

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266
联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

资产注入助推业绩，生态经济区规划铸造成长空间

事件描述

近日我们调研了洪城水业，与公司高管就公司经营情况和未来发展进行了沟通。

事件评论

- 公司是 2001 年由南昌水业集团有限责任公司为主发起人，联合北京市自来水集团有限责任公司、泰豪信息技术股份有限公司、南昌市煤气公司、南昌市公用信息技术有限公司共同发起设立的股份公司。公司主要经营业务为自来水供应和污水处理业务。公司近期对大股东南昌水业集团非公开新发行不超过 8000 万股，全部用于回购大股东持有的全资子公司，为公司注入了大股东的优质盈利资产，增强公司的盈利能力，同时也体现了大股东对公司未来水务业务做大做强的大力支持。
- 2009 年 12 月 12 日，国务院批复了鄱阳湖生态经济区，从而使鄱阳湖生态区建设上升为国家战略。江西作为鄱阳湖生态经济区重点省份，提升到国家战略高度的生态保护批示是一个重大利好，公司作为本地最大的污水处理企业在本地污水处理上有着重大使命，同时也为其污水处理行业的产能扩张提供了良好的发展平台。
- 公司目前拥有 15 万吨/日的污水处理能力，通过积极对外扩张，收购和自建污水处理厂投产后，公司污水处理产能将出现爆发性扩张。公司投资的污水处理项目将陆续在年内投产，同时公司污水处理项目都有签订保有水量协议，保障了公司污水处理业务收入的稳定。
- 公司收购 78 个污水处理工厂，按照年化收益率 8% 预计可以给公司每年新增 6000 多万利润，但同时由于公司收购污水厂分布较广，给公司管理带来挑战。公司也放弃了在污水处理费上升趋势下所带来的超额收益率，因而对此事件持谨慎态度。
- 我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.50 元、0.62 元和 0.63 元，对应动态市盈率为 29.78、24.02 和 23.63 倍。公司估值与行业平均水平基本持平，目前股价较能反应公司实际价值，给予“谨慎推荐”评级

区域性水务龙头凸显

公司是 2001 年由南昌水业集团有限责任公司为主发起人，联合北京市自来水集团有限责任公司、泰豪信息技术股份有限公司、南昌市煤气公司、南昌市公用信息技术有限公司共同发起设立的股份公司。公司主要经营业务为自来水供应和污水处理业务。

