

兴蓉环境（000598）研究报告

首个海外项目落地，一带一路大有可为

买入（维持）

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,062	3,349	3,758	4,114
同比(+/-%)	12.4%	9.4%	12.2%	9.5%
净利润(百万元)	824.73	979	1177	1335
同比(+/-%)	9.7%	18.7%	20.3%	13.4%
毛利率(%)	41.1%	43.7%	45.3%	45.5%
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	22.16	18.67	18.26	16.10
PB	2.23	2.04	1.82	1.68

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司发布公告，拟与中国恩菲工程技术有限公司及中冶集团铜锌有限公司就巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目组建项目公司。

投资要点：

■ **首个海外项目落地，一带一路大有可为：**1) 拉合尔为公司所在地成都的友好城市，公司的母公司兴蓉集团曾于 2016 年 3 月与拉合尔市水务与卫生局签订了供排水、垃圾焚烧发电项目合作备忘录，双方对在当地潜在供排水项目等方面开展合作初步达成一致意见 (<http://t.cn/Rfg6QAw>)，为双方合作打下基础。拉合尔市垃圾焚烧发电项目预计日处理城市生活垃圾 2000 吨，**成功实施后该项目将成为公司首个境外投资项目，对于未来深度拓展一带一路市场具有重要意义，助力实现“用 5—10 年全力打造全球同行业知名企业”发展战略目标。**2) 项目公司股权结构中，兴蓉环境、中冶恩菲、中冶铜锌分别持股 49%、41%、10%，项目公司董事长由兴蓉环境提名。中冶恩菲、中冶铜锌均隶属于中国冶金科工集团，其中中冶恩菲为 60 多年历史的国际化工程公司，中冶铜锌有色开采业务范围遍及巴基斯坦、阿富汗两国。项目合作方均为强大实力背景央企，且公司提名项目公司董事长有助于把握主导地位，助力项目顺利拓展。

■ **借力 PPP 东风，实现快速可持续发展：**公司积极把握 PPP 机遇，已签署沛县（总投资 15.04 亿，含 20 万吨/日供水、8.3 万吨/日污水处理以及管网）和宁东（4.01 亿受让宁开投旗下污水处理和中水资产 59% 股权）PPP 项目，同时和中铁三局集团签署战略合作框架协议，共同投资开发水务环保项目。公司水务运营经验丰富，资金实力强大，**未来有望借力 PPP 完善“立足成都、辐射四川、面向全国”业务布局，实现长远可持续发展。**

■ **西部供排水龙头，现有环保业务进入收获期：**1) 公司目前在境内拥有供排水在运产能近 500 万吨/日，业务范围分布与四川、宁夏、广东、海南、陕西等地，为西部地区供排水龙头企业，供排水业务每年可为公司提供稳健现金流。2) 公司通过渗滤液、

2016 年 12 月 6 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

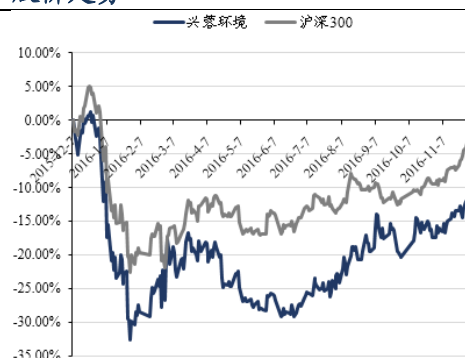
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.12
一年最低价/最高价	4.88/7.08
市净率	2.07
流通 A 股市值(百万元)	18276

基础数据

每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	44.77
总股本(百万股)	2,986
流通 A 股(百万股)	2,986

相关研究

1. 立足西部，转型环境综合服务
2015 年 8 月 4 日
2. 主业稳健增长，政策受益+PPP 促良性发展
2015 年 10 月 27 日
3. 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
4. 供排水稳健扩张，环保贡献增量可期
2016 年 3 月 6 日

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预计将于 2016、2017 年底投运；清水河、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，推动业绩进一步提升。

- **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 19、18、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保业务进度低于预期；H 股发行进度低于预期。

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
流动资产	3305.0	3339.2	6819.7	8479.1	营业收入	3062.5	3349.2	3757.8	4114.0
现金	2486.0	2533.8	5922.0	7497.9	营业成本	1766.5	1853.6	2019.2	2199.9
应收款项	512.9	578.1	648.6	710.1	营业税金及附加	35.9	33.5	37.6	41.1
存货	163.6	152.4	166.0	180.8	营业费用	90.6	100.5	112.7	115.2
其他	142.5	75.0	83.2	90.3	管理费用	282.1	301.4	323.0	343.1
非流动资产	10897.1	10528.4	10102.0	9645.4	财务费用	118.9	7.4	-21.1	-58.3
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	营业利润	860.4	1138.1	1368.8	1552.8
其他	399.3	399.3	399.3	399.3	营业外净收支	128.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	14202.1	13867.6	16921.8	18124.5	利润总额	989.0	1138.1	1368.8	1552.8
流动负债	3155.5	2086.9	2276.7	2477.9	所得税费用	136.6	159.3	191.6	217.4
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	1218.8	1327.7	1446.5	归属母公司净利润	824.7	978.79	1177.15	1335.38
其他	1787.3	868.0	949.0	1031.4	EBIT	967.1	1145.5	1347.7	1494.5
非流动负债	2731.6	2731.6	2731.6	2731.6	EBITDA	1359.2	1848.2	2124.5	2306.0
长期借款	1059.2	1059.2	1059.2	1059.2					
其他	1672.4	1672.4	1672.4	1672.4	重要财务与估值	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	5887.1	4818.4	5008.3	5209.5	每股收益(元)	0.28	0.33	0.34	0.38
少数股东权益	108.4	108.4	108.4	108.4	每股净资产(元)	2.75	2.99	3.36	3.65
归属母公司股东权益	8206.7	8940.8	11805.1	12806.6	发行在外股份(百万股)	2986.2	2986.0	3513.0	3513.0
负债和股东权益总计	14202.1	13867.6	16921.8	18124.5	ROIC(%)	8.0%	9.1%	10.6%	12.4%
					ROE(%)	10.0%	10.9%	10.0%	10.4%
					毛利率(%)	41.1%	43.7%	45.3%	45.5%
					EBIT Margin(%)	31.6%	34.2%	35.9%	36.3%
					销售净利率(%)	26.9%	29.2%	31.3%	32.5%
					资产负债率(%)	41.5%	34.7%	29.6%	28.7%
					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%	13.4%

数据来源: WIND 资讯, 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>

