

2019年10月28日

公司研究

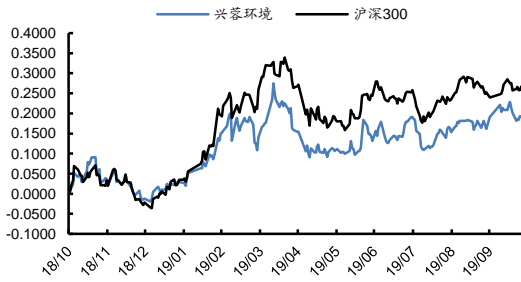
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
证券分析师：赵越 S0350518110003  
zhaoy01@ghzq.com.cn

## 业绩持续稳健，项目储备丰富，三峡增持助力 ——兴蓉环境（000598）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
兴蓉环境	2.6	1.1	19.1
沪深 300	1.1	1.0	22.8

市场数据

2019-10-25

当前价格（元）	4.79
52 周价格区间（元）	3.93 - 5.18
总市值（百万）	14303.99
流通市值（百万）	14303.99
总股本（万股）	298621.86
流通股（万股）	298621.86
日均成交额（百万）	62.74
近一月换手（%）	6.53

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 9.22%，归母净利润 9.33 亿元，同比增长 9.88%。

投资要点：

- 业绩保持稳健，现金流优异。**公司业绩始终稳健，2019 年前三季度营业收入 32.84 亿元，同比增长 9.22%，归母净利润 9.33 亿元，同比增长 9.88%。三季度单季营业收入 11.7 亿元，同比增长 7.98%，归母净利润 3.38 亿元，同比增长 6.31%。公司主要业务包括供水、污水处理、管网、垃圾焚烧发电等，运营项目现金流优异，前三季度经营活动净现金流 14.22 亿元，较去年同期增长 2.45%，为归母净利润的 1.52 倍，充沛的现金流为公司持续扩大规模提供有力支撑。
- 在手项目规模持续支撑业绩增长。**公司为四川省成都市国资委下属企业，深耕四川，同时积极拓展省外区域，目前在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、深圳、江苏等 7 个省份有业务布局。拥有供排水项目规模超过 770 万吨/日、垃圾发电 9300 吨/日、污泥处置 2580 吨/日、垃圾渗滤液处理 5630 吨/日、再生水项目 98 万吨/日，在手项目规模在全国前列、西部领先。随着在手项目的逐步建设、投产、达产，有望持续为公司打开业绩增长空间。
- 三峡资本增持，助力公司参与长江大保护。**根据公司 2019 年半年报，三峡资本控股有限责任公司新进成为公司第二大股东，持股比例 1.98%，三季报显示，三峡资本进一步增持公司股份至总股本的 3.22%。三峡资本为三峡集团控股子公司，三峡集团目前在长江大保护中担任重责，将发挥骨干主力作用，目前其在长江上中下游已参股或拟控股多家区域龙头水环境相关公司，整合各方工程与运营能力，以期形成长江流域生态治理合力。此次三峡资本入股公司，显示其对公司能力、市场地位与发展前景的认可，有望为公司深度参与长江大保护提供机遇，公司与三峡的协同与业务联动可期。
- 回购股份用于激励，进一步混改可期。**截至 2019 年 9 月底，公司通过集中竞价方式累计回购股份 1764 万股，占公司总股本的 0.59%，回购成交价在 4.38-4.49 元/股之间，成交总金额为 7814 万元，后续公司可能继续回购计划。此次回购股份将用于后续员工持股计划或股权激励，标志着公司有望开启混改，若员工持股或股权激励能够落地，

将对员工工作积极性带来正面影响，进一步促进公司项目获取、落地与业绩兑现。

- **首次覆盖，给予公司“买入”评级：**我们看好公司区域供排水龙头的行业地位，在手项目规模体量较大，区内+区外拓展值得期待。三峡资本入股有望为公司带来深度参与长江大保护的机遇，持续回购股份有望为公司带来进一步混改的预期。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37、0.41 和 0.46 元/股，对应当前股价 PE 分别为 12.89、11.55 和 10.35 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**项目推进不达预期风险；垃圾焚烧发现补贴退坡风险；与三峡资本合作不达预期风险；员工持股或股权激励不达预期风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	4160	4704	5257	5891
增长率(%)	11%	13%	12%	12%
归母净利润（百万元）	988	1109	1239	1382
增长率(%)	10%	12%	12%	12%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.37	0.41	0.46
ROE(%)	8.86%	9.04%	9.15%	9.25%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：兴蓉环境盈利预测表

