

兴蓉投资（000598）2011年中报点评

水务整合增厚业绩 环保拓展值得期待

投资要点

- ❖ **11中报业绩0.49元，略超预期。**2011年上半年公司实现营业收入9.15亿，考虑到重组因素按可比口径计算同比增长30.4%；归属母公司净利润2.80亿，按可比口径计算增长80.7%，摊薄后EPS为0.49元，略超我们预期。
- ❖ **污水业务稳定增长，自来水并表增厚业绩明显。**随着由集团承担的成都市污水收集管网建设的不断完善，公司污水处理量继续提升，污水处理收入同比增长12.7%，毛利率同比提升2.5个百分点至56.8%。与此同时，公司于上半年完成水务资产一体化整合，供水业务毛利率因成都水价上调同比大幅提高12.1个百分点至46.2%，对公司的毛利贡献为57%，业绩增厚效果明显。此外，公司现供水区域需求迅猛增长，加之在考虑供水水质和安全的基础上，《成都市供水规划》提出统筹城乡供水体系，公司供水区域将从中心城区逐步拓展到二三圈层区域，未来供水业务有望保持较快增长。
- ❖ **全国性水务和环保综合服务商战略持续推进。**自2010年获授甘肃安宁污水处理厂特许经营权后，公司于今年6月成功中标银川BOT项目（15万吨/日），进一步证明了公司通过TOT、BOT等模式实现跨区域水务整合能力。鉴于“十二五”我国新增污水处理设施建设可能更多向中西部地区倾斜，公司有望凭借区位优势获得广阔的发展空间。此外，公司环保产业链不断延伸，在建污泥处置项目（半干化+焚烧工艺，400吨/日）有望于2012年投产并贡献业绩，同时集团明确承诺待条件成熟后将目前正在培育垃圾渗滤液项目的兴蓉再生能源公司全部权益转让给上市公司，我们认为上述两项新业务的开拓有望实现公司从单纯水务运营向水务和环保综合服务商的转变。
- ❖ **风险因素。**污水处理量、自来水供水量低于预期；2012~2014年新一期污水处理结算价格低于预期。
- ❖ **维持“买入”评级。**我们上调公司2011~2013年盈利预测至1.00/1.15/1.30元（原为0.95/1.08/1.24元），目前股价对应P/E为22/19/17倍。考虑到可比水务运营类上市公司2011年平均估值水平现为27倍，我们谨慎考虑给予公司2011年25倍P/E，目标价格25元，维持“买入”评级。
- ❖ **特别提示。**中信证券目前持有公司1,590万股，占比2.58%，为第二大股东。

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	562	612	1,857	2,119	2,331
增长率 YoY%		8.8	203.7	14.1	10.0
净利润(百万元)	223	236	575	664	748
增长率 YoY%		5.7	143.7	15.5	12.7
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.39	0.41	1.00	1.15	1.30
市场一致预期 EPS(元)	0.39	0.41	0.89	0.99	1.12
毛利率%	56.2	55.2	48.7	49.3	49.2
净资产收益率 ROE%	15.2	14.4	14.0	14.2	14.1
每股净资产(元)	4.86	3.56	7.12	8.10	9.20
PE	57	54	22	19	17
PB	4.6	6.2	3.1	2.7	2.4

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2011年7月20日收盘价

买入（维持）

当前价：21.89元

目标价：25.00元

中信证券研究部

王海旭

中信证券公用事业及环保行业分析师，《新财富》09年电力公用事业行业最佳分析师。

电话：021-68762230

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

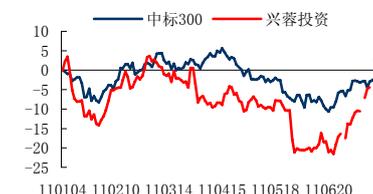
中信证券公用事业及环保行业首席分析师，《新财富》07~10年电力公用事业行业最佳分析师。

电话：021-68761840

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

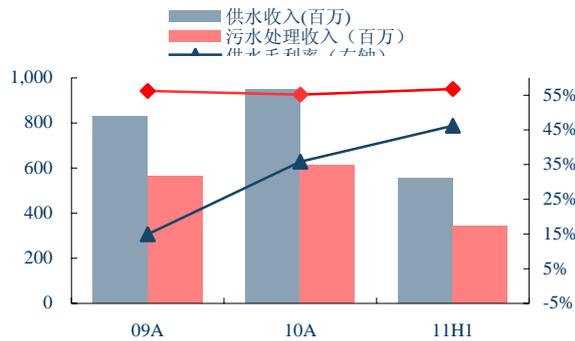
中标300指数	2613.77点
总股本/流通股本	577/221百万股
近12月最高/最低价	23.96元/16.46元
近1月绝对涨幅	29.27%
近6月绝对涨幅	19.84%
今年以来绝对涨幅	7.46%

相关研究

- 1.《兴蓉投资（000598）重大事项点评—启动成都二三圈层水务资产整合》
2011-05-05
- 2.《兴蓉投资（000598）2010年年报及2011年一季报点评—水务为基石，环保为翅膀》
2011-04-29

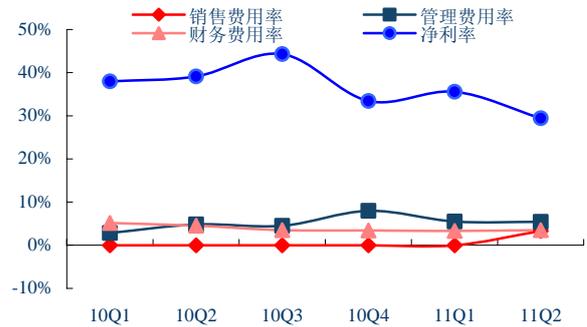
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1: 09~11 年公司污水、自来水收入及毛利率



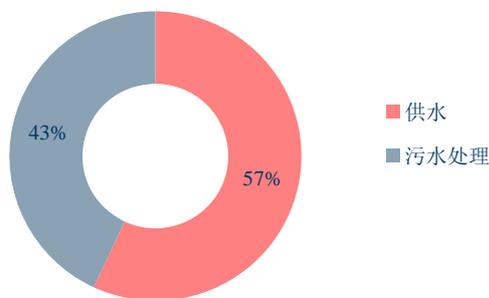
资料来源: 公司公告、中信证券研究部; 注: 10 年 9~12 月供水盈利数据为公司预测, 其他为实际值

图 1: 10~11 年公司单季净利率及期间费用率



资料来源: 公司公告、中信证券研究部

图 3: 11H1 公司分行业毛利占比



资料来源: 公司公告、中信证券研究部

图 4: 成都一、二圈层示意图



资料来源: 成都市政府网站、中信证券研究部

表 1: 公司 2011H1 重要公告情况

公告时间	事项	主要内容
2011 年 3 月	非公开增发获批	以 17.2 元非公开增发 1.15 亿股收购成都市自来水公司。
2011 年 4 月	一季报	11Q1 收入 6.1 亿元, 同比增长 8.6%; 净利润 2.4 亿元, 同比增长 5.7%。
2011 年 5 月	水务合作框架协议	现金收购金堂县自来水资产 (5 万吨/日) 不少于 70% 股权, 有条件收购金堰水业 (2 万吨/日) 39% 股权。
2011 年 6 月	筹划供水项目	筹划建设成都市第七水厂, 工程设计规模 100 万吨/日, 先期供水能力 50 万吨/日。
2011 年 6 月	中标 BOT 项目	中标银川第六污水处理厂项目, 设计规模 15 万吨/日, 一期 5 万吨/日, 总投资 9,060 万, 特许经营期 30 年。

资料来源: 公司公告、中信证券研究部

表 2: 可比水务公司估值水平

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
洪城水业	11.16	0.28	0.38	0.47	0.56	40	29	24	20
重庆水务	8.37	0.27	0.31	0.36	0.42	31	27	23	20
江南水务	15.39	0.33	0.50	0.66	0.86	47	31	23	18
首创股份	6.02	0.22	0.25	0.28	0.28	27	24	22	22
创业环保	6.42	0.19	0.22	0.23	0.25	34	29	28	26
南海发展	12.16	1.72	0.55	0.62	0.72	7	22	20	17
平均	9.92	0.50	0.37	0.44	0.52	31	27	23	20
兴蓉投资	21.89	0.41	1.00	1.15	1.30	54	22	19	17

资料来源: 朝阳永续、中信证券研究部 注: 股价为 2011 年 7 月 20 日收盘价, 除兴蓉投资外, 其他公司盈利预测均采用朝阳永续一致预期

利润表						资产负债表						
(百万)						(百万)						
指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E	指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	562	612	1,857	2,119	2,331	货币资金	401	231	876	1,602	2,415	
营业成本	246	274	953	1,074	1,183	存货	1	2	5	6	6	
毛利率	56.24%	55.16%	48.68%	49.32%	49.24%	应收账款	43	58	160	182	200	
营业税金及附加	1	1	13	15	16	其他流动资产	26	36	109	123	135	
营业费用	0	0	52	57	61	流动资产	471	326	1,149	1,912	2,756	
营业费用率	0.00%	0.00%	2.80%	2.70%	2.60%	固定资产	1,201	1,102	4,855	4,663	4,362	
管理费用	19	32	97	106	112	长期股权投资	0	0	0	0	0	
管理费用率	3.36%	5.16%	5.20%	5.00%	4.80%	无形资产	620	1,098	1,306	1,280	1,255	
财务费用	32	25	66	86	79	其他长期资产	14	61	-399	-489	-489	
财务费用率	5.76%	4.10%	3.56%	4.05%	3.37%	非流动资产	1,836	2,262	5,763	5,454	5,128	
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	2,307	2,588	6,912	7,367	7,885	
营业利润	263	278	676	781	880	短期借款	0	100	100	100	100	
营业利润率	46.74%	45.49%	36.42%	36.87%	37.77%	应付账款	72	271	611	688	758	
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	159	186	208	221	233	
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	231	558	919	1,010	1,091	
利润总额	263	278	676	781	880	长期负债	591	353	1,853	1,653	1,453	
所得税	39	42	101	117	132	其他长期负债	15	35	35	35	35	
所得税率	15.03%	15.16%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	606	388	1,888	1,688	1,488	
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	837	945	2,807	2,697	2,579	
归属于母公司净利润	223	236	575	664	748	股本	302	462	577	577	577	
净利率	39.71%	38.58%	30.96%	31.34%	32.11%	资本公积	1,090	931	2,790	2,790	2,790	
						股东权益合计	1,470	1,643	4,105	4,669	5,306	
						少数股东权益	0	0	0	0	0	
						负债股东权益总计	2,307	2,588	6,912	7,367	7,885	
现金流量表 (百万元)						主要财务指标						
指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E	增长率 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	223	236	575	664	748	营业收入		8.8	203.7	14.1	10.0	
少数股东损益	0	0	0	0	0	营业利润		5.9	143.1	15.5	12.7	
折旧和摊销	120	125	240	367	373	净利润		5.7	143.7	15.5	12.7	
营运资金变动	9	-55	183	53	51	利润率 (%)						
其他	37	28	66	86	79	毛利率		56.2	55.2	48.7	49.3	49.2
经营现金流	390	334	1,064	1,171	1,250	EBIT Margin		52.8	49.8	40.0	40.9	41.1
资本支出	-364	-350	-3,741	-59	-47	EBITDA Margin		74.2	70.2	52.9	58.3	57.1
投资收益	0	0	0	0	0	净利率		39.7	38.6	31.0	31.3	32.1
资产变卖	45	32	0	0	0	回报率 (%)						
其他	-81	-26	0	0	0	净资产收益率		15.2	14.4	14.0	14.2	14.1
投资现金流	-401	-344	-3,741	-59	-47	总资产收益率		9.7	9.6	12.1	9.3	9.8
发行股票	0	0	1,974	0	0	其他 (%)						
负债变化	165	120	1,500	-200	-200	资产负债率		36.3	36.5	40.6	36.6	32.7
股息支出	-36	-182	-86	-100	-112	所得税率		15.0	15.2	15.0	15.0	15.0
其他	-74	-196	-66	-86	-79	股息率		0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
融资现金流	55	-259	3,321	-385	-391							
现金及现金等价物	44	-269	644	727	813							

资料来源: 中信数量化投资分析系统

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。