

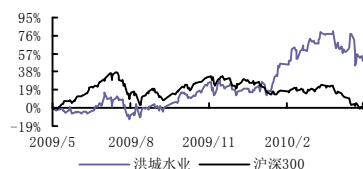
公用事业 - 供水供气

2010 年 5 月 21 日

市场数据	2010 年 5 月 21 日
当前价格 (元)	13.90
52 周价格区间 (元)	8.17-16.80
总市值 (百万)	1946.00
流通市值 (百万)	1946.00
总股本 (百万股)	140.00
流通股 (百万股)	140.00
日均成交额 (百万)	46.79
近一月换手 (%)	49.54%
第一大股东	南昌水业集团有限责任公司
公司网址	http://www.jxhcsy.com

财务数据	FYE
毛利率	30.45%
净利率	10.31%
净资产收益率	4.24%
总资产收益率	298.55%
资产负债率	24.62%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	92.79
市净率	3.93

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
洪城水业	-11.41%	2.13%	49.62%
沪深 300	-14.46%	-14.84%	0.68%

顾静

执业证书号: S1030209080560

(0755) 83199599-8206
Gujing@cscsco.com.cn

分析师申明

本人, 顾静, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩即将进入上升通道

—洪城水业 (600461) 调研简报

评级: 增持

■ 2010 年 5 月 18 日, 公司非公开发行股票事宜获国资委批复, 近期通过实地调研, 我们认为完成本次收购后, 公司即将成为江西地区的水务龙头, 业绩进入上升通道。

■ 原因一: 实现“厂网一体化”, 业绩将直接受益水价上调。

- 1) 目前公司是采取“厂网分开”的改制模式, 售水价格按照与供水公司签订的《自来水供销合同》一直维持在 0.55 元/吨。完成供水公司收购后, 公司将消除关联交易的影响, 实现“厂网一体化”, 可直接受益于终端水价上调。(2009 年 9 月 1 日, 南昌市自来水上调幅度为 29.13%)
- 2) 南昌供水价格短期上调空间犹存。目前全国居民平均生活用水费 (不包括污水处理费) 收入占比仅约为 0.68%, 南昌为 0.57%, 低于全国平均水平; 南昌供水价格亦低于周边省会城市均值, 我们认为短期仍有上涨潜力。

■ 原因二: 污水处理业务将跨越式发展。

- 1) 规模和业绩“双增长”。从规模来看, 公司目前污水处理规模为 15 万 M³/日, 完成环保公司 (一期规模为 99.80 万吨/日) 和朝阳公司 (8 万吨/日) 收购后, 污水处理规模将是现有的 8 倍; 从业绩来看, 预计环保公司收购污水处理厂正式投入运营后, 污水处理业务年均净利润将新增近 6200 万。
- 2) 受益鄱阳湖生态经济区规划, 成长性良好。根据规划到 2015 年江西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%。根据我们的测算, 要达到规划目标, 至少还需新增污水处理能力约 170 万吨。我们认为环保公司完成二期污水处理 (50.8 万吨/日) 扩建后, 有望继续近 120 万吨/日的三期扩建。

■ 原因三: 内延式增长潜力犹存。公司萍乡二期和温州鹿城一期项目预计今年陆续投入商业运行, 将新增污水处理能力 5 万立方米/日; 策应南昌市 2011 年主办全国第七届城市运动会, 预计 2011 年红角洲水厂 (10 万立方米/日) 有望投产。

■ 给予公司“增持”评级。预计公司完成非公开增发收购后, 2010-2011 年, 摊薄后的每股收益分别为 0.38 元、0.50 元, 对应 37.06 倍、27.92 倍市盈率。与行业可比公司比较, 估值优势虽暂不明显, 虑及公司良好的成长性, 给予“增持”评级。

■ 风险提示: 公司非公开增发进程、环保公司资产移交或低于预期。

公司拟非公开增发获批，业绩将进入上升通道

2010 年 5 月 18 日，公司发布《关于非公开发行股票事宜获国资委批复的公告》。公司拟向不超过 10 名投资者定向增发 8000 万股票，发行价格不低于 14.13 元/股。募集资金用于收购控股股东水业集团持有的南昌供水有限责任公司（简称“供水公司”）、江西洪城水业环保有限公司（简称“环保公司”）和南昌市朝阳污水处理环保有限责任公司（简称“朝阳公司”）的全部股权。

近期通过实地调研，我们认为完成本次收购后，公司即将成为江西地区的水务龙头，业绩进入上升通道。

原因一：实现“厂网一体化”，业绩即将受益水价上调

关联交易影响消除，实现“厂网一体化”

目前公司是采取“厂网分开”的改制模式，进行自来水生产，销售给拥有管网的供水公司（控股股东水业集团旗下全资子公司），售水价格按照与供水公司签订的《自来水供销合同》一直维持在 0.55 元/吨。公司利润增长主要是通过供水量的增加、供水区域的扩大。

收购供水公司完成后，公司将消除关联交易的影响，实现“厂网一体化”，即将直接受益于终端水价上调。2009 年 9 月 1 日，南昌市自来水价格进行了调整，自来水综合平均销售价格从 1.03 元/吨调整为 1.33 元/吨，上调幅度为 29.13%。

南昌供水价格短期上调空间犹存

目前国内水价整体偏低，南昌明显。全国居民平均生活用水费（不包括污水处理费）收入占比仅约为 0.68%，南昌为 0.57%，低于全国平均水平；南昌供水价格亦低于周边省会城市均值，我们认为短期仍有上涨潜力。

Figure 1 南昌周边类似城市水价情况 单位：元/吨

城市	居民生活	工业	行政事业	经营服务	居民生活 (污水处理费)
合肥	1.29	1.41	1.50	1.93	0.51
长沙	1.21	1.38	1.21	2.20	0.65
武汉	1.10	1.65	1.50	2.35	0.80
平均	1.20	1.48	1.40	2.16	0.65
南昌	1.18	1.45	1.45	1.65	0.80

资料来源：中国管网、世纪证券研究所

原因二：污水处理业务将实现跨越式发展**污水处理规模和业绩“双增长”**

公司此次拟收购的环保公司以 TOT（移交—运营—移交）方式经营江西省境内 78 家污水处理厂项目，设计污水处理能力 99.8 万立方米/日，二期扩建后的设计总规模达 150.60 万吨。特许期自污水处理厂正式运营之日起三十年。朝阳公司主营业务为污水处理，污水处理能力 8 万立方米/日。

从规模来看，公司目前污水处理规模为 15 万 M³/日，完成 2 家环保公司收购后，污水处理规模将是现有的 8 倍；从业绩来看，按照环保公司运营受让污水处理厂的基准年净资产收益率为 8%（税后），预计公司收购污水处理厂正式投入运营后，将至少有 6000 万的净利润；加上朝阳公司，预计净利润将新增近 6200 万。

有望持续受益于鄱阳湖生态规划

2010 年 2 月，《鄱阳湖生态经济区规划》发布。规划要求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%。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。

目前江西省日污水处理能力为 270 万吨，江西省废水排放年复合增长率约为 4.4%，根据我们的测算，要达到规划目标，至少还需新增污水处理能力约 170 万吨。我们认为未来在环保公司完成二期污水处理（50.8 万吨/日）扩建后，有望继续进行约 120 万吨/日的三期扩建。

原因三：内延式增长潜力犹存

公司萍乡污水处理厂二期（4 万立方米/日）和温州鹿城轻工产业园区污水处理厂一期项目（1 万立方米/日）预计今年陆续投入商业运行，公司的污水处理能力将达到 20 万 M³/日的规模；策应南昌市 2011 年主办全国第七届城市运动会，公司拟建红角洲水厂（10 万立方米/日）、城北水厂（10 万立方米/日）两座新水厂，其中红角洲水厂已动工，预计 2011 年有望投产。

给予公司“增持”评级。

关键假设：1）公司预测供水公司 2010 年度盈利预测实现归属母公司所有者净利润为 2,672.78 万元，朝阳公司 2010 年度盈利预测实

现归属母公司净利润为 161.94 万元，洪城水业 2010 年度备考合并盈利预测实现归属母公司净利润为人民币 5,251.65 万元，我们认为暂不考虑水价上调，2011 年将基本持平；

2) 预计环保公司的 78 个污水处理厂在今年 8 月前将全部完成资产交割，2010-2011 年的产能利用率分别为 50%和 95%，将实现归属母公司净利润分别为 3000 万、5700 万。

我们预计，公司完成非公开增发收购后，2010-2011 年，摊薄后的每股收益分别为 0.38 元、0.50 元，对应 37.06 倍、27.92 倍市盈率。与行业可比公司比较，估值优势虽暂不明显，虑及公司良好的成长性，给予“增持”评级。

Figure 2 水务行业可比公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）			市盈率		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
000826	桑德环境	0.35	0.53	0.74	58.63	39.10	27.86
600008	首创股份	0.20	0.21	0.24	29.35	28.74	25.00
600168	武汉控股	0.16	0.23	0.27	45.50	32.31	28.17
600323	南海发展	0.38	1.31	0.61	34.42	10.08	21.49
600461	洪城水业	0.15	0.38	0.50	92.78	37.06	27.92
600874	创业环保	0.17	0.20	0.22	37.06	31.14	28.16
601158	重庆水务	0.24	0.27	0.29	38.53	30.71	27.62

资料来源：Wind、世纪证券研究所

风险提示

公司非公开增发进程、环保公司资产移交、鄱阳湖生态经济区规划或低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.