

主营业务增速良好, 郫县资产整合开始落地

投资要点

- **事件:** 1) 公司发布2017年三季度报, 前三季度实现营业收入27.2亿元, 同比增长22.69%, 实现归母净利润7.4亿元, 同比减少1.96%, 基本每股收益0.25元。其中, 三季度单季实现营收9.8亿元, 同比增长26.66%, 实现归母净利润2.9亿元, 同比增长0.61%。2) 公司与西汇投资签署《增资协议》, 拟增资成都市西汇水环境有限公司3.73亿元, 增资后将持有水环境公司70%股权。
- **营收增长良好, 业绩确认等因素影响利润增速。** 公司前三季度和三季度单季营收增速分别为22.69%和26.66%, 创下近5年新高, 前三季度营业利润8.9亿元, 同比增长16.4%, 主营业务增长良好。受新增宁夏宁东项目计提资产减值损失、增值税退税返还等因素影响, 公司前三季度归母净利润同比有所下滑。我们认为公司主营业务已有加速增长态势, 短期业绩确认问题影响有限。此外, 受污水处理提标改造结转固定成本等因素影响, 公司毛利率同比下滑3.3个百分点至42.4%, 新提标设施利用率上升后毛利率有望回升, 期间费用率同比下降0.3个百分点至9.91%, 费用水平管控良好。
- **郫县供排水资产整合开始落地, 更多项目持续落地可期。** 公司拟以自筹资金向西汇投资全资子公司成都市西汇水环境有限公司增资3.73亿元, 增资完成后公司将持有水环境公司70%股权并计划将其更名为郫都兴蓉有限责任公司。截止目前, 水环境公司已取得安德园区工业污水处理厂、安德园区第二污水处理厂、团结镇第二污水处理厂以及拟建的唐昌镇、新民场镇、唐元镇、三道堰镇等乡镇的第二污水处理厂特许经营权; 同时取得了花园镇、唐昌镇、唐元镇、安德镇、新民场镇5个镇域的供水特许经营权。近期将主要从事郫都区区域内污水处理厂建设、改造、营运; 负责排水管网、水环境整治; 加快全域供水管网建设等工作。郫县供排水资产整合开始落地, 有望成为公司新的利润增长点, 后续阿坝州等其他成都周边县区资产整合持续落地可期。
- **兴蓉集团国企改革启动, 2020年再造一个新兴蓉。** 2017年8月, 成都市委办公厅、市政府联合下发《优化市属国有资本布局的工作方案》, 明确提出改组成都市兴蓉集团有限公司, 由兴蓉集团吸收整合四川煤矿基本建设工程公司及市域内水务、环保等领域的优质资源, 到2022年资产总规模达到1000亿元。目前兴蓉集团资产总额约为300亿元, 集团发展目标与公司近期提出的2020年再造一个新兴蓉目标吻合, 后续整合四川煤矿基建公司作为工程资质平台+成都市周边环保资产整合+天府新区、空港新城新建供排水设施+PPP项目拓展合力为再造目标提供支撑, 未来业绩有望加速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年公司EPS分别为0.33元、0.37元、0.40元, 对应PE分别为18X、16X和15X。公司历史业绩稳健有持续增量, 估值较低, 后续业绩有望加速并存在较多积极变数, 给予公司2017年22倍估值, 对应目标价7.3元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 非电领域提标改造进度不及预期风险, 公司市场拓展不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3058.34	3547.43	4069.11	4481.79
增长率	-0.14%	15.99%	14.71%	10.14%
归属母公司净利润(百万元)	874.22	980.21	1101.44	1202.30
增长率	6.00%	12.12%	12.37%	9.16%
每股收益EPS(元)	0.29	0.33	0.37	0.40
净资产收益率ROE	9.52%	9.78%	10.03%	10.01%
PE	20	18	16	15
PB	1.92	1.76	1.61	1.47

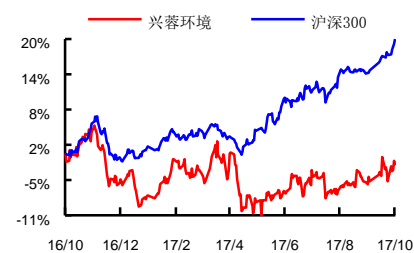
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳
执业证号: S1250517090001
电话: 021-58351739
邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	29.86
流通A股(亿股)	29.86
52周内股价区间(元)	5.36-6.38
总市值(亿元)	175.89
总资产(亿元)	178.94
每股净资产(元)	3.19

相关研究

1. 兴蓉环境(000598): 全年预期不改, 资产整合再下一城 (2017-08-29)
2. 兴蓉环境(000598): 集团资产注入, 利润率有望提升 (2017-08-04)
3. 兴蓉环境(000598): 水务白马, 扬帆再起航 (2017-07-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3058.34	3547.43	4069.11	4481.79	净利润	871.76	977.45	1098.34	1198.92
营业成本	1775.31	2068.07	2373.70	2612.96	折旧与摊销	438.44	1004.01	1069.40	1147.25
营业税金及附加	42.14	45.23	53.97	58.29	财务费用	70.13	70.95	81.38	89.64
销售费用	90.02	104.58	119.96	132.09	资产减值损失	1.27	30.00	30.00	30.00
管理费用	218.59	247.18	285.97	314.08	经营营运资本变动	421.70	55.47	476.04	344.65
财务费用	70.13	70.95	81.38	89.64	其他	-383.37	-24.40	-24.38	-25.37
资产减值损失	1.27	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1419.93	2113.47	2730.79	2785.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2772.00	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	-5.46	-5.65	-4.64	其他	-29.41	-142.63	-205.65	-204.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2801.41	-2142.63	-2205.65	-2204.64
营业利润	860.88	975.96	1118.48	1240.09	短期借款	70.00	-110.00	0.00	0.00
其他非经营损益	180.31	181.57	181.42	181.29	长期借款	-47.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	1041.19	1157.54	1299.90	1421.38	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	169.43	180.09	201.56	222.46	支付股利	-123.93	-131.36	-147.29	-165.51
净利润	871.76	977.45	1098.34	1198.92	其他	701.01	-77.18	18.62	10.36
少数股东损益	-2.46	-2.76	-3.10	-3.38	筹资活动现金流净额	599.70	-318.55	-128.67	-155.14
归属母公司股东净利润	874.22	980.21	1101.44	1202.30	现金流量净额	-781.61	-347.71	396.47	425.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1670.58	1322.87	1719.35	2144.64	成长能力				
应收和预付款项	612.30	672.26	775.73	860.48	销售收入增长率	-0.14%	15.99%	14.71%	10.14%
存货	255.01	215.92	270.66	316.44	营业利润增长率	0.05%	13.37%	14.60%	10.87%
其他流动资产	189.40	74.95	107.65	132.92	净利润增长率	2.27%	12.12%	12.37%	9.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.33%	49.76%	10.65%	9.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10498.71	11592.28	12620.46	13570.79	毛利率	41.95%	41.70%	41.67%	41.70%
无形资产和开发支出	2703.02	2605.66	2508.31	2410.96	三费率	12.38%	11.92%	11.98%	11.96%
其他非流动资产	990.32	1190.09	1389.86	1589.63	净利率	28.50%	27.55%	26.99%	26.75%
资产总计	16919.34	17674.05	19392.02	21025.86	ROE	9.52%	9.78%	10.03%	10.01%
短期借款	110.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.15%	5.53%	5.66%	5.70%
应付和预收款项	2677.34	2537.55	3032.60	3398.47	ROIC	8.60%	8.34%	9.01%	9.61%
长期借款	1011.80	1011.80	1011.80	1011.80	EBITDA/销售收入	44.78%	57.81%	55.77%	55.27%
其他负债	3967.28	4126.79	4398.67	4633.22	营运能力				
负债合计	7766.42	7676.15	8443.07	9043.50	总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	固定资产周转率	0.51	0.58	0.69	0.78
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	应收账款周转率	6.23	6.49	6.56	6.42
留存收益	4182.56	5031.40	5985.55	7022.34	存货周转率	8.32	8.64	9.60	8.78
归属母公司股东权益	8959.84	9807.59	10761.74	11798.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.55%	—	—	—
少数股东权益	193.07	190.31	187.21	183.83	资本结构				
股东权益合计	9152.91	9997.90	10948.95	11982.36	资产负债率	45.90%	43.43%	43.54%	43.01%
负债和股东权益合计	16919.34	17674.05	19392.02	21025.86	带息债务/总负债	42.64%	41.71%	37.92%	35.40%
					流动比率	0.70	0.62	0.66	0.71
					速动比率	0.64	0.56	0.60	0.64
					股利支付率	14.18%	13.40%	13.37%	13.77%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.33	0.37	0.40
					每股净资产	3.07	3.35	3.67	4.01
					每股经营现金	0.48	0.71	0.91	0.93
					每股股利	0.04	0.04	0.05	0.06
业绩和估值指标									
EBITDA	1369.45	2050.92	2269.26	2476.98					
PE	20.12	17.94	15.97	14.63					
PB	1.92	1.76	1.61	1.47					
PS	5.75	4.96	4.32	3.92					
EV/EBITDA	13.40	8.91	7.79	6.89					
股息率	0.70%	0.75%	0.84%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn