

股权激励统一上下层利益，收购资产延伸水务产业链



事件:

公司公告限制性股票激励计划草案，拟以定增方式授予 53 名激励对象限制性股票 228 万股，占当前总股本的 0.98%，授予价格为 14.31 元/股。三次解锁业绩条件分别为以 2014 年归母净利润为基数，2016 年归母净利润增长率不低于 60%、2017 年不低于 90%、2018 年不低于 120%，2016-2018 年每股收益实际达成值不低于 1.15、1.30、1.50 元。三次解锁比例分别为 40%、30%、30%。公司同时公告了全资子公司江阴市恒通排水设施管理有限公司将以 4450 万元收购江阴市璜塘综合污水处理有限公司部分实物资产

点评

- **股权激励统一上下层利益，保障未来 4 年业绩增长：**根据此次股权激励解锁业绩条件，公司 2014-2018 年的净利润复合增速将达到 21.8%。同时此次股权激励对象涉及公司董事长在内的 11 名高管以及 42 名部门负责人，覆盖到所有高管和部门负责人。此外，公司现任部分董事及高管于 2015 年 6 月合计增持公司股份 66.6 万股，增持均价为 35.61 元。高管主动增持与本次股权激励，将大大激发高管和核心员工动力，奠定了未来业绩增长趋势。
- **收购污水处理资产，延伸水务业务产业链：**公司此次收购的江阴市璜塘综合污水处理有限公司主营业务为工业污水、生活污水处理。公司原本工程能力仅限于管网部分，本次收购将是公司向污水处理领域拓展的第一步，实现水务产业链延展。展望未来，公司有望进一步向水处理、以及 PPP 模式方向拓展。

财务预测与投资建议

- 维持盈利预测不变，即公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.11、1.46、1.76 元，我们看好公司的自来水运营的业绩弹性和工程安装业务的高增速，给予公司 2016 年 24 倍 PE，对应目标价为 35.04 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 工程进度不达预期；异地工程项目毛利率降低风险；PPP 拓展进度低预期

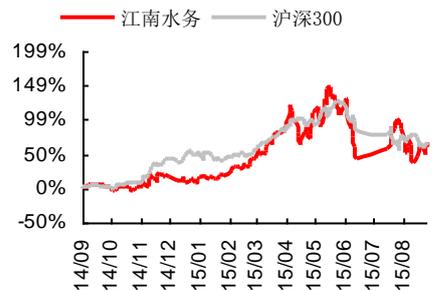
公司主要财务信息					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	586	749	989	1,324	1,530
同比增长	11.9%	28.0%	32.0%	33.8%	15.6%
营业利润 (百万元)	188	239	346	455	547
同比增长	6.7%	27.2%	44.7%	31.5%	20.2%
归属母公司净利润 (百万元)	146	177	259	341	409
同比增长	4.8%	21.8%	45.9%	31.8%	20.0%
每股收益 (元)	0.62	0.76	1.11	1.46	1.76
毛利率	55.0%	55.5%	56.1%	56.3%	56.4%
净利率	24.9%	23.7%	26.1%	25.7%	26.7%
净资产收益率	8.1%	9.3%	12.3%	14.2%	14.7%
市盈率 (倍)	40.1	33.0	22.6	17.1	14.3
市净率 (倍)	3.2	3.0	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015 年 09 月 21 日)	27.40 元
目标价格	35.04 元
52 周最高价/最低价	42.34/16.64 元
总股本/流通 A 股 (万股)	23,380/23,380
A 股市值 (百万元)	6,406
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2015 年 09 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	7.4	-14.0	-23.2	57.7
相对表现 (%)	6.5	-6.2	5.5	21.3
沪深 300 (%)	0.8	-7.8	-28.7	36.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860115040003

联系人 林清华
021-63325888*6101
linqinghua@orientsec.com.cn

相关报告
内生高增长的地方水务平台，改革、PPP 可期 2015-09-10

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,112	1,140	1,385	1,873	2,689	营业收入	586	749	989	1,324	1,530
应收账款	15	16	23	30	35	营业成本	263	334	435	579	667
预付账款	10	11	16	20	24	营业税金及附加	12	15	21	27	32
存货	154	222	272	374	424	营业费用	57	73	96	128	148
其他	96	284	60	61	66	管理费用	94	97	116	149	165
流动资产合计	1,388	1,673	1,757	2,357	3,238	财务费用	(23)	(25)	(10)	(14)	(23)
长期股权投资	94	92	101	111	121	资产减值损失	1	32	4	8	4
固定资产	1,296	1,274	1,508	2,190	2,043	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	91	157	615	44	44	投资净收益	8	15	18	10	10
无形资产	116	127	141	153	165	其他	0	0	0	0	0
其他	36	53	22	21	20	营业利润	188	239	346	455	547
非流动资产合计	1,633	1,702	2,386	2,519	2,394	营业外收入	8	2	2	2	2
资产总计	3,021	3,374	4,143	4,876	5,632	营业外支出	0	4	1	1	1
短期借款	0	0	77	0	0	利润总额	196	237	347	456	548
应付账款	151	165	232	298	350	所得税	51	59	89	116	139
其他	923	1,075	1,441	1,845	2,139	净利润	146	177	259	341	409
流动负债合计	1,074	1,240	1,750	2,143	2,489	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	146	177	259	341	409
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.62	0.76	1.11	1.46	1.76
其他	106	156	156	156	156						
非流动负债合计	106	156	156	156	156	主要财务比率					
负债合计	1,180	1,396	1,906	2,299	2,645		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	234	234	234	234	234	营业收入	11.9%	28.0%	32.0%	33.8%	15.6%
资本公积	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091	营业利润	6.7%	27.2%	44.7%	31.5%	20.2%
留存收益	509	642	901	1,242	1,651	归属于母公司净利润	4.8%	21.8%	45.9%	31.8%	20.0%
其他	6	11	11	11	11	获利能力					
股东权益合计	1,841	1,978	2,237	2,578	2,987	毛利率	55.0%	55.5%	56.1%	56.3%	56.4%
负债和股东权益	3,021	3,374	4,143	4,876	5,632	净利率	24.9%	23.7%	26.1%	25.7%	26.7%
						ROE	8.1%	9.3%	12.3%	14.2%	14.7%
						ROIC	6.8%	8.4%	11.7%	13.5%	14.1%
						偿债能力					
						资产负债率	39.1%	41.4%	46.0%	47.1%	47.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.29	1.35	1.00	1.10	1.30
						速动比率	1.15	1.17	0.85	0.93	1.13
						营运能力					
						应收账款周转率	26.8	48.1	48.7	47.0	44.4
						存货周转率	2.2	1.8	1.8	1.8	1.7
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	0.62	0.76	1.11	1.46	1.76
						每股经营现金流	1.97	1.65	4.11	3.50	3.53
						每股净资产	7.90	8.49	9.60	11.06	12.82
						估值比率					
						市盈率	40.1	33.0	22.6	17.1	14.3
						市净率	3.2	3.0	2.6	2.3	2.0
						EV/EBITDA	17.5	13.6	10.5	7.9	6.6
						EV/EBIT	27.5	21.2	13.5	10.3	8.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn