

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

稳健发展, 期待产能逐步释放

——兴蓉环境(000598)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)
市场数据(2018-10-30)

发布日期: 2018年10月30日

收盘价(元)	4.12
一年内最高/最低(元)	5.89/3.80
沪深300指数	3110.26
市净率(倍)	1.27
流通市值(亿元)	123.03

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	3.45
每股经营现金流(元)	0.46
毛利率(%)	44.93
净资产收益率-摊薄(%)	8.24
资产负债率(%)	43.31
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

1 《兴蓉环境(000598)年报点评: 营收增长提速, 关注后续项目落地》 2018-04-13

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

公司发布18年三季报, 前三季度公司实现营业总收入30.07亿元, 同比增长10.34%; 归属于上市公司股东的净利润8.49亿元, 同比增长14.13%; 经营活动产生的现金流量净额13.88亿元, 同比增长33.25%; 基本每股收益0.28元。

点评:

- **业务发展稳健, 基本符合预期。**公司Q3实现营业总收入10.83亿元, 同比增长10.06%; 归属于上市公司股东的净利润3.18亿元, 同比增长9.46%。公司第三季度业绩增长较为稳健, 基本符合预期。公司收入增长主要原因为自来水供应量、污水处理量、垃圾焚烧处理量的增加。公司前三季度销售毛利率44.93%, 同比提升2.53个百分点; 销售期间费用率10.32%, 同比提升0.41个百分点; 销售净利率28.84%, 同比提升1.26个百分点, 体现为盈利能力的提升。公司拥有处理能力1500吨/天的隆丰环保发电厂预计在11月底试运行, 逐步扩大公司垃圾处理能力。考虑到公司投运的水务、固废产能不断扩大及运营能力的成熟, 预计全年业绩维持稳定增长趋势。
- **经营活动现金流充裕, 融资成本低助推项目落地。**公司的自来水供应、污水处理、垃圾焚烧发电、渗滤液处理以及供排水工程建设等业务, 属于重资产型公用事业类业务。公司业务具备业务量稳定、回款良好等特点。公司历来经营活动现金流非常充裕, 18年前三季度, 公司销售商品、提供劳务收到的现金32.57亿元, 与营业收入之比为108.32%; 公司经营活动产生的现金流量净额13.88亿元, 同比增长33.25%, 显示出良好的收现能力。公司目前拥有AAA级主体信用评级, 债务结构以长期债务为主, 在目前去杠杆的背景下, 公司贷款利率维持在基准利率左右, 处于同行业较低水平。因此, 偏低的融资成本及良好的收现能力有助于公司减少融资成本, 加速项目落地。
- **在建及筹建环保项目较多, 综合处理能力有望稳步扩张。**18年中公司运营、在建和拟建的垃圾焚烧发电项目规模9300吨/日、供水及污水处理规模超过700万吨/日、污泥处置规模1780吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模5630吨/日。而未来公司将逐步投建处理能力为2400吨/日的天府新区大林发电厂、3000吨/日的万兴发电厂二期、天府机场供水、水七厂三期、中和污水处理厂等项目。成都地区垃圾焚烧处理存在较大市场需求。公司拟投资的均为大型垃圾焚烧发电项目, 规模效应较强。预计随着项目落地, 公司垃圾焚烧处理效益有望逐步释放。
- **维持公司“增持”投资评级。**公司作为成都地区领先水务公司, 通过扩大垃圾焚烧处理项目规模、整合城市圈水务资产、提标扩能等措施

实现产能的稳步增加。预计公司 18、19 年全面摊薄 EPS 分别为 0.35、0.42 元，按 18 年 10 月 30 日二级市场股价 4.12 元/股计算，对应 18、19 年 PE 分别为 11.7、9.9 倍。公司业绩增长确定性较高、现金流充裕，相对于同行业估值水平较低，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：垃圾焚烧发电厂存在“邻避”效应，项目建设进度可能不及预期；污水处理和供水价格调节滞后，致盈利能力下降；异地扩张不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3058.3	3731.3	4314.2	5010.9	5725.0
增长比率	-0.1%	22.0%	15.6%	16.2%	14.3%
净利润(百万元)	874.2	895.7	1055.3	1240.1	1421.2
增长比率	6.0%	2.5%	17.8%	17.5%	14.6%
每股收益(元)	0.29	0.30	0.35	0.42	0.48
市盈率(倍)	14.1	13.7	11.7	9.9	8.7

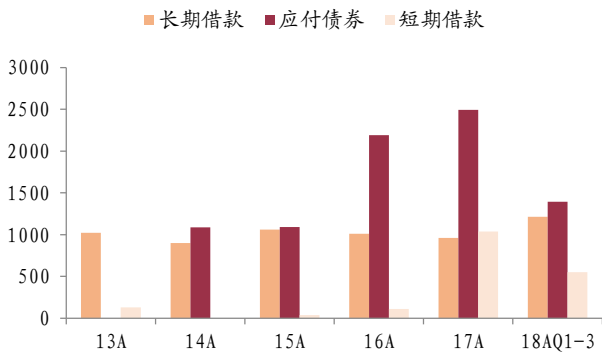
资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 11—18 年公司主要业务板块经营数据

产量	11	12	13	14	15	16	17	18H1
污水处理(万吨)	46165	49020	57208	64464	77240	82031	90751	44998
自来水供应(万吨)	56721	63700	68279	71598	76151	84886	91711	38549
垃圾渗滤液处理(万吨)	35	37	35	66	64	75	84	36
污泥处理量(万吨)				10	11	13	15	8
中水(万吨)				1512	6272	6991	7172	4315

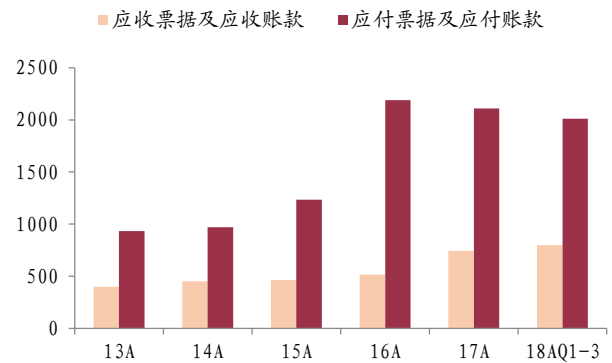
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 1: 13-18 年公司主要有息负债情况 (单位: 百万元)



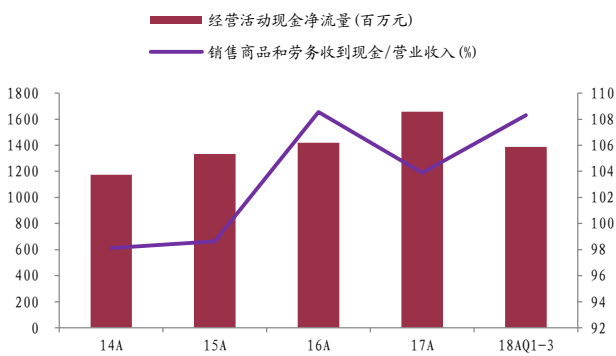
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 13-18 年公司应付及应收情况 (单位: 百万元)



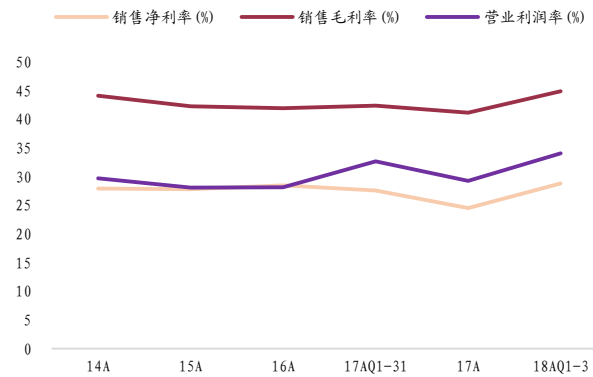
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 18 年前三季度公司经营活动产生的现金流良好



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 13-18 年公司盈利能力情况



资料来源: Wind, 中原证券

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	4314.2	5010.9	5725.0	成长性					
减: 营业成本	1,775.3	2,194.5	2,523.8	2,856.2	3,234.6	营业收入增长率	-0.1%	22.0%	15.6%	16.2%	14.3%
营业税费	42.1	48.9	56.5	65.6	75.0	营业利润增长率	0.1%	27.0%	16.6%	17.4%	14.6%
销售费用	90.0	105.0	120.8	140.3	160.3	净利润增长率	6.0%	2.5%	17.8%	17.5%	14.6%
管理费用	218.6	262.0	280.4	325.7	372.1	EBITDA 增长率	-0.3%	22.3%	19.2%	19.8%	15.3%
财务费用	70.1	70.2	17.8	85.8	127.8	EBIT 增长率	-4.9%	16.1%	19.5%	22.5%	16.4%
资产减值损失	1.3	44.7	40.0	40.0	40.0	NOPLAT 增长率	-7.6%	25.6%	12.2%	22.5%	16.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.6%	11.4%	20.2%	18.5%	8.6%
投资和汇兑收益	-	4.9	-	-	-	净资产增长率	10.1%	11.3%	7.8%	8.6%	9.1%
营业利润	860.9	1,093.2	1,274.8	1,497.3	1,715.2	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%	41.5%	43.0%	43.5%
利润总额	1,041.2	1,088.2	1,269.8	1,492.3	1,710.2	营业利润率	28.1%	29.3%	29.5%	29.9%	30.0%
减: 所得税	169.4	172.1	190.5	223.8	256.5	净利润率	28.6%	24.0%	24.5%	24.7%	24.8%
净利润	874.2	895.7	1055.3	1240.1	1421.2	EBITDA/营业收入	44.7%	44.8%	46.2%	47.7%	48.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	30.4%	29.0%	30.0%	31.6%	32.2%
货币资金	1,670.6	2,403.0	1,725.7	2,004.4	2,290.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	700	658	634	574	518
应收帐款	593.7	807.8	846.0	1,102.7	1,282.7	流动营业资本周转天数	-291	-227	-201	-192	-184
应收票据	-	4.0	0.6	4.7	1.3	流动资产周转天数	355	313	287	247	251
预付帐款	18.6	19.0	24.3	24.7	30.8	应收帐款周转天数	65	68	69	70	75
存货	255.0	361.4	339.7	453.7	444.8	存货周转天数	25	30	29	29	28
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	1,663	1,618	1,586
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,030	1,004	1,008	1,035	1,026
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%	10.1%	10.9%	11.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	4.9%	5.1%	5.3%	5.5%
固定资产	6,305.8	7,339.8	7,861.6	8,131.1	8,348.2	ROIC	10.2%	9.9%	10.0%	10.2%	10.0%
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	4,908.9	5,834.6	6,708.4	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%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	16,919.3	18,754.7	21,092.2	23,939.8	26,489.9	财务费用率	2.3%	1.9%	0.4%	1.7%	2.2%
短期债务	110.0	1,038.0	1,564.2	1,972.4	2,469.7	三费/营业收入	12.4%	11.7%	9.7%	11.0%	11.5%
应付帐款	2,589.5	2,577.1	3,364.9	3,359.7	4,255.8	偿债能力					
应付票据	34.5	48.2	47.0	60.7	61.3	资产负债率	45.9%	45.7%	48.0%	50.2%	50.9%
其他流动负债	1,156.8	737.2	751.3	869.3	886.7	负债权益比	84.9%	84.2%	92.2%	100.8%	103.7%
长期借款	1,011.8	962.0	1,181.8	2,548.6	2,603.4	流动比率	0.70	0.86	0.54	0.60	0.55
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	0.48	0.53	0.49
负债总额	7,766.4	8,570.5	10,117.2	12,018.8	13,484.9	利息保障倍数	13.28	15.40	72.53	18.46	14.42
少数股东权益	193.1	500.2	524.2	552.5	585.0	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	0.11	0.12
留存收益	5,962.5	6,683.6	7,464.5	8,382.2	9,433.9	分红比率	20.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
股东权益	9,152.9	10,184.2	10,975.0	11,921.0	13,005.1	股息收益率	1.4%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%
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	1,055.3	1,240.1	1,421.2	EPS(元)	0.29	0.30	0.35	0.42	0.48
加: 折旧和摊销	438.4	593.2	700.5	804.8	909.1	BVPS(元)	3.00	3.24	3.50	3.81	4.16
资产减值准备	1.3	44.7	-	-	-	PE(X)	14.1	13.7	11.7	9.9	8.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
财务费用	83.9	85.4	17.8	85.8	127.8	P/FCF	-66.7	13.7	-29.6	21.5	19.8
投资收益	-	-4.9	-	-	-	P/S	4.0	3.3	2.9	2.5	2.1
少数股东损益	-2.5	20.4	24.1	28.3	32.4	EV/EBITDA	9.6	8.1	7.5	6.9	6.1
营运资金的变动	-965.1	-644.0	785.5	-247.1	740.3	CAGR(%)	13.3%	16.6%	8.2%	13.3%	16.6%
经营活动产生现金流量	1,419.9	1,657.3	2,583.2	1,911.9	3,230.9	PEG	1.1	0.8	1.4	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-2,801.4	-1,039.5	-3,700.0	-3,000.0	-3,000.0	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	599.7	77.9	439.5	1,366.8	54.8	REP	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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。