

强烈推荐-A (维持)

兴蓉环境 000598.SZ

目标估值: 7.8 元
当前股价: 5.65 元
2017 年 07 月 04 日

到2020年再造一个新兴蓉

基础数据

上证综指	3196
总股本(万股)	298622
已上市流通股(万股)	298622
总市值(亿元)	169
流通市值(亿元)	169
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	45.4%
主要股东	成都市兴蓉集团有限
主要股东持股比例	42.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-1	8
相对表现	1	-10	-8

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn

1、 有目标：到 2020 年再造一个新兴蓉

近期，兴蓉环境提出积极的发展目标：

“5~10 年奋力打造全球同行业知名企业，2020 年再造一个新兴蓉。”

再造一个新兴蓉不仅指资产翻番，更是指收入和利润的快速提高。

公司新目标的响亮提出，向市场展现出一种新的风貌。

2、 有动力：新领导新气象

2017 年 2 月，公司新一任董事长李本文先生上任。另外，2017 年 4 月，公司第七届董事会届满，进行换届选举，为高管团队注入新鲜血液。

➤ **李本文**：男，汉族，1966 年 1 月生，四川仁寿人，1988 年 3 月加入中国共产党，1988 年 7 月毕业于重庆医科大学管理专业。1988 年 7 月在双流县计生委参加工作，2008 年 4 月任双流县县委常委，政法委书记。2010 年 5 月起，历任郫县县委常委，政法委书记，县政府党组副书记，常务副县长，县委副书记(2009 年 9 月至 2012 年 12 月在电子科技大学高级管理人员工商管理专业学习，获工商管理硕士学位)。现任成都市兴蓉环境股份有限公司党委书记，董事长，成都市兴蓉集团有限公司党委书记，董事长。

除李本文先生之外，其余 6 位董事中的 2 位发生变更。

公司的高管团队中，李勇刚先生成为新一任总经理，董昱女士成为新一任董秘。

新一任的董事长、总经理、董秘等高管成员，普遍较为年轻，新上任之后体现出更加蓬勃、更有动力的新气象。

3、 有支持：发改委力推国企改革，支持打造行业领先企业

国企改革作为四大改革之首，国家层面出台了 22 个文件，四川省在国企改革中属于走的较快的省份。而成都作为四川的省会和西部中心城市，对国企改革十分重视，出台了 24 个相关文件。

成都市的国企改革思路，主要包括：

- 有序推进重组整合——加强优质资源聚集效应；
- 推动一级企业横向整合；
- 推动企业内部纵向整合；

- 推动同类业务整合，例如之前房地产高速发展的时候，成立了 80 余家企业，但是大型的不多，可能会进行整合；
- 促进产业结构再平衡——聚焦“五中心一枢纽”战略、合理优化产业布局，加强国内甚至国际竞争力；
- 打造支柱核心企业，比如兴蓉环境；
- 发挥城市战略助推功能。

对于上市公司而言，意味着成都市国资委将会大力支持兴蓉的发展，并将其打造为成都市的支柱核心企业。

具体的支持措施，包括重组整合、横向整合、区域范围同类业务整合等等。

优质资产、同类资产的整合注入，将会快速提高兴蓉的资产总值、收入和利润规模，从而对于完成“2020 年再造一个新兴蓉”非常有帮助。

4、 有实现路径：具体且具备可操作性

对于投资者而言，了解公司的发展目标之后，首先最为关心的就是如何达成战略目标。

对于如何实现“2020 年再造一个新兴蓉”，兴蓉环境董事长李本文先生提出了具体的实现路径：

(1) 第一个兴蓉：整合二圈层、三圈层水资源

成都将其中心区及周边的县市，按照距离和规划方案，基本划分为一、二、三圈层。

一圈层：成都市五城区+高新区；

二圈层：新都、郫县、温江、双流、龙泉、青白江；

三圈层：都江堰、彭州、金堂、新津、崇州、大邑、邛崃、蒲江；

2016 年及之前，兴蓉环境的供排水业务主要集中在一圈层的主城区和高新区。未来，在国资委和市政府的支持之下，兴蓉将陆续整合二三圈层的供排水业务和资产。根据上市公司的测算，二、三圈层的供排水业务相当于兴蓉目前的规模，若能成功整合则相当于再造一个新兴蓉。

