

兴蓉环境 (000598.SZ)

稳健增长水务龙头，股权激励彰显发展信心

公司评级

买入

当前价格

4.97 元

合理价值

6.96 元

前次评级

买入

报告日期

2022-10-27

核心观点:

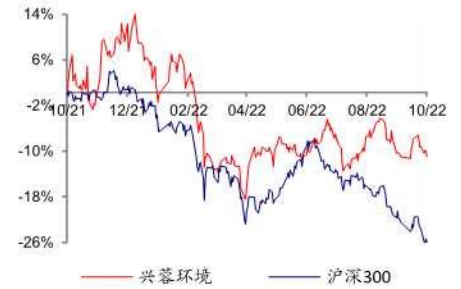
- **业绩保持稳健增长，现金造血能力出众。**公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 49.42 亿元（同比+8.6%）、归母净利润 13.75 亿元（同比+11.0%），单三季度实现营业收入 17.82 亿元（同比+2.0%）、归母净利润 5.37 亿元（同比+1.2%）。公司业绩增长主要受益于污水+环保产能放量、污水处理均价上提等多因素所致。此外前三季度实现经营性现金流净额 19.79 亿元（同比+36.0%），造血能力出众。
- **水务业务保持稳健扩张，量价齐升下成长属性依旧出众。**污水新投产项目放量以及 2021 年末水价上提是今年以来收入增长的核心原因。截至 2022 年上半年末公司运营、在建和拟建的供排水项目规模约 850 万吨/日，中水利用项目规模 102 万吨/日，水务环保业务规模居全国前列。并且近期公司公告启动投 8 万吨/日第五再生水厂二期及 2 万吨调蓄池项目建设，投资额达 13.38 亿元，投资潜力突出。
- **环保产业增添成长活力，股权激励彰显发展决心。**（1）截至 2022H1 公司垃圾焚烧业务实现收入 2.12 亿元（同比+12.79%），在运产能达 6900 吨/日，仍拥有 7500 吨/日产能尚未投运；（2）渗滤液及污泥处置业务依靠产能爬坡亦保持高增长，2022H1 分别实现收入 2.41 亿元和 1.40 亿元，同比增长 49.2%和 39.6%，环保业务已成为公司又一重要增长极。此外公司向 556 名高管及核心骨干授予 1699 万股限制性股票，2022 至 2024 年营业收入业绩考核目标达 71/80/90 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 17.32/19.92/22.74 亿元，对应 PE 为 8.57/7.45/6.53 倍。公司为水务龙头，现有运营项目盈利稳健，并借助行业东风积极扩充环保业务，股权激励目标彰显发展决心。参考公司增长及同业估值给予公司 2022 年 12 倍 PE 估值，合理价值 6.96 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产能释放不达预期，利率上行，异地拓张进度不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,373	6,732	7,480	8,395	9,379
增长率 (%)	11.1	25.3	11.1	12.2	11.7
EBITDA (百万元)	2,484	3,036	3,665	4,047	4,461
归母净利润 (百万元)	1,298	1,494	1,732	1,992	2,274
增长率 (%)	20.1	15.1	15.9	15.0	14.2
EPS (元/股)	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76
市盈率 (P/E)	11.04	12.63	8.57	7.45	6.53
ROE (%)	10.5	11.1	11.4	11.6	11.7
EV/EBITDA	7.36	8.07	5.30	4.42	3.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

兴蓉环境 (000598.SZ):水 2022-08-26

务+环保启发力，稳健成长属性不改

兴蓉环境 (000598.SZ):稳 2022-04-24

健成长水务龙头，环保业务进入放量期

联系人:

陈龙 021-38003623

shchenlong@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,024	6,177	7,709	9,619	11,895	经营活动现金流	2,749	2,727	3,795	4,391	4,830
货币资金	3,418	3,208	4,315	5,865	7,752	净利润	1,323	1,512	1,752	2,014	2,300
应收及预付	1,280	1,807	2,082	2,337	2,611	折旧摊销	810	1,072	1,397	1,487	1,587
存货	399	203	247	278	311	营运资金变动	459	-161	395	638	691
其他流动资产	927	959	1,064	1,140	1,221	其它	157	304	251	252	253
非流动资产	25,178	28,335	29,438	30,551	31,664	投资活动现金流	-4,249	-3,690	-2,500	-2,600	-2,700
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-4,227	-3,745	-2,500	-2,600	-2,700
固定资产	8,667	9,475	9,638	9,751	9,814	投资变动	-122	17	0	0	0
在建工程	6,007	4,846	4,346	3,946	3,646	其他	100	38	0	0	0
无形资产	7,403	10,739	12,179	13,579	14,929	筹资活动现金流	1,944	775	-188	-242	-243
其他长期资产	3,101	3,274	3,274	3,274	3,274	银行借款	4,168	3,734	64	10	10
资产总计	31,202	34,512	37,146	40,170	43,559	股权融资	108	44	0	0	0
流动负债	8,513	8,283	9,166	10,175	11,264	其他	-2,332	-3,003	-251	-252	-253
短期借款	300	436	500	510	520	现金净增加额	444	-188	1,108	1,549	1,888
应付及预收	4,995	5,290	5,892	6,626	7,419	期初现金余额	2,927	3,371	3,208	4,315	5,865
其他流动负债	3,218	2,558	2,775	3,039	3,325	期末现金余额	3,371	3,183	4,315	5,865	7,752
非流动负债	9,480	11,884	11,884	11,884	11,884						
长期借款	2,005	3,049	3,049	3,049	3,049						
应付债券	3,698	4,819	4,819	4,819	4,819						
其他非流动负债	3,777	4,016	4,016	4,016	4,016						
负债合计	17,993	20,168	21,051	22,059	23,149						
股本	2,986	2,986	2,986	2,986	2,986						
资本公积	1,845	1,773	1,773	1,773	1,773						
留存收益	7,575	8,767	10,498	12,490	14,764						
归属母公司股东权益	12,340	13,458	15,190	17,182	19,455						
少数股东权益	869	886	906	928	954						
负债和股东权益	31,202	34,512	37,146	40,170	43,559						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,373	6,732	7,480	8,395	9,379
营业成本	3,225	4,050	4,512	5,074	5,681
营业税金及附加	55	65	72	81	90
销售费用	113	125	139	151	159
管理费用	353	443	492	546	600
研发费用	3	3	3	3	4
财务费用	114	193	232	227	219
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,562	1,771	2,056	2,356	2,682
营业外收支	5	3	0	0	0
利润总额	1,566	1,774	2,056	2,356	2,682
所得税	243	262	304	342	382
净利润	1,323	1,512	1,752	2,014	2,300
少数股东损益	25	17	20	23	26
归属母公司净利润	1,298	1,494	1,732	1,992	2,274
EBITDA	2,484	3,036	3,665	4,047	4,461
EPS (元)	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	11.1%	25.3%	11.1%	12.2%	11.7%
营业利润增长	19.8%	13.4%	16.1%	14.6%	13.8%
归母净利润增长	20.1%	15.1%	15.9%	15.0%	14.2%
获利能力					
毛利率	40.0%	39.8%	39.7%	39.6%	39.4%
净利率	24.6%	22.5%	23.4%	24.0%	24.5%
ROE	10.5%	11.1%	11.4%	11.6%	11.7%
ROIC	6.9%	7.2%	7.7%	8.1%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	57.7%	58.4%	56.7%	54.9%	53.1%
净负债比率	136.2%	140.6%	130.8%	121.8%	113.4%
流动比率	0.71	0.75	0.84	0.95	1.06
速动比率	0.62	0.67	0.76	0.86	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.20	0.20	0.21	0.22
应收账款周转率	4.28	3.78	3.65	3.65	3.65
存货周转率	13.48	33.19	30.26	30.20	30.13
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76
每股经营现金流	1	1	1	1	2
每股净资产	4.13	4.51	5.09	5.75	6.52
估值比率					
P/E	11.04	12.63	8.57	7.45	6.53
P/B	1.16	1.40	0.99	0.88	0.78
EV/EBITDA	7.36	8.07	5.30	4.42	3.59

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 森：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。