

武汉控股 (600168.SH)

业绩保持平稳, PPP 或成为公司成长新动力

核心观点:

● 业绩保持平稳, 归母净利同比减少 10.56%

2016 年公司实现营收 11.98 亿元, 同比减少 0.05%, 归母净利 3.01 亿元, 同比减少 10.56%。隧道补贴 (计入营业外收入) 1.57 亿元, 同比下降 6.55%。毛利率 27.44%, 较同期下滑 1.46 个百分点税金及附加同比增长 55.60%, 系按财政部规定将房产税、土地使用税、车船使用税及印花税等从管理费划转所致。

● 武汉城建系统唯一上市平台, PPP 或成为公司成长新动力

公司是武汉市水务龙头企业, 且为武汉城建系统唯一上市公司。地方国企有望跟随央企成为 PPP 模式新的主力。公司战略定位向产业链上下游延伸, 目前东西湖污水、宜都市城西污水、仙桃乡镇污水等 BOT、PPP 项目正处于建设期, PPP 模式或成为公司成长新动力。

● 增发实现区域市场整合, 水价存在上调空间

公司 16 年 10 月公告定增及配套融资方案由 44.04 亿调整为 38.67 亿元, 其中配套融资由 23.64 亿元调整为 21.25 亿元。若增发顺利完成, 区域水务市场将基本整合完成。武汉水价在省会城市排名倒数第二, 注入供水公司处于亏损状态, 根据《城市供水价格管理办法》水务企业盈利水平的相关规定, 我们认为水价上调存在较大可能性。

● 环保建设项目带来业绩弹性, 给予“买入”评级

不考虑增发, 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.49, 0.49 和 0.51 元, PE22X, 22X 和 21X。考虑增发, 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.55, 0.71 和 0.73 元, PE19X, 15X 和 15X。若水价上调则提升公司运营资产盈利能力; 同时公司作为武汉城建系唯一上市公司, 积极向上游水务工程等业务延伸, 给予“买入”评级。

● 风险提示

资产注入进度低于预期; 水价调整进度和幅度低于预期; 环保工程业务开拓力度低于预期。

盈利预测:

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,198.67 | 1,198.10 | 1,240.19 | 1,300.25 | 1,371.89 |
| 增长率 (%) | 1.74% | -0.05% | 3.51% | 4.84% | 5.51% |
| EBITDA (百万元) | 584.57 | 571.64 | 570.97 | 603.07 | 649.36 |
| 净利润 (百万元) | 336.18 | 300.68 | 348.75 | 350.63 | 362.37 |
| 增长率 (%) | 3.48% | -10.56% | 15.99% | 0.54% | 3.35% |
| EPS (元/股) | 0.474 | 0.424 | 0.491 | 0.494 | 0.511 |
| 市盈率 (P/E) | 20.43 | 24.68 | 21.87 | 21.76 | 21.05 |
| 市净率 (P/B) | 1.57 | 1.62 | 1.56 | 1.69 | 1.57 |
| EV/EBITDA | 14.39 | 15.89 | 16.61 | 15.72 | 13.98 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

10.72 元

前次评级

买入

报告日期

2017-02-21

相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究:

武汉控股 (600168.SH): 三 2016-10-29
季报业绩平稳, 继续关注定增
进程

武汉控股 (600168.SH): 定 2016-10-20
增方案调整, 打造区域水务环
保龙头战略不变

联系人: 蔡屹 0755-88285816

caiy@gf.com.cn

目录索引

| | |
|-----------------------------------|---|
| 业绩保持平稳，PPP 或成为公司成长新动力..... | 4 |
| 业绩保持平稳，归母净利同比减少 10.56% | 4 |
| 武汉城建系统唯一上市平台，PPP 或成为公司成长新动力 | 5 |
| 增发实现区域市场整合，水价存在上调空间 | 6 |

图表索引

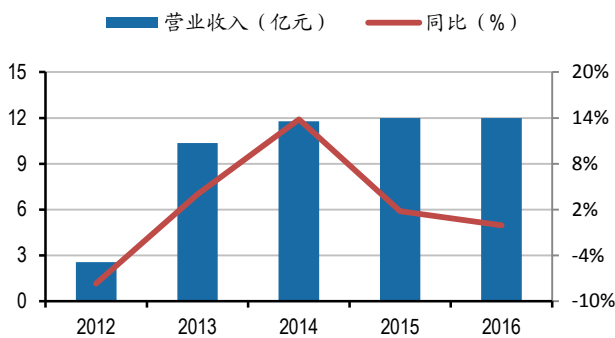
| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1: 16 年营收同比下降 0.05%..... | 4 |
| 图 2: 16 年归母净利润同比减少 10.56%..... | 4 |
| 图 3: 13-16 年毛利率情况..... | 4 |
| 图 4: 污水和供水业务占比..... | 4 |
| 图 5: 武汉控股是武汉城建系统唯一上市平台 | 5 |
| 图 6: 公司未来发展战略 | 6 |
| 图 7: 增发前后股权结构变化..... | 7 |
| | |
| 表 1: 污水处理产能情况 | 4 |
| 表 2: 上市公司供水能力 (万吨/日) | 5 |
| 表 3: 15 年中标环保工程项目 | 6 |
| 表 4: 收购资产增发方案 | 7 |
| 表 5: 募投资金使用方案 | 7 |

业绩保持平稳，PPP 或成为公司成长新动力

业绩保持平稳，归母净利同比减少 10.56%

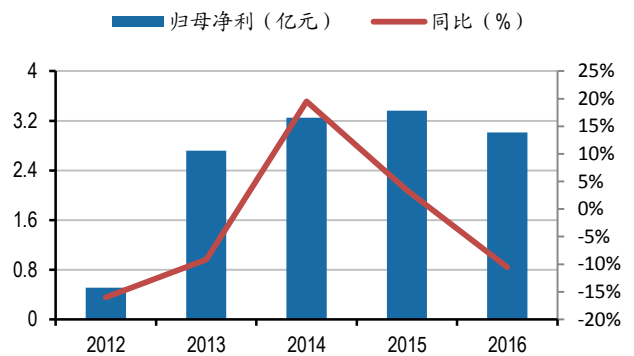
2016年公司实现营收11.98亿元，同比减少0.05%，归母净利3.01亿元，同比减少10.56%。隧道补贴（计入营业外收入）1.57亿元，同比下降6.55%。毛利率27.44%，较同期下滑1.46个百分点，分业务看，是污水业务毛利率下降4.18个百分点（折旧费占成本37.18%，同比增长25.63%）；自来水业务毛利率下降1.38个百分点（人工成本占成本29.65%，同比增长7.24%）。税金及附加同比增长55.60%，系按财政部规定将房产税、土地使用税、车船使用税及印花税等从管理费划转所致。

图1：16年营收同比下降0.05%



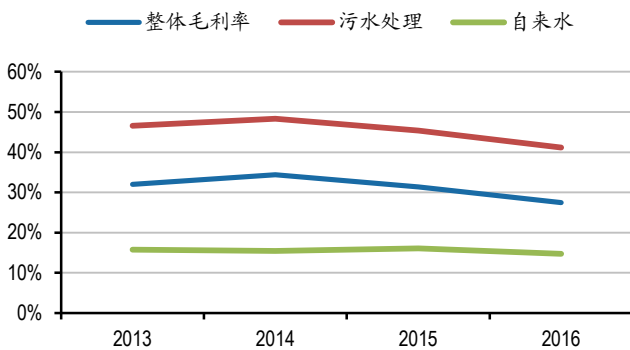
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：16年归母净利润同比减少10.56%



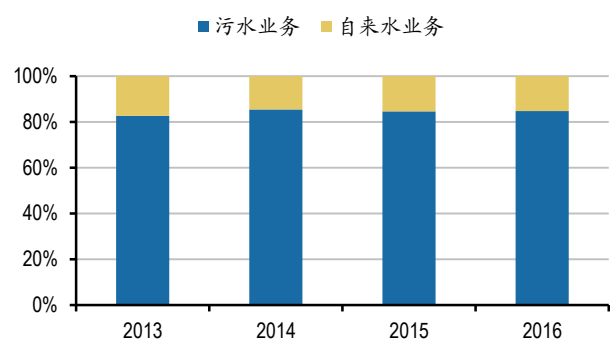
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：13-16年毛利率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：污水和供水业务占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：污水处理产能情况

| 序号 | 处理厂 | 设计处理能力 (万吨/日) | | | 备注 |
|----|----------|---------------|-----------|------|----|
| | | 2013 年重组注入 | 配套融资改扩建项目 | 新签项目 | |
| 1 | 黄浦路污水处理厂 | 10 | | | |
| 2 | 龙王嘴污水处理厂 | 15 | 15 | | |
| 3 | 汤逊湖污水处理厂 | 5 | 5 | | |
| 4 | 黄家湖污水处理厂 | 10 | 10 | | |

| | | | | |
|----|------------|----|-----|-------------|
| 5 | 三金潭污水处理厂 | 30 | 20 | 发生变更 |
| 6 | 二郎庙污水处理厂 | 24 | | 发生变更 |
| 7 | 南太子湖污水处理厂 | 20 | | |
| 8 | 落步嘴污水处理厂 | 12 | | |
| 9 | 沙湖污水处理厂 | 15 | | 武汉控股所有 |
| 10 | 东西湖污水处理厂一期 | | 10 | 2015年11月18日 |
| | 合计 | | 201 | |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 上市公司供水能力 (万吨/日)

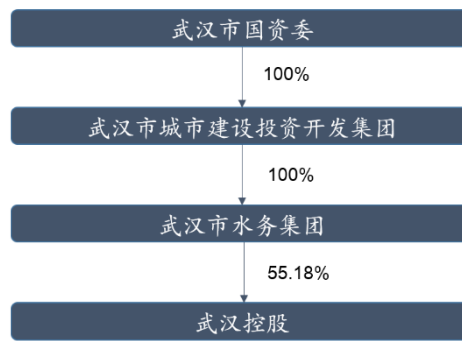
| 水厂 | 供水范围 | 现有设计供水能力 (万吨/日) | 所属企业 |
|---------------|------|-----------------|------|
| 宗关水厂 白鹤嘴水厂 | 汉口地区 | 130 | 上市公司 |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

武汉城建系统唯一上市平台，PPP 或成为公司成长新动力

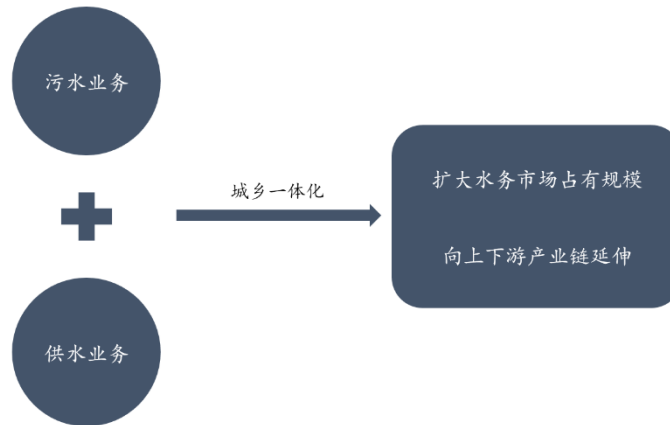
公司是武汉市水务龙头企业，且为武汉城建系统唯一上市公司。地方国企有望跟随央企成为PPP模式新的主力。公司战略定位向产业链上下游延伸，目前东西湖污水、宣都市城西污水、仙桃乡镇污水等BOT、PPP项目正处于建设期，PPP模式或成为公司成长新动力。

图5: 武汉控股是武汉城建系统唯一上市平台



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6: 公司未来发展战略



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 3: 15 年中标环保工程项目

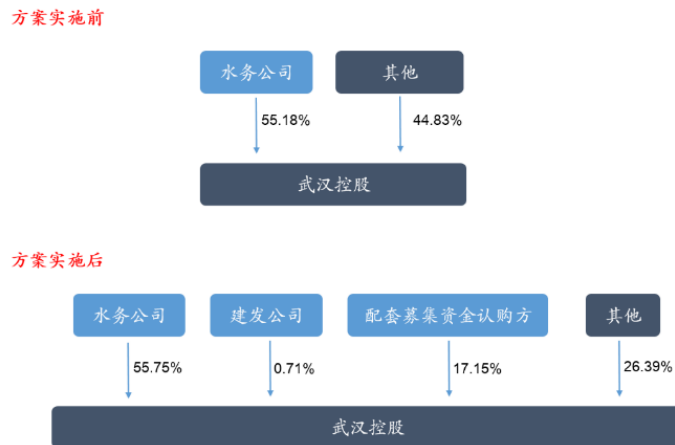
| 时间 | 项目名称 | 参与形式 | 项目总预算 |
|-------------|---------------------------|----------------------|---|
| 2015 年 4 月 | 宜都市城西污水处理厂一期建设工程 BOT 项目 | 公司作为联合体参与 (持股 51%) | 处理费 1.09 元/方, 总投资约 0.4 亿元, 建设期 1 年, 运营期 29 年。 |
| 2015 年 8 月 | 仙桃市乡镇污水处理厂 PPP 项目 | 公司作为联合体参与 (持股 45.9%) | 仙桃城投污水公司以 5 座在运污水厂资产入股委托联合体, 联合体新建 12 座乡镇污水处理厂, 运营期 30 年, 预算 3.07 亿元。 |
| 2015 年 11 月 | 武汉市东西湖区污水处理厂一期建设工程 BOT 项目 | 主要参与方 | 中标价 2.64 亿元, 新建 10 万吨/日污水处理厂, 部分土建按 20 万吨/日规模建设, 建设期 2 年。 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

增发实现区域市场整合, 水价存在上调空间

公司 16 年 10 月公告定增及配套融资方案由 44.04 亿调整为 38.67 亿元, 其中配套融资由 23.64 亿元调整为 21.25 亿元。增发完成后, 区域水务市场将基本整合完成。武汉水价在省会城市排名倒数第二, 注入供水公司处于亏损状态, 根据《城市供水价格管理办法》水务企业盈利水平的相关规定, 我们认为水价上调存在较大可能性。

图7: 增发前后股权结构变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

➤ 发行股份, 收购资产

上市公司拟以9.58元/股向水务集团和建发公司发行2.89亿股, 合计26.67亿元, 收购9座建成及在建水厂。

表 4: 收购资产增发方案

| 交易对方 | 交易标的 | 发行股数 (亿股) | 预估值 (亿元) |
|------|---------------------|-----------|----------|
| 水务集团 | 自来水公司 100%; | 2.80 | 26.85 |
| | 工程公司 100%股权; | | |
| | 汉水科技 100%股权; | | |
| | 阳逻公司 89.56%股权; | | |
| 建发公司 | 长供公司 71.91%股权 | 0.09 | 0.82 |
| | 阳逻公司 10.44%股权及建发公司所 | | |
| | 属供水管网相关资产 | | |
| 合计 | | 2.89 | 27.67 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心, 注: 不含需支付给水务集团的11亿元现金对价

➤ 配套融资方案

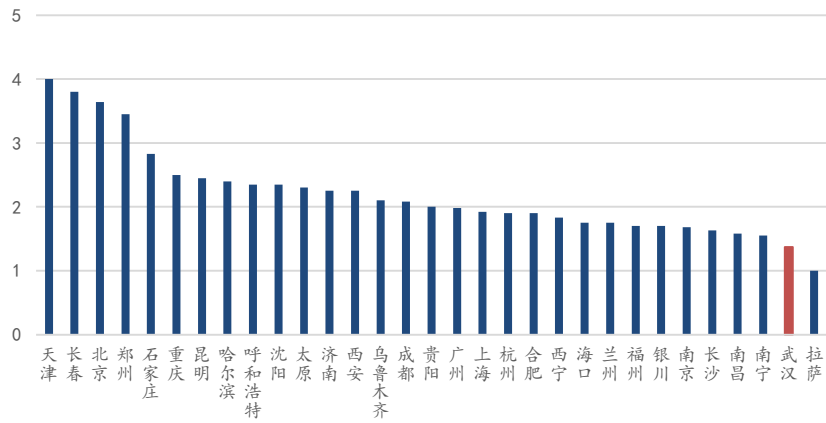
同时, 上市公司拟向不超过10名投资者发行股票募集配套资金, 总额不超过 21.25 亿元, 用于水厂、供水管网的升级改造和改扩建, 完工后, 琴断口和堤角水厂合计新增产能14万吨/日。

表 5: 募投资金使用方案

| 项目 | 募集配套资金投资额 (亿元) | 改扩建新增产能 (万吨/日) | 工期 (年) |
|----------------------|----------------|----------------|--------|
| 琴断口水厂升级、改扩建工程 | 5.38 | 10 | 2.75 |
| 堤角水厂改扩建工程-净水厂工程 | 2.61 | 4 | 2.75 |
| 汉阳大道(滨江大道-三环线)供水管道工程 | 2.26 | | 2 |
| 支付水务集团现金对价 | 11.00 | | |
| 合计 | 21.25 | 14 | |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图8: 31省市及直辖市供水价格



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

资产注入进度低于预期；水价调整进度和幅度低于预期；环保工程业务开拓力度低于预期。