

被低估的水务龙头

兴蓉投资（000598.SZ）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

我们对公司持续跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

（一）水务业务发展速度加快

公司水务产能在行业内排名前列，目前自来水产能 178 万吨/天，污水处理产能 150 万吨/天，近期公司水务业务在本地和异地发展速度不断加快，全资子公司筹划建设产能 100 万吨的成都市水七厂，中标 15 万吨的银川市第六污水处理厂 BOT 项目和 9 万吨的连云港市徐圩水厂、污水处理厂 BT 项目。我们看好公司水务未来发展前景，主要基于以下分析：

（1）在“十二五”期间，水务行业市场化改革将不断加速，水务供需还存在很大缺口，同时水价定价原则有望改变，由“单个企业成本核算”转变为“流域平均成本核算”。

（2）公司水务运营经验丰富、技术成熟，是成都市国资委唯一的上市平台，外延扩张能力强，未来有望获得强大的政策支持，同时会受益于水务市场化改革带来的发展机会。

（二）环保业务发展亮点很多

（1）污泥处理业务。第一污泥处理厂预计今年底建成，2012 年上半年试运行，随着“十二五”污泥处理环保标准的提高，预计公司在明年会开建第二污泥处理厂，未来有望在异地复制。

（2）垃圾渗滤液业务。集团和公司目前正在研究垃圾渗滤液处理的示范性工程建设，未来将把垃圾渗滤液处理打造成为公司环保业务的主力发展方向，并在异地进行大规模的复制扩张。

（3）再生水业务。目前主要还停留在可研阶段，未来主要考虑在新城区及工业园区发展再生水业务。再生水是污水处理的副产品，其生产成本比较低，再生水毛利率能够达到 80% 以上。

（4）其它环保业务。公司将打造环保水务并举的发展模式，与株式会社日立工业设备技术合作项目正在商讨中，预计未来合作方向是日立提供设备，公司作为项目总投资运营负责商。

3. 投资建议

我们预测公司 2011-2013 年的营业收入分别为 13.9 亿、15.7 亿元、21.2 亿元，EPS 分别为 0.91 元、1.12 元、1.45 元，对应当前动态 PE 分别为 19X、15X、11X。我们看好公司未来发展前景，预计业绩年均增长率将不会低于 20%，同时我们认为公司目前股价具有足够的业绩支持和较高的估值安全边际，是很好的价值投资标的，因此维持公司“推荐”投资评级。

分析师

邹序元

☎：(8610) 6656 8668

✉：zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020009

联系人

冯大军

☎：(8610) 6656 8837

✉：fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130110014638

市场数据

时间 2011.6.28

A 股收盘价（元）	17.37
A 股一年内最高价（元）	23.96
A 股一年内最低价（元）	16.90
上证指数	2759
市净率	2.77
总股本（万股）	57678
实际流通 A 股（万股）	22054
限售流通 A 股（万股）	35624
流通 A 股市值（亿元）	38.31

相关研究

兴蓉投资 2010 年年报点评 2010.4.29

表 1: 成都市水价调整方案

类别	调整前水价 (元/吨)	调整后水价 (元/吨)	上涨幅度
居民和学校	2.15	2.5 (2010 年 6 月 1 日起), 2.85 (2011 年 1 月 1 日起)	32.6%
洗浴行业	6.7	15 (2010 年 6 月 1 日起)	123.8%
洗车行业	7.5	10 (2010 年 6 月 1 日起)	33.3%
其他特种用水	6.7	7.4 (2010 年 6 月 1 日起)	10.4%

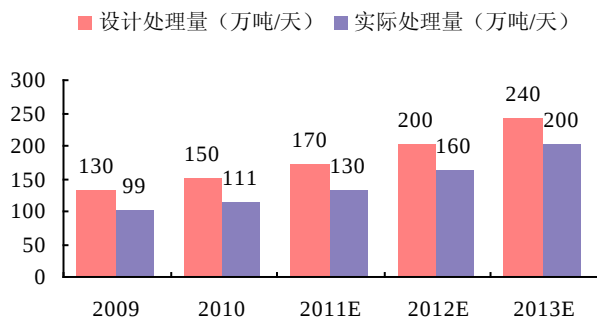
资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 公司成都市污水处理厂

水厂	设计处理能力 (万吨/日)	产能利用率	投产时间	出水指标
一厂 (成都市第一污水处理厂)	40	102%	一期 1991 年, 二期 1999 年	二级
二厂 (成都市第二污水处理厂)	30	92%	2004 年	二级
三厂 (成都市第三污水处理厂)	10	95%	2004 年	一级 B
四厂 (沙河污水处理厂)	10	74%	2004 年	一级 A
武侯污水处理厂	10	22%	2008 年	一级 A
天回污水处理厂	10	19%	2008 年	一级 A
龙潭污水处理厂	10	12%	2008 年	一级 A
江安河污水处理厂	10	36%	2008 年	一级 A

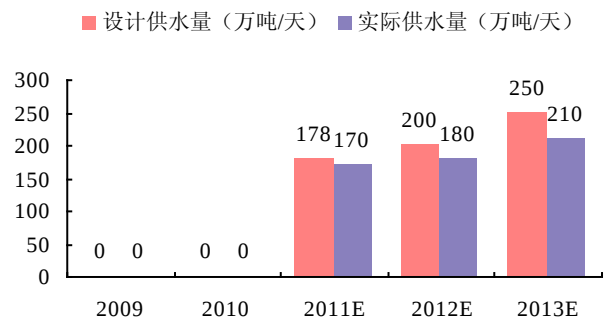
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 1: 公司污水处理能力和实际处理量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 公司自来水供水能力和实际供应量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

冯大军，环保及公用事业行业证券分析师。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，本人承诺，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接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908