

公司研究/首次覆盖

2017年07月05日

公用事业/水务II

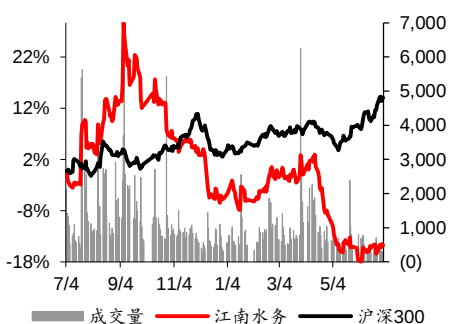
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.87
合理价格区间(元): 8.00-8.80

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

致力于打造中小城市水务企业标杆

江南水务(601199)

主营自来水业务，并布局固废业务

公司实际控制人为江阴市人民政府，公司于2011年在上交所挂牌上市，业务以供水和污水处理业务为主，包括运营和工程安装，其中供水运营、污水运营在公司2016年营收中的占比分别为44.92%、2.01%，而工程安装类业务占比达到51.76%；公司也在开始布局固废业务。公司供水业务、工程业务和污水业务的业务区域均集中在江阴地区，后续将努力实现业务上的异地扩张。

水务业务稳健发展，将积极开拓污水处理业务

截止2016年底：1）江南水务自来水业务处理规模约116万吨/日，拥有小湾、肖山、澄西、利港4座地面水厂，2016年共完成供水量26,916.23万立方米，产能利用率约为63.6%，后续随城镇化的推进，存在产能释放空间。2）污水业务规模约3.5万吨/日，规模小，包括处理南闸、徐霞客璜塘工业园区的工业废水及镇区生活污水，2016年的产能利用率为53.57%；并参股30%光大水务（江阴），后续公司将积极整合和建设区域内的污水处理厂。

布局固废处置业务打造新的增长点

公司着手布局固废处置业务，打造新的增长点。2017年开始投资秦望山项目，总投资金额为5.50亿元，公司预测内部收益率为10.11%，包括：1）一条应急线，焚烧处理规模达1万吨/年，2）一条常规线，危废焚烧规模2万吨/年，医废处理规模1000吨/年，固化稳定化规模4万吨/年，填埋规模4万吨/年，一般工业废物预处理规模3万吨/年。目前应急线的土地使用权已获得，项目正在正常推进，投产后将增厚公司收益。

公司财务状况良好

1）公司业务规模不断扩大，2011年以来总资产的复合增速为15.9%；资产负债率稳定，截止2017年一季度，公司资产负债率为42.78%，在行业中处于较低水平。2）公司的经营性现金流净额稳定，2016年达到3.83亿元，2017年一季度在手现金达4.84亿元，为公司的后续发展提供了良好的条件。

公司致力于打造中小城市水务企业行业标杆，给予“增持”评级

公司将围绕打造“中小城市水务企业行业标杆”的目标，做强做精水务主业。公司将：1）以精细化、智能化管理为保障，提升自来水业务；2）积极发展污水处理业务；3）延长产业链，提升环境产业市场占比。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.40、0.45、0.49元/股，结合公司历史估值水平、水务行业逻辑等因素，给予2017年20-22倍PE估值，则对应的目标价为8.00-8.80元/股，对江南水务进行首次覆盖并给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，经营决策风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	935.21
流通A股(百万股)	935.21
52周内股价区间(元)	6.72-10.53
总市值(百万元)	6,425
总资产(百万元)	4,537
每股净资产(元)	2.78

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	855.86	1,107	1,309	1,486	1,672
+/-%	14.21	29.32	18.27	13.54	12.50
归属母公司净利润(百万元)	269.51	326.09	370.51	417.35	454.27
+/-%	52.01	21.00	13.62	12.64	8.85
EPS(元，最新摊薄)	0.29	0.35	0.40	0.45	0.49
PE(倍)	23.84	19.70	17.34	15.39	14.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

江南水务

公司基本情况简介

2003 年，江苏江南水务股份有限公司成立，由江阴市公有资产经营有限公司作为主发起人，按“厂网分离”的原则，以原江阴市自来水总公司制水业务相关资产出资，联合江南模塑科技股份有限公司和 13 位自然人发起设立。

2008 年，整合江阴市城乡给排水有限公司拥有的全部供水管网资产。

2011 年，公司在上交所主板成功挂牌上市，先后收购 20 个乡镇水厂、光大水务（江阴）30% 股权和 2 家污水处理厂。

公司业务以自来水业务、工程业务为主，自来水业务是将原水进行净化后，满足生活饮用及工业生产的需要；工程业务具备市政工程施工总承包二级资质，主要从事各级自来水管网及相关配件的安装、改造、维护，以及雨污水工程等；拥有少量的污水处理业务，并寻求扩大规模；并布局固废业务（工业废弃物综合利用），拓展环保新领域。

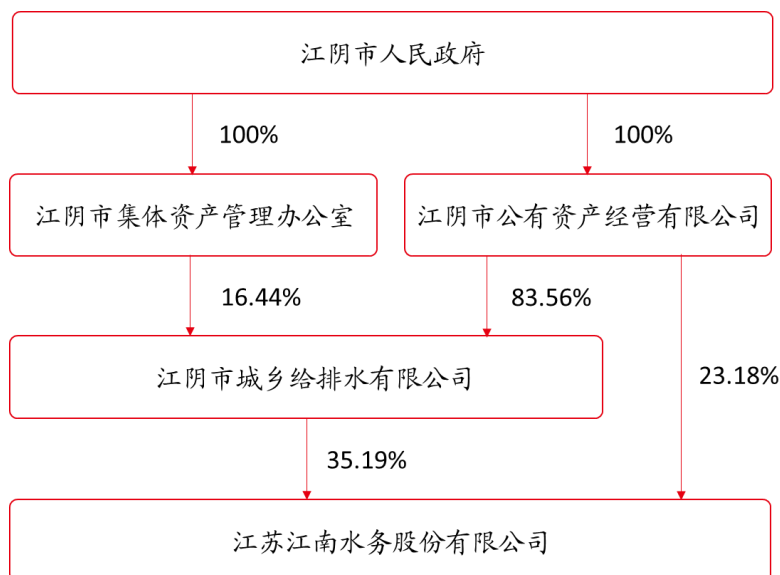
业务区域集中在江阴地区，努力实现异地扩张。公司供水业务、工程业务和污水业务均集中在江阴地区。供水业务大部分采水点水源为长江水源。公司将努力实现异地扩张的发展战略。

公司实际控制人为江阴市人民政府

江南水务的实际控制人为江阴市公有资产经营有限公司，为江阴市人民政府国有独资企业，主要从事资本经营（除国家限制经营的领域外）；水利设施建设。

江南水务为国企属性，江阴市城乡给排水有限公司对公司持股比例为 35.19%，给排水公司被江阴市集体资产管理办公室和公有资产经营有限公司分别持股 16.44% 和 83.56%，后二者皆为江阴市人民政府的国有独资企业，故控股股东城乡给排水公司及其一致行动人对公司的持股比例合计 58.37%。模塑科技在公司上市前就持有股权，经多次减持后为现持股比例 5.15%。

图表60： 江南水务与实际控制人之间的股权关系（截止 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图61： 江南水务前十大股东（截止 2017 年 3 月 31 日）

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	方向	股本性质
1	江阴市城乡给排水有限公司	32,908	35.19	-	A 股流通股
2	江阴市国有资产经营有限公司	21,680	23.18	-	A 股流通股
3	江南模塑科技股份有限公司	4,815	5.15	-	A 股流通股
4	中信银行股份有限公司-建信环保产业股票 型证券投资基金	1,238	1.32	-	A 股流通股
5	中国工商银行股份有限公司-兴全绿色投资 混合型证券投资基金(LOF)	468	0.50	-	A 股流通股
6	中国人寿保险股份有限公司-分红-个险 分红	400	0.43	减持	A 股流通股
7	李卫萍	362	0.39	新进	A 股流通股
8	林鸿平	361	0.39	新进	A 股流通股
9	中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险 分红	274	0.29	减持	A 股流通股
10	中国工商银行股份有限公司-富国沪深 300 增强证券投资基金	198	0.21	新进	A 股流通股
	总计	62,704	67.05		

资料来源：Wind，华泰证券研究所

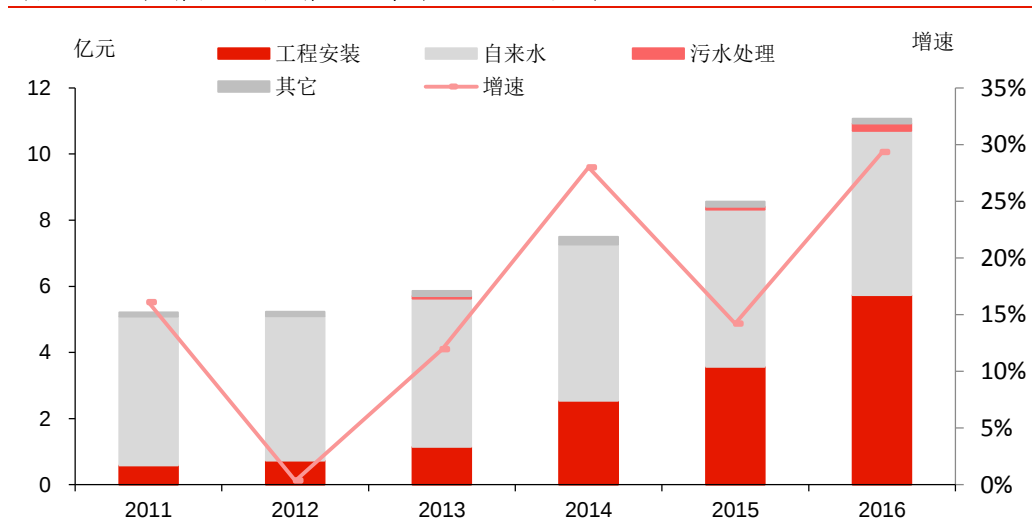
主营自来水业务，工程业务增加，财务状况良好

截止 2016 年底，江南水务自来水业务处理规模约 116 万吨/日，拥有小湾、肖山、澄西、利港 4 座地面水厂，2016 年共完成供水量 26,916.23 万立方米，产能利用率约为 63.6%。工程安装业务不断增长，营收同比增长 60.72%。

公司另有污水业务规模约 3.5 万吨/日，处理南闸、徐霞客璜塘工业园区的工业废水及镇区生活污水，产能利用率为 53.57%；并参股 30%光大水务（江阴），处理能力为 19 万吨/日。

江南水务 2016 年营业收入达到 11.07 亿元，主营业务工程安装和自来水业务在公司营业收入结构中占比分别为 51.76%和 44.92%，工程安装业务近年来增速很快，近两年增速在 40-60%，2016 年第一次成为收入贡献最多的业务；传统主业自来水业务 2013 年以来的增速在 0-6%。污水业务占比小，2016 年营收占比仅为 2.01%；其他业务 2016 年营收占比为 1.31%。

图62： 江南水务各项主营业务收入发展情况及总收入增速情况



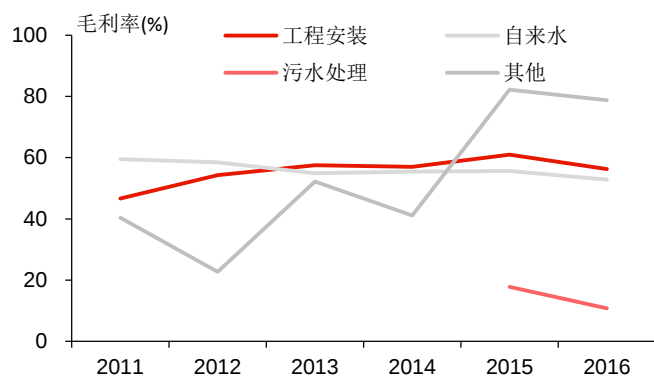
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

江南水务整体毛利率比较稳定，2011 年以来基本维持在 55%左右。工程安装业务的毛利率高，近 4 年维持在 56-61%；自来水业务作为运营核心业务，2016 年的毛利率为 52.79%；污水处理业务规模较小，且受到增值税影响，2016 年的毛利率仅为 10.82%。

江南水务 2016 年归母净利润为 3.26 亿元，较 2015 年同比增长 21.00%，增速高的原因主要为：1) 工程安装业务增速快，同比增加营业收入 2.16 亿元，带来业绩快速增长；2) 自来水、污水处理业务也有一定的增长。

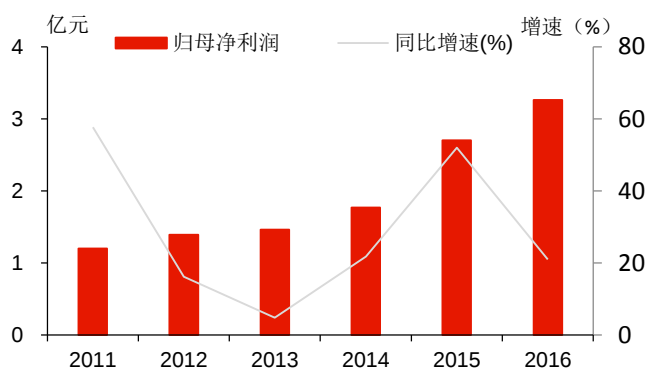
江南水务 2017 年一季度归母净利润为 3.26 亿元，同比增长 2.56%，原因主要为：1) 公司业务规模持续增长，营收增速为 13.43%；2) 公司工程业务发展快，占比逐年上升，所以造成公司一季度的成本投入增加，表现出来公司整体的净利润增速不高，该部分业务带来的收益主要在四季度集中体现。

图表63：江南水务各主营业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表64：江南水务归母净利润变化情况

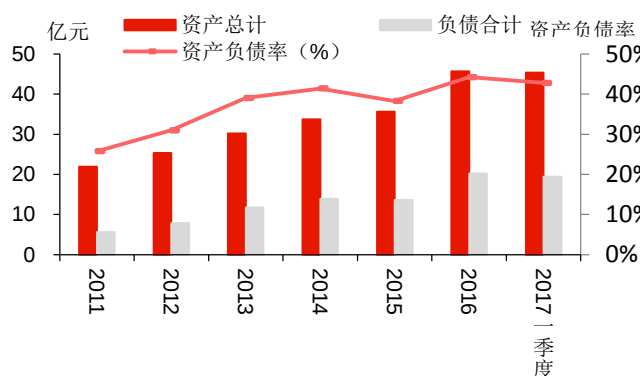


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

截止 2017 年一季度，江南水务总资产为 45 亿元，近年总资产总体持续稳步增长，近 5 年的复合增速为 16%；公司的负债随资产的增加而增加，2017 年一季度负债为 19 亿元，前期基数小，故显得增速快；公司的资产负债率控制较好，基本维持在 38-45%，当前负债率在行业中处于较低的水平。

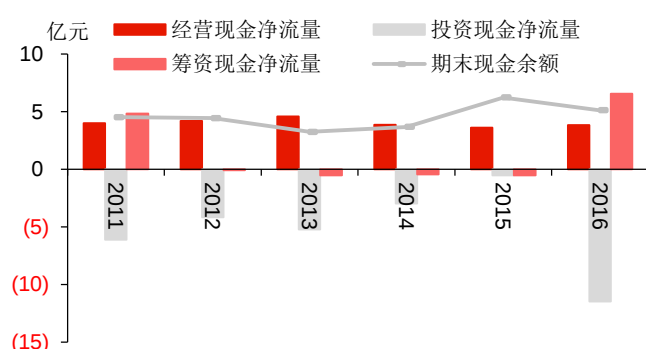
公司的经营性现金流净额较为稳定，近 3 年基本维持在 3.6-3.9 亿元。2016 年投资现金流支出大幅增加，主要是公司理财投资增加，投资支付现金增加；2017 年一季度期末现金余额达 4.84 亿元，为公司的发展提供了良好的条件。

图表65：江南水务资产状况的变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表66：江南水务现金流及期末现金的变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

打造中小城市水务标杆企业，给予“增持”评级

江南水务依托供水业务，延长产业链。公司将围绕打造“中小城市水务企业行业标杆”的目标，做强做精水务主业；在覆盖区域内实施多元化发展：1) 以精细化、智能化管理为保障，提升自来水业务；2) 延长产业链，提升环境产业市场占比；3) 扩大市场范围，提升供排水产业发展水平；4) 主动开拓市场，积极参与公用民生事业。

公司重点努力方向，1) 全力推进重点项目建设进度，包括小湾水厂、岐山应急备用水源地等工程；2) 进一步整合和建设区域污水处理厂，积极开拓污水处理业务；3) 积极参与江阴市城乡建设“1310 工程”、江苏省“263 行动计划”、“海绵城市”建设、“黑臭水体”等市政公用事业建设。

公司积极拓展融资渠道，降低融资成本，提升整体融资能力。1) 2016 年，公司发行可转换公司债券 7.6 亿元，票面利率第一年 0.3%，第二年 0.5%，第三年 1.0%，第四年 1.5%，第五年 1.8%，第六年 2.0%，利率远低于基准利率。2) 公司 2017 年也将回收 2016 年的理财投资本金 7 亿元，故公司资金有保障，能够满足 2017 年 4.68 亿元的资本开支计划。

公司积极发展智能水务。公司 2016 年末发生研发费用。公司利用“智能水务”信息平台，运用传感网和物联网技术跟踪水务系统的运行状况，实现了降低能量消耗，并保障水质安全的目的。公司在该方向上拥有一系列知识产权，在智能水务方向较为领先，并将进一步完善该体系，提高竞争力。

综上，江南水务将围绕打造中小城市水务企业行业标杆的总目标，以供水这一优势业务为依托，公司 2017 年的经营计划为：供水量：26000 万立方米；售水量：23000 万立方米；产销差率：12%；水费回收率：98%；水质综合合格率：100%。公司将努力延伸产业链条，提高环境产业市场占比，并发展智能水务以实现成本降低，我们估算公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.40、0.45、0.49 元/股，给予 2017 年 20-22 倍 PE 估值，（公司当前的估值水平仅为 17.3 倍，我们认为水务行业发展向好，可以给予一定的估值溢价），则对应的目标价为 8.00-8.80 元/股，对江南水务给予“增持”评级。

图表67：江南水务各项业务的营收预测

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程安装	3.56	5.73	7.45	8.57	9.42
YOY(增长率, %)	40.38%	60.73%	30.00%	15.00%	10.00%
自来水	4.75	4.97	5.17	5.38	5.59
YOY(%)	0.63%	4.66%	4.00%	4.00%	4.00%
污水处理	0.09	0.22	0.29	0.38	0.49
YOY(%)		139.81%	30.00%	30.00%	30.00%
服务业	0.05	0.04	0.04	0.04	0.05
YOY(%)		-20.83%	15.00%	5.00%	5.00%
其他业务	0.11	0.11	0.12	0.13	0.15
YOY(%)	-54.97%	3.22%	10.00%	10.00%	10.00%
工业废物				0.35	1.00
YOY(%)					189.86%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68：江南水务各项业务的毛利率预测 (%)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程安装	61.00	56.25	56.50	56.50	56.50
自来水	55.62	52.79	53.00	53.00	53.00
污水处理	17.84	10.82	11.00	12.00	13.00
服务业	53.69	55.13	55.00	55.00	55.00
其他	82.19	78.80	78.00	78.00	78.00
工业废物				35.00	40.00

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69：江南水务与可比公司的估值比较（20170701）

证券代码	公司	PE (TTM)	PE (2017)	PE (2018)	PB (LF)	PB (2017)	PB (2018)	来源
601199.SH	江南水务	19.63	17.34	15.39	2.52	2.28	2.06	华泰
000598.SZ	兴蓉环境	19.76	16.00	13.95	1.87	1.69	1.53	Wind
600008.SH	首创股份	51.17	40.97	34.80	3.32	2.63	2.50	Wind
600461.SH	洪城水业	23.10	16.83	14.31	1.81	1.78	1.63	Wind
601158.SH	重庆水务	25.94	17.57	21.02	2.71	2.28	2.08	Wind
300388.SZ	国祯环保	45.92	37.36	29.70	4.30	4.04	3.57	Wind
600168.SH	武汉控股	22.24	21.88	15.01	1.43	1.05	0.97	Wind
	平均值	29.35	23.71	20.44	2.53	2.22	2.02	
	中位数	23.10	17.57	15.01	2.28	2.06	1.87	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

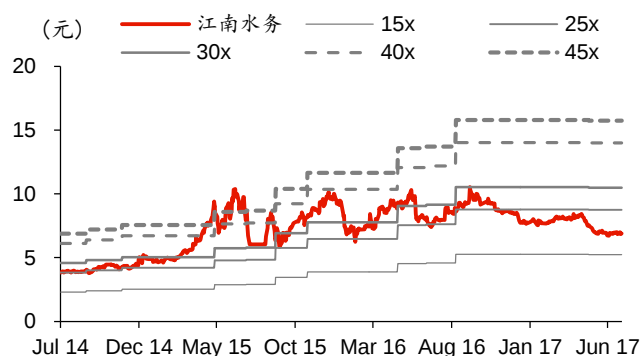
风险提示

竞争加剧：城镇水务投资趋于饱和，水务行业内竞争主体增多，竞争更加激烈；公司将积极打造运营管理和投融资两个平台，提高核心竞争力，逐步延伸产业链，努力实现业务的类别和地域上的拓展。

经营管理风险：公司受折旧和营业成本上升、业务规模提升等因素影响，可能存在经营和管理方面的风险。公司会加强内部控制，随着公司“智能水务开发及综合应用”项目的推进应用，公司的运营成本有望得到控制；公司也在完善治理结构，实行精细化管理战略，最大限度地降低经营决策风险和公司治理风险。

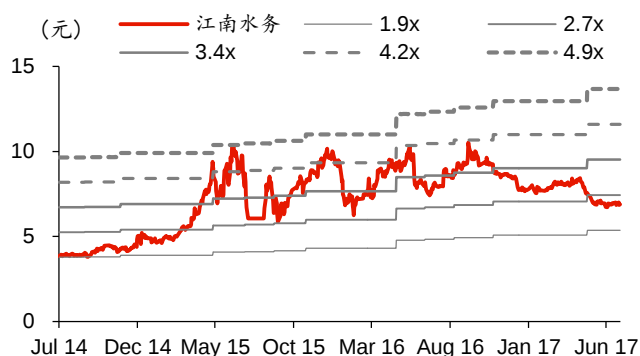
PE/PB - Bands (江南水务)

图表70：江南水务历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表71：江南水务历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,626	2,292	2,405	2,550	2,741
现金	1,355	1,372	1,707	1,561	1,368
应收账款	15.22	64.97	50.57	62.22	72.67
其他应收账款	5.38	6.44	8.65	9.15	10.56
预付账款	12.02	5.01	12.70	13.34	14.41
存货	201.20	115.13	200.84	205.40	243.34
其他流动资产	37.23	728.20	424.61	699.08	1,032
非流动资产	1,939	2,276	2,592	2,924	3,222
长期投资	104.16	99.88	95.44	97.86	99.34
固定投资	1,313	1,708	2,039	2,350	2,636
无形资产	127.44	150.22	161.76	175.38	187.76
其他非流动资产	394.67	318.16	296.45	300.74	299.89
资产总计	3,565	4,568	4,997	5,473	5,963
流动负债	1,142	1,023	1,156	1,303	1,455
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	6.99
应付账款	138.38	252.67	273.81	323.00	364.36
其他流动负债	1,003	770.23	882.44	980.38	1,084
非流动负债	223.56	998.17	1,026	1,054	1,068
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	223.56	998.17	1,026	1,054	1,068
负债合计	1,365	2,021	2,182	2,357	2,523
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	467.60	935.21	935.21	935.21	935.21
资本公积	857.58	390.03	390.03	390.03	390.03
留存公积	857.64	1,100	1,490	1,791	2,115
归属母公司股	2,200	2,547	2,815	3,116	3,440
负债和股东权益	3,565	4,568	4,997	5,473	5,963

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	361.17	381.85	771.53	485.19	462.80
净利润	269.51	326.09	370.51	417.35	454.27
折旧摊销	125.22	139.52	164.61	206.08	249.19
财务费用	(24.56)	(15.80)	(8.58)	(8.05)	(2.81)
投资损失	(19.30)	(14.01)	(16.00)	(15.89)	(15.61)
营运资金变动	(5.79)	(61.61)	356.67	(143.14)	(237.51)
其他经营现金	16.09	7.67	(95.69)	28.84	15.27
投资活动现金	(52.19)	(1,149)	(467.01)	(524.03)	(534.53)
资本支出	369.80	363.15	471.01	518.12	529.96
长期投资	250.00	(700.00)	(4.44)	2.42	1.47
其他投资现金	567.62	(1,486)	(0.44)	(3.49)	(3.09)
筹资活动现金	(52.53)	655.13	30.22	(107.66)	(120.96)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	6.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	233.80	467.61	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(233.80)	(467.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(52.53)	655.08	30.22	(107.66)	(127.95)
现金净增加额	256.45	(111.92)	334.74	(146.50)	(192.69)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	855.86	1,107	1,309	1,486	1,672
营业成本	361.47	509.13	597.23	685.67	780.43
营业税金及附加	16.29	26.06	27.54	31.17	35.36
营业费用	69.92	75.01	94.79	105.32	119.35
管理费用	92.13	90.48	118.31	130.05	147.90
财务费用	(24.56)	(15.80)	(8.58)	(8.05)	(2.81)
资产减值损失	1.84	2.44	2.24	2.31	2.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.30	14.01	16.00	15.89	15.61
营业利润	358.06	433.52	493.54	555.69	605.07
营业外收入	1.41	2.56	2.02	2.10	2.15
营业外支出	0.46	0.29	0.98	0.66	0.71
利润总额	359.01	435.79	494.58	557.12	606.52
所得税	89.51	109.70	124.06	139.77	152.24
净利润	269.51	326.09	370.51	417.35	454.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	269.51	326.09	370.51	417.35	454.27
EBITDA	458.73	557.24	649.56	753.72	851.46
EPS (元)	0.58	0.35	0.40	0.45	0.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.21	29.32	18.27	13.54	12.50
营业利润	49.65	21.08	13.84	12.59	8.89
归属母公司净利润	52.01	21.00	13.62	12.64	8.85
获利能力 (%)					
毛利率	57.76	54.00	54.38	53.87	53.32
净利率	31.49	29.46	28.30	28.08	27.17
ROE	12.25	12.80	13.16	13.39	13.21
ROIC	26.67	15.28	18.08	16.53	14.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.30	44.24	43.67	43.06	42.32
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0.28
流动比率	1.42	2.24	2.08	1.96	1.88
速动比率	1.25	2.13	1.91	1.80	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.27	0.27	0.28	0.29
应收账款周转率	51.19	26.77	22.04	25.46	23.99
应付账款周转率	2.38	2.60	2.27	2.30	2.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.35	0.40	0.45	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.41	0.83	0.52	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.72	3.01	3.33	3.68
估值比率					
PE (倍)	23.84	19.70	17.34	15.39	14.14
PB (倍)	2.92	2.52	2.28	2.06	1.87
EV_EBITDA (倍)	12.16	10.01	8.59	7.40	6.55