

## 业绩稳中有进, 持续关注国改落地

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年年报, 实现营业收入41.6亿元, 同比增长11.5%, 实现归母净利润9.9亿元, 同比增长10.3%。
- **业绩扎实, 稳中有进。** 2018年全年公司自来水售水量8.19亿吨, 同比增长6.42%, 实现供水收入18.52亿元, 同比增长6.97%; 全年污水处理量9.54亿吨, 同比增长5.18%, 实现污水处理收入11.82亿元, 同比增长8.29%; 全年垃圾焚烧发电量3.15亿度, 同比增长66.75%, 实现营收2.14亿元, 同比增长53.59%, 且1500吨/日隆丰垃圾焚烧发电厂于2018年12月成功点火运营; 全年供排水管网工程营收5.69亿元, 同比增长24.6%。各项业务均稳中有进, 基础扎实。
- **盈利能力稳定, 现金流丰厚。** 2018年全年公司综合毛利率40.79%, 同比微跌0.4个百分点, 其中自来水业务毛利微增0.83个百分点, 污水处理业务毛利率微降1.31个百分点, 管网工程业务毛利率微增0.4个百分点, 各项业务盈利能力稳定。2018年全年期间费用率11.74%, 同比基本持平, 费用管控良好。同时, 2018年公司经营性现金流量净额19.11亿元, 同比增长15.31%, 是归母净利润的1.9倍, 现金流丰厚。
- **公司仍在扩张阶段, 后续业绩有望加速。** 公司垄断成都市主城区供排水, 成都市“东进、南拓、西控、北改、中优”新城市空间布局和新区建设带动成都市人口引进并持续较快增长, 有望带来成都市供水和污水处理规模持续增长; 同时公司借助平台优势持续拓展环境运营类业务, 垃圾焚烧、中水回用、污泥处理、渗滤液处理等规模不断扩张。后续随着水七厂二期50万吨/日供水项目产能爬坡, 三期项目启动; 在建5400吨/日垃圾焚烧发电项目推进; 成都第六、七、九污水处理提标改造; 中和污水二期项目投产; 宁夏宁东、沛县PPP项目落地等, 公司业绩有望持续加速。
- **国改和周边环保资产整合有望开启新征程, 股份回购彰显价值。** 2017年8月底成都市委发布的《优化市属国有资本布局的工作方案》明确提出改组成都市兴蓉集团并更名为环境集团, 由环境集团吸收整合市域内水务、环保等领域的优质资源, 到2022年资产总规模达到1000亿元。目前公司正全力推动国改方案落地, 温江区、郫都区、阿坝州、简阳等周边地区资产整合也逐步落实, 促进成都全域供排水一体化, 开启新征程。同时, 公司拟回购不低于5000万股(占总股本的1.67%), 不超过1亿股(占总股本的3.35%)的公司股份, 回购价格不超过4.5元/股, 目前已回购218万股, 回购后的股份将用于后续员工持股计划或者股权激励, 充分彰显出公司价值和经营情况良好。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.36元、0.41元、0.47元, 对应PE 13X、12X、10X; 公司历史业绩稳健有持续增量, 估值较低, 后续业绩有望加速并存在较多积极因素, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期风险, 国企改革推进缓慢风险。

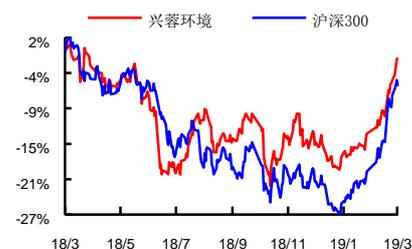
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4159.65	4705.49	5326.56	6044.47
增长率	11.48%	13.12%	13.20%	13.48%
归属母公司净利润(百万元)	988.03	1087.97	1222.37	1402.06
增长率	10.30%	10.12%	12.35%	14.70%
每股收益EPS(元)	0.33	0.36	0.41	0.47
净资产收益率ROE	9.04%	9.06%	9.24%	9.59%
PE	15	13	12	10
PB	1.31	1.19	1.08	0.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn  
联系人: 沈猛  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	29.86
流通A股(亿股)	29.86
52周内股价区间(元)	3.87-5.11
总市值(亿元)	146.32
总资产(亿元)	209.22
每股净资产(元)	3.50

### 相关研究

1. 兴蓉环境(000598): 业绩稳健增长, 股份回购彰显价值 (2019-02-15)
2. 兴蓉环境(000598): 三季度表现平稳, 持续关注国改推动 (2018-10-30)
3. 兴蓉环境(000598): 业绩表现良好, 有望持续加速 (2018-08-27)
4. 兴蓉环境(000598): 上半年表现良好, 业绩有望持续加速 (2018-07-25)
5. 兴蓉环境(000598): 业绩稳步增长, 混改持续推进 (2018-04-12)

**关键假设：**

假设 1：公司现有供水业务随成都市人口增长及人均用水量提升稳定增长，水七厂 50 万吨/日供水二期工程 2018 年投产，目前处于产能爬坡阶段，三期 50 万吨/日项目现已启动。随着天府新区等人口引进，暂不考虑周边资产整合的情况下，预计 2019-2020 年售水量增速 8%、10%和 12%；

假设 2：公司污水处理量稳定增长，提标改造正常推进，预计污水处理量增速 10%、12%和 15%；

假设 3：假设 2400 吨/日万兴垃圾焚烧发电业务平稳运行，1500 吨/日隆丰垃圾焚烧发电项目投产后持续爬坡，5400 吨/日在建项目平稳推进。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>				
营业收入	4,159.65	4,705.49	5,326.56	6,044.47
yoy	11.48%	13.12%	13.20%	13.48%
营业成本	2,462.75	2,791.55	3,181.93	3,610.21
毛利率	40.79%	40.67%	40.26%	40.27%
<b>自来水业务</b>				
收入	1851.93	2,000.08	2,200.09	2,464.10
yoy	7.0%	8.00%	10.00%	12.00%
成本	936.15	1,010.04	1,122.05	1,256.69
毛利率	49.45%	49.50%	49.00%	49.00%
<b>污水处理</b>				
收入	1182.48	1,300.73	1,456.82	1,675.34
yoy	8.3%	10.00%	12.00%	15.00%
成本	731.96	793.44	888.66	1,021.96
毛利率	38.10%	39.00%	39.00%	39.00%
<b>供排水管网</b>				
收入	568.85	625.74	657.02	689.87
yoy	24.6%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	422.04	466.17	492.77	517.40
毛利率	25.81%	25.50%	25.00%	25.00%
<b>垃圾渗滤液、污泥处理、垃圾焚烧及其他</b>				
收入	556.39	778.95	1,012.63	1,215.16
yoy	23.2%	40.00%	30.00%	20.00%
成本	372.60	521.89	678.46	814.15
毛利率	33.03%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4159.65	4705.49	5326.56	6044.47	净利润	1008.71	1110.75	1247.96	1431.41
营业成本	2462.75	2791.55	3181.93	3610.21	折旧与摊销	672.80	652.52	679.45	708.12
营业税金及附加	59.54	61.17	68.18	76.16	财务费用	85.56	84.70	90.55	96.71
销售费用	109.83	112.93	127.84	145.07	资产减值损失	62.93	40.00	40.00	40.00
管理费用	285.40	301.15	340.90	380.80	经营营运资本变动	484.94	285.03	355.25	470.53
财务费用	85.56	84.70	90.55	96.71	其他	-404.03	-38.08	-40.32	-40.16
资产减值损失	62.93	40.00	40.00	40.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1910.92	2134.92	2372.88	2706.62
投资收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3022.95	-700.00	-700.00	-700.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	871.79	-170.78	-200.00	-200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-2151.16	-870.78	-900.00	-900.00
<b>营业利润</b>	1191.50	1313.99	1477.16	1695.52	短期借款	-438.00	-600.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.06	8.47	8.33	8.66	长期借款	211.01	600.00	800.00	900.00
<b>利润总额</b>	1201.56	1322.45	1485.49	1704.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	192.85	211.71	237.53	272.78	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1008.71	1110.75	1247.96	1431.41	其他	364.78	-1173.27	9.45	3.29
少数股东损益	20.69	22.78	25.59	29.35	<b>筹资活动现金流净额</b>	137.79	-1173.27	809.45	903.29
归属母公司股东净利润	988.03	1087.97	1222.37	1402.06	<b>现金流量净额</b>	-102.45	90.87	2282.33	2709.91
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2289.23	2380.11	4662.44	7372.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	976.97	1061.51	1218.05	1381.48	销售收入增长率	11.48%	13.12%	13.20%	13.48%
存货	507.78	480.47	576.88	673.42	营业利润增长率	8.99%	10.28%	12.42%	14.78%
其他流动资产	113.37	137.18	133.57	150.02	净利润增长率	10.11%	10.12%	12.35%	14.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.00%	5.20%	9.55%	11.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11423.81	11603.12	11755.51	11879.22	毛利率	40.79%	40.67%	40.26%	40.27%
无形资产和开发支出	4158.05	4026.44	3894.83	3763.22	三费率	11.56%	10.60%	10.50%	10.30%
其他非流动资产	1452.52	1652.30	1852.08	2051.86	净利率	24.25%	23.61%	23.43%	23.68%
<b>资产总计</b>	20921.74	21341.14	24093.35	27271.56	ROE	9.04%	9.06%	9.24%	9.59%
短期借款	600.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.82%	5.20%	5.18%	5.25%
应付和预收款项	3455.51	3770.63	4277.41	4917.26	ROIC	8.93%	9.39%	10.82%	12.82%
长期借款	1173.03	1773.03	2573.03	3473.03	EBITDA/销售收入	46.88%	43.59%	42.19%	41.37%
其他负债	4540.30	3543.34	3740.82	3947.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	9768.84	9087.00	10591.25	12338.05	总资产周转率	0.21	0.22	0.23	0.24
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	固定资产周转率	0.54	0.59	0.68	0.78
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	应收账款周转率	5.36	5.48	5.50	5.48
留存收益	5658.74	6746.71	7969.07	9371.13	存货周转率	5.64	5.64	6.00	5.76
归属母公司股东权益	10444.42	11522.89	12745.26	14147.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.64%	—	—	—
少数股东权益	708.47	731.25	756.84	786.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	11152.90	12254.14	13502.10	14933.51	资产负债率	46.69%	42.58%	43.96%	45.24%
负债和股东权益合计	20921.74	21341.14	24093.35	27271.56	带息债务/总负债	37.54%	40.35%	42.18%	43.50%
					流动比率	0.66	0.91	1.30	1.65
					速动比率	0.58	0.80	1.19	1.53
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.36	0.41	0.47
					每股净资产	3.73	4.10	4.52	5.00
					每股经营现金	0.64	0.71	0.79	0.91
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	1949.87	2051.21	2247.16	2500.36					
PE	14.81	13.45	11.97	10.44					
PB	1.31	1.19	1.08	0.98					
PS	3.52	3.11	2.75	2.42					
EV/EBITDA	8.07	6.96	5.60	4.23					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn