

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

中信证券研究部 公用事业及环保研究小组

王海旭

电话：021-68762230

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

电话：021-68761840

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

事项：

今日，公司公告与成都市金堂县人民政府签订《关于金堂水务产业发展之合作框架协议》：

- ✓ 金堂县人民政府出让属下的金堂县自来水公司（设计供水能力 5 万吨/日）不少于 70% 的股权，在金堰水业公司（设计供水能力 2 万吨/日）其他股东不持异议的情况下出让金堂县沱江供水有限公司持有的金堰水业公司 39% 的股权，公司以现金方式予以收购。
- ✓ 公司依照法律和相关政策取得并承担金堂县人民政府已建成的县城及乡镇污水处理项目和新建的污水处理项目的经营权。

评论：

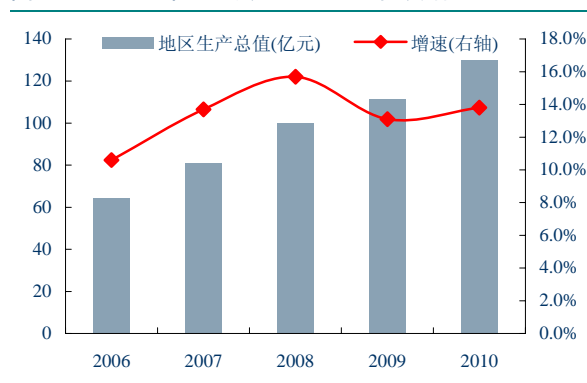
- ❖ **开启成都二三圈层水务资产整合之路。**基于统筹城乡的发展战略，成都市此前公布的《成都市都市区总体控制规划》中明确提出，到 2020 年中心城区和二圈层地区将形成一个巨大的“都市区”，而三圈层区域则将发展为整个成都都市区的卫星城。公司此次计划收购的水务资产位于三圈层的金堂县，该县近年来经济发展迅速，2010 年实现地区生产总值 131 亿元，同比增长 13.8%，县域经济综合实力已跻身四川省 20 强、西部 25 强行列。我们认为，基于在成都中心城区优势竞争地位，公司未来对二三圈层其他水务资产的进一步整合也值得期待。

图 1：金堂县地理位置图



资料来源：成都市政府网站、中信证券研究部

图 2：06~09 年金堂县地区生产总值及增速



资料来源：金堂县统计局、中信证券研究部

- ❖ **收购资产盈利能力应能得到保证。**公司此次计划收购水厂设计供水能力合计 7 万吨/日，公告披露的相关财务数据由于未经审计，我们认为对于判断资产未来实际的盈利能力作用有限。目前，金堂县人民政府正积极协调金堂县自来水公司完成改制、清产核资、审计、评估等事项，保证合作完成后的供水、污水处理特许经营权的存续或在其承继公司中得到延续，并承诺对公司在金堂县境内的水务投资给予合理回报。

表 1：收购金堂县水务资产相关数据

收购水厂	收购权益	设计能力	覆盖区域
金堂县自来水公司	不少于 70%	5 万吨/日	金堂县城区及三星、官仓、栖贤等乡镇自来水生产供应
成都金堰水业有限公司	39%	2 万吨/日	金堂县淮口、白果、五凤等乡镇的自来水供应

资料来源：公司公告、中信证券研究部

- ❖ **风险提示。**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。
- ❖ **维持公司“买入”评级。**通过此次收购，公司将供排水覆盖区域进一步扩大至成都市近郊区县，并将形成新的利润增长点。由于收购资产对于业绩影响相对有限，我们维持公司 2011~2013 年 0.95/1.08/1.24 元的盈利预测不变，目前股价对应 P/E 仅为 20/18/16 倍，具有明显的低估。参考目前可比上市公司的估值水平，给予公司 11 年 27 倍 P/E，目标价格 26 元，维持“买入”评级。
- ❖ **特别提示。**中信证券目前持有公司 1,510 万股，占比 2.62%，为第二大股东。

表 2：公司盈利预测及估值

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	562	612	1,799	2,030	2,181
增长率 YoY%		8.8	194.2	12.8	7.5
净利润(百万元)	223	236	550	624	713
增长率 YoY%		5.7	133.0	13.4	14.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.39	0.41	0.95	1.08	1.24
市场一致预期 EPS(元)	0.39	0.41	0.89	1.06	
毛利率%	56.2	55.2	48.7	49.3	49.3
净资产收益率 ROE%	15.2	14.4	13.2	13.0	13.0
每股净资产(元)	4.86	3.56	7.22	8.30	9.54
PE	50	47	20	18	16
PB	4.0	5.5	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	12	15	12	11	9

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2011 年 5 月 4 日收盘价

利润表 (百万)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	562	612	1,799	2,030	2,181
营业成本	246	274	924	1,030	1,106
毛利率	56.24%	55.16%	48.66%	49.25%	49.27%
营业税金及附加	1	1	13	14	15
营业费用	0	0	54	57	57
营业费用率	0.00%	0.00%	3.00%	2.80%	2.60%
管理费用	19	32	94	101	105
管理费用率	3.36%	5.16%	5.20%	5.00%	4.80%
财务费用	32	25	69	93	59
财务费用率	5.76%	4.10%	3.81%	4.61%	2.71%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	263	278	647	734	839
营业利润率	46.74%	45.49%	35.95%	36.15%	38.46%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	263	278	647	734	839
所得税	39	42	97	110	126
所得税率	15.03%	15.16%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	223	236	550	624	713
净利率	39.71%	38.58%	30.56%	30.73%	32.69%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	223	236	550	624	713
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	120	125	238	364	369
营运资金变动	9	-55	169	46	39
其他	37	28	69	93	59
经营现金流	390	334	1,025	1,127	1,180
资本支出	-364	-350	-4,201	-58	-46
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	45	32	0	0	0
其他	-81	-26	0	0	0
投资现金流	-401	-344	-4,201	-58	-46
发行股票	0	0	1,974	0	0
负债变化	165	120	1,759	-659	-100
股息支出	-36	-182	0	0	0
其他	-74	-196	-69	-93	-59
融资现金流	55	-259	3,664	-752	-159
现金及现金等价物	44	-269	488	317	975

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表 (百万)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	401	231	720	1,036	2,011
存货	1	2	5	5	6
应收账款	43	58	155	174	187
其他流动资产	26	36	105	118	126
流动资产	471	326	984	1,334	2,330
固定资产	1,201	1,102	4,797	4,607	4,310
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	620	1,098	1,306	1,280	1,255
其他长期资产	14	61	121	31	31
非流动资产	1,836	2,262	6,225	5,919	5,596
资产总计	2,307	2,588	7,209	7,253	7,927
短期借款	0	100	659	100	100
应付账款	72	271	592	660	709
其他流动负债	159	186	204	215	227
流动负债	231	558	1,455	975	1,036
长期负债	591	353	1,553	1,453	1,353
其他长期负债	15	35	35	35	35
非流动性负债	606	388	1,588	1,488	1,388
负债合计	837	945	3,043	2,463	2,424
股本	302	462	577	577	577
资本公积	1,090	931	2,790	2,790	2,790
股东权益合计	1,470	1,643	4,166	4,790	5,503
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2,307	2,588	7,209	7,253	7,927

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
增长率 (%)					
营业收入		8.8	194.2	12.8	7.5
营业利润		5.9	132.4	13.4	14.3
净利润		5.7	133.0	13.4	14.3
利润率 (%)					
毛利率	56.2	55.2	48.7	49.3	49.3
EBIT Margin	52.8	49.8	39.8	40.8	41.2
EBITDA Margin	74.2	70.2	53.0	58.7	58.1
净利率	39.7	38.6	30.6	30.7	32.7
回报率 (%)					
净资产收益率	15.2	14.4	13.2	13.0	13.0
总资产收益率	9.7	9.6	11.2	8.6	9.4
其他 (%)					
资产负债率	36.3	36.5	42.2	34.0	30.6
所得税率	15.0	15.2	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

免责声明

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。

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 2010 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
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；	股票投资评级	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；	行业投资评级	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:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021) 68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021) 68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			