(2) 第二个兴蓉：天府新区南拓，新增城区及配套供排水

2014 年 10 月 2 日，四川天府新区获批成为国家级新区，天府新区成为云贵川渝地区的第 3 个国家级新区。

2014 年 11 月 24 日，《四川天府新区总体方案》经国务院同意并正式印发。到 2018 年，四川天府新区基础设施网络框架基本形成，重点功能区初具规模，一批国际国内知名企业成功入驻，战略性新兴产业、现代制造业和高端服务业集聚效益明显。单位面积产出高于成都平均水平。到 2025 年，基本建成以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际化现代新区。

整个天府新区的直管区面积近 600 平方公里，相当于成都的建设面积，未来工商服务业发展之后，其新建的供排水规模相当于新建第二个新兴蓉。

(3) 第三个兴蓉：龙泉、简阳区域建设，新增面积配套的供排水

龙泉、简阳区域建设，新增面积约 300~400 平方公里，新增的供排水规模某种程度上相当于第三个兴蓉的很大比例。

另外，公司还向固废方向发展，并向固废产业链的若干细分子领域进行拓展，未来或将在国资委支持下整合和获取成都及周边地区的相关项目。

与此同时，公司将跟随一带一路的政策，从国外获取项目；还将借助 PPP 的发展浪潮，探索流域治理。

以上几种方案，为我们显示了近期到远期，公司完成“再造一个新兴蓉”目标的具体路径，以及未来收入业绩持续增长的来源。

5、投资建议：万事俱备，期待前行

目前，兴蓉环境的发展开始步入新的阶段。

新上任的高管带来了新的动力和朝气；国资委的支持将会使公司的发展前进的更加顺畅；目前公司想做事、有支持能做事、知道要做什么事，万事俱备只有待一步一个脚印的坚定执行。

虽然整合并购+内生增长的前进方向已经确定，但是任何发展都需要一个过程。例如在整合成都周边地区的水务排水业务资产的时候，可能会面临解决当地水务历史遗留问题、自来水污水价格市场化调整、提标改造、为了上市而规范化等等程序。另外，面对地方国资控制的水务资产，由于整合范围均属于成都市管辖区域，有市国资委的协助预计整合较为迅速，而面对民营水务污水处理公司，则还需要进行市场化的磋商谈判，这也需要一定的时间。

由于兴蓉环境管理层目标明确动力足、成都市国资委扶持意愿明确且有时间考核指标、上市公司对于如何自身快速发展有明确路线图，因此我们看好兴蓉环境未来的发展前景，并认为兴蓉可以在原先“白马股”的基础上成为一家快速稳健增长的公用环保公司。由于并购整合等扩张的进度有不确定性，因此我们预计：

- 保守估计：在不考虑成都周边外延整合并购以及再中标大型 PPP 项目的情况下，公司 2017 年和 2018 年预计将实现归属母公司净利润为 10.4 和 11.8 亿元；
- 较为乐观的估计：若公司能以内生增长+外延并购整合+拓展固废和流域治理+拓展海外市场的方式，于 2020 年实现“再造一个新兴蓉”的战略目标，则预期 2017~2020 年将实现 19%的复合增长，对应归属净利润 10.4 亿元、12.4 亿元、14.7 亿元和 17.5 亿元。

根据保守估算，2018 年业绩为 11.8 亿元，对应当前股本 29.86 亿股，EPS 为 0.39 元/股。若基于 2018 年 0.39 元/股的 EPS 给予 20 倍行业平均估值，则对应一年期目标价 7.8 元/股，较 2017 年 7 月 3 日（报告发布前一日）收盘价 5.65 元/股有 38%的投资空间，未来若拓展顺利或将有超预期的可能，因此提升评级至“强烈推荐-A”评级。

6、风险提示

新项目投产进度偏慢；新业务拓展进度低于预期；周边整合进度低于预期；PPP 及异地业务建设进度低于预期；大盘系统性风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐： 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐： 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避： 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A： 公司长期竞争力高于行业平均水平

B： 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C： 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐： 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避： 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。