

强烈推荐-A (维持)

兴蓉投资 000598.SZ

目标估值: 26.70 元

当前股价: 20.75 元

2010 年 10 月 13 日

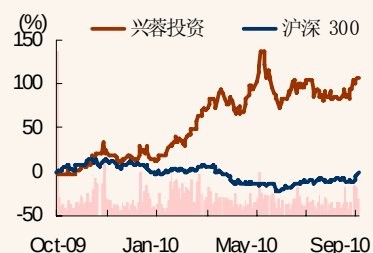
评估价值合理, 公司未来前景可期

基础数据

上证综指	2841
总股本 (万股)	46203
已上市流通股 (万股)	22055
总市值 (亿元)	96
流通市值 (亿元)	46
每股净资产 (MRQ)	3.3
ROE (TTM)	8.5
资产负债率	33.5%
主要股东	成都市兴蓉集团有限
主要股东持股比例	52.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	17	117
相对表现	5	22	116



相关报告

1、《兴蓉投资 (000598) - 收购自来水公司, 打造供排水一体化水务集团》2010/09/29

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

兴蓉投资非公开发行拟收购标的资产的审计、评估及盈利预测审核工作已全部完成。按照评估和预测结果, 本次收购 PE 为 12.2, PB 为 1.17, 估值较低, 交易价格较为合理。收购完成后, 2010 重述每股收益为 0.69 元, 2011 年预测每股收益为 0.89 元, 公司协同效应显现, 我们维持“强烈推荐”评级, 目标价 26.7 元。

- **非公开发行确定募集总额, 公司控制权不变。**公司召开第六届董事会第十一次会议的, 审议了公司非公开发行收购成都市自来水公司 100% 股权的审计、评估及盈利预测等相关事宜。根据结果, 本次发行募集资金总额不超 197380 万元, 募集资金净额为 190934 万元。按照预案中的拟发行价格 16.9 元/股测算, 预计公司发行股数约为 1.17 亿股, 公司股本总额增至约 5.79 亿股。根据发行预案, 本次发行对象范围不包括兴蓉集团, 其持有公司的股比预计由 52.3% 下降至 41.7% 左右, 但公司的实际控制权未发生变化。

表 1、本次非公开增发募集资金情况

投资项目	拟募集资金 (万元)	拟投入资金 (万元)	拟发行价格 (元)	预计发行股数 (万股)	大股东持股比例
成都市自来水公司	197380	190934	16.9	11679	41.7%

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

- **资产评估增值 17.32%, 价格较为合理。**根据本次评估结果, 截至 9 月 30 日, 自来水公司股东权益账面价值 162745 万元, 采用成本法的评估价值 190934 万元, 增值额 8189 万元, 增值率 17.32%。资产评估增值的主要原因为房屋建筑物、构筑物等固定资产以及土地使用权等无形资产评估的增值, 分别增值 2.1 亿元、0.54 亿元。考虑到收益法评估存在大量的假设及不确定性, 本次评估选用成本法, 评估结果较收益法低 5036 万元左右, 评估价格更为合理。

表 2、收购资产评估情况

单位: 万元	账面总资产	账面净资产	净资产评估价格	增加值	增值率
成都市自来水公司	361961	162745	190934	28189	17.32%

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

- **受益业务扩张和水价上调, 盈利能力大幅提升。**按照公司盈利预测, 成都自来水公司 2010~2011 年度售水量分别为 4.3 和 4.38 亿吨, 复合增长率为 4.8%, 远低于 2007~2009 年 9.8% 的增速, 我们认为, 公司预测较为保守, 随着城市化进程以及售水区域的扩张, 公司售水量增速应高于预测值。另外, 考虑到成都市水价上调, 2010 年预计达到 1.72 元/吨, 2011 年 2.06 元/吨, 自来水公司将实现净利润约为 1.57 亿元和 2.31 亿元, 年增长率分别为 15.6% 和 47.1%, 很明显, 本次收购实现后, 公司的经营业绩将大幅提升, 增强了核心竞争力。

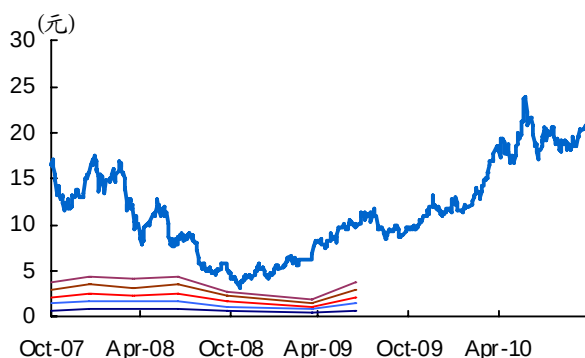
- **大股东承诺保障盈利水平。**为了体现大股东对公司的支持，保护中小股东的利益，集团与公司签署了《盈利补偿协议书》，保障公司的盈利水平，如果成都市自来水公司 2010、2011 年度的实际利润数低于盈利预测数，则实际利润数与盈利预测数之间的差额部分，由兴蓉集团以现金方式向公司全额补足。
- **收购估值远低于行业平均水平。**按照 2010~2011 年自来水公司预计实现的净利润测算，对应自来水公司收购 PE 为 12.2 和 8.3，远低于 A 股市场水务板块 44.12 的平均市盈率。另外，从 PB 来看，按照 9 月 30 日股东净资产测算，PB 为 1.17 倍，也远低于市场 4.4 的市净率，收购估值较低，价格合理。

表 3、收购资产估值情况

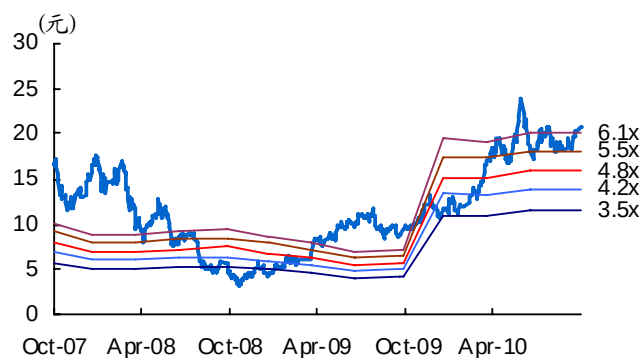
单位：亿元	2010 年		2011 年		收购 PB
	净利润	PE	净利润	PE	
自来水公司	1.57	12.18	2.31	8.28	1.17

资料来源：公司公告，招商证券整理

- **未来盈利前景可期，看好公司长期发展。**自来水公司未来的盈利增长，主要来自于供水需求的增长和自来水价格的上调。随着现有供水区域的内生式增长、成都市范围内供水区域扩大，异地扩张带来的外延式增长，以及水务行业市场化改革的大力推进，水价长期持续上涨成为必然，我们认为，公司将不断分享供水需求增长和水价提升带来的业绩增长，看好公司的长期发展。
- **公司协同效应显现，维持“强烈推荐”评级。**按照公司现有污水处理能力测算，公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.52、0.61、0.7 元。预计非公开发行将于 2011 年完成，公司增发后股本以 5.79 亿股考虑，按照公司预测的盈利数据并入自来水公司的收益，2010、2011 年预计实现摊薄后每股收益为 0.69、0.89 元。届时，公司将形成自来水供应业务与污水处理业务的协同效应，增强公司后续发展动力，我们给予 2011 年 30 倍市盈率，目标价 26.7 元，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**水务业务长期以来市场化程度不高，存在政府管制较严、市场分割明显，从而影响公司未来发展步伐和发展战略的风险。

图 1：兴蓉投资历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：兴蓉投资历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。