

2018年04月12日

兴蓉环境 (000598.SZ)

公司快报

证券研究报告

水务

## 业绩增长平稳，关注控股股东国改

■ **净利润增长平稳，收入增速创新高。**公司公布 2017 年年报，实现营业收入 37.31 亿元，同比增长 22.01%，增速创公司上市以来新高；实现归母净利润 8.96 亿元，同比增长 2.46%，增速平稳；扣非后归母净利润 8.97 亿元，同比增长 10.25%。ROE（加权）9.64%，同比略降 0.58 个百分点；EPS 为 0.3 元/股，同比略增 3.45%。2017 年四季度，公司营业收入 10.06 亿元，同比增长 20.19%，归母净利润 1.52 亿元，同比增长 31.66%，扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比增长 46.8%。

■ **各项目稳步推进，新增垃圾焚烧发电业务。**公司各业务稳步推进，2017 年，公司自来水销售量 7.7 亿吨，同比增加 8.8%，自来水业务贡献收入 17.3 亿元，同比增长 8.6%。污水处理 9.07 亿吨，同比增长 10.6%，污水处理业务贡献收入 10.9 亿元，同比增长 19.34%。公司成都沙西线输水管道项目建成通水，供排水管网工程贡献收入 4.57 亿元，同比增长 41.5%。垃圾渗滤液处理 84.3 万吨，同比增长 12%，贡献收入 1.43 亿元，同比增长 63.2%。公司成都万兴项目 2017 年投入运营，公司新增垃圾焚烧发电业务，上网电量 1.89 亿度，贡献收入 1.39 亿元。公司毛利率 41.19%，同比略降 0.76 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.81%、7.02%、1.88%，分别同比降低 0.13 个百分点、0.13 个百分点和 0.41 个百分点，财务费用下降主要因公司利息收入同比增 116% 以及汇兑损失同比降低 72%。公司 2017 年经营性现金流净额 16.57 亿元，同比增长 16.72%。

■ **打造综合环保平台，辐射全国，面向海外。**公司专注水务环保事业 70 年，据公司公告，目前是西部第一、国内领先的水务环保综合服务商，自来水供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等多领域布局。据年报，公司 2017 年底运营、在建和拟建供水及污水处理项目规模逾 600 万吨/日、垃圾焚烧发电项目 9300 吨/日、污泥处置项目 800 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 4300 吨/日及中水利用项目 53 万吨/日。公司坚持“走出去”发展，上市以来，先后七个省份的业务布局，2017 年，开发跟进巴基斯坦拉合尔 40MW 垃圾焚烧发电项目，逐步形成立足本地、辐射全国、面向海外的发展态势。

■ **关注控股股东国改进程。**根据成都市委办公厅和市政府 2017 年 8 月印发的《优化市属国有资本布局的工作方案》，未来成都市属国资改革四项重点任务为：（1）重组优化一级企业，推动国有资本向金融投资、产业投资、建设投资、生态环境投资、公共服务投资等领域集中；（2）推动企业内部整合；（3）要加快推动企业创新转型；（4）加快推进证券化进程。公司 2018 年 1 月公告，公司控股股东兴蓉集团接

投资评级 **增持-A**

维持评级

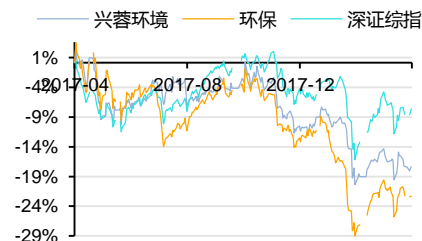
6 个月目标价：**5.5 元**

股价 (2018-04-11) **4.93 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	14,722.06
流通市值(百万元)	14,722.06
总股本(百万股)	2,986.22
流通股本(百万股)	2,986.22
12 个月价格区间	4.75/6.21 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	-4.45	-10.09
绝对收益	-3.52	-9.71	-18.6

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

周喆

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

方向

报告联系人

fangxiang2@essence.com.cn  
021-35082718

### 相关报告

到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。此后公司公告，根据成都市政府深化国企改革相关文件精神，原则同意公司控股股东兴蓉集团发展成为国内领先的综合性环境产业集团，对下属公司的管控方式将逐步从“管资产”过渡转型为“管资本”，兴蓉集团更名为“成都环境投资集团有限公司”。公司为成都市国资委旗下环保上市平台，是成都环境投资集团有限公司旗下唯一上市公司，后续在成都市国企改革和证券化进程过程中有望发挥上市公司平台优势，建议关注公司控股股东国改进程。

■**投资建议：**公司“立足本地、辐射全国、面向海外”的发展态势持续稳固，公司项目稳步推进，同时建议关注公司控股股东国企改革进程，有望进一步优化国有资产，激发公司活力。我们预计公司 2018 年-2020 年的公司 EPS 为 0.34 元,0.40 元,0.45 元,对应 PE 为 14.5x、12.2x、10.8x，给予增持-A 投资评级，6 个月目标价 5.5 元。

■**风险提示：**项目进度不及预期，市场开拓不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,058.3	3,731.3	4,181.0	4,687.7	5,254.2
净利润	874.2	895.7	1,012.3	1,208.8	1,357.5
每股收益(元)	0.29	0.30	0.34	0.40	0.45
每股净资产(元)	3.00	3.24	3.54	3.90	4.32
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	16.8	16.4	14.5	12.2	10.8
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
净利润率	28.6%	24.0%	24.2%	25.8%	25.8%
净资产收益率	9.8%	9.2%	9.6%	10.4%	10.5%
股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	0.9%	0.7%
ROIC	10.2%	9.9%	8.7%	10.3%	12.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,058.3	3,731.3	4,181.0	4,687.7	5,254.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,775.3	2,194.5	2,432.5	2,735.1	3,070.9	营业收入增长率	-0.1%	22.0%	12.1%	12.1%	12.1%
营业税费	42.1	48.9	53.8	62.1	68.7	营业利润增长率	0.1%	27.0%	16.4%	21.0%	15.6%
销售费用	90.0	105.0	121.5	135.4	150.8	净利润增长率	6.0%	2.5%	13.0%	19.4%	12.3%
管理费用	218.6	262.0	289.6	329.6	367.4	EBITDA 增长率	-0.3%	22.3%	17.2%	10.0%	10.0%
财务费用	70.1	70.2	7.8	-128.9	-201.9	EBIT 增长率	-4.9%	16.1%	18.4%	10.2%	11.8%
资产减值损失	1.3	44.7	31.0	25.6	33.8	NOPLAT 增长率	-7.6%	25.6%	-2.0%	10.2%	11.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.6%	11.4%	-6.7%	-8.0%	-0.4%
投资和汇兑收益	-	4.9	27.2	10.7	14.3	净资产增长率	10.1%	11.3%	8.8%	9.9%	10.5%
<b>营业利润</b>	860.9	1,093.2	1,272.1	1,539.5	1,778.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	180.3	-5.0	101.3	92.2	62.9	毛利率	42.0%	41.2%	41.8%	41.7%	41.6%
<b>利润总额</b>	1,041.2	1,088.2	1,373.4	1,631.7	1,841.8	营业利润率	28.1%	29.3%	30.4%	32.8%	33.9%
减:所得税	169.4	172.1	343.4	407.9	460.4	净利润率	28.6%	24.0%	24.2%	25.8%	25.8%
<b>净利润</b>	874.2	895.7	1,012.3	1,208.8	1,357.5	EBITDA/营业收入	44.7%	44.8%	46.9%	46.0%	45.1%
						EBIT/营业收入	30.4%	29.0%	30.6%	30.1%	30.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	700	658	673	653	601
货币资金	1,670.6	2,403.0	1,907.6	3,928.2	5,214.7	流动营业资本周转天数	-291	-227	-201	-224	-209
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	355	313	290	331	419
应收帐款	593.7	807.8	671.0	1,033.9	880.4	应收帐款周转天数	65	68	64	65	66
应收票据	-	4.0	0.7	1.5	1.9	存货周转天数	25	30	24	26	26
预付帐款	18.6	19.0	49.5	16.7	54.5	总资产周转天数	1,832	1,721	1,556	1,435	1,392
存货	255.0	361.4	185.4	490.6	280.0	投资资本周转天数	1,030	1,004	913	754	644
其他流动资产	189.4	170.7	157.6	172.6	167.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.8%	9.2%	9.6%	10.4%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	4.9%	5.9%	6.1%	6.7%
长期股权投资	-	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	10.2%	9.9%	8.7%	10.3%	12.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	6,308.1	7,339.9	8,298.5	8,709.0	8,829.1	销售费用率	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
在建工程	4,192.9	2,434.8	1,467.4	983.7	741.9	管理费用率	7.1%	7.0%	6.9%	7.0%	7.0%
无形资产	2,701.2	3,931.2	3,760.9	3,590.6	3,420.3	财务费用率	2.3%	1.9%	0.2%	-2.7%	-3.8%
其他非流动资产	989.9	1,282.6	886.8	1,049.5	1,070.8	三费/营业收入	12.4%	11.7%	10.0%	7.2%	6.0%
<b>资产总额</b>	16,919.3	18,754.7	17,385.8	19,976.4	20,660.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	110.0	1,038.0	-	-	-	资产负债率	45.9%	45.7%	36.3%	39.0%	34.9%
应付帐款	2,589.5	2,577.1	2,482.6	3,669.5	3,172.1	负债权益比	84.9%	84.2%	56.9%	64.1%	53.5%
应付票据	34.5	48.2	55.5	67.7	60.7	流动比率	0.70	0.86	0.80	1.15	1.53
其他流动负债	1,156.8	737.2	1,185.3	1,177.9	1,079.5	速动比率	0.13	0.26	0.77	0.75	1.05
长期借款	1,011.8	962.0	-	-	-	利息保障倍数	8	15.40	164.81	-10.95	-7.81
其他非流动负债	2,863.7	3,208.0	2,581.4	2,884.4	2,891.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	7,766.4	8,570.5	6,304.8	7,799.4	7,203.6	DPS(元)	0.06	-	0.04	0.04	0.03
少数股东权益	193.1	500.2	517.1	531.8	555.2	分红比率	20.0%	0.0%	11.7%	10.6%	7.4%
股本	2,986.2	2,986.2	2,986.2	2,986.2	2,986.2	股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	0.9%	0.7%
留存收益	5,962.5	6,683.6	7,577.7	8,659.0	9,915.9						
<b>股东权益</b>	9,152.9	10,184.2	11,081.1	12,177.0	13,457.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.29	0.30	0.34	0.40	0.45
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	3.00	3.24	3.54	3.90	4.32
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	PE(X)	16.8	16.4	14.5	12.2	10.8
净利润	871.8	916.1	1,012.3	1,208.8	1,357.5	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
加:折旧和摊销	438.4	593.2	679.1	743.5	792.0	P/FCF	-78.8	16.3	-18.8	6.4	10.6
资产减值准备	1.3	44.7	-	-	-	P/S	4.8	3.9	3.5	3.1	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	13.2	10.5	7.3	5.8	4.7
财务费用	83.9	85.4	7.8	-128.9	-201.9	CAGR(%)	12.0%	14.7%	6.5%	12.0%	14.7%
投资损失	-	-4.9	-27.2	-10.7	-14.3	PEG	1.4	1.1	2.2	1.0	0.7
少数股东损益	-2.5	20.4	17.8	15.0	23.9	ROIC/WACC	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2
营运资金的变动	-962.8	-646.2	956.1	408.6	-279.9	REP	1.8	1.6	1.6	1.3	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,419.9	1,657.3	2,645.8	2,236.2	1,677.3						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,801.4	-1,039.5	-464.6	-490.9	-487.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	599.7	77.9	-2,676.6	275.3	96.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034