

兴蓉环境 (000598.SZ)

成都市区域水务龙头，打造“水务+环保”双主业

核心观点：

- **成都市唯一公用事业上市平台，立足水务积极开拓环保双主业**

公司作为区域水务龙头，立足成都市供水与污水业务，积极开拓异地项目和“水务+环保”模式。截至 2016 年公司运供水、污水处理能力分别达 240.3 万 m³/日、278 万 m³/日，其中异地污水处理能力占比达 30%。2016 年营业收入 30.58 亿元，净利润 8.74 亿元，其中包括垃圾渗滤液、污泥、垃圾焚烧等环保业务收入，占比达到 7.4%。

- **供水、污水业务产能扩张加速，固废等环保业务稳健推进**

公司立足成都市，不断拓展供水、污水能力，受益于区域中天府新区、高新区等供水成长空间较大，目前公司供水在建项目产能达 52 万 m³/日，预计完成建设后公司供水能力同比提升 21.6%。此外，公司污水业务范围已覆盖全国 7 省份，在建、拟建异地项目总产能达 53.3 万 m³/日，占现有污水处理产能比例达 19.2%。环保业务方面，随着万兴、隆丰、巴基斯坦等垃圾焚烧项目和污泥扩建产能投产，环保业务占比有望进一步提升。

- **新管理层锐意进取，乘 PPP 东风积极对接异地项目**

自 2016 年以来，公司管理层陆续更换，当前董事、高管中有 6 位为 2016 年后上任，调整后公司管理层结构趋于年轻化。此外，2016 年以来公司已中标江苏沛县供水 PPP 等 4 个项目，合计金额达 42.45 亿元。公司主体信用等级 2016 年调为 AAA，具有较强融资优势，为进一步拓展 PPP 项目奠定资金基础。

- **内生成长与外延扩张空间兼备，给予“买入”评级**

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32、0.36、0.42 元/股，按照最新收盘价对应 PE 分别为 18、16 和 13 倍。公司现有运营项目盈利稳健，积极推进外延并购扩充运维规模；受益于成都市新区建设和异地 PPP 项目拓展，业绩成长有望加速，给予“买入”评级。

- **风险提示** 产能释放不达预期，利率大幅上行，异地拓张进度不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,062.49	3,058.34	3,516.65	4,028.95	4,584.55
增长率(%)	12.42%	-0.14%	14.99%	14.57%	13.79%
EBITDA(百万元)	1,361.72	1,370.72	1,500.25	1,704.91	1,928.73
净利润(百万元)	824.73	874.22	953.51	1,081.34	1,255.28
增长率(%)	9.67%	6.00%	9.07%	13.41%	16.09%
EPS(元/股)	0.276	0.293	0.319	0.362	0.420
市盈率(P/E)	25.78	19.68	17.73	15.63	13.46
市净率(P/B)	2.59	1.92	1.71	1.54	1.38
EV/EBITDA	15.47	13.82	12.88	11.02	9.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	5.66 元
前次评级	买入

报告日期

2017-09-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,986/2,986
流通 A 股市值(百万元)	16,932
每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	45.90
一年内最高/最低(元)	6.38/5.36

相对市场表现



分析师：郭 鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

联系人：许洁

xujie@gf.com.cn

目录索引

成都区域水务龙头，打造“水务+环保”双主业.....	5
多次资产注入打造成都唯一上市国有水务环保平台	5
水务板块量价齐升助推业绩平稳增长，多维布局增添成长动力	9
公司财务状况优良现金流充裕，为后续扩张发展奠定基础	13
水务板块地域扩张：市内拓张区域，异地辐射全国.....	13
成都城市建设加速，公司供水区域逐步由中心城区拓张到周边区域.....	13
新模式整合阿坝州环保业务，积极寻求增量项目合作.....	17
污水处理板块推动异地拓展，在建拟建异地项目产能占比达 19.2%	18
放眼海外：巴基斯坦项目落地迈出坚实第一步.....	19
业务布局多元化，PPP 工程有望发力.....	20
推进管网工程、污泥处置业务，延伸水务产业链	21
横向切入市政垃圾处理领域，环保业务加速发展	22
积极对接 PPP 项目，订单获取优势明显.....	23
盈利预测	25

图表索引

图 1: 公司经过多轮资产注入成为成都市唯一国有环保上市平台 (截至 2016 年底公司运营、在建及拟建项目)	5
图 2: 形成“水务+环保”双轮驱动业务结构	6
图 3: 公司目前异地业务布局情况 (截至 2016 年底项目分部)	6
图 4: 成都市人口及自来水供水量情况	7
图 5: 公司各项业务涵盖的成都区域版图 (2016 年)	7
图 6: 公司在建工程保持较高水平	8
图 7: 公司营业收入 2011-2016 年复合增速为 9.8%	9
图 8: 公司归母净利润增长率波动较大	9
图 9: 2017 年上半年公司营业收入业务构成	9
图 10: 自来水、污水处理业务仍是利润贡献主力	9
图 11: 公司历年供水情况 (2011-2016)	10
图 12: 公司历年售水情况 (2011-2016)	10
图 13: 公司历年污水处理产能情况	10
图 14: 公司历年污水处理量情况	10
图 15: 公司售水、供水均价情况 (2011-2016 年)	11
图 16: 成都市居民水价 2010 年以来经历多次提价	11
图 17: 公司污水处理均价逐年下滑 (2011-2016)	11
图 18: 公司污水处理量构成	11
图 19: 2016 年同类上市公司污水处理均价比较 (元/m ³)	12
图 20: 2016 年各地污水处理结算价格 (元/m ³)	12
图 21: 公司各业务板块毛利率情况	12
图 22: 近年来公司综合毛利率维持在 40% 以上	12
图 23: 公司经营性现金流净额逐年增长 (百万元)	13
图 24: 公司资产负债率呈现上升趋势	13
图 25: 公司期间费用占比总体处于较低水平	13
图 26: 公司股东权益净利率、总资产利润率情况	13
图 27: 成都三圈层划分	14
图 28: 成都市各圈层常住人口变动情况 (单位: 万人)	14
图 29: 成都市各圈层固定资产投资情况 (亿元)	14
图 30: 成都市各圈层生活用水情况 (万立方米)	15
图 31: 成都市各圈层第二产业生产用水 (万立方米)	15
图 32: 成都市自来水供水总量及人均供水量	15
图 33: 成都 2015 年各圈层人均生活用水量	15
图 34: 公司售水量中趸售占比不断提高 (亿立方米)	16
图 35: 四川天府新区划分情况	16
图 36: 四川天府新区定位及目标	16
图 37: 成都将打破圈层结构, 打造“双城”时代	17
图 38: 阿坝州兴蓉环境股权结构及业务规划	18

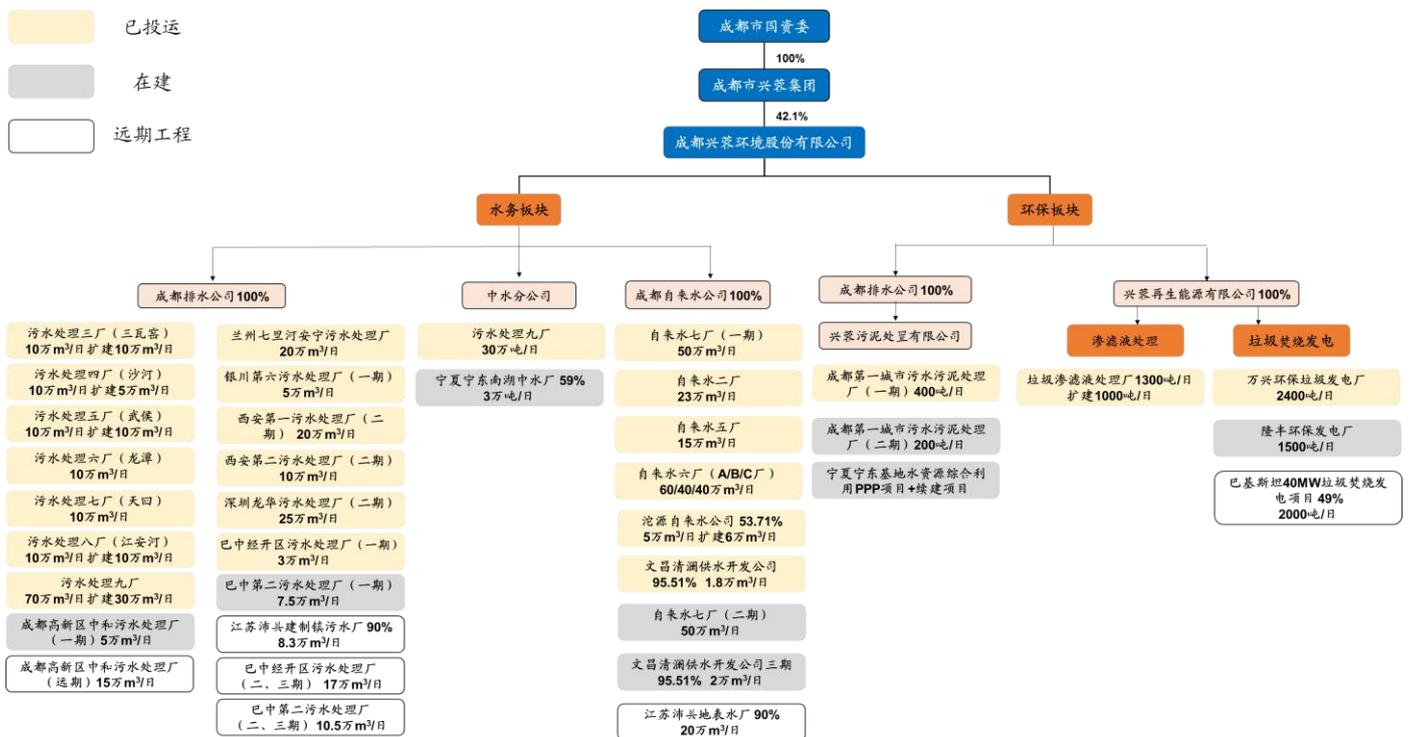
图 39: 巴基斯坦项目公司股权结构.....	19
图 40: 公司在水务、环保产业链上延伸	21
图 41: 成都治水十条.....	22
图 42: 公司垃圾渗滤液处理厂年处理量及增速	23
表 1: 截至 2017 年 8 月, 公司在建及拟建供水、污水处理项目情况.....	8
表 2: 主要水务上市公司 2010-2016 年综合毛利率情况.....	12
表 3: 公司成都地区现有及在建自来水厂情况	16
表 4: 公司异地 (非成都) 污水处理厂情况 (截至 2017 年 6 月)	18
表 5: 公司异地扩张战略合作协议.....	19
表 6: 一带一路相关政策	20
表 7: 公司与海外市场资源企业签订战略合作协议情况	20
表 8: 兴蓉安科建设典型项目一览.....	21
表 9: 公司中水回用、污泥处置业务项目情况	22
表 10: 公司市政垃圾处理业务项目情况 (截至 2017 年 6 月)	23
表 11: 公司现有 PPP 项目情况	24
表 12: MBR 技术与传统水处理工艺对比.....	24
表 13: 兴蓉环境盈利预测 (2017-2019 年)	26
表 14: 可比公司盈利预测及估值 (收盘价和市值为 2017.09.12 对应值)	28

