

## 水务白马, 扬帆再起航

### 投资要点

- **四川省供排水龙头, 供排水业务增长后劲十足。**公司主营供排水业务, 目前拥有供水能力240万吨/日, 污水处理能力278万吨/日, 是四川省供排水龙头企业, 西部最大水务公司, 后续供排水业务内生增长后劲十足。其中1) 供水方面, 在建水七厂50万吨/日二期工程预计2017年年底投产, 满产后预计新增营收超3亿元。2) 污水处理方面, 35万吨/日提标扩能改造年初投产, 污水处理费上调0.1元/吨, 预计量价齐升带来新增营收约2亿元, 带来利润弹性约3000万元。供排水业务17、18年稳健增长确定性较强。3) 成都市经济快速增长, 新区建设不断推进, 人口持续增加, 未来成都市供排水潜力较大, 有望支撑供排水业绩长期增长。
- **环境综合服务商格局已现, 垃圾焚烧业绩增量明显。**供排水主营业务以外, 公司垃圾渗滤液、中水回用、污泥处理、垃圾焚烧业务增长良好, 综合性环保服务商格局已现。万兴2400吨/日垃圾焚烧发电项目年初投产, 负荷率高, 预计全年贡献营收超过2亿元; 隆丰1500吨/日垃圾焚烧发电厂预计2018年上半年投产; 万兴二期3000吨/日项目正在前期设计, 公司力争2020年垃圾焚烧规模达到1万吨/日, 后续增量业绩可观。
- **PPP并行一带一路, 业务有望大跨步发展。**公司近两年内陆续拿下3大PPP订单, 内容包括供水、污水处理和排水管网等, 合计总投资39.1亿元, 其中省外项目27亿元, 异地拓展取得突破。同时, 公司积极融入“一带一路”开拓国际市场, 16年末巴基斯坦垃圾焚烧项目落地。后续PPP和一带一路春风下, 公司业务有望大跨步发展。
- **扬帆再起航, 2020年再造一个新兴蓉。**新任董事长、总经理、董秘就任, 公司焕发新风貌, 集团支持更为显著。目前以2020年再造一个新兴蓉, 2025年实现资产、营收规模再次翻番为发展目标。未来新增亮点众多: 1) 四川省国资委及兴蓉集团坚定推进国企改革, 存在成都市主城区之外供排水资产整合可能, 现有主城区外资产规模约与兴蓉体量持平; 2) 成都市天府新区、空港新城等建设规模巨大, 建成后供排水规模约为现有兴蓉体量。合力有望为公司奋斗目标的实现提供强有力支撑, 水务白马扬帆再起航。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年EPS分别为0.33元、0.37元、0.40元, 对应PE分别为18X、16X和14X。公司历史业绩稳健有持续增量, 估值较低, 后续业绩有望加速并存在较多积极变数, 给予公司2017年22倍估值, 对应目标价7.3元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期风险, 国企改革推进缓慢风险。

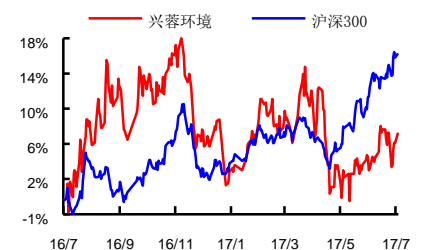
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3058.34	3547.43	4069.11	4481.79
增长率	-0.14%	15.99%	14.71%	10.14%
归属母公司净利润(百万元)	874.22	980.21	1101.44	1202.30
增长率	6.00%	12.12%	12.37%	9.16%
每股收益EPS(元)	0.29	0.33	0.37	0.40
净资产收益率ROE	9.52%	9.78%	10.03%	10.01%
PE	20	18	16	14
PB	1.88	1.72	1.57	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	29.86
流通A股(亿股)	29.86
52周内股价区间(元)	5.35-6.38
总市值(亿元)	172.01
总资产(亿元)	171.29
每股净资产(元)	3.07

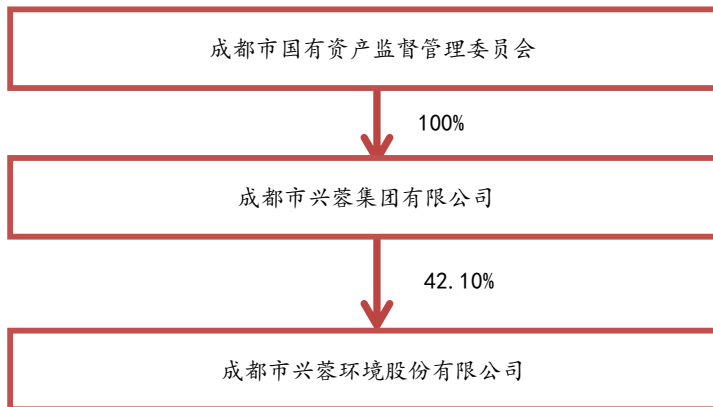
### 相关研究

## 1 公司概况：四川供排水龙头，业绩稳健

公司是一家供排水一体化的大型国有控股企业，2010 年借壳蓝星清洗实现上市，控股股东为成都市兴蓉集团，实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会，国资背景雄厚。公司拥有 70 年供水运营管理经验，30 年污水处理运营管理经验，主营业务包括供排水、中水回用、污泥处置、垃圾焚烧发电等，目前在运供排水规模超过 500 万吨/日，四川省垄断优势明显，是西部第一水务公司、国内一流的环境综合服务商。

目前，公司拥有 8 座自来水厂，合计供水能力 240 万立方米/日；31 座污水处理厂，合计污水处理能力约为 278 万立方米/日；2 座垃圾焚烧发电厂，合计处理能力 3900 吨/日；1 座垃圾渗滤液处理厂，处理能力 2300 吨/日；1 座污水污泥处理厂，处理能力 400 吨/日。公司业务范围以成都市为核心向全国以及“一带一路”国家拓展，现已覆盖国内四川、甘肃、陕西、宁夏、广东、海南、江苏等七个省份以及海外的巴基斯坦等地。

