兴蓉环境（000598）

业绩符合预期，16 年关注阶梯水价+收费提升+环保放量

买入（维持）

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	19.68	18.22	16.97	12.95
PB	1.97	1.82	1.58	1.45

事件：

公司发布 15 年业绩快报，营业收入 30.62 亿同比增 12.4%；净利 8.24 亿同比增 9.5%，EPS 0.28 元。

投资要点：

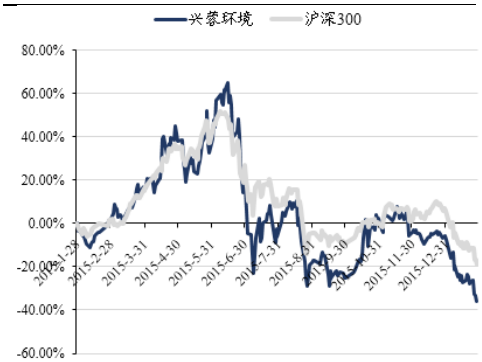
- **业绩符合预期，主业稳健发展：**公司业绩符合预期。增长主要由于 1）自来水售量 4%稳定增长；2）第九污水处理厂投产后污水处理量同比增 20%；3）第二污水处理厂拆迁过渡期运营；4）处置证券投资收益等。
- **2016 年主业受益阶梯水价/价格改革：**公司目前供排水规模近 600 吨/日。根据地方政策推进来看，成都地区阶梯水价 2016 年望全面实行，有望最高带来 19%收入增长空间；《关于推进价格机制改革的若干意见》要求污水污泥处理收费市场化，价格提升同时将进一步打开污泥处理市场。
- **环保将成业绩重要增量：**公司承担地方公用事业平台同时执行“一主多元”战略，通过渗滤液、垃圾焚烧、污泥、再生水向环保领域拓展，并成立兴蓉研究院积极进行环保研发。公司渗滤液产能利用存提升空间，2400 吨/日万兴垃圾焚烧发电项目 2016 年底将完工投运，700 吨/日污泥处理产能和锦城湖中水补水项目稳步推进中，环保在 2016-2017 年将成业绩重要增量。
- **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道项目建设。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。
- **盈利预测与估值：**预测 16-17 年 EPS 0.29、0.37 元（考虑到发行 H 股摊薄），对应 PE 16.97、12.95 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。

2016 年 1 月 29 日

分析师　袁理
执业资格证书号码：
S0600511080001
0512-62938537
yuanl@gsjq.com.cn

联系人　翟堃
0512-62936181
zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	4.92
一年最低价/最高价	4.91/13.09
市净率	1.81
流通 A 股市值（百万元）	14691

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
流通 A 股（百万股）	2986

相关研究

立足西部，转型环境综合服务商

2015 年 8 月 4 日

主业稳健增长，政策受益+PPP 促良性发展

2015 年 10 月 27 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1 兴蓉环境盈利预测

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	**2830.7**	**3167.0**	**6696.6**	**8444.3**
现金	2162.4	2422.8	5810.8	7413.4
应收款项	478.5	529.9	632.2	742.3
存货	114.9	144.8	172.4	194.6
其他	74.9	69.4	81.3	94.0
非流动资产	**9320.3**	**8991.3**	**8602.8**	**8186.0**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	6692.4	6444.4	6134.2	5793.1
无形资产	2429.6	2348.6	2270.3	2194.7
其他	198.3	198.3	198.3	198.3
资产总计	**12151.0**	**12158.3**	**15299.4**	**16630.4**
流动负债	**2427.1**	**1781.0**	**2119.7**	**2399.4**
短期借款	747.9	0.0	0.0	0.0
应付账款	969.5	965.6	1149.0	1297.4
其他	709.6	815.4	970.7	1102.0
非流动负债	**2232.5**	**2232.5**	**2232.5**	**2232.5**
长期借款	898.9	898.9	898.9	898.9
其他	1333.6	1333.6	1333.6	1333.6
负债总计	**4659.6**	**4013.6**	**4352.2**	**4631.9**
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
负债和股东权益总计	**12151.0**	**12158.3**	**15299.4**	**16630.4**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1173.3	1425.6	1914.1	2165.1
投资活动现金流	-1224.6	-253.9	-302.3	-299.8
筹资活动现金流	710.3	-911.2	1776.2	-262.8
现金净增加额	658.3	260.4	3388.0	1602.5
企业自由现金流	-143.1	1194.0	1605.1	1828.8

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**2724.3**	**3070.1**	**3662.8**	**4300.9**
营业成本	1521.5	1762.3	2097.0	2367.8
营业税金及附加	25.8	30.7	36.6	43.0
营业费用	80.2	92.1	109.9	129.0
管理费用	237.7	265.2	298.1	333.7
财务费用	73.2	40.1	-7.8	-43.0
投资净收益	1.0	0.0	0.0	0.0
其他	22.6	81.0	78.3	75.7
营业利润	**809.5**	**960.7**	**1207.3**	**1545.9**
营业外净收支	106.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	**916.3**	**960.7**	**1207.3**	**1545.9**
所得税费用	154.8	144.1	181.1	231.9
少数股东损益	9.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**752.0**	**816.62**	**1026.24**	**1314.04**
EBIT	924.1	1000.8	1199.5	1502.9
EBITDA	1280.1	1640.1	1890.4	2219.5

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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