

动态报告/公司快评

公用事业

兴蓉投资 (000598)
推荐

水务

非公开发行股票募集资金收购资产公告快评

(维持评级)

2010年10月13日

拟实现供排一体化，跨出“三步走”第一步

分析师： 谢达成 021-60933161

xiedc@guosen.com.cn

SAC 执业证书： S0980210040032

分析师： 徐颖真 021-68864007

xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书： S0980209080429

事项：

兴蓉投资公告了拟收购的大股东自来水资产的评估报告和盈利预测。自来水资产评估价值约 19.1 亿，增发价为 16.9 元/股，募集资金总额不超过 19.7 亿元，净额 19.1 亿元用于股权转让，不足部分由公司自筹资金解决。

评论：

■ 原有业务 2011 年保守贡献 EPS0.60 元

公司现有资产是成都排水公司，2010 年业绩预计约 0.50 元左右（注入时公司预测 0.47 元，较有保障），预计 2011 年保守盈利 2.76 亿，对应 EPS0.60 元，其中（1）成都当地污水业务自然增长 8%左右，合 EPS0.54 元；（2）兰州 TOT 项目总投资 4.9 亿，2011 年 4 月前投入正式运营，按 8%投资回报率算 2011 年可贡献 EPS0.06 元；（3）污泥项目总投资 4 亿，2010 年年底投产，按 8%投资回报率算 2011 年贡献 EPS0.07 元。后两者面临项目投产初期回报率较低的风险。

■ 自来水资产若注入并且 2011 年全年贡献，对应 EPS 将大幅增长 40%以上

拟注入的自来水资产产能 178 万吨/日，净资产评估值约 19 亿，公司预测 2011 年盈利 2.3 亿。若自来水资产 2011 年全年贡献，即重组明年年初若实际完成，则 2011 年注入后净利润为 2.76+2.3=5.06 亿（2.76 亿为原业务净利），总股本为 4.6+19.7/16.9=5.77 亿股（4.6 亿股为原股本，16.9 为增发价），对应 EPS 为 5.06/5.77=0.88 元，大幅增长 40%以上。

■ 除业绩一次性增厚外，公司仍不乏增长动力

市场对此次注入后公司后续增长存在一定质疑。我们认为公司增速高于行业可能性极大，有望维持 15%-20%年均增长。主要体现在（1）自来水：当前业务集中在中心城区（第一圈层），内生增速达 5%问题不大，现已计划未来几年内向周边 4 区两县实现趸售（青白江区、龙泉驿区、温江区、新都区、郫县、双流县，即第二圈层），二圈层供水量约为一圈层的 40%，该领域的扩张可维持公司 3 年年均 15%增长。（2）污水：成都地区污水业务增速理论上同步于用水增速，此外我们预计自来水重组完成后公司将进一步加快污水异地扩张步伐。（3）污泥：已建规模 400 吨/日，随着污水处理量的扩张，未来规模存在翻番可能。而与日立工业设备技术的合作也有望于上市公司层面展开。公司“三步走”战略（供排一体化、异地扩张、产业链纵向发展）将持续带来增长动力。

■ 考虑注入后估值处于行业底部，维持“推荐”评级

考虑自来水注入，公司当前股价对应 2011 年 PE 水平 23.6，处于行业底部（同业 2011 年 PE 水平基本都在 25 倍以上，平均水平可达 30 倍，见下表 Wind 一致预期，行业高估值与自身发展及经济发展所处阶段有关）。一方面，我

们认为公司较高的技术运营水平将使其在西部地区水务项目扩张中占据优势；另一方面从长远看，公司作为成都市政公用资产的运作平台，存在其他环保资产的整合预期。因此维持公司“推荐”评级，目标价 26 元。投资风险主要是此次定向增发被否。

表：水务行业相对估值比较（20101013）

证券简称	PE（2011E）	PE（2010E）
首创股份	24.1	27.4
武汉控股	36.3	41.7
国中水务	53.6	64.2
钱江水利	32.1	39.6
南海发展	26.6	38.3
洪城水业	24.1	29.0
创业环保	30.5	33.8
重庆水务	27.0	29.7
中原环保	40.3	44.1
平均值	32.7	38.6
兴蓉投资	23.6	41.5

资料来源：WIND，国信证券经济研究所 注：南海发展由于土地转让一次性收入导致 WIND 盈利一致预期有误，采用国信预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。