图 1：公司股权结构

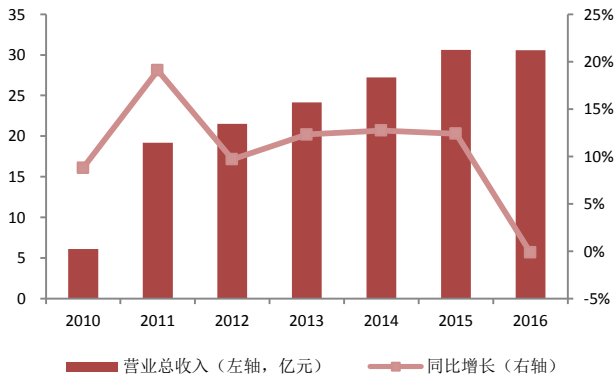


数据来源：公司公告，西南证券整理

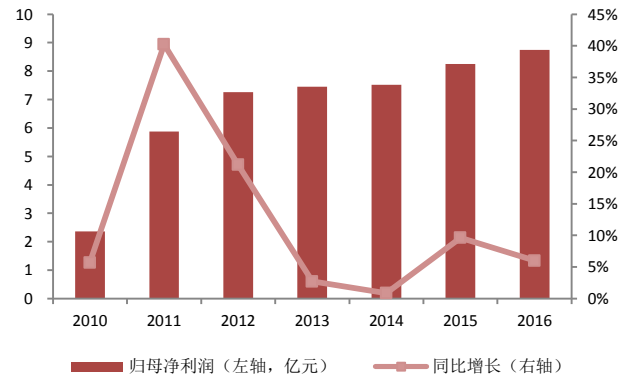
### 业绩增长稳健

公司 2014-2016 年分别实现营业收入 27.24 亿元、30.62 亿元和 30.58 亿元，同比增长 12.73%、12.40%和-0.14%，实现归母净利润 7.52 亿元、8.25 亿元和 8.74 亿元，同比增长 0.87%、9.63%和 6.00%。公司近 5 年归母净利润平均增速 8.1%，业绩稳健。2016 年营业收入略有下降主要系公司管网工程业务同比下降 37.6%所致，由于管网工程毛利率较低（约 20%），毛利较高的供水业务和污水处理业务（毛利超过 40%）营收同比增长 9.59%和 1.52%，带动公司归母净利润同比增长 6%。

2017 年一季度公司实现营业收入 7.82 亿元，同比增长 8.65%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比下降 11.9%，利润下降主要系公司污水处理业务成本上升所致，2017 年污水处理费重新核算后（上涨 0.1 元/立方米），成本上升影响有望消除。

**图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速**


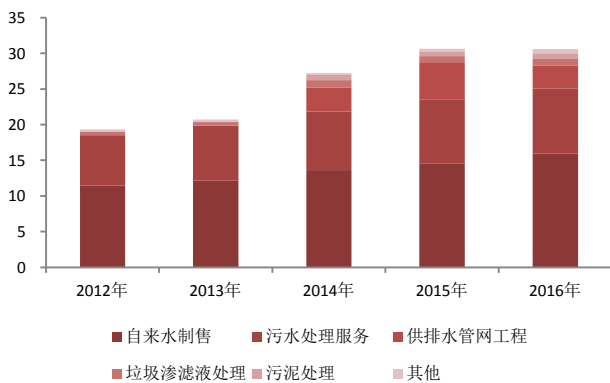
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：公司 2011 年以来归母净利润及增速**


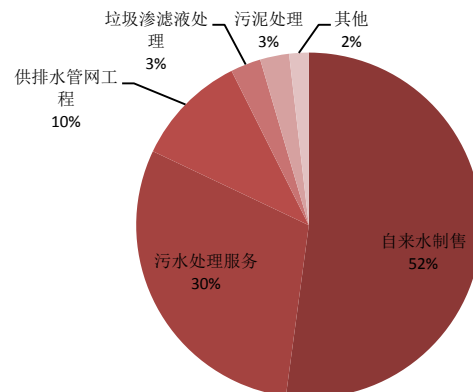
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 供排水构成最主要盈利来源

目前公司主营业务包括自来水销售、污水处理、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理和污泥处置等。2016 年自来水销售、污水处理、供排水管网工程三大业务分别实现营收 15.94 亿元、9.15 亿元和 3.23 亿元，占总营收比例分别为 52.12%、29.92%和 10.55%，合计占比 92.59%，为公司主要收入来源。

**图 4：公司主营业务情况（单位：亿元）**


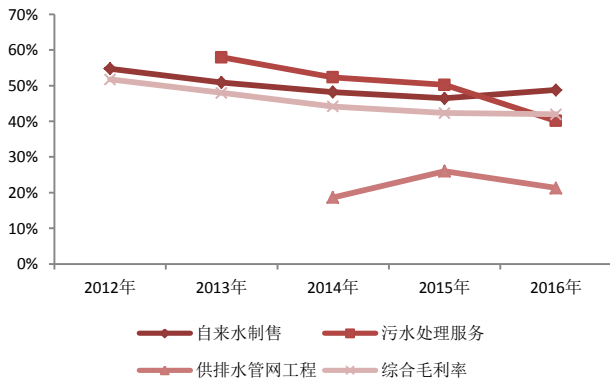
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：2016 年公司主营业务占比**


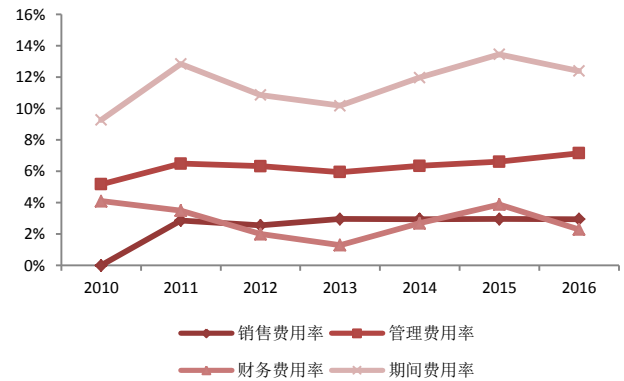
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 盈利水平良好，费用管控合理

