

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

稳步前行, 低估值有望修复

——兴蓉环境(000598)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-03-08)

发布日期: 2019年03月11日

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 4.62 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.15/3.80 |
| 沪深300指数 | 3657.58 |
| 市净率(倍) | 1.32 |
| 流通市值(亿元) | 137.96 |

事件:

公司发布18年年报: 全年营业总收入41.60亿元, 同比增长11.48%; 归属于上市公司股东的净利润9.88亿元, 同比增长10.30%; 基本实现每股收益0.33元; 加权平均净资产收益率9.84%, 同比提升0.2个百分点。

点评:

● **经营稳健, 业绩增长符合预期。**18年公司各业务板块稳健增长, 其中自来水供应业务实现营业收入24.21亿元, 同比增长10.65%, 营收占比58.20%; 污水处理服务及管网工程业务实现营业收入11.82亿元, 同比增长8.29%, 营收占比28.43%; 环保板块营业收入4.35亿元, 同比增长11.63%, 营收占比10.45%。各业务板块均衡发展, 自来水供应量、污水处理量增加和垃圾焚烧产能利用率的提升是收入规模扩大的主要因素。

● **供水及污水处理业务发展平稳。**自来水供应和污水处理是公司的核心业务。从量的角度来看: 18年公司自来水供应销售量8.19亿吨, 同比增长6.42%; 污水处理销售量9.54亿吨, 同比增长5.18%。值得一提的是, 从17年6月开始公司主城区第三期污水处理价格0.1元/立方米的涨价对本期的污水处理收入产生积极影响。公司在18年完成对成都市自来水六厂B厂BOT项目收购工作, 并完成成都市自来水七厂二期工程项目及成都市高新区中和污水处理厂项目转固、投运。截至到18年底, 公司运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模超过700万吨/日, 同比增长近100万吨/日。公司积极整合成都市中心城区供排水资源, 并逐步拓展到成都周边及省内其他城市, 构成水务处理规模扩张的基础。

● **隆丰发电厂进入投运期, 垃圾焚烧发电业务增长强劲。**公司的环保业务包括垃圾焚烧发电、污水污泥处理和垃圾渗滤液处理。18年公司垃圾焚烧发电量3.15亿千瓦时, 同比增长66.7%; 污泥处理量14.88万吨, 同比增长2.01%; 垃圾渗滤液处理量68万吨, 同比下滑19.05%。目前公司运营、在建和拟建的生活垃圾焚烧发电设计处理能力9300吨/日(1500吨/日的隆丰环保发电厂已经于2018年底试运营, 加上2400吨/日的万兴环保垃圾发电厂, 公司目前实际垃圾焚烧运营能力3900吨/日)。预计后续随着万兴环保发电厂二期工程、大林环保发电厂的运营以及在运项目产能利用率提升, 垃圾焚烧发电收入有望持续增长。

● **融资成本优势持续发挥。**18年公司整体期间费用控制基本合理, 三项费用合计4.81元, 同比增长9.97%, 期间费用率11.74%, 同比基本持平。其中, 销售费用1.10亿元, 同比增长4.56%, 销售费用率2.64%, 同比回落0.17个百分点; 管理费用2.85亿元, 同比增长13.05%, 管

基础数据(2018-12-31)

| | |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元) | 3.50 |
| 每股经营现金流(元) | 0.64 |
| 毛利率(%) | 40.79 |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 9.46 |
| 资产负债率(%) | 46.69 |
| 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)季报点评: 稳健发展, 期待产能逐步释放》 2018-10-30
- 2 《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

理费用率 7.04%，同比提升 0.02 个百分点；财务费用 8556.42 万元，同比增长 21.89%，财务费用率 2.06%，同比提升 0.18 个百分点。公司财务费用增长较快与公司在建项目停止资本化有关。公司债务结构以长期借款为主。18 年 11 月公司发行 5 亿元 5 年期中期票据，票面利率 4.1%。公司垃圾焚烧发电项目和水务项目是重资产类项目，需大量资本投入。公司丰富的融资渠道和低廉的筹资成本有利于提高项目的 ROE 水平。

- **经营活动现金流充裕，造血能力强。**18 年公司经营活动产生的现金净流量 19.11 亿元，同比增长 15.31%。公司具备良好的经营活动现金流，这与公司供水业务、污水处理服务业务性质有关。充沛的经营活动现金流有利于公司保持财务稳健和垃圾焚烧发电项目以及水务项目的落地。
- **回购股份拟用于实施员工激励，有利于员工发挥工作积极性。**19 年 1 月，公司发布公告拟回购股份用于实施员工持股计划或股权激励。本次回购数量不低于 5000 万股且不高于 1 亿股，回购价格不超过 4.5 元/股。一方面，公司积极实行股份回购体现对二级市场投资价值的认可；另一方面，公司作为公用事业类国有企业迈出回购步伐有利于激发企业活力，且未实施激励的股份将在回购后 36 个月注销，这能够提升每股收益。公司在 18 年年末持有货币资金 22.89 亿元，其资金较为充裕，即使全额实施回购对公司财务影响较小。
- **维持公司“增持”投资评级。**公司作为成都市水务龙头企业，深耕本地水务市场并向省内其他区域扩张，且垃圾焚烧发电项目的落地有望带来业绩的稳定增长。预计公司 19、20 年全面摊薄 EPS 分别为 0.37、0.41 元，按 19 年 3 月 8 日收盘价 4.62 元每股计算，PE 为 12.5 倍、11.4 倍。公司估值水平较低，且存稳定的盈利预期，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：垃圾焚烧发电项目存“邻避”效应，项目落地可能不及预期。

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3731.3 | 4159.6 | 4793.2 | 5426.3 | 6034.1 |
| 增长比率 | 22.0% | 11.5% | 15.2% | 13.2% | 11.2% |
| 净利润(百万元) | 895.7 | 988.0 | 1099.6 | 1215.0 | 1273.2 |
| 增长比率 | 2.5% | 10.3% | 11.3% | 10.5% | 4.8% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.43 |
| 市盈率(倍) | 15.4 | 14.0 | 12.5 | 11.4 | 10.8 |

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 | 11A | 12A | 13A | 14A | 15A | 16A | 17A | 18A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 污水处理(万吨) | 46165 | 49020 | 57208 | 64464 | 77240 | 82031 | 90751 | 95449 |
| 自来水供应(万吨) | 56721 | 63700 | 68279 | 71598 | 76151 | 84886 | 91711 | 81906 |
| 垃圾渗滤液处理(万吨) | 35 | 37 | 35 | 66 | 64 | 75 | 84 | 68 |
| 污泥处理量(万吨) | | | | 10 | 11 | 13 | 15 | 15 |
| 中水产量(万吨) | | | | 1512 | 6272 | 6991 | 7172 | 6805 |

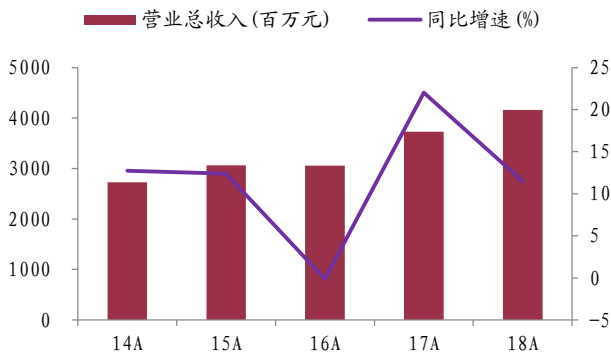
资料来源: 公司公告, 中原证券

表 2: 公司的垃圾焚烧发电项目

| 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 |

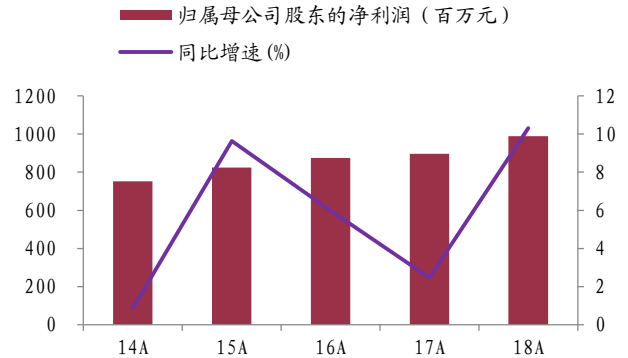
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 1: 14—18 年公司营业总收入和同比增速



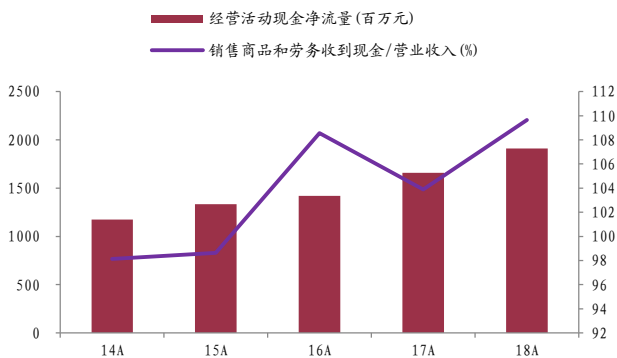
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 14—18 年公司归母净利润和同比增速



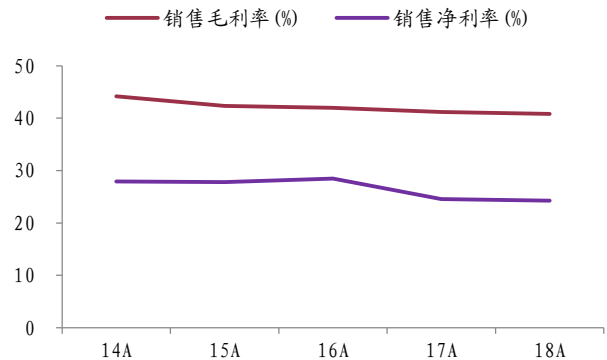
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 14—18 年公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 14—18 年公司销售毛利率和销售净利率



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 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3731.3 | 4159.6 | 4793.2 | 5426.3 | 6034.1 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2,194.5 | 2,462.7 | 2,851.9 | 3,190.1 | 3,617.4 | 营业收入增长率 | 22.0% | 11.5% | 15.2% | 13.2% | 11.2% |
| 营业税费 | 48.9 | 59.5 | 62.8 | 71.1 | 79.0 | 营业利润增长率 | 27.0% | 9.0% | 11.1% | 10.5% | 4.8% |
| 销售费用 | 105.0 | 109.8 | 119.8 | 135.7 | 150.9 | 净利润增长率 | 2.5% | 10.3% | 11.3% | 10.5% | 4.8% |
| 管理费用 | 262.0 | 285.4 | 311.6 | 352.7 | 392.2 | EBITDA 增长率 | 22.3% | 10.6% | 19.4% | 19.3% | 11.1% |
| 财务费用 | 70.2 | 85.6 | 73.9 | 164.7 | 212.4 | EBIT 增长率 | 16.1% | 9.1% | 18.5% | 16.4% | 7.2% |
| 资产减值损失 | 44.7 | 62.9 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | NOPLAT 增长率 | 25.6% | 9.5% | 10.8% | 16.4% | 7.2% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 11.4% | 11.4% | 3.4% | 16.0% | 2.5% |
| 投资和汇兑收益 | 4.9 | -0.1 | - | - | - | 净资产增长率 | 11.3% | 9.5% | 7.3% | 7.7% | 7.5% |
| 营业利润 | 1,093.2 | 1,191.5 | 1,323.2 | 1,462.0 | 1,532.1 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -5.0 | 10.1 | - | - | - | 毛利率 | 41.2% | 40.8% | 40.5% | 41.2% | 40.1% |
| 利润总额 | 1,088.2 | 1,201.6 | 1,323.2 | 1,462.0 | 1,532.1 | 营业利润率 | 29.3% | 28.6% | 27.6% | 26.9% | 25.4% |
| 减: 所得税 | 172.1 | 192.8 | 198.5 | 219.3 | 229.8 | 净利润率 | 24.0% | 23.8% | 22.9% | 22.4% | 21.1% |
| 净利润 | 895.7 | 988.0 | 1099.6 | 1215.0 | 1273.2 | EBITDA/营业收入 | 44.8% | 44.4% | 46.1% | 48.5% | 48.5% |
| 资产负债表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | EBIT/营业收入 | 29.0% | 28.3% | 29.1% | 30.0% | 28.9% |
| 货币资金 | 2,403.0 | 2,289.2 | 2,636.2 | 2,984.5 | 3,318.8 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 658 | 664 | 659 | 692 | 711 |
| 应收帐款 | 807.8 | 814.0 | 1,050.0 | 1,060.3 | 1,286.3 | 流动营业资本周转天数 | -227 | -196 | -228 | -223 | -231 |
| 应收票据 | 4.0 | 3.0 | 2.1 | 3.6 | 2.7 | 流动资产周转天数 | 313 | 331 | 307 | 308 | 309 |
| 预付帐款 | 19.0 | 38.8 | 24.6 | 46.3 | 34.1 | 应收帐款周转天数 | 68 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 存货 | 361.4 | 507.8 | 284.4 | 601.7 | 403.1 | 存货周转天数 | 30 | 38 | 30 | 29 | 30 |
| 其他流动资产 | 170.7 | 234.5 | 284.2 | 294.2 | 324.2 | 总资产周转天数 | 1,721 | 1,717 | 1,646 | 1,601 | 1,593 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 1,004 | 1,004 | 934 | 906 | 887 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 0.3 | - | - | - | - | ROE | 9.2% | 9.5% | 9.8% | 10.0% | 9.7% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 4.9% | 4.8% | 4.9% | 4.9% | 4.6% |
| 固定资产 | 7,339.8 | 8,016.1 | 9,526.9 | 11,323.2 | 12,522.2 | ROIC | 9.9% | 9.8% | 9.7% | 10.9% | 10.1% |
| 在建工程 | 2,434.8 | 3,407.9 | 3,085.5 | 2,511.3 | 2,597.9 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 3,931.2 | 4,156.2 | 4,456.6 | 4,927.0 | 5,558.8 | 销售费用率 | 2.8% | 2.6% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| 其他非流动资产 | 1,282.7 | 1,454.3 | 1,553.1 | 1,595.9 | 1,988.9 | 管理费用率 | 7.0% | 6.9% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 资产总额 | 18,754.7 | 20,921.7 | 22,903.7 | 25,348.1 | 28,037.0 | 财务费用率 | 1.9% | 2.1% | 1.5% | 3.0% | 3.5% |
| 短期债务 | 1,038.0 | 600.0 | 2,115.1 | 2,595.7 | 3,139.2 | 三费/营业收入 | 11.7% | 11.6% | 10.5% | 12.0% | 12.5% |
| 应付帐款 | 2,577.1 | 2,540.7 | 3,651.4 | 3,275.0 | 4,579.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 48.2 | 45.4 | 62.2 | 58.2 | 78.3 | 资产负债率 | 45.7% | 46.7% | 47.7% | 49.1% | 50.5% |
| 其他流动负债 | 737.2 | 2,663.5 | 1,482.4 | 1,802.1 | 1,978.4 | 负债权益比 | 84.2% | 87.6% | 91.3% | 96.5% | 102.1% |
| 长期借款 | 962.0 | 1,173.0 | 874.2 | 1,886.6 | 1,466.6 | 流动比率 | 0.86 | 0.66 | 0.59 | 0.65 | 0.55 |
| 其他非流动负债 | 3,208.0 | 2,746.3 | 2,746.3 | 2,831.5 | 2,925.3 | 速动比率 | 0.77 | 0.58 | 0.55 | 0.57 | 0.51 |
| 负债总额 | 8,570.5 | 9,768.8 | 10,931.5 | 12,449.1 | 14,166.7 | 利息保障倍数 | 15.40 | 13.78 | 18.91 | 9.88 | 8.21 |
| 少数股东权益 | 500.2 | 708.5 | 733.6 | 761.3 | 790.3 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 2,986.2 | 2,986.2 | 2,986.2 | 2,986.2 | 2,986.2 | DPS(元) | 0.08 | - | 0.10 | 0.11 | 0.11 |
| 留存收益 | 6,683.6 | 7,438.7 | 8,252.4 | 9,151.5 | 10,093.7 | 分红比率 | 26.0% | 0.0% | 26.0% | 26.0% | 26.0% |
| 股东权益 | 10,184.2 | 11,152.9 | 11,972.2 | 12,899.0 | 13,870.3 | 股息收益率 | 1.7% | 0.0% | 2.1% | 2.3% | 2.4% |
| 现金流量表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 业绩和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 916.1 | 1,008.7 | 1,099.6 | 1,215.0 | 1,273.2 | EPS(元) | 0.30 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.43 |
| 加: 折旧和摊销 | 593.2 | 672.8 | 811.1 | 1,007.5 | 1,182.6 | BVPS(元) | 3.24 | 3.50 | 3.76 | 4.06 | 4.38 |
| 资产减值准备 | 44.7 | 62.9 | - | - | - | PE(X) | 15.4 | 14.0 | 12.5 | 11.4 | 10.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 财务费用 | 85.4 | 112.2 | 73.9 | 164.7 | 212.4 | P/FCF | 15.3 | 429.5 | 17.9 | 20.3 | 13.4 |
| 投资收益 | -4.9 | 0.1 | - | - | - | P/S | 3.7 | 3.3 | 2.9 | 2.5 | 2.3 |
| 少数股东损益 | 20.4 | 20.7 | 25.1 | 27.7 | 29.0 | EV/EBITDA | 9.0 | 8.4 | 6.9 | 6.2 | 5.4 |
| 营运资金的变动 | -644.0 | 488.7 | 981.2 | -379.1 | 1,157.0 | CAGR(%) | 10.7% | 8.9% | 8.9% | 10.7% | 8.9% |
| 经营活动产生现金流量 | 1,657.3 | 1,910.9 | 2,990.9 | 2,035.8 | 3,854.3 | PEG | 1.4 | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 1.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,039.5 | -2,151.2 | -2,345.0 | -2,700.0 | -3,100.0 | ROIC/WACC | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.1 |
| 融资活动产生现金流量 | 77.9 | 137.8 | -298.8 | 1,012.4 | -420.0 | REP | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 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。

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。