

证券研究报告—动态报告/公司快评
公用事业
水务 II
兴蓉投资（000598）
重大事件快评
推荐

（维持评级）

2012 年 11 月 20 日

固废处理领域获突破

证券分析师： 谢达成

021-60933161

xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120032

事项：

兴蓉投资公告：全资子公司成都市兴蓉再生能源有限公司与成都市城市管理局签署了《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》，特许经营期限为 25 年（含建设期 2 年）。项目规模 2400 吨/日，估算总投资为 11.2 亿元。

评论：

■ **业绩影响：预计稳定运行期年均净利约 6700-9000 万元，相当于 12 年规模的 10%-13%**

项目内容：（1）特许经营期 25 年（含建设期 2 年）；（2）甲方保证供应量 2400t/d，原生垃圾不够时甲方可供应陈腐垃圾（填埋场垃圾），原生垃圾处理服务费单价为 46 元/吨。陈腐垃圾日均处理量若≤400t，其处理服务费单价=届时原生垃圾处理服务费单价+58 元；若>400t，则为届时原生垃圾处理服务费单价+80 元。（3）吨垃圾上网电量 280 度及以下的电量上网电价 0.65 元/度（含税），超出部分为 0.333 元/度（含税）。

成都市产生垃圾约 5500 吨/日，其中 6 成来自中心城区（包含高新区）。目前主力处理厂为长安垃圾填埋厂（4000t/d），一期已填满，二期也即将封场。成都规划建设 5 座垃圾焚烧厂来替代填埋场，目前已投 2 座（九江刚投），在建 3 座。我们判断该规划是考虑了二圈层的垃圾快速增长需求。

表 1：成都 5 座垃圾焚烧厂

项目	地点	处理产能（T/D）	投资（亿元）	投产日期	模式	投资主体	垃圾处理服务地区
洛带垃圾焚烧厂	洛带	1200	5.4	2008	BOT	上海环境集团	龙泉驿
九江环保发电厂	双流镇	1800	7.0	2012	BOT	重庆钢铁和美国卡万塔联合体	武侯区、高新区南区、双流县、青羊区
祥福环保发电厂	青白江	1800	8.5	2012*	BOT	中国环境保护公司	金牛区、青白江区、新都区和金堂县等地
万兴环保发电厂	洛带	2400	11.2	2014*	BOT	兴蓉投资	
崇州垃圾发电厂	崇州	900	4.0	2014*	BOT	海诺尔环保	崇州市
小计		8100					
长安垃圾填埋厂		4000		1993			

资料来源：成都环卫，国信证券经济研究所

注：蓝色表示在建或拟建

对万兴环保发电厂而言，届时若全部为原生垃圾，对应 46 元/吨的补贴则显得偏低（根据经验，垃圾处理费补贴为电价收入的 1/2 左右），项目经济性可能受影响。我们谨慎按全部投资回报率 6%-8% 算，稳定期贡献净利约 6700-9000 万元，对应 EPS 约 0.06-0.08 元/股，相当于 12 年的 10%-13%。由于公司不参与项目建设设计，建设期不产生利润，预计至少需到 2015 年才可贡献利润。

■ 战略意义：实现固废领域的突破，市政综合环保集团形成

公司业务领域从供水/污水处理/污泥处理/渗滤液处理进一步拓展至生活垃圾处理，区域性市政综合环保集团形成。而且项目规模较大，对公司未来在市政环保领域的整体扩张奠定基础。短期看，公司在垃圾处理领域经验尚有不足，对外扩张难度较大；但我们也观察到近期环保上市公司纷纷获得垃圾焚烧项目，或表明“十八大”后行业进程加快，公司或可因此收益，尤其在已实现水务扩张的西部省份。

表 2：公司环保业务一览

	项目	业务	地区	单位	产能
已投产	一厂	污水处理	成都	万吨/日	40
	二厂	污水处理	成都	万吨/日	30
	三厂	污水处理	成都	万吨/日	10
	四厂（沙河）	污水处理	成都	万吨/日	10
	江安河	污水处理	成都	万吨/日	10
	天回	污水处理	成都	万吨/日	10
	龙潭	污水处理	成都	万吨/日	10
	武侯	污水处理	成都	万吨/日	10
	兰州兴蓉	污水处理	甘肃兰州	万吨/日	20
	水二厂	自来水	成都	万吨/日	23
	水五厂	自来水	成都	万吨/日	15
	水六厂 A	自来水	成都	万吨/日	60
	水六厂 B（等效）	自来水	成都	万吨/日	40
	水六厂 C	自来水	成都	万吨/日	40
	金堂自来水	自来水	成都	万吨/日	5
	再生能源公司渗滤液厂	渗滤液处理	成都	吨/日	1300
	深圳龙华污水二期	污水处理委托运营	广东深圳	万吨/日	25
在建	银川兴蓉	污水处理	宁夏银川	万吨/日	5
	西安兴蓉	污水处理	陕西西安	万吨/日	20
	西安二期	污水处理	陕西西安	万吨/日	10
	巴中污水一期	污水处理	四川巴中	万吨/日	11
	水七厂	自来水	成都	万吨/日	50
	第一城市污泥处理厂工程	污泥处理	成都	吨/日	400
	再生能源公司渗滤液厂扩容	渗滤液	成都	吨/日	1000
	万丰垃圾焚烧厂	垃圾处理	成都	吨/日	2400

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 维持盈利预测和“推荐”评级

受用水快速增长影响，公司 1-9 月份业绩超出预期。未来几年公司进入项目投产和资本开支稳步推进阶段，业务逐步拓展到环保行业其他领域，预计将实现稳步增长。

由于万兴垃圾焚烧厂盈利贡献至少需到 2015 年，我们维持 2012-14 年 EPS0.60/0.66/0.72 元，对应 PE 分别为 12.4/11.4/10.3*，考虑配股因素后估值水平也处于同行底部水平，维持“推荐”评级，价值区间 7.5-9.0 元/股（配股后对应 2013 年 PE15-18*）。风险主要在于水务板块估值中枢的回落。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1594	106	118	129
应收款项	281	309	344	379
存货净额	82	84	93	105
其他流动资产	142	157	174	192
流动资产合计	2111	668	742	818
固定资产	3691	4278	5069	5559
无形资产及其他	1261	2196	2168	2095
投资性房地产	26	26	26	26
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	7090	7169	8005	8499
短期借款及交易性金融负债	925	1327	1581	1493
应付款项	254	261	288	325
其他流动负债	604	0	0	0
流动负债合计	1783	1588	1869	1818
长期借款及应付债券	984	1460	1637	1765
其他长期负债	596	46	46	46
长期负债合计	1580	1506	1683	1812
负债合计	3363	3094	3552	3629
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	3726	4073	4451	4868
负债和股东权益总计	7090	7169	8005	8499

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.51	0.60	0.66	0.72
每股红利	0.00	0.30	0.33	0.36
每股净资产	3.23	3.53	3.86	4.22
ROIC	16%	12%	12%	12%
ROE	16%	17%	17%	17%
毛利率	50%	52%	52%	52%
EBIT Margin	40%	43%	43%	43%
EBITDA Margin	52%	56%	57%	56%
收入增长	214%	10%	11%	10%
净利润增长率	149%	18%	9%	10%
资产负债率	47%	43%	44%	43%
息率	0%	4%	5%	5%
P/E	13.8	11.7	10.7	9.7
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.5	9.5	8.8	8.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1918	2112	2352	2590
营业成本	961	1005	1121	1239
营业税金及附加	18	20	22	25
销售费用	55	49	52	55
管理费用	158	182	208	217
财务费用	67	114	150	162
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
其他收入	26	59	74	72
营业利润	678	800	872	963
营业外净收支	17	17	17	17
利润总额	695	818	889	981
所得税费用	108	123	133	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	588	695	756	833

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	588	695	756	833
资产减值准备	7	1	1	0
折旧摊销	243	270	308	323
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	74	114	150	162
营运资本变动	13	(1191)	(33)	(28)
其它	72	113	149	162
经营活动现金流	931	(113)	1180	1291
资本开支	(590)	(1793)	(1071)	(741)
其它投资现金流	(1951)	0	0	0
投资活动现金流	(2541)	(1793)	(1071)	(741)
权益性融资	1916	0	0	0
负债净变化	(351)	878	430	41
支付股利、利息	(282)	(461)	(528)	(579)
其它融资现金流	1011	402	254	(88)
融资活动现金流	2295	(133)	(98)	(538)
现金净变动	1363	(1488)	12	12
货币资金的期初余额	231	1594	106	118
货币资金的期末余额	1594	106	118	129
企业自由现金流	1125	(1937)	72	511
权益自由现金流	797	(1156)	375	414

相关研究报告:

- 《兴蓉投资-000598-2012年三季报点评:用水量超出预期,异地稳步扩张》——2012-10-29
- 《兴蓉投资-000598-中标深圳龙华污水二期委托运营项目快评:经营模式、区域扩张实现突破》——2012-03-20
- 《兴蓉投资-000598-业绩超出预期,量价双重作用》——2011-10-25
- 《异地扩张加快有望打开公司估值修复空间》——2011-06-17
- 《兴蓉投资-000598-2010年3季报点评:业绩符合预期,自来水注入后安全边际高》——2010-10-20

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内,股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有,仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议,并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构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,并向客户发布的行