➤ 自来水供应：公司目前拥有青云、朝阳、下正街、长堍以及牛行五个制水厂，制水能力为 120 万吨/日，是南昌市最大的专业制水企业。

表 1：公司自来水供应能力一览

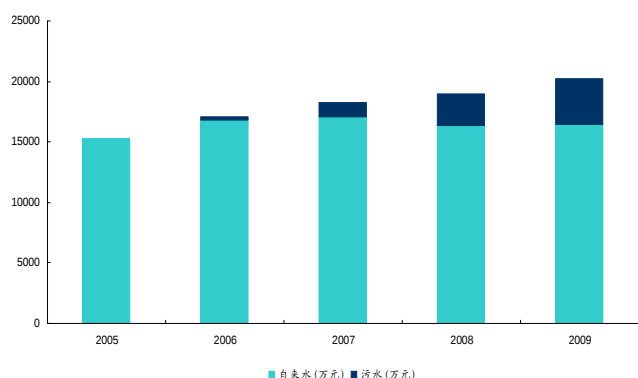
自来水公司 供水能力（万吨/日）

长堍水厂	10
下正街水厂	10
朝阳水厂	30
青云水厂	60
牛行水厂	10

资料来源：公司公告，长江证券研究所

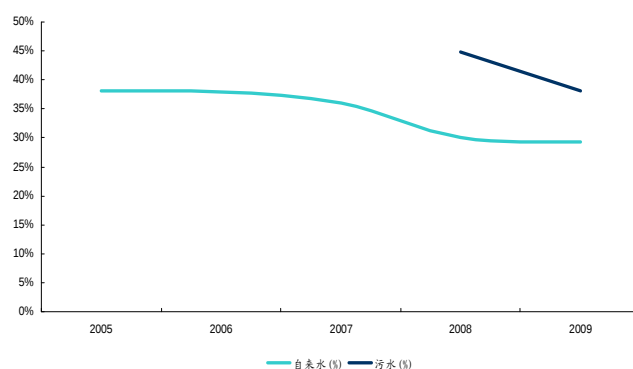
➤ 污水处理业务：公司污水处理能力为 15 万吨/日，环保公司以 TOT（移交—运营—移交）方式经营江西省境内 78 家污水处理厂项目，设计污水处理能力 99.8 万吨/日，届时公司的污水处理能力达到 114.8 万吨/日。

图 1：公司主营业务收入构成



资料来源：长江证券研究所

图 2：主营业务毛利率情况

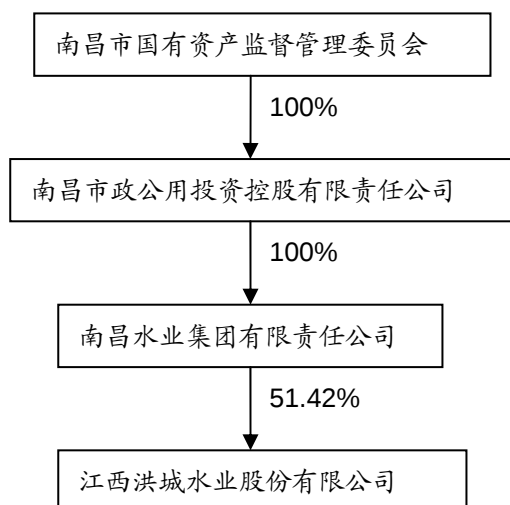


资料来源：长江证券研究所

背靠水业集团大股东，大树底下好乘凉

公司控股股东南昌水业集团有限责任公司持有洪城水业 51.42% 股权，公司近期对大股东非公开性发行数量不超过 8000 万股，全部用于收购控股股东南昌水业集团有限责任公司持有的全资子公司南昌供水有限责任公司、江西洪城水业环保有限公司和南昌市朝阳污水处理环保有限责任公司 100% 股权，注入资产全为大股东优质盈利资产，增强公司盈利能力，也体现了大股东对公司未来水务业务做大做强的大力支持。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

鄱阳湖生态经济区的“360 安全卫士”

2009 年 12 月 12 日，国务院批复了鄱阳湖生态经济区，从而使鄱阳湖生态区建设上升为国家战略。

按照《鄱阳湖生态经济区规划》指出对于污染防治的要求：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%。污水处理厂出水达到一级排放标准，对排放湖泊水库的执行更严格的标准。

目前全省的污水处理率较低，按照 2007 年统计数据仅仅为 30%左右，作为鄱阳湖生态经济区的重点省份，江西省也仅仅建成 100 座污水处理厂，按照江西规划到 2015 年污水日处理能力要达到 500 万吨，而现在的日处理能力为 170 万吨，CAGR=24.09%。

对于本地水务企业来说，提升到国家战略高度的生态保护批示是一个重大利好，公司作为本地最大的污水处理企业在本地污水处理上有着重大使命，同时也为其污水处理行业的产能扩张提供了良好的发展平台。

表 2：鄱阳湖生态经济区部署安排一览

时间	阶段	任务
2009~2015	先行先试、强基固本	创新体制机制，夯实发展基础，壮大生态经济实力，初步形成生态与经济协调发展新模式
2016~2020	深入推进、全面发展	构建保障有力的生态安全体系，形成先进高效的生态产业集群，建设生态宜居的新型城市群，为本世纪中叶基本实现现代化打下良好基础

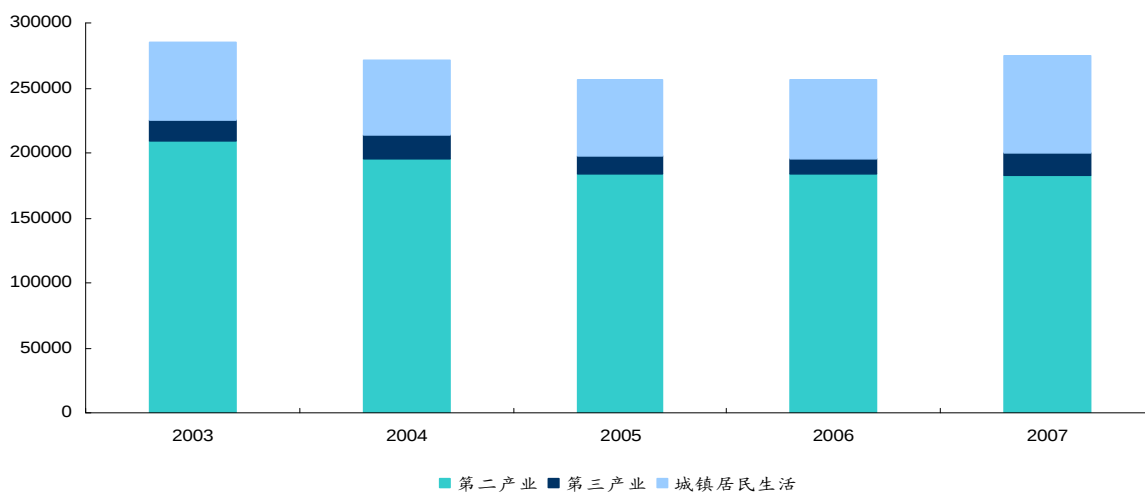
资料来源：长江证券研究所

图 4：鄱阳湖生态区污水处理厂分布情况



资料来源：长江证券研究所

图 5：江西省废水各产业排放情况



资料来源：江西省统计局，长江证券研究所

表 3：鄱阳湖生态经济区主要指标表一览

指标	2008	2015	2020
鄱阳湖水质	III类左右	III类以上	III类以上
单位工业增加值用水量降低(%)	/	25%	比 2015 年下降 15%
化学需氧量排放量减少(%)	/	10%	比 2015 年下降 15%
人均地区生产总值(元)	19810	45000	80000

城镇居民人均可支配收入（元）	/	年均增长 8.5%	年均增长 8%
农村居民人均纯收入（元）	/	年均增长 8%	年均增长 8%
城镇化率（%）	42.2	50	60

资料来源：鄱阳湖生态经济区规划，长江证券研究所

管网注入助自来水供应平稳增长

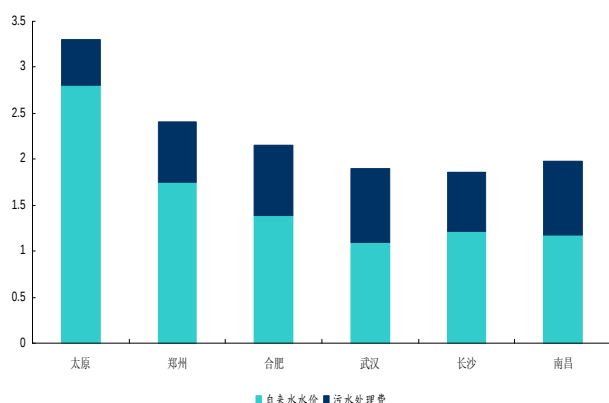
公司自来水供应维持平稳态势，供水行业受制于属地性，对外扩张在短期内不能实现。

公司一般用水比例保持工业：居民为 1：1 比例，近几年来虽然出现下降，整体上与当年的天气情况、工业发展以及城市化率有关，今年由于上半年的天气较往年气温低，因此我们预期今年上半年用水量将比去年略降低。

定增发行后，公司将供水公司并入进来，那么公司供水形式将由原来的趸售制变更为厂网一体，之前公司自来水销售增值税只征收一次，供水公司并入之后，公司在终端售水将会再收取一次增值税。

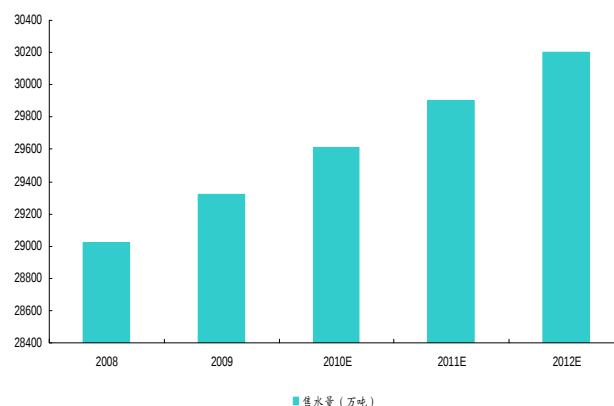
在趸售制下，公司每年以 0.59 元/吨向供水公司售水，不能享受到南昌市政府对于终端用水客户的提价带来的收益，而供水公司并入后，公司开始享受对终端客户提价带来的收益提升，在我国，自来水水价上涨将是一个长期的趋势，必然为供水公司带来盈利。

图 6：南昌总体水价仍处于偏低水平



资料来源：中国水网，长江证券研究所

图 7：公司自来水平稳增长



资料来源：长江证券研究所

污水处理产能将出现爆发式扩张

公司目前拥有的污水处理能力为 15 万吨/日，公司积极对外扩张，收购和自建污水处理厂投产后，今年年底公司污水处理能力将达 119.8 万吨/日。公司污水处理项目都签订有保有水量协议，第一年为 60%，第二年 70%，第三年 80%，第四年 100% 结算，保障了公司污水处理业务收入稳定。而前期公司的污水处理项目产能利用率都能达到 100%。

- 通过非公开性发行，公司向大股东下属环保公司以 TOT（移交—运营—移交）方式经营江西省境内 78 家污水处理厂项目收购过来，一期设计污水处理能力 99.8 万立方米/日，特许期自污水处理厂正式运营之日起三十年，目前还有 4 家共 8000 吨/日处理能力污水处理小厂未移交，预计 7 月底将移交完成，目前有已有 10 多家水厂开始进入试运营，明年全部水厂将全部运营，二期设计污水处理能力为 150.8 万吨/日；
- 萍乡二期污水处理 4 万吨/日，今年年底投产；
- 温州鹿城轻工产业园区污水处理厂一期项目 1 万吨/日，今年年内投产；
- 非公开性发行，收购朝阳污水处理厂 8 万吨/日处理能力。

表 4：目前公司的污水处理项目的情况

子公司	占比 (%)	被参控公司主营业务	污水处理费 (元/吨)	产能利用率%
温州清波污水处理有限公司	51	污水处理、污水工程设计、施工	1.06	100%
温州洪城水业环保有限公司	51	污水处理、污水工程设计、安装	1.06	100%
萍乡市洪城水业环保有限责任公司	100	污水处理、污水工程设计、安装	0.56	100%
南昌市洪城水业工程设备有限公司	100	给排水设备、仪器仪表生产、销售		100%
九江市蓝天碧水环保有限公司	51	污水与垃圾处理工程设施开发	0.552	100%
朝阳污水处理环保有限公司	100	为公用事业和环境保护提供服务；城市生活污水和工业废水处理		100%

资料来源：长江证券研究所

收购 78 个污水处理对公司影响相对中性

我们认为收购 78 个污水处理厂对于公司的影响相对中性：投资收益率 8% 可以为公司每年增厚 6000 万利润，但污水处理行业长期向上趋势，公司不能完全享受。

- 公司收购的污水处理厂分布地区较广，对于公司的管理是极大的挑战，同时公司经营小的污水处理厂，大部分都集中在小于 1 万吨/日处理量的小厂，相对而言没有规模优势。

表 5：公司污水处理能力集中于小污水处理厂

产能范围	家数	总处理量 (万吨/日)
小于等于 1 万吨/日	53	43.8
大于 1 万吨/日，小于 3 万吨/日	23	44
大于等于 3 万吨/日	2	10

资料来源：长江证券研究所

- 这一块的业务是与政府之前谈判规定好了投资收益率为 8%，只能说能够获得相对于银行利率稍高的回报率，公司未来的成长性已经被约定。
- 公司污水处理之后与政府进行结算，在谈判的年净资产收益率约定好的情况下，公司不能享受污水处理费上升趋势带来的超额收益率。

盈利预测

盈利预测主要假设：

- 公司非公开性发行在今年能够顺利完成；
- 收购 78 家污水处理厂能够顺利交割完成；
- 公司自来水供应平稳增加；

根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.50 元、0.62 元和 0.63 元，对应动态市盈率为 29.78、24.02 和 23.63 倍。公司估值与行业平均水平基本持平，目前股价较能反应公司实际价值，给予“谨慎推荐”评级。

表 4：公用事业行业公司预测 PE 值

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)	P/E (X)
------	------	----	---------	---------

			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000598.SZ	*ST 清洗	18.35	-0.380	0.518	0.648	(48.29)	35.43	28.32
000685.SZ	中山公用	16.23	1.360	1.601	1.867	11.93	10.14	8.70
000712.SZ	锦龙股份	17.86	0.660	0.848	1.070	27.06	21.06	16.69
000826.SZ	桑德环境	20.20	0.350	0.529	0.742	57.71	38.21	27.22
600008.SH	首创股份	5.69	0.203	0.208	0.239	27.97	27.38	23.83
600168.SH	武汉控股	7.28	0.160	0.000	0.169	45.50	/	43.05
600187.SH	ST 国中	8.35	0.060	0.170	0.200	139.63	49.12	41.75
600323.SH	南海发展	13.35	0.380	1.305	0.612	35.13	10.23	21.81
600874.SH	创业环保	5.86	0.170	0.203	0.224	34.47	28.91	26.16
601158.SH	重庆水务	6.95	0.240	0.265	0.295	28.96	26.23	23.58
行业中值						31.71	26.31	23.71
600461.SH	洪城水业	14.89	0.150	0.566	0.671	99.40	26.31	22.18

资料来源：wind,长江证券研究所

风险提示

1. 公司非公开性发行使得污水处理产能迅速扩张，后期的产能增速低于预期；
2. 非公开性发行注入的污水项目的管理和财务费用要大大高于预期。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	203	602	744	782	货币资金	57	60	74	78
营业成本	141	405	493	517	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	62	197	250	265	应收账款	31	92	114	120
% 营业收入	30.5%	32.7%	33.7%	33.8%	存货	5	15	19	20
营业税金及附加	1	3	4	4	预付账款	0	1	1	2
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1	2	3	3	流动资产合计	94	169	209	219
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	62	77	81	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	9	15	28	37	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	2.5%	3.8%	4.7%	固定资产合计	95	455	786	986
资产减值损失	0	3	1	0	无形资产	208	198	188	179
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	1	0	0
营业利润	30	111	138	140	其他非流动资产	288	288	288	288
% 营业收入	14.7%	18.4%	18.5%	17.9%	资产总计	703	1128	1488	1689
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	51	372	639	755
利润总额	30	111	137	139	应付款项	3	9	11	11
% 营业收入	14.6%	18.4%	18.5%	17.8%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	7	35	44	45	应付职工薪酬	2	5	6	6
净利润	22	75	93	95	应交税费	2	10	13	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	12	34	41	43
的净利润	21.0	70.0	86.8	88.2	流动负债合计	70	430	710	829
少数股东损益	1	5	7	7	长期借款	103	103	103	103
EPS（元/股）	0.15	0.50	0.62	0.63	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	80	113	196	246	负债合计	173	533	813	932
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	495	555	628	703
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	35	40	46	53
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	530	594	675	756
固定资产投资	-72	-406	-407	-308	负债及股东权益	703	1128	1488	1689
其他	-10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-83	-406	-407	-308		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.150	0.500	0.620	0.630
股权融资	4	0	0	0	BVPS	3.54	3.96	4.49	5.02
银行贷款增加（减少）	27	321	267	116	PE	91.17	27.32	22.04	21.69
筹资成本	21	-25	-41	-50	PEG	1.49	0.45	0.36	0.35
其他	-42	0	0	0	PB	3.86	3.45	3.04	2.72
筹资活动现金流净额	10	296	226	66	EV/EBITDA	23.37	12.77	10.24	9.16
现金净流量	7	3	14	4	ROE	4.2%	12.6%	13.8%	12.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。