公司 2014-2016 年综合毛利率分别为 44.15%、42.32%和 41.95%，盈利能力保持较高水平。2017 年一季度公司毛利率为 41.14%，比上年同期下降 2.36 个百分点。2014-2016 年公司的期间费用率为 11.97%、13.45%和 12.38%，2017 年一季度公司期间费用率为 10.35%，同比上升 0.41 个百分点，费用率整体保持稳定，管控良好。

**图 6：公司毛利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

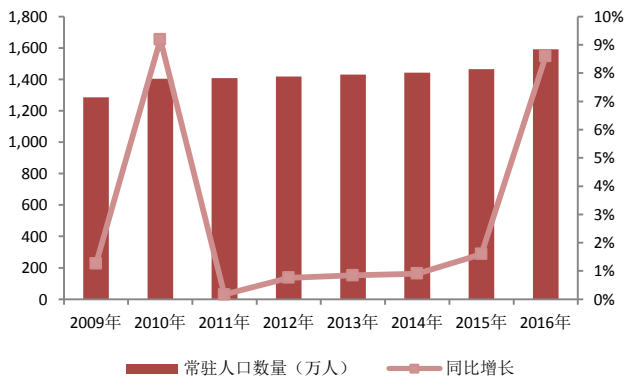
**图 7：公司期间费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

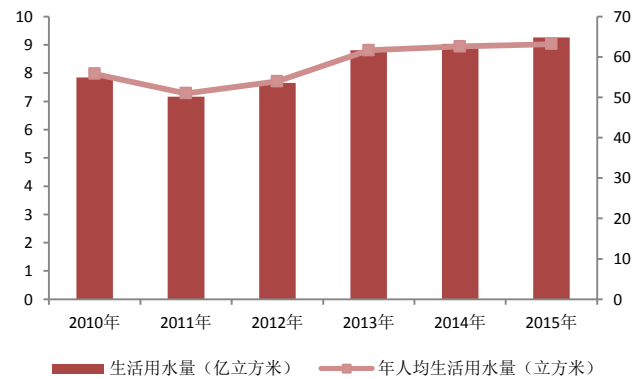
## 2 供排水业务稳健增长，后劲十足

### 2.1 成都市供水存在缺口，水七厂二期投产带动公司业绩增长

成都市为西部中心城市，近年来人口增长加快，2016年成都市常驻人口数量1591.8万人，同比增长8.6%。根据最新的成都市水务公报数据，2015年成都市生活用水量达9.26亿立方米，同比增长2.55%，人均年生活用水量63.2立方米/日，同比增加0.59立方米/日。随经济增长及常驻人口增加，后续成都市生活用水量有望持续增长。

**图 8：成都市常驻人口持续增长**


数据来源：成都市国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

**图 9：成都市用水量和人均年用水量持续增长**


数据来源：成都市水务公报，西南证券整理

公司供水业务包括从源取水、自来水净化到输配水完整的一体化产业链，供水区域主要集中在成都市及其周边区域，拥有30年供水特许经营权，公司售水量占成都市中心城区用水量的100%，区域垄断优势显著。2016年公司供水能力240.3万立方米/日，全年供水量8.49亿立方米，同比增长11.47%，实际售水量7.07亿立方米，同比增长8.5%，供水量及售水量保持较快增长。

目前公司水厂基本满负荷运营，其中成都市地区供水业务超负荷运营较为常见。为缓解成都市供水压力，2016年4月，成都水七厂二期扩建项目启动，新增供水能力50万吨/日，预计2017年年底投产，届时将大幅增加公司供水能力和售水量。满产后预计新增营收超3亿元，对应净利润弹性约为1亿元。

**表 1：公司自来水厂情况**

项目	供水能力 (万吨/日)	完工日期
现有在运水厂	240	已投产
水七厂二期项目	50	预计 2017 年内完工
海南文昌清澜水厂三期	2	预计 2017 年内完工

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：近 3 年公司供水规模**

项目	2014 年	同比增长	2015 年	同比增长	2016 年	同比增长
供水能力 (万立方米/日)	233.8	-	233.8	-	240.3	2.8%
供水量 (亿立方米)	7.16	4.86%	7.62	6.36%	8.49	11.47%
售水量 (亿立方米)	6.26	7.6%	6.52	4.09%	7.07	8.5%
供水管网 (千米)	4352	-	4982	14.48%	5384	8.07%

数据来源：公司公告，西南证券整理

水价方面，公司向终端客户征收的自来水终端水价包括自来水价格和代收污水处理费。其中，污水处理费属于行政事业性收费，由公司向用户代收后上缴财政。根据成都市发改委《关于建立并实施中心城区城市供水价格联动调整机制的通知》和《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》规定，公司供水范围内的自来水终端价格按规定实施同步同幅联动调整，水费和水资源费联动调整。

近年来随着污水处理费和水资源费的提高，在价格联动调整机制下，公司供水价格不断提升，终端水价已提升至 3.03 元/立方米。

**表 3：截至 2016 年末成都市水价变动情况 (单位：元/立方米)**

	水资源费			水利工程 水费	城市供水 运营水费	污水 处理费	终端水价		
	2014 年	2015 年	2016 年				2014 年	2015 年	2016 年
居民生活用水	0.06	0.08	0.10	0.24	1.74	0.90	2.94	2.96	2.98
非居民生活用水	-	-	-	-	2.69	1.40	4.39	4.41	4.43
特种 行业 用水	洗浴行业				10.29	4.50	15.09	15.11	15.13
	洗车行业				6.39	3.40	10.09	10.11	10.13
	其他				5.39	1.80	7.49	7.51	7.53

数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，根据 2015 年 12 月成都市发改委发布的《成都市建立中心城区居民用水阶梯价格制度实施方案》，成都市城市供水运营水费按照 1: 1.5: 3 的比例进行阶梯定价，有效期 5 年。结合 2016 年 9 月的最新水价调整，2017 年 1 月 1 日起，成都市第一阶梯用水量 0-216 立方米/户表·年，终端水价 3.03 元/立方米，第二阶梯用水量 217-300 立方米/户表·年，终端水价 3.90 元/立方米，第三阶梯用水量为 300 立方米/户表·年以上，终端水价 6.51 元/立方米。