成都区域水务龙头，打造“水务+环保”双主业

多次资产注入打造成都唯一上市国有水务环保平台

兴蓉公司于2002年由成都市国资委出资设立，是成都为解决岷江流域治理、成都水环境问题而设立的项目投融资平台，随后成都市于2003年和2005年分别将排水和供水资产划转至兴蓉公司，至此兴蓉公司成为集投资、建设及运营管理为一体的大型城市水务企业。而后为进一步推动成都市及周边地区水务及环保事业的发展，兴蓉公司开始接力资本市场平台，拓宽融资渠道，兴蓉公司于2010年以排水公司全部股权通过资产置换方式完成借壳上市，并于2011、2012年分别注入自来水公司、再生能源公司资产，打造水务、环保两大板块，成为成都市唯一国有水务环保上市平台。

图1：公司经过多轮资产注入成为成都市唯一国有环保上市平台（截至2016年底公司运营、在建及拟建项目）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

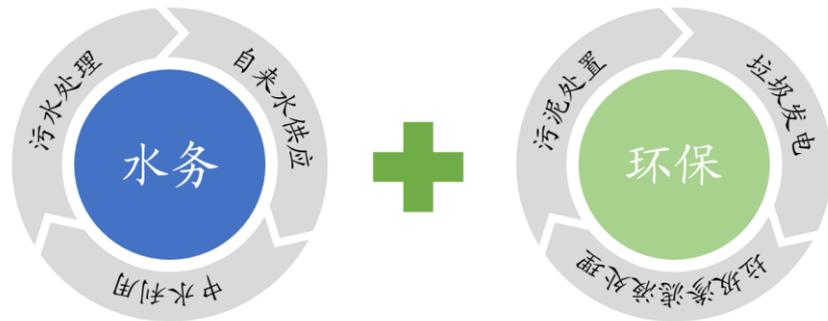
备注：公司2016年年报显示海南清澜水厂三期2万吨、金堂沱源6万吨扩建项目超计划完成，并进入调试运行阶段。

公司业务结构转型之路：从供排水一体化到“水务+环保”双轮驱动，产能不断提升。

公司上市时传统主营业务为污水处理，上市后通过新建第九污水处理厂、对现有污水处理厂进行提标扩能改造、中标多个异地污水处理厂BOT项目等一系列动作，污水处理产能由上市时的130万m³/日提升至2016年的278万m³/日；公司于2011年增发收购自来水公司100%股权完成供排水一体化，通过新建自来水七厂、收购沱源自来水公司股权、并对现有水厂进行扩能建设，供水产能由2011年的178.8万m³/日提升到2016年末的240.3万m³/日。此外，2014年公司成立中水分公司，负责排水公司污水处理厂运营区域内的中水服务特许经营权，现有运行产能30万吨/日。

2012年开始公司迈开了进军环保的步伐:2012年以1.235亿元受让再生能源公司100%股权,再生能源公司拥有1座垃圾渗滤液处理厂,设计产能达2300吨/日,随后公司分别于2012年、2015年获得万兴、隆丰两座垃圾发电厂特许经营权,合计垃圾处理设计规模达3900吨/日,2017年初万兴垃圾发电厂开始投入运营,隆丰发电厂尚在建设;2013年公司下属排水公司建设的成都市第一污泥处理厂建成投运,设计处理规模400吨/日,该厂二期工程规划处理规模为200吨/日,截至2017年半年报取得了该二期工程项目污染物排放总量意见函及市环保局出具的环评批复。

图2: 形成“水务+环保”双轮驱动业务结构



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司业务区域覆盖巴基斯坦及国内四川、甘肃、陕西、宁夏、广东、海南、江苏等多个省份。公司供水业务以成都为主,覆盖成都市中心城区、天府新区成都直管区、郫都区以及金堂县赵镇、三星、清江、官仓及栖贤,并通过趸售方式向龙泉、新都、双流三区供水,且在海南文昌市清澜区、江苏沛县拥有供水项目。污水处理业务积极外延扩张,业务不仅覆盖成都市中心城区、天府新区高新区中和组团,还涉及四川巴中,甘肃兰州,宁夏银川、宁东,陕西西安,广东深圳,江苏沛县等地,截至2016年公司在运污水异地产能占比近30%,异地收入占总体营收占比约为7%。同时,公司积极实践“走出去”战略,正推进巴基斯坦40MW垃圾焚烧发电项目。

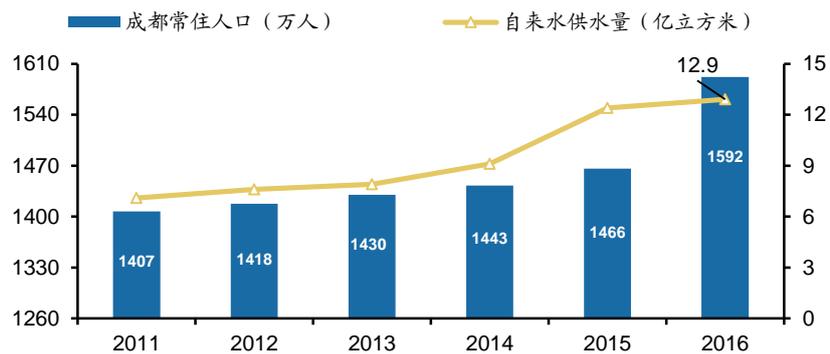
图3: 公司目前异地业务布局情况(截至2016年底项目分部)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

成都市场需求巨大，公司逐步扩张形成地域垄断。根据成都市统计年鉴，2011-2015年成都市常住人口复合增长率为1.03%，2016年简阳划归成都代管致使成都市常住人口同比大幅上涨8.6%，达到1592万人，自来水供水量也随之增至12.9亿立方米。随着国家“西部大开发”战略的逐步实施以及成都都市圈、天府新区的加速建设，成都水务市场需求有望进一步扩大。公司供水范围也从成都中心城区逐步覆盖至天府新区及成都周边的郫县、金堂县部分地区，污水处理服务也已覆盖成都中心城区，目前公司供水业务占据超过成都六成市场份额，污水处理业务也占据成都50%左右份额，垄断优势明显。

图4：成都市人口及自来水供水量情况



数据来源：《成都市国民经济和社会发展统计公报》，广发证券发展研究中心

图5：公司各项业务涵盖的成都区域版图（2016年）

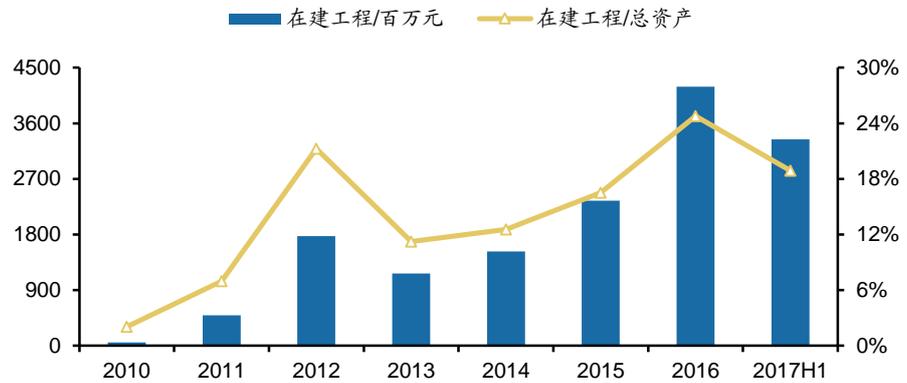


资料来源：《收购成都市自来水有限责任公司100%股权项目评估报告》，四川建设网，广发证券发展研究中心

在建项目充足，远期规划在手，产能持续释放可期。上市以来，公司在建工程规模不断上升，保障供水、污水处理产能持续增长，2016年，公司在建工程达41.93亿元，同比大幅提升78.7%，占总资产的24.8%。截至2017年6月，因万兴环保发电厂完工

投产，在建工程降至33.39亿元，但仍占总资产18.9%，处于较高水平。根据公司2017年度跟踪评级报告披露，公司供水在建项目产能达52万m³/日，污水处理在建项目产能达12.5万m³/日，预计完成建设后公司供水和污水能力将分别至少达292.3万m³/日和290.5万m³/日，产能分别提升21.6%和4.5%。同时公司拥有多个拟建项目和污水处理远期规划项目，产能持续释放可期。

图6：公司在建工程保持较高水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：截至2017年8月，公司在建及拟建供水、污水处理项目情况

合同时间	项目名称	项目类别	预计运行时间	特许经营期(年)	设计产能(万 m ³ /日)
在建项目					
2012.7	巴中市第二污水处理厂(一期)	污水处理	2017	28	7.5
2013.12	高新区中和污水处理项目(一期)	污水处理	2017.7	30	5
2014.12	文昌清澜供水三期扩建	供水	2017	-	2
2015.8	水七厂(二期)	供水	2017.12	23	50
拟建工程					
2016.8	江苏沛县县自来水厂 PPP	供水	-	30	20
2016.8	江苏沛县 PPP 项目 13 个建制镇污水处理厂	污水处理	-	30	8.3
2016.11	宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目	工业污水处理	-	30	包含 7 个子项目
2017.8	宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目续建	工业污水处理	-	30	1.5 (工业水处理)
2017.8	天府国际机场专供水厂项目	供水	-	-	2.5
远期项目					
2011.10	银川第六污水处理厂 BOT 项目(远期工程)	污水处理	-	30	10
2012.7	巴中市经开区污水处理厂(二、三期)	污水处理	-	28	17
2012.7	巴中市第二污水处理厂(二、三期)	污水处理	-	30	10.5
2013.12	高新区中和污水处理项目(远期)	污水处理	-	30	15

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

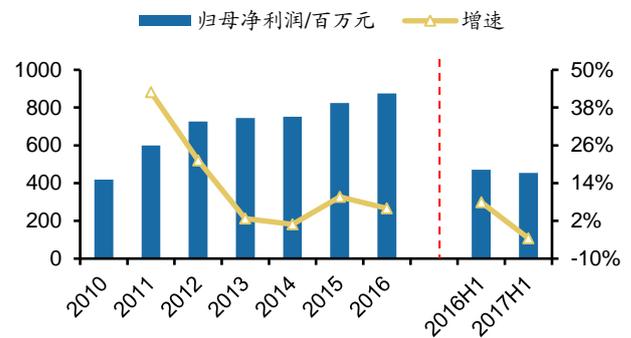
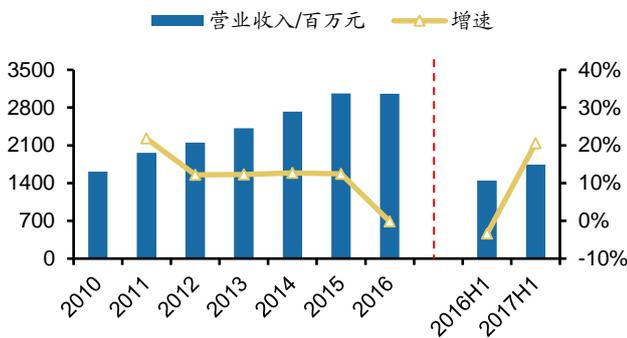
水务板块量价齐升助推业绩平稳增长，多维布局增添成长动力

公司上市以来借助内生增长和外延并购，不断优化业务结构。2011年注入成都市自来水公司后，营收和净利润进入平稳增长期。2011-2016年公司营收、净利润复合增长率分别为9.8%和8.3%，但各年份净利润增速波动较大，2012年公司业绩高增长主要系完成金堂县沱源公司收购供水产能增加5万m³/日且售水量大幅提升所致，2013-2014年随着管网工程以及自来水制售成本大幅提高，公司净利润增速趋缓。

