

2017年4月19日

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

签订协同处置污泥框架协议，打造西部水务运营龙头

买入（维持）

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,058	3,759	4,116	4,548
同比(+/-%)	-0.1%	22.9%	9.5%	10.5%
净利润(百万元)	874	1177	1335	1536
同比(+/-%)	6.0%	34.6%	13.4%	15.0%
毛利率(%)	42.0%	43.6%	43.9%	43.0%
净资产收益率(%)	9.8%	11.9%	12.2%	12.7%
每股收益(元)	0.29	0.39	0.45	0.51
PE	20.62	15.33	13.29	11.72
PB	1.95	1.77	1.60	1.44

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，子公司成都排水与国电金堂发电公司签署合作框架协议，拟利用国电金堂的设备、技术、蒸汽，共同处理成都市城市生活污水污泥（初定处理规模400吨/天）。

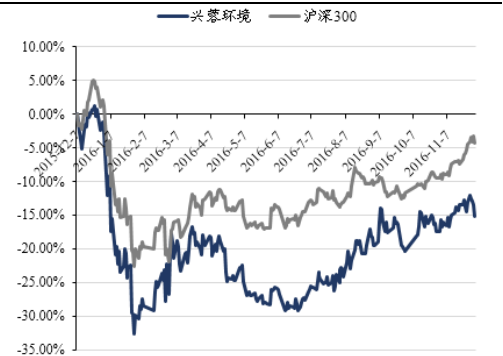
投资要点：

■ **强强联手协同处置污泥，实现一举多得、利益共享：**公司此次合作伙伴是国电成都金堂发电有限公司，国电金堂是国电四川发电有限公司的控股子公司（控股比例为65%），主营为电力生产、电力工程建设、电力技术咨询等。国电金堂背靠国电平台，自身设备先进、“热电厂协同处置生活污水”技术成熟，且身处工业园区，蒸汽量供应稳定。公司与之合作后，将充分利用对方资源，且发挥自身污泥供应量稳定的优势，实现资源循环利用、一举多得、利益共享。初定污泥处理规模为400吨/天（80%含水率），未来项目正常实施后，示范效应显现，预计处理规模会逐步提升，不排除将该模式在成都市其他地区进行复制推广。

■ **深耕成都市场，打造西部水务运营龙头：**1) 公司在手8座自来水厂，供水量为232.56万吨/日；31座污水处理厂，污水处理量为224.74万吨/日，目前业务范围已经覆盖四川、甘肃、陕西、宁夏、广东、海南、江苏7大省份，是西部地区供排水龙头企业，每年供排水业务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。根据年报信息披露，2016年多个重点项目高效推进，三四五八污水处理厂扩能提标项目全面通水、水七厂二期项目开工建设、万兴环保发电项目于2016年底点火发电调试、隆丰环保发电项目主体工程已开工，中心城区供排水管网项目有序推进、海南清澜水厂三期2万吨、金堂沱源6万吨扩建项目进入调试运行阶段，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。

■ **迈向国际，响应一带一路战略，打开市场想象空间：**目前在习

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.98
一年最低价/最高价	5.29/5.98
市净率	1.95
流通A股市值(百万元)	17856

基础数据

每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	42.5
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. 供水业务价量齐升，多因素驱动净利润增长
2017年2月28日
6. PPP项目再落一子，一带一路打开想象空间
2017年4月7日

近平主席主导下，“一带一路”已上升为我国国家战略，公司高瞻远瞩、提前布局：1) 积极拓展印度、巴基斯坦、美国、泰国等国际水务市场；2) 与中国恩菲工程技术有限公司、中冶集团铜锌有限公司在巴基斯坦组建合资公司，负责建设拉合尔市日处理生活垃圾 2000 吨的垃圾焚烧项目。项目公司股权结构中，公司、中国恩菲、中冶铜锌持股比例分别为 49%、41%、10%，项目公司董事长由公司提名；3) 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，未来一带一路沿线国家更多项目落地值得期待。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 17-19 年 EPS 0.39、0.45、0.51 元，对应 PE 15、13、12 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保业务进度低于预期。

图表 1 兴蓉环境盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2727.3	3311.1	4536.8	6213.7	营业收入	3058.3	3758.7	4115.8	4547.9
现金	1670.6	1972.4	3223.9	4766.4	营业成本	1775.3	2119.2	2311.0	2592.8
应收款项	593.7	988.6	935.9	1034.2	营业税金及附加	42.1	27.8	34.6	39.1
存货	255.0	151.0	164.6	184.7	营业费用	90.0	99.6	121.4	134.2
其他	208.0	199.2	212.4	228.4	管理费用	218.6	225.5	246.9	272.9
非流动资产	14192.0	14211.7	14252.2	14278.4	财务费用	70.1	176.6	162.9	142.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	10501.0	10610.6	10738.2	10848.6	其他	-1.3	-2.2	-3.9	-6.8
无形资产	2701.2	2611.1	2524.1	2439.9	营业利润	860.9	1107.7	1235.1	1359.9
其他	989.9	989.9	989.9	989.9	营业外净收支	180.3	243.4	304.3	410.8
资产总计	16919.3	17522.7	18789.0	20492.1	利润总额	1041.2	1351.2	1539.3	1770.7
流动负债	3890.9	3569.3	3786.7	4283.1	所得税费用	169.4	162.1	190.9	219.6
短期借款	215.1	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	-2.5	12.0	13.2	15.5
应付账款	2188.1	1486.3	1620.9	1818.5	归属母公司净利				
其他	1487.6	1933.0	2015.8	2314.6	润	874.2	1177.0	1335.2	1535.6
非流动负债	3875.6	3875.6	3875.6	3875.6	EBIT	932.3	1286.6	1401.8	1509.0
长期借款	1011.8	1011.8	1011.8	1011.8	EBITDA	1368.2	1679.1	1923.5	2092.1
其他	2863.7	2863.7	2863.7	2863.7					
负债总计	7766.4	7444.9	7662.2	8158.6	重要财务与估值				
少数股东权益	193.1	202.4	212.7	224.8	指标	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权					每股收益(元)	0.29	0.39	0.45	0.51
益	8959.8	9875.4	10914.1	12108.7	每股净资产(元)	3.00	3.31	3.65	4.05
负债和股东权益总					发行在外股份(百				
计	16919.3	17522.7	18789.0	20492.1	万股)	2986.2	2986.2	2986.2	2986.2
					ROIC(%)	6.8%	9.0%	9.8%	10.8%
					ROE(%)	9.8%	11.9%	12.2%	12.7%
					毛利率(%)	42.0%	43.6%	43.9%	43.0%
					EBIT Margin(%)	30.5%	34.2%	34.1%	33.2%
					销售净利率(%)	28.6%	31.3%	32.4%	33.8%
					资产负债率(%)	45.9%	42.5%	40.8%	39.8%
					收入增长率(%)	-0.1%	22.9%	9.5%	10.5%
					净利润增长率(%)	6.0%	34.6%	13.4%	15.0%

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>