**表 4：2017 年成都市中心城区居民生活用水阶梯价格表**

阶梯	水量 (立方米/户表·年)	终端水价 (元/立方米)	其中			
			城市供水 运营水费	水利工程水费	水资源费	污水处理费
第一	0-216	3.03	1.74	0.24	0.10	0.95
第二	217-300	3.90	2.61	0.24	0.10	0.95
第三	300 以上	6.51	5.22	0.24	0.10	0.95

数据来源：成都市发改委官网，西南证券整理

综合来看，水七厂 50 万立方米/日二期工程 2017 年年底投产，预计满产后新增营收超 3 亿元。同时成都市存在供水缺口，市场潜力较大，公司作为成都市中心城区供水垄断企业，未来供水业绩有望持续增长。

## 2.2 成都市污水处理业务量价齐升，省外拓展进展良好

目前公司立足成都，不断加大成都市污水处理能力，并通过 PPP 模式积极开拓省外市场，效果显著。截至 2016 年末，公司成都市中心城区拥有 7 座污水处理厂，污水处理能力 195 万吨/天，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖。此外，公司在兰州、银川、西安、巴中和深圳等地合计具备 82.99 万吨/天的污水处理能力，实现全国总污水处理产能共计 278 万吨/天，为西部最大水务公司。2016 年公司污水处理量 8.2 亿吨，同比增长 6.2%，污水处理规模持续增长。

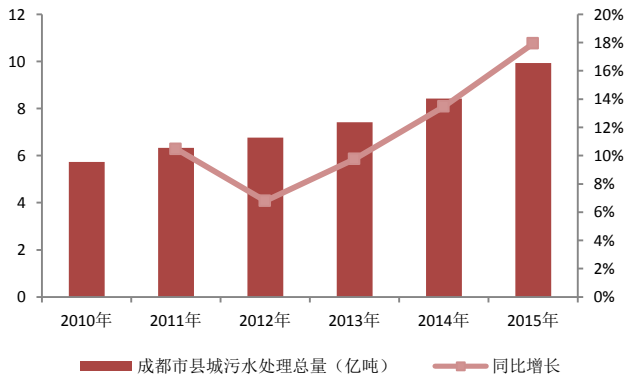
### 1) 成都市重拳治水，公司区域垄断优势明显，污水处理业务量价齐升

随用水量增长，成都市生活污水处理量近年来持续增长。根据最新的《成都市水务公报》数据，2015 年成都市中心城区污水处理量 6.32 亿吨，同比增长 21.07%，加上周边县城合计处理量 9.93 亿吨，同比增长 17.93%，增长迅速。同时，2017 年 4 月成都市第十三次党代会明确提出重拳治水，并制订了城镇污水处理设施建设 3 年推进方案。即新增污水处理能力 118 万吨/日，提标改造污水处理能力 230 万吨/日，新建污水管网 625 公里，改造老旧管网 420 公里，改造合流制管网 166 公里，新增再生水利用能力 71 万吨/日，新建污泥无害化处理设施 610 吨/日，做到城镇污水处理设施、污水主次管网、污泥处理处置“三个全覆盖”，实现污水处理设施由规模增长向提质增效、由重水轻泥向泥水并重、由污水处理向再生利用、由重城轻镇向城乡统筹、由重建轻管向建管并行“五个转变”，公司污水处理业务迎来新机遇。

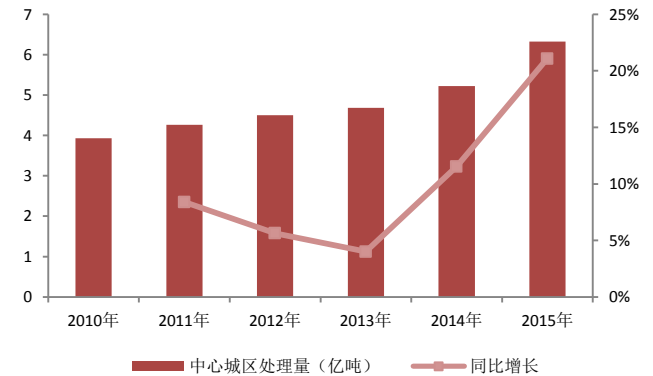
**表 5：成都市供排水未来三年发展目标**

项目	未来 3 年目标
新增污水处理能力 (万吨/日)	118
提标改造污水处理能力 (万吨/日)	230
改造老旧管网 (公里)	420
改造合流制管网 (公里)	166
新增再生水利用能力 (万吨/日)	71
新建污泥无害化处理设施 (吨/日)	610

数据来源：成都市政府网站，西南证券整理

**图 10：成都市及周边县城年污水处理量**


数据来源：成都市水务公报，西南证券整理

**图 11：成都市中心城区年污水处理量**


数据来源：成都市水务公报，西南证券整理

目前，公司在成都市拥有 7 座污水处理厂，分别为污水处理三至九厂。2016 年公司在成都市污水处理量 5.49 亿立方米，约为成都市中心城区处理量的 80%，区域垄断优势明显。2016 年 11 月，公司三、四、五、八污水处理厂提标扩能改造完成，合计扩建 35 万吨/日处理能力，2017 年 1 月全面通水，带动公司在成都市污水处理能力由 160 万立方米/日提升到了 195 万立方米/日，合计污水处理能力由 243 万立方米/日提升到了 278 万立方米/日，处理规模实现较大幅度增长。

此外，成都市高新区中和污水处理厂于 2015 年 1 月开工，设计处理规模 20 万吨/日，一期处理规模 5 万吨/日，总投资 2.1 亿元，特许经营期 30 年，首期处理费价格为 1.62 元/吨，保底污水处理量为处理能力的 70%，预计 2017 年下半年投产，将进一步提高公司在成都市的污水处理规模。

**表 6：近 3 年公司在成都市污水处理情况**

项目	2014 年	2015 年	2016 年
污水处理能力 (万立方米/日)	130	160	195
污水处理量 (亿立方米)	4.49	5.17	5.49

数据来源：公司公告，西南证券整理

价格方面，根据 2016 年 9 月成都市发改委发布的《关于调整中心城区污水处理收费标准的通知》，居民污水处理费标准由 0.90 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，非居民生活用水污水处理费维持 1.40 元/立方米。公司污水处理服务采取政府采购的形式。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次，按月结算。此前公司第二次污水处理服务结算价格为 1.53 元/吨，2017 年 6 月根据《关于核定成都市中心城区污水处理服务第三期结算价格的公告》，污水处理价格上调为 1.63 元/立方米，上涨 0.1 元/立方米，2017 年 1 月 1 日起执行，核算后将对公司上半年污水处理费进行补偿。此次价格上调有望显著提升公司盈利水平。

综合来看，成都市重拳治水，公司污水处理业务迎来新机遇，后续发展潜力较大。短期来看，公司污水处理业务量价齐升，预计 2017 年污水处理业务营收增长有望超过 2 亿元，带来利润弹性约为 3000 万元。

**表 7：公司污水处理利润弹性测算**

项目	2017 年预测结果
污水处理能力（万立方米/日）	278
污水处理量（亿立方米）	9.3
处理量增长带来新增营收（亿元）	1.5
提价 0.1 元/吨带来新增营收（万元）	5500
合计营收增长（亿元）	2.1
预计净利润弹性（万元）	3000-4000

数据来源：西南证券

## 2) 省外污水处理业务持续拓展

目前公司已投运的异地污水处理项目包括兰州市七里河安宁污水处理厂项目、深圳市龙华污水处理厂（二期）、西安市第二污水处理厂二期工程、银川市第六污水处理厂、西安市第一污水处理厂二期和巴中经开区污水处理厂，合计处理能力 82.99 万立方米/日。同时，巴中市第二污水处理厂（二期）工程正在建设中，远期规划规模 18 万立方米/日，在建规模 7.5 万立方米/日，随着后续投产，省外污水处理规模将获进一步提升。

**表 8：公司全国污水处理厂情况**

项目	项目类型	特许经营期限（年）	处理能力（万吨/日）	当前结算价格（元/立方米）
成都地区 7 座污水处理厂	BOT	30	195	1.63
成都市高新区中和污水处理厂	BOT	30	5	1.62(预计 2017 年下半年投产)
兰州市七里河安宁污水处理厂项目	BOT	30	20	-
深圳市龙华污水处理厂（二期）	委托经营	8	25	0.364
西安市第二污水处理厂二期工程	BOT	30	20	0.956
银川市第六污水处理厂	BOT	30	5	0.89
西安市第一污水处理厂二期工程	BOT	30	10	0.89
巴中经开区污水处理厂	BOT	28	2.99	1.50
巴中市第二污水处理厂（二期）	BOT	28	7.5	项目在建

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 环境综合服务商平台构建完善，垃圾焚烧利润增量明显

除供排水业务以外，公司环保业务已包括中水服务、垃圾滤液处理、污泥处理和垃圾焚烧发电等，环境综合服务商平台逐步构建完善。

**1) 垃圾发电业务发展迅速，利润增量明显。**公司目前拥有万兴和彭州隆丰两座垃圾焚烧发电厂。其中万兴垃圾焚烧发电项目处理规模 2400 吨/日，为成都市处理规模最大的垃圾发电厂，特许经营 25 年，政府采购垃圾处理服务费 46 元/吨，已于 2016 年 12 月 30 日点火试运营，目前基本满负荷运行，我们测算后预计 2017 年营收贡献超 2 亿元，增量业绩可观。同时，彭州隆丰环保发电项目设计处理能力 1500 吨/日，预计 2018 年上半年投产，带动公司 2018 年业绩增长。



此外，成都市垃圾产生量约为 2 万吨/日，未来成都市全域将实现生活垃圾“零填埋”，目前成都市在运垃圾发电项目仅为 8000 吨/日，存在较大垃圾处理缺口，未来增长潜力较大。目前万兴二期 3000 吨/日垃圾发电项目正在前期设计，公司力争在 2020 年达到总体垃圾焚烧处理规模为 1 万吨/日，后续处理规模有望持续提升，带动业绩增长。

**表 9：公司垃圾发电项目情况**

项目	投资金额（亿元）	处理能力（吨/日）	完工日期
万兴环保发电厂项目	12.74	2400	已投产
彭州隆丰环保发电厂项目	8.67	1500	2017 年底
万兴环保发电厂项目（二期）	20.4	3000	目前正在前期设计

数据来源：公司公告，西南证券整理

**2) 垃圾渗滤液处理价格小幅上涨，预计后续业绩稳定。**公司垃圾渗滤液处理业务由全资子公司再生能源公司负责运营，该业务于 2008 年投产，特许经营权期限为 20 年，处理能力 2300 吨/日，2016 年处理规模为 75.21 万吨，同比增长 18.39%，实现营收 8734 万元，同比增长 2.71%。垃圾渗滤液处理业务采用政府购买服务的模式，结算价格三年核定一次，按月结算。2016 年执行价格为 151.56 元/吨，2017 年 6 月公司发布《成都市垃圾渗滤液处理服务第三期结算价格公告》，核定价格为 163.50 元/立方米，上涨 11.94 元/立方米，于 2017 年 1 月 1 日起执行，有效期 3 年。考虑到垃圾填埋量增长有限，预计该项业务后续保持稳定。

**3) 污泥处理压力较大，存在扩建需求。**公司拥有成都市中心城区污水污泥处理项目 30 年特许经营权，污泥处理厂设计规模 400 吨/天（80%含水率），主要配套污水处理九厂产生的污泥。2016 年公司中心城区污泥处理服务结算单价由前期暂定的 696.81 元/吨调整到 769.30 元/吨，执行期为 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。2016 年公司污泥处理规模 12.67 万吨，同比增长 14.73%，实现营收 8332 万元，同比增长 19.64%，增长良好。由于污水处理九厂日产生污泥 600-800 吨，公司污泥处理基本满负荷运营。同时成都市污泥产生量大，成都市处理能力有限，未来公司污泥处理存在较大扩建需求。

