

兴蓉环境 (000598.SZ) 公用事业与环保行业

评级：买入 首次评级

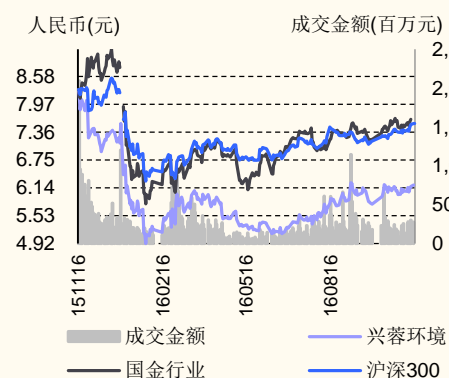
公司研究

市场价格 (人民币): 6.26 元
目标价格 (人民币): 7.50-8.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 8.29/4.92
沪深 300 指数 3429.87



西南水务平台，围绕环保 PPP 发展全产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.252	0.276	0.284	0.325	0.385
每股净资产(元)	2.50	2.75	3.03	3.16	3.54
每股经营性现金流(元)	0.39	0.45	0.58	0.58	0.71
市盈率(倍)	30.34	22.27	21.65	18.95	15.97
行业优化市盈率(倍)	118.45	134.81	88.12	88.12	88.12
净利润增长率(%)	0.87%	9.67%	2.84%	14.27%	18.68%
净资产收益率(%)	10.09%	10.05%	9.36%	10.28%	10.87%
总股本(百万股)	2,986.22	2,986.22	2,986.22	2,986.22	2,986.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司发展步伐有望加快，环保 PPP 模式是助推剂：**“十二五”以来，环保产业年均增速超过了 15%，进入快速发展阶段，随着“水十条”、“大气十条”的细化落实及“土十条”的出台，带来投资需求大幅增长。其中 PPP 模式的发酵催化作用不可小视，环保类 PPP 项目仍是未来关注的重点，未来公司有望以现有水务业务、供水 PPP 项目和垃圾焚烧发电项目为契机，依靠国资背景和项目经验，在区市内乃至全国范围继续广泛拓展项目；
- **本地+新区+异地，投运+在建+规划，给排水产能扩张循序渐进：**公司现有供水能力约 250 万吨/日，其中成都地区 238.8 万吨，异地 11.3 万吨/日，在建 8 万吨/日，现有已知 3 年内规划 70 万吨/日。污水处理能力 275 万吨/日，其中成都地区 195 万吨/日（含三、四、五、八扩建），异地 80 万吨/日，在建 14.99 万吨/日，目前 3 年规划估计超过 64 万吨/日。未来倚靠天府新区建设及异地扩张，产能扩张有保障；
- **核心业务给排水，牢牢占据成都区域市场，天府新区助发展：**这两项主营业务加供排水管网工程业务，超公司总营收的 90%，目前整体毛利率达 40% 处于行业内高水平（平均 35%），是公司主要的稳定现金流来源，供水和污水处理基本达到成都中心城区全覆盖，当地市占率分别高达 80%和 40%，拥有相当地域垄断优势，此外，公司获得成都市新规划天府新区直辖区域 564 平方公里供水特许经营权，与中心城区面积相当，未来 5-10 年工程业绩和供水业绩都将得到有力保障；
- **“一主多元”，垃圾渗滤液处理、污泥处置业务、中水回用业务稳定；垃圾焚烧发电投运在即。关注港股推进：**公司自 2012 年收购布局再生能源，垃圾渗滤液处理、污泥处置业务和中水回用业务顺利开展，并且运行稳定，垃圾渗滤液处理 2300 吨/日已经满负荷运转；污泥处置现有 400 吨/日，规划在建 700 吨/日；2017-18 年投产的垃圾焚烧发电项目共计 3900 吨/日是成都市继垃圾填埋场停运后的主要垃圾处理方式，核算单价达 46 元/吨，预计 17-18 年投运后每年将为公司带来约 5000 万净利润；中水回用 30 万吨/日。此外，公司港股发行上市近日得到证监会受理，距离 A+H 跨区域融资平台又进一步；

投资建议

- 我们认为公司“兼容发展、一主多元”的发展理念与环保 PPP 大潮不谋而

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

合，未来在地区乃至全国范围内，凭借自身国资背景强大实力在水务、水处理、深度水处理、垃圾焚烧发电等产业链大有可为。

估值

- 预计公司 2016-18 年可实现营业收入 31.85、37.42、44.66 亿元，实现归属母公司所有的净利润 8.48、9.69、11.50 亿元，对应基本每股收益分别为 0.284、0.325、0.385 元，对应 PE 为 22、19、16，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 7.5 元。

风险

- 融资不能满足资本开支及其他资金需求的风险、在建工程规模较大，存在项目建成后固定资产折旧大幅增加、影响公司盈利能力和偿债能力的风险、水源较为集中、水源污染的风险、水处理单价下调风险、现有项目建设不达预期的风险、产能释放预期与实际有较大偏差。

内容目录

宏观经济形势简析	5
我国经济总体面临多方挑战，供给侧改革初见成效	5
环保行业基本情况介绍	5
环保产业快速发展，政策扶持力度加大，环保产业市场化、规模化扩容	5
环保产业亟待转型，行业商业模式逐步优化，看好优质环保企业	6
环保行业上下游影响不大，政府扶持助益发展	6
环保产业竞争力之波特五力模型分析	7
PPP(政府与社会资本合作)模式情况	8
PPP 入库数量过万，投资额达 12 万亿元	8
第三批示范项目总数大幅增多，超前两批总和	8
环保 PPP 项目占比较大，有望带动环保行业业绩高增长	8
公司简介	9
借壳蓝星清洗，2010 年完成上市	9
成都国资委实际控制，股权结构简单	9
推进港股发行上市，离 A+H 跨境融资平台又进一步	10
公司业务介绍	11
“兼容发展，一主多元”发展理念，西部领先水务运营商投身新兴环保产业	11
四大主营业务，总营收 12% 复合增长，毛利率持续下降	12
前三季业绩增 4%，发行 11 亿公司债节约财务费用约 2000 万	13
自来水制售业务：占比公司营收近半，80% 区域市占率	13
自来水制售业务：部分供水项目建设陆续完成，后续沛县供水 PPP 订单保障业绩增长	14
自来水制售业务：2016-18 年营收增幅 12%、15%、18%，毛利率降幅 1.6%、1.4%、1.2%。	16
污水处理服务：占比营收近三成，从传统污水处理向膜技术深度处理发展	16
污水处理服务：处理能力大幅增加，开发中水服务业务扩宽产业链	17
污水处理服务：2016-18 年营收增加 5%、10%、15%，毛利率降幅 10%、6%、5%	18
供排水管网工程：半年报营收同比降 37%，纵观营收、毛利齐增	19
垃圾渗透液处理：处理量稳定，利润随来水水质变化波动性大	20
污泥处置业务：拓宽产业链，与污水处理服务协同发展	21
垃圾发电业务：新增利润增长点，计划 16、17 年底分别投运 2 项目	21
2016-18 公司整体营收受益新增项目落地运行加速增加，毛利率继续下行	21
公司运营风险	22
股票估值和定价	22
主要假设	23

PE 估值..... 23

图表目录

图表 1: 2014-2016 宏观经济指标对比图.....	5
图表 2: 环保行业上下游 (广义)	7
图表 3: 环保行业市场竞争力分析之波特五力模型	8
图表 4: 第三批公示 PPP 项目总结	9
图表 5: 重大资产重组前后股权变化.....	9
图表 6: 公司股权结构.....	10
图表 7: 公司主要控股参股子公司.....	10
图表 8: 公司各类业务所处行业产业链	11
图表 9: 公司现阶段项目开展情况.....	11
图表 10: 2011-15 年公司主营业务营收分布.....	12
图表 11: 2011-15 年公司主营业务毛利率 (%) 变化	12
图表 12: 2011-15 年公司营收 (亿元) 和毛利率 (%)	13
图表 13: 2015 年公司整体毛利率与板块个股比较	13
图表 14: 2011-14 年公司供水量和成都市区总供水量 (亿吨)	14
图表 15: 2011-15 年自来水制售业务营收 (亿元)	14
图表 16: 2011-15 年自来水制售业务毛利率 (%)	14
图表 17: 成都市区供水总量 2005-2014 年 (亿吨)	15
图表 18: 成都市污水处理费及自来水价格收费标准 (元/m ³)	15
图表 19: 2016-18 自来水制售业务营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测.....	16
图表 20: 2011-15 年污水处理服务营收 (亿元)	17
图表 21: 2011-15 年污水处理服务毛利率 (%)	17
图表 22: 2013-16E 公司污水处理能力 (万吨/日) 和污水处理量 (亿吨) ...	18
图表 23: 2005-14 年成都城镇生活污水年排放量 (亿吨)	18
图表 24: 2016-18 年污水处理服务营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测.....	19
图表 25: 2011-15 年供水管网工程营收 (亿元)	19
图表 26: 2011-15 年供水管网工程毛利率 (%)	19
图表 27: 2016-18 年供水管网工程营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测.....	20
图表 28: 2012-15 年垃圾渗滤液处理业务营收 (万元) 和毛利率 (%)	20
图表 29: 2016-18 年垃圾渗滤液处理业务营收 (万元) 和毛利率 (%) 预测.....	20
图表 30: 2016-18 污泥处置营收 (万元) 和毛利率 (%) 预测.....	21
图表 31: 2016-18 公司整体营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测.....	22

宏观经济形势简析

我国经济总体面临多方挑战，供给侧改革初见成效

- 2016年7月15日，国家统计局公布了2016年上半年的经济数据，从经济增长、物价水平、投资、对外贸易以及货币金融等方面反映了我国当前宏观经济运行的总体状况。总体而言，我国经济下行压力依然较大、结构调整喜忧参半，未来仍面临诸多国内外的挑战，需采取一系列相应的政策应对。

图表 1: 2014-2016 宏观经济指标对比图



来源：国家统计局、国金证券研究所

- 按可比价格计算，我国前三季度国内生产总值同比增长 6.7%，与前两个季度持平，增速仍处于 7% 左右的合理区间。经济增速稳步回落体现供给侧结构性改革的成效，供给和需求结构均在一定程度上得到优化，产业结构也得到升级。从需求侧看，投资、消费、净出口三大需求对经济增长的贡献率分别为 36.8%、71%、-7.8%，其中消费的贡献继续扩大，表明需求结构进一步改善。从产业结构看，高技术产业增加值、装备制造业增加值增速分别比规模以上工业增加值增速（6%）高 4.6% 和 3.1%。从贷款结构看，向实体经济倾斜，9 月新增社会融资总量达 1.72 万亿，其中对实体贷款新增 1.27 万亿，环比多增 4704 亿。从物价来看，物价涨势初步稳定。前三季度居民消费价格指数 CPI 同比上涨 2.0%，比上半年稍微回落了 0.1 个百分点。

