

混改有望，志存高远

中信证券研究部

2018年1月4日

李想	崔霖
电话：0755-23835298	电话：20262124
邮件：lixiang7@citics.com	邮件：cuil@citics.com
执业证书编号：S1010515080002	执业证书编号：S1010513080002

投资评级

买入（维持）

当前价：5.5 元
目标价：7.30 元

事项：

公司公告称控股股东兴蓉集团接到成都市国资委转发的成都市政府有关批复文件，原则同意兴蓉集团深化改革整合转型工作方案；公司总经理李勇刚先生提请辞去公司董事、总经理职务，将调任兴蓉集团有限公司副总经理。

评论：

成都市政府态度开明，推进混改意义深远

本次改革方案是成都市政府前期规划方案的具体落地。成都市作为四川省省会和西部重点城市，在国企改革中走在前列，地方政府态度开明。截至 2017 年 6 月，四川地方国有企业资产总额 49,975 亿元，位居中西部第一，但资产证券化率仅为 12%。2017 出台的《成都国家中心城市经济证券化行动计划》指出，推动国有企业证券化是成都经济证券化的重点工作。2017 年 8 月，成都市委办公厅印发《优化市属国有资本布局的工作方案》，启动包括兴蓉集团在内的 9 家市属国有企业的重组优化工作。

公司是成都市国资委旗下两家上市公司之一，是兴蓉集团旗下唯一上市公司，无疑公司将在成都国企改革、资产证券化进程中发挥重要作用，同时将在兴蓉集团后续重组优化过程中发挥平台作用，进一步完善资源整合。本次改革方案涉及公司混合所有制改革相关工作，尽管在方案制定、后续审批等方面仍存在一定不确定性，**但参考过往国企混改案例，我们预计在管理层股权激励、战略投资者引入、董事会改组等方面，公司有望迈出实质性步伐。**

公司在手项目优质，财务报表稳健，过往存在的问题主要集中在成长动力不足。此次成都市政府同意兴蓉集团深化改革整合转型工作方案，标志着公司在混改道路上迈出重要一步，意义深远。随着后续方案细则的出台和逐步落实，**公司激励机制有望进一步完善和体现效果，过往成长动力不足、异地扩张能力有待完善等问题将逐步解决，公司成长动力或有望明显提速。**与此同时，在公司原总裁李勇刚升任兴蓉集团有限公司副总经理后，预计与公司相关的混改公司会按照原计划推进，不会受到管理层变动影响。

目前公司已成功构建自来水供应、生活污水与工业废水处理、污泥处置、中水利用、垃圾发电等完整环保产业链，规模在西部供排水市场位居第一和全国前列。2016 年日均供水量达 232 万吨/日，日均污水处理量达到 225 万吨/日。目前公司成都业务主要集中在核心城区，而人口庞大的成都二圈层环保市场打开基础已经具备，公司未来将向成都二圈层拓展业务并积极布局成都周边市场，同时推进省外环保市场拓展，公司正在从西部龙头走向全国龙头。近年来，公司在巩固传统水务业务优势同时，积极拓展垃圾发电等环保业务，向综合性环境集团迈进。我们预计公司生活垃圾发电、污泥处置、渗滤液处置等业务在公司毛利中占比将自 2016 年的 11% 提升至 2019 年的 25%，非水务业务未来将逐步成长为业绩重要一环。

风险因素：

异地布局&海外拓展不及预期，在建项目进度低于预期，国企改革推进缓慢。

维持“买入”评级

考虑到混改方案推进仍存在不确定性，暂维持 2017~2019 年 EPS 预测 0.32/0.37/0.43 元，公司当前股价对应 P/E 分别为 17/15/13 倍。由于公司在手项目陆续进入运营期，不考虑混改带来的积极影响，我们预计 2017~2019 年业绩增速复合增速 15.9%，从过往个位数增至双位数提速明显，混改落地后预计成长将进一步提速。维持目标价 7.30 元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,062	3,058	3,528	4,175	4,850
增长率 YoY%	12.4	-0.1	15.4	18.3	16.2
净利润(百万元)	825	874	955	1,105	1,282
增长率 YoY%	9.7	6.0	9.3	15.7	16.0
每股收益 EPS(基本)(元)	0.28	0.29	0.32	0.37	0.43
净资产收益率 ROE%	10.1	9.8	9.8	10.4	11.0
PE	20	19	17	15	13
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司公告、中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 1 月 3 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,062	3,058	3,528	4,175	4,850
营业成本	1,767	1,775	2,034	2,403	2,809
毛利率	42.32%	41.95%	42.36%	42.46%	42.09%
营业税金及附加	36	42	35	42	48
营业费用	91	90	99	113	131
营业费用率	2.96%	2.94%	2.80%	2.70%	2.70%
管理费用	202	219	250	292	330
管理费用率	6.61%	7.15%	7.10%	7.00%	6.80%
财务费用	119	70	50	112	150
财务费用率	3.88%	2.29%	1.41%	2.68%	3.08%
投资收益	77	0	0	0	0
营业利润	860	861	1,122	1,300	1,519
营业利润率	28.10%	28.15%	31.80%	31.14%	31.32%
营业外收入	129	184	15	15	15
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	989	1,041	1,136	1,314	1,533
所得税	137	169	176	204	238
所得税率	13.82%	16.27%	15.50%	15.50%	15.50%
少数股东损益	28	-2	5	6	13
归属于母公司股东的净利润	825	874	955	1,105	1,282
净利率	26.93%	28.58%	27.07%	26.46%	26.44%
每股收益(元)(摊薄)	0.28	0.29	0.32	0.37	0.43

现金流量表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	825	874	955	1,105	1,282
少数股东损益	28	-2	5	6	13
折旧和摊销	392	436	605	717	829
营运资金变动	-37	24	132	326	365
其他	126	88	88	156	173
经营现金流	1,334	1,420	1,784	2,310	2,663
资本支出	-1,634	-2,712	-3,063	-3,068	-3,069
投资收益	77	0	0	0	0
资产变卖	160	314	0	0	0
其他	-188	-403	0	0	0
投资现金流	-1,586	-2,801	-3,063	-3,068	-3,069
发行股票	45	94	0	0	0
负债变化	2,527	2,468	1,521	2,110	2,110
股息支出	-245	-271	-191	-221	-256
其他	-1,732	-1,691	-50	-112	-150
融资现金流	596	600	1,280	1,778	1,705
现金净增加额	344	-782	2	1,020	1,298

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,486	1,671	1,672	2,692	3,990
存货	164	255	297	351	410
应收账款	465	516	583	690	824
其他流动资产	190	285	298	318	339
流动资产	3,305	2,727	2,850	4,051	5,563
固定资产	5,590	6,306	6,772	6,911	6,877
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	2,560	2,701	4,693	6,905	9,179
其他长期资产	2,746	5,185	5,185	5,185	5,185
非流动资产	10,897	14,192	16,650	19,001	21,241
资产总计	14,202	16,919	19,501	23,052	26,804
短期借款	40	110	110	110	110
应付账款	1,171	2,154	2,467	2,915	3,407
其他流动负债	1,945	1,627	1,700	1,814	1,935
流动负债	3,155	3,891	4,277	4,839	5,452
长期负债	1,059	1,012	2,512	4,612	6,712
其他长期负债	1,672	2,864	2,790	2,790	2,790
非流动性负债	2,732	3,876	5,301	7,401	9,501
负债合计	5,887	7,766	9,579	12,240	14,953
股本	2,986	2,986	2,986	2,986	2,986
资本公积	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780
股东权益合计	8,198	8,949	9,713	10,597	11,623
少数股东权益	108	193	198	203	216
负债股东权益总计	14,202	16,919	19,501	23,052	26,804

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率（%）					
营业收入	12.4	-0.1	15.4	18.3	16.2
营业利润	6.3	0.1	30.3	15.9	16.8
净利润	9.7	6.0	9.3	15.7	16.0
利润率（%）					
毛利率	42.3	42.0	42.4	42.5	42.1
EBIT Margin	31.6	30.5	31.5	31.8	31.6
EBITDA Margin	44.4	44.7	48.6	48.9	48.7
净利率	26.9	28.6	27.1	26.5	26.4
回报率（%）					
净资产收益率	10.1	9.8	9.8	10.4	11.0
总资产收益率	5.9	5.7	5.3	5.2	5.2
其他（%）					
资产负债率	41.5	45.9	49.1	53.1	55.8
所得税率	13.8	16.3	15.5	15.5	15.5
股利支付率	16.5	21.2	21.8	23.1	23.2

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2005年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。