿元，主要用于供排水提标扩容项目，且控股股东计划认购20%份额，后续若顺利发行有望促进业务加速推进，持续增持也彰显未来发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑定增，预计2018-2020年EPS分别为0.40、0.49、0.56元，对应PE16、13、11倍，公司所处行业平均TTM估值为22倍，公司业绩稳健，现金流丰厚，水价提价预期强。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 水价提价失败或不及预期风险；燃气业务市场拓展不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3544.17	4410.93	5218.72	5946.58
增长率	14.65%	24.46%	18.31%	13.95%
归属母公司净利润(百万元)	273.97	317.41	387.53	440.56
增长率	17.90%	15.85%	22.09%	13.68%
每股收益EPS(元)	0.35	0.40	0.49	0.56
净资产收益率ROE	9.81%	10.16%	10.94%	11.03%
PE	18	16	13	11
PB	1.57	1.46	1.33	1.22

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

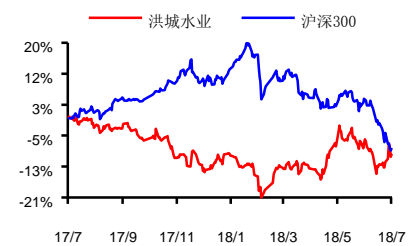
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 沈猛

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.90
流通A股(亿股)	5.94
52周内股价区间(元)	5.61-7.12
总市值(亿元)	50.30
总资产(亿元)	86.35
每股净资产(元)	4.18

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 公司概况：南昌市公用事业平台 .....	1
2 供排水业务稳中求进，水价上调可期.....	3
3 整合燃气业务，存在较大增长空间 .....	6
4 管理层积极进取，持续增持彰显发展信心 .....	7
5 盈利预测与估值.....	8
6 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1: 洪城水业股权结构图.....	1
图 2: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	2
图 3: 公司 2012 年以来归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司营收构成分产品情况 (单位: 万元) .....	2
图 5: 2017 年公司营收占比.....	2
图 6: 公司毛利率情况.....	3
图 7: 公司期间费用率情况.....	3
图 8: 南昌市人口增长情况.....	3
图 9: 公司售水量增长情况.....	3
图 10: 公司污水处理量情况.....	4
图 11: 公司污水处理营收情况.....	4
图 12: 国内各地区水价 (单位: 元/吨) .....	5
图 13: 国内天然气消费量.....	6
图 14: 江西省燃气消费量.....	6
图 15: 公司售气量情况.....	7
图 16: 公司售气收入和工程安装收入.....	7

## 表 目 录

表 1: 公司 2016 年并购情况.....	1
表 2: 公司供水业务在运及在建、筹建项目情况.....	4
表 3: 公司污水处理业务在建项目情况.....	4
表 4: 南昌市 2014 年水价调整情况.....	5
表 5: 管理层和大股东增持情况.....	7
表 6: 募集资金计划投入项目情况 (单位: 万元) .....	8
表 7: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元) .....	8
表 8: 行业内公司估值对比.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

## 1 公司概况：南昌市公用事业平台

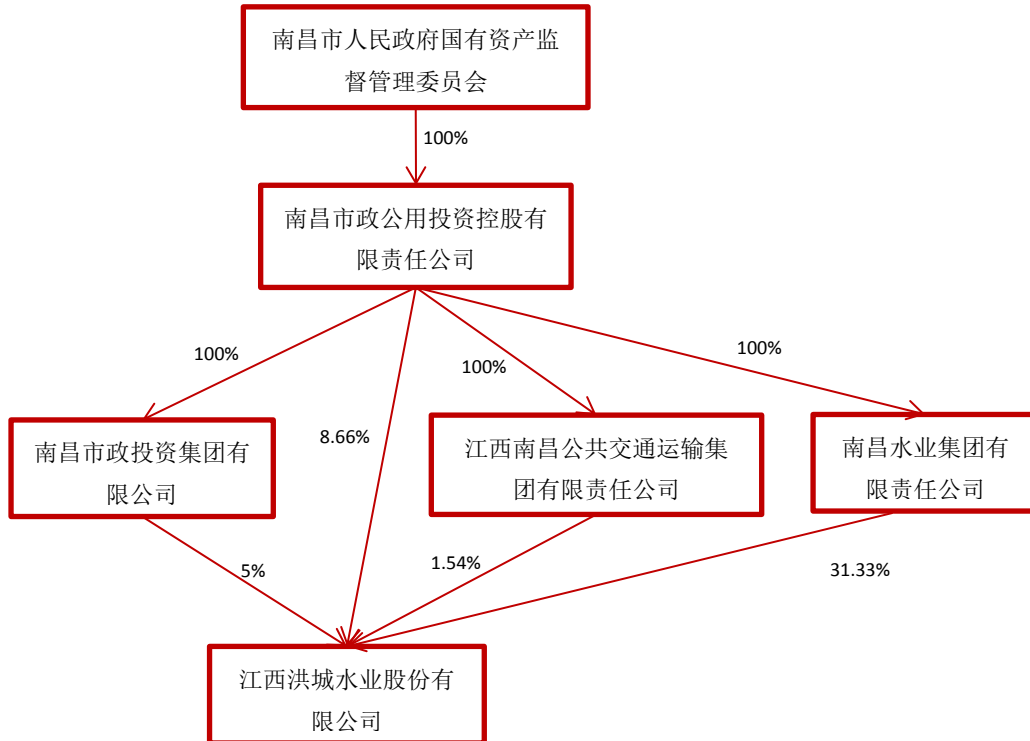
洪城水业成立于2001年，传统主业为自来水生产经营及污水处理，2004年在上海证券交易所挂牌上市。2016年4月，公司收购南昌燃气51%股权、公用新能源100%股权和二次供水公司100%股权，进军燃气销售、燃气工程安装业务并延伸供水产业链。目前，公司拥有水厂10座、日供水总设计能力179.5万立方米，在南昌市区域占据相对垄断地位；省内外污水处理厂96个（含托管），日污水处理总设计能力235万立方米，在江西省县级占据80%以上份额；供水管网长度近4000公里；年供气量超3亿立方米，在南昌市燃气市场占有率达到90%以上。公司控股股东为南昌水业集团，实际控制人为南昌市国资委合计持股比例46.53%。

表 1：公司 2016 年并购情况

并购对象	资产出售方	并购价格（亿元）	2016 年利润	对应估值	2015-2018 年业绩承诺
南昌燃气 51% 股权	市政控股	3.73	1.14 亿元	6.4	分别为 6900、7400、7900、8400 万元
公用新能源 100% 股权	公交公司	0.66	727 万元	9.1	分别为 810、650、700、750 万元。
二次供水公司 100% 股权	水业集团	1.39	1478 万元	9.4	分别为 1350、1400、1450、1500 万元。

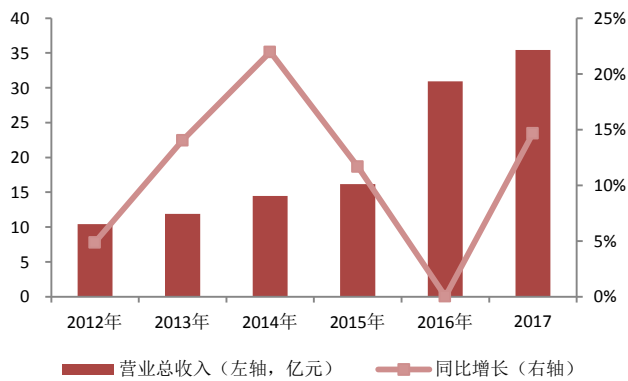
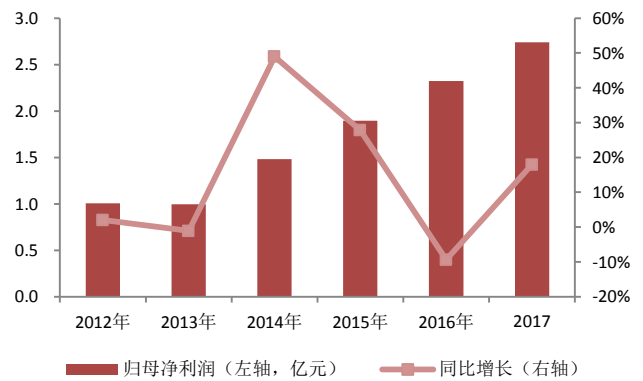
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 1：洪城水业股权结构图



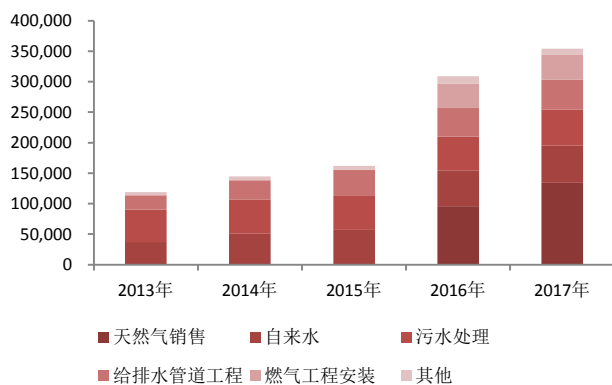
数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩良好：**公司 2015-2017 年实现营业收入 16.2 亿元、30.9 亿元和 35.4 亿元，同比增长 11.7%、90.7%、14.7%，考虑并购调整口径后同比增长 11.7%、0.03%和 14.7%；实现归母净利润 1.9 亿元、2.3 亿元和 2.7 亿元，同比增长 27.8%、21.1%和 17.9%，考虑并购调整口径后同比增长 27.8%、-9.4%和 17.9%。2017 年业绩增长显著主要系售水量、污水处理量、燃气销售量和 LNG 销售量同比增加所致。2018 年一季度公司营收 10.8 亿元，同比增长 47.6%，实现归母净利润 9241 万元，同比增长 67.8%，燃气销售和工程业务贡献主要增量。

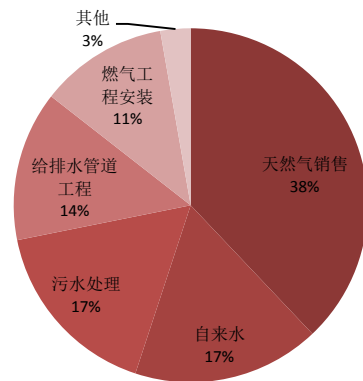
**图 2：公司 2012 年以来营业收入及增速**

**图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2016 公司收购南昌燃气 51% 股权、公用新能源 100% 股权和二次供水公司 100% 股权，增速为调整后口径。

**公司主营业务结构：**公司主营业务按产品划分为自来水销售、污水处理服务费、燃气销售、燃气工程安装、给排水工程、设备销售、设计费和探测及检测，其中燃气销售和燃气工程安装业务来自 2016 年并购的南昌燃气。2017 年各主营业务分别实现营业收入 6.1 亿元、6.0 亿元、13.4 亿元、4.1 亿元、4.9 亿元、5783 万元、663 万元和 2 万元，供水、污水处理、燃气（销售和工程安装）、给排水工程占比分别为 17.1%、16.8%、49.6%和 13.8%，合计占比 97.3%，为主要收入来源。

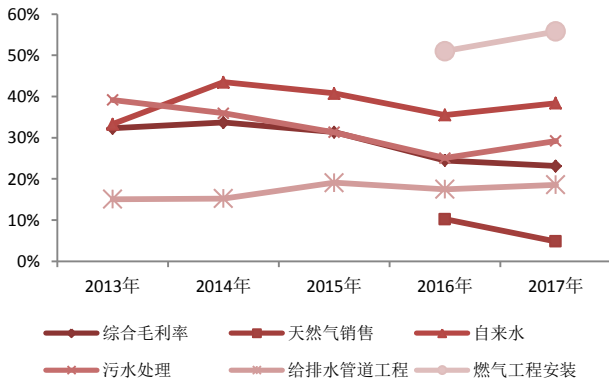
**图 4：公司营收构成成分产品情况（单位：万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

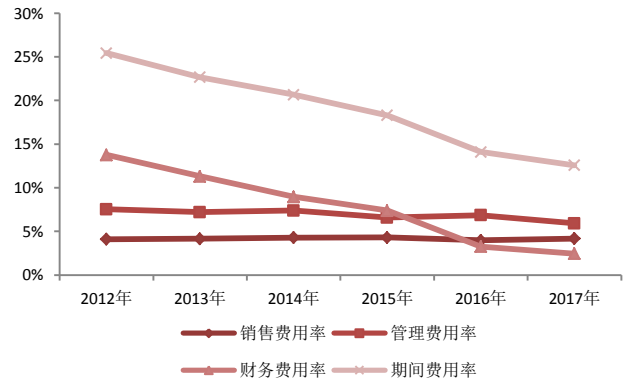
**图 5：2017 年公司营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司盈利能力良好：**公司 2015-2017 年综合毛利率为 31.3%、24.5%和 23.1%，近两年综合毛利率下降主要系并购天然气销售业务且营收占比逐年扩大所致，供水、污水处理等业务毛利率稳定。公司 2015-2017 年期间费用率为 18.3%、14.1%和 12.6%，期间费用率逐年下降，期间费用管控良好。

**图 6：公司毛利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

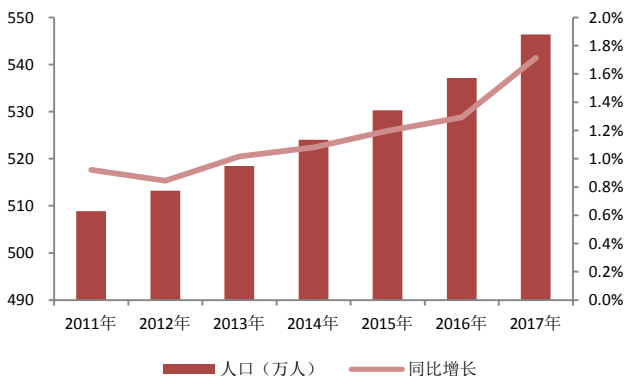
**图 7：公司期间费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

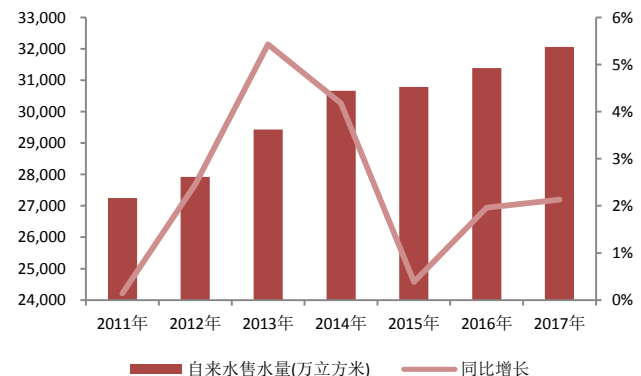
## 2 供排水业务稳中求进，水价上调可期

### 供排水业务稳中有增

**供水：**公司属于国家大型一类供水企业，在南昌供水市场具有较强的供水区域自然垄断性，2017 年南昌市常住人口 546 万人，同比增长 1.7%，公司供水设计产能 179.5 万吨/日（含托管），在建产能 30 万吨/日，筹建产能 20 万吨/日。其中达产产能 143.5 万吨/日，产能利用率 74.30%，自来水售水量 3.2 亿立方米，同比增长 2.1%，实现营收 6.1 亿元，同比增长 3.1%，供水业务增速跟随人口增长，较为稳定。

