

兴蓉环境 (000598) \ 公用事业

——业绩符合预期，垃圾发电投产业绩有望提速

事件：

公司发布16年业绩快报，全年营业总收入30.58亿元，同比降低0.14%，归母净利润8.74亿元，同比增长6.00%。

投资要点：

➤ **公司业绩增长主要来自于供排水业务的增长，整体符合我们的预期**
 公司利润与上年度相比持续增长，主要原因为：（1）自来水板块持续稳定增长，受益于非夏售水比例提升，自来水售水均价同比提高，自来水售水量同比增加约8%；（2）环保工程建设项目逐步完工投运，污水设计处理能力提升，污水处理量同比增加约6%；（3）强化资金管理，节约财务费用，收回老旧欠款，改善应收款项账龄结构，坏账准备同比减少等。营收略有下降，可能是因为15年下半年开始污水处理等开始从免征增值税变更为即征即退。

➤ **垃圾发电为新的增长点，预计两年内将陆续投产两个项目，公司业绩有望提速**

16年12月30日万兴环保发电项目点火试运行，项目规模为2400吨/日，垃圾处理服务单价为46元/吨，预计17年项目将为公司带来9600万元毛利。同时17年底彭州隆丰环保发电项目（1500吨/日）有望投产，为18年业绩带来新的增量。未来巴基斯坦项目及成都本地垃圾零填埋带来的机会值得期待。

➤ **16年以来借力PPP及一带一路，项目拓展提速，打开未来发展空间**

16年下半年以来已中标徐州沛县供水PPP项目（15亿）与宁东基地水资源综合利用PPP项目（4亿，59%股权），分别实现华东区域的突破与工业污水领域业务的突破，并与中国恩菲工程技术有限公司等拟联合投资巴基斯坦2000吨/日垃圾焚烧项目（49%股权），海外拓展取得实质性突破。

公司供排水业务提供稳定现金流，资金成本低，运营管理经验国内一流。凭借自身优势，与总承包商强强联合，已经与中铁三局、中国恩菲等签署战略合作框架协议，未来随着PPP及一带一路的进一步拓展，公司具备的广阔发展空间。

投资建议：

推荐
 首次覆盖

当前价格：

6.02元

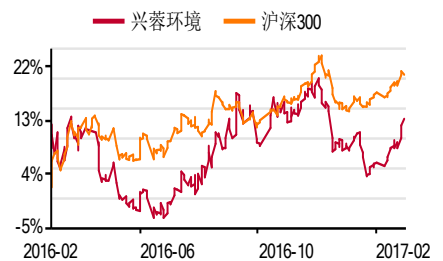
目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,986/2,986
流通A股市值（百万元）	17,977
每股净资产（元）	2.96
资产负债率（%）	44.77
一年内最高/最低（元）	6.61/5.09

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

冯瑞齐联系人

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

张浩佳

相关报告

➤ 给予“推荐评级”

不考虑H股申请的情况下，预计公司16-18年EPS分别为0.29、0.33及0.38元，对应PE分别为20.46、17.78及15.79，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

项目进度低于预期；新项目拓展低于预期

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2724.26	3062.49	3058.34	3672.36	4185.10
增长率(%)	12.73%	12.42%	-0.14%	20.08%	13.96%
EBITDA(百万元)	1368.84	1497.08	1967.47	2341.13	2500.25
净利润(百万元)	752.03	824.73	874.22	1006.07	1132.49
增长率(%)	0.87%	9.67%	6.00%	15.08%	12.57%
EPS(元/股)	0.252	0.276	0.293	0.337	0.379
市盈率(P/E)	23.79	21.69	20.46	17.78	15.79
市净率(P/B)	2.40	2.18	1.99	1.81	1.64
EV/EBITDA	13.15	12.05	11.73	9.85	9.58

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1918.07	2177.94	30.58	36.72	41.85	营业收入	2724.2	3062.4	3058.3	3672.3	4185.1
应收账款+票据	478.52	512.87	505.60	717.35	676.35	营业成本	1521.4	1766.5	1751.7	2100.9	2393.1
预付账款	41.08	29.75	47.79	45.20	60.72	营业税金及附加	25.83	35.90	35.85	43.05	49.06
存货	114.94	163.58	116.96	219.51	163.76	营业费用	80.20	90.57	91.14	107.23	119.28
其他	13.79	111.95	111.95	111.95	111.95	管理费用	172.68	202.41	202.46	232.09	260.31
流动资产合计	2586.15	2996.09	812.88	1130.74	1054.63	财务费用	73.21	118.90	108.78	104.52	121.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	44.63	47.06	7.26	28.02	44.32
固定资产	5168.61	5590.45	5033.22	6645.64	5894.90	公允价值变动收益	2.30	-17.52	0.00	0.00	0.00
在建工程	1523.82	2346.86	8607.93	8801.07	11340.9	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2429.61	2560.48	2275.32	1990.16	1705.00	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	162.02	351.48	347.94	344.41	344.41	营业利润	808.53	783.61	861.14	1056.5	1197.1
非流动资产合计	9284.07	10849.2	16264.4	17781.2	19285.2	营业外净收益	107.73	205.44	180.31	142.00	152.00
资产总计	11870.2	13845.3	17077.3	18912.0	20339.8	利润总额	916.26	989.05	1041.4	1198.5	1349.1
短期借款	0.00	40.00	2560.60	2548.90	3386.50	所得税	154.81	136.65	143.88	165.59	186.39
应付账款+票据	969.50	1233.50	814.06	1641.68	1155.63	净利润	761.45	852.40	897.56	1032.9	1162.7
其他	1303.83	1610.01	1609.01	1718.00	1699.19	少数股东损益	9.42	27.67	23.35	26.87	30.25
流动负债合计	2273.33	2883.51	4983.66	5908.58	6241.32	归属于母公司净	752.03	824.73	874.22	1006.07	1132.49
长期带息负债	1988.21	2152.33	2498.02	2465.92	2500.79	主要财务比率					
长期应付款	0.00	349.09	349.09	349.09	349.09		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	117.23	145.34	145.34	145.34	145.34	成长能力					
非流动负债合计	2105.44	2646.76	2992.45	2960.35	2995.22	营业收入	12.73	12.42	-0.14%	20.08	13.96
负债合计	4378.77	5530.27	7976.11	8868.93	9236.55	EBIT	3.30%	9.08%	2.39%	19.24	12.08
少数股东权益	37.88	108.41	131.75	158.63	188.88	EBITDA	7.74%	9.37%	31.42	18.99	6.80%
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	归属于母公司净利	2.71%	9.67%	6.00%	15.08	12.57
资本公积	1789.32	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	获利能力					
留存收益	2678.03	3440.50	4203.25	5118.27	6148.27	毛利率	44.15	42.32	42.72	42.79	42.82
股东权益合计	7491.45	8315.09	9101.19	10043.0	11103.3	净利率	27.95	27.83	29.35	28.13	27.78
负债和股东权益	11870.2	13845.3	17077.3	18912.0	20339.8	ROE	10.09	10.05	9.75%	10.18	10.38
						ROIC	11.41	11.34	9.78%	7.33%	7.76%
						偿债能力					
						资产负债率	36.89	39.94	46.71	46.90	45.41
						流动比率	1.14	1.04	0.16	0.19	0.17
						速动比率	1.08	0.94	0.12	0.14	0.12
						营运能力					
						应收账款周转率	6.05	6.58	6.40	5.61	6.58
						存货周转率	13.24	10.80	14.98	9.57	14.61
						总资产周转率	0.23	0.22	0.18	0.19	0.21
						每股指标(元)					
						每股收益	0.25	0.28	0.29	0.34	0.38
						每股经营现金流	0.39	0.45	0.43	0.91	0.60
						每股净资产	2.50	2.75	3.00	3.31	3.65
						估值比率					
						市盈率	23.79	21.69	20.46	17.78	15.79
						市净率	2.40	2.18	1.99	1.81	1.64
						EV/EBITDA	13.15	12.05	11.73	9.85	9.58
						EV/EBIT	17.81	16.36	20.44	17.13	15.88

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