**4) 政策提倡中水回用，存在较大提升空间。**公司于 2014 年成立中水公司，在成都市中心城区获得中水服务特许经营权，期限为 25 年，服务价格 3 年核定一次，2014 年 11 月至 2017 年 11 月执行首期结算价格 0.28 元/立方米。2016 年，公司中水供应量 6991.4 万吨，较去年增长 11.5%，增长良好。同时“水十条”明确要求到 2020 年缺水城市再生水利用率达到 20%以上，公司中水服务存在较大提升空间。

综合来看，公司在保持供排水业务增长的同时，多点布局环保业务，环境综合服务商格局已现。后续垃圾渗滤液、污泥处理、中水回用、垃圾发电业务等均有望助推公司业绩快速增长。

## 4 PPP 并行一带一路，业务版图异地扩张

公司持续将“走出去”作为经营管理工作的重点，从“三个规划”来加大国内外市场的拓展力度，一是立足成都，持续推进成都全域供排水资源的整合；二是深耕细作，大力拓展全国水务环保市场，特别是异地项目；三是践行国家“一带一路”的战略要求，积极拓展巴基斯坦、欧美等国际水务市场。

近两年公司陆续拿下 3 大 PPP 订单，2016 年 8 月中标江苏沛县 15 亿元供水 PPP 项目，2016 年 11 月中标宁夏宁东 12 亿元水资源综合利用 PPP 项目，2017 年 4 月中标成都温江区 12 亿元排水基础设施 PPP 项目（一期），合计总投资 39.1 亿元，省外项目规模合计 27 亿元，异地扩张取得重要突破。后续在政策支持 PPP 大潮下，公司业务有望实现大跨步发展。

**表 10：2016-2017 年 PPP 项目情况**

签订日期	项目	项目概况	投资金额	持股比例	项目周期
2017.4.13	温江区排水基础设施 PPP 项目一期	主要为城市地下管网改造工程。	总投资 12 亿元，每年政府付费 1.38 亿元。	100%	17 年（建设期不超过 2 年）
2016.11.07	宁夏回族自治区宁东基地水资源综合利用项目	公司 4.08 亿元受让宁夏宁东水处理公司 59% 股权，并在原有基础上新建工业污水处理和综合利用设施。	公司 4.08 亿元受让已建成部分，预计总投资 12.05 亿元。	59%	30 年
2016.8.13	江苏沛县供水 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、市政管网以及农村饮水安全工程四部分组成。	总投资 15.04 亿元，预计每年经营流入 1.55 亿元。	90%	30 年，建设期 3 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，公司积极融入“一带一路”拓展国际市场。2016 年 12 月，公司与中国恩菲、中冶集团出资成立巴基斯坦合资公司，组建巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目，公司持股比例 49%，预计处理垃圾规模 2000 吨/日。依托政府支持以及中国恩菲优势，后续有望获取更多“一带一路”沿线订单。

**表 11：2017 “一带一路”沿线国家投资项目**

日期	项目	经营方式	项目概况
2016 年 12 月 6 日签订	巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目- 组建合资公司	联营 (公司持股 49%)	建设日处理城市生活垃圾 2000 吨的垃圾焚烧发电项目。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 扬帆再起航，2020年再造一个新兴蓉

当前，公司提出了“5-10年奋力打造全球同行业知名企业”的总体战略、“2020年再造一个新兴蓉，2025年实现资产、业务规模再次翻番”的新奋斗目标，彰显出公司当前积极向上新风貌。

2017年2月公司新任董事长李本文先生上任（现任兴蓉集团有限公司党委书记，董事长），2017年4月换届选举，高管团队中李勇刚先生出任新一任总经理、董昱女士出任新一任董秘，高管团队焕然一新，干劲十足，为公司未来快速发展提供有力支撑。

公司实现“2020年再造一个新兴蓉，2025年实现资产、业务规模再次翻番”奋斗目标的主要动力来源于三个方面。

**1) 整合成都市第二、三圈层供排水资产，资产体量接近现有兴蓉。**成都市及周边县区主要分为三个圈层。一圈层为中心城区，即青羊区、锦江区、金牛区、武侯区、成华区、高新区；二圈层包括新都区、郫县、温江区、双流县、龙泉驿区、青白江区；三圈层有都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市、金堂县、大邑县、蒲江县和新津县。第一圈层为最核心圈层，经济最发达，配套最为完善，公司覆盖面超过80%，具有垄断优势。当前第二、三圈层供排水资产总量较大，整体规模合计已达到现有兴蓉环境的体量，但存在单个体量较小、位置分散、供排水效率不高、股权未理顺等问题。

目前，成都市资产证券化水平较低，仅在7-15%之间，成都市国资委对国企改革的支持力度较大，国企改革持续推进，主要思路包括有序推进重组整合，同类业务整合，支持核心企业等，目前有意促成公司整合二、三圈层供排水资产，若顺利整合则相关资产体量有望翻番。

**表 12：2015年成都市行政分区供水规模和城镇污水处理厂处理量情况**

圈层	行政分区	生活用水 (万吨)	县城污水处理			乡镇污水处理			污水处理量 合计(万吨)
			座数	规模 (万吨/日)	年处理量 (万吨)	座数	规模 (万吨/日)	年处理量 (万吨)	
一圈层	中心城区	36363	9	194	63249.54	1	0.6	173.91	65113.15
成都市 直管区	天府新区	3000	3	7.94	2792.61	13	1.63	414.67	3207.28
二圈层	龙泉驿区	5581	5	15.84	5341.49	6	0.7	82.99	5604.04
	青白江区	2619	1	10	3767.99	7	1.98	490.14	4258.13
	新都区	5328	1	7.5	2855.21	9	3.78	1054.31	3909.52
	温江区	3200	4	14	5806.90	3	1.6	547.88	6354.78
	双流县	5500	2	9.99	3100.94	8	2.15	492.06	3593
	郫县	4970	1	10	3965.97	6	3.1	1106.92	6461.26
<b>二圈层合计</b>		<b>27198</b>	<b>14</b>	<b>67.33</b>	<b>24838.5</b>	<b>39</b>	<b>13.31</b>	<b>3774.3</b>	<b>30180.73</b>
三圈层	都江堰市	3990	3	8	2901.72	12	1.52	446.2	3369.37
	彭州市	4927	2	4.5	1294.37	19	2.24	684.95	2004.11
	邛崃市	3472	1	2	1193.47	22	2.22	601.07	1794.54
	崇州市	3500	1	4	754.21	21	2	580.16	1334.37

圈层	行政分区	生活用水 (万吨)	县城污水处理			乡镇污水处理			污水处理量 合计 (万吨)
			座数	规模 (万吨/日)	年处理量 (万吨)	座数	规模 (万吨/日)	年处理量 (万吨)	
	金堂县	4132	1	2	718.07	20	1.49	380.93	1099
	大邑县	2595	1	1.9	860.01	18	2.38	372.42	1232.43
	蒲江县	1509	1	1	314.29	9	0.68	154.64	468.93
	新津县	1909	1	1	366.56	11	5.5	369.28	735.84
<b>三圈层合计</b>		<b>26034</b>	<b>11</b>	<b>24.4</b>	<b>8402.7</b>	<b>132</b>	<b>18.03</b>	<b>3589.65</b>	<b>12038.59</b>
<b>成都市合计</b>		<b>92595</b>	<b>37</b>	<b>293.69</b>	<b>99283.46</b>	<b>185</b>	<b>33.57</b>	<b>7952.53</b>	<b>110539.75</b>

注：污水处理总量中除县城和乡镇污水处理厂外还包括少量其他污水处理设施，此处不单独标出。数据来源：2015年成都水务公报，西南证券整理

**2) 国家级新区—天府新区在建，新增高端供排水。**2014年10月成都市天府新区获批成为国家级新区，区域范围涉及成都、眉山、资阳3市7县(市、区)、37个乡镇(镇、街道)，规划面积1578平方公里，相当于成都市建成区面积的两倍。同年11月《四川天府新区总体方案》获国务院批准发布，文件要求“到2018年，基础设施网络框架基本形成，重点功能区初具规模，一批国际国内知名企业成功入驻，战略性新兴产业、现代制造业和高端服务业集聚效益明显。单位面积产出高于成都平均水平。到2025年，综合经济实力、创新发展能力和人民生活水平大幅提升，现代产业体系基本形成，城乡一体化关系更加和谐，基本建成以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际化现代新区。”天府新区供排水业务由公司承接，目前高端供排水设施正在建设中，后续建成后资产营收规模有望与现有兴蓉持平。

**3) 在建空港新城(天府机场)，新增供排水业务。**成都天府空港新城位于成都东南部、简阳西部，总规划面积约483平方公里，以天府国际机场为枢纽，发展临空基础性产业和临空战略性新兴产业。目前空港新城由公司负责供排水业务建设，未来建成后有望再度大幅增加公司资产营收体量。

## 6 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设1：公司现有供水业务随成都市人口增长及人均用水量提升稳定增长，水七厂50万吨/日供水二期工程2017年年底投产，带动2018年业绩较大增长；

假设2：公司污水处理量稳定增长，毛利率随污水处理费上调0.1元/立方米而相较于2016年提高2个百分点；

假设3：万兴垃圾焚烧发电业务上网电价补贴年内得到确认，隆丰垃圾焚烧发电项目年底投产，带动2018年业绩增长；

假设4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，不考虑未来资产整合变数，仅考虑公司内生增长，我们预测公司2017-2019年分业务收入成本如下表：

**表 13：分业务收入及毛利率**

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
营业收入	2,724.26	3,062.49	3,058.34	3,547.43	4,069.11	4,481.79
yoy	12.73%	12.42%	-0.14%	15.99%	14.71%	10.14%
营业成本	1,521.47	1,766.52	1,775.31	2,068.07	2,373.70	2,612.96
毛利率	44.15%	42.32%	41.95%	41.70%	41.67%	41.70%
<b>自来水业务</b>						
收入	1363.6	1454.52	1594.01	1,721.53	1,979.76	2,177.74
yoy	-	6.7%	9.6%	8.00%	15.00%	10.00%
成本	706.65	778.81	816.47	886.59	1,019.58	1,121.53
毛利率	48.18%	46.46%	48.78%	48.50%	48.50%	48.50%
<b>污水处理</b>						
收入	821.26	901.37	915.05	1,024.86	1,127.34	1,240.08
yoy	-	9.8%	1.5%	12.00%	10.00%	10.00%
成本	391.51	448.82	548.01	594.42	653.86	719.24
毛利率	52.33%	50.21%	40.11%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>供排水管网</b>						
收入	336.92	517.31	322.7	329.15	335.74	342.45
yoy	-	53.5%	-37.6%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	274.05	382.6	253.92	256.74	261.87	267.11
毛利率	18.66%	26.04%	21.31%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>垃圾渗滤液、污泥处理及其他</b>						
收入	202.48	189.29	226.58	271.89	326.27	391.52
yoy	-	-6.5%	19.7%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	149.26	156.29	156.91	190.32	228.39	274.07
毛利率	26.29%	17.43%	30.75%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>垃圾焚烧</b>						
收入				200.00	300.00	330.00
yoy				2.00%	50.00%	10.00%
成本				140.00	210.00	231.00
毛利率				30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：公司公告，西南证券

根据公司的主业情况，我们选择业内主要水务类环保公司作为估值参考。公司目前 PE 估值为 20X，处于行业较低水平。

**表 14：同行业公司对比**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
				TTM	17E	18E	
000598.SZ	兴蓉环境	166.33	166.33	20.01	17.00	14.00	1.87
可比公司	最高值	534.61	333.12	55.93	45.53	44.75	5.91
	中位值	203.40	125.49	28.88	17.06	15.33	2.62
	平均值	220.74	167.46	32.73	25.19	21.58	3.26
300070.SZ	碧水源	534.61	327.73	28.88	20.75	15.33	3.71
601158.SH	重庆水务	333.12	333.12	25.69	17.06	20.40	2.71
600008.SH	首创股份	269.47	269.47	47.67	34.53	29.72	3.32
600874.SH	创业环保	184.79	169.83	55.93	45.53	38.24	5.91
300145.SZ	中金环境	203.40	125.49	36.08	28.26	21.67	4.95
601368.SH	绿城水务	68.65	27.45	24.79	-	-	2.53
000685.SZ	中山公用	156.36	113.53	16.25	13.17	11.67	1.39
000544.SZ	中原环保	131.32	54.46	38.50	-	-	2.62
600323.SH	瀚蓝环境	104.90	86.07	20.82	17.02	14.05	2.24

注：除兴蓉环境外，其他公司业绩预测为 wind 一致预期。数据来源：WIND，西南证券整理

公司业绩基础扎实，发展稳健。未来 3 年供水、污水处理、垃圾焚烧、PPP 项目等业务均有显著增量。预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.33 元、0.37 元、0.40 元，对应 PE 分别为 18X、16X 和 14X。仅考虑内生增长情况下，未来 3 年业绩有望加速发展。若考虑未来资产整合以及新区建设，发展空间巨大。给予公司 2017 年 22 倍估值，对应目标价 7.3 元，首次覆盖，“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3058.34	3547.43	4069.11	4481.79	净利润	871.76	977.45	1098.34	1198.92
营业成本	1775.31	2068.07	2373.70	2612.96	折旧与摊销	438.44	1004.01	1069.40	1147.25
营业税金及附加	42.14	45.23	53.97	58.29	财务费用	70.13	70.95	81.38	89.64
销售费用	90.02	104.58	119.96	132.09	资产减值损失	1.27	30.00	30.00	30.00
管理费用	218.59	247.18	285.97	314.08	经营营运资本变动	421.70	55.47	476.04	344.65
财务费用	70.13	70.95	81.38	89.64	其他	-383.37	-24.40	-24.38	-25.37
资产减值损失	1.27	30.00	30.00	30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1419.93	2113.47	2730.79	2785.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2772.00	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	-5.46	-5.65	-4.64	其他	-29.41	-142.63	-205.65	-204.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-2801.41	-2142.63	-2205.65	-2204.64
<b>营业利润</b>	860.88	975.96	1118.48	1240.09	短期借款	70.00	-110.00	0.00	0.00
其他非经营损益	180.31	181.57	181.42	181.29	长期借款	-47.38	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1041.19	1157.54	1299.90	1421.38	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	169.43	180.09	201.56	222.46	支付股利	-123.93	-131.36	-147.29	-165.51
净利润	871.76	977.45	1098.34	1198.92	其他	701.01	-77.18	18.62	10.36
少数股东损益	-2.46	-2.76	-3.10	-3.38	<b>筹资活动现金流净额</b>	599.70	-318.55	-128.67	-155.14
归属母公司股东净利润	874.22	980.21	1101.44	1202.30	<b>现金流量净额</b>	-781.61	-347.71	396.47	425.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1670.58	1322.87	1719.35	2144.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	612.30	672.26	775.73	860.48	销售收入增长率	-0.14%	15.99%	14.71%	10.14%
存货	255.01	215.92	270.66	316.44	营业利润增长率	0.05%	13.37%	14.60%	10.87%
其他流动资产	189.40	74.95	107.65	132.92	净利润增长率	2.27%	12.12%	12.37%	9.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.33%	49.76%	10.65%	9.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	10498.71	11592.28	12620.46	13570.79	毛利率	41.95%	41.70%	41.67%	41.70%
无形资产和开发支出	2703.02	2605.66	2508.31	2410.96	三费率	12.38%	11.92%	11.98%	11.96%
其他非流动资产	990.32	1190.09	1389.86	1589.63	净利率	28.50%	27.55%	26.99%	26.75%
<b>资产总计</b>	16919.34	17674.05	19392.02	21025.86	ROE	9.52%	9.78%	10.03%	10.01%
短期借款	110.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.15%	5.53%	5.66%	5.70%
应付和预收款项	2677.34	2537.55	3032.60	3398.47	ROIC	8.60%	8.34%	9.01%	9.61%
长期借款	1011.80	1011.80	1011.80	1011.80	EBITDA/销售收入	44.78%	57.81%	55.77%	55.27%
其他负债	3967.28	4126.79	4398.67	4633.22	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	7766.42	7676.15	8443.07	9043.50	总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.22
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	固定资产周转率	0.51	0.58	0.69	0.78
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	应收账款周转率	6.23	6.49	6.56	6.42
留存收益	4182.56	5031.40	5985.55	7022.34	存货周转率	8.32	8.64	9.60	8.78
归属母公司股东权益	8959.84	9807.59	10761.74	11798.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.55%	—	—	—
少数股东权益	193.07	190.31	187.21	183.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	9152.91	9997.90	10948.95	11982.36	资产负债率	45.90%	43.43%	43.54%	43.01%
负债和股东权益合计	16919.34	17674.05	19392.02	21025.86	带息债务/总负债	42.64%	41.71%	37.92%	35.40%
					流动比率	0.70	0.62	0.66	0.71
					速动比率	0.64	0.56	0.60	0.64
					股利支付率	14.18%	13.40%	13.37%	13.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.29	0.33	0.37	0.40
					每股净资产	3.07	3.35	3.67	4.01
					每股经营现金	0.48	0.71	0.91	0.93
					每股股利	0.04	0.04	0.05	0.06
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1369.45	2050.92	2269.26	2476.98					
PE	19.68	17.55	15.62	14.31					
PB	1.88	1.72	1.57	1.44					
PS	5.62	4.85	4.23	3.84					
EV/EBITDA	13.12	8.72	7.62	6.73					
股息率	0.72%	0.76%	0.86%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn