

业绩稳步增长，混改持续推进

投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入37.3亿元,同比增长22.0%;实现归母净利润9.0亿元,同比增长2.5%;拟每10股派送现金红利0.78元。
- **2017年各项业务稳步增长,业务持续增量有望带来未来业绩加速。** 2017年公司1)自来水供应量7.7亿吨,同比增长8.8%,实现营收17.3亿元,同比增长8.6%;2)污水处理量9.1亿吨,同比增长10.6%,实现营收10.9亿元,同比增长19.3%;3)供排水管网工程同比增长41.5%至4.6亿元;4)垃圾渗滤液处理量、污泥处理量分别同比增长12.1%和15.1%,带来相关业务营收1.4和1.0亿元,同比增长63.2%和15.1%;4)万兴2400吨/日垃圾焚烧发电项目全年稳定运营,带来增量营收1.4亿元。各项业务的稳步增长共同带动2017年营收增长22%至37.3亿元,而资产减值损失同比增加4339万以及即征即退增值税补贴同比减少约4000万等因素导致利润增速低于营收增速。后续随着水七厂二期50万吨/日供水项目产能爬坡,三期项目启动;在建6900吨/日垃圾焚烧发电项目推进;成都第六、七、九污水处理提标改造;宁夏宁东、沛县PPP项目落地等,公司业绩有望加速。
- **盈利能力稳定,分红率提高。** 2017年公司综合毛利率41.2%,同比降低0.8个百分点;期间费用率11.7%,同比下滑0.7个百分点,盈利能力保持稳定,期间费用管控良好。同时,公司近年来逐步提高分红比例,2017年分红比例26%,同比提升6个百分点,对应当前股息率1.6%。
- **全力推进混改和周边环保资产整合,18年开启新征程。** 2017年8月底成都市委发布的《优化市属国有资本布局的工作方案》明确提出改组成都市兴蓉集团有限公司,由兴蓉集团吸收整合四川煤矿基本建设工程公司及市内水务、环保等领域的优质资源,到2022年资产总规模达到1000亿元。目前混改方案已获市政府原则通过,兴蓉集团正式更名为成都环境投资集团,18年公司将持续细化完善混改措施,推动方案落实落地,同时将在2017年落地温江区、郫都区、阿坝州等市域及省内资产整合项目的基础上,开展简阳、彭州、新都等周边地区合作意向,全力促进成都全域供排水一体化,开启新征程。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.35元、0.42元、0.50元,对应PE 14X、12X、10X;公司历史业绩稳健有持续增量,估值较低,后续业绩有望加速并存在较多积极因素,给予公司2018年20倍估值,对应目标价7.0元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期风险,国企改革推进缓慢风险。

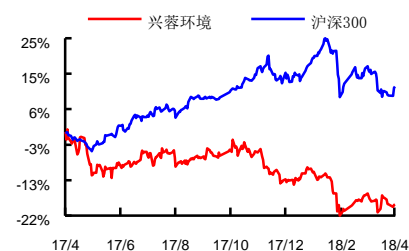
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3731.34	4755.27	5669.99	6594.44
增长率	22.01%	27.44%	19.24%	16.30%
归属母公司净利润(百万元)	895.75	1053.73	1262.41	1499.84
增长率	2.46%	17.64%	19.80%	18.81%
每股收益EPS(元)	0.30	0.35	0.42	0.50
净资产收益率ROE	9.00%	9.57%	10.29%	10.89%
PE	16	14	12	10
PB	1.45	1.31	1.17	1.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 沈猛
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	29.86
流通A股(亿股)	29.86
52周内股价区间(元)	4.75-6.21
总市值(亿元)	147.22
总资产(亿元)	187.55
每股净资产(元)	3.24

相关研究

1. 兴蓉环境(000598):业绩基本符合预期,国改细化方案值得期待 (2018-03-06)
2. 兴蓉环境(000598):集团混改市政府原则通过,静待具体方案落地 (2018-01-04)
3. 兴蓉环境(000598):主营业务增速良好,郫县资产整合开始落地 (2017-10-29)
4. 兴蓉环境(000598):全年预期不改,资产整合再下一城 (2017-08-29)
5. 兴蓉环境(000598):集团资产注入,利润率有望提升 (2017-08-04)
6. 兴蓉环境(000598):水务白马,扬帆再起航 (2017-07-25)

关键假设：

假设 1：公司现有供水业务随成都市人口增长、经济增长及人均用水量提升稳定增长，水七厂 50 万吨/日供水二期工程产能利用率持续爬坡；

假设 2：污水处理量随成都市人口增长、经济增长及人均用水量提升稳定增长，公司 17 年投产的 35 万吨提标改造项目产能利用率持续爬坡；18 年启动第六、七、九污水处理提标改造；宁东和沛县 PPP 项目稳步推进；

假设 3：18 年计划管网投资 10.24 亿元，假设管网投资按计划推进；温江 10 亿 PPP 项目建设期两年，假设 18 年开始确认收入；

假设 4：隆丰垃圾焚烧发电项目 18 年投产，在建 6900 吨/日垃圾焚烧发电项目按计划推进。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	3,058.34	3,731.34	4,755.27	5,669.99	6,594.44
yoy	-0.14%	22.01%	27.44%	19.24%	16.30%
营业成本	1,775.31	2,194.45	2,859.66	3,434.13	3,994.36
毛利率	41.95%	41.19%	39.86%	39.43%	39.43%
自来水业务					
收入	1594.01	1731.308	1,991.00	2,289.65	2,633.10
yoy	9.6%	8.6%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	816.47	889.473	1,025.37	1,190.62	1,369.21
毛利率	48.78%	48.62%	48.50%	48.00%	48.00%
污水处理					
收入	915.05	1091.974	1,310.37	1,572.44	1,808.31
yoy	1.5%	19.3%	20.00%	20.00%	15.00%
成本	548.01	661.629	786.22	943.47	1,084.99
毛利率	40.11%	39.41%	40.00%	40.00%	40.00%
供排水管网					
收入	322.7	456.549	821.79	986.15	1,084.76
yoy	-37.6%	41.5%	80.00%	20.00%	10.00%
成本	253.92	340.527	624.56	749.47	824.42
毛利率	21.31%	25.41%	24.00%	24.00%	24.00%
垃圾渗滤液、污泥处理、垃圾焚烧发电及其他					
收入	226.58	451.51	632.11	821.74	1,068.27
yoy	19.7%	99.3%	40.00%	30.00%	30.00%
成本	156.91	302.82	423.51	550.57	715.74
毛利率	30.75%	32.93%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3731.34	4755.27	5669.99	6594.44	净利润	916.14	1077.72	1291.15	1533.99
营业成本	2194.45	2859.66	3434.13	3994.36	折旧与摊销	593.23	835.95	864.81	895.53
营业税金及附加	48.86	61.82	72.58	83.09	财务费用	70.20	85.59	96.39	105.51
销售费用	105.04	128.39	141.75	151.67	资产减值损失	44.66	20.00	20.00	20.00
管理费用	261.96	318.60	368.55	415.45	经营营运资本变动	-657.41	881.49	582.06	512.80
财务费用	70.20	85.59	96.39	105.51	其他	690.46	-15.11	-18.89	-18.45
资产减值损失	44.66	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	1657.27	2885.65	2835.52	3049.37
投资收益	4.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	498.73	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	-2.92	-1.46	-1.70	其他	-1538.20	-128.68	-201.46	-201.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1039.47	-628.68	-701.46	-701.70
营业利润	1093.21	1278.28	1535.14	1822.66	短期借款	928.00	-1038.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.97	-0.84	-1.69	-1.96	长期借款	-49.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	1088.24	1277.44	1533.44	1820.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	172.10	199.72	242.30	286.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	916.14	1077.72	1291.15	1533.99	其他	-800.32	-42.85	3.61	-5.51
少数股东损益	20.39	23.99	28.74	34.14	筹资活动现金流净额	77.90	-1080.85	3.61	-5.51
归属母公司股东净利润	895.75	1053.73	1262.41	1499.84	现金流量净额	695.70	1176.12	2137.67	2342.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2402.97	3579.09	5716.76	8058.92	成长能力				
应收和预付款项	830.83	986.78	1199.28	1398.80	销售收入增长率	22.01%	27.44%	19.24%	16.30%
存货	361.35	384.49	508.48	595.48	营业利润增长率	26.99%	16.93%	20.09%	18.73%
其他流动资产	170.67	133.27	180.04	188.21	净利润增长率	5.09%	17.64%	19.80%	18.81%
长期股权投资	0.30	0.30	0.30	0.30	EBITDA 增长率	28.27%	25.23%	13.48%	13.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	9774.60	9563.38	9323.30	9052.49	毛利率	41.19%	39.86%	39.43%	39.43%
无形资产和开发支出	3933.08	3808.59	3684.10	3559.61	三费率	11.72%	11.20%	10.70%	10.20%
其他非流动资产	1280.86	1480.62	1680.39	1880.15	净利率	24.55%	22.66%	22.77%	23.26%
资产总计	18754.66	19936.52	22292.65	24733.97	ROE	9.00%	9.57%	10.29%	10.89%
短期借款	1038.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.88%	5.41%	5.79%	6.20%
应付和预收款项	2724.71	3646.87	4458.79	5116.86	ROIC	9.11%	10.71%	14.23%	18.63%
长期借款	962.02	962.02	962.02	962.02	EBITDA/销售收入	47.08%	46.26%	44.03%	42.82%
其他负债	3845.74	4069.92	4322.97	4572.24	营运能力				
负债合计	8570.47	8678.81	9743.79	10651.12	总资产周转率	0.21	0.25	0.27	0.28
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	固定资产周转率	0.55	0.67	0.85	1.05
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	应收账款周转率	5.95	5.96	5.96	5.82
留存收益	4903.63	5957.36	7219.77	8719.61	存货周转率	7.08	7.65	7.66	7.22
归属母公司股东权益	9684.01	10733.55	11995.96	13495.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.88%	—	—	—
少数股东权益	500.18	524.17	552.91	587.05	资本结构				
股东权益合计	10184.19	11257.72	12548.86	14082.85	资产负债率	45.70%	43.53%	43.71%	43.06%
负债和股东权益合计	18754.66	19936.52	22292.65	24733.97	带息债务/总负债	52.42%	39.81%	35.46%	32.44%
					流动比率	0.86	1.15	1.42	1.66
					速动比率	0.77	1.07	1.32	1.56
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.35	0.42	0.50
					每股净资产	3.41	3.77	4.20	4.72
					每股经营现金	0.55	0.97	0.95	1.02
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1756.64	2199.82	2496.34	2823.70					
PE	16.44	13.97	11.66	9.82					
PB	1.45	1.31	1.17	1.05					
PS	3.95	3.10	2.60	2.23					
EV/EBITDA	8.87	5.96	4.32	2.92					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn