

兴蓉环境(000598)

混改有望破冰，公司活力释放 买入(维持)

2018年1月5日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
021-60199782

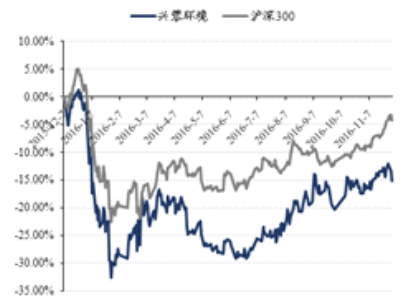
yuanl@dwzq.com.cn

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	3,228	3,535	3,906
同比(%)	-0.1%	5.6%	9.5%	10.5%
净利润(百万元)	874	914	1053	1313
同比(%)	6.0%	4.6%	15.2%	24.6%
毛利率(%)	42.0%	41.1%	41.3%	43.0%
ROE(%)	9.8%	9.5%	10.0%	11.4%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.35	0.44
P/E	19.07	17.84	15.80	12.57
P/B	1.84	1.71	1.58	1.44

股价走势



事件:

公司公告, 控股股东兴蓉集团接到成都市国资委转发的成都市政府有关批复文件, 原则同意兴蓉集团深化改革整合转型工作方案。

投资要点

■ **成都市国企改革尘埃落定, 2022年集团资产总规模有望达到1000亿元:** 2017年8月下旬, 中共成都市委办公厅、成都市政府办公厅联合下发《优化市属国有资本布局的工作方案》, 方案中表明即将对11家成都市市属国企进行优化; 12月4日, 成都市委副书记、市长罗强主持召开市政府第176次常务会议, 审议并原则通过了《11户市属国有企业改革整合转型实施方案》和《市属国有企业改革整合中涉及资产无偿划转事项工作方案》, 混改方案尘埃落定。目前改革的具体内容尚未公布, 我们根据公开信息获知: 成都市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。改组后, 兴蓉集团以打造国内领先、全球知名的专业化水务环保龙头企业为主要目标, 加快“走出去”发展、“引进来”惠民, 着力强化成都市供水、排水、环保等公共服务功能, **到2022年资产总规模达到1000亿元**, 为建设和谐宜居生活城市提供有力支撑。

■ **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(甚至一定程度上浮), 资金成本优势彰显, 三季度末经营性现金流净额10.41亿, 为当期净利润1.40倍, 在手现金17亿。政府债务束缚, PPP项目融资问题凸显, 存量优质资产市场机遇提升!

■ **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”。** 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

市场数据

收盘价(元)	5.53
一年最低/最高价	5.22/6.28
市净率(倍)	1.73
流通A股市值(百万元)	16423

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

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：**由于公司在手部分污水处理厂于 2017 年完成提标改造，转固后折旧增加，同时费用端有所提升，拖累了公司全年业绩表现，我们调整公司盈利预测，预计公司 17-19 年 EPS 0.31、0.35、0.44 元，对应 PE 18、16、13 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2727.3	2760.4	3739.3	5042.2	营业收入	3058.3	3228.1	3534.7	3905.9
现金	1670.6	1596.4	2596.9	3790.8	营业成本	1775.3	1901.3	2074.5	2226.7
应收款项	593.7	849.0	803.8	888.2	营业税金及附加	42.1	38.1	41.7	46.1
存货	255.0	135.4	147.8	158.6	营业费用	90.0	87.8	104.3	115.2
其他	208.0	179.5	190.9	204.6	管理费用	218.6	213.1	229.8	253.9
非流动资产	14192.0	14211.7	14252.2	14278.4	财务费用	70.1	179.4	170.4	154.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	10501.0	10610.6	10738.2	10848.6	其他	-1.3	-2.2	-3.9	-6.8
无形资产	2701.2	2611.1	2524.1	2439.9	营业利润	860.9	806.1	910.2	1102.8
其他	989.9	989.9	989.9	989.9	营业外净收支	180.3	243.4	304.3	410.8
资产总计	16919.3	16972.0	17991.6	19320.6	利润总额	1041.2	1049.5	1214.4	1513.6
流动负债	3890.9	3225.1	3417.1	3714.7	所得税费用	169.4	125.9	150.6	187.7
短期借款	215.1	150.0	150.0	150.0	少数股东损益	-2.5	9.3	10.4	13.3
应付账款	2188.1	1333.5	1455.0	1561.8	归属母公司净利润	874.2	914.3	1053.4	1312.6
其他	1487.6	1741.6	1812.1	2002.9	EBIT	932.3	987.8	1084.5	1263.9
非流动负债	3875.6	3875.6	3875.6	3875.6	EBITDA	1368.2	1380.3	1606.1	1847.0
长期借款	1011.8	1011.8	1011.8	1011.8					
其他	2863.7	2863.7	2863.7	2863.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	7766.4	7100.6	7292.6	7590.2	每股收益(元)	0.29	0.31	0.35	0.44
少数股东权益	193.1	200.3	208.4	218.7	每股净资产(元)	3.00	3.24	3.51	3.85
					发行在外股份(百万股)	2986.2	2986.2	2986.2	2986.2
归属母公司股东权益	8959.8	9671.0	10490.5	11511.6	ROIC(%)	6.8%	6.9%	7.5%	8.8%
负债和股东权益总计	16919.3	16972.0	17991.6	19320.6	ROE(%)	9.8%	9.5%	10.0%	11.4%
					毛利率(%)	42.0%	41.1%	41.3%	43.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	30.5%	30.6%	30.7%	32.4%
经营活动现金流	1419.9	606.5	1800.6	2101.5	销售净利率(%)	28.6%	28.3%	29.8%	33.6%
投资活动现金流	-2801.4	-412.5	-566.1	-616.1	资产负债率(%)	45.9%	41.8%	40.5%	39.3%
筹资活动现金流	599.7	-268.2	-234.0	-291.5	收入增长率(%)	-0.1%	5.6%	9.5%	10.5%
现金净增加额	-781.6	-74.2	1000.5	1193.9	净利润增长率(%)	6.0%	4.6%	15.2%	24.6%
折旧和摊销	-1635.0	136.7	1119.0	1262.8					

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>