**图 8：南昌市人口增长情况**


数据来源：WIND，西南证券整理

**图 9：公司售水量增长情况**


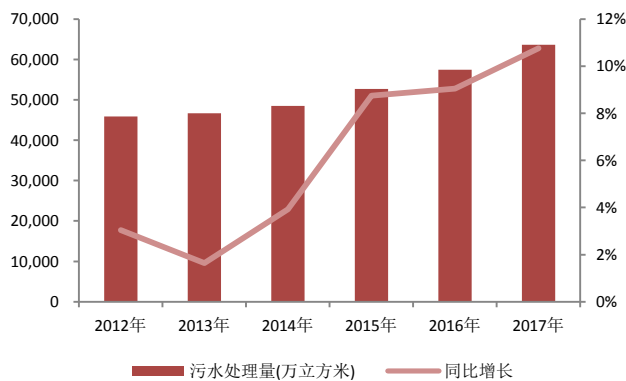
数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2: 公司供水业务在运及在建、筹建项目情况**

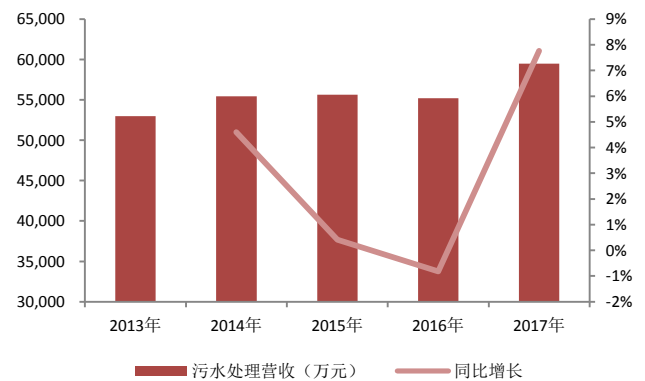
项目	产能	状态
现有水厂	143.5 万吨/日	达产产能
牛行二期工程	10 万吨/日	在建, 18 年投产
城北水厂一期	20 万吨/日	在建, 18 年投产
红角洲水厂二期项目	10 万吨/日	筹建
城北水厂二期项目	10 万吨/日	筹建

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**污水处理:** 公司拥有省内外污水处理厂 96 个(含托管), 日污水处理总设计能力 235 万吨, 达产产能 210.1 万吨/日, 在江西省县级占据 80% 以上份额, 少量分布在浙江温州。受益县城污水处理率提升, 公司目前持续推进污水处理厂扩容提标改造, 2017 年扩容项目在建规模 7 万吨/日, 提标改造规模 38 万吨/日, 2017 年公司污水处理量 6.4 亿吨, 同比增长 10.76%, 实现营收 5.9 亿元, 同比增长 7.8%, 污水处理业务稳步增长。2018 年公司计划完成 40 家污水厂改造, 力争实现一级 A 标准全覆盖, 提标扩容持续迈进。此外, 公司积极拓展省外项目, 2017 年 12 月公司中标营口市城市污水处理 PPP 项目, 总投资约 6.8 亿元, 污水处理设计规模 22 万立方米/日; 2018 年 6 月公司再次中标福建漳浦县前亭工业园污水处理厂及基础设施 PPP 项目, 总投资 1.9 亿元, 设计规模 1.5 万吨/日, 省外拓展积极推进。

**图 10: 公司污水处理量情况**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 11: 公司污水处理营收情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 3: 公司污水处理业务在建项目情况**

地址	设计规模	2017 年投产规模	在建规模	预计投产日期
东乡	6 万吨/日	3 万吨/日	3 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
湖口	2 万吨/日	1 万吨/日	1 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
鄱阳	4 万吨/日	2 万吨/日	2 万吨/日	2018 年 7 月 1 日
永修	2 万吨/日	1 万吨/日	1 万吨/日	2018 年 7 月 1 日

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

水价上调提上日程, 静待落地, 预计调整 0.4 元/吨左右, 对应毛利增厚约 1.3 亿元。



2018年5月3日公司收到南昌市人民政府办公厅下发的《南昌市人民政府办公厅关于成立南昌市水价调整工作领导小组的通知》，南昌市人民政府经研究，决定成立南昌市水价调整工作领导小组。

水价调整需经历成立领导小组、成本监审、征求发改委等意见、听证会、市政府审核等步骤，2014年南昌市一级居民生活用水价格上调0.40元至1.58元/吨，成立领导小组至水价调整完毕时间周期约为7个月，此次成立工作小组预示着水价调整提上日程，预计2018年底有望落地。

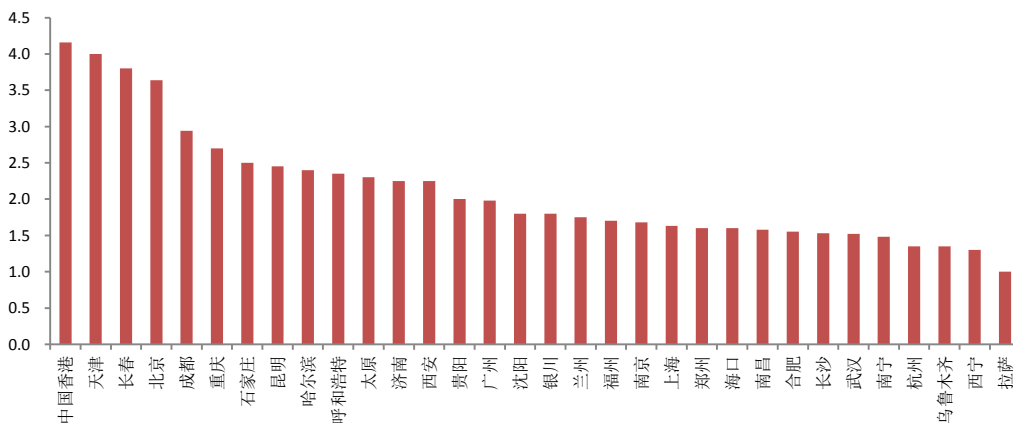
此外，南昌市下辖共6个市辖区、赣江新区和南昌县、进贤县、安义县3个县，公司自来水业务主要覆盖南昌市6个市辖区。2017年8月安义县水价上调0.3元/吨，2017年11月南昌县水价听证会提出两套方案，分别上调0.4和0.5元/吨。我们预计南昌市下辖6个市辖区水价有望同步上调0.4元/吨左右，对应营收和毛利增厚约1.3亿元。

**表 4：南昌市 2014 年水价调整情况**

调整前用水类别		2014年调整前水价	调整后用水类别		2014年调整后水价	
一类	居民生活用水	1.18	一类	居民生活用水三级级差：1:1.5:3	一级用水	1.58
				二级用水	2.37	
				三级用水	4.74	
				合表用户	1.60	
二类	非居民生活用水（含工业、行政事业用水）	1.45	二类	非居民生活用水	2.37	
三类	非居民经营用水	1.65				
四类	特种用水	6.00	三类	特种用水	7.90	

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：国内各地区水价（单位：元/吨）**



数据来源：WIND，西南证券整理



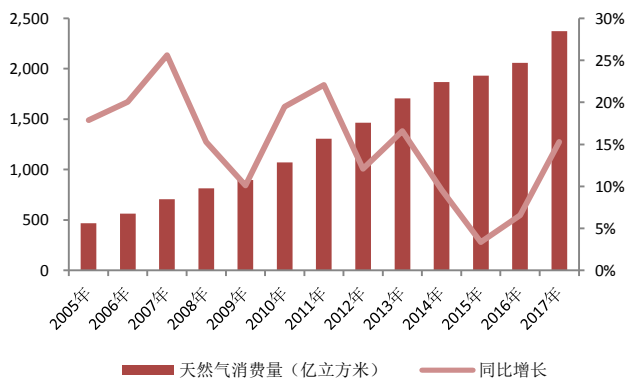
### 3 整合燃气业务，存在较大增长空间

公司供气业务包括管道天然气、压缩天然气（CNG）和液化天然气（LNG）的供应与销售，业务主体为南昌燃气和公用新能源，为 2016 年并购整合业务，其中南昌燃气主要为民用气和工业用气供应商，公司持股比例 51%，华润燃气投资持股 49%，对南昌市燃气市场占有率达 90% 以上。子公司公用新能源是南昌市最大的车用天然气供应商，公司持股比例 100%，主要供气对象为南昌市辖区内的公交车、出租车等，各加气站地理位置优越，竞争能力较强，约占全市车用天然气供气总量的 80%。随着国内能源消费结构调整，公司燃气业务存在较大增长空间。具体来看：

(1) 国内天然气引来“黄金十年”。2017 年天然气消费量 2373 亿立方米，同比增长 15.3% 增速重回两位数高增长，在一次能源消费结构中的占比为 6.4%，根据国家发改委印发的《加快推进天然气利用的意见》，到 2020 年和 2030 年，分别实现天然气在一次能源消费结构中的占比达到 10% 和 15% 左右。改革的重点包括工业和民用“煤改气”、天然气车船、加快燃气老旧管网改造等，我国天然气产业链迎来新的“黄金十年”。

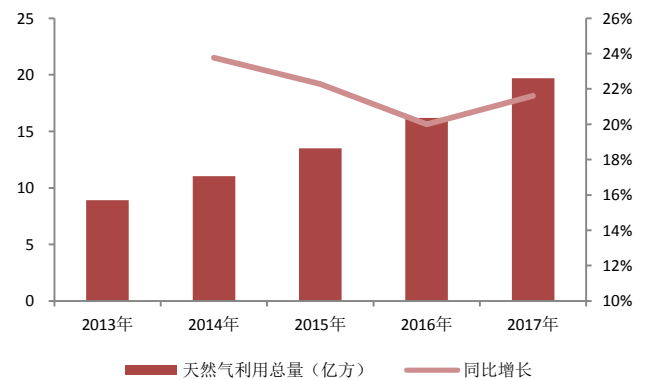
(2) 2017 年江西省全省天然气利用总量为 19.7 亿方，同比增长 21.6%，但占一次能源消费比例不足 3%，远低于全国 6% 左右水平。2017 年江西发改委印发的《江西省“十三五”天然气发展规划》明确指出：实现“气化江西、县县通气”，力争到 2020 年，全省天然气利用总量 65 亿立方米，占全省能源消费比重 8%；全省汽车、船舶加气站总数分别达到 430 座和 25 座。同时，2017 年南昌市市区范围内气化率在 65% 左右，根据南昌市《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管网改造”民生工程工作的通知》，2016 年起 3 年内城区燃气管网气化率要达到 90% 以上。公司所处燃气市场存在较大空间。

图 13：国内天然气消费量



数据来源：发改委，西南证券整理

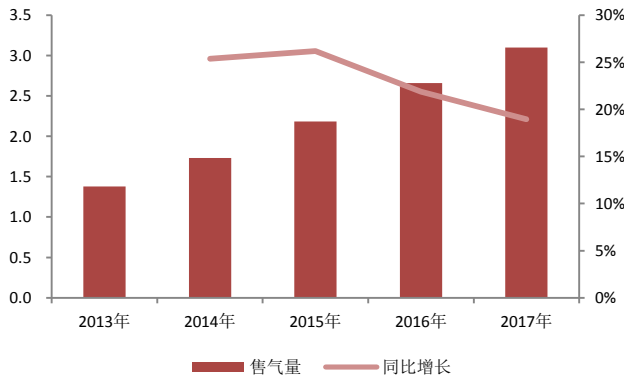
图 14：江西省燃气消费量



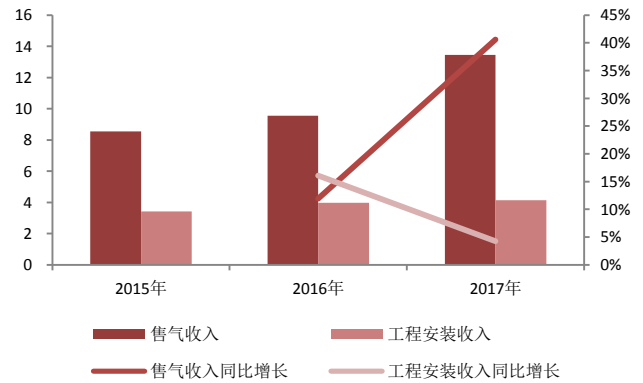
数据来源：公司公告，西南证券整理

(3) 南昌燃气抓住城市拆迁及基础设施建设带动新城区发展的机遇，积极拓宽新市场，深耕老市场，2017 年实现新增用户 8.8 万户，同比增长 17%。同时，公司积极跟进城市综合体、高校食堂等大型餐饮项目以及煤改气项目，实现非居民用户增长 1018 户，同比增长 38%。公用新能源各加气站地理位置优越，受益南昌市政府对车用天然气推广的大力支持，竞争能力较强。2017 年公司累计实现天然气供气量 3.1 亿立方米，同比增长 18.96%；销气量和用户数的快速增长带动公司 2017 年燃气销售及安装工程实现营收 17.6 亿元，同比增长 30.0%，其中南昌燃气实现净利润 1.4 亿元，扣非后归母净利润为 1.1 亿元，超额完成 7900

万利润承诺；公用新能源实现净利润 710 万元，扣非后净利润 703 万元，完成 700 万元利润承诺。燃气业务处于快速发展通道。

**图 15：公司售气量情况**


数据来源：发改委，西南证券整理

**图 16：公司售气收入和工程安装收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 管理层积极进取，持续增持彰显发展信心

公司管理层锐意进取，积极推动公司发展。2017 年 6 月公司与江西洪客隆投资集团、江西银行等就设立“洪城水业产业并购投资基金”签订框架协议。基金计划募集资金 20 亿元，主要投向公司主营业务及产业链相关。近期，公司公告筹划非公开发行股票事项，后若续资金到位有望共同促进公司业务加速推进。同时，公司管理层和控股股东持续增持公司股票，也彰显对未来发展信心。具体来看：

- 2017 年 12 月公司董事长李钢先生，总经理邵涛先生等 11 名核心管理人员及公司控股股东的部分高管通过“君享洪城集合资产管理计划”在二级市场合计增持公司股份 475 万股，占公司总股本的 0.6%，增持均价 6.32 元/股，增持金额 2999 万元。
- 2017 年 12 月 28 日至 2018 年 5 月 23 日期间，公司控股股东水业集团累计增持公司 1575 万股，占公司总股本的 2%。累计增持金额 1.04 亿元。本次增持后水业集团与一致行动人合计持有公司股份比例 46.5%。

**表 5：管理层和大股东增持情况**

时间	增持人	增持比例	增持金额	增持均价
2017 年 12 月	董事长李钢先生 董事、总经理邵涛先生 董事史晓华先生 监事会主席邱小平女士 财务总监邓勋元先生 董事会秘书蔡翹先生 其他 11 名核心管理人员及公司控股股东的部分高管	0.6%	2999 万元	6.32 元/股
2017 年 12 月 28 日至 2018 年 5 月 23 日期间	控股股东水业集团	1.9942%	1.04 亿元	6.6 元/股

