

兴蓉环境(000598)

业绩稳健增长，静待国改细化方案落地 买入(维持)

2018年4月12日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
021-60199782

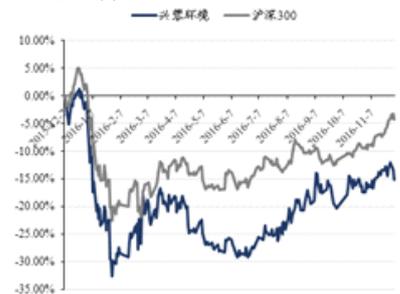
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,731	4,279	4,792	5,431
同比(%)	22.0%	14.7%	12.0%	13.3%
净利润(百万元)	896	1,014	1,166	1,330
同比(%)	2.5%	13.2%	15.0%	14.1%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.39	0.45
P/E	16.44	14.52	12.63	11.07

股价走势



事件:

公司发布 2017 年年报, 全年实现营收 37.31 亿, 同比增长 22.01%; 归母净利润为 8.96 亿, 同比增长 2.46%; 扣非后归母净利润为 8.97 亿, 同比增长 10.25%。

投资要点

■ **业绩稳健增长, 各业务板块表现较为均衡:** 根据年报内容, 2017 年公司实现营收 37.31 亿, 同比增长 22.01%; 归母净利润为 8.96 亿, 同比增长 2.46%; 扣非后归母净利润为 8.97 亿, 同比增长 10.25%, 业绩表现平稳。分业务来看:

1) 自来水制售: 在业务板块中占比最高(营收占比为 46.40%), 2017 年实现收入 17.31 亿, 同比增长 8.61%, 毛利率为 48.62%, 与去年同期相比基本持平(2016 年为 48.78%)。

2) 污水处理服务: 2017 年实现收入 10.92 亿, 同比增长 19.34%, 占比营收总额为 29.26%, 毛利率为 39.41%, 与去年同期相比微降 0.70 个百分点(2016 年为 40.11%)。

3) 供排水管网工程: 2017 年实现收入 4.57 亿, 同比增长 41.48%, 占比营收总额为 12.24%, 毛利率为 25.41%, 与去年同期相比增长 4.10 个百分点(2016 年为 21.31%)。

■ **费用拖累净利率表现, 经营性现金流状况稳健:** 2017 年公司管理费用为 2.62 亿, 同比增长 19.84%, 主要是由于公司加大研发投入, 并完善党委等组织机构, 人员增加, 职工薪酬及研发费用等增加。销售费用为 1.05 亿, 同比增长 16.68%, 主要是由于完善公司内部管理机构, 人员增加, 职工薪酬及相关费用同比增加。财务费用为 0.70 亿, 与去年相比基本持平。费用增长较快拖累公司净利率水平, 2017 年公司净利率为 24.55%, 同比下降 3.95 个百分点。2017 年公司经营性净现金流为 16.57 亿, 占比毛利规模为 107.81%, 与 2016 年相比微降 2.87 个百分点(2016 年为 110.68%); 投资活动产生的净现金流为 -10.39 亿, 主要是 2017 年公司按照工程项目进度支付工程项目款同比有所下降; 筹资活动产生的净现金流为 0.78 亿, 总体来看现金流状况良好, 财务结构较为稳健。

■ **公司层面: 业务多点开花、市场机遇提升:** 年报数据显示, 截止 2017 年底, 公司运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾 600 万吨/日, 服务人口超 3000 万人; 运营、在建和拟建垃圾焚烧发电项目规模 9300 吨/日、污泥处置项目 800 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 4300 吨/日及中水利用项目 53 万吨/日。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

市场数据

收盘价(元)	4.93
一年最低/最高价	4.71/6.28
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	14721

基础数据

每股净资产(元)	3.24
资本负债率(%)	45.70
总股本(百万股)	2986
流通 A 股(百万股)	2986

相关研究

1. 兴蓉环境: 混改有望破冰, 公司活力释放-20180105
2. 兴蓉环境: 行业+公司+战略, 三大预期差打造西部水务龙头--20171025
3. 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
4. 兴蓉环境: PPP 项目再落一子, 一带一路打开想象空间 -20170407
5. 兴蓉环境: 立足成都、面向全国, 一带一路插上想象翅膀 -20170329

务公司，在手水务资产优良、商业模式清晰、现金流状况良好，完美契合国家“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，资金成本优势彰显，结合公司在手资金 24 亿，可完美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。

- **股东层面：成都市国企混改尘埃落定，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。
我们整理公开信息获知该方案对 11 家市属国企均做了明确规划，其中第六条“改组成都市兴蓉集团有限公司”，进一步明确“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。”根据公司公告内容，公司将在混改前期工作全部就绪（包括方案的进一步细化和完善，并与国有资产管理等主管部门进行预沟通并征得同意等）之后，推进落实具体工作，混改释放公司活力+整合资产做大做强，打造全国性水务环保龙头企业值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司混改存在一定程度的不确定性，我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 10.14、11.66、13.30 亿，EPS 0.34、0.39、0.45 元，对应 PE 15、13、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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3766	4026	3282	3343	营业收入	3731	4279	4792	5431
现金	2403	2685	1636	1649	减:营业成本	2194	2519	2821	3197
应收账款	738	700	911	915	营业税金及附加	49	57	64	72
存货	361	346	446	452	营业费用	105	126	141	160
其他流动资产	263	294	289	327	管理费用	262	306	343	388
非流动资产	14989	16584	17945	19598	财务费用	70	4	-30	-48
长期股权投资	0	1	1	1	资产减值损失	45	51	58	65
固定资产	7340	8596	9676	10932	加:投资净收益	5	5	5	5
在建工程	2435	2369	2306	2353	其他收益	0	0	0	0
无形资产	3931	4338	4682	5032	营业利润	1093	1221	1402	1601
其他非流动资产	1283	1280	1280	1280	加:营业外净收支	-5	1	0	-1
资产总计	18755	20610	21227	22941	利润总额	1088	1222	1402	1601
流动负债	4400	5886	5984	7042	减:所得税费用	172	192	216	253
短期借款	1038	1038	1038	1038	少数股东损益	20	17	20	18
应付账款	2062	2776	2642	3499	归属母公司净利润	896	1014	1166	1330
其他流动负债	1300	2072	2304	2505	EBIT	1307	1316	1491	1689
非流动负债	4170	3742	3227	2705	EBITDA	1900	1857	2125	2423
长期借款	3455	3027	2512	1990	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	715	715	715	715	每股收益(元)	0.30	0.34	0.39	0.45
负债合计	8570	9628	9211	9747	每股净资产(元)	3.24	3.50	3.84	4.23
少数股东权益	500	517	537	555	发行在外股份(百万股)	2986	2986	2986	2986
归属母公司股东权益	9684	10465	11479	12639	ROIC(%)	7.5%	7.1%	7.7%	8.4%
负债和股东权益	18755	20610	21227	22941	ROE(%)	9.0%	9.4%	9.9%	10.2%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	41.2%	41.1%	41.1%	41.1%
经营活动现金流	1657	2374	1517	2965	销售净利率(%)	24.0%	23.7%	24.3%	24.5%
投资活动现金流	-1039	-2131	-1990	-2382	资产负债率(%)	45.7%	46.7%	43.4%	42.5%
筹资活动现金流	78	38	-575	-571	收入增长率(%)	22.0%	14.7%	12.0%	13.3%
现金净增加额	696	282	-1049	13	净利润增长率(%)	2.5%	13.2%	15.0%	14.1%
折旧和摊销	593	541	634	734	P/E	16.44	14.52	12.63	11.07
资本开支	1144	1595	1361	1652	P/B	1.52	1.41	1.28	1.16
营运资本变动	37	804	-268	936	EV/EBITDA	9.37	9.60	8.68	7.43

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>

