证券研究报告—动态报告

公用事业

环保

兴蓉投资(000598)

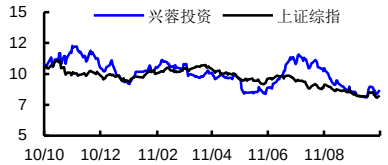
2011 年 3 季报点评

推荐

（维持评级）

2011 年 10 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本（百万股）	1,153.6/441.1
总市值（百万元）	9,851.5/3,767.0
沪深 300/深圳成指	2,370.33/9,957.62
12 个月最高/最低（元）	23.96/7.97

相关研究报告:

《异地扩张加快有望打开公司估值修复空间》——2011-6-17

《兴蓉投资-000598-2010 年 3 季报点评：业绩符合预期，自来水注入后安全边际高》——2010-10-20

《兴蓉投资-000598-收购大股东自来水资产快评：拟实现供排一体化，跨出“三步走”第一步》——2010-10-13

《兴蓉投资-000598-2010 年中报点评：业绩符合预期》——2010-8-11

证券分析师：谢达成

电话： 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120032

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

季报点评

业绩超出预期，量价双重作用

●业绩超出预期，1-3QEPS 为 0.40 元

公司 1-3Q 实现营收 14.3 亿元，同比增长 25.3%；归属母公司净利 4.64 亿元，折合摊薄后 EPS0.40 元，同比增长 51.6%，已占到我们全年 EPS 预测（0.44 元）的 91%，超出预期。原因主要在于成都当地自来水、污水量增速超预期以及水价变动对利润变动的放大作用。

●成都本地业务受水量、水价双重作用

参考中报数据，我们估计 1-3Q 净利润 4.6 亿元当中污水、供水各占 50%。即 1-3Q 自来水净利近 2.3 亿元，全年超出备考盈利预测值（2.3 亿）已是必然。今年成都地区售水量和污水处理率增速预计在 10%-12%，超出预期，主要源于成都城市化进程、成渝经济区以及公司向市郊拓展的影响。另外由于成都于 2010 年中期和 2011 年初分别进行了水价调整，导致的收入增加直接贡献至税前利润。

●异地扩张逐步奠定地位，但短期业绩能否体现取决于扩张节奏的把控

公司过去 1 年来在西部水务市场上较为活跃，已先后获得甘肃兰州（TOT，约 4.96 亿）、宁夏银川（BOT、约 2.7 亿元）、陕西西安（BOT，约 6 亿元）3 个省会城市的污水处理项目，逐步奠定了在西部水务市场的地位，具备一定示范效应。我们认为 BOT 模式对于产业资本而言，具有凭资金获取项目以及收获稳定现金流的优点，但由于其盈利回收的渐进性，短期业绩能否体现主要取决于扩张节奏的控制。兰州项目由于采取 TOT 模式，上半年已开始贡献净利 260 万。污泥包括其他异地项目暂未进入回报期。

●调高盈利预测，维持“推荐”评级

根据前 3 季度业务经营态势，我们调高公司 11-13 年 EPS 分别至 0.50/0.54/0.60 元，对应动态 PE 分别为 16.9/15.8/14.1*，相对估值处于板块底部。单考虑现有项目，未来 2 年业绩增速不高。鉴于水务项目回报的长期性，绝对估值更为合理，我们测算其区间为 9.6-10.9 元/股，维持“推荐”评级。股价催化剂在于集团资产的进一步整合，风险在于异地扩张过快导致短期业绩无法体现。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	562.13	611.57	1,817	1,991	2,226
(+/-%)	*-76.26%*	*8.79%*	*197.1%*	*9.6%*	*11.8%*
净利润(百万元)	223.24	235.95	581	622	697
(+/-%)	*2431.49%*	*5.69%*	*146.4%*	*7.1%*	*12.0%*
每股收益（元）	0.74	0.51	0.50	0.54	0.60
EBIT Margin	-15.91%	50.23%	42.5%	43.4%	43.9%
净资产收益率（ROE）	15.19%	7.09%	10.4%	10.5%	11.2%
市盈率（PE）	11.57	16.72	16.9	15.8	14.1
EV/EBITDA	90.28	11.98	12.5	12.2	10.7
市净率（PB）	1.76	1.19	1.76	1.67	1.58