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 2018年7月13日，公司公告非公开发行股票预案，计划募集资金不超过11.18亿元，主要用于供排水提标扩容改造和管网建设项目，公司控股股东水业集团拟认购其中20%份额。

**表 6：募集资金计划投入项目情况（单位：万元）**

项目类别	序号	项目名称	计划投资总额	拟使用募集资金金额
供水项目	1	南昌市城北水厂二期工程项目	9,186.60	8,200.00
污水处理	2	南昌市九龙湖污水处理厂二期扩建工程项目	45,776.38	41,400.00
	3	九江县污水处理厂异地扩建（蛟滩污水处理厂）一期工程项目	15,384.39	13,500.00
	4	九江市老鹤塘污水处理厂提标扩容工程项目	12,835.98	8,600.00
	5	漳浦县前亭污水处理厂及配套管网工程项目	9,609.29	8,700.00
	6	景德镇陶瓷工业园区污水处理厂 PPP 项目	3,931.67	3,500.00
	7	樟树市生活污水处理厂提标改造和污泥深度处理项目	3,792.31	3,300.00
	8	万载县城市污水处理厂水质提标改造工程项目	3,676.95	3,300.00
	9	丰城市新城区污水处理厂一期续建与提标改造工程项目	2,999.27	2,600.00
	10	信丰县污水处理厂扩容及提标改造工程项目	12,192.07	11,100.00
	11	上高县城市污水处理厂提标改造及扩容工程项目	8,357.81	7,600.00
合计			127,742.72	111,800.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司供水量、污水处理量延续自然增长状态，即增速 3%；假设供水价格 2018 年底前调整完毕，2019 年毛利率提升至 43.5% 水平。

假设 2：公司污水处理 PPP、提标改造按计划进行，污水处理量根据投产时点相应增长，毛利率保持稳定；

假设 3：国家能源结构调整叠加气化南昌政策，假设公司燃气用户开拓顺利，售气量维持高增速，考虑到 17 年受“气荒”影响，购气价格上升，毛利率下滑较大，18 年“气荒”预计有所缓解，毛利水平有所回升。同时，南昌燃气、公用新能源完成 18 年利润承诺，即扣非后归母净利润分别不低于 8400 万元，750 万元。

假设 4：假设公司三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 7：分业务收入及毛利率（单位：百万元）**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	3091.2	3544.2	4410.9	5218.7	5946.6
yoy	91.1%	14.7%	24.5%	18.3%	13.9%
营业成本	2335.1	2725.6	3439.0	4103.4	4730.6

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	24.5%	23.1%	22.0%	21.4%	20.4%
<b>天然气销售</b>					
收入	956.48	1344.2	2016.3	2621.2	3145.5
yoy		40.5%	50.0%	30.0%	20.0%
成本	858.73	1279.4	1875.2	2437.8	2925.3
毛利率	10.2%	4.8%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>燃气工程安装</b>					
收入	396.78	414.5	497.3	547.1	579.9
yoy		4.5%	20.0%	10.0%	6.0%
成本	194.42	183.2	221.3	246.2	261.0
毛利率	51.0%	55.8%	55.5%	55.0%	55.0%
<b>自来水</b>					
收入	588.67	607.2	625.4	644.2	663.5
yoy	3.4%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	379.64	374.1	385.2	363.9	378.2
毛利率	35.5%	38.4%	38.4%	43.5%	43.0%
<b>污水处理</b>					
收入	551.9	594.8	654.3	752.4	865.3
yoy	-0.8%	7.8%	10.0%	15.0%	15.0%
成本	413.5	420.9	464.5	534.2	614.3
毛利率	25.1%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
<b>给排水管道工程</b>					
收入	474.5	485.9	510.2	535.7	562.5
yoy	10.2%	2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	391.5	395.7	413.2	433.9	455.6
毛利率	17.5%	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>其他</b>					
收入	122.9	97.7	107.4	118.2	130.0
yoy	100.3%	-20.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	97.2	72.3	79.5	87.4	96.2
毛利率	20.9%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%

数据来源：西南证券

暂不考虑定增，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40、0.49、0.56 元，对应 PE 16、13、11 倍，公司所处行业平均 TTM 估值为 22 倍，公司业绩稳健，现金流丰厚，水价提价预期强。首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 8：行业内公司估值对比**

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	18E	19E	
600461.SH	洪城水业	50.3	16.16	15.48	13.02	1.52
	最高值	256.8	39.86	37.08	31.47	2.98
	中位值	100.2	18.33	17.47	14.20	1.59
601158.SH	重庆水务	256.8	14.06	14.68	14.07	1.77
600008.SH	首创股份	200.5	33.80	26.56	24.85	1.59
000598.SZ	兴蓉环境	121.8	13.16	11.93	10.36	1.23
000685.SZ	中山公用	116.1	11.46	9.83	8.81	0.96
600874.SH	创业环保	112.9	27.03	--	--	2.50
300664.SZ	鹏鹞环保	87.5	39.86	37.08	31.47	2.98
000544.SZ	中原环保	65.2	20.51	19.64	18.47	1.18
300388.SZ	国祯环保	57.5	26.39	19.46	14.33	2.92
601368.SH	绿城水务	50.0	14.13	--	--	1.59

数据来源：wind，西南证券整理

## 6 风险提示

水价提价失败或不及预期风险；燃气业务市场拓展不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3544.17	4410.93	5218.72	5946.58	净利润	349.08	393.41	467.53	520.56
营业成本	2725.59	3439.01	4103.43	4730.56	折旧与摊销	340.60	343.99	343.99	343.99
营业税金及附加	27.03	30.88	33.92	35.68	财务费用	87.42	66.16	73.06	77.31
销售费用	148.40	176.44	182.66	190.29	资产减值损失	24.14	10.00	10.00	10.00
管理费用	210.02	229.37	260.94	285.44	经营营运资本变动	98.85	227.67	289.70	258.37
财务费用	87.42	66.16	73.06	77.31	其他	-125.12	-40.00	-38.20	-40.90
资产减值损失	24.14	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>774.97</b>	<b>1001.23</b>	<b>1146.09</b>	<b>1169.33</b>
投资收益	22.47	30.00	30.00	30.00	资本支出	-614.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	54.33	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-560.41</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>455.98</b>	<b>489.07</b>	<b>584.71</b>	<b>647.30</b>	短期借款	1127.50	-1262.50	0.00	0.00
其他非经营损益	0.74	21.75	25.94	31.47	长期借款	-118.63	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>456.72</b>	<b>510.82</b>	<b>610.65</b>	<b>678.77</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	107.64	117.41	143.11	158.21	支付股利	-142.13	-54.79	-63.48	-77.51
净利润	349.08	393.41	467.53	520.56	其他	-582.90	-292.40	-73.06	-77.31
少数股东损益	75.11	76.00	80.00	80.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>283.85</b>	<b>-1609.69</b>	<b>-136.54</b>	<b>-154.81</b>
归属母公司股东净利润	273.97	317.41	387.53	440.56	<b>现金流量净额</b>	<b>498.40</b>	<b>-578.46</b>	<b>1039.55</b>	<b>1044.52</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1420.66	842.20	1881.75	2926.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	663.79	945.87	1087.99	1231.79	销售收入增长率	14.65%	24.46%	18.31%	13.95%
存货	202.77	255.90	303.58	351.18	营业利润增长率	54.16%	7.26%	19.56%	10.71%
其他流动资产	55.73	69.36	82.06	93.51	净利润增长率	20.17%	12.70%	18.84%	11.34%
长期股权投资	131.82	131.82	131.82	131.82	EBITDA 增长率	24.56%	1.72%	11.40%	6.67%
投资性房地产	2.75	2.75	2.75	2.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3412.48	3239.46	3066.43	2893.41	毛利率	23.10%	22.03%	21.37%	20.45%
无形资产和开发支出	2492.90	2321.94	2150.98	1980.03	三费率	12.58%	10.70%	9.90%	9.30%
其他非流动资产	61.99	61.98	61.97	61.96	净利率	9.85%	8.92%	8.96%	8.75%
<b>资产总计</b>	<b>8444.89</b>	<b>7871.27</b>	<b>8769.33</b>	<b>9672.69</b>	ROE	9.81%	10.16%	10.94%	11.03%
短期借款	1262.50	0.00	0.00	0.00	ROA	4.13%	5.00%	5.33%	5.38%
应付和预收款项	1660.96	2126.94	2518.01	2881.16	ROIC	8.53%	9.04%	11.96%	15.14%
长期借款	1215.26	1215.26	1215.26	1215.26	EBITDA/销售收入	24.94%	20.39%	19.20%	17.97%
其他负债	749.45	657.67	760.61	857.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4888.16</b>	<b>3999.87</b>	<b>4493.87</b>	<b>4954.18</b>	总资产周转率	0.44	0.54	0.63	0.64
股本	789.59	789.59	789.59	789.59	固定资产周转率	1.67	2.07	2.66	3.33
资本公积	1345.34	1345.34	1345.34	1345.34	应收账款周转率	6.46	6.98	6.44	6.48
留存收益	1053.73	1316.34	1640.39	2003.44	存货周转率	16.28	14.98	14.61	14.38
归属母公司股东权益	3212.59	3451.27	3775.32	4138.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.60%	—	—	—
少数股东权益	344.14	420.14	500.14	580.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3556.73</b>	<b>3871.41</b>	<b>4275.46</b>	<b>4718.51</b>	资产负债率	57.88%	50.82%	51.25%	51.22%
负债和股东权益合计	8444.89	7871.27	8769.33	9672.69	带息债务/总负债	50.69%	30.38%	27.04%	24.53%
					流动比率	0.66	0.79	1.06	1.27
					速动比率	0.60	0.70	0.97	1.18
					股利支付率	51.88%	17.26%	16.38%	17.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.35	0.40	0.49	0.56
					每股净资产	4.07	4.37	4.78	5.24
					每股经营现金	0.98	1.27	1.45	1.48
					每股股利	0.18	0.07	0.08	0.10
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	884.00	899.23	1001.76	1068.60					
PE	18.36	15.85	12.98	11.42					
PB	1.57	1.46	1.33	1.22					
PS	1.42	1.14	0.96	0.85					
EV/EBITDA	7.04	5.93	4.29	3.04					
股息率	2.83%	1.09%	1.26%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn