

水务

2010年6月25日

洪城水业(600461)

当前股价: 14.87 目标价: 15

资产注入提升盈利

投资要点:

- 公司非公开发行股票工作进展顺利,已获国资委批复。此次非公开发行,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公司、环保公司和朝阳污水处理环保公司的全部股权。完成本次收购后,公司将成为江西地区的水务龙头,盈利能力大大提升。公司现有供水能力120万立方米/日的规模,污水处理能力15万立方米/日的规模。同时随着萍乡污水处理厂第二阶段工程和温州鹿城轻工业园区污水处理厂一期项目今年建成投产,陆续投入商业运行,公司的污水处理能力将达到20万立方米/日的规模。
- 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%,水价的上调将大幅提升供水公司的盈利能力。我们估计供水公司供水成本在1.1元/吨左右,在3亿吨供水量、3月31日为资产评估日基础上测算,我们认为供水公司2010年将实现净利润3300万元,实现扭亏为盈。我们的预测结果与公司备考盈利预测的结果差别不大。
- 由于环保公司目前的收入、运行成本和财务费用暂时存在很大的不确定性,公司未具备编制盈利预测,我们依据污水处理费的定价公式,在达到设计规模的情况下测算环保公司年净利润为6000万元。
- 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,在设计产能、8%净利润条件下测算,年利润在160万左右,与朝阳公司2010年度备考盈利预测基本吻合。
- 我们预计公司10-12年公司营业收入分别达到7.88亿、8.81亿、9.12亿,实现每股收益分别为0.50元、0.61元、0.66元,目前公司10年30X动态PE为水务行业的平均水平,我们给予公司“观望”评级,6个月目标价位为15元。

研究员: 程鹏

执业证书编号: S0570210030024

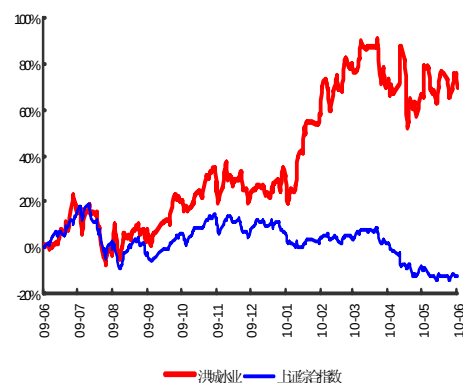
电话: 025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址: 南京市,中山东路90号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

一、注入水务资产，盈利稳步提升

近日，我们对洪城水业进行了实地调研，与公司高管就非公开发行、未来发展动向等问题进行了交流。目前公司非公开发行股票工作进展顺利，已获国资委批复。此次非公开发行，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公司、环保公司和朝阳污水处理环保公司的全部股权。完成本次收购后，公司将成为江西地区的水务龙头，盈利能力大大提升。

公司现有供水能力 120 万立方米/日的规模，污水处理能力 15 万立方米/日的规模。同时随着萍乡污水处理厂第二阶段工程和温州鹿城轻工产业园区污水处理厂一期项目今年建成投产，陆续投入商业运行，公司的污水处理能力将达到 20 万立方米/日的规模。

2002 年 7 月，水业集团有限公司所拥有的供水管网设施、供水营销的相关资产、债权债务经剥离，成立国有独资性质的南昌供水有限公司，专门负责自来水销售、供水管网设施运营、管理和维护。由于供水价格偏低，成本不断上升，供水公司连续多年亏损。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%，水价的上调将大幅提升供水公司的盈利能力。我们估计供水公司供水成本在 1.1 元/吨左右，在 3 亿吨供水量、3 月 31 日为资产评估日基础上测算，我们认为供水公司 2010 年将实现净利润 3300 万元，实现扭亏为盈。我们的预测结果与公司备考盈利预测的结果差别不大。目前南昌市自来水价格（含污水处理费）在全国省会城市中排名第 23 位，仍属偏低，在适度考虑居民承受能力的前提下仍具备一定的向上调整空间，供水公司盈利持续、稳定增长将得到有效保障。

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，根据江西省发改委的批复，本项目一期设计实施规模为 99.80 万吨，二期扩建后的设计总规模达 150.60 万吨。扩建二期工程在同等条件下，将优先选择环保公司。特许期自污水处理厂正式运营之日起三十年，合同概算价格为 22.6 亿，最终出让价款以与 77 个县市签订的分合同价款总和为准。依据目前签约情况，初步预计特许经营权出让总金额为 25 亿元左右，环保公司目前正在向国家开发银行申请长期贷款用于支付部分特许经营权价款。我们预计 25 亿元的特许经营权出让金，将以 30% 的自有资金和 70% 的长期贷款解决。

根据合同，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），净资产按县市污水处理厂特许经营权出让价格的 30% 计算。根据环保公司与各县（市）签订的协议，环保公司污水处理收费以各家污水处理厂设计能力为基准，超过或低于该基准数额的按超进水费和欠进水费（按实际计算）支付，基本水量部分的计算单价为基本单价：

基本单价 = (污水处理厂运行总成本费用 + 特许经营权出让价格 × 30% × 8%) / 设计规模

由于环保公司目前的收入、运行成本和财务费用暂时存在很大的不可确定性，公司未具备编制盈利预测，我们依据污水处理费的定价公式，在达到设计规模的情况下测算

环保公司年净利润为 6000 万元。

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，在设计产能、8%净利润条件下测算，年利润在 160 万左右，与朝阳公司 2010 年度备考盈利预测基本吻合。

二、水价上调预期支撑行业高估值

长期以来，水价偏低，没有反映出水资源稀缺程度和水环境治理成本，导致目前水资源浪费相当严重，水污染也得不到有效治理。近几年来，国家加大了水价改革的力度，《水利工程供水价格管理办法》和《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》相继出台，城市供水价格的逐步上调成为大势所趋。2009 年价格调整后，南昌供水价格与周边省会城市比较而言，也处于偏低水平，我们认为长期来看仍有上涨潜力。

表格 1 南昌及周边省会水价 单位：元/吨

城市	居民	工业	行政事业	经营服务	污水处理
合肥	1.29	1.41	1.5	1.93	0.51
长沙	1.21	1.38	1.21	2.2	0.65
武汉	1.1	1.65	1.5	2.16	0.8
南昌	1.18	1.45	1.45	1.65	0.8

资料来源：华泰证券

上述收购完成后，公司将拥有南昌市自来水制水、管网资产和江西省 77 个县（市）的污水处理特许经营权，这不但实现了整体上市以及南昌市自来水供水“厂网合一”的经营模式，还将使公司污水处理能力提高到 114.80 万立方米/日。

由于污水处理业务收入方式确定，比较稳定，增量来自于规模扩张，而城市供水则将直接受益于水价的上调，水价每提高 0.1 元/吨，对 EPS 的贡献是 0.14 元，影响显著，但今年再次调整的可能性较小。

三、盈利预测与评级

◆ 基本预测

（1）资产注入完成后，公司业务主要有：自来水供应和污水处理；

表格 2 公司业务规模预测 单位：万吨

预测内容	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
制水	31000	32240	33530	34871	36266	37716
供水	30420	31637	32902	34547	36275	38088
污水处理	5660	5886	6122	6367	6621	6886
70T 污水处理	18000	25000	29000	36500	36500	36500

资料来源：华泰证券

（2）2010 完成集团资产注入；

（3）红角州水厂 2010 年开始建设，2013 年投运。

◆ 公司评级：推荐

10-12 年公司营业收入分别达到 7.88 亿、8.81 亿、9.12 亿，实现每股收益分别为 0.50 元、0.61 元、0.66 元，目前公司 10 年 30X 动态 PE 为水务行业的平均水平，我们给予公司“观望”评级，6 个月目标价位为 15 元。

表格 5 盈利预测 单位: 百万元

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2010E	2011E	2012E	会计年度	2010E	2011E	2012E
流动资产	260	315	373	营业收入	788	881	912
现金	100	150	200	营业成本	482	470	488
应收账款	121	135	140	营业税金及附加	4	5	5
其他应收款	0	0	0	营业费用	3	3	4
预付账款	0	0	0	管理费用	82	88	80
存货	18	18	19	财务费用	77	143	135
其他流动资产	21	12	14	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	4136	4020	3904	公允价值变动收			
长期投资	16	16	16	益	0	0	0
固定资产	1400	1290	1177	投资净收益	0	0	0
无形资产	2708	2708	2708	营业利润	140	172	199
其他非流动资产	12	6	3	营业外收入	0	0	0
资产总计	4396	4335	4277	营业外支出	0	0	0
流动负债	796	671	553	利润总额	140	172	199
短期借款	774	649	531	所得税	28	34	50
应付账款	11	10	11	净利润	112	137	150
其他流动负债	11	11	11	少数股东损益	3	3	4
非流动负债	1853	1853	1853	归属母公司净利润	109	134	146
长期借款	1853	1853	1853	EBITDA	289	430	450
其他非流动负债	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.61	0.66
负债合计	2649	2524	2406	主要财务比率			
少数股东权益	37	41	45	会计年度	2010E	2011E	2012E
股本	220	220	220	成长能力			
资本公积	1298	1298	1298	营业收入	287.3%	11.8%	3.5%
留存收益	191	252	308	营业利润	368.7%	22.6%	16.1%
归属母公司股东权益	1709	1770	1827	归属于母公司净利润	421.2%	22.6%	8.6%
负债和股东权益	4396	4335	4277	获利能力			
现金流量表				毛利率 (%)	38.9%	46.6%	46.4%
单位: 百万元				净利率 (%)	13.9%	15.2%	16.0%
会计年度	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	6.4%	7.6%	8.0%
经营活动现金流	142	391	393	ROIC (%)	4.1%	6.1%	6.2%
净利润	112	137	150	偿债能力			
折旧摊销	72	116	116	资产负债率 (%)	60.3%	58.2%	56.2%
财务费用	77	143	135	净负债比率 (%)	99.17%	99.14%	99.08%
投资损失	0	0	0	流动比率	0.33	0.47	0.67
营运资金变动	-124	-6	-8	速动比率	0.30	0.44	0.64
其他经营现金流	5	1	0	营运能力			
投资活动现金流	-3600	0	0	总资产周转率	0.31	0.20	0.21
资本支出	1100	0	0	应收账款周转率	10	7	6
长期投资	0	0	0	应付账款周转率	70.61	45.11	46.56
其他投资现金流	-2500	0	0	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	3501	-341	-343	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.61	0.66
短期借款	734	-125	-119	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.64	1.78	1.79
长期借款	1750	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	7.77	8.05	8.30

普通股增加	80	0	0	估值比率			
资本公积增加	1039	0	0	P/E	29.92	24.42	22.48
其他筹资现金流	-102	-216	-225	P/B	1.91	1.85	1.79
现金净增加额	43	50	50	EV/EBITDA	8	5	5

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。