兴蓉环境(000598)

天府新区固废项目落地，稳定运营后显著增厚公司业绩

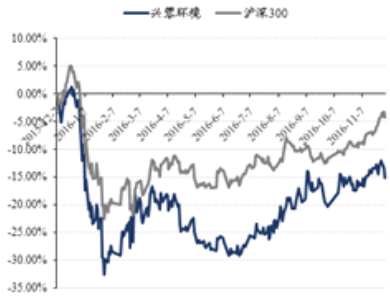
买入(维持)

2017 年 11 月 30 日

证券分析师 袁理
执业证书编号：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
研究助理 刘博
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,058	3,759	4,116	4,548
同比（%）	-0.1%	22.9%	9.5%	10.5%
净利润（百万元）	874	1177	1335	1536
同比（%）	6.0%	34.6%	13.4%	15.0%
毛利率（%）	42.0%	43.6%	43.9%	43.0%
ROE（%）	9.8%	11.9%	12.2%	12.7%
每股收益（元）	0.29	0.39	0.45	0.51
P/E	18.86	14.03	12.15	10.73
P/B	1.82	1.65	1.50	1.35

股价走势



市场数据

收盘价（元）	5.47
一年最低/最高价	5.23/6.36
市净率（倍）	1.71
流通 A 股市值（百万元）	16304

基础数据

每股净资产（元）	3.19
资本负债率（%）	44.12
总股本（百万股）	2986
流通 A 股(百万股)	2986

相关研究

1. 兴蓉环境：行业+公司+战略，三大预期差打造西部水务龙头--20171025
2. 兴蓉环境：签订协同处置污泥框架协议，打造西部水务运营龙头 -20170419
3. 兴蓉环境：PPP 项目再落一子，一带一路打开想象空间 -20170407
4. 兴蓉环境：立足成都、面向全国，一带一路插上想象翅膀 -20170329
5. 荆州餐厨 PPP 项目落地，复制静脉产业园模式可期 -20170725

事件：

公司公告，拟与天投实业设立合资公司，共同建设天府新区大林环保发电厂项目，项目估算总投资为 24.55 亿、其中一期项目为 13.45 亿元。

投资要点

■ **强强联手，项目投运后有望显著增厚公司业绩**：根据公司公告：1）项目层面，天府新区大林环保发电厂项目是成都市加快推进天府新区直管区固废处置工作的重要一步，该项目设计生活垃圾焚烧发电处理规模 2400 吨/日，同时配套污泥干化掺烧规模 200 吨/日和餐厨垃圾处置规模 200 吨/日。项目拟分两期实施，其中一期垃圾焚烧处理规模 1200 吨/日、污泥干化掺烧规模 100 吨/日、餐厨垃圾处理规模 100 吨/日。2）合作方层面，天投实业是成都天府新区投资集团有限公司的全资子公司，成都天府新区投资集团有限公司成立于 2013 年 8 月 20 日，是由成都市天府新区成都管委会批准成立的国有独资公司，也是天府新区成都直管区目前唯一的市级重要国有企业，截至 2017 年 9 月，集团注册资本金 132 亿元，资产总额 844 亿元，净资产 279 亿元，主体信用评级为 AAA。3）根据公司公告，成立合资公司后，公司持股 51%、天投实业持股 49%，国企联合、强强联手，有助于加快推进成都天府新区直管区固废处置设施项目建设，未来项目稳定运营后，有望显著增厚公司利润。

■ **顺应行业发展趋势：公司作为地方公用事业平台，顺应“盘活存量”政策导向，在 PPP 规范化大背景下，市场机遇提升**。公司作为成都市唯一的市政公用平台，拥有 70 年供水运营管理经验、30 年污水处理运营管理经验，是西南地区处理规模最大的水务公司，在手水务资产优良、商业模式清晰、现金流状况良好，较好契合国家“盘活存量资产”的政策要求。同时，根据 2017 年度公司跟踪评级报告，目前公司信用评级为 AAA，在资金面日益趋紧的形势下，公司获取银行贷款仍然能够维持基准利率（甚至一定程度下浮），资金成本优势彰显，结合三季度末在手现金 17 亿，可有效对接在政府债务扩张受限形势下的 PPP 项目融资难题，在 PPP 规范化大背景下，市场机遇提升！

■ **内生增长确定性较强：公司层面，财务状况稳健（经营性净现金流净利润比 1.6 以上）+业绩确定性较强，属于“高质量的内生增长”。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）财务状况稳健优良：2014-2016 年公司营收分别为 27.24 亿、30.62 亿和 30.58 亿元，同比增长 12.73%、12.40%和-0.14%；实现归母净利润 7.52 亿、8.25 亿和 8.74 亿元，同比增长为 0.87%、9.63%和 6.00%。公司毛利率分别为 44.15%、42.32%和 41.95%，净利率分别为 27.95%、27.83%和 28.50%，盈利能力相对稳定。2014-2016 年公司经营性净现金流净利润比分别为 1.56、1.62、1.62，财务状况健康。

2）业绩确定性和可持续性较强：我们梳理公司 2016 年年报中 41.92 亿在建工程，其中新增资本开支主要投向长期（25 年以上）特许经营资产，回报率稳定、业绩确定性和持续性均较强，因此公司属于“高质量的内生性增长”。

- **战略规划思路清晰：管理层变更开启公司发展新篇章，内生（天府、空港新区）+外延（成都周边水务资产整合），未来三年处理规模有望增长 100%！**目前公司在手存量供水资产规模为 278 万吨、污水处理规模为 195 万吨（未考虑四川地区以外），我们预计，“内生+外延”未来三年内公司资产规模有望翻番。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 17-19 年 EPS 0.39、0.45、0.51 元，对应 PE 14、12、11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保业务进度低于预期。

兴蓉环境三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**2727.3**	**3311.1**	**4536.8**	**6213.7**
现金	1670.6	1972.4	3223.9	4766.4
应收款项	593.7	988.6	935.9	1034.2
存货	255.0	151.0	164.6	184.7
其他	208.0	199.2	212.4	228.4
非流动资产	**14192.0**	**14211.7**	**14252.2**	**14278.4**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	10501.0	10610.6	10738.2	10848.6
无形资产	2701.2	2611.1	2524.1	2439.9
其他	989.9	989.9	989.9	989.9
资产总计	**16919.3**	**17522.7**	**18789.0**	**20492.1**
流动负债	**3890.9**	**3569.3**	**3786.7**	**4283.1**
短期借款	215.1	150.0	150.0	150.0
应付账款	2188.1	1486.3	1620.9	1818.5
其他	1487.6	1933.0	2015.8	2314.6
非流动负债	**3875.6**	**3875.6**	**3875.6**	**3875.6**
长期借款	1011.8	1011.8	1011.8	1011.8
其他	2863.7	2863.7	2863.7	2863.7
负债总计	**7766.4**	**7444.9**	**7662.2**	**8158.6**
少数股东权益	193.1	202.4	212.7	224.8
归属母公司股东权益	8959.8	9875.4	10914.1	12108.7
负债和股东权益总计	**16919.3**	**17522.7**	**18789.0**	**20492.1**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1419.9	1040.9	2114.2	2499.7
投资活动现金流	-2801.4	-412.5	-566.1	-616.1
筹资活动现金流	599.7	-326.5	-296.6	-341.1
现金净增加额	-781.6	301.8	1251.5	1542.5
折旧和摊销	-1635.0	569.1	1426.7	1651.0

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**3058.3**	**3758.7**	**4115.8**	**4547.9**
营业成本	1775.3	2119.2	2311.0	2592.8
营业税金及附加	42.1	27.8	34.6	39.1
营业费用	90.0	99.6	121.4	134.2
管理费用	218.6	225.5	246.9	272.9
财务费用	70.1	176.6	162.9	142.3
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-1.3	-2.2	-3.9	-6.8
营业利润	**860.9**	**1107.7**	**1235.1**	**1359.9**
营业外净收支	180.3	243.4	304.3	410.8
利润总额	**1041.2**	**1351.2**	**1539.3**	**1770.7**
所得税费用	169.4	162.1	190.9	219.6
少数股东损益	-2.5	12.0	13.2	15.5
归属母公司净利润	**874.2**	**1177.0**	**1335.2**	**1535.6**
EBIT	932.3	1286.6	1401.8	1509.0
EBITDA	1368.2	1679.1	1923.5	2092.1

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.29	0.39	0.45	0.51
每股净资产(元)	3.00	3.31	3.65	4.05
发行在外股份(百万股)	2986.2	2986.2	2986.2	2986.2
ROIC(%)	6.8%	9.0%	9.8%	10.8%
ROE(%)	9.8%	11.9%	12.2%	12.7%
毛利率(%)	42.0%	43.6%	43.9%	43.0%
EBIT Margin(%)	30.5%	34.2%	34.1%	33.2%
销售净利率(%)	28.6%	31.3%	32.4%	33.8%
资产负债率(%)	45.9%	42.5%	40.8%	39.8%
收入增长率(%)	-0.1%	22.9%	9.5%	10.5%
净利润增长率(%)	6.0%	34.6%	13.4%	15.0%

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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