公司自2015年7月1日起 开征增值税，污水处理业务执行增值税即征即退70%，污泥处置、渗滤液处理、中水增值税由免征改为即征即退50%-70%优惠，鉴于该原因和供排水管网工程项目量减少，2016年公司实现营收30.58亿元，同比下降0.14%，净利润8.74亿元，同比增长6%。

图7：公司营业收入2011-2016年复合增速为9.8%

图8：公司归母净利润增长率波动较大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

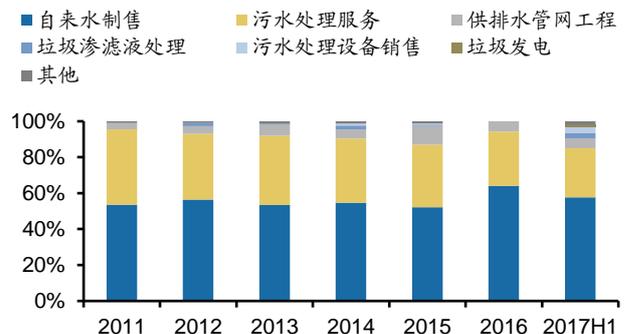
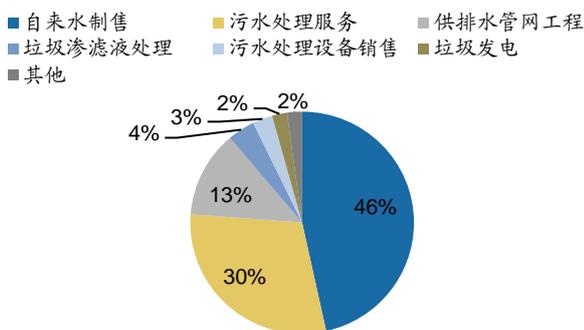
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2017年上半年，公司实现营收17.4亿元，同比增长20.55%，主要系万兴环保电厂投产贡献营收0.38亿元、污水处理与垃圾渗滤液业务受提价影响营收增长所致；实现净利润4.54亿元，同比下降3.54%，主要系非经常性损益减少（排水公司将2016年原第一、二污水处理厂在过渡期间的污水处理服务费收入及相关成本作为非经常性损益处理），污水处理、管网工程等毛利率下降所致（分别下降7.6%、5.8%），扣非净利4.52亿元，同比增长5.44%。

公司自来水制售业务和污水处理业务为利润贡献主力。2016年供水和污水业务的营业收入达25.09亿元，占总收入比为82%，占整体毛利润比重约90%，2017年上半年两项业务的营收、毛利占比也达到76%和85%，自来水制售业务和污水处理业务为公司利润贡献的主力军。

图9：2017年上半年公司营业收入业务构成

图10：自来水、污水处理业务仍是利润贡献主力

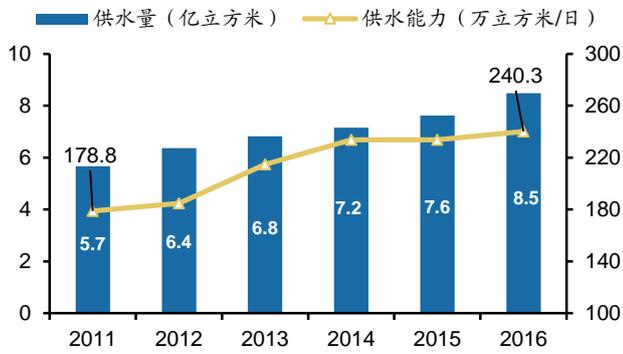


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

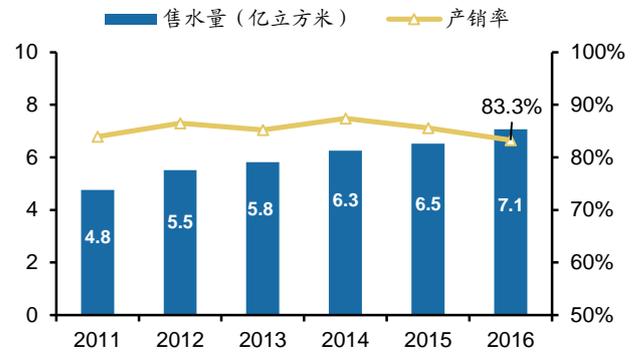
近年来公司供水、污水产能持续释放：2011年以来，公司新建成都自来水七厂、第九污水处理厂，对现有污水处理厂进行提标扩能改造，并中标多个异地污水处理厂BOT项目，供水能力从2011年的178.8万m³/日攀升至2016年的240.3万m³/日，污水处理产能也从150万m³/日增至278万m³/日。

图11：公司历年供水情况（2011-2016）



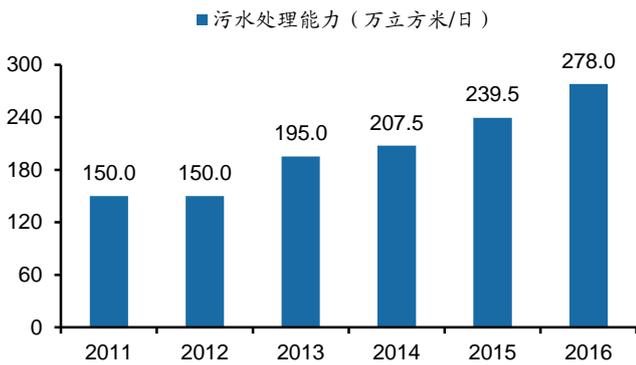
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图12：公司历年售水情况（2011-2016）



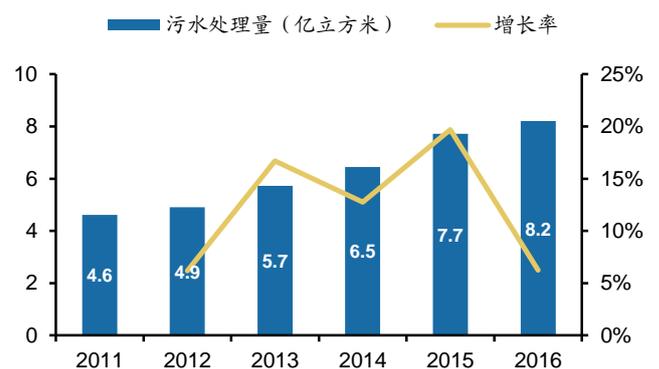
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图13：公司历年污水处理产能情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图14：公司历年污水处理量情况

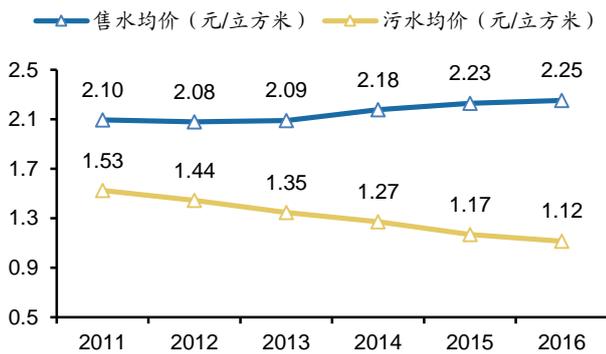


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

多次上调水价增厚利润水平：根据公司2017年跟踪评级报告披露，成都供水价格终端价格主要由4部分构成：水资源费、水利工程水费、城市供水运营水费和污水处理费。2010年以来，成都市中心城区终端水价多次上调，相应的公司售水均价（供水营收/售水量，不含污水处理费）逐年攀升，由2012年的2.08/m³上升至2016年的2.25元/m³，累计增幅达8.4%。

公司污水处理费是根据成本加成确定，根据公司2017年跟踪评级报告披露，成都市政府对提供的污水处理服务实行政府采购，结算价格每三年核定一次，按月结算，污水处理量取保底处理量和实际处理量中的较高者。由于产能爬坡，2012-2014年公司污水结算价格为1.53元/吨较首期下降了0.09元/m³，2015年成都市核定至3、4、5、8污水处理厂提标扩能项目完成前的污水处理服务费继续按1.53元/吨执行，随着公司于2016年11月完成对成都市三、四、五、八污水处理厂的扩能改造，污水处理费也由1.53元/立方米上涨至1.63元/立方米，并于2017年1月1日开始施行。

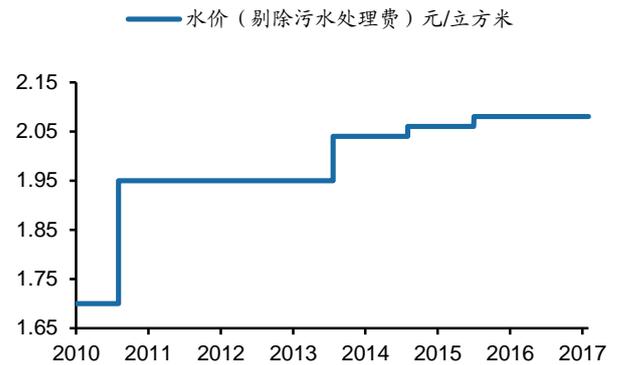
图15: 公司售水、供水均价情况 (2011-2016年)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 公司售水均价包括对非居民、趸售等价格的综合

图16: 成都市居民水价2010年以来经历多次提价



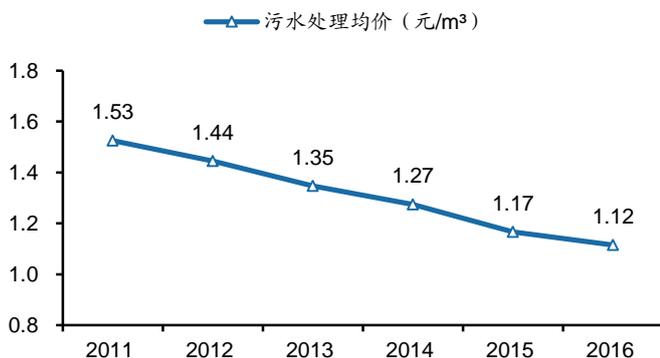
数据来源: 成都市发改委, 跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

成都市于2016年起实施阶梯水价政策, 三级阶梯分别为2.98/3.85/6.46元/m³, 有效期5年, 其中第一级水量覆盖80%的用户, 第二级水量覆盖95%的用户。目前成都市居民用水第一阶梯水价为2.08元/m³ (不含污水处理费), 该水价处于全国31个省会城市 (含直辖市) 中游水平。

公司近年污水处理均价下行盈利承压, 2017年成都市区污水处理结算价格提价预期产生积极影响。截至2016年末公司已投运多个污水处理项目, 其中成都地区7个, 其余污水处理厂分布西安、银川等地。近年来, 公司整体污水处理均价逐年降低, 一方面由于2012年成都地区污水处理核定价格较首期下降0.09元/m³至1.53元/m³, 且一直执行至2016年底。

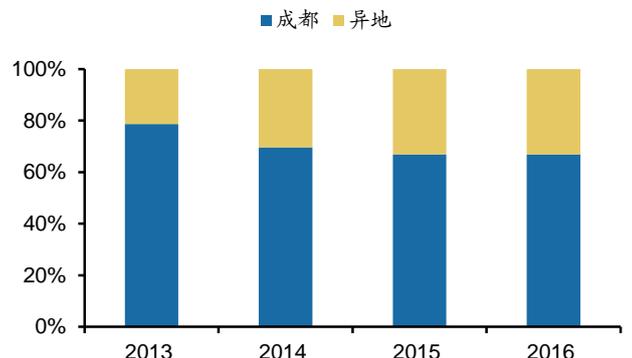
另一方面公司取得的异地 (非成都) 污水处理项目均价较低, 拖累整体均价。2017年随着成都地区污水处理厂提标改造完成, 公司成都市污水处理价格将上调至1.63元/m³ (成都市居民污水处理征收价2017年上调0.05元至0.95元/m³, 非居民不变)。

图17: 公司污水处理均价逐年下滑 (2011-2016)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 公司污水处理量构成



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图19: 2016年同类上市公司污水处理均价比较 (元/m³)

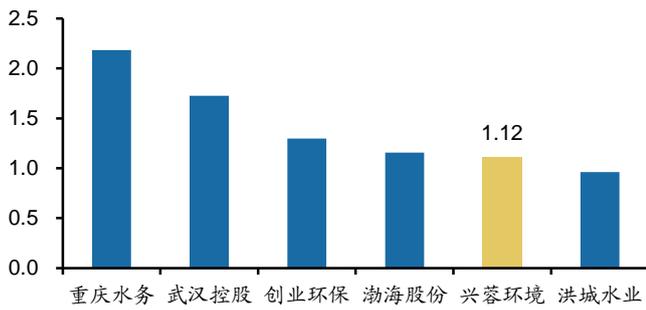
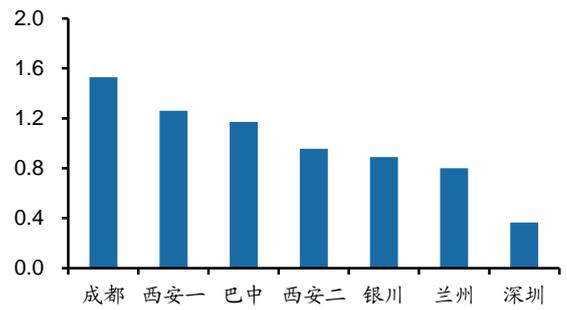


图20: 2016年各地污水处理结算价格 (元/m³)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

计算公式: 污水处理营业收入/公司污水处理量

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 兰州为TOT模式, 深圳龙华污水处理厂为委托运营

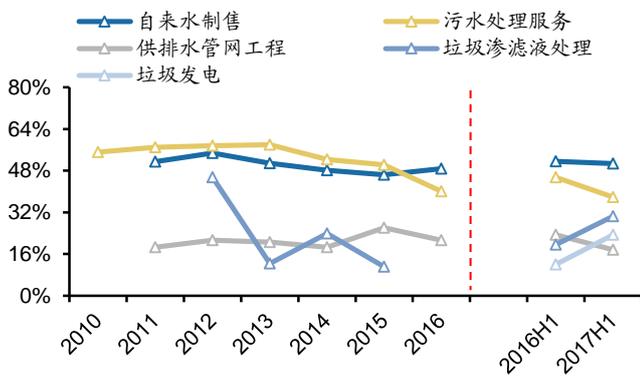
整体来看, 公司毛利率处于水务行业内领先水平。但近年来污水毛利率下滑较快, 其他类型业务毛利较低, 拖累公司整体毛利率。公司污水处理费调价3年一次, 相对于成本变动滞后, 因此污水处理毛利自2014年开始下滑, 由于2015年7月起污水处理、渗滤液处理开始执行增值税即征即退70%的税收政策, 叠加扩产改建项目投产, 公司2016污水处理和渗滤液业务毛利率低至40%和11%。2017年上半年, 公司毛利率、净利率分别为41%和26%。

表2: 主要水务上市公司2010-2016年综合毛利率情况

公司简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
江南水务	54.3%	57.8%	57.4%	55.0%	55.5%	57.8%	54.0%
兴蓉环境	55.2%	49.9%	51.7%	48.0%	44.2%	42.3%	42.0%
重庆水务	51.7%	46.8%	47.5%	50.3%	45.2%	45.3%	37.6%
创业环保	45.9%	44.1%	41.9%	39.6%	40.7%	37.9%	41.3%
首创股份	40.5%	42.8%	43.6%	39.7%	30.7%	32.3%	32.9%
中原环保	38.9%	39.3%	31.6%	29.4%	31.8%	28.5%	40.8%
洪城水业	37.0%	35.8%	36.6%	32.3%	33.7%	31.3%	24.5%
渤海股份	18.7%	23.1%	36.6%	32.2%	22.7%	24.2%	22.9%
武汉控股	14.7%	-6.8%	-15.7%	32.0%	34.4%	31.4%	27.4%

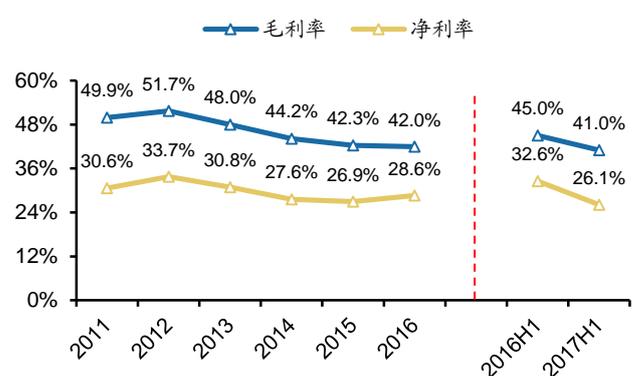
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 公司各业务板块毛利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 近年来公司综合毛利率维持在40%以上

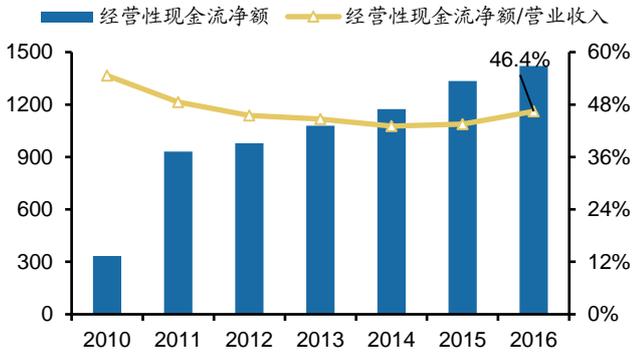


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司财务状况优良现金流充裕，为后续扩张发展奠定基础

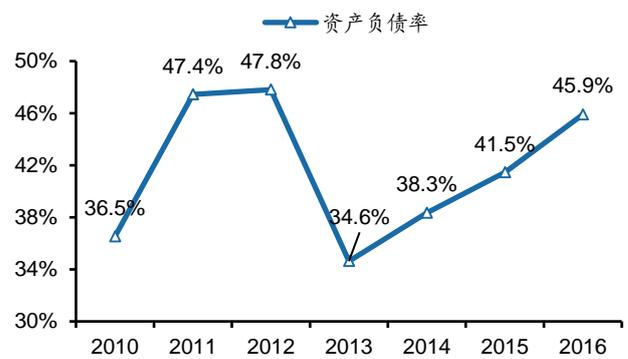
公司自来水制售、污水处理业务多为现金流稳定的运营类项目，经营性现金流净额逐年增长，2016年达到14.2亿元，占营业收入比重高达46.4%，处于行业较高水平，为公司持续发展提供充足现金流。随着公司不断利用融资扩大经营规模，近年资产负债率呈一定的上升趋势，2016年升至45.9%。

图23: 公司经营性现金流净额逐年增长 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

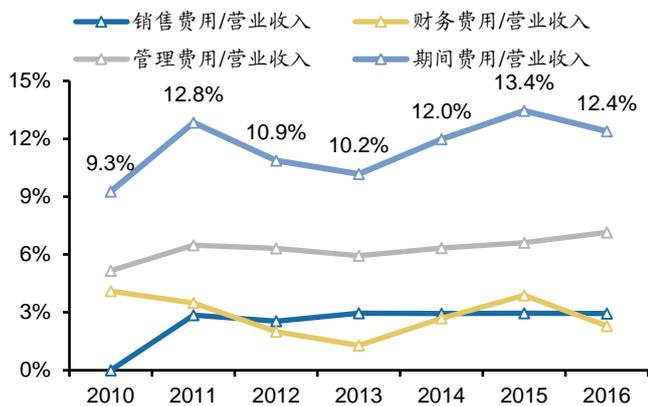
图24: 公司资产负债率呈现上升趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

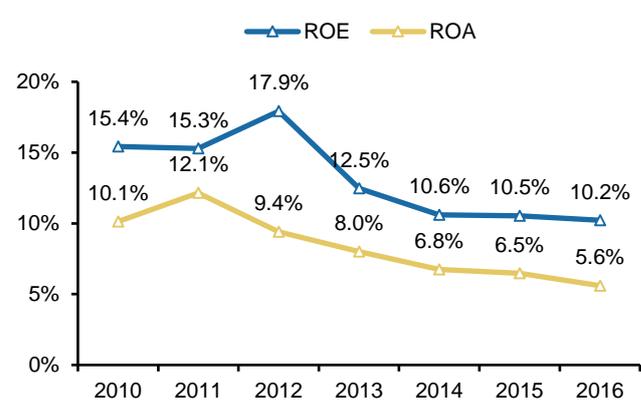
公司期间费用保持稳定。公司作为大型地方国企，具有较强的融资优势和业务承揽优势，长年以来期间费用稳定。公司2016年期间费用合计为3.79亿元，占比12.4%，同比下降8.05%，主要是由于公司融资成本下降使得财务费用相应减少。随着公司业务不断扩张，在建项目、固定资产快速增加导致总资产快速增长，公司ROA呈下滑趋势。预计之后随着项目进入成熟运营阶段，净利润提升，公司ROE、ROA将趋于稳定，2016年公司ROE和ROA分别为10.2%和5.6%。

图25: 公司期间费用占比总体处于较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 公司股东权益净利率、总资产利润率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

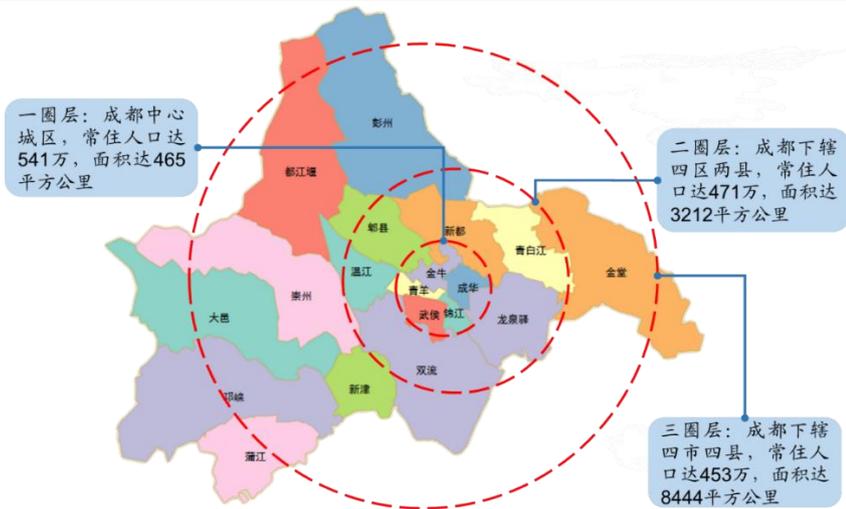
水务板块地域扩张: 市内拓张区域, 异地辐射全国

成都城市建设加速, 公司供水区域逐步由中心城区拓张到周边区域

成都是西部地区唯一的特大城市，根据《2016年成都市国民经济和社会发展统计公报》数据显示: 截至2016年成都拥有常住人口1591.8万，市辖区城镇化率达70.6%。

成都下辖11个市辖区、4个县、代管5个县级市（包括简阳市），此外，成都还设有成都高新技术产业开发区和国家级新区天府新区。近年来，成都持续推进城镇化建设，将其中心区及周边县市划分为一、二、三圈层，构建成都城市经济圈。一圈层：成都市五城区及高新区（即中心城区），包括锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区及高新区；二圈层：成都市下辖的六区，包括新都、郫都、双流、温江、青白江及龙泉驿区；三圈层：下辖的四市、四县，包括都江堰市、彭州市、崇州市、邛崃市及金堂县、新津县、大邑县、蒲江县。

图27：成都三圈层划分

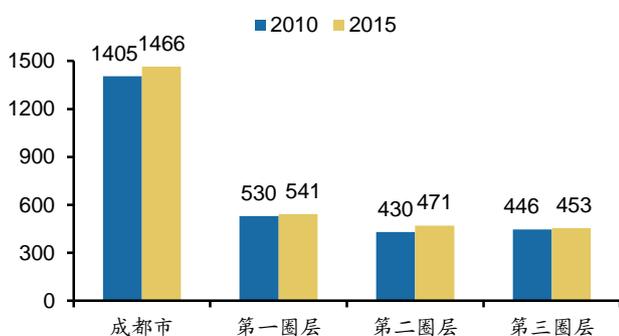


数据来源：公司2013年配股说明书，广发证券发展研究中心

备注：该图未包含2016年5月由成都市代管的简阳市，上述人口数据来自于2015年成都统计年鉴和成都统计公众信息网

政策推动三圈一体融合，二、三圈层快速发展。2012年9月，成都发改委印发《关于促进全域成都“三圈一体”融合发展的若干意见》，提出加快推动全域成都“三圈一体”融合发展，将制造业和劳动密集型产业向二、三圈转移，并加大对第三圈层公共服务设施建设和环保治理的资金支持。在政策推动下，成都第二、三圈层取得较大发展，2015年常住人口较2010年增长48万人，其中第二圈层常住人口增幅达9.5%；固定资产投资也呈逐年上升趋势，增速均高于第一圈层。

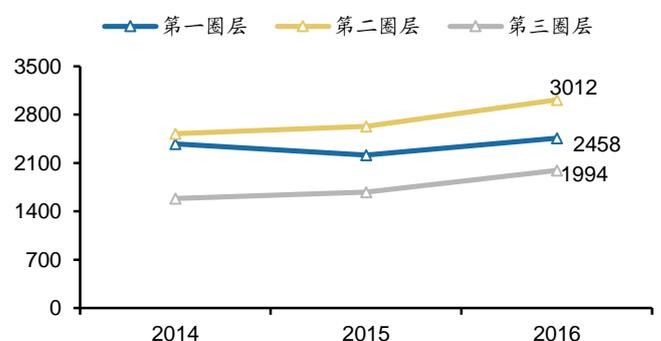
图28：成都市各圈层常住人口变动情况（单位：万人）



数据来源：成都历年综合月报，广发证券发展研究中心

备注：各圈层数据由圈层内区县（市）数据求和得到

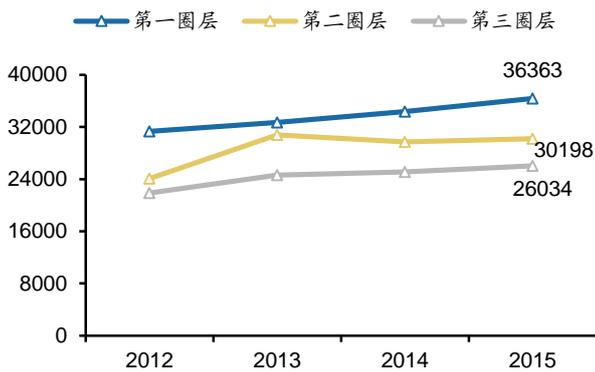
图29：成都市各圈层固定资产投资情况（亿元）



数据来源：成都历年综合月报，广发证券发展研究中心

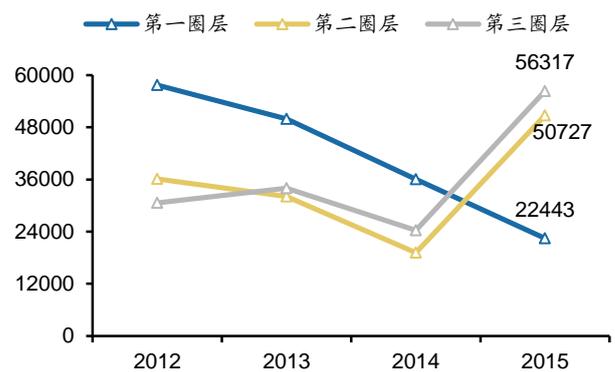
备注：各圈层数据由圈层内区县（市）数据求和得到

图30: 成都市各圈层生活用水情况(万立方米)



数据来源: 成都市水资源公报, 广发证券发展研究中心
备注: 各圈层数据由圈层内区县(市)数据求和得到

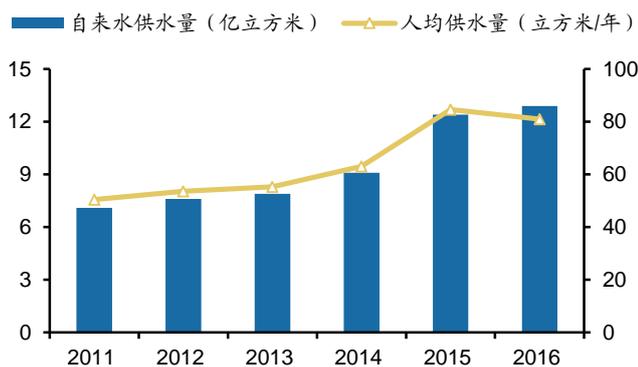
图31: 成都市各圈层第二产业生产用水(万立方米)



数据来源: 成都市水资源公报, 广发证券发展研究中心
备注: 各圈层数据由圈层内区县(市)数据求和得到

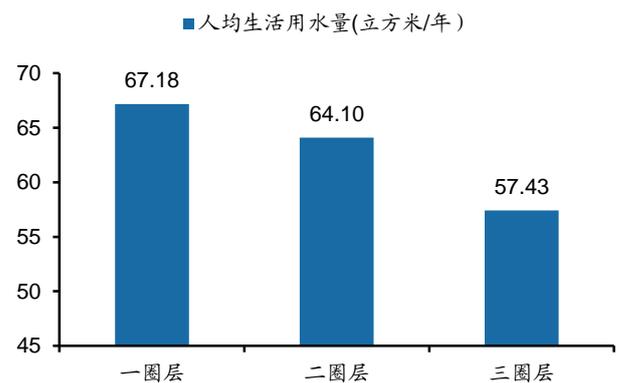
供水总量逐年攀升, 三圈层人均用水量仍有一定的提升空间。成都市自来水供水量逐年增加, 但三圈层人均用水量仅为一圈层的85%, 仍有一定的提升空间。

图32: 成都市自来水供水总量及人均供水量



数据来源: 成都市国民经济和社会发展统计公报, 广发证券发展研究中心

图33: 成都2015年各圈层人均生活用水量

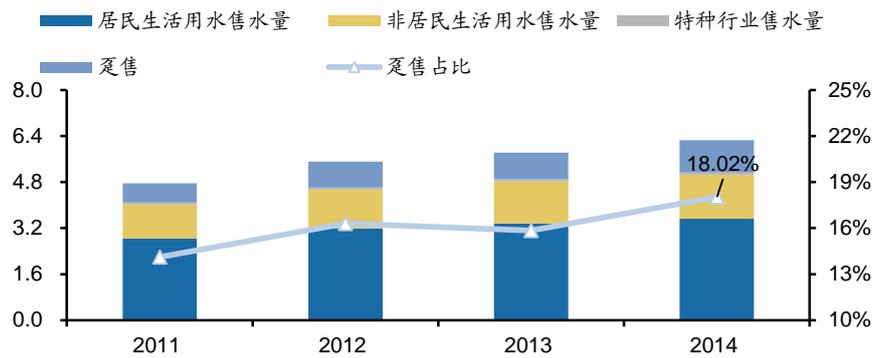


数据来源: 成都水资源公报, 广发证券发展研究中心

公司垄断一圈层供排水业务, 未来增长需进一步打破圈层向外扩张。根据公司官网披露, 公司供水范围覆盖中心城区和郫县, 并通过趸售的形式向双流、新都、龙泉等区辐射; 污水处理方面, 公司在中心城区拥有多座污水处理厂, 服务区域达350平方公里, 基本实现了对中心城区污水处理全覆盖。公司近年来已逐渐将供水业务扩张到第二、三圈层。公司目前已通过趸售方式向新都、龙泉、双流(二圈层)等地供水, 并于2012年收购成都沱源自来水公司51%股权, 从而获得对金堂县(第三圈层)赵镇、三星、清江、官仓及栖贤的供水特许经营权。2017年6月, 公司控股股东兴蓉集团与郫都区(原郫县)政府签署投资合作协议, 拟在郫都区自来水供应、污水处理、水环境治理及管网建设等方面开展合作。此外, 2017年8月, 公司正式接手自来水六厂B厂(40万吨/日), 由原先购销转为制售模式, 将进一步提升供水业务利润。

成都市区域扩张新契机: 天府新区建设叠加双城时代来临。2014年10月, 成都天府新区获批成为国家级新区, 根据《四川天府新区总体规划(2010—2030年)》新区区域涉及成都高新区南区、双流区、龙泉驿区等, 总规划面积达1578平方公里。

图34: 公司售水量中趸售占比不断提高 (亿立方米)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心 备注: 2014年后该数据公司未披露

表 3: 公司成都地区现有及在建自来水厂情况

供水厂	设计供水能力 万 m ³ /日	供水区域	所属圈层
自来水二厂	23		
自来水五厂	15	成都中心城区、天府新区	
自来水六厂 A 厂	60	成都直管区、郫都区, 通	一、二圈层
自来水六厂 BOT 厂	40	过趸售向龙泉、新都、双	
自来水六厂 C 厂	40	流供水	
自来水七厂一期	50		
成都金堂县沱源自来水厂	5	金堂县 (部分区域)	三圈层
金堂沱源自来水厂扩建项目	6		
在建项目 (成都市)			
自来水七厂二期	2017.12	50	- 一、二圈层
天府国际机场专供水厂	2019	2.5	天府国际机场 二圈层

数据来源: 公司公告, 2014 年公司债券 (第一期) 跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

图35: 四川天府新区划分情况



数据来源: 百度图片, 广发证券发展研究中心

图36: 四川天府新区定位及目标

- 总体定位:** 我国西部地区的核心增长极与科技创新高地
- 产业发展模式:** “双轮驱动”, 以现代制造业和高端服务业为主
- 规划目标:**
 - 到2020年, 地区生产总值达3000亿元以上
 - 到2025年, 实现再造一个产业成都目标
 - 到2020年, 总人口达350万
 - 到2030年, 总人口达500万

