

兴蓉环境 (000598) \公用事业

——业绩平稳增长，关注集团国改进展

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	4.87元
目标价格:	

事件:

公司发布17年年报，公司17年实现营业收入37.31亿元，同比增长22.01%，归母净利润8.96亿元，同比增长2.47%，扣非归母净利润同比增长10.25%，经营性现金流量净额16.57亿元，同比增加16.69%。拟每10股派发现金红利0.78元（含税）。

投资要点:

➤ 产能投产及服务价格提升，营收较快增长

17年营收增长主要由于自来水销售量、污水处理量稳步增长、万兴发电厂的投产及工程业务的增长，其中自来水销量同比增长8.83%，污水处理量同比增长10.63%，垃圾焚烧发电量1.89亿度为新增业务，垃圾渗滤液、污泥处理及中水供应业均实现较好增长，供排水管网工程同比实现41.5%的增长。同时期内污水处理服务价格及垃圾渗滤液处理服务价格成功提价。

➤ 毛利率及费用率相对稳定，净利率下滑

毛利率41.19%下滑0.76个百分点，费用率下降0.66个百分点，净利率下滑3.95个百分点。净利率下滑主要由于17年计提减值损失0.45亿元，而16年同期仅0.01亿元，同时16年确认第二污水厂拆迁过渡期损益0.51亿元。17年扣非归母净利润同比增长10.25%。

➤ 坚持“走出去”发展，市场开拓卓有成效

公司坚持“走出去”发展，成都市市场中，公司落地温江区排水基础设施PPP项目、天府国际机场供水项目、天府新区大林环保发电厂项目和郫都区水务合作等项目，正在接洽简阳、彭州、新都等周边地区合作意向；国内市场中，积极推进沛县、宁东后续项目发展，落地阿坝州水务环保项目并完成合资公司的组建；海外市场中，跟进拉合尔 40MW垃圾焚烧发电项目。截至17年年底，公司运营、在建和拟建供水及污水处理项目规模逾600万吨/日、垃圾焚烧发电项目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。18年水七厂二期项目、隆丰环保发电厂有望投产，自来水六厂B厂的接手也有望降低公司自来水业务采购成本。

➤ 关注集团国改进展

年初公司公告控股股东成都市兴蓉集团有限公司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

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,986/2,986
流通A股市值 (百万元)	14,722
每股净资产 (元)	3.24
资产负债率 (%)	45.70
一年内最高/最低 (元)	6.35/4.71

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号: S0590513090001

电话: 0510-85605730

邮箱: mabd@glsc.com.cn

冯瑞齐研究助理

电话: 0510-85609581

邮箱: fengrq@glsc.com.cn

相关报告

- 《兴蓉环境 (000598) \公用事业行业》
《营收较快增长，关注集团混改进展》
- 《兴蓉环境 (000598) \公用事业行业》
《西部水务龙头加快投资步伐，拓展固废业务》
- 《兴蓉环境 (000598) \公用事业行业》
《17年营收高速增长比较确定，未来发展空间广阔》

案。公司作为集团旗下唯一上市公司，有望受益国改春风，下一步集团国改值得期待。

➤ **维持“推荐”评级**

预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.35、0.40 及 0.47 元，对应 PE 分别为 13.9、12.2 及 10.4，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

项目推进不及预期；毛利率下行风险；水源水质发生大的变动；

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3058.34	3731.34	4310.00	4873.00	5563.00
增长率（%）	-0.14%	22.01%	15.51%	13.06%	14.16%
EBITDA（百万元）	1546.80	1752.18	2057.64	2302.87	2612.64
净利润（百万元）	874.22	895.72	1055.88	1207.03	1416.99
增长率（%）	6.00%	2.46%	17.88%	14.31%	17.39%
EPS（元/股）	0.29	0.30	0.35	0.40	0.47
市盈率（P/E）	16.84	16.44	13.94	12.20	10.39
市净率（P/B）	1.64	1.52	1.40	1.28	1.16
EV/EBITDA	11.75	10.98	9.32	8.50	7.30

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1425.96	2155.99	1939.50	2192.85	2942.71	营业收入	3058.3	3731.3	4310.0	4873.0	5563.0
应收账款+票据	593.65	811.81	811.61	1023.87	1071.51	营业成本	1775.3	2194.4	2516.6	2824.8	3169.8
预付账款	18.65	19.02	24.18	24.31	30.10	营业税金及附加	42.14	48.86	56.44	63.82	72.85
存货	255.01	361.35	378.83	428.28	547.04	营业费用	90.02	105.04	121.11	136.44	155.21
其他	187.23	147.13	147.13	147.13	147.13	管理费用	218.59	261.96	297.39	333.80	378.28
流动资产合计	2480.51	3495.30	3301.24	3816.44	4738.49	财务费用	70.13	70.20	88.55	105.95	125.24
长期股权投资	0.00	0.30	0.30	0.30	0.30	资产减值损失	1.27	44.66	45.00	50.00	60.00
固定资产	6308.11	7339.89	7892.54	8393.39	8837.42	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	4192.88	2434.81	2434.81	2434.81	2434.81	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2701.15	3931.21	4368.29	4786.01	5184.37	其他	0.00	82.08	100.00	110.00	121.00
其他非流动资产	927.92	1205.75	1203.38	1201.01	1201.01	营业利润	860.88	1088.2	1284.9	1468.1	1722.6
非流动资产合计	14130.0	14911.9	15899.3	16815.5	17657.9	营业外净收益	180.31	-0.05	-5.00	-5.00	-5.00
资产总计	16610.5	18407.2	19200.5	20631.9	22396.4	利润总额	1041.1	1088.2	1279.9	1463.1	1717.6
短期借款	110.00	1038.00	234.20	400.38	0.00	所得税	169.43	172.09	198.38	226.78	266.23
应付账款+票据	2188.15	2110.52	2593.42	2542.72	3220.55	净利润	871.76	916.11	1081.5	1236.3	1451.3
其他	1369.06	1001.47	990.05	1105.02	1116.96	少数股东损益	-2.46	20.39	25.63	29.30	34.40
流动负债合计	3667.21	4149.99	3817.68	4048.12	4337.51	归属于母公司净	874.22	895.72	1055.8	1207.0	1416.9
长期带息负债	3201.34	3455.06	3705.06	3905.06	4205.06	主要财务比率					
长期应付款	353.29	350.66	350.66	350.66	350.66		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	235.82	267.36	267.36	267.36	267.36	成长能力	-0.14%	22.01%	15.51%	13.06%	14.16%
非流动负债合计	3790.45	4073.09	4323.09	4523.09	4823.09	营业收入	0.54%	4.56%	19.94%	12.88%	15.68%
负债合计	7457.65	8223.07	8140.77	8571.20	9160.59	EBIT	3.32%	13.28%	17.43%	11.92%	13.45%
少数股东权益	193.07	500.18	525.81	555.11	589.51	EBITDA	9.67%	2.46%	17.88%	14.31%	17.39%
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	归属于母公司净					
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	获利能力	41.95%	41.19%	41.61%	42.03%	43.02%
留存收益	4193.66	4917.83	5767.80	6739.45	7880.11	毛利率	28.50%	24.55%	25.09%	25.37%	26.09%
股东权益合计	9152.91	10184.1	11059.8	12060.7	13235.8	净利率	9.76%	9.25%	10.02%	10.49%	11.20%
负债和股东权益总	16610.5	18407.2	19200.5	20631.9	22396.4	ROE	8.11%	7.84%	8.30%	8.87%	9.40%
现金流量表						ROIC					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力	44.90%	44.67%	42.40%	41.54%	40.90%
净利润	872.35	912.38	1085.74	1240.55	1455.61	资产负债	0.68	0.84	0.86	0.94	1.09
折旧摊销	438.44	593.23	667.65	733.81	797.60	流动比率	0.56	0.72	0.73	0.80	0.93
财务费用	83.89	85.36	110.10	105.95	97.43	速动比率					
存货减少	-91.15	-106.32	-17.48	-49.45	-118.76	营运能力	5.92	5.03	6.06	5.23	5.89
营运资金变动	129.25	142.85	466.53	-148.13	636.35	应收账款周转率	6.96	6.07	6.64	6.60	5.79
其它	-9.90	29.22	45.00	50.00	60.00	存货周转率	0.18	0.20	0.22	0.24	0.25
经营活动现金流	1422.88	1656.72	2357.53	1932.73	2928.22	总资产周转率					
资本支出	2712.30	1143.96	1700.00	1700.00	1700.00	每股指标(元)	0.29	0.30	0.35	0.40	0.47
长期投资	404.04	309.22	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.48	0.55	0.79	0.65	0.98
其他	314.94	413.71	-4.23	-4.23	-4.23	每股经营现金流	3.00	3.24	3.53	3.85	4.23
投资活动现金流	-2801.41	-1039.47	-1704.23	-1704.23	-1704.23	每股净资产					
债权融资	721.62	418.65	-553.80	366.18	-100.38	估值比率	16.84	16.44	13.94	12.20	10.39
股权融资	94.11	24.10	0.00	0.00	0.00	市盈率	1.64	1.52	1.40	1.28	1.16
其他	-216.03	-364.86	-316.01	-341.33	-373.76	市净率	11.75	10.98	9.32	8.50	7.30
筹资活动现金流	599.70	77.90	-869.80	24.84	-474.14	EV/EBITDA	16.40	16.60	13.80	12.48	10.51
现金净增加额	-778.66	695.15	-216.49	253.35	749.86	EV/EBIT	-0.14%	22.01%	15.51%	13.06%	14.16%

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064