2019-10-2									
证券代码:	000598.SZ		股价:	4.79	投资评级:	买入	日期:	5	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	9%	9%	9%	EPS	0.33	0.37	0.41	0.46
毛利率	41%	39%	39%	38%	BVPS	3.50	3.87	4.28	4.74
期间费率	13%	12%	11%	11%	<b>估值</b>				
销售净利率	24%	24%	24%	23%	P/E	14.48	12.89	11.55	10.35
<b>成长能力</b>					P/B	1.37	1.24	1.12	1.01
收入增长率	11%	13%	12%	12%	P/S	3.44	3.04	2.72	2.43
利润增长率	10%	12%	12%	12%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总资产周转率	0.20	0.20	0.21	0.21	营业收入	4160	4704	5257	5891
应收账款周转率	4.43	4.43	4.43	4.43	营业成本	2463	2863	3226	3645
存货周转率	4.85	4.85	4.85	4.85	营业税金及附加	60	67	75	84
<b>偿债能力</b>					销售费用	110	124	134	144
资产负债率	47%	49%	47%	46%	管理费用	285	323	361	404
流动比	0.66	1.19	1.48	1.74	财务费用	86	36	15	(6)
速动比	0.58	1.10	1.38	1.64	其他费用/(-收入)	(63)	50	50	50
					<b>营业利润</b>	<b>1192</b>	<b>1340</b>	<b>1497</b>	<b>1671</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支	10	5	5	5
现金及现金等价物	2289	5571	7841	10271	<b>利润总额</b>	<b>1202</b>	<b>1345</b>	<b>1502</b>	<b>1676</b>
应收款项	938	1061	1186	1329	所得税费用	193	216	241	269
存货净额	508	604	681	769	<b>净利润</b>	<b>1009</b>	<b>1129</b>	<b>1261</b>	<b>1407</b>
其他流动资产	152	168	185	203	少数股东损益	21	20	22	25
<b>流动资产合计</b>	<b>3887</b>	<b>7375</b>	<b>9862</b>	<b>12542</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>988</b>	<b>1109</b>	<b>1239</b>	<b>1382</b>
固定资产	8016	7865	7722	7586					
在建工程	3408	3208	3008	2808	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
无形资产及其他	4156	3968	3552	3156	<b>经营活动现金流</b>	<b>1911</b>	<b>2303</b>	<b>2327</b>	<b>2468</b>
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1009	1129	1261	1407
<b>资产总计</b>	<b>20922</b>	<b>23870</b>	<b>25599</b>	<b>27546</b>	少数股东权益	21	20	22	25
短期借款	600	350	350	350	折旧摊销	670	816	790	741
应付款项	2586	3078	3466	3916	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	625	707	790	886	营运资金变动	212	(808)	(690)	(795)
其他流动负债	2038	2038	2038	2038	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2151)</b>	<b>351</b>	<b>343</b>	<b>336</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5850</b>	<b>6173</b>	<b>6645</b>	<b>7190</b>	资本支出	(1649)	351	343	336
长期借款及应付债券	3067	4567	4567	4567	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	852	852	852	852	其他	(502)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>3919</b>	<b>5419</b>	<b>5419</b>	<b>5419</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3522</b>	<b>1247</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>
<b>负债合计</b>	<b>9769</b>	<b>11592</b>	<b>12064</b>	<b>12609</b>	债务融资	(826)	1250	0	0
股本	2986	2986	2986	2986	权益融资	123	0	0	0
股东权益	11153	12278	13535	14937	其它	4225	(3)	(4)	(4)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20922</b>	<b>23870</b>	<b>25599</b>	<b>27546</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3282</b>	<b>3901</b>	<b>2667</b>	<b>2800</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

赵越、谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。