

投资饶平县垃圾填埋项目，环保综合平台夯实

投资要点

- 事件:**公司发布公告，通过以下议案，收购饶平宝斗石公司80%股权，投资饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用项目。
- 手握宝斗石PPP项目，焚烧填埋齐头并进:**该PPP项目包括填埋场升级改造和综合处理资源化利用两个子项目，一是对原宝斗石生活垃圾填埋场进行综合整治和改造升级；二是在宝斗石垃圾填埋场新建一座垃圾综合处理与资源利用厂，负责处理饶平县城区产生的生活垃圾及填埋场存量垃圾。项目占地约100亩，近期和远期的设计规模分别为400吨/日和600吨/日。该PPP项目合作期为25年（建设期1年）。总投资约3亿元，自有资金内部收益率达到8%以上。
- 综合业务稳定发展，前三季度业绩稳中有进:**根据公司三季报，前三季度营收30.6亿元，同比增长13%；归母净利润达到5.46亿元，同比增长26.13%。前三季度垃圾发电量为10.68亿度，约为16年全年发电量的81.5%，增长速度显著；其根本因为发电效率的进一步提高和大连一期（1000吨/日）、黄石二期（400吨/日）垃圾焚烧项目在17年的正式运营。随着季度变更和用水需求的增长，以及公司水损治理取得成效，从第一季度至第三季度，自来水供应量持续增长，前三季度总量达到31064.7万吨，约为16年全年供水量的76.6%。污水处理业务保持稳定，前三季度处理量占16年全年的75%。
- 专注稳固已有业务，积极扩展新业务:**（1）**固废业务稳固提升:**随着公司在手固废处理项目的逐渐发展和投运，固废处理业务稳步提高。今年公司投资新建生活垃圾处理厂（南海生活垃圾焚烧发电三厂），预计新厂处理规模为1500吨/日；投资开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP项目，项目内容包括建设生活垃圾焚烧发电厂、渗滤液处理中心、填埋场以及湿地公园的建设、维护和管理，总投资额约为5.26亿元。（2）**大步迈入水环境治理领域:**公司通过全资子公司对佛山市南海区蓝湾水环境投资建设有限公司增资38781万元，增资后对该子公司达到90%控股。蓝湾公司当下负责里水河流域治理项目的投资、建设和运营管理。项目工程涉及3条主干涌、8条支干涌及99条支涌，共110条内河涌，总投资约21.5亿元。
- 股东增持公司股份，体现强大信心:**公司控股股东的母公司广东南海控股投资有限公司，以每股约11.83元的价格增持公司股份54.9万股，占公司已发行总股份的0.72%。这次增持股份体现了股东对公司良好前景的信心，同时增持股份也给公司全体成员带来了信心。
- 盈利预测与投资建议:**预计2017-2019年EPS分别为0.79元、0.90元、1.03元；公司业绩增速相比同行业公司较高，给予2017年22倍估值（水务板块目前估值处于20~25倍），对应目标价17.38元，给予“增持”评级。
- 风险提示:**项目投产进度或低于预期。

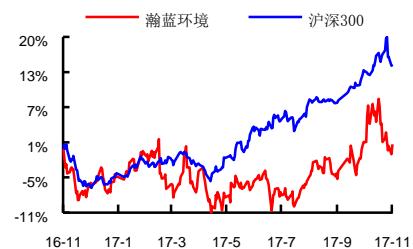
西南证券研究发展中心

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
邮箱: py@swsc.com.cn

联系人: 沈猛
邮箱: smg@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)	7.66
流通A股(亿股)	6.29
52周内股价区间(元)	13.48-16.43
总市值(亿元)	116.70
总资产(亿元)	138.63
每股净资产(元)	6.81

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3690.34	4045.38	4393.31	4757.90
增长率	9.93%	9.62%	8.60%	8.30%
归属母公司净利润(百万元)	508.57	604.34	688.24	788.53
增长率	26.23%	18.83%	13.88%	14.57%
每股收益EPS(元)	0.66	0.79	0.90	1.03
净资产收益率ROE	10.04%	10.80%	11.24%	11.61%
PE	23	19	17	15
PB	2.11	1.93	1.74	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设：

1、截止 2016 年年底，公司投产垃圾焚烧产能 9900 吨/日；今年投产产能 1400 吨/日，预计垃圾处理量同比增长 10%；

2、伴随西樵镇、里水镇等售水量增加，预计今年售水量同比增长 7%。

3、伴随新增的南海区污水收集管网运营管理业务，预计今年污水处理量同比增长 15%。

4、伴随铝型材行业企业的天然气置换以及其他新客户的拓展，预计今年燃气销量同比增长 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
固废处理	收入	1,327.79	1,460.57	1,606.63	1,767.29
	增速	31.26%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	39.86%	39.86%	39.86%	39.86%
燃气	收入	1,162.87	1,337.31	1,471.04	1,618.14
	增速	-13.25%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.62%	27.62%	27.62%	27.62%
供水	收入	860.57	920.81	966.85	1,015.19
	增速	23.03%	7.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.08%	24.08%	24.08%	24.08%
污水处理	收入	159.78	147.36	169.47	177.94
	增速	-7.77%	15.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	28.47%	28.47%	28.47%	28.47%
其他	收入	179.33	179.33	179.33	179.33
	增速	35.77%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-12.44%	-12.44%	-12.44%	-12.44%
合计	收入	3,690.34	4,045.38	4,393.31	4,757.89
	增速	9.93%	9.62%	8.60%	8.30%
	毛利率	32.39%	32.09%	32.47%	32.61%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3690.34	4045.38	4393.31	4757.90	净利润	556.12	654.34	752.59	862.26
营业成本	2495.21	2747.05	2966.64	3206.44	折旧与摊销	568.69	1207.13	1238.14	1286.48
营业税金及附加	38.17	41.85	45.45	49.22	财务费用	206.52	166.36	144.89	114.97
销售费用	71.38	72.82	79.08	85.64	资产减值损失	5.90	2.50	0.00	0.00
管理费用	265.06	283.18	285.57	285.47	经营营运资本变动	173.75	154.35	134.24	146.73
财务费用	206.52	166.36	144.89	114.97	其他	-332.44	-12.50	-5.00	-5.00
资产减值损失	5.90	2.50	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1178.53	2172.17	2264.86	2405.44
投资收益	1.34	10.00	5.00	5.00	资本支出	-1007.99	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	352.06	15.30	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-655.93	9.79	-27.27	-56.10
营业利润	609.44	741.63	876.70	1021.16	短期借款	-164.85	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	139.13	126.90	126.90	126.90	长期借款	-925.14	10.00	10.00	10.00
利润总额	748.57	868.53	1003.60	1148.06	股权融资	-7.08	0.00	0.00	0.00
所得税	192.46	214.19	251.01	285.80	支付股利	-76.63	-96.72	-114.94	-130.89
净利润	556.12	654.34	752.59	862.26	其他	442.11	-1109.32	-144.89	-114.97
少数股东损益	47.55	50.00	64.35	73.72	筹资活动现金流净额	-731.59	-1196.04	-249.82	-235.86
归属母公司股东净利润	508.57	604.34	688.24	788.53	现金流量净额	-208.82	985.92	1987.77	2113.47
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1169.32	2155.24	4143.01	6256.48	成长能力				
应收和预付款项	341.53	374.49	406.55	440.23	销售收入增长率	9.93%	9.62%	8.60%	8.30%
存货	222.95	245.46	265.08	286.50	营业利润增长率	22.46%	21.69%	18.21%	16.48%
其他流动资产	71.24	72.29	78.50	85.02	净利润增长率	24.79%	17.66%	15.01%	14.57%
长期股权投资	161.45	161.45	161.45	161.45	EBITDA 增长率	11.66%	52.75%	6.84%	7.21%
投资性房地产	18.63	18.63	18.63	18.63	获利能力				
固定资产和在建工程	4680.58	4220.92	3752.09	3256.85	毛利率	32.39%	32.09%	32.47%	32.61%
无形资产和开发支出	6354.60	5618.26	4886.82	4162.31	三费率	14.71%	12.91%	11.60%	10.22%
其他非流动资产	252.37	246.75	241.14	235.53	净利率	15.07%	16.18%	17.13%	18.12%
资产总计	13272.67	13113.49	13953.28	14903.00	ROE	10.04%	10.80%	11.24%	11.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.19%	4.99%	5.39%	5.79%
应付和预收款项	1500.73	1650.54	1784.82	1930.00	ROIC	7.30%	8.73%	11.74%	16.38%
长期借款	2232.32	2242.32	2252.32	2262.32	EBITDA/销售收入	37.52%	52.28%	51.44%	50.92%
其他负债	4000.10	3160.73	3218.59	3281.77	营运能力				
负债合计	7733.15	7053.59	7255.73	7474.09	总资产周转率	0.29	0.31	0.32	0.33
股本	766.26	766.26	766.26	766.26	固定资产周转率	1.07	1.27	1.45	1.58
资本公积	1738.14	1738.14	1738.14	1738.14	应收账款周转率	14.65	14.74	14.67	14.65
留存收益	2282.59	2790.21	3363.52	4021.16	存货周转率	13.80	11.73	11.62	11.63
归属母公司股东权益	4824.25	5294.62	5867.93	6525.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.15%	—	—	—
少数股东权益	715.27	765.27	829.62	903.34	资本结构				
股东权益合计	5539.52	6059.89	6697.55	7428.91	资产负债率	58.26%	53.79%	52.00%	50.15%
负债和股东权益合计	13272.67	13113.49	13953.28	14903.00	带息债务/总负债	41.71%	45.87%	44.73%	43.56%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	0.59	1.20	1.91	2.55
EBITDA	1384.65	2115.11	2259.72	2422.61	速动比率	0.52	1.10	1.80	2.44
PE	22.95	19.31	16.96	14.80	股利支付率	15.07%	16.00%	16.70%	16.60%
PB	2.11	1.93	1.74	1.57	每股指标				
PS	3.16	2.88	2.66	2.45	每股收益	0.66	0.79	0.90	1.03
EV/EBITDA	10.39	5.91	4.66	3.47	每股净资产	7.23	7.91	8.74	9.69
股息率	0.66%	0.83%	0.98%	1.12%	每股经营现金	1.54	2.83	2.96	3.14
					每股股利	0.10	0.13	0.15	0.17

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
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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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