

## 环保水务有望做强做大

兴蓉投资 (000598.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

3月15日,兴蓉投资公布2012年年报:去年营业收入21.5亿元,同比增长9.69%;归属于上市公司净利润7.25亿元,同比增长21.18%;基本每股收益0.63元,同比增长21.15%。向全体股东每10股派送现金股利0.5元,向全体股东每10股转增10股。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 净利润增速超过预期

公司2012年营业收入增速符合我们前期预期,净利润增速超过预期,主要原因是:(1)综合毛利率为52.03%,提升了1.67%,其中自来水供应业务毛利提升了3.35%,管道安装业务提升了2.69%。(2)销售费用与2011年同比持平,由于汇兑收益财务费用下降了35.94%。

##### (二) 水务将继续稳定增长

公司目前污水处理产能248万吨/天,包括在建水厂和深圳托管运营水厂。2012年排水公司产能利用率已经达到90%,兰州兴蓉污水厂利用率在70%左右。我们预计公司污水处理业务2013-2015年收入增长率分别为9.06%、13.47%、19.15%。2013年污水业务主要增长点在深圳托管水厂,2014年在银川六厂、西安二厂、巴中经开水厂,2015年在巴中二厂、西安一厂、新建污水二期水厂。

公司目前自来水供应产能233万吨/天,包括控股京堂自来水厂、新建自来水七厂。2012年自来水产能利用率已经达到80%。我们预计自来水供应业务2013-2015年收入增长率分别为6.25%、22.22%、6.06%。自来水业务主要增长在新建七厂2014年投产。

##### (三) 环保业绩释放在明年

公司收购控股股东兴蓉集团持有的再生能源公司,实现了从单一的水务业务领域向水务和环保双业务领域发展的战略转型。成都市固体废弃物卫生处置场垃圾渗滤液扩容工程、第一污泥处理厂将在2014年正式投产运营,万兴环保发电厂项目有望在2015年投产运营。我们预计垃圾渗滤液2013-2015年收入增长率分别为13.33%、66.06%、8.99%。污泥处理业务2014年将贡献6000多万的收入,垃圾发电业务2015年将贡献1.2亿左右的收入。

#### 3. 投资建议

我们预计公司2013-2015年营业收入分别为23.4亿、28.7亿、33.4亿元,EPS分别为0.52、0.64、0.75元(未考虑股本转增),对应PE分别17X、14X、12X。我们认为公司环保水务业务有望做强做大,因此维持对公司的“推荐”评级。

#### 分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

#### 市场数据

时间 2013.3.14

A股收盘价(元)	8.97
A股一年内最高价(元)	10.01
A股一年内最低价(元)	5.99
上证指数	2270
市净率	2.32
总股本(万股)	149310
实际流通股(万股)	86525
总市值(亿元)	133.9
流通市值(亿元)	77.6

#### 相关研究

兴蓉投资2011中报点评报告	2012.02.03
兴蓉投资2010年报点评报告	2011.04.29
*ST清洗2009年报点评报告	2010.03.09

**表 3: 兴蓉投资 (000598) 财务报表预测**

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1594	1253	1548	1213	1083	营业收入	1918	2152	2340	2870	3344
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	961	1039	1146	1410	1650
应收账款	261	360	392	481	560	营业税金及附加	18	22	24	30	35
预付款项	142	37	37	37	37	销售费用	55	55	60	73	85
其他应收款	19	25	25	25	25	管理费用	124	136	148	181	211
存货	82	109	120	148	173	财务费用	67	43	42	40	41
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	24	24	24	24
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-7	2	2	2	2
固定资产	3198	3243	4262	5440	6559	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	493	1775	1994	1994	1994	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	678	835	898	1114	1299
无形资产	1261	1267	1265	1261	1258	营业外收支净额	17	12	12	12	12
长期待摊费用	2	5	7	9	11	税前利润	695	847	911	1126	1312
资产总计	7090	8346	9915	10870	11959	减: 所得税	108	121	137	169	197
短期借款	0	280	0	0	0	净利润	588	726	774	957	1115
应付票据	0	0	0	0	0	母公司净利润	588	726	774	957	1114
应付账款	254	370	402	495	579	少数股东损益	0	0	0	1	1
预收款项	135	194	194	194	194	基本每股收益(元)	0.51	0.63	0.52	0.64	0.75
应付职工薪酬	68	67	68	69	70	稀释每股收益(元)	0.51	0.63	0.52	0.64	0.75
应交税费	91	103	2	2	2	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他应付款	289	320	320	320	320	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	213.5%	12.21%	8.77%	22.62%	16.52%
长期借款	984	1072	1072	1072	1072	EBIT 增长率	149.4%	18.48%	6.97%	22.18%	15.87%
预计负债	0	15	15	15	15	净利润增长率	149.1%	23.50%	6.60%	23.66%	16.47%
负债合计	3363	3990	3092	3185	3271	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	3727	4356	6823	7685	8688	销售毛利率	49.89%	51.72%	51.03%	50.88%	50.65%
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	销售净利率	30.65%	33.75%	33.08%	33.36%	33.34%
净利润	588	726	774	957	1115	ROE	15.77%	16.76%	11.38%	12.49%	12.87%
折旧与摊销	0	254	295	356	417	ROIC	10.37%	10.76%	9.29%	10.34%	10.85%
经营现金流	334	931	1000	1330	1553	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-344	-2541	-1526	-1529	-1531	PE	17.61	14.26	17.31	14.00	12.02
融资现金流	-258	2295	821	-136	-152	P/S	5.40	4.81	5.72	4.67	4.01
现金净变动	-268	684	295	-335	-130	P/B	3.59	3.09	1.97	1.75	1.55
期初现金余额	231	1594	1253	1548	1213	股息收益率	1.11%	0.72%	0.58%	0.71%	0.83%
期末现金余额	-37	2278	1548	1213	1083	EV/EBITDA	14.75	10.33	11.01	9.26	8.05

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**冯大军，环保及公用事业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**冯大军，北京大学理学博士，2009 年 7 月加入中国银河证券研究部，主要负责环保及公用事业行业和公司证券研究。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深圳广州：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)