

## 兴蓉环境（000598）\公用事业

### ——垃圾发电翻倍增长，毛利率全面回升

#### 事件：

公司发布18年半年报，上半年实现营业收入19.23亿元，同比增长10.54%，归母净利润5.32亿元，同比增长17.31%，扣非归母净利润同比增长16.14%，业绩基本符合预期。

#### 投资要点：

##### ➤ 垃圾焚烧发电量翻倍，水务等业务自然增长

公司营收增长主要由于（1）去年年初投入运营的万兴垃圾发电项目今年稳定运营，上半年发电量1.50亿度，同比增长125%，垃圾发电收入1.01亿元，同比增长168.11%，（2）以及自来水、污水业务等的自然增长，上半年自来水销售、污水处理量分别同比增长6.25%、3.03%，对应收入分别增长6.93%、6.83%；中水制售及渗滤液处理量也分别同比增长6.34%及12.54%，对应收入分别增长8.69%及7.26%。

##### ➤ 毛利率净利率回升，财务费用有所上涨

上半年毛利率44.69%，同比提升3.69个百分点，其中自来水、污水及垃圾发电分别同比提升1.38、2.08及18.59个百分点，自来水毛利率上升可能与接手自来水六厂B厂运营之后公司生产成本有所降低有关，污水处理成本基本保持一致，平均处置费有所提升，垃圾焚烧毛利率提升较多主要由于万兴垃圾发电厂进入稳定运营期。上半年销售费用及管理费率与去年同期基本持平，财务费用同比增长72.16%至0.42亿元，由于水七厂二期等项目投产，部分债务利息停止资本化。毛利率回升带动净利率提升2.03个百分点，盈利能力得到提升。

##### ➤ 在手项目充裕，未来发展空间广阔

下半年隆丰发电厂（1500万吨/日）有望投产运行，给公司业绩带来新的增量。同时公司近年来加大市场拓展力度，省内省外皆有较多收获，目前公司运营、在建和拟建供水及污水处理项目规模逾700万吨/日（运营约580万吨/日）、垃圾焚烧发电项目9300吨/日（运营2400吨/日）、污泥处置项目1780吨/日、垃圾渗滤液处理项目5630吨/日及中水利用项目53万吨/日，截至2018年6月底公司在建工程24.35亿元，而在建项目的总预算为124.69亿元，与公司目前固定资产+长期应收款+无形资产规模相当。未来随着项目逐渐投产，将显著增厚公司业绩，未来发展空间广阔。

投资建议：**推荐**  
上次建议：**推荐**  
当前价格：4.24元  
目标价格：元

#### 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）	12,662
每股净资产（元）	3.32
资产负债率（%）	44.07
一年内最高/最低（元）	6.03/3.99

#### 一年内股价相对走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号：S0590518070003

电话：0510-85611779

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《兴蓉环境（000598）\公用事业行业》  
《业绩平稳增长，关注集团国改进展》
- 《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》

同时上半年持续获得AAA主体信用评级，并拟启动不超过20亿元绿色企业债发行工作，有望进一步巩固资金优势，保障项目推进。

#### ➤ 混合所有制改革积极推进

根据公司半年报，公司正积极推进混合所有制改革相关工作，2018年上半年以来，公司正在细化、完善混改具体措施，科学论证混改方案，积极梳理、寻找潜在战略合作方。通过混改，有望进一步优化产权结构、实现更加有效的企业治理并建立更为市场化的体制机制，促进公司高质量发展并提升价值。

#### ➤ 维持“推荐”评级

我们预计公司18-19年将分别实现归母净利润10.56、12.07亿元，EPS分别为0.35、0.40元，市盈率分别为12、11倍，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）	14.48	14.14	11.99	10.49	8.94
市净率（P/B）	1.41	1.31	1.20	1.10	1.00
EV/EBITDA	10.42	9.80	8.32	7.61	6.51

数据来源：Wind，国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
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	<b>营业收入</b>	<b>3058.3</b>	<b>3731.3</b>	<b>4310.0</b>	<b>4873.0</b>	<b>5563.0</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>2480.51</b>	<b>3495.30</b>	<b>3301.24</b>	<b>3816.44</b>	<b>4738.49</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>860.88</b>	<b>1088.2</b>	<b>1284.9</b>	<b>1468.1</b>	<b>1722.6</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>14130.0</b>	<b>14911.9</b>	<b>15899.3</b>	<b>16815.5</b>	<b>17657.9</b>	营业外净收益	180.31	-0.05	-5.00	-5.00	-5.00
<b>资产总计</b>	<b>16610.5</b>	<b>18407.2</b>	<b>19200.5</b>	<b>20631.9</b>	<b>22396.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>1041.1</b>	<b>1088.2</b>	<b>1279.9</b>	<b>1463.1</b>	<b>1717.6</b>
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	<b>净利润</b>	<b>871.76</b>	<b>916.11</b>	<b>1081.5</b>	<b>1236.3</b>	<b>1451.3</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>3667.21</b>	<b>4149.99</b>	<b>3817.68</b>	<b>4048.12</b>	<b>4337.51</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>874.22</b>	<b>895.72</b>	<b>1055.8</b>	<b>1207.0</b>	<b>1416.9</b>
长期带息负债	3201.34	3455.06	3705.06	3905.06	4205.06	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	353.29	350.66	350.66	350.66	350.66		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	235.82	267.36	267.36	267.36	267.36	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>3790.45</b>	<b>4073.09</b>	<b>4323.09</b>	<b>4523.09</b>	<b>4823.09</b>	营业收入	-0.14%	22.01%	15.51%	13.06%	14.16%
<b>负债合计</b>	<b>7457.65</b>	<b>8223.07</b>	<b>8140.77</b>	<b>8571.20</b>	<b>9160.59</b>	EBIT	0.54%	4.56%	19.94%	12.88%	15.68%
少数股东权益	193.07	500.18	525.81	555.11	589.51	EBITDA	3.32%	13.28%	17.43%	11.92%	13.45%
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	归属于母公司净	9.67%	2.46%	17.88%	14.31%	17.39%
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	<b>获利能力</b>					
留存收益	4193.66	4917.83	5767.80	6739.45	7880.11	毛利率	41.95%	41.19%	41.61%	42.03%	43.02%
<b>股东权益合计</b>	<b>9152.91</b>	<b>10184.1</b>	<b>11059.8</b>	<b>12060.7</b>	<b>13235.8</b>	净利率	28.50%	24.55%	25.09%	25.37%	26.09%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16610.5</b>	<b>18407.2</b>	<b>19200.5</b>	<b>20631.9</b>	<b>22396.4</b>	ROE	9.76%	9.25%	10.02%	10.49%	11.20%
						ROIC	8.11%	7.84%	8.30%	8.87%	9.40%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	44.90%	44.67%	42.40%	41.54%	40.90%
净利润	872.35	912.38	1085.74	1240.55	1455.61	流动比率	0.68	0.84	0.86	0.94	1.09
折旧摊销	438.44	593.23	667.65	733.81	797.60	速动比率	0.56	0.72	0.73	0.80	0.93
财务费用	83.89	85.36	110.10	105.95	97.43	<b>营运能力</b>					
存货减少	-91.15	-106.32	-17.48	-49.45	-118.76	应收账款周转率	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	存货周转率	6.96	6.07	6.64	6.60	5.79
其它	-9.90	29.22	45.00	50.00	60.00	总资产周转率	0.18	0.20	0.22	0.24	0.25
<b>经营活动现金流</b>	<b>1422.88</b>	<b>1656.72</b>	<b>2357.53</b>	<b>1932.73</b>	<b>2928.22</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	2712.30	1143.96	1700.00	1700.00	1700.00	每股收益	0.29	0.30	0.35	0.40	0.47
长期投资	404.04	309.22	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.48	0.55	0.79	0.65	0.98
其他	314.94	413.71	-4.23	-4.23	-4.23	每股净资产	3.00	3.24	3.53	3.85	4.23
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2801.41</b>	<b>-1039.47</b>	<b>-1704.23</b>	<b>-1704.23</b>	<b>-1704.23</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	721.62	418.65	-553.80	366.18	-100.38	市盈率	14.48	14.14	11.99	10.49	8.94
股权融资	94.11	24.10	0.00	0.00	0.00	市净率	1.41	1.31	1.20	1.10	1.00
其他	-216.03	-364.86	-316.01	-341.33	-373.76	EV/EBITDA	10.42	9.80	8.32	7.61	6.51
<b>筹资活动现金流</b>	<b>599.70</b>	<b>77.90</b>	<b>-869.80</b>	<b>24.84</b>	<b>-474.14</b>	EV/EBIT	14.54	14.82	12.32	11.17	9.38
<b>现金净增加额</b>	<b>-778.66</b>	<b>695.15</b>	<b>-216.49</b>	<b>253.35</b>	<b>749.86</b>						

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	薛靖韬	0755-82560810