环保行业基本情况介绍

环保产业快速发展，政策扶持力度加大，环保产业市场化、规模化扩容

- 截至 10 月 31 日，我们统计的 54 家环保类上市公司已全部公布三季度业绩报告，其中仅有 3 家公司亏损。行业整体盈利情况良好，这 54 家上市公司净利润合计 113.98 亿元，较去年同期增长 12.13%。
- 环保产业是一个跨产业、跨领域、跨地域，与其他经济部门相互交叉、相互渗透的综合性新兴产业。我国环保产业经过二十多年发展，已经在水处理、大气、固废处理处置、监测以及环境服务等重点领域，形成了涵盖环境咨询、环保设备、工程设计、设施运营维护的多元化产业格局。“十一五”以来，环保产业年均增速超过了 15%，进入快速发展阶段。今年下半年以来，截止 2016 年 10 月 24 日，申万环保工程及服务板块指数上涨 15.2%，高于上证综合指数 6.8% 和沪深 300 指数 6.8%。
- “十三五”规划中，环保地位空前提升，带来投资需求大幅增长。环保，绿色，美丽中国被纳入“十三五”6 个重要目标任务、5 大发展理念和 2016 年 8 大重点工作之中，100 个重大工程及项目中环保占到 16 个，环保

在“十三五”期间被提到前所未有的高度，随着“水十条”、“大气十条”的细化落实及“土十条”的出台，“十三五”期间环保领域投资将大幅增长。预计我国“十三五”期间的污水治理投入将达到 1.39 万亿元，未来 5 年村镇污水处理时长潜在年均市场规模可达 43 亿元。

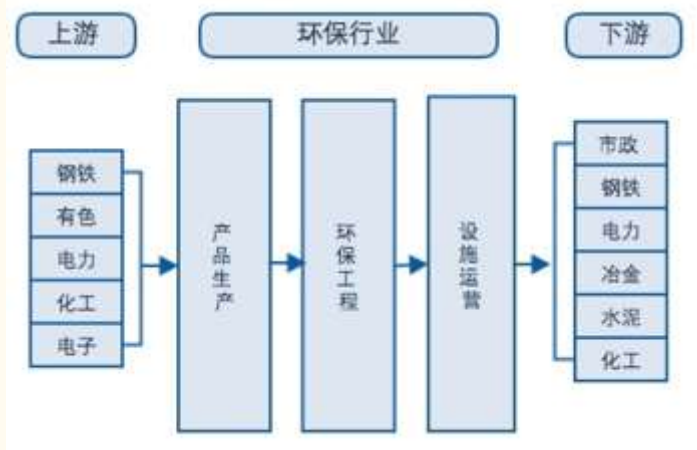
环保产业亟待转型，行业商业模式逐步优化，看好优质环保企业

- 环保产业作为战略性新兴产业之一，仍处于发展初期，要成为国民经济的支柱性产业还有较大差距。过去政府对环保产业的考核集中于数量指标，造成低价恶性竞争，导致环保产业亟待从低技术、低利润和低集中度的行业现状向高新技术、高集中度方向转型。相比以往的 B2G 模式，现在政府在环保领域积极推行 PPP 模式和环境污染第三方治理，通过项目运作模式与投资回报机制方面的创新拓宽环保企业的投融资渠道，大幅降低了企业融资成本，逐步优化了环保行业的商业模式。随着工业污染的需求被监管执法力度加大的激发，B2B 的商业模式将在未来环保行业中提升占比。
- 《新环保法》实施后，政府对环保的考核从数量指标转变为质量目标，并对环保质量不达标的主体进行严厉的惩罚，此举极大改善环保行业的环境，有利于优质环保企业不断做大做强。环保上市公司 2015 年的业绩出现明显改善，盈利能力和成长性都有显著提升。同时，越来越多的大型国企开始通过并购的方式进入到环保领域，他们具备资源、资金和技术等方面的优势，会大幅提升中国环保产业的国际竞争力，也将显著改善环保产业的生态环境。因此，逐渐转型的环保行业未来持续看好。
- 10 月 20 日国务院发布关于开展第二次全国污染源普查的通知，本次普查标准时点为 2017 年 12 月 31 日。反观中国第一次污染源普查为 2010 年，数据时间点为 2007 年，普查结果显示危废实际产生量远高于环保部年报面，之后危废行业脏正规化牌照化时代。因此，我们认为危废行情在第二次普查后将迎来整合化规模化，依旧持续看好环保行业优质企业。
- 未来五年中国环保企业将迎来十万亿规模的市场机遇，因此一定会出现几家千亿市值的环保企业。具备资金、技术和资源优势，可以提供环境综合服务的平台型企业会率先脱颖而出。此外，环保行业的细分领域众多，各细分市场未来都有望超过千亿规模，因此具备核心竞争力的细分领域龙头企业受益最大。根据各细分领域的行业特征和发展阶段，建议重点关注污水处理、固废处理等行业。

环保行业上下游影响不大，政府扶持助益发展

- 上下游行业与环保行业的关联性：钢铁、有色等上游行业为环保行业产品生产及工程实施等提供原材料，其价格波动将直接影响环保行业的成本，进而对环保行业的细分行业的利润产生影响。能源与大宗原材料价格上涨、人工成本上升，都会增加环保行业的营运成本，从而对其盈利带来冲击。而由于环保行业具有很强的公益属性，其需求变化在很大程度上取决于产业政策。国家对环保产业扶持力度的加大，将进一步提升环保产业下游高污染、高耗能工业企业的治污减排需求，从而助益于环保产业的发展。

图表 2: 环保行业上下游 (广义)

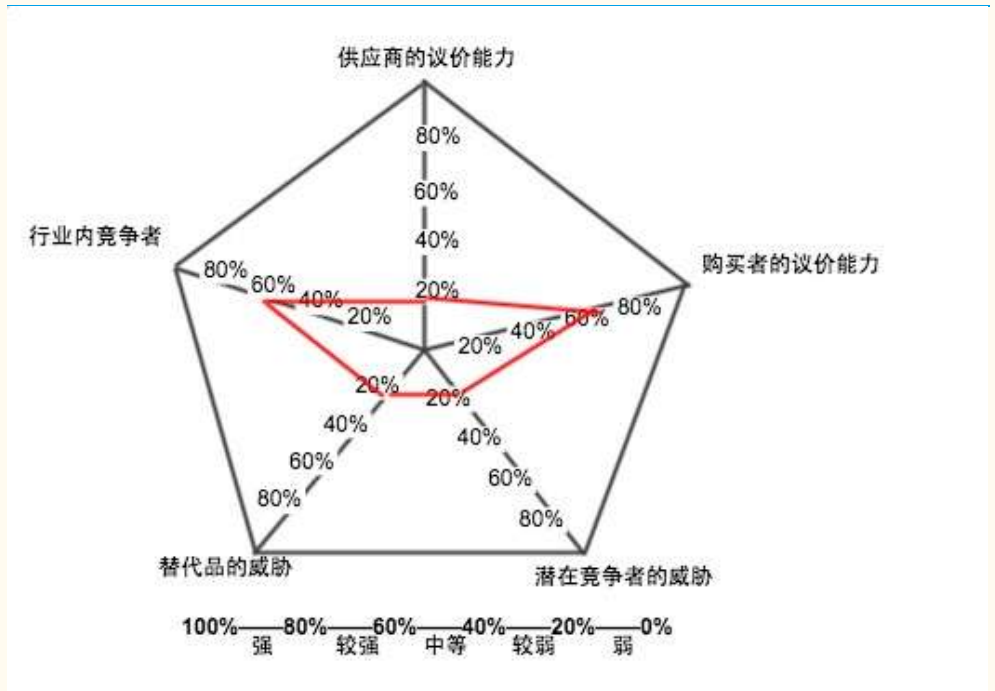


来源: 公开信息、国金证券研究所

环保产业竞争力之波特五力模型分析

- **供应商的讨价还价能力弱:** 对于环保行业而言, 环境保护设备的制造商是其主要供应商。自 2011 年以来, 环保行业装备制造业全行业总产值保持了平均 20% 以上的增速。但整个环保设备行业表现出的是低端产品产能过剩和高端产品缺乏核心技术的问题。并且, 随着钢材等设备原材料持续性产能过剩, 即使面临钢材价格有所波动的现状, 环保设备的制造商也会通过压低利润空间来保持产量, 进一步导致产能过剩。从而, 作为环保行业的供应商, 环保设备制造商的议价能力弱。
- **购买者的讨价还价能力强:** 环保行业购买者主要分布在政府主导的环境基础设施领域和市场调控的私营环保领域。前者主要为政府主导的大型国有企业, 政府控制严格, 导致此部分购买者议价能力强。后者主要为私营和外资环保企业, 受国际和国内市场调控, 议价能力弱。前者在购买中占绝大多数, 故整体而言, 环保行业购买者的议价能力较强。因此, 环保行业的整体市场环境能力较弱。
- **潜在进入者的威胁弱:** 我国的环保行业是政策主导型, 政府环保法律执法力度加强, 导致环保行业需求增加, 将会吸引大批投资者进入未来的环保市场。但面对行业较高壁垒, 较少可能性会出现大批量优质企业。具体体现在技术壁垒 (排放标准提高要求较强的技术实力)、资金壁垒 (环保设备的高投入要求企业具备较强的资金实力和融资能力)、资质壁垒 (具备资质的工程师例如环评工程师、环保工程师、水处理工程师等高技术人员数量有限)。
- **替代品的威胁弱:** 行业内的主流技术已形成, 被替代可能性小。短期内出现高新且低价适于普行的替代品的可能性非常小, 但不排除随着科技的进步, 以后会有此类替代品出现的可能性。
- **同行业的竞争较为激烈:** 竞争较为激烈, 细分领域各异。在水处理细分领域, 水务等公用事业属性较强、行业集中度低、竞争程度中等。在固废细分领域, 工业废弃物处理门槛较高, 竞争较小; 生活废弃物倾向于集中式理, 竞争较大。

图表 3: 环保行业市场竞争力分析之波特五力模型



来源：国金证券研究所

PPP(政府与社会资本合作)模式情况

PPP 入库数量过万，投资额达 12 万亿元

- 财政部全国 PPP 综合信息平台项目库发布今年第四份季报。季报显示：PPP 项目入库额达 1.18 万亿，落地率提升，但是入库数量明显放缓。截至 9 月末，财政部入库 PPP 项目达 12.46 万亿元，共计 1.05 万个。政部全部入库项目落地率为 26%，其中，第一批、第二批示范项目的落地率分别为 76%、56%，远超全部 PPP 项目的平均水平，其中第二批示范项目呈加速趋势。分析表明，入库项目的地区集中在贵州、山东、新疆、四川及内蒙古五地；项目类型以市政工程、交通运输及片区开发为主，合计超过入库项目的一半。

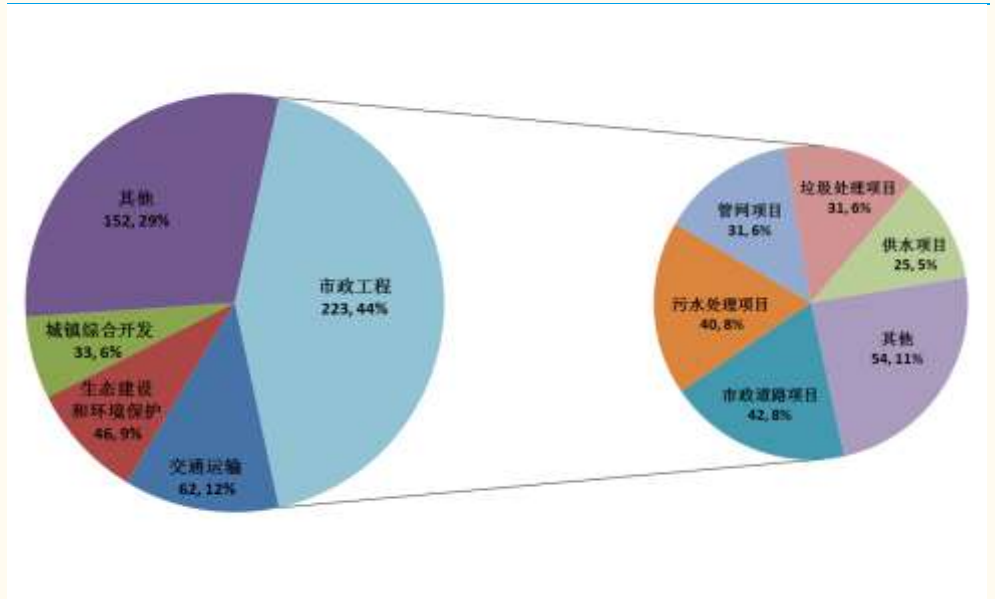
第三批示范项目总数大幅增多，超前两批总和

- 财政部第三批示范项目于 10 月 13 日正式发布，本次共有 34 个省、自治区、直辖市、计划单列市、新疆生产建设兵团和中央部委的 1174 个项目申报第三批示范项目，涉及总投资近 2.3 万亿元。其中共有 516 个项目入选，总投资规模达 1.17 万亿，前三批示范项目数量及总金额分别达 745 个和 1.97 万亿。不同于前两批 PPP 示范项目，第三批项目的评审是由财政部联合 19 个行业主管部门联合推进，由于示范项目经过严格筛选，前期准备工作更充分，PPP 项目落地率有望进一步提高。

环保 PPP 项目占比较大，有望带动环保行业业绩高增长

- 第三批示范项目覆盖了能源、交通运输、水利建设等 18 个一级行业。其中，市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发四类行业项目数最多，占比分别为 43%、12%、9%、6%，合计占比达 70%。值得注意的是占比最大的行业市政工程类项目投资总额 3205.96 亿元，对应二级行业项目数量前 5 位分别是市政道路项目占比 19%；污水处理项目占比 18%；管网项目占比 14%；垃圾处理项目占比 14%；供水项目占比 11%。前 5 位项目总数占比 76%。

图表 4: 第三批公示 PPP 项目总结



来源: 财政部、国金证券研究所

公司简介

借壳蓝星清洗，2010 年完成上市

- 2010 年上市之前，公司前身为成都市国资委独资的兴蓉投资有限公司，主要经营范围包括成都市以水环境基础设施项目为主的城镇基础设施的投资及投资管理（包括资本运作、项目投资咨询、招投标等），下属子公司主要业务为给排水、污水处理及水务投资等，负责成都市八大区及周边区县自来水供应及污水处理。
- 2009-2010 年，蓝星集团下属上市公司蓝星清洗通过置出全部资产、负债、人员，置入兴蓉投资下属子公司成都排水 100% 股权，并向兴蓉投资非公开发行股票 15955.93 万股，实施重大资产重组。重组收购完成后，公司控股股东由蓝星集团（27.08%）变为兴蓉投资（52.27%）。随即更换公司名称和证券简称为成都市兴蓉投资股份有限公司和“兴蓉投资”。至此，成都兴蓉投资有限公司借壳蓝星清洗上市完成。随后在 2015 年为使公司名称更准确地反映公司主营业务及发展战略，公司名称变更为成都市兴蓉环境股份有限公司，证券简称变更为“兴蓉环境”。

图表 5: 重大资产重组前后股权变化

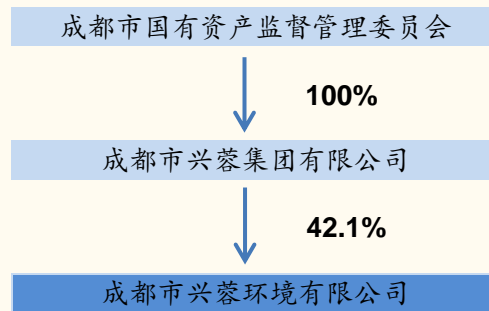
重组前 (30247.07 万股)		重组后 (46203.00 万股)	
蓝星集团	27.08%	兴蓉投资	52.27%
社会公众股	72.92%	社会公众股	47.73%

来源: 公司公告、国金证券研究所

成都国资委实际控制，股权结构简单

- 截止今年第三季度，公司控股股东仍为成都市兴蓉集团有限公司，公司实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会。公司下属子公司涵盖自来水生产与销售类、给排水管网设计及工程类、污水处理类、污泥处理类、垃圾焚烧发电及渗透液处理类等共 19。其中，4 家全资子公司，1 家控股子公司，14 家孙公司。

图表 6：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司主要控股参股子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
自来水公司	四川成都	自来水生产与销售	100.00%		同一控制下企业合并
沱源公司	四川成都	自来水生产与销售		53.71%	非同一控制下企业合并
海南兴蓉公司	海南文昌	自来水生产与销售		95.51%	同一控制下企业合并
安科公司	四川成都	供排水管网工程	100.00%		分立新设
探测公司	四川成都	地下管线探测		100.00%	同一控制下企业合并
供水设计公司	四川成都	给水工程设计		100.00%	同一控制下企业合并
特种工程公司	四川成都	供排水管网工程		100.00%	同一控制下企业合并
排水公司	四川成都	污水处理	100.00%		发行权益性证券取得
兰州兴蓉公司	甘肃兰州	污水处理		100.00%	投资新设
银川兴蓉公司	宁夏银川	污水处理		100.00%	投资新设
西安兴蓉公司	陕西西安	污水处理		100.00%	投资新设
巴中兴蓉公司	四川巴中	污水处理		100.00%	投资新设
深圳兴蓉公司	广东深圳	污水处理		60.00%	投资新设
污泥处置公司	四川成都	污泥处置		100.00%	投资新设
兴蓉拉豪公司	四川成都	污泥处置		60.00%	投资新设
再生能源公司	四川成都	垃圾渗滤液处理	100.00%		同一控制下企业合并
万兴发电公司	四川成都	垃圾焚烧发电		100.00%	投资新设
隆丰发电公司	四川成都	垃圾焚烧发电		80.00%	投资新设
新蓉环境公司	四川成都	MBR 水处理	51.00%		投资新设

来源：公司公告、国金证券研究所

推进港股发行上市，离 A+H 跨境融资平台又进一步

- 公司于 2015 年 4 月过会《关于发行 H 股股票并在香港上市的议案》，拟首次公开发行 H 股股票并在香港上市。2016 年 6 月 24 日，相关申请经证监

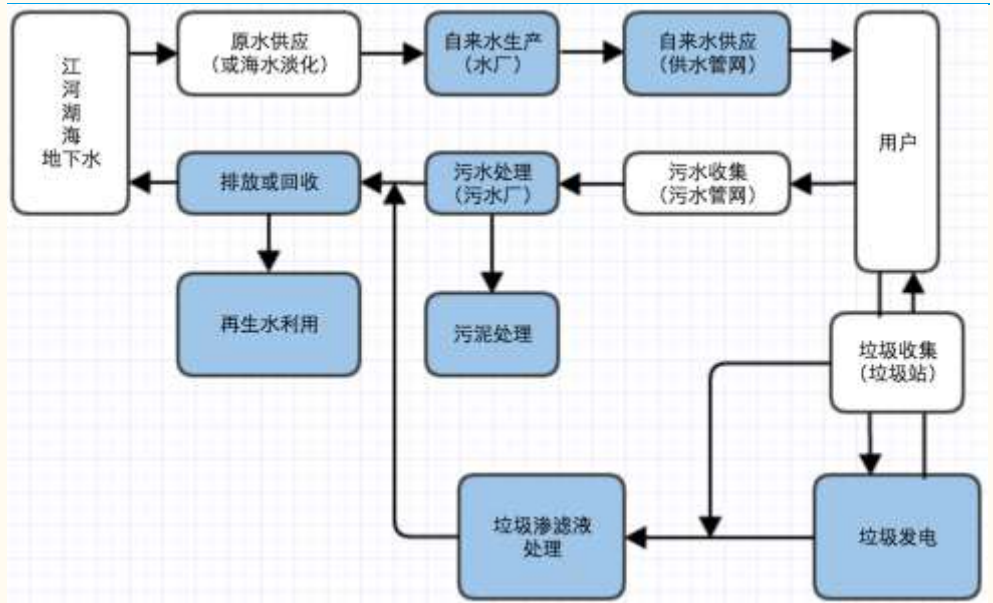
会审查后已经进入受理环节，6月30日，公司向香港联交所递交了公开发行境外上市外资股（H股）并在香港联交所主板挂牌上市的申请，于2016年7月4日晚间在香港联交所网站刊登了本次发行上市的应用版本资料集。

公司业务介绍

“兼容发展，一主多元”发展理念，西部领先水务运营商投身新兴环保产业

- 2010年公司重大重组之前，公司主营业务为给排水、污水处理等水务运营及投资，重组后，公司围绕“兼容发展，一主多元”的发展理念，通过5年时间快速形成“以水务产业为基石，新兴环保产业（如垃圾焚烧发电、区域水环境综合整治、土壤治理、静脉产业园建设等）共同发展”的产业格局丰富公司业务结构，延伸产业价值链，实现公司从西部领先的水务商向全球同行业知名企业的转变，发展成为水务和环境综合服务商。

图表 8：公司各类业务所处行业产业链



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：公司现阶段项目开展情况

地域	时间	项目名称	项目开展情况	总投资（亿元）	特许经营期（年）	项目设计规模（万吨/日）	单价（元/吨）	备注
海南	2012	海南清澜水厂三期扩建项目	在建	0.36		2		扩建后共 3.8 万吨/日
成都	2014	水七厂一期配套项目	收尾阶段	-	-	-		
沱源	2014	自来水二厂项目	通水		30	6		
成都	2015	水七厂二期	项目核准设计招标	8.0856	25 含建 2 年	50		
成都	2015	成都天府新区直管区供水	签署协议		30			
徐州	2016	沛县供水 PPP 项目	成立项目公司	15.04	30 含建 3 年	20		
成都	2013	高新区中和污水处理厂	完成主体及设备安装	-	30	20	前三年 1.62	保底来水 3.5 万吨/日

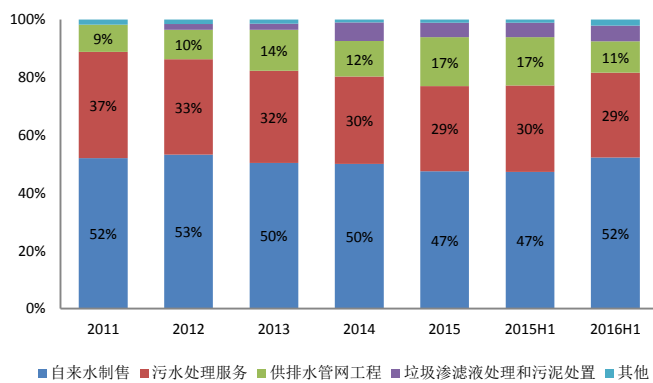
银川	2011	第六污水处理厂一期二期工程	商业运行 2016/7/1	0.9060 一期一步	30 (含建)	15	前两年 0.89	
巴中	2012	第二污水处理厂迁建BOT项目	在建	2.66(从 1.79增加)	28	20	第一年 1.17	
成都	2014	第三、四、五、八污水处理厂扩容改造项目	运行2016年8月	11		35		
巴中	2016	迁建厂外污水干管及泵站	在建	0.3511	-	-		
宁夏	2016	宁东基地水资源综合利用PPP项目	中标	12.053	30	-		
徐州	2016	沛县供水PPP项目	成立项目公司	15.04	30 含建3年	8.3		
万兴	2012	环保发电项目	预计2016年底投运	11.2	25 含建2年	2400	46	电价0.65元(<280度)/0.333元(>280度)
隆丰	2014	环保发电项目	预计2017年底投运	8.6703	25	1500		电价0.65元(<280度)/0.4487元(>280度)

来源：公司公告、国金证券研究所

四大主营业务，总营收12%复合增长，毛利率持续下降

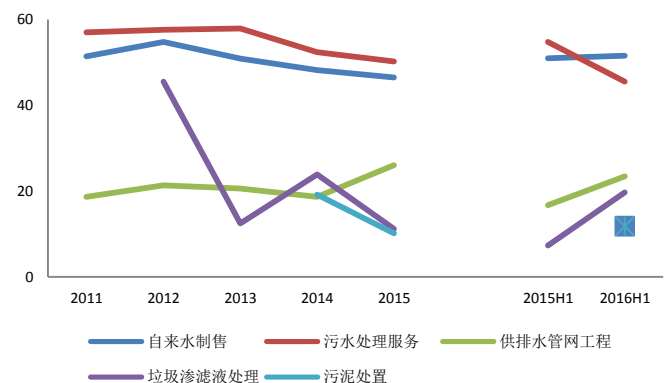
- 目前公司有四大主营业务：自来水制售、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理和污泥处置。其中自来水制售为占公司主营营收约50%，污水处理服务约30%，供排水管网工程约15%左右。2016年底至17年低，随万兴和隆丰项目建成运行，公司将拥有3900万吨/日垃圾焚烧能力，新增垃圾焚烧发电业务。分业务毛利率方面，除供排水管网工程外，其余均有不同程度下降，由于项目落地运营，折旧费用增加，以及营改增的影响，污水处理服务毛利率水平由2013年58%下降至2015年的50%；自来水制售业务毛利率约由2012年的最高点55%下降至2015年的46%。受垃圾渗滤液水质差别大的影响，垃圾渗滤液处理业务毛利率波动较大，纵观2013-15年，波动区间为11%~25%。污泥处置业务同样受营改增影响，毛利率较业务初期下降约9个百分点，仅10%左右。

图表 10：2011-15 年公司主营业务营收分布



来源：公司公告、国金证券研究所

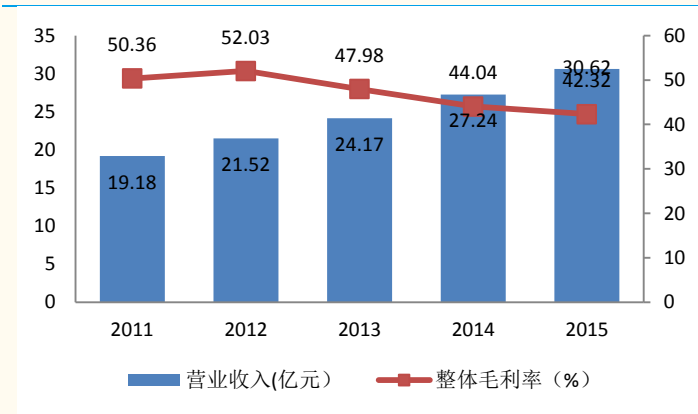
图表 11：2011-15 年公司主营业务毛利率 (%) 变化



来源：公司公告、国金证券研究所

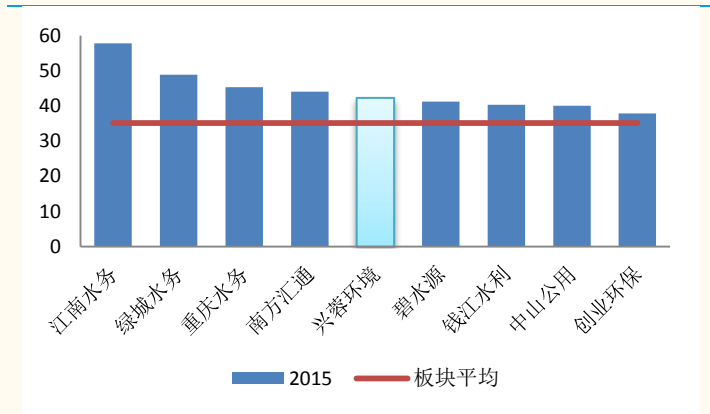
- 总体来看，公司业务状况良好，2011-15 年总营收保持年 12% 的复合增长速度，从 19.18 亿元增长至 30.62 亿元，且分布较为均匀。整体毛利率水平呈现下降趋势，但下降幅度有所减缓。最高时末 2012 年的 52.03%，随后一直降至 2015 年的 42.32%。对比我们分类的子版块水务与环保水处理个股，2015 年公司毛利率仍然处于相对较高的水平，超过板块平均达 7 个百分点。

图表 12: 2011-15 年公司营收 (亿元) 和毛利率 (%)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 13: 2015 年公司整体毛利率与板块个股比较



来源: wind、国金证券研究所

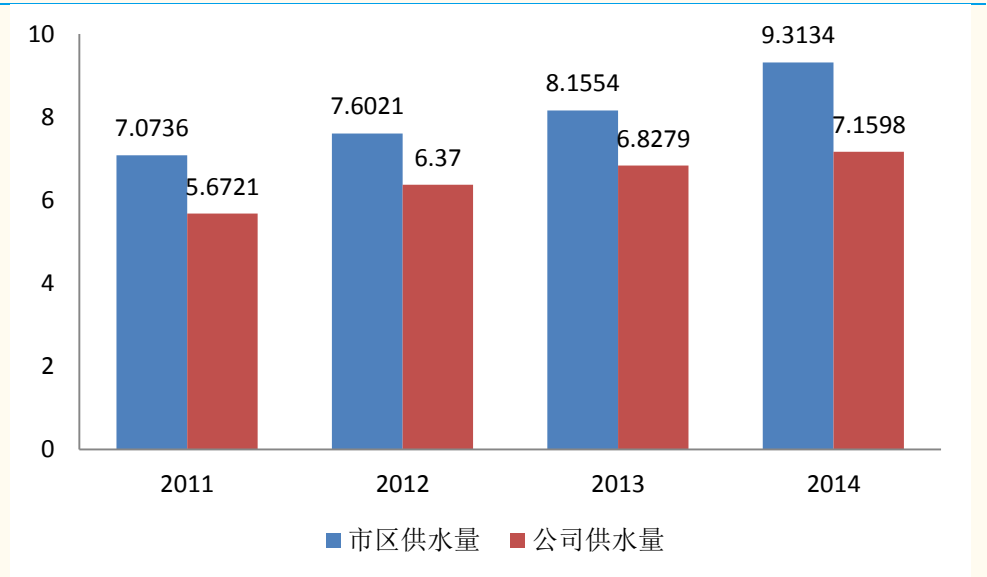
前三季度业绩增 4%，发行 11 亿公司债节约财务费用约 2000 万

- 公司前三季度实现营收 22.21 亿元，同比下降 2.90%，下降原因与营改增有关，公司污水处理、垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水供应等业务不同程度的开征增值税，剔除税收政策影响后公司本期营业收入同比增加；归母净利润 7.59 亿元，同比增加 4.15%。公司于 7 月底完成发行 2016 公司债（第一期）11 亿元，票面利率为 2.95%，较同期银行贷款基准利率下浮 38%，为公司年节约利息约 1980 万元。

自来水制售业务：占比公司营收近半，80%区域市占率

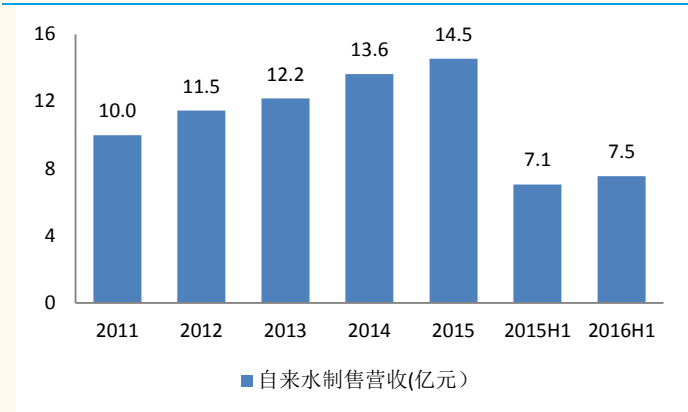
- 公司自来水制售业务包括了从水源取水、自来水净化、输水管网输送、自来水销售及售后服务的完整供水产业链。截至 2016 年 3 月末，公司供水能力约为 250 万吨/日，其中：成都地区公司供水能力达到 233.8 万吨/日，主要为成都中心城区（不包括成都铁路局自来水厂供水范围及武侯区金花镇）以及郫县郫筒镇、犀浦镇等九个镇提供自来水供应服务，同时通过趸售方式向龙泉、新都、双流三个区县供水。异地供水能力为 16.3 万吨/日，范围涉及海南清澜（1.8 万吨/日）、成都沱源（5 万吨/日）及巴中市（9.5 万吨/日）。
- 自来水制售业务为公司最大的主营业务，占公司业务营业收入的 50% 左右，在近 5 年内以 10% 的速度复合增长。总体来看，该业务在重庆市区域市场的占有率很高，公司 2011-14 年供水量达到市区总供水量 80% 左右。毛利率方面，自来水制售近 5 年毛利率复合增长率为 -2.5%，呈下降趋势，公司公告指出主要原因是自来水七厂一期工程投入运营，产能释放不完全，资产折旧上升所致，预计随 2016 年下半年水七厂一期配套项目郫县供水建设完成，以及成都沱源自来水二厂通水运行，毛利率仍将继续小幅下降。

图表 14: 2011-14 年公司供水量和成都市区总供水量 (亿吨)



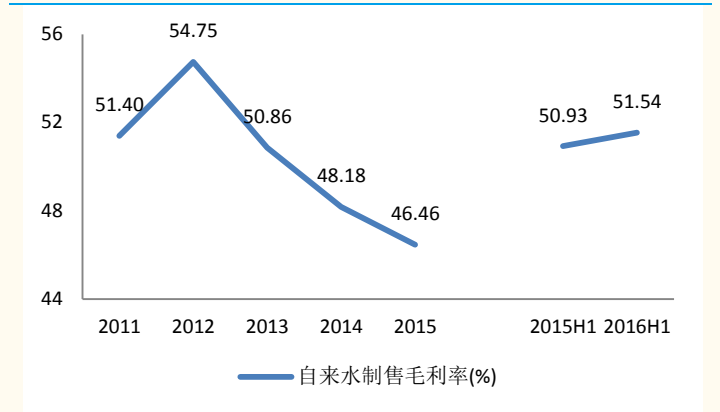
来源: wind、公司公告、国金证券研究所

图表 15: 2011-15 年自来水制售业务营收 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 16: 2011-15 年自来水制售业务毛利率 (%)

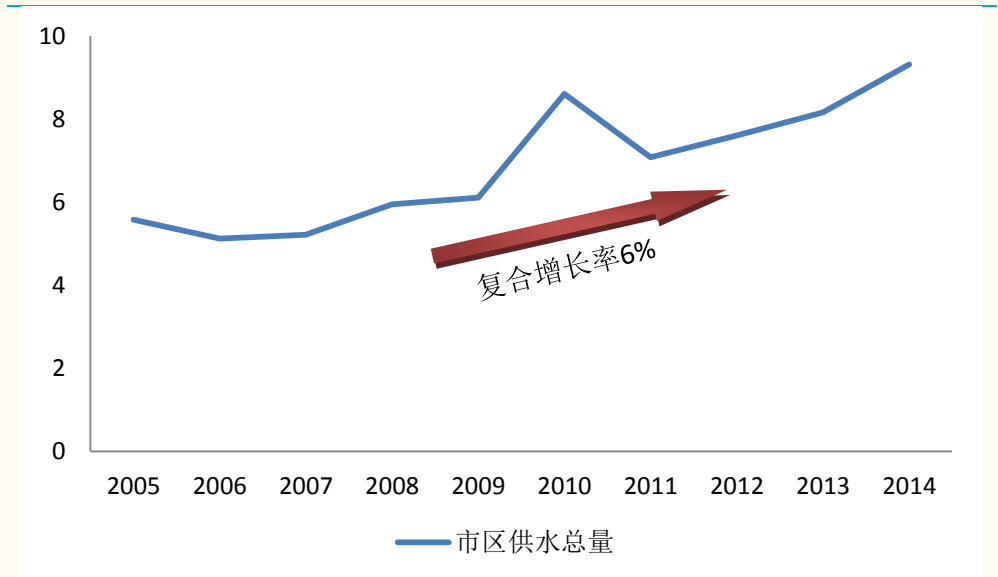


来源: 公司公告、国金证券研究所

自来水制售业务: 部分供水项目建设陆续完成, 后续沛县供水 PPP 订单保障业绩增长

- 供水项目建设方面, 截至 2016 年半年报, 水七厂一期配套项目郫县全域供水建设工作已进入收尾阶段, 预计年内有望建成投用, 水七厂日供水量将接近满负荷。日处理能力 50 万立方米的自来水七厂二期工程已完成项目核准和设计招标, 预计在 2017 年底投运, 届时公司成都地区供水能力将在现有基础上增加 20%, 随着成都沙西线输水管线工程以及绕城高速输水管线工程相继完工, 同时考虑成都市每年供水量自然增长 5%~6%, 公司产能将在短期内得到释放。同时, 公司间接控股 53.71% 的成都金堂县沱源自来水公司二厂项目 6 万吨/日, 已于今年 9 月份通水试运行, 预计经过 3~6 个月试运营后, 将正式商业运营。此外, 公司海南清澜水厂三期 2 万吨/日扩建工程已于 2014 年底启动, 扩建后供水能力将达 3.8 万吨/日。

图表 17: 成都市区供水总量 2005-2014 年 (亿吨)



来源: wind、国金证券研究所

- 公司于今年 8 月成功中标总投资约为 15.04 亿的沛县供水 PPP 项目。项目规模由 20 万吨/天地表水厂 (含深度处理 20 万吨/天)、合计 8.3 万吨/天 13 个建制镇污水处理厂、市政管网 (含供水管网: 包括水源地保护、区域供水管网、老城区管网改造、区域供水与农村饮用水支网对接管网; 13 个建制镇污水管网) 以及农村饮水安全工程四部分组成。目前公司与沛县城市投资开发有限公司已共同出资成立 PPP 项目公司, 注册资本 4.512 亿元, 公司出资占比 80~90%。
- 根据成都市发改委发布《成都市发展和改革委员会关于建立实施我市中心城区居民用水阶梯价格制度的通知》, 2016 年 1 月 1 日起成都正式实施阶梯水价。但因为户表用户比例很低, 绝大部分是合表用户, 阶梯水价实施后, 对公司水费收入影响有限。

图表 18: 成都市污水处理费及自来水价格收费标准 (元/m³)

用水类别	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源费	污水处理费	终端价格
居民生活用水	第一阶梯 (m ³ /户表·年) 0-216m ³	1.74	0.24	0.10	0.90	2.98
	第二阶梯 (m ³ /户表·年) 217-300m ³	2.61	0.24	0.10	0.90	3.85
	第三阶梯 (m ³ /户表·年) 301m ³ 以上	5.22	0.24	0.10	0.90	6.46
	合表 (含居民住宅用水; 学校教学、学生生活用水; 部队、武警的干部家属生活用水)	1.74	0.24	0.10	0.90	2.98
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水以外的其他用水	2.69	0.24	0.10	1.40	4.43
特种行业用水	洗浴行业用水 含桑拿、洗浴、浴足等用水	10.29	0.24	0.10	4.50	15.13
	洗车行业用水 洗车用水	6.39	0.24	0.10	3.40	10.13

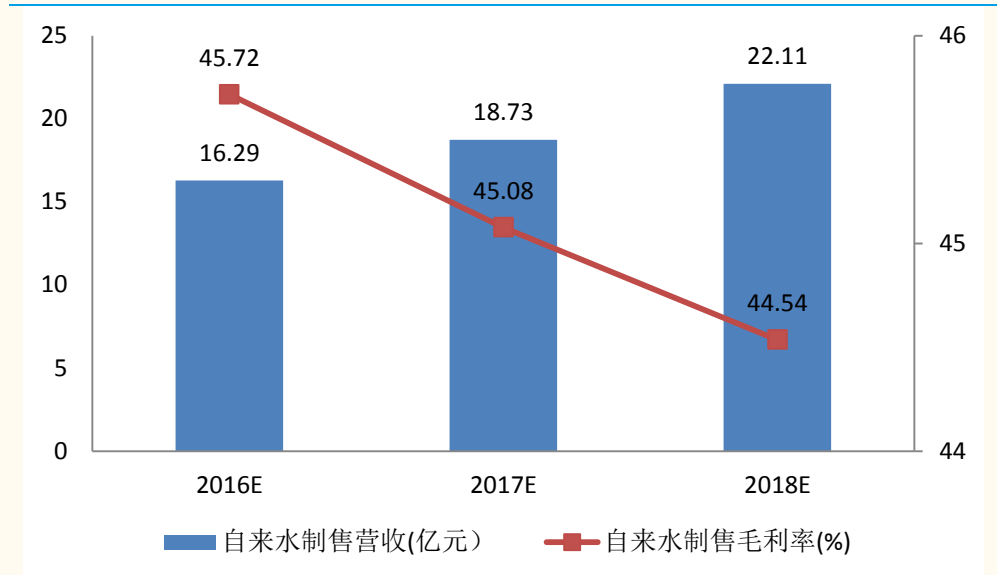
其他特种行业用水	含娱乐业；健身房、休闲会所、美容美发、茶楼、酿酒、饮料业、饮用水制造（含纯净水）、烟草加工等	5.39	0.24	0.10	1.80	7.53
----------	--	------	------	------	------	------

来源：公司网站、国金证券研究所

自来水制售业务：2016-18 年营收增幅 12%、15%、18%，毛利率降幅 1.6%、1.4%、1.2%。

- 综合考虑以上信息，包括成都市供水量自然增长情况，公司在建供水项目情况，中标项目情况，以及成都天府新区规划建设，预计公司 2016-18 年营收分别增长 12%、15%、18%，毛利率降幅分别为 1.6%、1.4%、1.2%。

图表 19：2016-18 自来水制售业务营收（亿元）和毛利率（%）预测

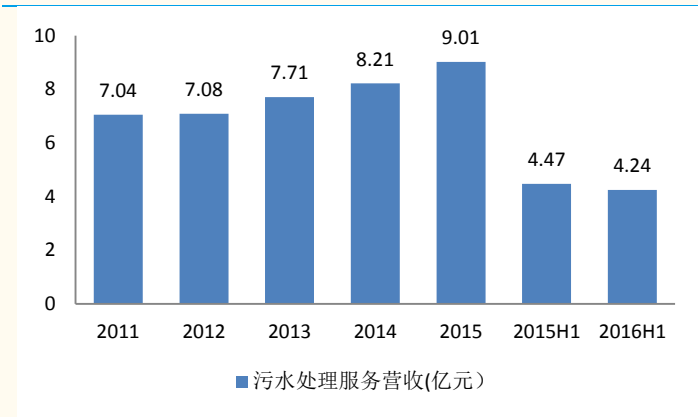


来源：国金证券研究所

污水处理服务：占比营收近三成，从传统污水处理向膜技术深度处理发展

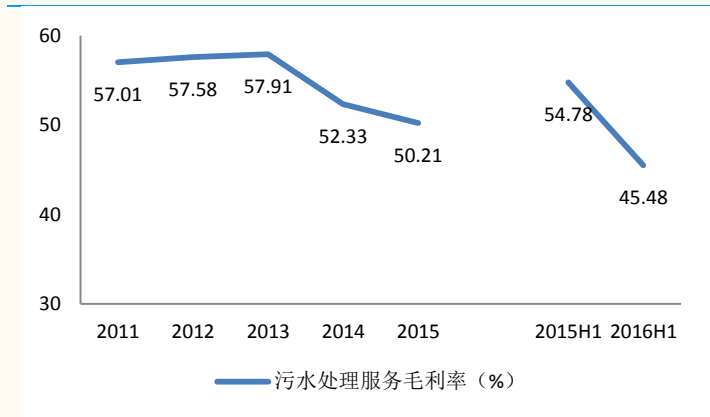
- 污水处理服务为公司第二大主营业务，其营收占比从 2011 年的 37% 下降至 2015 年的 29%，与公司整体战略布局——“兼容发展，一主多元”——有关，且受到营改增的影响。毛利率方面维持下降趋势，2015 年较 2011 年下降近 7 个百分点，尤其在 2013-14 年间，毛利率减少 5.58 个百分点，2016 年上半年更是降至 45.48%。主要因素还包括两点：一是 2014 年成都市第九污水处理厂正式运行，污水排放标准提高后，整体污水处理成本增加，导致毛利率下降；二是从 2015 年 7 月起，成都污水处理行业开征增值税。对比我们统计的 10 个主要的水处理公司整体毛利率情况，2015-16 年平均值在 35% 左右，公司 45.48% 的毛利水平仍然处于高位。未来或将继续下降。

图表 20: 2011-15 年污水处理服务营收 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 21: 2011-15 年污水处理服务毛利率 (%)



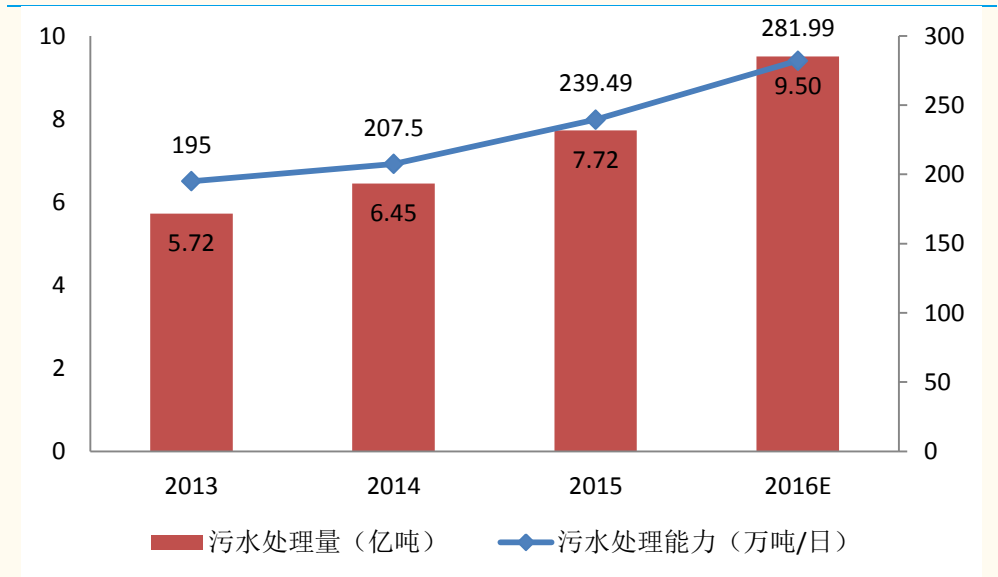
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司以传统技术工艺开展市政污水处理业务的同时, 在 2015 年与中信环境技术有限公司 (原新加坡联合环境技术有限公司) 共同出资设立成都市新蓉环境有限公司, 公司持股 51%, 该子公司成立后, 计划使用联合环境“多相组合膜生物反应器 (MP-MBR)”专利技术, 开展污水深度处理项目的设计、技术集成、膜组件供应和安装业务。中信环境之前在广州已经有成功的项目, 膜的运行状况良好, 该公司服务性价比较高。本次合作, 也将 MBR 用在三、四、五、八污水处理厂扩能提标工程上, 合计规模为 35 万吨/日。公司原有的处理方式只能达到一级 A 的标准, 在不增加占地的情况下, 通过在二沉池加膜可提高处理效果, 并提升污泥的浓度。预计出水水质除总氮之外, 所有排放物都将达地表四类水标准。

污水处理服务: 处理能力大幅增加, 开发中水服务业务扩宽产业链

- 截止今年 8 月底, 公司污水处理能力为: 成都市中心城区包含今年通水运行的三、四、五、八厂扩能 35 万吨/日, 共计 195 万吨/日 (未包括污水处理二厂 30 万吨/日); 公司在异地污水处理规模为 80 万吨/日, 分别为兰州 20 万吨/日、银川 5 万吨/日、西安 30 万吨/日和深圳 25 万吨/日。在建污水处理能力包括: 巴中迁建第二污水处理厂一期 7.5 万吨/日, 完成主体和设备安装的成都高新区中和污水处理厂一期 5 万吨/日以及已建成但尚未通水的巴中经开区污水处理厂 1.99 万吨/日。预计 2016 年底, 公司总计投入运行的污水处理能力将达到 281.99 万吨/日, 较 2015 年增加约 18%。
- 项目建设方面: 除已经成立项目公司的沛县 13 个建制镇级污水处理厂 8.3 万吨/日外, 近日公司与重庆建工集团股份有限公司组成的联合体中标宁夏回族自治区宁东基地水资源综合利用政府和社会资本合作 (PPP) 项目, 总预算约 12 亿元, 并于 11 月 7 日签订《合资经营合同》, 成立项目公司宁夏宁东兴蓉水处理有限责任公司, 注册资本 10 亿元, 公司占比 59%。此外, 公司在 2014 年获得成都市城区 24 年中水回用特许经营权, 在特许经营期内, 每年 11 月到次年 4 月枯水期向, 由新建污水处理厂向成都清水河提供 30 万吨/日中水用于景观环境补水。

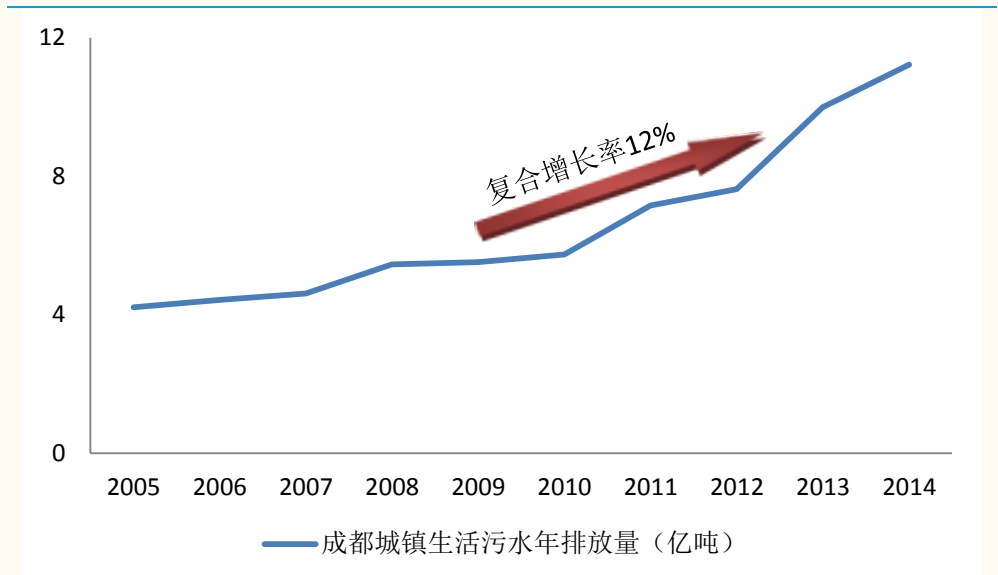
图表 22: 2013-16E 公司污水处理能力 (万吨/日) 和污水处理量 (亿吨)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 成都市城镇生活污水排放量近 10 年增长迅速, 并且有加速增长的趋势, 年复合增长率 12%, 在 2014 年排放量已经达到 11.22 亿吨, 同时成都全部污水处理厂设计产能为 326.6 万吨/日。同年公司在成都市污水处理量约为 4.5 亿吨, 处理能力为 130 万吨/日, 分别占到总排放量和处理产能的月 40%。预计 2016 年底公司在成都污水处理能力将达到 195 万吨/日, 随后管网系统完善, 基本全面覆盖成都中心城区的污水处理, 产能释放污水处理服务地区市占率有望上升 10-20%。

图表 23: 2005-14 年成都城镇生活污水年排放量 (亿吨)

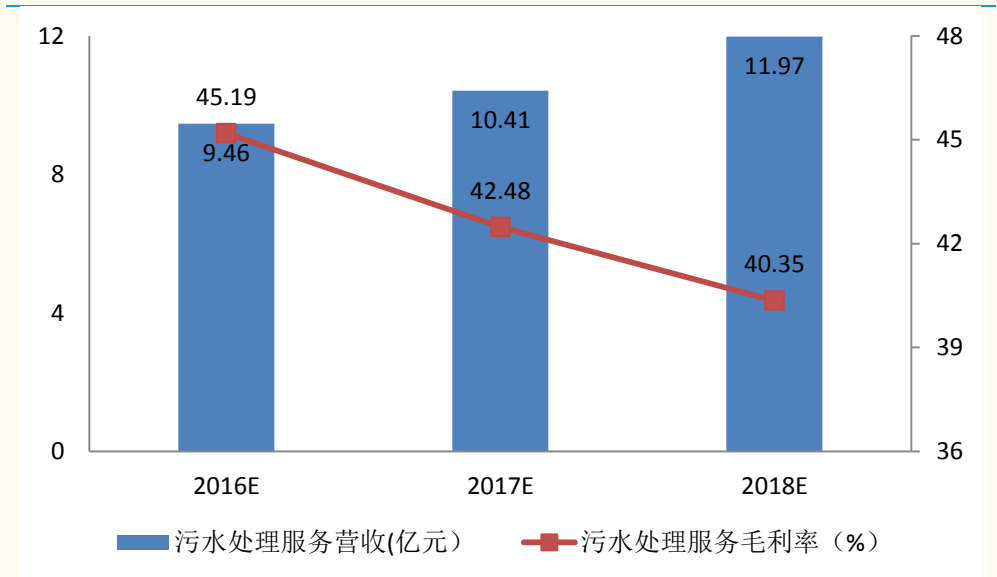


来源: wind、国金证券研究所

污水处理服务: 2016-18 年营收增加 5%、10%、15%, 毛利率降幅 10%、6%、5%

- 综合以上信息, 预计公司 2016-18 年, 污水处理服务营收分别增长 5%、10%、15%, 毛利率继续下降, 但下降速度变缓, 为-10%、-7%、-5%。

图表 24: 2016-18 年污水处理服务营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测

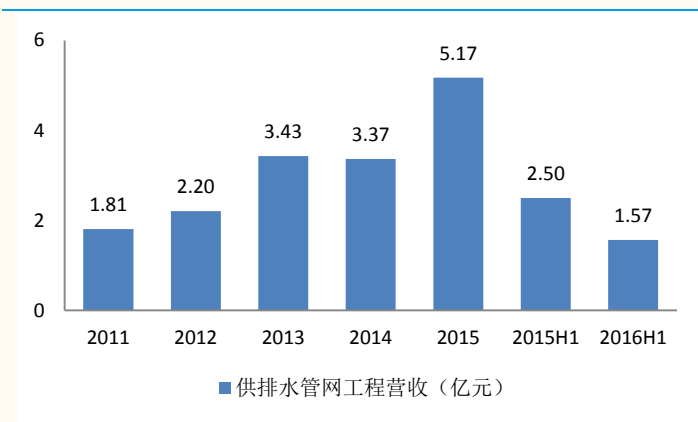


来源: 国金证券研究所

供排水管网工程: 半年报营收同比降 37%, 纵观营收、毛利齐增

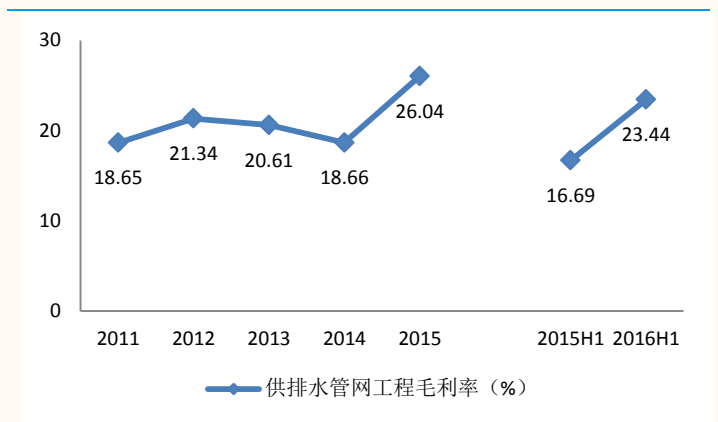
- 截止半年报, 公司供排水管网工程中, 成都市沙西线输水管线工程累计完成管道安装 17.33 千米; 成都市绕城高速给水管输水管道工程累计完成管道安装 8.09 千米; 水七厂一期配套项目郫县全域供水建设工作已进入收尾阶段; 中心城区供水基础设施建设项目已配合道路施工同步完成; 天府新区农饮水项目主体工程建设已完成, 完成管线安装 336.3 千米, 完成入户总数 12,154 户。此外, 公司巴中市第二污水处理厂迁建工程中厂外污水干管及泵站也在建设当中。
- 公司该业务营收和毛利率均保持上升趋势, 与主营业务自来水制售和污水处理服务的不断扩张密不可分。但其增长方式呈现出一定阶梯式增长。综合考虑公司沛县供水 PPP 项目、宁东基地水资源综合利用 PPP 项目、公司现有在建管网工程、成都天府新区规划等利好因素, 以及 2016 年上半年管网工程营收同比情况。我们认为公司 2016 年供水管网工程营收较 2015 年下降 20%, 但 2017-18 年受新增项目及存量项目 (约 30 亿) 的刺激, 以及污水处理厂后续二期、三期工程的建设预期, 将增加 30% 左右。毛利率在业务量增加的情况下, 将有所增加, 参考建筑行业管道工程及设备安装毛利率情况 (25% 左右), 增幅不大, 在 5% 左右。

图表 25: 2011-15 年供水管网工程营收 (亿元)



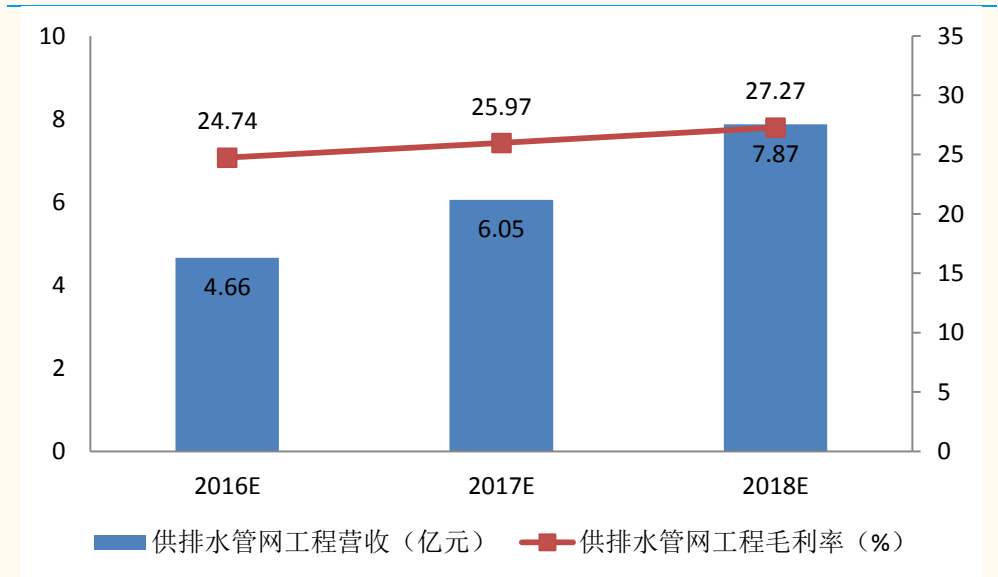
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 26: 2011-15 年供水管网工程毛利率 (%)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 27: 2016-18 年供水管网工程营收 (亿元) 和毛利率 (%) 预测

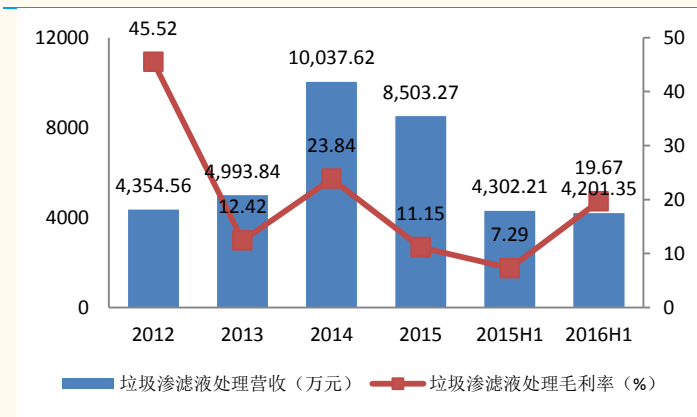


来源: 国金证券研究所

垃圾渗滤液处理: 处理量稳定, 利润随来水水质变化波动性大

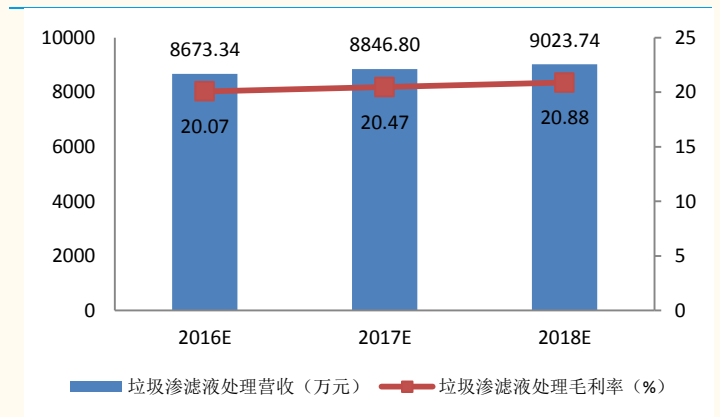
- 公司于 2012 年 5 月收购再生能源公司 100% 股权, 从而将业务拓展至环保领域。再生能源公司主要业务为垃圾渗滤液处理服务和垃圾焚烧发电, 拥有垃圾渗滤液处理厂 1 座和 20 年的特许经营权, 规模为 2,300 吨/日, 一期工程处理能力为 1300 吨/日, 是国内首家按照国家标准运行成功的垃圾渗滤液处理厂, 采用外置式膜生化反应器+反渗透 (MBR+RO) 的工艺。2014 年 1 月成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理厂扩容工程 (二期) 通过验收, 新增处理能力 1000 吨/日。
- 营收方面, 2014 年扩容后, 处理量大约翻一番, 稳定在约 65 万吨/年。未来随 2017-18 年垃圾焚烧发电项目投产运行, 也将增加一部分垃圾渗滤液处理量。毛利率方面, 据公司介绍基本稳定在 20%-30%, 但由于渗滤液进水水质日益下降, 导致毛利率有下滑趋势。2013 年和 2015 年毛利率分别只有 12.42% 和 11.15%, 2016 年上半年毛利率则达到 19.67%。由于垃圾发电项目渗滤液体量未知, 考虑 2016-18 年垃圾渗滤液处理量基本在目前水平, 并小幅增加 2%/年, 同时考虑营收主要受到未来三年不可预知的来水水质及药剂使用等因素的影响, 毛利率稳定在 20%, 营收相应增加 2%/年。

图表 28: 2012-15 年垃圾渗滤液处理业务营收 (万元) 和毛利率 (%)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 29: 2016-18 年垃圾渗滤液处理业务营收 (万元) 和毛利率 (%) 预测

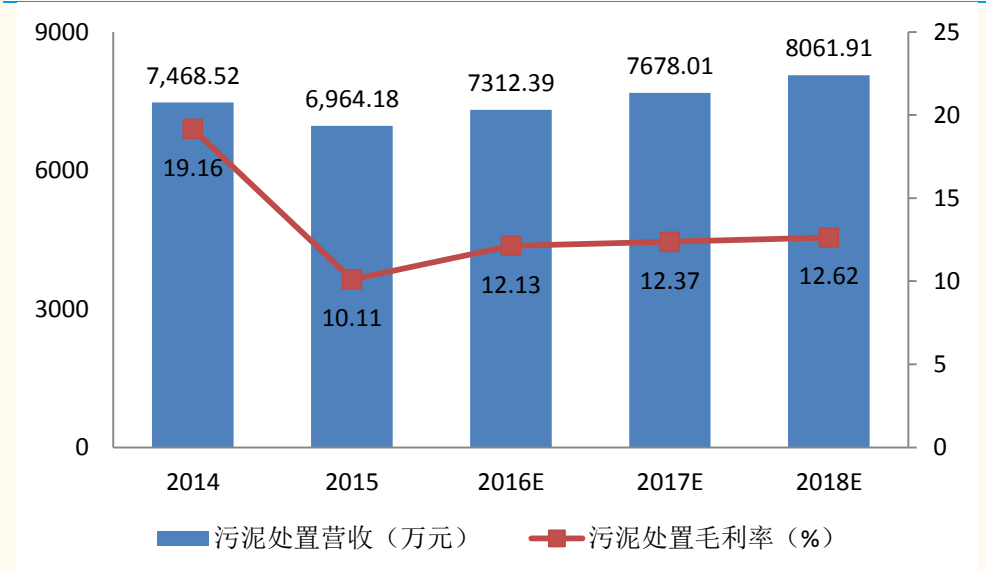


来源: 国金证券研究所

污泥处置业务：拓宽产业链，与污水处理服务协同发展

- 公司目前污泥处理规模为 400 吨/日，总投资约 4 亿元，采用“半干化+焚烧”及“干法+湿法”烟气处理工艺。2013 年完全进入商业运行。目前公司正积极推进污泥处理厂二期建设项目，并与都江堰拉法基水泥有限公司成立成都兴蓉拉豪环保技术有限公司，积极推进水泥窑协同处置项目。公司与绿山公司尝试利用蚯蚓生物堆肥污泥处置技术还在测试中。预计公司未来污泥处理规模总量为 1100 吨/日。完全建成后将为公司每年带来利润约 1300 万元。

图表 30：2016-18 污泥处置营收（万元）和毛利率（%）预测



来源：公司公告、国金证券研究所

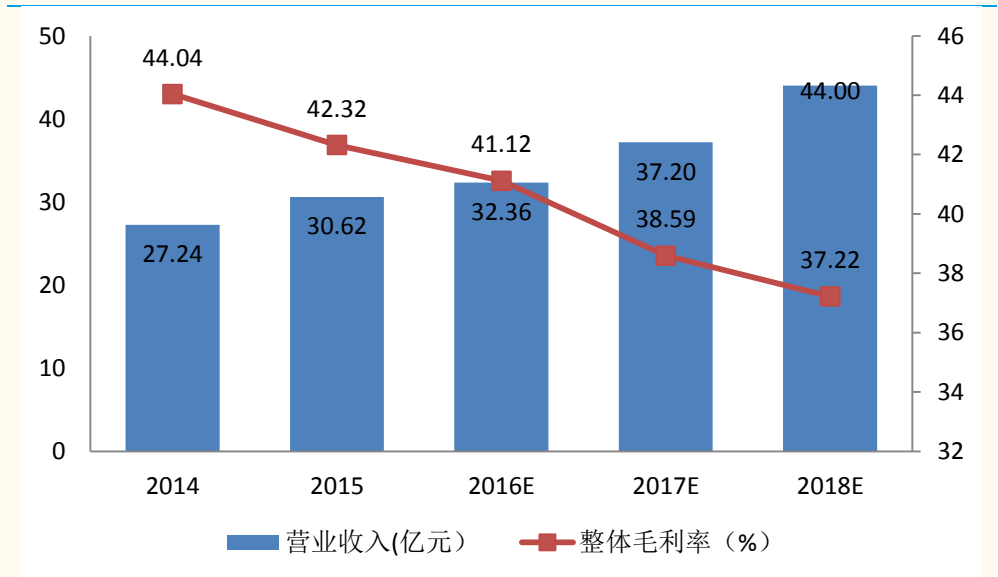
垃圾发电业务：新增利润增长点，计划 16、17 年底分别投运 2 项目

- 公司目前拥有成都市 4 各垃圾发电项目中的两个，分别为万兴项目和隆丰项目。随成都的填埋场 2018 年停产，垃圾焚烧是必然选择，也将为公司带来可观收益，成为公司 2017-18 年新增业务之一。其中，万兴项目预计 2016 年底投运，处理规模为 2400 吨/日，垃圾处理单价 46 元/吨；隆丰项目 2017 年底投运，处理规模为 1500 吨/日。保守估计，两个项目投产后第一年产能释放 60%，第二年产能释放 80%，按照每年 335 天计算，2017 年万兴项目垃圾处理量约为 50 万吨，2018 年二者合计垃圾处理量 100 万吨。发电量方面以公司对隆丰项目的测算为参考，预计 2017 年发电量 15000 万度，2018 年发电量合计 30000 万度。同时考虑垃圾发电项目合理毛利率 40%，预计 2017 年可为公司带来约 3500 万毛利润，2018 年约 6000-7000 万毛利润。

2016-18 公司整体营收受益新增项目落地运行加速增加，毛利率继续下行

- 预计公司 2016-18 年营收呈加速增加形式，分别实现 32.36、37.20、44.00 亿元，毛利率受产能释放及折旧摊销增加影响，继续维持下降趋势，但降幅有所减缓。

图表 31：2016-18 公司整体营收（亿元）和毛利率（%）预测



来源：公司公告、国金证券研究所

公司运营风险

- **融资不能满足资本开支及其他资金需求的风险：**水务行业属于资本密集型行业，具有固定资产投入大，回收期长，投资回报稳定的特点。公司未来新建污水处理厂、自来水厂、污水污泥处理工程或参与异地并购项目，需要大量的资金支持。若因宏观经济、货币政策和资本市场的融资环境变化，公司不能顺利的通过银行、发行新股或债券等方式筹集资金，则可能影响公司发展战略的有效实施。
- **在建工程规模较大，存在项目建成后固定资产折旧大幅增加，影响公司经营业绩和偿债能力的风险：**截至 2016 年 3 月 31 日，公司在建工程账面价值为 293,881.88 万元，占期末资产总额的比例为 20.19%，在建工程规模较大。上述在建工程未来全部转固之后，折旧费用将有较大幅度的增加。如果此部分在建工程投产后新增的销售收入不能按照预期超过盈亏平衡点，则存在固定资产折旧大幅增加影响公司盈利能力和偿债能力的风险。
- **水源较为集中、水源污染的风险：**原水是自来水生产的主要原材料，原水水质对制水工艺处理后的出水水质有重要影响。目前，自来水公司所有水厂的原水均取用岷江内江水系中的徐堰河、柏条河和沙河，未来不排除岷江内江水系出现水质大幅下降的情况，包括受到突发事件、公共环境事件、生态灾难导致的水源污染，如汶川大地震后山体滑坡、泥石流导致原水浊度指标大幅超标；在雨季持续强降雨过程中氨氮、总氮、生化需氧量、化学需氧量、总磷、粪大肠菌群等指标可能出现超标；因石油化工类企业管道泄漏等工业事故导致的突发苯指标、油污染、金属超标等。水源水质的大幅下降将导致制水效率降低、单位售水成本上升，甚至导致采用常规的制水工艺无法提供合格的自来水，需要对原水实施深度净化处理工艺，进一步增加水厂的制水成本。若污染程度进一步加重，甚至可能导致自来水厂在一段时间内被迫停取原水并停产，对自来水公司的生产经营活动带来不利影响。因此，自来水公司水源较为集中的情况降低了公司应对水源危机的弹性，存在水源集中的风险。
- **成都市中心城区污水处理单价调整对未来收益的影响：**公司现有成都城区污水处理服务业务处理单价为每三年核定一次，首期 2009-11 年为 1.62 元/吨，第二期 2012-14 年小幅下降至 1.53 元/吨。后续价格尚未调整，存在结算单价下调对公司整体业绩产生负面影响的的风险。
- **现有项目建设不达预期的风险。**

股票估值和定价

主要假设

- 2016 年底，成都水七厂一期配套项目、高新区中和污水处理厂项目一期、第三、四、五、八污水处理厂扩容项目、万兴垃圾焚烧发电项目按预期投运。
- 2017 年底隆丰垃圾焚烧发电项目投运。
- 垃圾焚烧发电项目产能释放按照第一年 60%、第二年 80%考虑，发电量达到补偿水平 280 度/吨。
- 现有项目订单如期推进，例如沛县供水 PPP 项目、宁东水资源综合利用 PPP 项目等。
- 主营业务三年一次的核算处理单价不会有大幅度下调。
- 垃圾渗滤液水质和水量、污泥量不会有大幅减少。

PE 估值

- 预计公司 2016-18 年可实现营业收入 31.85、37.42、44.66 亿元，实现归属母公司所有的净利润 8.48、9.69、11.50 亿元，对应基本每股收益分别为 0.284、0.325、0.385 元，对应 PE 为 22、19、16，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 7.5 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,417	2,724	3,062	3,185	3,742	4,466	货币资金	1,507	2,162	2,486	2,476	3,089	3,185
增长率		12.7%	12.4%	4.0%	17.5%	19.4%	应收款项	419	479	513	602	668	799
主营业务成本	-1,257	-1,521	-1,767	-1,852	-2,219	-2,682	存货	112	115	164	264	334	411
%销售收入	52.0%	55.8%	57.7%	58.1%	59.3%	60.0%	其他流动资产	43	75	143	131	145	162
毛利	1,159	1,203	1,296	1,333	1,523	1,784	流动资产	2,081	2,831	3,305	3,473	4,236	4,557
%销售收入	48.0%	44.2%	42.3%	41.9%	40.7%	40.0%	%总资产	20.0%	23.3%	23.3%	20.6%	23.2%	23.4%
营业税金及附加	-27	-26	-36	-38	-45	-54	长期投资	7	84	130	112	112	112
%销售收入	1.1%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定投资	6,166	6,692	7,937	10,261	11,046	11,991
营业费用	-71	-80	-91	-95	-112	-134	%总资产	59.3%	55.1%	55.9%	60.9%	60.5%	61.5%
%销售收入	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	2,050	2,435	2,569	2,630	2,595	2,561
管理费用	-143	-173	-202	-217	-262	-322	非流动资产	8,322	9,320	10,897	13,378	14,013	14,929
%销售收入	5.9%	6.3%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	%总资产	80.0%	76.7%	76.7%	79.4%	76.8%	76.6%
息税前利润 (EBIT)	918	924	967	984	1,105	1,276	资产总计	10,403	12,151	14,202	16,851	18,250	19,486
%销售收入	38.0%	33.9%	31.6%	30.9%	29.5%	28.6%	短期借款	195	748	135	100	100	100
财务费用	-31	-73	-119	-92	-110	-102	应付款项	1,476	1,525	1,850	2,903	3,287	3,936
%销售收入	1.3%	2.7%	3.9%	2.9%	2.9%	2.3%	其他流动负债	142	154	1,171	743	1,366	781
资产减值损失	-23	-45	-47	-27	-3	-4	流动负债	1,813	2,427	3,155	3,746	4,752	4,818
公允价值变动收益	3	2	-18	0	0	0	长期贷款	1,024	899	1,059	1,080	1,080	1,080
投资收益	0	1	77	0	0	0	其他长期负债	765	1,334	1,672	2,843	2,843	2,843
%税前利润	0.0%	0.1%	7.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,602	4,660	5,887	7,670	8,675	8,741
营业利润	867	810	860	865	992	1,170	普通股股东权益	6,771	7,454	8,207	9,058	9,431	10,582
营业利润率	35.9%	29.7%	28.1%	27.1%	26.5%	26.2%	少数股东权益	30	38	108	123	143	163
营业外收支	15	107	129	145	145	145	负债股东权益合计	10,403	12,151	14,202	16,851	18,250	19,486
税前利润	882	916	989	1,010	1,137	1,315	比率分析						
利润率	36.5%	33.6%	32.3%	31.7%	30.4%	29.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-132	-155	-137	-146	-148	-145	每股指标						
所得税率	15.0%	16.9%	13.8%	14.5%	13.0%	11.0%	每股收益	0.250	0.252	0.276	0.284	0.325	0.385
净利润	750	761	852	863	989	1,170	每股净资产	2.267	2.496	2.748	3.033	3.158	3.544
少数股东损益	5	9	28	15	20	20	每股经营现金净流	0.361	0.393	0.447	0.577	0.577	0.711
归属于母公司的净利润	746	752	825	848	969	1,150	每股股利	0.000	0.000	0.202	0.000	0.200	0.000
净利率	30.8%	27.6%	26.9%	26.6%	25.9%	25.8%	回报率						
							净资产收益率	11.01%	10.09%	10.05%	9.36%	10.28%	10.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.17%	6.19%	5.81%	5.03%	5.31%	5.90%
							投入资本收益率	9.73%	7.48%	7.86%	6.70%	7.42%	8.04%
净利润	750	761	852	863	989	1,170	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	12.31%	12.73%	12.42%	3.98%	17.49%	19.36%
非现金支出	315	403	442	447	462	502	EBIT 增长率	1.99%	0.70%	4.65%	1.71%	12.29%	15.49%
非经营收益	41	114	22	-8	17	17	净利润增长率	2.71%	0.87%	9.67%	2.84%	14.27%	18.68%
营运资金变动	-27	-105	18	422	255	434	总资产增长率	24.65%	16.80%	16.88%	18.65%	8.30%	6.78%
经营活动现金净流	1,079	1,173	1,334	1,724	1,724	2,124	资产管理能力						
资本开支	-1,470	-1,283	-1,634	-2,767	-945	-1,265	应收账款周转天数	57.4	56.9	54.6	61.0	60.0	60.0
投资	0	0	-62	18	0	0	存货周转天数	32.1	27.2	28.8	52.0	55.0	56.0
其他	-8	58	110	0	0	0	应付账款周转天数	189.1	228.2	221.1	420.0	400.0	400.0
投资活动现金净流	-1,479	-1,225	-1,586	-2,749	-945	-1,265	固定资产周转天数	754.5	692.5	666.3	643.5	546.2	453.2
股权募资	1,774	0	45	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-316	879	1,446	1,157	0	0	净负债/股东权益	-4.49%	7.39%	-2.39%	9.72%	2.92%	1.71%
其他	-784	-170	-895	-141	-166	-763	EBIT 利息保障倍数	29.5	12.6	8.1	10.6	10.1	12.5
筹资活动现金净流	674	710	596	1,016	-166	-763	资产负债率	34.63%	38.35%	41.45%	45.52%	47.54%	44.86%
现金净流量	275	658	345	-10	613	96							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD