

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

营收增长提速, 关注后续项目落地

——兴蓉环境(000598)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2018-04-12)

发布日期: 2018年04月13日

收盘价(元)	4.87
一年内最高/最低(元)	6.35/4.71
沪深300指数	3898.64
市净率(倍)	1.50
流通市值(亿元)	145.43

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	3.24
每股经营现金流(元)	0.56
毛利率(%)	41.19
净资产收益率-摊薄(%)	9.25
资产负债率(%)	45.70
总股本/流通股(万股)	298621.86/298621.86
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告
联系人: 叶英刚
电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **营收增长提速。**17年公司实现营业总收入37.31亿元,同比增长22.01%;归属于上市公司股东的净利润8.96亿元,同比增长2.46%。自来水供应量、污水、污泥处理量的增加和结算价格的提升,以及万兴垃圾焚烧发电厂投入运营是营收增长的主要原因。
- **水务业务发展平稳,18年处理规模有望持续增加。**17年污水处理量9.08亿吨,同比增长10.63%;自来水供应量7.70亿吨,同比增长8.83%;主城区第三期污水处理价格为1.63元/m³,上涨0.1元/立方米。目前公司在手的拟建、在建、运营的供水及污水处理规模超过600万吨/日,并积极推进成都市二三圈层水务环保资产的整合。因此,公司污水处理规模有望持续上升,营业收入有望继续保持平稳增长。
- **垃圾焚烧项目投运增多,关注后续落地情况。**17年,万兴环保垃圾焚烧发电厂投入运营,贡献营业收入1.39亿元,且公司1500吨/天处理能力的隆丰发电厂将于18年投运,进一步增加在运规模。目前公司在手垃圾焚烧发电处理能力9300吨/日,均为大型垃圾焚烧发电厂,逐步运营后规模效应将更显著。
- **融资成本低构造竞争优势。**17年公司销售费用1.05亿元,同比增长16.68%;管理费用2.62亿元,同比增长19.84%;财务费用0.70亿元,同比增长0.1%。公司较低的融资成本和充沛的经营活动现金流有利于加快项目落地和提高项目内部收益率。
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预计公司18、19年全面摊薄EPS分别为0.34、0.39元,按18年4月12日公司二级市场股价4.87元/股计算,对应18、19年PE分别为14.2、12.5倍。相对于公司的成长预期,目前的低市场预期所形成的低估值奠定安全空间,首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示:**垃圾焚烧发电项目建设进度不及预期;垃圾焚烧发电投产初期,产能爬坡需要一定时间,可能毛利率偏低;水务资产整合不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3058.3	3731.3	4569.8	5510.7	6406.2
增长比率	-0.1%	22.0%	22.5%	20.6%	16.3%
净利润(百万元)	874.2	895.7	1024.4	1166.0	1323.8
增长比率	6.0%	2.5%	14.4%	13.8%	13.5%
每股收益(元)	0.29	0.30	0.34	0.39	0.44
市盈率(倍)	16.6	16.2	14.2	12.5	11.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

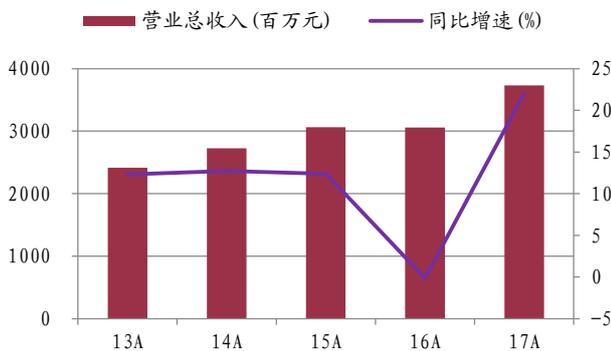
1. 事件

17年4月11日晚，公司发布17年年报：全年公司实现营业总收入37.31亿元，同比增长22.01%；归属于上市公司股东的净利润8.96亿元，同比增长2.46%；扣非后归属于上市公司股东净利润8.97亿元，同比增长10.25%；基本每股收益0.3元，每10股拟派发红利0.78元（含税）。

2. 点评

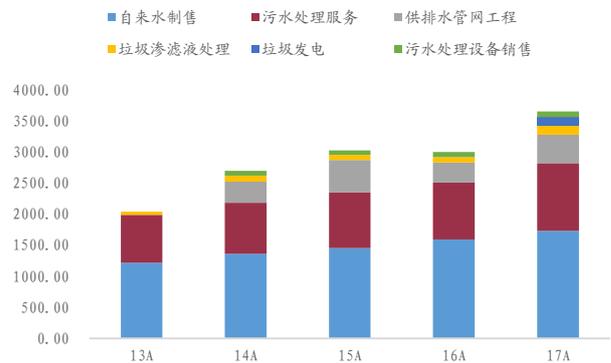
营业总收入增长提速，净利润增长不及预期。公司是我国大型水务服务商，业务涵盖自来水生产及供应、污水处理、供排水工程、垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理等多个领域。17年公司实现营收37.31亿元，同比增长22.01%，创近五年以来高点。营业总收入增长的主要原因为自来水供应量、污水、污泥、垃圾处理量的增加和结算价格的提升；另外，万兴垃圾焚烧发电厂投入运营，带来垃圾处理费和上网电费收入增长。17年公司归母净利润8.96亿元，同比增长只有2.46%，显著低于收入增速，主要原因为自来水供应及污水处理服务毛利率降低和增值税即征即退款的减少。

图 1：13—17 年公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 2：13-17 年公司营业总收入构成



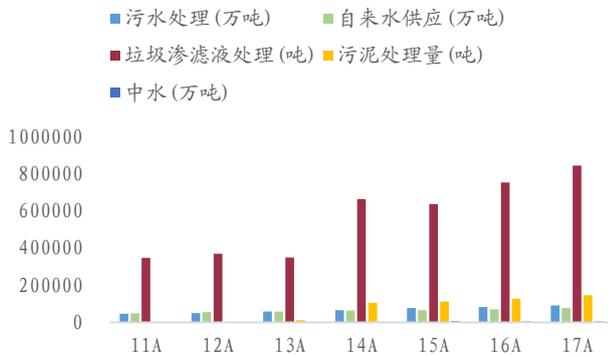
资料来源：Wind，中原证券

水务相关业务发展较为平稳，18年规模有望继续增加。从量的角度来看：公司17年污水处理量9.08亿吨，同比增长10.63%；自来水供应量7.70亿吨，同比增长8.83%；垃圾渗滤液处理84.28万吨，同比增长12.06%；污泥处理量14.59万吨，同比增长15.14%；中水0.49亿吨，同比增长7.01%，均保持稳定增长趋势。处理量增长的主要原因为：16年公司完成了三四五八污水处理厂的提标改造，17年1月完成宁东兴蓉的股权收购。从污水处理价格变动看：17年6月开始，公司主城区第三期污水处理价格为1.63元/m³，上涨0.1元/立方米。17年自来水供应毛利率43.78%，同比下滑0.37个百分点；污水处理服务及管网工程毛利率39.41%，同比回落0.7个百分点。污水处理毛利率下滑主要受三四五八污水处理厂提标扩能，折旧费用增长较快影响。

水务相关资产未来看点有二：一是储备项目较多打下公司业绩持续增长的基础。目前公司在手的在建、拟建、运营的供水及污水处理规模超过600万吨/日，污泥处理规模800吨/日，

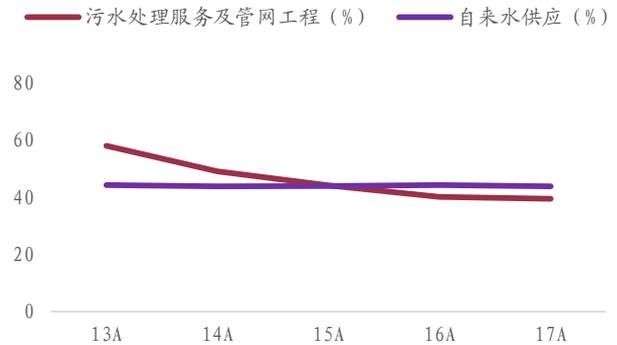
垃圾渗滤液处理规模 4300 吨/日。二是存在资产收购预期。公司积极对成都市二三圈层水务环保资产进行整合，推进双流、崇州、新都等供排水资源整合。18 年公司预计新增供水 50 万吨/日，并承接自来水六厂 B 厂的运营，逐步推进成都第一污水污泥二期工程、中和污水处理厂二期工程，业务规模持续增长可期。

图 3：11-17 年公司水务相关业务处理量情况



资料来源：Wind，中原证券

图 4：13-17 年公司污水处理服务及自来水供应毛利率



资料来源：Wind，中原证券

注：13 年后管网工程业务加入污水处理服务业务中去。

垃圾焚烧发电业务有望逐步发力。成都市每天要产生约 1.2 万吨生活垃圾，6300 吨垃圾通过现有的垃圾焚烧发电厂处理。17 年，万兴环保垃圾焚烧发电厂投入运营，当年实现焚烧发电量 1.89 亿度，营业收入 1.39 亿元。剔除合资的巴基斯坦拉合尔市垃圾焚烧发电项目，公司目前披露的四个大型垃圾焚烧发电厂均具备较大规模：万兴环保垃圾发电厂处理能力 2400 吨/天、隆丰环保发电厂 1500 吨/天、天府新区大林环保发电厂 2400 吨/天、万兴二期 3000 吨/天。随着产能利用率的提高，大型垃圾焚烧发电厂相对于小型发电厂更加具备规模效应。目前，公司在手垃圾焚烧发电处理能力 9300 吨/日。隆丰发电厂将于 18 年投运，垃圾焚烧发电业务具备较强的业绩兑现预期。

表 1：公司筹建、在建、运营垃圾焚烧发电厂情况

垃圾处理厂名称	处理规模 (吨/天)	装机规模
万兴垃圾焚烧发电项目	2400	2*25MW
成都市万兴环保发电厂二期项目	3000	2*30MW
成都市兴蓉隆丰环保发电项目	1500	1*30MW
天府新区大林环保发电厂	2400	2*25MW
巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目 (合资)	2000	40MW

资料来源：公司公告，中原证券

期间费用控制基本合理，融资成本低廉构造竞争优势。17 年，公司三项费用合计 4.37 亿元，同比增长 15.44%，低于收入增速 6.57 个百分点，体现一定的规模效应。其中，销售费用 1.05 亿元，同比增长 16.68%；管理费用 2.62 亿元，同比增长 19.84%；财务费用 0.70 亿元，同比增长 0.1%。值得关注的是，公司具备较低的融资成本：一是公司作为成都市国资委控股的企业，AAA 级信用评级；二是在整体融资偏紧的情况下，17 年公司短期信用借款利率部分银行下浮 7%-15%；三是公司长期借款余额 9.62 亿元，部分大额借款利率参照五年期基准利率

率下浮 10%，17 年 10 月发行的 17 中票利率为 4.9%。另外，公司经营活动现金流量较为充沛，15-17 年逐年递增，分别为 13.34 亿、14.20、16.57 亿元。作为重资产投资的污水处理、垃圾焚烧发电行业，前期投入较大，资金压力重。公司偏低融资成本有利于加快项目落地和提高项目内部收益率。

3. 盈利预测及估值

目前我国的污水处理行业已经进入成熟期，垃圾焚烧发电产能仍处于扩张阶段。公司作为成都本地水务龙头，除深耕本地水务市场，固废处理市场以外，逐步向全国扩张。虽然行业成熟，预期增速放缓，但是公司依靠提标扩能、整合二三线城市圈水务资产、拓展固废业务等，具备成长动力。

首次给予公司“增持”投资评级。预计公司 18、19 年全面摊薄 EPS 分别为 0.34、0.39 元，按 18 年 4 月 12 日公司二级市场股价 4.87 元/股计算，对应 18、19 年 PE 分别为 14.2、12.5 倍。相对于公司的成长预期，目前的低市场预期所形成的低估值奠定安全空间，首次给予公司“增持”投资评级。

4. 风险提示

- 1) 垃圾焚烧发电项目建设进度不及预期;
- 2) 垃圾焚烧发电投产初期，产能爬坡需要一定时间，可能毛利率偏低;
- 2) 水务资产整合不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3058.3	3731.3	4569.8	5510.7	6406.2	成长性					
减: 营业成本	1,775.3	2,194.5	2,739.6	3,324.0	3,887.2	营业收入增长率	-0.1%	22.0%	22.5%	20.6%	16.3%
营业税费	42.1	48.9	59.9	72.2	83.9	营业利润增长率	0.1%	27.0%	14.3%	13.8%	13.5%
销售费用	90.0	105.0	128.0	154.3	179.4	净利润增长率	6.0%	2.5%	14.4%	13.8%	13.5%
管理费用	218.6	262.0	320.8	386.9	449.7	EBITDA 增长率	-0.3%	22.3%	20.4%	18.3%	14.1%
财务费用	70.1	70.2	37.1	116.7	157.7	EBIT 增长率	-4.9%	16.1%	19.0%	19.6%	15.1%
资产减值损失	1.3	44.7	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	-7.6%	25.6%	10.6%	19.6%	15.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.6%	11.4%	27.1%	14.7%	9.5%
投资和汇兑收益	-	4.9	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	10.1%	11.3%	7.5%	8.1%	8.5%
营业利润	860.9	1,093.2	1,249.5	1,421.6	1,613.3	利润率					
加: 营业外净收支	180.3	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	毛利率	42.0%	41.2%	40.1%	39.7%	39.3%
利润总额	1,041.2	1,088.2	1,244.5	1,416.6	1,608.3	营业利润率	28.1%	29.3%	27.3%	25.8%	25.2%
减: 所得税	169.4	172.1	196.8	224.0	254.3	净利润率	28.6%	24.0%	22.4%	21.2%	20.7%
净利润	874.2	895.7	1,024.4	1,166.0	1,323.8	EBITDA/营业收入	44.7%	44.8%	44.1%	43.2%	42.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	30.4%	29.0%	28.2%	27.9%	27.6%
货币资金	1,670.6	2,403.0	2,942.9	3,548.9	4,125.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	700	658	606	540	485
应收帐款	593.7	807.8	1,477.1	1,278.3	1,924.8	流动营业资本周转天数	-291	-227	-179	-175	-171
应收票据	-	4.0	0.8	5.0	1.8	流动资产周转天数	355	313	352	354	360
预付帐款	18.6	19.0	28.0	29.1	37.7	应收帐款周转天数	65	68	90	90	90
存货	255.0	361.4	551.8	648.5	863.2	存货周转天数	25	30	36	39	42
其他流动资产	189.4	170.7	170.7	170.7	170.7	总资产周转天数	1,832	1,721	1,670	1,637	1,584
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,030	1,004	982	978	941
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.3	0.3	0.3	0.3	ROE	9.8%	9.2%	9.8%	10.3%	10.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	4.9%	4.4%	4.5%	4.5%
固定资产	6,305.8	7,339.8	8,048.5	8,491.8	8,776.2	ROIC	10.2%	9.9%	9.9%	9.3%	9.3%
在建工程	4,192.9	2,434.8	3,934.8	4,934.8	5,934.8	费用率					
无形资产	2,701.2	3,931.2	5,195.9	6,108.7	6,778.1	销售费用率	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	992.2	1,282.7	1,279.6	1,278.0	1,278.0	管理费用率	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	16,919.3	18,754.7	23,630.6	26,493.9	29,891.1	财务费用率	2.3%	1.9%	0.8%	2.1%	2.5%
短期债务	110.0	1,038.0	2,568.4	2,988.3	3,490.2	三费/营业收入	12.4%	11.7%	10.6%	11.9%	12.3%
应付帐款	2,589.5	2,577.1	3,873.0	3,953.1	5,198.9	偿债能力					
应付票据	34.5	48.2	55.1	70.3	76.4	资产负债率	45.9%	45.7%	53.7%	55.3%	57.0%
其他流动负债	1,156.8	737.2	799.8	915.6	969.6	负债权益比	84.9%	84.2%	115.8%	123.7%	132.6%
长期借款	1,011.8	962.0	2,174.8	3,517.8	4,097.3	流动比率	0.70	0.86	0.71	0.72	0.73
其他非流动负债	2,863.7	3,208.0	3,208.0	3,208.0	3,208.0	速动比率	0.64	0.77	0.63	0.63	0.64
负债总额	7,766.4	8,570.5	12,679.2	14,653.1	17,040.4	利息保障倍数	13.28	15.40	34.71	13.18	11.23
少数股东权益	193.1	500.2	523.5	550.1	580.3	分红指标					
股本	2,986.2	2,986.2	2,986.2	2,986.2	2,986.2	DPS(元)	0.06	0.08	0.09	0.10	0.12
留存收益	5,962.5	6,683.6	7,441.6	8,304.5	9,284.1	分红比率	20.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
股东权益	9,152.9	10,184.2	10,951.4	11,840.9	12,850.7	股息收益率	1.2%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	871.8	916.1	1,024.4	1,166.0	1,323.8	EPS(元)	0.29	0.30	0.34	0.39	0.44
加: 折旧和摊销	438.4	593.2	726.5	844.0	946.2	BVPS(元)	3.00	3.24	3.49	3.78	4.11
资产减值准备	1.3	44.7	-	-	-	PE(X)	16.6	16.2	14.2	12.5	11.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
财务费用	83.9	85.4	37.1	116.7	157.7	P/FCF	-78.8	16.2	18.3	16.5	16.3
投资收益	-	-4.9	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	4.8	3.9	3.2	2.6	2.3
少数股东损益	-2.5	20.4	23.4	26.6	30.2	EV/EBITDA	11.3	9.5	9.0	8.1	7.3
营运资金的变动	-965.1	-644.0	503.0	309.7	439.2	CAGR(%)	11.0%	13.9%	7.1%	11.0%	13.9%
经营活动产生现金流量	1,419.9	1,657.3	2,309.3	2,458.0	2,892.1	PEG	1.5	1.2	2.0	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-2,801.4	-1,039.5	-4,195.0	-3,195.0	-2,895.0	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	599.7	77.9	2,425.6	1,342.9	579.6	REP	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。