



其他公用事业/公用事业

江南水务 (601199)

## 合作模式进入海绵城市“蓝海”值得期待

## ——海绵城市之“江南水务”更新报告

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车玺 (分析师)
	021-38676694	010-59312759	010-59312829
	wangw@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com	chexi@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

## 本报告导读:

期待江南水务基于合作、自身资金及资质等优势(参考同类水务公司做法)进入海绵城市蓝海市场。维持公司增持评级。

## 投资要点:

- **投资建议。**期待江南水务基于合作、资金及资质等优势(同类水务公司做法)进入海绵城市蓝海市场。维持 2016-2017 年盈利预测,预计 EPS 为 0.71、0.93 元。公司估值低于行业平均估值,考虑海绵城市等领域拓展、工程业务高增长等,参考同类公司(2016 年 33 倍)给予估值溢价,上调目标价至 24.85 元(2016 年 35 倍),维持增持评级;
- **公司基本面有望持续向好。**(1) 工程业务:农村管网改造(未来 5 年投资 15 亿元)、缙山应急水源地(9 亿元)、小湾水厂深度处理改建(3.87 亿元)等有望持续提供业绩增量;(2) 危废:公司已启动前期环评工作的秦望山工业废弃物综合利用项目预计投资额 4.42 亿元;(3) 污水处理:公司目前投运处理量较小、约 3 万吨/日,按照江阴市环保规划,预计未来将有数十万吨体量的乡镇污水处理并入公司;
- **期待公司基于合作、资金及资质进入海绵城市 PPP 项目。**华控赛格旗下清控人居通过与同方股份组成联合体中标迁安项目,同方股份下属同方水务等补齐清控人居资质、成为中标关键因素;同样深圳水务中标池州污水处理和排水管网 PPP 项目,光大水务进入镇江海绵 PPP 项目。期待公司基于合作、资金资质等优势进入海绵城市 PPP 项目;
- **海绵城市存在持续催化剂驱动。**海绵城市建设属新兴产业;中央及政策银行资金支持明确;第一、二批次示范城市陆续出台,第三批指日可待,订单有望持续爆发;区域流域责任边界、绩效考核等不断完善;
- **风险因素。**工程安装板块业绩增速、海绵城市项目进展不及预期。

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	749	856	1,166	1,715	2,335
(+/-)%	28%	14%	36%	47%	36%
经营利润(EBIT)	231	316	394	521	700
(+/-)%	46%	37%	25%	32%	34%
净利润	177	270	333	435	579
(+/-)%	22%	52%	24%	31%	33%
每股净收益(元)	0.38	0.58	0.71	0.93	1.24
每股股利(元)	0.23	0.18	0.11	0.14	0.19

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	30.9%	36.9%	33.7%	30.4%	30.0%
净资产收益率(%)	9.0%	12.3%	13.5%	15.4%	17.4%
投入资本回报率(%)	23.5%	32.4%	38.2%	71.8%	141.8%
EV/EBITDA	10.5	19.0	15.8	11.5	8.0
市盈率	55.0	36.2	29.3	22.4	16.8
股息率(%)	1.0%	1.0%	0.5%	0.7%	0.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.85

上次预测: 23.64

当前价格: 20.87

2016.05.17

## 交易数据

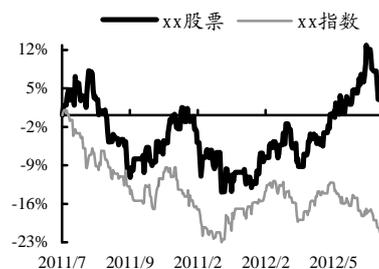
52 周内股价区间(元)	12.60-44.10
总市值(百万元)	9,759
总股本/流通 A 股(百万股)	468/468
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	1029.18
日均成交值(百万元)	181.08

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,341
每股净资产	5.01
市净率	4.2
净负债率	-52.73%

EPS(元)	2015A	2016E
Q1	0.06	0.10
Q2	0.18	0.20
Q3	0.15	0.25
Q4	0.18	0.16
全年	0.58	0.71

## 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	38%	41%
相对指数	19%	37%	74%

## 相关报告

《双翼齐飞, 内外兼修》2016.04.21

模型更新时间: 2016.05.17

**股票研究**

公用事业  
其他公用事业

江南水务 (601199)

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 24.85**

上次预测: 23.64

当前价格: 20.87

公司网址

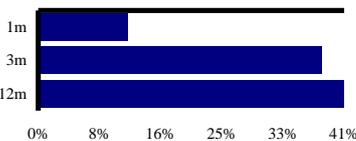
www.jsjns.com

**公司简介**

公司主要经营自来水的制售、自来水排水及相关水处理业务。

公司目前拥有日供水能力 93 万立方米, DN100 以上供水管网总长 600 多公里, 供水人口超过 200 万, 供水规模、人均供水量及各项能耗、全员劳动生产率等指标在同行业中处于领先地位, 处于全国县级市供水行业前列。

绝对价格回报 (%)

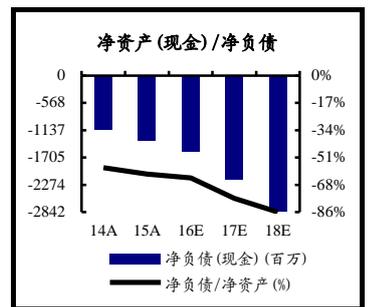
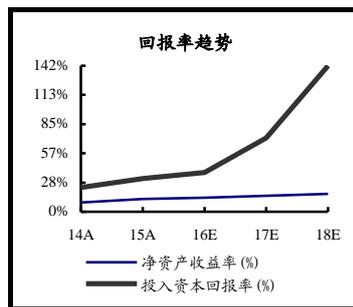
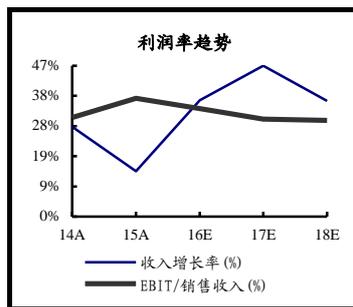


52 周价格范围 12.60-44.10

市值 (百万) 9,759

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	749	856	1,166	1,715	2,335
营业成本	334	361	530	837	1,148
税金及附加	15	16	22	33	44
销售费用	73	70	95	140	191
管理费用	97	92	126	185	251
EBIT	231	316	394	521	700
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	19	19	19	19
财务费用	-25	-25	-30	-39	-52
营业利润	239	358	443	579	771
所得税	59	90	111	145	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	177	270	333	435	579
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,140	1,355	1,580	2,180	2,847
其他流动资产	277	31	0	0	0
长期投资	100	112	112	112	112
固定资产合计	1,432	1,662	1,937	2,299	2,835
无形及其他资产	139	139	139	140	140
资产合计	3,374	3,565	4,152	5,324	6,685
流动负债	1,240	1,142	1,669	2,470	3,338
非流动负债	156	224	1	3	6
股东权益	1,978	2,200	2,465	2,834	3,324
投入资本(IC)	738	732	774	544	371
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	173	237	295	391	525
折旧与摊销	124	125	124	137	165
流动资金增量	102	-83	333	577	688
资本支出	-184	-369	-398	-500	-700
自由现金流	216	-89	354	606	678
经营现金流	385	361	826	1,130	1,412
投资现金流	-298	-52	-379	-480	-680
融资现金流	-44	-53	-223	-49	-64
现金流净增加额	43	256	225	600	667
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	28.0%	14.2%	36.3%	47.1%	36.1%
EBIT 增长率	45.8%	36.6%	24.5%	32.4%	34.4%
净利润增长率	21.8%	52.0%	23.7%	30.6%	33.1%
利润率					
毛利率	55.5%	57.8%	54.6%	51.2%	50.8%
EBIT 率	30.9%	36.9%	33.7%	30.4%	30.0%
净利润率	23.7%	31.5%	28.6%	25.4%	24.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	9.0%	12.3%	13.5%	15.4%	17.4%
总资产收益率(ROA)	5.3%	7.6%	8.0%	8.2%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	23.5%	32.4%	38.2%	71.8%	141.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	206	214	180	180	180
应收账款周转天数	8	7	7	7	7
总资产周转天数	1557	1480	1208	1008	939
净利润现金含量	2.17	1.34	2.48	2.60	2.44
资本支出/收入	25%	43%	34%	29%	30%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.4%	38.3%	40.2%	46.5%	50.0%
净负债率	-57.6%	-61.6%	-64.1%	-76.8%	-85.5%
<b>估值比率</b>					
PE	55.0	36.2	29.3	22.4	16.8
PB	2.5	4.4	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	10.5	19.0	15.8	11.5	8.0
P/S	6.5	11.4	8.4	5.7	4.2
股息率	1.0%	1.0%	0.5%	0.7%	0.9%



**表 1：江南水务与环保行业 PE 水平对比**

	股价	EPS		PE	
		2016E	2017E	2016E	2017E
江南水务	20.87	0.71	0.93	29	22
重庆水务	6.75	0.40	0.43	17	16
首创股份	7.99	0.25	0.27	32	30
中原环保	13.23	0.48	0.64	28	21
渤海股份	17.02	0.30	0.39	57	44
平均值				33	26

数据来源：wind，国泰君安证券研究（首创股份、中原环保来自 wind 一致预期，股价对应 5 月 16 日收盘价）

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		