表 1：兴蓉投资在成都中心城区外拓展情况一览

时间	项目	省市	类型	产能（万吨/日）	模式	金额
2010-4-22	兰州市七里河安宁污水处理厂	甘肃兰州	污水处理	20	TOT	4.96 亿元
2011-5-4	金堂县自来水公司（70%）、金堰水业有限公司（39%）	四川成都	自来水	5+2	现金收购	
2011-6-16	银川第六污水处理厂	宁夏银川	污水处理	15	BOT	约 2.7 亿元
2011-9-30	西安第二污水厂二期工程	陕西西安	污水处理	20	BOT	约 6 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	843	3291	3818	3797
应收款项	282	160	175	196
存货净额	78	3	4	4
其他流动资产	146	64	70	78
流动资产合计	**1368**	**3537**	**4086**	**4094**
固定资产	3535	3903	3894	4075
无形资产及其他	1268	1225	2144	2072
投资性房地产	21	21	21	21
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**6192**	**8687**	**10145**	**10262**
短期借款及交易性金融负债	264	0	0	0
应付款项	517	212	230	258
其他流动负债	511	271	292	326
流动负债合计	**1292**	**483**	**522**	**584**
长期借款及应付债券	1129	2168	3275	2982
其他长期负债	441	441	441	441
长期负债合计	**1571**	**2609**	**3717**	**3423**
负债合计	**2863**	**3092**	**4239**	**4008**
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	3328	5593	5905	6253
负债和股东权益总计	**6192**	**8687**	**10145**	**10262**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.20	0.50	0.54	0.60
每股红利	0.00	0.25	0.27	0.30
每股净资产	2.89	4.85	5.12	5.42
ROIC	8%	14%	15%	15%
ROE	7%	10%	11%	11%
毛利率	55%	48%	49%	49%
EBIT Margin	50%	42%	43%	44%
EBITDA Margin	70%	57%	58%	58%
收入增长	9%	197%	10%	12%
净利润增长率	6%	146%	7%	12%
资产负债率	46%	36%	42%	39%
息率	0.0%	3.0%	3.2%	3.5%
P/E	41.8	16.9	15.8	14.1
P/B	3.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	29.6	12.5	12.2	10.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**612**	**1817**	**1991**	**2226**
营业成本	274	938	1017	1128
营业税金及附加	1	4	4	5
销售费用	0	0	0	0
管理费用	50	145	162	187
财务费用	25	88	133	157
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	18	42	57	71
营业利润	278	684	732	820
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	**278**	**684**	**732**	**820**
所得税费用	42	103	110	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**236**	**581**	**622**	**697**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	**236**	**581**	**622**	**697**
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	125	260	292	323
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	88	133	157
营运资本变动	(55)	(266)	18	33
其它	27	88	133	157
经营活动现金流	**334**	**663**	**1065**	**1210**
资本开支	(350)	(586)	(1201)	(433)
其它投资现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	**(344)**	**(586)**	**(1201)**	**(433)**
权益性融资	1	1975	0	0
负债净变化	(92)	94	757	257
支付股利、利息	(182)	(378)	(444)	(506)
其它融资现金流	16	(264)	0	0
融资活动现金流	**(258)**	**2371**	**663**	**(799)**
现金净变动	**442**	**2448**	**527**	**(21)**
货币资金的期初余额	401	843	3291	3818
货币资金的期末余额	843	3291	3818	3797
企业自由现金流	958	64	(156)	754
权益自由现金流	(55)	84	489	877

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔 嵘 021-60933159

固定收益
李怀定 021-60933152
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340

策略
黄学军 021-60933142
林丽梅 021-60933157

技术分析
闫 莉 010-88005316

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
周 俊 0755-82130833-6215
糜怀清 021-60933167

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
祝 彬 021-60933156
常 伟

汽车及零配件
左 涛 021-60933164

钢铁及新材料
郑 东 010- 66025270
秦 波 010-66026317
郭 莹 010-88005303

机械
郑 武 0755- 82130422
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
后立尧 010-88005327

基础化工
刘旭明 010-66025272
张栋梁 0755-82130532
罗 洋 0755-82150633
吴琳琳 0755-82130833-1867
梁 丹 0755- 82134323

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
杜佐远 0755-82130473
胡博新 0755-82133263
刘 勍 0755-82130833-1845

电力设备与新能源
杨敬梅 021-60933160
张 弢 010-88005311

传媒
陈财茂 010-88005322
刘 明 010-88005319

有色金属
彭 波 0755-82133909
龙 飞

电力与公用事业
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
唐俊杰 021-60875160

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407
朱少凌 0755-82130646

计算机
段迎晟 0755- 82130761
欧阳仕华 0755-82151833

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 010-88005321
熊 丹 0755-82133528

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

建材
郑 东 010- 66025270
马 彦 010-88005304

旅游
曾 光 0755-82150809
钟 潇 0755-82132098

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建筑
邱 波 0755-82133390
刘 萍 0755-82130678

新兴产业
陈 健 010-66022025
李筱筠 010-66026326
孙 伟 010- 66026320

研究支持
沈 瑞 0755-82132998
余 辉 0755-82130741
王越明 0755-82130478

数量化投资产品
焦 健 0755-82133928
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
邓 岳 0755- 82150533

基金评价与研究
杨 涛 0755-82133339
康 亢 010-66026337
刘舒宇 0755-82133568
李 腾 0755-82130833-6223
刘 洋 0755-82150566
潘小果 0755-82130843
蔡乐祥 0755-82130833-1368
钱 晶 0755-82130833-1367

量化投资策略
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154
李荣兴 021-60933165
郑亚斌

量化交易策略与技术
戴 军 0755-82133129
黄志文 0755-82133928
彭甘霖 0755-82133259

数据与系统支持
赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
李扬之 0755-82136165

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦　敏	0755-82130833-3772	袁　剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn