

兴蓉环境（000598）研究报告

2017年2月21日

央企合作驰骋一带一路，安全边际 + 空间打开

买入（维持）

首席证券分析师袁理

盈利预测与估值

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理翟莹

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,062 | 3,349 | 3,758 | 4,114 |
| 同比(+/-%) | 12.4% | 9.4% | 12.2% | 9.5% |
| 净利润(百万元) | 824.73 | 979 | 1177 | 1335 |
| 同比(+/-%) | 9.7% | 18.7% | 20.3% | 13.4% |
| 毛利率(%) | 41.1% | 43.7% | 45.3% | 45.5% |
| 净资产收益率(%) | 10.0% | 10.9% | 10.0% | 10.4% |
| 每股收益(元) | 0.28 | 0.33 | 0.34 | 0.38 |
| PE | 20.89 | 17.73 | 17.21 | 15.39 |
| PB | 2.23 | 2.04 | 1.82 | 1.68 |

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，与中国恩菲签订战略合作框架协议，拟在垃圾焚烧发电、水务处理项目等领域展开合作。

投资要点：

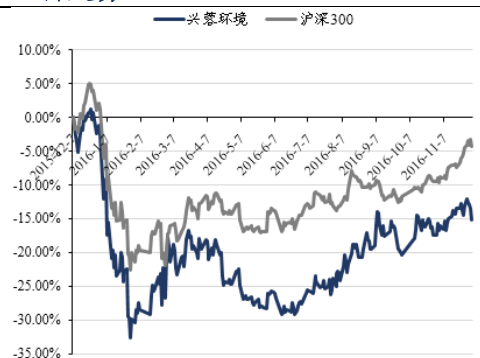
■ **合作方股东背景雄厚，借央企之风驰骋一带一路：**中国恩菲工程技术有限公司暨中国有色工程有限公司，前身是中国有色工程设计研究总院，成立于1953年，目前隶属于中国冶金科工集团有限公司（中冶集团）。

1) 股东背景雄厚：中冶集团是国务院国资委监管的特大型企业集团，全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商，同时也是国内产能最大的钢结构生产企业。集团拥有13家甲级科研设计院、15家大型施工企业，拥有4项综合甲级设计资质和24项特级施工总承包资质，是中国钢铁工业的开拓者和主力军。

2) 合作框架协议落地，保证各方利益共享：2016年12月6日，公司公告，与中国恩菲、中冶集团就巴基斯坦拉合尔市40MW垃圾焚烧发电项目组建项目公司，项目公司股权结构中，兴蓉环境、中国恩菲、中冶集团分别持股49%、41%、10%，项目公司董事长由兴蓉环境提名。此次战略合作框架协议落定后，一方面实现双方利益深度绑定、保障利益共享，另一方面也为双方后续合作开辟一带一路市场、联合竞标海外项目打下了坚实基础。

3) 运营优势凸显，乘央企之风驰骋一带一路：公司通过与大型央企合作，充分获益一带一路逻辑清晰。中国恩菲、中冶集团作为国家实施一带一路战略的主要工具，优势在于工程设计和工程建设，而运营环节需要良好的项目管理能力和精细化运作能力，这正是公司的优势所在。因此，未来更多一带一路国家项目落地后，可预见到双方合作的模式将主要是以央企总包做工程设计建设、公司分包分享部分后端运营收益的形式开展。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.85 |
| 一年最低价/最高价 | 5.29/5.98 |
| 市净率 | 1.98 |
| 流通A股市值(百万元) | 17469 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 2.96 |
| 资产负债率(%) | 44.77 |
| 总股本(百万股) | 2,986 |
| 流通A股(百万股) | 2,986 |

相关研究

1. 立足西部，转型环境综合服务
2015年8月4日
2. 主业稳健增长，政策受益+PPP促良性发展
2015年10月27日
3. 业绩符合预期，16年关注阶梯水价+收费提升+环保放量
2016年1月29日
4. 供排水稳健扩张，环保贡献增量可期
2016年3月6日
5. 首个海外项目落地，一带一路大有可为
2016年12月6日

- **西部供排水龙头，现有环保业务进入收获期：**1) 公司目前在国内拥有供排水在运产能近 500 万吨/日，业务范围分布与四川、宁夏、广东、海南、陕西等地，为西部地区供排水龙头企业，供排水业务每年可为公司提供稳健现金流。2) 公司通过渗滤液、污泥、再生水、垃圾焚烧向环保领域拓展，并成立兴蓉研究院积极进行环保研发，与中信环境合作进军 MBR 技术领域。万兴 2400 吨/日、隆丰 1500 吨/日垃圾焚烧发电项目预计将于 2016、2017 年底投运；清水河、锦城湖中水补水项目稳步推进中；700 吨/日污泥处理产能将逐渐完善。随着规模扩张和经验增加，公司环保业务在 2017 年将进入收获期，推动业绩进一步提升。
- **借力 PPP 东风，实现快速可持续发展：**公司积极把握 PPP 机遇，已签署沛县（总投资 15.04 亿，含 20 万吨/日供水、8.3 万吨/日污水处理以及管网）和宁东（4.01 亿受让宁开投旗下污水处理和中水资产 59% 股权）PPP 项目，同时和中铁三局集团签署战略合作框架协议，共同投资开发水务环保项目。公司水务运营经验丰富，资金实力强大，未来有望借力 PPP 完善“立足成都、辐射四川、面向全国”业务布局，实现长远可持续发展。
- **H 股发行事项受阻，多渠道解决募投项目资金问题：**公司前任管理层由于牵涉诉讼事项发生变更，导致公司 H 股发行申请被港交所终止，公司一方面利用自有资金，另一方面凭借良好信用评级（AAA）多渠道融资，预计募投项目进展不受 H 股发行受阻事项影响。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 16-18 年 EPS 0.33、0.34、0.38 元，对应 PE 18、17、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保业务进度低于预期；H 股发行进度不达预期。

图表 1 兴蓉环境盈利预测

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 3305.0 | 3339.2 | 6819.7 | 8479.1 | 营业收入 | 3062.5 | 3349.2 | 3757.8 | 4114.0 |
| 现金 | 2486.0 | 2533.8 | 5922.0 | 7497.9 | 营业成本 | 1766.5 | 1853.6 | 2019.2 | 2199.9 |
| 应收款项 | 512.9 | 578.1 | 648.6 | 710.1 | 营业税金及附加 | 35.9 | 33.5 | 37.6 | 41.1 |
| 存货 | 163.6 | 152.4 | 166.0 | 180.8 | 营业费用 | 90.6 | 100.5 | 112.7 | 115.2 |
| 其他 | 142.5 | 75.0 | 83.2 | 90.3 | 管理费用 | 282.1 | 301.4 | 323.0 | 343.1 |
| 非流动资产 | 10897.1 | 10528.4 | 10102.0 | 9645.4 | 财务费用 | 118.9 | 7.4 | -21.1 | -58.3 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资净收益 | 76.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 7937.3 | 7653.9 | 7310.1 | 6933.2 | 其他 | 15.1 | 85.3 | 82.5 | 79.8 |
| 无形资产 | 2560.5 | 2475.1 | 2392.6 | 2312.9 | 营业利润 | 860.4 | 1138.1 | 1368.8 | 1552.8 |
| 其他 | 399.3 | 399.3 | 399.3 | 399.3 | 营业外净收支 | 128.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 14202.1 | 13867.6 | 16921.8 | 18124.5 | 利润总额 | 989.0 | 1138.1 | 1368.8 | 1552.8 |
| 流动负债 | 3155.5 | 2086.9 | 2276.7 | 2477.9 | 所得税费用 | 136.6 | 159.3 | 191.6 | 217.4 |
| 短期借款 | 134.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 少数股东损益 | 27.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款 | 1233.5 | 1218.8 | 1327.7 | 1446.5 | 归属母公司净利润 | 824.7 | 978.79 | 1177.15 | 1335.38 |
| 其他 | 1787.3 | 868.0 | 949.0 | 1031.4 | 润 | | | | |
| 非流动负债 | 2731.6 | 2731.6 | 2731.6 | 2731.6 | EBIT | 967.1 | 1145.5 | 1347.7 | 1494.5 |
| 长期借款 | 1059.2 | 1059.2 | 1059.2 | 1059.2 | EBITDA | 1359.2 | 1848.2 | 2124.5 | 2306.0 |
| 其他 | 1672.4 | 1672.4 | 1672.4 | 1672.4 | | | | | |
| 负债总计 | 5887.1 | 4818.4 | 5008.3 | 5209.5 | 重要财务与估值 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 少数股东权益 | 108.4 | 108.4 | 108.4 | 108.4 | 指标 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 8206.7 | 8940.8 | 11805.1 | 12806.6 | 每股收益(元) | 0.28 | 0.33 | 0.34 | 0.38 |
| 负债和股东权益总计 | 14202.1 | 13867.6 | 16921.8 | 18124.5 | 每股净资产(元) | 2.75 | 2.99 | 3.36 | 3.65 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 2986.2 | 2986.0 | 3513.0 | 3513.0 |
| | | | | | ROIC(%) | 8.0% | 9.1% | 10.6% | 12.4% |
| | | | | | ROE(%) | 10.0% | 10.9% | 10.0% | 10.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 41.1% | 43.7% | 45.3% | 45.5% |
| | | | | | EBIT Margin(%) | 31.6% | 34.2% | 35.9% | 36.3% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 26.9% | 29.2% | 31.3% | 32.5% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 41.5% | 34.7% | 29.6% | 28.7% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 12.4% | 9.4% | 12.2% | 9.5% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 9.7% | 18.7% | 20.3% | 13.4% |
| | | | | | | | | | |

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

