

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

自来水销售量价齐升促公司业绩超预期

事件描述

兴蓉投资（000598）今日公告了 2011 年半年报，主要内容如下：

- 2011 年半年报，公司实现营业收入 91528.19 万元，同比增长 30.37%；营业总成本 58596.53 万元，同比增长 13.62%；营业成本 46215.30 万元，同比增长 14.16%；归属上市公司净利润 27997.68 万元，同比增长 80.7%，每股收益 0.49 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 2482.59 万元、4969.70 万元和 3154.18 万元，分别同比增长 25.45%、47.05%和-33.32%。

事件评论

第一， 收购完成两轮前进，自来水销售量价齐升助力净利润大幅增长 80%

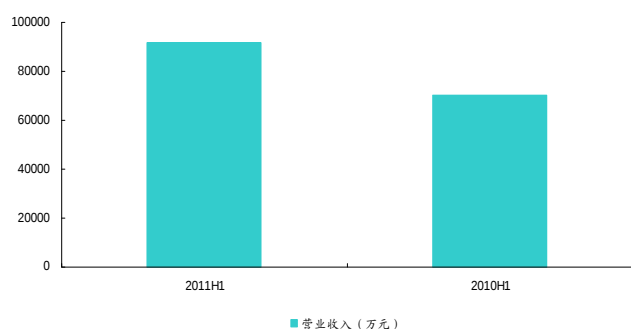
2011 年上半年情况，公司实现营业收入 91528.19 万元，同比增长 30.37%；营业总成本 58596.53 万元，同比增长 13.62%；营业成本 46215.30 万元，同比增长 14.16%；归属上市公司净利润 27997.68 万元，同比增长 80.7%，每股收益 0.49 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 2482.59 万元、4969.70 万元和 3154.18 万元，分别同比增长 25.45%、47.05%和-33.32%。主要原因是：

- 报告期内，公司完成了收购兴蓉集团持有的自来水公司 100%股权工作，于 2011 年 5 月 31 日开始合并报表，并对上年同期财务数据进行了调整，因此调整后的数据与上年同期公布的数据有明显不同
- 上半年自来水公司营业收入约 5.55 亿元，是原有污水处理业务的 1.6 倍，使公司主营业务由污水处理变为自来水销售与污水处理的模式；
- 营业收入增长 30.37%，主要是自来水售水量及污水处理量均增加，以及自来水公司自 2010 年 6 月 1 日起执行成都市物价局核定的新价格；
- 毛利率由 42.34%提升至 49.51%，主要由于自来水公司自 2010 年 6 月 1 日起执行成都市物价局核定的新价格，：自 2010 年 6 月 1 日起，自来水每吨由 1.35 元调为 1.7 元；自 2011 年 1 月 1 日起，自来水每吨由 1.7 元调为 1.95 元；
- 管理费用大幅增长，主要是公司增加兰州兴蓉等管理机构，以及非公开增发股份收购股权事项增加相应管理费用；
- 财务费用明显下降，主要是外币借款产生的汇兑损益变动影响；
- 净利润增速高于营业收入增速，主要由于毛利率水平明显上升；

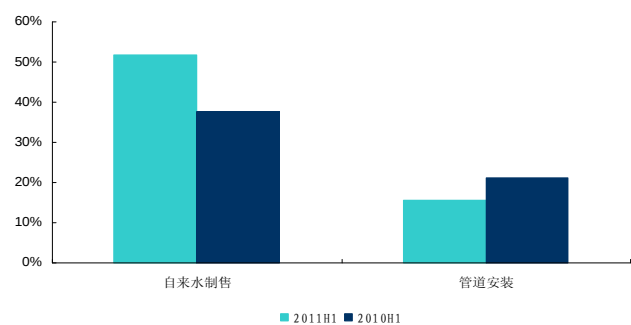
表 1: 2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1 (调整后)	同比
营业收入 (万元)	91528.19	70204.96	30.37%
营业总成本 (万元)	58596.53	51572.80	13.62%
营业成本 (万元)	46215.30	40482.42	14.16%
营业税金及附加(万元)	804.50	631.77	27.34%
销售费用(万元)	2482.59	1979.02	25.45%
管理费用(万元)	4969.70	3379.66	47.05%
财务费用(万元)	3154.18	4730.06	-33.32%
营业利润 (万元)	32893.77	18214.06	80.60%
利润总额 (万元)	33192.85	18289.35	81.49%
归属上市公司净利润 (万元)	28000.08	15500.03	80.65%
每股收益 (元/股)	0.49	0.28	75.00%

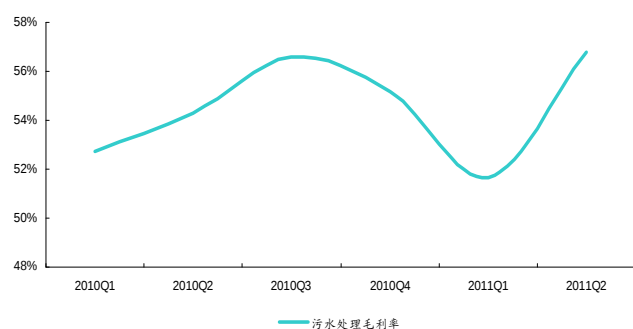
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 1: 公司上半年营业收入情况


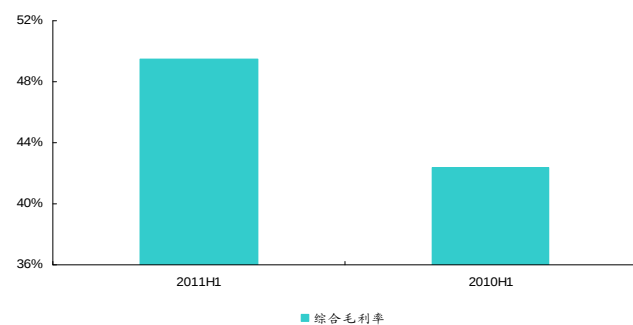
资料来源: 长江证券研究所

图 3: 2011H1 新并表自来水公司分业务毛利率情况


资料来源: 长江证券研究所

图 2: 2011H1 污水处理毛利率高于去年同期


资料来源: 长江证券研究所

图 4: 2011H1 综合毛利率明显上升


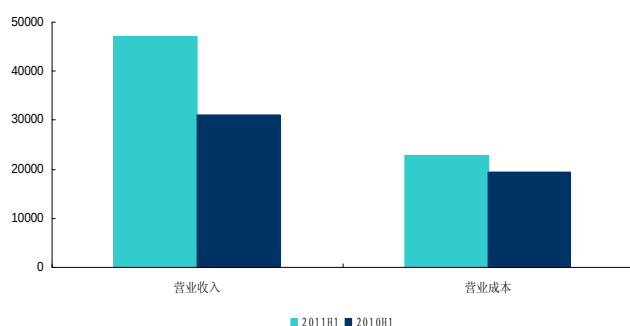
资料来源: 长江证券研究所

第二、二季度单季收入环比大增源于收购

自来水公司并表是二季度单季营业收入、营业成本及净利润环比大幅增长的主要原因。但由于公司公布的关于收购的自来水公司的财务数据有限，因此我们无法准确的得到二季度单季的收入、成本和利润的实际增幅。从季节性看，自来水销售与污水处理一样，营业收入是季度环比稳定增长的，但由于水价上调，去年三季度以及今年一季度收入环比增速应有大幅提高。我们列举公告中关于自来水公司的一些简单财务数据，以备参考。

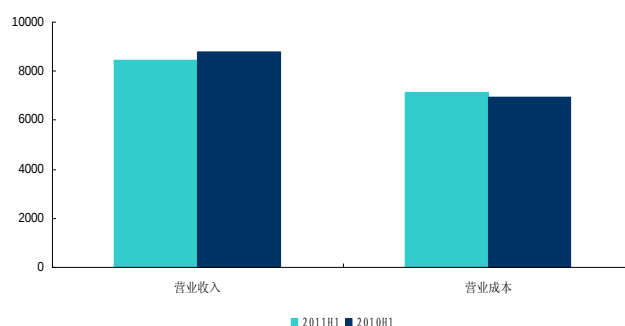
- 2010 年，自来水公司实现营业收入 99878.9 万元，实现净利润 18324.63 万元；
- 2011 年 1-5 月，自来水公司实现营业收入 45331.26 万元，实现净利润 12698.48 万元；
- 2011 年上半年，自来水公司主要业务自来水制售、管道安装分别实现营业收入 47080.85 万元、8438.76 万元，同比增长 51.22%、-4.01%，营业成本 22728.24 万元、7129.45 万元，同比增长 17.33%、2.87%。

图 5: 2011H1 自来水制售业务营业收入及成本



资料来源：长江证券研究所

图 6: 2011H1 管道安装业务营业收入及成本



资料来源：长江证券研究所

第三、自来水注入后，公司将加大对外扩张和环保产业发展的进度

随着自来水注入上市公司以后，公司成为西部最大的水务公司，实现了供排水一体化，公司上半年收购了成都周边的一些水厂，我们认为公司作为成都市国资委下面唯一的上市公司，可以凭借四川省内市政关系在四川省内获得更多的项目，同时也在不断加大对外扩张的进度，继去年公司在兰州收购的 20 万吨 TOT 项目之后，今年成功将其经验复制到宁夏银川，目前在整个水务市场对外扩张相对受阻的情况（主要是受制于资金和市政关系），公司能够不断获得项目，说明公司的综合实力强。自来水注入后，使得公司的业务要形成较大的增量，只能依靠对外扩张，我们看好公司在资金和市政关系，以及技术背景等方面的软实力，对外扩张的进度加快是可以预见的。

集团对于上市公司的定位是打造成为水务+环保公司，集团下面还有一个垃圾渗滤液的项目，之前是政府代建的项目，1000 吨/天处理量，投资额为 1 亿元，今年将垃圾渗滤液项目的资产评估工作做完，我们认为极有可能在明年启动注入事宜。

第四、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 0.97、1.14 和 1.43 元/股，考虑到目前公司估值在整个板块中处于相对较低水平，随着公司自来水资产注入上市公司，公司业绩将得到大幅提升，同时公司未来在污水收购和环保行业中将会有所表现，我们维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	612	1958	2382	2970	货币资金	231	1276	1813	2663
营业成本	274	1175	1467	1827	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	337	783	915	1143	应收账款	64	205	249	311
% 营业收入	55.2%	40.0%	38.4%	38.5%	存货	2	7	8	10
营业税金及附加	1	4	5	6	预付账款	29	126	157	196
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	326	1614	2228	3180
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	101	123	153	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	25	20	14	11	投资性房地产	8	8	8	8
% 营业收入	4.1%	1.0%	0.6%	0.4%	固定资产合计	1155	1575	1998	2328
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	1098	1043	991	942
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	279	658	773	972	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	45.7%	33.6%	32.5%	32.7%	资产总计	2588	4240	5225	6458
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	144	0	0	0
利润总额	278	658	773	972	应付款项	271	1163	1452	1809
% 营业收入	45.5%	33.6%	32.5%	32.7%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	42	100	117	147	应付职工薪酬	7	30	37	46
净利润	236	558	656	825	应交税费	13	30	36	45
归属于母公司所有者的净利润	235.9	558.3	655.9	824.7	其他流动负债	122	511	637	794
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	558	1735	2162	2694
EPS (元/股)	0.41	0.97	1.14	1.43	长期借款	353	353	353	353
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	334	1713	1072	1315	其他非流动负债	35	35	35	35
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	945	2122	2550	3082
收回现金					归属于母公司	1643	2117	2675	3376
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-350	-420	-424	-330	股东权益	1643	2117	2675	3376
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2588	4240	5225	6458
投资活动现金流净额	-344	-420	-424	-330	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1	0	0	0	EPS	0.409	0.968	1.137	1.430
银行贷款增加 (减少)	-92	-144	0	0	BVPS	3.56	4.58	4.64	5.85
筹资成本	182	-104	-112	-135	PE	53.51	22.61	19.25	15.31
其他	-349	0	0	0	PEG	1.03	0.44	0.37	0.30
筹资活动现金流净额	-258	-248	-112	-135	PB	6.16	4.78	4.72	3.74
现金净流量	-268	1045	536	850	EV/EBITDA	42.34	15.97	13.31	9.99
					ROE	14.4%	26.4%	24.5%	24.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。