数据来源: 《四川天府新区总体规划 (2010-2030年)》(2015 年版), 广发证券发展研究中心

供水方面天府新区布局：公司2015年5月公司与天府新区成都管委会签署供水特许经营协议，期限30年，经营范围为天府新区直管区，面积达564平方公里。目前公司正在建设的七厂二期配套输水管线中绕城高速给水输水管线承担着将自来水输送至天府新区的重任，2017年8月公司公告投资建设天府机场（成都第二机场，位于简阳市）2.5万吨/日供水项目。

污水方面天府新区布局：公司目前在建的高新区中和污水处理厂一期工程（5万立方米/日），配套天府新区，该项目远期设计能力为20万吨/日。

2017年7月，成都市新一轮城市总体规启动修编，未来将进一步打破圈层结构，实施东进、南拓、西控、北改、中优的城市空间战略，形成“中心城区+郊区新城”的空间层次，迈入“双城”时代，预期将进一步提升成都市的供水、污水处理需求。

图37：成都将打破圈层结构，打造“双城”时代



数据来源：华西都市报图片，广发证券发展研究中心

新模式整合阿坝州环保业务，积极寻求增量项目合作

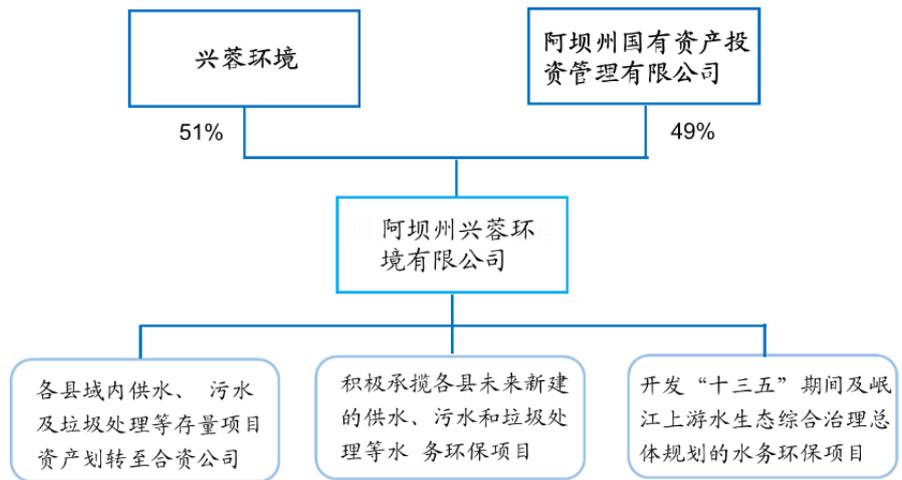
公司依托多年城市水务运营管理经验，积极向成都周边地区渗透，通过与地方国企合作，整合区域水务资产。2017年8月，公司与四川阿坝州国有资产管理公司签署合资协议，共同设立合资公司四川阿坝州兴蓉环境，公司出资额2.55亿元，持股比例为51%。根据协议：

1) 针对存量项目的合作：阿坝州国有资产管理公司将旗下各县域供水、污水及垃圾处理等存量项目划转至合资公司，各县与项目公司签署《特许经营权》，授予其各县行政区域内供水、污水及垃圾处理特许经营权。

2) 针对增量项目的合作：项目公司将积极承揽各县未来新建的供水、污水和垃圾处理等水务环保项目。

同时合作范围也包括以合资公司为载体，开发“十三五”期间及岷江上游水生态综合治理总体规划的水务环保增量项目。

图38: 阿坝州兴蓉环境股权结构及业务规划



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

污水处理板块推动异地拓展, 在建拟建异地项目产能占比达 19.2%

截至2016年末, 公司已在四川成都、巴中, 甘肃兰州, 宁夏银川、宁东, 陕西西安, 广东深圳, 江苏沛县等地拥有污水处理厂运营项目, 异地污水处理能力达83万m³/日, 占公司污水处理总产能278万m³/日的29.9%。公司目前在建、拟建异地项目总产能达53.3万m³/日, 占公司现有污水处理总产能278万m³/日的19.2%。

表4: 公司异地 (非成都) 污水处理厂情况 (截至2017年6月)

污水处理厂	特许经营时间/年	处理能力 (万吨/日)	运营情况
兰州市七里河安宁污水处理厂 TOT	30	20	已投产
银川第六污水处理厂 BOT (一期)	30	5	已投产
西安市第二污水处理厂二期工程 BOT	30	20	已投产
西安市第一污水处理厂二期工程 BOT	30	10	已投产
深圳市龙华污水处理厂 (二期)	8	25	已投产
巴中市经开区污水处理厂 (一期)	28	3	已投产
巴中市第二污水处理厂 (一期)	28	7.5	在建
银川第六污水处理厂 BOT 项目 (远期)	30	10	拟建
巴中市经开区污水处理厂 (二、三期)	28	17	拟建
巴中市第二污水处理厂 (二、三期)	28	10.5	拟建
江苏沛县供水 PPP 项目 (13个建制镇污水处理厂)	30	8.3	拟建
宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目	30	7个子项目	拟建

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

乘PPP东风, 扩张异地项目。2016年公司先后斩获15亿江苏沛县供水PPP和12亿宁夏宁东基地水资源综合利用PPP2个财政部示范项目, 乘PPP东风进一步拓展供排水异地项目。

与产业链上下游企业合作，实现共赢。为进一步加强公司拿单能力和技术能力，公司通过战略合作方式与优势企业合作，2014年与中信环境签署战略合作协议，借助其优势膜技术，提升公司污水处理、污泥处置的技术实力。此外，公司与中国市政工程西南设计研究总院合作，借助产业链上下游企业的优势资源帮助公司进行水务、环保项目的异地拓展，实现互利共赢。

表 5: 公司异地扩张战略合作协议

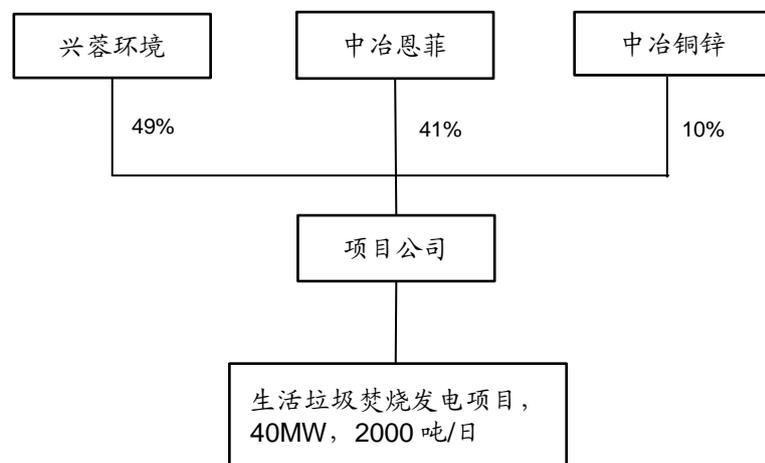
签署时间	合作方	合作内容
2014/10/10	新加坡联合环境技术有限公司 (现中信环境)	成立合资公司借助联合环境 MP-MBR 专利技术开展污水深度处理项目的设计、技术集成及膜组件供应、安装互认对方为给排水及污泥处置等水务环保领域的项目
2014/11/20	中国市政工程西南设计研究总院	合作伙伴, 设计院投资建设的水务、环保项目, 其运营管理交由公司或关联方实施

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

放眼海外: 巴基斯坦项目落地迈出坚实第一步

2016年末, 公司首个境外投资项目巴基斯坦拉合尔市40MW垃圾焚烧发电项目正式落地, 标志着公司海外布局迈出了坚实的第一步。根据公司2017年半年报披露: 2017年2月1日, 项目公司注册成立, 该项目可行性研究报告已初步通过旁遮普省电力发展局的评审, 公司正在积极筹备上网电价和垃圾补贴费用等的谈判相关工作。

图39: 巴基斯坦项目公司股权结构



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

地处一带一路沿线, 受益于政策推动。自2015年一带一路建设计划提出以来, 中央和各级地方政府不断出台相应政策, 推进一带一路建设。成都既属于丝绸之路经济带又连接21世纪海上丝绸之路, 为公司积极融入一带一路, 坚定走出去战略目标的实施创造了良好的文化背景和政策环境。大部分“一带一路”沿线国家环境污染问题严重, 治理能力落后, 同时还存在环境管理薄弱、基础设施建设配套不足、资金缺乏等问题, 急需得到外部的“环保救助”, 为公司拓展国际市场提供了契机。公司拥有丰富

的环境综合治理经验、充足的技术储备和极强的融资能力，有望在未来迅速开拓海外市场。

表 6：一带一路相关政策

时间	政策	发布单位	内容
2015/3/28	推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动	发改委、外交部、商务部	打造新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国 - 中亚 - 西亚、中国 - 中南半岛等国际经济合作走廊；海上以重点港口为节点，共同建设通畅安全高效的运输大通道
2015/5	“一带一路”战略“251 三年行动计划”实施方案	四川省政府办公厅	积极参与“一带一路”，主动对接国家对外开放战略，“引进来”和“走出去”相结合，加快培育四川省参与国际竞争新优势
2016/9/6	成都市融入“一带一路”国家战略推动企业“走出去”五年（2016-2020 年）行动计划	成都市政府办公厅	打通一批互联互通对外开放战略通道，培育一批“走出去”企业主体，建成一批重大合作项目和园区，与“一带一路”沿线国家经贸合作取得阶段性成果
2017/5/11	“一带一路”生态环境保护合作规划	环保部	到 2025 年，要夯实生态环保合作基础，进一步完善生态环保合作平台建设，制定落实一系列生态环保合作支持政策；到 2030 年，推动实现可持续发展议程环境目标，深化生态环保合作领域，全面提升生态环保合作水平。

数据来源：国家发改委、环保部等网站、广发证券发展研究中心

与中冶恩菲工程技术公司、中铁三局战略合作，借船出海快速扩张。为抓住一带一路这一历史机遇，公司通过与中冶恩菲工程技术公司、中铁三局等在海外具有丰富业务经验的企业合作，借船出海，快速拓展海外市场，逐渐提升公司自身海外业务经验和能力。

表 7：公司与海外市场资源企业签订战略合作协议情况

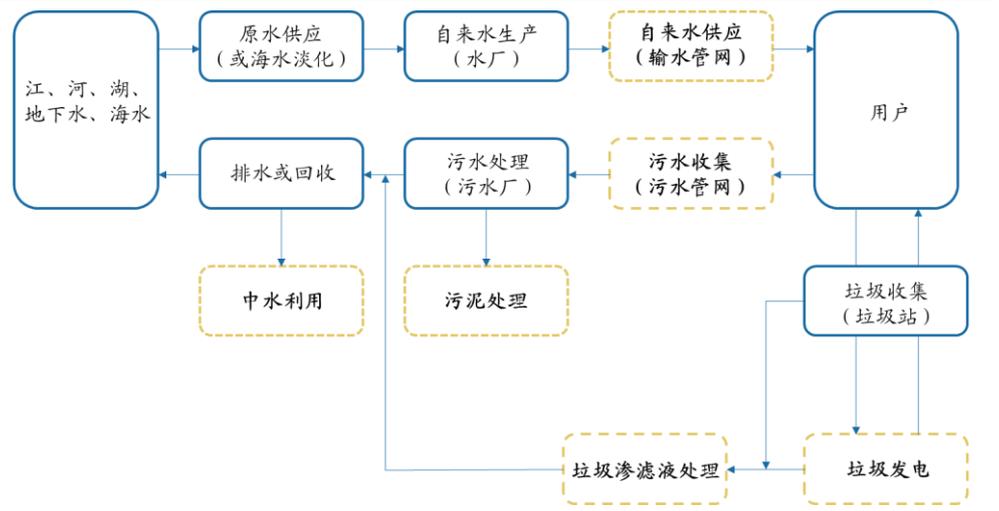
签署时间	合作方	合作范围	合作方优势
2017/2/17	中国恩菲工程技术	垃圾焚烧发电、水务处理等项目	在垃圾焚烧发电、水务处理项目等领域的工程经验和技术实力，业务覆盖东南亚、非洲等地区
2016/8/23	中铁三局集团	水务、环保领域基础设施项目	在海内外市场资源和商务资源，海外工程施工管理经验丰富，业务覆盖新加坡、印度、阿联酋、坦桑尼亚、尼日利亚、埃塞俄比亚等十几个国家

数据来源：中国恩菲、中铁三局官网、广发证券发展研究中心

业务布局多元化，PPP 工程有望发力

近年来，公司以传统主营业务为基础积极进行纵向延伸：中游成立兴蓉安科，对接市政管网建设；下游拓展中水回用和污水污泥处置业务，进一步完善水务产业链，形成一体化的供排水体系。在横向拓展方面，公司收购再生能源公司，着力拓展市政垃圾处理领域，先后开展垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电业务。并利用自身水务+环保平台的综合优势，积极对接 PPP 项目，为公司业绩增长添加新动力。

图40: 公司在水务、环保产业链上延伸



数据来源: 2016年度第一期超短期融资券募集说明书, 广发证券发展研究中心

推进管网工程、污泥处置业务, 延伸水务产业链

中游推进市政管网建设业务。公司于2014年存续分立自来水公司成立兴蓉安科建设工程公司, 主营市政管线建设及环保项目的设计、施工。根据兴蓉安科官网披露: 截至目前兴蓉安科拥有工程设计市政行业(给水工程)专业甲级资质、(排水工程)专业乙级资质和工程咨询(给排水)丙级资质等多个工程资质, 为公司承揽大型市政管网建设工程奠定基础。

表 8: 兴蓉安科建设典型项目一览

项目名称	具体内容	长度(km)
万兴环保发电厂的配套工程厂外综合管线工程项目	取水管道工程 DN400 无缝钢管	8.3
	排水工程 PE 管道 DN315	2.9
	排水工程 PE 管道 DN200	2.9
巴中经开区污水处理厂配套干管工程及厂外道路项目	渗沥液双向输送管工程钢丝骨架 PE 复合管道	6
	配套排水管网建设 DN600-DN1500 污水管道	19.3
郫县供水管网建设项目		18.3
成都市市政干管项目	成都市锦江区、武侯区输配水管网建设工程	804
	成都市成华区、金牛区、青羊区输配水管网工程	1204
水七厂一期工程	管线	66.34

数据来源: 兴蓉安科公司官网, 公司公告, 广发证券发展研究

下游拓展中水回用、污泥处置业务。公司在成都地区政府资源优势显著, 不仅拥有中心城区自来水供应特许经营权, 同时还拥有相应区域的中水服务和污水污泥处理服务特许经营权。中水回用方面, 公司2014年与成都市水务局签订《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》和《成都市新建污水处理厂30万吨/日清水河将官环境补水项目中水服务协议》, 期限25年, 首期结算价格0.28元/m³, 执行期限2014.11.1-2017.11.1。目前, 公司中水服务规模为30万吨/天, 2016年中水实际生产量为6991万吨, 较上年度增长11.46%。

污泥处置方面，公司有成都市中心城区污水污泥400吨/天的处理服务特许经营权，是一座采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺的污水污泥处理厂，在运产能400吨/日，拟建二期产能为200吨/日。2014~2016年，公司分别处理污泥10.41万吨、11.04万吨和12.67万吨。2016年公司中心城区污泥处理服务结算单价（税前）由前期暂定的696.81元/吨提升至769.3元/吨，执行期为2016.1.1-2018.12.31。

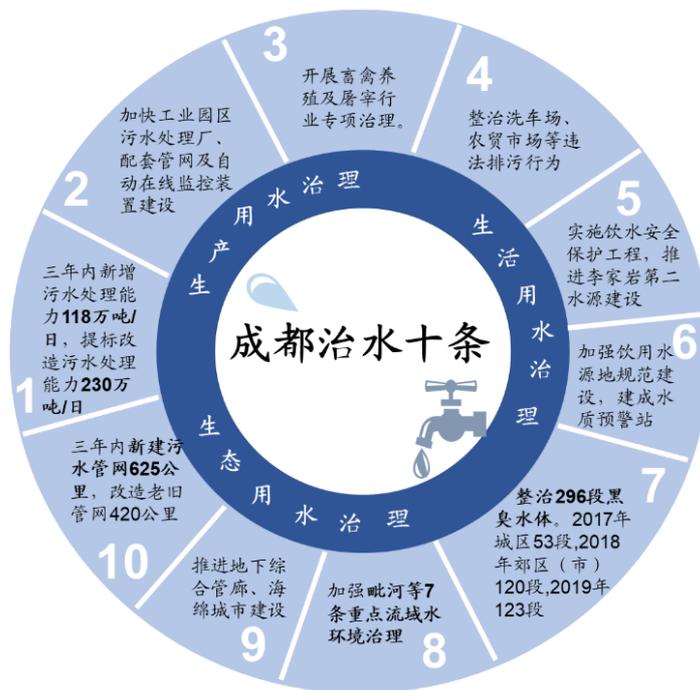
表 9：公司中水回用、污泥处置业务项目情况

项目	运营情况	特许经营时间/年	处理规模 (吨/日)
清水河景观环境补水项目	运行	25	30 万吨/日
成都市第一城市污水污泥处理厂（一期）	运行	30	400
成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）	在建（前期）	30	200

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心 备注：截至2017年半年报公司取得了第一城市污水污泥处理厂二期工程项目污染物排放总量意见函及市环保局出具的环评批复

成都重拳治水，公司污泥处置业务市内尚有扩张空间。2017年6月，成都市政府出台《实施“成都治水十条”推进重拳治水工作方案》，提出在三年内新建污水管网625公里，新增再生利用能力71万吨/日，新建污泥无害化处理设施610吨/日，强力整治黑臭水体296段。

图41：成都治水十条



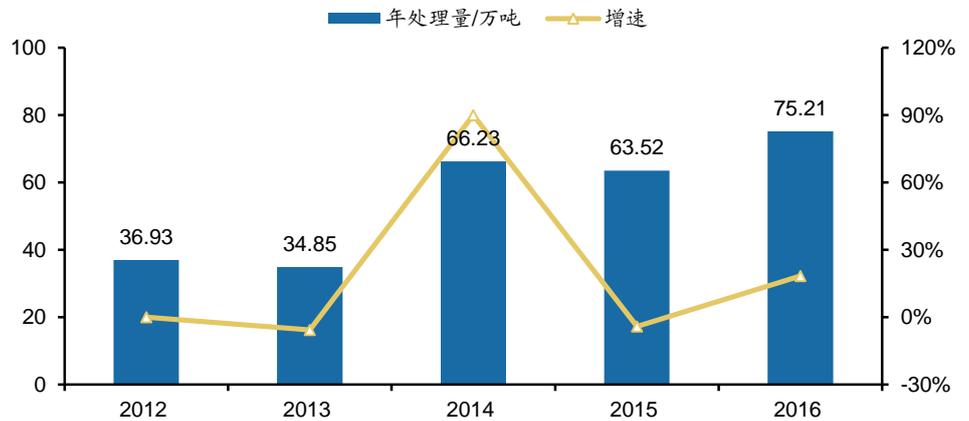
数据来源：成都市发改委网站，广发证券发展研究中心

横向切入市政垃圾处理领域，环保业务加速发展

公司于2012年5月收购再生能源公司100%股权，标的主营垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电业务，公司借此切入市政垃圾处理领域。目前，公司拥有1座垃圾渗滤液处理

厂和2座垃圾焚烧发电厂。其中垃圾渗滤液处理厂处理规模达2300吨/日，负责处理成都市固体废弃物卫生处置所产生的垃圾渗滤液。2016年公司处理垃圾渗滤液75.21万吨，较上年度提升18.40%。垃圾渗滤液处理由政府购买服务，定价每三年核定一次，之前执行政府采购价151.56元/吨（自2014年1月起执行），2017年6月公告提升至163.5元/吨，执行期为2017.1.1-2019.12.31。

图42：公司垃圾渗滤液处理厂年处理量及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2座垃圾焚烧发电厂均位于成都地区，合计运行及在建、拟建产能达6900吨/日。其中万兴一期已于2017年上半年投入运营，2017年上半年发电量达66852MWH，对应实现营收3771万，截至2017年半年报，万兴二期项目已完成项目选址、项目建议书的编制、评审及上报等工作，隆丰垃圾发电站场平工程于2016年4月开工、主体工程于10月开工，在建进度为41.5%。

表 10：公司市政垃圾处理业务项目情况（截至 2017 年 6 月）

项目	运营情况	特许经营期 (年)	处理规模 (吨/日)	协议价格	其他
垃圾渗滤液处理项目	运行	20	2300	最新价格执行 163.5 元/吨	增值税即征即退 70%
万兴环保发电厂项目	一期	运行	2400	原生垃圾处理费 46 元/吨，陈腐垃圾处 理费为原生垃圾处理费基础上加价 58/80 元/吨；上网电价为 0.65 元/度 (含税)，超出部分执行本地同类燃煤 发电机组上网电价	增值税即征即退， 免征营业税，减征 所得税
	二期	筹建	3000	-	-
隆丰垃圾发电厂项目	在建	25	1500	上网电价 0.65 元/度 (含税)，超出部 分执行本地同类燃煤发电机组上网电价	

数据来源：公司公告，兴蓉集团官网，广发证券发展研究中心

积极对接 PPP 项目，订单获取优势明显

积极布局供排水PPP领域，示范效应明显。在经济下行背景下，PPP模式已成为地

方政府开展环保工程建设的主要模式。2016年公司开始积极对接PPP项目，当前在手PPP项目4个，总投资达42.45亿元。其中，宁夏宁东基地水资源综合利用PPP项目和江苏沛县供水PPP项目分别为财政部第二批和第三批示范项目，具有显著示范效应。

表 11：公司现有 PPP 项目情况

中标时间	项目名称	投资额/亿元	特许经营期/年
2016/08/08	江苏沛县供水 PPP 项目	15.04	30（含建设期3年）
2016/10/24	宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目	12.05	30
2017/8/21	宁东基地水资源综合利用 PPP 项目续建项目	5.11	30
2017/04/12	温江区排水基础设施 PPP 项目一期工程	10.25	17（建设期不超过2年）

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

资质齐全，技术领先。公司经过多年发展，已经打造成为集城市水资源利用和市政垃圾处理为一体的综合水务环保平台。拥有污水处理、垃圾焚烧发电、管网建设等多领域业务经验和技術储备。公司旗下兴蓉安科拥有多项工程资质；与中信环境合资成立的新蓉环境拥有MP-MBR技术的使用权，该技术是世界领先的水处理技术之一。依托在业务经验、工程资质和技术积累等方面的突出优势，并结合国资背景，公司具有承接大型水务PPP项目能力。

表 12：MBR 技术与传统水处理工艺对比

项目名称	传统水处理工艺	MBR 工艺
出水水质	低于国家一级 A 标准	优于国家一级 A 标准
占地面积	大	小
产水率	耗水多，产水率低	无需反冲洗，产水率高
剩余污泥	污泥产量大	污泥产量较小
运行管理	设备多，管理复杂，易发生故障	设备少，流程简单，运行稳定可靠

数据来源：北极星环保网、广发证券发展研究中心

融资优势助力PPP订单获取。公司为市属国企，具有良好的政府资源，加之财务状况良好，2016年末资产负债率为45.9%，具备较强的融资能力和融资成本优势。2016年，公司主体信用等级调升至AAA最高信用评级，融资能力进一步加强。根据2016年年报披露，公司2016年通过银行信用授信，以中国人民银行同期贷款基准利率下浮10%-15%筹集短期借款，补充流动资金。且公司分别与中国银行、平安银行等多家银行达成综合授信或行内授信，**综合授信额度近132亿元**。较低的融资成本和较强的融资能力将为公司获取大型PPP项目提供助力。

盈利预测

我们根据以下假设，预测公司2017-2019年营业收入分别为35.2、40.3、45.8亿元。

1、自来水制售

- **产能假设：**假设公司文昌清澜供水厂（三期）于2017年投入运营，合计新增设计产能2万立方米/日；自来水七厂（二期）于2018年初投入运营，新增产能50万立方米/日，江苏沛县地表水厂于2019年初投入运营，新增设计产能20万立方米/日。
- **运作天数及新投建产能当年实际产能假设：**新产能投运第一年产能爬坡率为60%，第二年产能达100%；假设公司水厂全年运作365天。
- **产销率假设：**根据2017年半年报，上半年售水量/供水量约为86%，考虑产销率逐年缓慢增加，假设2017、2018、2019年自来水产销率分别为86%、86.5%、87%。
- **价格假设：**根据公司2016年实际收入/售水量计算得出2016年度公司售水均价为2.25元/立方米（不含税），假设后续年份售水均价维持不变。
- **毛利率假设：**从历史数据来看过去5年自来水制售业务毛利率围绕50%上下波动，整体较为平稳。故此处采用历史5年平均值，假设2017、2018、2019年毛利率均为50%。

2、污水处理服务：

- **产能假设：**假设公司成都高新区中和污水处理厂（一期）于2018年投入运营，新增设计产能5万立方米/日，公司巴中市第二污水处理厂（一期）于2018年投入运营，新增设计产能7.5万立方米/日。
- **运作天数及新投建产能当年实际产能假设：**假设新产能投运第一年产能爬坡率为60%，第二年产能为100%，由于第九污水处理厂为异地还建工程，假设第一年爬坡率为80%；假设公司污水处理厂全年运作。
- **价格假设：**2016年成都中心城区污水处理费为1.63元/立方米，假设成都地区污水处理厂未来保持该价格不变，其他地区污水处理厂未来处理单价保持其最新价格不变。
- **毛利率假设：**污水处理业务毛利率过去五年呈现下滑趋势，于2016年下滑至40.11%，2017年上半年半年报公布的毛利率水平为37.91%。假设2017年毛利率维持上半年水平不变，为37.91%。假设后续年份公司毛利率维持2016年左右水平，2018、2019年毛利率分别为40%、40%。

3、垃圾渗滤液处理：

- **进水出水比假设：**根据各年实际处理量（进水量）和推算出水量（实际营收/去税单价）相除所得进水出水比平均值，假定未来短期进水出水比为1.05。
- **运作天数及产能利用率假设：**假设公司垃圾渗滤液厂全年运作，根据往年产能利用率平均值，假设未来产能利用率为90%。

4、污泥处置:

- **产能假设:** 假设公司第一城市污水污泥处理厂二期于2019年投入运营,新增处理能力200吨/日。
- **运作天数及产能利用率假设:** 假设污泥处理厂全年运作;污泥处置存在月基础处理量,假设最低产能利用率为80%,计算收入时使用实际产能利用率与最低产能利用率较高者,由往年计价用产能利用率假设未来产能利用率为90%。
- **价格假设:** 假设2019年处理单价与2018年保持一致为769.3元/吨。
- **毛利率假设:** 该业务前三年处于产能爬坡期,毛利率水平波动较大。2016年污泥处置毛利率为10.11%,2017年上半年产能利用率提升,毛利率升至47.42%。假设2017、2018年毛利率维持半年报水平47.42%。由于公司2019年成都市第一城市污水污泥处理厂(二期)投产,存在产能爬坡,故假设2019年毛利率为30%。

5、垃圾焚烧发电:

- **产能假设:** 公司万兴环保发电厂于2017年投入运营,设计处理能力2400吨/日;假设隆丰垃圾发电厂于2018年初投入运营,新增处理能力1500吨/日投运。
- **运作天数及产能利用率假设:** 投运第一年产能爬坡率为60%,第二年产能达100%。考虑到万兴今年一季度末开始正常运行,2017假设运行250天。
- **发电价格假设:** 仅考虑原生垃圾处理,处理单价为46元/吨,每吨垃圾折算上网电量为280千瓦时,上网电价为0.65元/千瓦时(含税)。
- **毛利率假设:** 万兴垃圾焚烧厂2017年上半年毛利率为23.40%,假设2017、2018、2019年毛利率均为23.40%,维持中报水平。

表13: 兴蓉环境盈利预测(2017-2019年)

自来水制售	2017E	2018E	2019E
营业收入/百万	1640.82	1763.51	2096.82
营业成本/百万	820.41	881.75	1048.41
污水处理服务			
营业收入/百万	1077.18	1182.15	1231.65
营业成本/百万	668.82	709.29	738.99
垃圾渗滤液处理			
营业收入/百万	100.56	100.56	100.56
营业成本/百万	69.91	68.38	68.38
污泥处置			
营业收入/百万	86.40	86.40	129.60
营业成本/百万	45.43	45.43	90.72
垃圾焚烧发电			
营业收入/百万	100.31	308.10	350.77
营业成本/百万	76.84	236.00	268.69
供排水管网工程			
营业收入/百万	464.26	534.03	612.94
营业成本/百万	382.46	439.94	504.94

合并总额			
营业收入/百万	3516.65	4028.95	4584.55
营业成本/百万	2092.92	2414.22	2758.50

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

备注：合并报表量与上述业务差值为其他收入，占比较小。

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32、0.36、0.42 元/股，按照最新收盘价对应 PE 分别为 18、16 和 13 倍。公司现有运营项目盈利稳健，积极推进外延并购扩充运维规模；受益于成都市新区建设和异地 PPP 项目拓展，业绩成长有望加速，给予“买入”评级。

表 14: 可比公司盈利预测及估值 (收盘价和市值为 2017.09.13 对应值)

代码	简称	市值	收盘价	EPS				PE			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
000598.SZ	兴蓉环境	169	5.66	0.29	0.32	0.36	0.42	19.52	17.69	15.72	13.48
601158.SH	重庆水务	336	7.01	0.22	0.40	0.34	0.37	31.50	17.40	20.67	19.09
600461.SH	洪城水业	55	6.94	0.30	0.42	0.51	0.59	23.58	16.34	13.72	11.74
601199.SH	江南水务	61	6.52	0.32	0.41	0.49	0.58	18.70	15.77	13.27	11.30
600283.SH	钱江水利	38	10.87	0.17	0.25	0.28	0.32	65.09	44.26	38.18	33.54

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 上述盈利预测除兴蓉环境外均为 wind 一致预测

风险提示

产能释放不达预期，利率大幅上行，异地拓张进度不及预期。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3305	2727	2940	3108	3300
货币资金	2486	1671	1919	1923	2047
应收及预付	543	612	632	725	824
存货	164	255	189	219	260
其他流动资产	113	189	200	240	170
非流动资产	10897	14192	15192	16072	17312
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5590	6308	6715	6883	7015
在建工程	2347	4193	4693	5293	6293
无形资产	2569	2708	2770	2826	2879
其他长期资产	390	983	1014	1069	1124
资产总计	14202	16919	18133	19180	20612
流动负债	3155	3891	4140	4091	4250
短期借款	40	110	1029	506	173
应付及预收	2089	3117	2446	2900	3393
其他流动负债	1026	664	665	685	684
非流动负债	2732	3876	3875	3875	3875
长期借款	1059	1012	1012	1012	1012
应付债券	1093	2190	2190	2190	2190
其他非流动负债	579	674	674	674	674
负债合计	5887	7766	8015	7966	8125
股本	2986	2986	2986	2986	2986
资本公积	1780	1780	1780	1780	1780
留存收益	3432	4183	5136	6217	7473
归属母公司股东权益	8198	8949	9902	10984	12239
少数股东权益	108	193	205	220	237
负债和股东权益	14202	16919	18133	19180	20612

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3062	3058	3517	4029	4585
营业成本	1767	1775	2108	2429	2758
营业税金及附加	36	42	56	68	78
销售费用	91	90	77	89	101
管理费用	202	219	246	254	275
财务费用	119	70	51	60	38
资产减值损失	47	1	0	0	0
公允价值变动收益	-18	0	0	0	0
投资净收益	77	0	0	0	0
营业利润	860	861	978	1129	1335
营业外收入	129	184	160	163	165
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	989	1041	1136	1290	1497
所得税	137	169	170	193	225
净利润	852	872	965	1096	1273
少数股东损益	28	-2	12	15	18
归属母公司净利润	825	874	954	1081	1255
EBITDA	1362	1371	1500	1705	1929
EPS (元)	0.28	0.29	0.32	0.36	0.42

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1334	1420	698	1836	2142
净利润	852	872	965	1096	1273
折旧摊销	395	438	471	516	557
营运资金变动	18	38	-631	311	423
其它	69	72	-107	-87	-111
投资活动现金流	-1586	-2801	-1296	-1231	-1628
资本支出	-1634	-2712	-1296	-1231	-1628
投资变动	15	-151	0	0	0
其他	34	62	0	0	0
筹资活动现金流	596	600	846	-602	-391
银行借款	2509	2401	919	-523	-333
股权融资	-1063	-1679	-1	0	0
其他	45	94	0	0	0
	-895	-216	-72	-79	-57
现金净增加额	345	-782	249	4	123
期初现金余额	2162	2486	1671	1919	1923
期末现金余额	2507	1704	1919	1923	2047

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	12.4	-0.1	15.0	14.6	13.8
营业利润增长	6.3	0.1	13.6	15.5	18.2
归属母公司净利润增长	9.7	6.0	9.1	13.4	16.1
获利能力(%)					
毛利率	42.3	42.0	40.1	39.7	39.8
净利率	27.8	28.5	27.4	27.2	27.8
ROE	10.1	9.8	9.6	9.8	10.3
ROIC	10.4	7.6	7.3	8.1	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	45.9	44.2	41.5	39.4
净负债比率	-	0.2	0.2	0.2	0.1
流动比率	1.05	0.70	0.71	0.76	0.78
速动比率	0.99	0.63	0.66	0.70	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.20	0.20	0.22	0.23
应收账款周转率	6.69	6.23	6.42	6.43	6.44
存货周转率	12.69	8.48	11.13	11.08	10.61
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.29	0.32	0.36	0.42
每股经营现金流	0.45	0.48	0.23	0.61	0.72
每股净资产	2.75	3.00	3.32	3.68	4.10
估值比率					
P/E	25.8	19.7	17.7	15.6	13.5
P/B	2.6	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.5	13.8	12.9	11.0	9.5

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。