

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

稳健发展的区域水务龙头, 低估值优势明显

——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(2020-04-01)

发布日期: 2020年04月02日

收盘价(元)	4.77
一年内最高/最低(元)	5.26/3.98
沪深300指数	3734.53
市净率(倍)	1.27
流通市值(亿元)	142.44

基础数据(2019-12-31)

每股净资产(元)	3.77
每股经营现金流(元)	0.63
毛利率(%)	38.93
净资产收益率-摊薄(%)	9.61
资产负债率(%)	52.66
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)中报点评: 业绩稳健, 估值有提升空间》 2019-08-20
- 2 《兴蓉环境(000598)年报点评: 稳步前行, 低估值有望修复》 2019-03-11
- 3 《兴蓉环境(000598)季报点评: 稳健发展, 期待产能逐步释放》 2018-10-30

联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

公司发布19年年报: 全年实现营业总收入48.38亿元, 同比增长16.31%; 归属于上市公司股东的净利润10.81亿元, 同比增长9.44%; 基本每股收益0.36元; 加权平均净资产收益率10.02%, 同比提升0.18个百分点。

点评:

- **全年业绩基本符合预期。**19年公司业绩增长较为稳健, 分项来看: 自来水制售19.91亿元, 同比增长7.5%; 污水处理服务13.19亿元, 同比增长11.51%; 供排水管网工程7.97亿元, 同比增长40.11%; 垃圾焚烧发电2.60亿元, 同比增长21.65%; 垃圾渗滤液处理1.77亿元, 同比增长51.82%; 污泥处理0.92亿元, 同比降低0.59%。值得注意的是, 19年公司自来水供应业务毛利率同比下滑3.49个百分点, 原因为成本增速过快, 是拖累公司利润增速的重要因素。
- **自来水和污水处理业务稳健增长, 预计20年处理能力持续扩大。**供排水业务作为公司核心业务, 19年取得稳健发展。其中, 19年公司运营及在建的供水项目超过330万吨/日(同比增长约10%), 售水量8.89亿吨(同比增长8.51%), 产销差率16.00%(同比下降0.6pct)。19年公司运营和在建的污水处理项目规模超过350万吨/日(同比增长约15%), 污水处理量9.88亿吨(同比增长3.55%)。19年公司持续推进成都市供排水资源整合, 在市政供排水的业务基础上向工业污水处理领域延伸。公司分别中标西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期项目、彭州市工业污水厂一期PPP项目、简阳市三个工业园污水处理厂委托运营等项目。预计公司2020年持续进行市场开拓和推进重点项目建成投运, 供排水处理能力有望持续稳健发展。值得一提的是, 公司在成都市中心城区的第三期污水处理结算价格3年执行期已经到期, 2020年污水处理单价暂增加0.2元/立方米至1.83元/立方米, 待第四期价格确定后多退少补。考虑到公司前期的提标改造投资和运营成本的提升, 处理单价的提升有利于减轻成本上升压力, 保持污水处理业务盈利能力的稳定性。
- **生活垃圾焚烧发电产能爬坡, 关注在建和筹建项目建设进度。**19年公司实际运营的生活垃圾焚烧发电厂为隆丰环保发电厂和万兴环保发电厂一期项目, 合计处理能力3900吨/天。19年3月, 隆丰环保发电厂1号和2号机组完成满负荷试运行。受益于在运生活焚烧发电厂的产能利用率的提升, 19年公司完成垃圾处理量156万吨, 发电量4.67亿度(同比增长48.47%), 增长较为显著。截至19年12月31日,

成都市万兴环保发电厂二期工程建设进度为 42.80%，低于政府规划的 19 年年底建成目标；成都市天府新区大林环保发电厂建设进度 9.26%。目前，公司运营、在建和拟建的生活垃圾焚烧发电规模 1.23 万吨/日，较目前的 3900 吨/日的运营规模有较大提升空间。

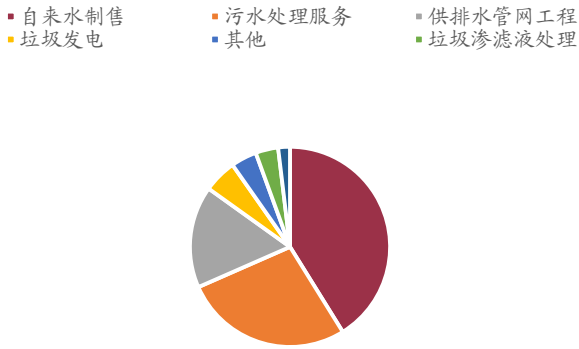
- **债务结构优化，融资成本有望持续降低。**公司处于资本开支高峰期，需要投入资金进行水厂、污水处理厂管网、厂区建设和提标改造工程建设以及生活垃圾焚烧发电厂、垃圾渗滤液处理项目建设等。17、18、19 年公司购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 11.44 亿、22.41 亿、29.92 亿元，呈现逐年上升趋势。公司积极进行债务结构调整，增加长期债务减少短期借款。公司目前主体信用评级为 AAA 级，融资主体极为优质。19 年 12 月，公司发行第二期 10 亿元 5 年期绿色债券，票面利率 3.58%，较 19 年 5 月份发行的第一期票面利率降低 68BP。20 年 3 月公司收到中国证监会关于公司公开发行 14 亿元公司债券的批复，预计公司债券融资持续推进，加速项目落地。
- **央企资本持续增持，投资价值被认可。**公司作为经营优异的区域水务龙头得到资本的青睐。2020 年 2 月 19 日，长江生态保护集团和三峡资本控股有限责任公司发布公告，合计持有公司 5% 的股份，达到举牌标准。2 月中旬-3 月底两家公司持续增持。至 3 月 31 日，两家公司合计持有 8.61% 股份，成为仅次于成都环境投资集团有限公司的重要二股东。长江生态保护集团作为三峡集团落实长江大保护的实体公司，以城镇污水处理为切入点，力推城市水环境质量的根本改善。三峡系资本的入股体现对公司价值的认可，同时，有望与公司发挥协同效应。
- **维持公司“增持”投资评级。**公司作为区域水务龙头，不断拓展周围供排水资源，提升处理能力，同时，环保业务的生活垃圾焚烧发电项目投运构成增长动力。公司在建项目多资本开支较大，债务总额有所提升，但有望受益于社会融资成本降低。预计公司 20、21 年全面摊薄 EPS 分别为 0.43、0.50 元，按 2020 年 4 月 1 日收盘价 4.77 元每股计算，PE 为 11.2 倍、9.6 倍。目前公司估值水平较低，盈利预期较为稳定，现金流充沛，分红水平有提升空间，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：水务项目异地扩张困难；供水和污水处理价格受政府严格管制，价格调整滞后；生活垃圾焚烧发电项目建设存“邻避”项目，项目建设进度不及预期。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,160	4,838	5,541	6,284	7,059
增长比率(%)	11.5	16.3	14.5	13.4	12.3
净利润(百万元)	988	1,081	1,275	1,482	1,674
增长比率(%)	10.3	9.4	17.9	16.2	13.0
每股收益(元)	0.33	0.36	0.43	0.50	0.56
市盈率(倍)	14.4	13.2	11.2	9.6	8.5

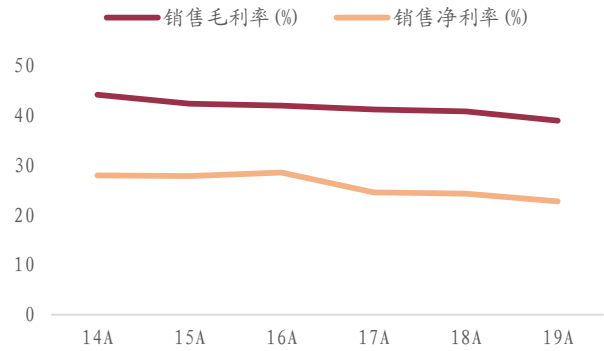
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 19 年公司主营业务构成情况 (单位: 亿元)



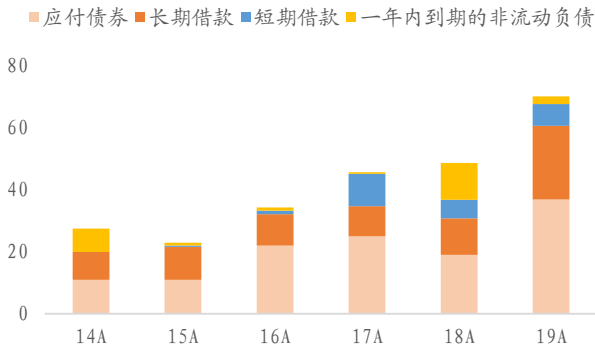
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 14—19 年公司盈利能力有所下滑



资料来源: Wind, 中原证券

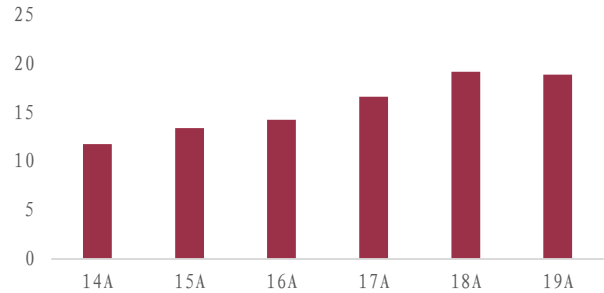
图 3: 14—19 年公司有息债务情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 14—19 年公司经营活动现金流情况

经营活动现金净流量 (亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 14-19 年公司各业务板块销量数据

	14A	15A	16A	17A	18A	19A
污水处理 (万吨)	64464	77240	82031	90751	95449	98840
自来水供应 (万吨)	62619	65183	70724	76968	81906	88875
垃圾渗滤液处理 (万吨)	66	64	75	84	68	84
污泥处理量 (万吨)	10	11	13	15	15	14
中水 (万吨)	1512	6272	4591	4913	4884	8438

资料来源: 公司公告, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3887	5227	5104	5747	5929
现金	2289	2949	2892	2918	3168
应收票据及应收账款	817	1095	1037	1413	1321
其他应收款	134	113	179	147	223
预付账款	39	24	50	33	61
存货	508	809	710	999	920
其他流动资产	100	236	236	236	236
非流动资产	17034	20111	21718	23633	25365
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8016	8762	11281	13086	14536
无形资产	4156	6157	6780	7420	8062
其他非流动资产	4862	5192	3657	3127	2767
资产总计	20922	25337	26822	29380	31294
流动负债	5850	6170	6438	7501	7885
短期借款	600	701	650	676	663
应付票据及应付账款	2586	3662	3544	4562	4544
其他流动负债	2663	1807	2244	2263	2678
非流动负债	3919	7172	7358	7628	7803
长期借款	3067	6042	6313	6541	6737
其他非流动负债	852	1130	1045	1087	1066
负债合计	9769	13343	13796	15130	15688
少数股东权益	708	748	773	801	832
股本	2986	2986	2986	2986	2986
资本公积	1780	1780	1780	1780	1780
留存收益	5659	6543	7552	8705	10019
归属母公司股东权益	10444	11247	12253	13450	14774
负债和股东权益	20922	25337	26822	29380	31294

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1911	1881	2746	3214	3617
净利润	1009	1101	1300	1510	1706
折旧摊销	673	724	1033	1190	1351
财务费用	86	101	117	123	126
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	65	-126	296	391	435
其他经营现金流	79	83	0	0	0
投资活动现金流	-2151	-3011	-2641	-3104	-3083
资本支出	2241	2992	1839	1799	1790
长期投资	32	-79	0	0	0
其他投资现金流	122	-99	-802	-1305	-1293
筹资活动现金流	138	1786	-163	-83	-285
短期借款	-438	101	-50	25	-13
长期借款	-388	2975	271	228	196
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	964	-1290	-383	-336	-468
现金净增加额	-102	656	-57	26	250

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4160	4838	5541	6284	7059
营业成本	2463	2955	3407	3833	4306
营业税金及附加	60	53	61	69	77
营业费用	110	119	136	155	174
管理费用	285	320	366	415	467
研发费用	8	4	4	5	5
财务费用	86	101	117	123	126
资产减值损失	63	-0	0	0	0
其他收益	106	88	100	114	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1192	1303	1548	1798	2032
营业外收入	15	9	0	0	0
营业外支出	5	2	0	0	0
利润总额	1202	1311	1548	1798	2032
所得税	193	210	248	288	326
净利润	1009	1101	1300	1510	1706
少数股东损益	21	19	25	28	32
归属母公司净利润	988	1081	1275	1482	1674
EBITDA	1998	2285	2699	3111	3508
EPS (元)	0.33	0.36	0.43	0.50	0.56

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	11.5	16.3	14.5	13.4	12.3
营业利润 (%)	9.0	9.4	18.8	16.1	13.0
归属母公司净利润 (%)	10.3	9.4	17.9	16.2	13.0
获利能力					
毛利率 (%)	40.8	38.9	38.5	39.0	39.0
净利率 (%)	23.8	22.4	23.0	23.6	23.7
ROE (%)	9.0	9.2	10.0	10.6	10.9
ROIC	6.9	6.9	6.9	7.4	7.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.7	52.7	51.4	51.5	50.1
净负债比率 (%)	29.5	41.2	40.1	38.7	35.0
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.3	5.1	5.2	5.1	5.2
应付账款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.36	0.43	0.50	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	0.80	0.92	1.08	1.21
每股净资产 (最新摊薄)	3.50	3.77	4.10	4.50	4.95
估值比率					
P/E	14.4	13.2	11.2	9.6	8.5
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.1	8.7	7.5	6.6	5.9

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。