

# 兴蓉环境 (000598)

## 主业稳健增长，政策受益+PPP 促良性发展 买入 (维持)

2015 年 10 月 27 日

分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

0512-62938537

[yuanl@gsjq.com.cn](mailto:yuanl@gsjq.com.cn)

联系人 翟堃

0512-62936181

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

### 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,724	3,070	3,663	4,301
同比(+/-%)	12.7%	12.7%	19.3%	17.4%
净利润(百万元)	752.03	816.62	1026.24	1314.04
同比(+/-%)	0.9%	8.6%	25.7%	28.0%
毛利率(%)	43.2%	41.6%	41.7%	43.9%
净资产收益率(%)	10.1%	10.1%	9.4%	11.0%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.37
PE	29.72	27.52	25.62	20.64
PB	2.97	2.74	2.39	2.19

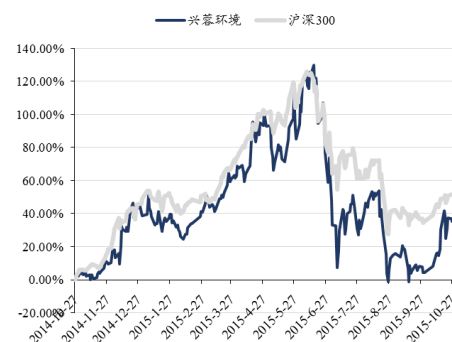
### 事件:

公司发布 2015 年三季度报告，前三季度实现营业收入 22.87 亿元，同比增长 11.58%；实现归属母公司股东的净利润 7.29 亿元，同比增长 5.76%；实现扣非净利润 5.98 亿元，同比下降 4.73%。

### 投资要点

- **主营业务稳健增长:** 三季度单季营业收入 7.93 亿元，环比下降 4.77%；净利润 2.93 亿元，环比增长 19.96%。净利润环比增长较高主要是因为公司三季度成本相对降低和所得税确认较少（三季度所得税 481 万元，环比降 92%）。公司主营供排水业务与城镇化速度正相关，成都市新建污水处理厂和异地污水处理厂投入运行促公司主营业务收入稳定增长。
- **毛利率保持稳定，财务费用增加:** 公司前三季度综合毛利率 44.87%，与中报的 43.97%和一季报的 44.32%基本持平；前三季度财务费用 0.94 亿元，同比增长 62%，三季度单季财务费用 0.26 亿元，同比增长 699%，财务费用大幅增加的主要原因是公司在市场利率下行的情况下发行短期融资债（拟发行 30 亿元，8 月 5 日发行第一期 9 亿元，利率 3.39%）。公司当前资产负债率 40.52%，较往期略有上升，但仍处在合理范围之内。
- **携手国开发展基金:** 公司通过国开发展基金入股自来水子公司的方式筹集 3.48 亿元用于自来水七厂二期工程项目和高新区、天府新区等自来水管项目。入股后国开发展基金在自来水子公司中持股比例 7.55%，公司将在 15 年内分三批以年化 1.2%的收益率进行股权回购。我们认为随着利率市场化和政策对基础公共事业项目的推进，公司作为优质地方性平台有望进一步获得政策支持，未来在低成本资金获取上将更具优势。
- **PPP 走出关键一步:** 公司与中信水务成立合资公司用于天府新区第一污水处理厂及成都科学城生态水环境工程项目建设，公司作为政府出资方持股比例 49%。作为无论是背景和资金都有较大优势的大型平台，公司在无论作为政府方还是社会资本方在承接 PPP 项目上都有巨大优势，未来有望更加受益。
- **盈利预测与估值:** 考虑非公开发行 H 股的摊薄，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27 元、0.29 元、0.37 元，对应市盈率 27.52、25.62、20.64 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场拓展低于预期；发行 H 股不成功。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.43
一年最低价/最高价	5.42/13.09
市净率	2.84
流通 A 股市值(百万元)	22200

### 基础数据

每股净资产(元)	2.72
资产负债率(%)	40.52
总股本(百万股)	2986.22
流通 A 股(百万股)	2986.22

### 相关研究

兴蓉环境：立足西部，转型环境  
综合服务商  
2015 年 8 月 4 日

资产负债表					利润表				
(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>2830.7</b>	<b>3167.0</b>	<b>6696.6</b>	<b>8444.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>2724.3</b>	<b>3070.1</b>	<b>3662.8</b>	<b>4300.9</b>
现金	2162.4	2422.8	5810.8	7413.4	营业成本	1521.5	1762.3	2097.0	2367.8
应收款项	478.5	529.9	632.2	742.3	营业税金及附加	25.8	30.7	36.6	43.0
存货	114.9	144.8	172.4	194.6	营业费用	80.2	92.1	109.9	129.0
其他	74.9	69.4	81.3	94.0	管理费用	237.7	265.2	298.1	333.7
<b>非流动资产</b>	<b>9320.3</b>	<b>8991.3</b>	<b>8602.8</b>	<b>8186.0</b>	财务费用	73.2	40.1	-7.8	-43.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	6692.4	6444.4	6134.2	5793.1	其他	22.6	81.0	78.3	75.7
无形资产	2429.6	2348.6	2270.3	2194.7	<b>营业利润</b>	<b>809.5</b>	<b>960.7</b>	<b>1207.3</b>	<b>1545.9</b>
其他	198.3	198.3	198.3	198.3	营业外净收支	106.7	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>12151.0</b>	<b>12158.3</b>	<b>15299.4</b>	<b>16630.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>916.3</b>	<b>960.7</b>	<b>1207.3</b>	<b>1545.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>2427.1</b>	<b>1781.0</b>	<b>2119.7</b>	<b>2399.4</b>	所得税费用	154.8	144.1	181.1	231.9
短期借款	747.9	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	9.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	969.5	965.6	1149.0	1297.4	<b>归属母公司净利</b>	<b>752.0</b>	<b>816.62</b>	<b>1026.24</b>	<b>1314.04</b>
其他	709.6	815.4	970.7	1102.0	EBIT	924.1	1000.8	1199.5	1502.9
<b>非流动负债</b>	<b>2232.5</b>	<b>2232.5</b>	<b>2232.5</b>	<b>2232.5</b>	EBITDA	1280.1	1640.1	1890.4	2219.5
长期借款	898.9	898.9	898.9	898.9					
其他	1333.6	1333.6	1333.6	1333.6					
<b>负债总计</b>	<b>4659.6</b>	<b>4013.6</b>	<b>4352.2</b>	<b>4631.9</b>					
少数股东权益	37.9	37.9	37.9	37.9					
归属母公司股东									
权益	7453.6	8106.9	10909.3	11960.5					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>12151.0</b>	<b>12158.3</b>	<b>15299.4</b>	<b>16630.4</b>					
<b>计</b>									

重要财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.37
每股净资产(元)	2.50	2.71	3.11	3.40
发行在外股份(百万股)	2986.2	2986.0	3513.0	3513.0
ROIC(%)	8.4%	8.5%	10.8%	14.5%
ROE(%)	10.1%	10.1%	9.4%	11.0%
毛利率(%)	43.2%	41.6%	41.7%	43.9%
EBIT Margin(%)	33.9%	32.6%	32.7%	34.9%
销售净利率(%)	27.6%	26.6%	28.0%	30.6%
资产负债率(%)	38.3%	33.0%	28.4%	27.9%
收入增长率(%)	12.7%	12.7%	19.3%	17.4%
净利润增长率(%)	0.9%	8.6%	25.7%	28.0%

数据来源：东吴证券研究所

## 免責聲明

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>

