

# 兴蓉环境 (000598) 研究报告

2016年3月6日

## 供排水稳健扩张, 环保贡献增量可期 买入 (维持)

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

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

联系人 翟堃

021-601997861

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

### 盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,062	3,349	3,757	4,113
同比(+/-%)	12.4%	9.4%	12.2%	9.5%
净利润(百万元)	824.73	978.55	1177.34	1336.08
同比(+/-%)	9.7%	18.7%	20.3%	13.5%
毛利率(%)	41.1%	43.1%	44.8%	45.3%
净资产收益率(%)	10.0%	10.9%	10.0%	10.4%
每股收益(元)	0.28	0.33	0.34	0.38
PE	20.82	17.55	17.16	15.12
PB	2.09	1.92	1.71	1.58

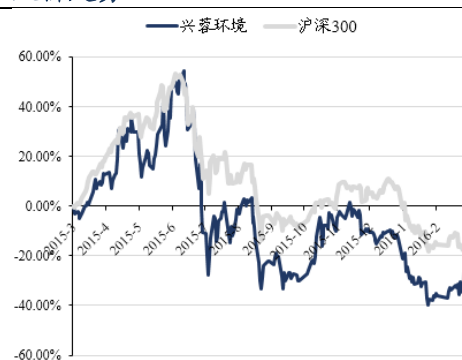
### 事件:

公司发布 2015 年年报, 实现营业收入 30.62 亿元, 同比增长 12.40%; 实现归属母公司股东的净利润 8.24 亿元, 同比增长 9.63%; 实现扣非净利润 6.68 亿元, 同比增长 0.06%; 实现 EPS 0.28 元。

### 投资要点:

- **业绩符合预期, 供排水主业稳健扩张:** 公司业绩符合我们的预期。受益于自来水销售量稳定增长 (**售水量增 4.09%**), 以及新建污水处理厂二期、巴中经开区污水处理厂、西安第一污水处理厂陆续投运带来的污水处理量大幅增加 (**处理量增 19.82%**), 公司 **15 年供水收入和污水处理收入分别增长 10.55% 和 20.02%, 带来持续稳健收入。**
- **成本费用有所增加:** 公司 15 年毛利率 42.32%, 较 14 年下降 1.83 PCT, 主要由于污水处理成本增加和渗滤液销售收入下降; 期间费用率 13.45%, 较 2014 年增加 1.48 PCT, 主要原因是规模扩张下财务费用率增 1.09 PCT。虽然公司总成本有所上升, 但在行业可比公司中仍处于合理水平。
- **未来两年进入环保收获期:** 公司通过渗滤液污泥、再生水、垃圾焚烧向环保领域拓展, 并**成立兴蓉研究院积极进行环保研发, 与中信环境合作进军 MBR 技术领域。**万兴 2400 吨/日、隆丰 1500 吨/日垃圾焚烧发电项目将于 2016、2017 年底投运; **清水河中水销售量同比增长 315%**, 锦城湖中水补水项目稳步推进中; 700 吨/日污泥处理产能将逐渐完善。随着规模扩张和经验增加, 公司环保业务在 16-17 年将进入收获期。
- **享受低成本资金优势:** 地方政府对地方公用事业平台有做大动力, 当前低利率环境下公司凭借优质资质具有较低融资成本 (**主体信用 AAA、超短融利率 3.39%、国开基金利率 1.2% 专项债支持**), 公司作为投资运营类企业利润弹性明显, 在拓展 PPP 项目上更有竞争优势。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 16-18 年 EPS 0.33、0.34、0.38 元 (假设 H 股 17 年发行完成), 对应 PE 18、17、15 倍。当前估值处于历史较低水平, 环保带来业绩增量, 维持买入评级。
- **风险提示:** 环保业务低于预期; 发行 H 股不成功。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.75
一年最低价/最高价	4.91/13.09
市净率	2.09
流通 A 股市值(百万元)	17170

### 基础数据

每股净资产(元)	2.75
资产负债率(%)	41.45
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

业绩符合预期, 16 年关注阶梯水价+收费提升+环保放量

2016 年 1 月 29 日

图表 1 兴蓉环境盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>3305.0</b>	<b>3351.8</b>	<b>6831.0</b>	<b>8485.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>3062.5</b>	<b>3349.5</b>	<b>3756.8</b>	<b>4113.0</b>
现金	2486.0	2544.8	5932.0	7504.1	营业成本	1766.5	1872.7	2037.1	2210.6
应收款项	512.9	578.1	648.4	709.9	营业税金及附加	35.9	33.5	37.6	41.1
存货	163.6	153.9	167.4	181.7	营业费用	90.6	97.1	108.9	119.3
其他	142.5	75.0	83.1	90.3	管理费用	282.1	286.3	307.9	326.5
<b>非流动资产</b>	<b>10897.1</b>	<b>10528.4</b>	<b>10102.0</b>	<b>9645.4</b>	财务费用	118.9	7.3	-21.2	-58.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	76.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	7937.3	7653.9	7310.1	6933.2	其他	15.1	85.3	82.5	79.8
无形资产	2560.5	2475.1	2392.6	2312.9	<b>营业利润</b>	<b>860.4</b>	<b>1137.9</b>	<b>1369.0</b>	<b>1553.6</b>
其他	399.3	399.3	399.3	399.3	营业外净收支	128.6	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>14202.1</b>	<b>13880.2</b>	<b>16933.1</b>	<b>18131.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>989.0</b>	<b>1137.9</b>	<b>1369.0</b>	<b>1553.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>3155.5</b>	<b>2099.7</b>	<b>2288.0</b>	<b>2484.3</b>	所得税费用	136.6	159.3	191.7	217.5
短期借款	134.7	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	27.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	1233.5	1231.4	1339.5	1453.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>824.7</b>	<b>978.55</b>	<b>1177.34</b>	<b>1336.08</b>
其他	1787.3	868.3	948.6	1030.7	EBIT	967.1	1145.2	1347.8	1495.2
<b>非流动负债</b>	<b>2731.6</b>	<b>2731.6</b>	<b>2731.6</b>	<b>2731.6</b>	EBITDA	1359.2	1847.8	2124.6	2306.7
长期借款	1059.2	1059.2	1059.2	1059.2					
其他	1672.4	1672.4	1672.4	1672.4	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>5887.1</b>	<b>4831.2</b>	<b>5019.6</b>	<b>5215.8</b>	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	108.4	108.4	108.4	108.4	每股收益(元)	0.28	0.33	0.34	0.38
归属母公司股东权益	8206.7	8940.6	11805.0	12807.1	每股净资产(元)	2.75	2.99	3.36	3.65
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14202.1</b>	<b>13880.2</b>	<b>16933.1</b>	<b>18131.4</b>	发行在外股份(百万股)	2986.2	2986.0	3513.0	3513.0
					ROIC(%)	8.0%	9.3%	11.2%	13.1%
					ROE(%)	10.0%	10.9%	10.0%	10.4%
					毛利率(%)	41.1%	43.1%	44.8%	45.3%
					EBIT Margin(%)	31.6%	34.2%	35.9%	36.4%
					销售净利率(%)	26.9%	29.2%	31.3%	32.5%
					资产负债率(%)	41.5%	34.8%	29.6%	28.8%
					收入增长率(%)	12.4%	9.4%	12.2%	9.5%
					净利润增长率(%)	9.7%	18.7%	20.3%	13.5%

数据来源: 东吴证券研究所

## 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>

