

洪城水业（600461）：短期具有安全边际，长期具有成长空间 增持（维持）

供水供气行业

2010年5月21日

王小建

010-66045548

wangxiaojian@txsec.com

事件描述：

近期，我们对洪城水业进行了调研，就公司经营状况、拟收购资产情况、未来发展方向等与公司管理层进行了交流。我们认为公司收购资产完成后短期业绩具有保障，同时打开了成长为行业第一梯队的大型企业的巨大成长空间。

评论：

1. 以自来水供应为主的综合水务公司。

公司位于江西省南昌市，大股东为南昌水业集团。公司主要经营自来水供应和污水处理业务，目前拥有自来水供应能力120万吨/日，污水处理能力15万立方米/日。

目前公司在建污水处理工程两个（萍乡二期和温州鹿城轻工产业园区污水处理厂一期），合计处理能力5万立方米/日，预计今年7月份投产。拥有两个规划中的自来水厂（南昌市红角洲水厂和城北水厂），自来水供应能力均为10万吨/日，其中红角洲水厂已确定年内开工建设。

2. 收购资产盈利能力很有保障。

公司此次增发收购资产预案已获得国资委批复，本次收购完成后，将实现南昌水业集团业务整体上市，建立完整的自来水业务产业链以及获得覆盖全省的污水处理业务。

➤ 收购环保公司整合全省百万吨污水处理项目

本次收购标的中最重要的的是环保公司。环保公司已与江西省行政事业资产集团签署协议收购全省77个县的78家污水处理厂30年的特许经营权，基本覆盖了全省（除南昌市外）的污水处理项目。概算总出让金额为25亿元左右，资本金比例为30%。目前78个污水处理厂的移交工作进展顺利，截至2010年4月28日，环保公司与各县市污水处理厂所在地政府签订了分合同的有68家，已经进行了资产移交的有27家，均已投入正式运行，预计上半年移交工作进度将会达到80%以上。78家污水处理厂总处理规模为99.8万立方米/日，此外还有二期规划处理能力50.8万立方米/日，在一期运行后择机进行建设。

根据协议，环保公司污水处理项目的净资产收益率将会在8%以上，各厂的保底水量、污水处理费价格将会在此基础上进行倒推核算。由于环保公司与各县市政府和省政府的协议，我们认为上述项目的盈利能力将会有很好的保障，2009年底江西省对“统一全省城市污水处理费征收标准听证方案”进行了听证，江西省环保部门已经按照调整后的标准来收取污水处理费。调整方案自2010年2月1日起执行，征收标准为：居民生活用水的污水处理费全省统一确定为每吨0.8元至1.1元；工业企业污水处理费征收标准为每吨0.8元。经测算，全省污水处理费调价总额为3.55亿元，各县市的支付能力也得到了保障。

➤ 收购南昌供水公司实现厂网一体化

本次收购第二个标的为南昌市供水公司，供水公司拥有南昌市供排水管网，还拥有供水能力10万立方米/日的双港水厂50%股权。供水公司并入上市公司后一是将消除大股东南昌水业集团与洪城水业之间的关联交易；二是将使洪城水业实现厂网一体化经营，从而直接享受到水价上调的利好；三是能够降低管理成本，提高自来水厂和供水官网整体的利润水平。

➤ 收购南昌朝阳污水处理厂

此外本次收购还将使公司获得南昌市朝阳污水处理厂，增加8万立方米/日的污水处理能力。

3. 长期看污水处理规模提高和水价上调。

公司后期的成长空间主要体现在污水处理能力的继续提高和水价上调。

在此次全省统一建设的78家污水处理厂投产之前，江西省的污水处理能力仅仅局限在南昌市和公司经营的九江、萍乡以及其余少数县市。目前尽管建设了78家污水处理厂，全省的污水处理率离国家制定的2010年底全国城镇污水处理率达到70%的目标仍有一定距离。2008年江西省城市人口达到716万人，其中南昌市达到203万人，按照略低于南昌市的用水量水平计算，全省（除南昌外）要达到70%的污水处理率约需要180万立方米/日的污水处理能力，预计二期50.8万立方米/日处理能力的建设预计将会很快展开。

2010年2月国家公布了鄱阳湖生态经济区规划，规划内容之一为加强生活污染防治，加快建设城镇生活污水处理设施，完善管网收集系统，到2015年所有市县和重点镇建成污水处理厂，污水集中处理率达到85%。城镇污水和垃圾处理工程建设目标为：重点建设流域内85座县（市）污水处理厂及城镇、工业园区、企业污水处理设施，配套建设管网约4200公里，新增日污水处理能力约500万吨；由于环保公司业务目前已经覆盖其中大部分范围，根据水务行业特征，我们认为存在以其为主体进行相关污水处理项目运营的可能性。随着城市人口增加和污水处理率要求的提高，我们认为环保公司的污水处理业务将会获得持续的增长。

2009年9月南昌市自来水价格上调了0.3元/吨达到1.33元/吨的水平，2010年2月南昌市污水处理费由0.5元/吨上调到0.8元/吨，但上调后南昌市居民生活用水的最终到户价为1.98元/吨，在全国36个大中城市中排名第29位，远低于2009年中期全国水价大面积上调前36个大中城市居民生活用水价格3.77元/吨的平均水平，仍处于较低水平；2009年南昌市城镇居民人均可支配收入16472元，同比增长9%，2007年南昌城区人均生活用水53.77吨，按2009年人均用水量50吨、水费支出占人均可支配收入1%比例计算，南昌水价能够上调到3.3元/吨的水平，较目前水平高出三分之二；同时公司2009年的ROE水平仅为4%，供水公司2009年度亏损，我们认为不排除水价继续上调的可能。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司股本增加至2.2亿股后2010-2012年EPS为0.49元、0.68元和0.79元，按照5月20日收盘价13.86元计算，对应的动态PE为28倍、20倍和18倍，按公司增发后合计净资产16.95亿元计算，对应市净率为1.8倍。

以5月20日收盘价，2010年一季度末净资产和2010年预测净利润计算，A股上市水务公司加权平均市净率和市盈率分别为3.83倍和33.1倍，公司估值水平低于行业均值，维持“增持”的投资评级。

5. 风险提示

- 增发失败的风险。
- 环保公司净资产收益率短期内达不到预设水平的风险。

图表：洪城水业盈利预测表（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,342	97,102	127,426	140,169
减：营业成本	14,147	64,256	87,290	96,019
营业税金及附加	111	117	120	138
资产减值损失	-16	0	0	0
销售费用	79	83	85	98
管理费用	2,104	9,710	12,743	14,017
财务费用	926	10,350	10,252	10,252
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	200	800	920
营业利润	2,990	12,786	17,737	20,565
加：营业外收入	25	0	0	0
减：营业外支出	37	40	40	46
利润总额	2,978	12,746	17,697	20,519
减：所得税	739	1,784	2,478	2,873
净利润	2,240	10,961	15,219	17,647
归属于母公司所有者的净利润	2,098	10,811	15,069	17,474
少数股东损益	142	150	150	173
基本每股收益（元）	0.15	0.49	0.68	0.79
稀释每股收益（元）	0.15	0.49	0.68	0.79

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040