

# 兴蓉环境 (000598) \ 公用事业

## ——17年营收高增长比较确定，未来发展空间广阔

### 事件：

公司发布16年年报，实现营业收入30.58亿元，同比减少0.14%。归母净利润8.74亿元，同比增长6.00%。同时17年财务预算报告显示，17年预计实现营收约37亿元，营业成本约23亿元。

### 投资要点：

#### ➤ 毛利率、净利率保持相对平稳

公司16年自来水销量7.07亿元，同比增长8.50%，营收15.94亿元，同比增长9.59%；污水处理量8.20亿吨，同比增长6.20%，污水处理收入9.15亿元，同比增长1.52%，可能是增值税即征即退的影响。自来水销量及污水处理量提升主要来自于新项目的逐步投产及水量的自然增长。公司整体毛利率41.95%，同比降低0.37个百分点，净利率28.50%，同比增加0.67个百分点，期间费用率12.38%，下降1.07个百分点，整体保持相对平稳的状态。

#### ➤ 17年垃圾焚烧发电成为新的增长点，营收高增长比较确定，业绩值得期待

根据公司17年预算目标，17年污水处理量同比增长约13.64%，自来水收入同比增长约7.70%，同时万兴垃圾发电项目带来新的收入增长，预计营收37亿元，同比增长20.99%，与我们之前的预期一致。综合公司前几年设定的财务预算目标与实际业绩的对比发现，营收一般比较准确，公司17年业绩增长有望提速，同时公司16年营业外收入中包含自来水二厂拆迁过渡期间的运营净收益5095.03万元，年内已拆迁完毕，所以我们预计17年利润增长率略低于营收增长率，但显著高于16年利润增长率。

#### ➤ 未来几年成都本地垃圾发电新项目有望带来持续的增长点

公司目前万兴发电项目已经投产，隆丰项目目前正加快推进，预计17年底投产，公司年报披露将积极争取天府新区垃圾发电项目、简阳垃圾发电项目、万兴垃圾发电项目二期等市域垃圾发电项目，并得到市政府支持，我们对于未来新项目的落地比较乐观。

#### ➤ PPP、一带一路实现突破，看好新的拓展

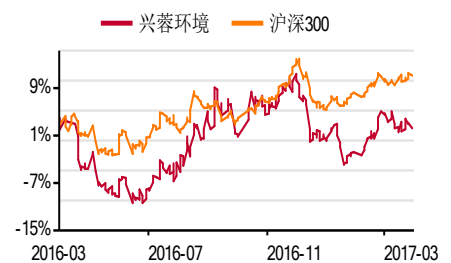
公司16年成功中标27亿元PPP项目，其中江苏沛县供排水PPP项目15亿元、宁夏宁东水资源综合利用PPP项目12亿元，均为财政部PPP示范项目。巴基斯坦垃圾发电项目，公司已依法在巴基斯坦设立了合资公司。公司具有显著的融资及资金成本优势，国内一流的运营经验，以及目前已经与中铁三局、天翔环境、中国恩菲等签订战略合作协议，未来新项目的拓展值得期待，未来发展空间广阔。

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：**5.84元**  
 目标价格：

### 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)	17,440
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

1、《兴蓉环境 (000598) \ 公用事业行业》

2017.03.02

➤ **维持“推荐评级”**

不考虑H股申请的情况下，预计公司17-19年EPS分别为0.34、0.39及0.44元，对应PE分别为17.3、15.1及13.3，维持“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；运营成本提升

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	306248.71	305833.55	370245.65	420552.03	479933.98
增长率（%）	12.42%	-0.14%	21.06%	13.59%	14.12%
EBITDA（百万元）	149708.32	154680.19	129935.49	178419.30	198641.25
净利润（百万元）	82473.45	87421.51	100692.22	115369.01	131599.35
增长率（%）	9.67%	6.00%	15.18%	14.58%	14.07%
EPS（元/股）	0.276	0.293	0.337	0.386	0.441
市盈率（P/E）	21.15	19.95	17.32	15.12	13.25
市净率（P/B）	2.13	1.95	1.77	1.60	1.44
EV/EBITDA	12.34	13.21	17.40	12.02	11.56

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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2177.94	1425.96	1110.74	1261.66	1439.80	营业收入	3062.49	3058.34	3702.46	4205.52	4799.34
应收账款+票据	512.87	593.65	706.72	770.34	915.28	营业成本	1766.52	1775.31	2155.20	2445.09	2783.62
预付账款	29.75	18.65	58.01	28.96	70.05	营业税金及附加	35.90	42.14	51.01	57.94	66.12
存货	163.58	255.01	119.00	305.32	177.75	营业费用	90.57	90.02	108.98	123.78	141.26
其他	111.95	187.23	187.23	187.23	187.23	管理费用	202.41	218.59	264.63	300.58	343.02
<b>流动资产合计</b>	<b>2996.09</b>	<b>2480.51</b>	<b>2181.71</b>	<b>2553.50</b>	<b>2790.12</b>	财务费用	118.90	70.13	77.52	58.80	65.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	47.06	1.27	8.77	11.02	14.32
固定资产	5590.45	6308.11	6299.34	10201.67	9907.83	公允价值变动收益	-17.52	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2346.86	4192.88	5692.88	3000.00	4500.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2560.48	2701.15	2791.15	2871.15	2941.15	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	351.48	927.92	925.65	923.37	923.37	<b>营业利润</b>	<b>783.61</b>	<b>860.88</b>	<b>1036.35</b>	<b>1208.30</b>	<b>1385.04</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10849.27</b>	<b>14130.06</b>	<b>15709.02</b>	<b>16996.19</b>	<b>18272.35</b>	营业外净收益	205.44	180.31	150.99	166.09	182.70
<b>资产总计</b>	<b>13845.36</b>	<b>16610.56</b>	<b>17890.72</b>	<b>19549.70</b>	<b>21062.47</b>	<b>利润总额</b>	<b>989.05</b>	<b>1041.19</b>	<b>1187.35</b>	<b>1374.39</b>	<b>1567.74</b>
短期借款	40.00	110.00	1418.50	95.24	1524.82	所得税	136.65	169.43	164.04	189.88	216.60
应付账款+票据	1233.50	2188.15	861.22	2598.31	1340.20	<b>净利润</b>	<b>852.40</b>	<b>871.76</b>	<b>1023.31</b>	<b>1184.51</b>	<b>1351.15</b>
其他	1610.01	1369.06	1427.03	1459.98	1534.36	少数股东损益	27.67	-2.46	16.38	30.82	35.15
<b>流动负债合计</b>	<b>2883.51</b>	<b>3667.21</b>	<b>3706.76</b>	<b>4153.53</b>	<b>4399.38</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>824.73</b>	<b>874.22</b>	<b>1006.92</b>	<b>1153.69</b>	<b>1315.99</b>
长期带息负债	2152.33	3201.34	3547.02	3679.12	3714.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	349.09	353.29	353.29	353.29	353.29		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	145.34	235.82	235.82	235.82	235.82	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2646.76</b>	<b>3790.45</b>	<b>4136.13</b>	<b>4268.23</b>	<b>4303.10</b>	营业收入	12.42%	-0.14%	21.06%	13.59%	14.12%
<b>负债合计</b>	<b>5530.27</b>	<b>7457.65</b>	<b>7842.89</b>	<b>8421.76</b>	<b>8702.49</b>	EBIT	9.08%	0.54%	16.12%	15.17%	13.12%
少数股东权益	108.41	193.07	209.45	240.27	275.42	EBITDA	9.37%	3.32%	-16.00%	37.31%	11.33%
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	归属于母公司净利润	0.87%	6.00%	15.18%	14.58%	14.07%
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	<b>获利能力</b>					
留存收益	3440.50	4193.66	5072.20	6121.48	7318.38	毛利率	42.32%	41.95%	41.79%	41.86%	42.00%
<b>股东权益合计</b>	<b>8315.09</b>	<b>9152.91</b>	<b>10047.84</b>	<b>11127.93</b>	<b>12359.98</b>	净利率	27.83%	28.50%	27.64%	28.17%	28.15%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13845.36</b>	<b>16610.56</b>	<b>17890.72</b>	<b>19549.70</b>	<b>21062.47</b>	ROE	10.05%	9.76%	10.23%	10.60%	10.89%
						ROIC	10.27%	8.20%	8.19%	7.56%	8.64%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39.94%	44.90%	43.84%	43.08%	41.32%
						流动比率	1.04	0.68	0.59	0.61	0.63
						速动比率	0.94	0.56	0.51	0.50	0.55
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.58	5.92	5.85	6.25	5.87
						存货周转率	10.80	6.96	18.11	8.01	15.66
						总资产周转率	0.22	0.18	0.21	0.22	0.23
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.28	0.29	0.34	0.39	0.44
						每股经营现金流	0.45	0.48	-0.09	1.01	0.13
						每股净资产	2.75	3.00	3.29	3.65	4.05
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.15	19.95	17.32	15.12	13.25
						市净率	2.13	1.95	1.77	1.60	1.44
						EV/EBITDA	12.34	13.21	17.40	12.02	11.56
						EV/EBIT	16.76	18.44	17.57	14.47	13.69

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

