

兴蓉环境 (000598)

立足西部，转型环境综合服务商 买入（首次）

2015 年 8 月 4 日

分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

0512-62938537

yuanl@gsiq.com.cn

研究助理 翟堃

0512-62936181

zhaik@dwzq.com.cn

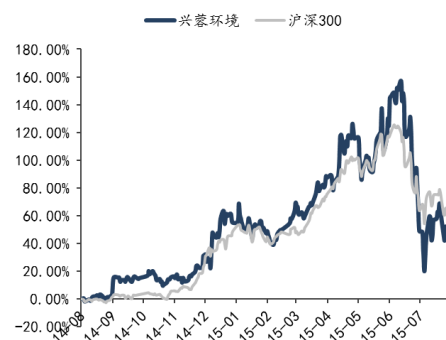
盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,724	3,070	3,663	4,301
同比(+/-%)	12.7%	12.7%	19.3%	17.4%
净利润(百万元)	752.03	816.62	1026.24	1314.04
同比(+/-%)	0.9%	8.6%	25.7%	28.0%
毛利率(%)	43.2%	41.6%	41.7%	43.9%
净资产收益率(%)	10.1%	10.1%	9.4%	11.0%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.37
PE	30.92	28.63	23.18	18.17
PB	3.09	2.85	2.49	2.27

投资要点

- **西部地区供排水龙头:** 公司主营业务为供排水，业务区域覆盖成都、巴中、西安、兰州、银川、深圳、海南等地区，拥有自来水产能 239.8 万吨/日，污水处理产能 316.99 万吨/日，是西部地区规模最大的供水企业。供排水业务的特许经营模式和高毛利使公司拥有稳定现金流和抗风险能力。
- **转型环境综合服务商:** 西部地区环保产业较为落后，亟需区域性行业龙头。公司 2012 年收购控股股东旗下成都市兴蓉再生能源有限公司进入垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污水污泥处理、中水利用等领域，不断向区域性综合环境服务商转型。公司近期成立兴蓉研究院，凭借着国资背景以及环保行业的技术项目积攒，未来在西部地区的市场有望进一步打开。
- **国内外合作增强综合实力:** 公司通过积极对外寻求合作谋求长远发展。合作方均为国内外知名企业，合作项目包括技术协议、经营战略合作、合资成立子公司等。开放的战略思维为公司增强了技术实力，拓宽了市场空间，使公司未来更具竞争力。
- **国资改革提升资产注入预期:** 公司控股股东兴蓉集团是成都市国有资本试点投资企业之一，未来国资改革势在必行。兴蓉集团目前持有除公司外三家环保相关公司和一家拟筹建 PPP 公司，作为成都市国资委旗下唯一上市公司平台，未来极有可能注入上市公司，提升多元化发展水平和盈利能力。
- **PPP 领域值得期待:** 财政部 PPP 示范项目水务环保占 50%，发改委四川 PPP 项目库投资 77 亿元。公司现已中标 17.4 亿 PPP 项目，作为地方国资水务环保龙头，未来更大拓展可期。
- **赴港融资上市迈向国际化:** 2015 年 4 月 18 日公司股东大会通过了发行 H 股的议案，拟发行不超过 5.27 亿股 H 股新股，约占公司发行后总股本的 15%。发行 H 股募集资金将主要用于公司水务环保项目，未来不但可以为公司拓展环保 PPP 项目进行有力支撑，还将使公司迈向国际资本市场，提升行业知名度。
- **盈利预测与估值:** 考虑非公开发行 H 股的摊薄，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27 元、0.29 元、0.37 元，对应市盈率 28.63 倍、23.18 倍、18.17 倍，首次给与“买入”评级。
- **风险提示:** 市场拓展低于预期；发行 H 股不成功。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.73
一年最低价/最高价	4.76/13.09
市净率	3.09
流通 A 股市值(百万元)	23100

基础数据

每股净资产(元)	2.51
资产负债率(%)	38.97
总股本(百万股)	2986.22
流通 A 股(百万股)	2986.22

目 录

1. 西部水务龙头多元发展	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 主营业务	5
2. 供排水业务是发展基石	7
2.1. 公司供水业务	7
2.1.1. 特许经营权下供水现金流稳定可观	7
2.1.2. 阶梯水价提高收入弹性	8
2.2. 公司排水业务	9
2.2.1. 中国城镇排水事业快速发展	9
2.2.2. 污水处理产能逐步释放，异地扩张打开局面	11
3. 多元化发展进入固废、中水领域.....	12
3.1. 垃圾渗滤液处理打响转型环保第一枪	12
3.1.1. 生活垃圾处理不容乐观催生渗滤液市场	13
3.1.2. 产能提升打造示范性工程	15
3.2. 垃圾焚烧发电扩充固废产业链	16
3.2.1. 垃圾焚烧发电高速发展	16
3.2.2. 20 亿垃圾焚烧订单助推成长	18
3.3. 污泥处理行业发力	18
3.3.1. 污泥处理行业历史投入低	18
3.3.2. 污泥无害化处置提升空间大	19
3.3.3. 先进技术妥善解决污泥难题	20
3.4. 中水利用有望贡献巨大收入	20
3.4.1. 资源稀缺激发再生水需求	20
3.4.2. 再生水具有价格优势	21
3.4.3. 再生水在国外发展情况	21
3.4.4. 政策提速，未来增长空间广阔	22
3.4.5. 特许经营权先天优势，省内外均有可为	22
4. 国内外合作增强综合实力.....	23
5. 国资改革提升资产注入预期.....	25
6. PPP 领域值得期待.....	26
6.1. PPP 之风正盛	26
6.2. 公司所处行业背景 PPP 投资机会巨大 错误!未定义书签。	
6.3. 地方国资水务环保龙头，更多 PPP 可期	31
7. 赴港融资上市迈向国际化.....	32
8. 盈利预测与估值	32
9. 风险提示	32

图表目录

图表 1	公司组织架构.....	5
图表 2	公司主营业务构成.....	5
图表 3	公司 2014 年各项目收入及毛利率.....	6
图表 4	公司期间费用.....	6
图表 5	四川省和全国年人均用水量对比.....	7
图表 6	兴蓉环境供水业务数据.....	8
图表 7	全国居民用水价格.....	8
图表 8	全国污水处理厂数量.....	9
图表 9	全国城市污水日处理能力.....	10
图表 10	全国城市排水管道长度.....	10
图表 11	公司污水处理产能.....	11
图表 12	兴蓉环境排水业务数据.....	11
图表 13	上市公司供排水能力对比.....	12
图表 14	生活垃圾处理现状不容乐观.....	13
图表 15	维尔利主营业务收入及毛利率.....	13
图表 16	“十二五”要求生活垃圾处理方式占比预测.....	14
图表 17	公司垃圾渗滤液处理产能增加.....	15
图表 18	公司垃圾渗滤液处理结算价格.....	16
图表 19	全国生活垃圾焚烧无害化处理厂数.....	17
图表 20	生活垃圾焚烧无害化处理能力.....	17
图表 21	污水污泥治理投资对比.....	18
图表 22	全国污泥处理率对比.....	19
图表 23	国内各类污泥处理方式占比.....	19
图表 24	国外各类污泥处理方式占比.....	19
图表 25	各国人均可更新淡水量（立方米/人）.....	20
图表 26	兴蓉环境近年来合作事项.....	23
图表 27	兴蓉集团下属企业列表.....	25
图表 28	PPP 相关政策一览.....	27
图表 29	财政部 PPP 示范项目各行业数量.....	28
图表 30	发改委四川省 PPP 项目库.....	29

1. 西部水务龙头多元发展

1.1. 公司概况

公司成立于 1996 年，于 2010 年借壳蓝星清洗上市登录深交所，主要业务为水务和环保业务，是一家西部地区领先的城市综合环境服务商。控股股东为成都市兴蓉集团有限公司，共持有公司 42.05% 股份。兴蓉集团有限公司为成都市国资委全资子公司。

公司业务区域已覆盖成都、西安、兰州、银川、深圳、海南等地。在坐拥高现金流水务资产的同时大力拓展相关环保业务，目前下辖有四家全资子公司和一家分公司，在污水污泥处理、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、中水利用等领域取得重大突破。公司自 2010 年完成重大资产重组以来，先后荣获了“水业新锐企业”、“环境企业竞争力大奖”、“中国主板上市公司价值百强”和“水业十大最具影响力企业”等荣誉。

公司业务主要通过旗下四家子公司和一家分公司开展业务，子公司和分公司的具体情况如下：

1. 成都市自来水有限责任公司。公司成立于 1946 年，是集自来水生产、输配、销售、服务为一体的大型供水企业。承担着成都市中心城区、天府新区以及周边部分区市以及海南省清澜市的城市供水服务。自来水公司 2011 年通过非公开发行股票关联交易注入上市公司，目前运营及在建的自来水生产规模为 239.8 万吨/日。公司自主研发了国内领先的生产数据采集与监控（SCADA）系统、供水管网地理信息系统（GIS）、管网水利模型系统，率先达到国内《生活饮用水卫生标准》全部的 106 项水质指标，并获得了全国供水突出贡献单位等荣誉。

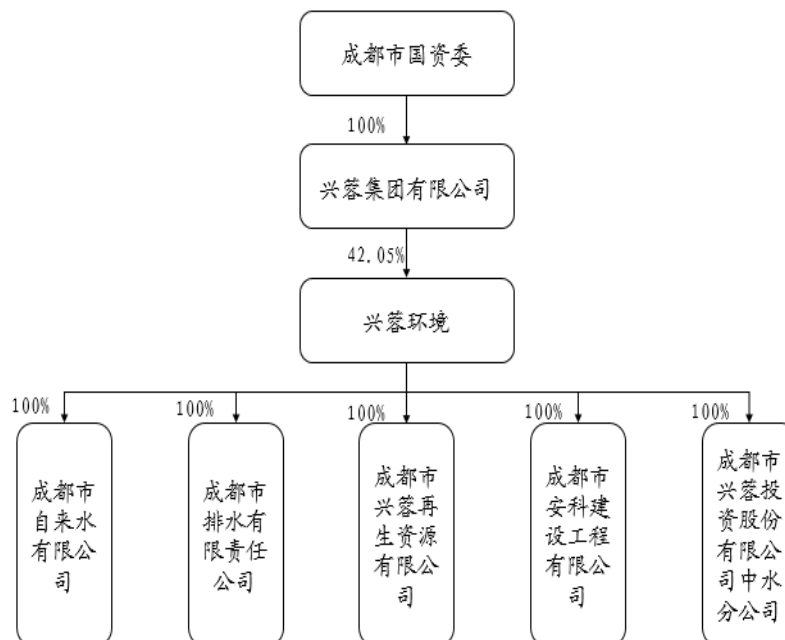
2. 成都市排水有限责任公司。公司成立于 1998 年，目前主营业务为污水处理和污水污泥处理，是国内最早从事污水处理的服务商之一，目前承担了成都、巴中、兰州、银川、西安、深圳等 14 个污水处理项目的运营管理，运营及在建的污水处理规模为 316.99 万吨/日。公司率先在国内投运处理规模为 400 吨/日的污水污泥处理厂，在污水处理厂污泥处理上具有一定的领先地位。

3. 成都市兴蓉再生能源有限公司。公司成立于 2010 年 6 月，主要从事垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电等新兴环保业务，于 2012 年注入上市公司。公司下属的成都市垃圾渗滤液处理厂处理总规模为 2300 吨/日；在建的万兴环保发电厂垃圾处理规模为 2400 吨/日，该项目将成为成都市日处理规模最大的垃圾焚烧发电项目，预计 2016 年底投产。

4. 成都市兴蓉安科建设工程有限公司。公司成立于 2014 年 3 月，主要负责供排水项目的设计、工程施工、管线探测等业务。公司下辖给水工程、用户工程、迁改工程和老旧院落改造工程四个项目部的一个物资供应中心以及两家全资子公司（成都沃特地下管线探测有限责任公司和成都沃特供水工程设计有限公司）。

5.成都市兴蓉投资股份有限公司中水分公司。公司成立于 2014 年 12 月，主要负责中水项目的投资、建设、运营及中水销售。目前公司正在积极实施成都市新建污水处理厂 30 万吨/日清水河环境补水项目。

图表 1 公司组织架构



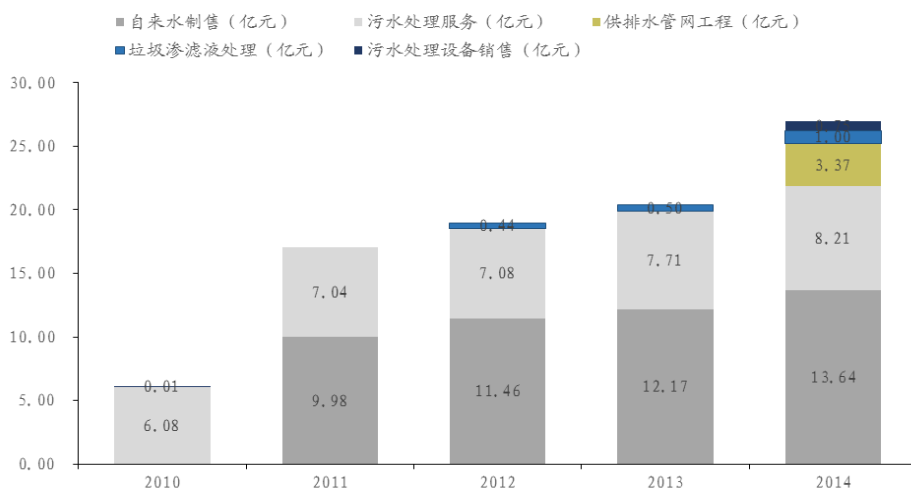
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 主营业务

2014 年公司主营业务收入 27.24 亿元，其中自来水制售收入 13.64 亿元，污水处理服务收入 8.21 亿元，供排水管网工程收入 3.37 亿元，垃圾渗滤液处理收入 1.00 亿元，污水处理设备销售收入 0.75 亿元；分别占总收入的 50.05%，30.15%，12.37%，3.68%，2.74%；分别贡献净利润 55.82%，36.51%，5.34%，2.03%，1.22%。相比于传统水务业务，公司环保业务如垃圾渗滤液、污泥处置、中水收入占公司总收入比重较小，毛利率相对较低。

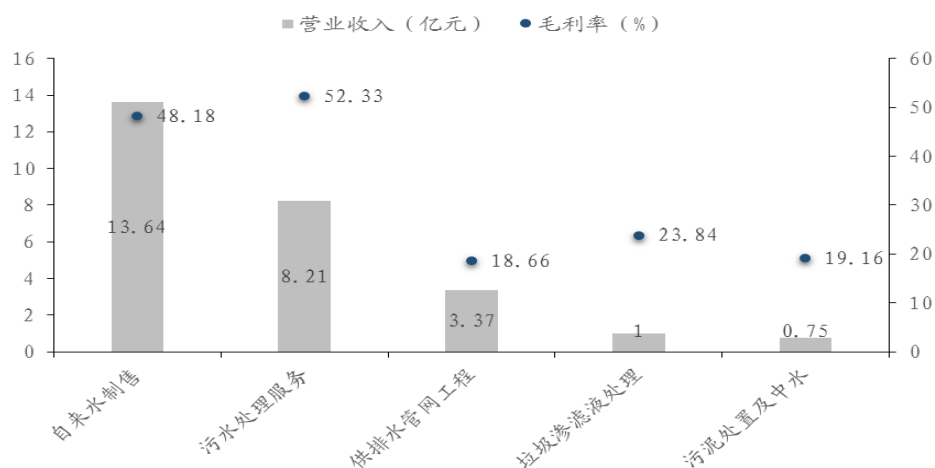
我们认为，未来短时间内供排水业务收入仍然会是公司收入的主要部分，高毛利+特许经营权优势将为公司提供稳定的现金流；同时随着西部地区对环保的重视度加强，公司的技术储备和市场资源将会使环保业务空间逐步释放，为公司未来的发展增添更多的动力。

图表 2 公司主营业务构成



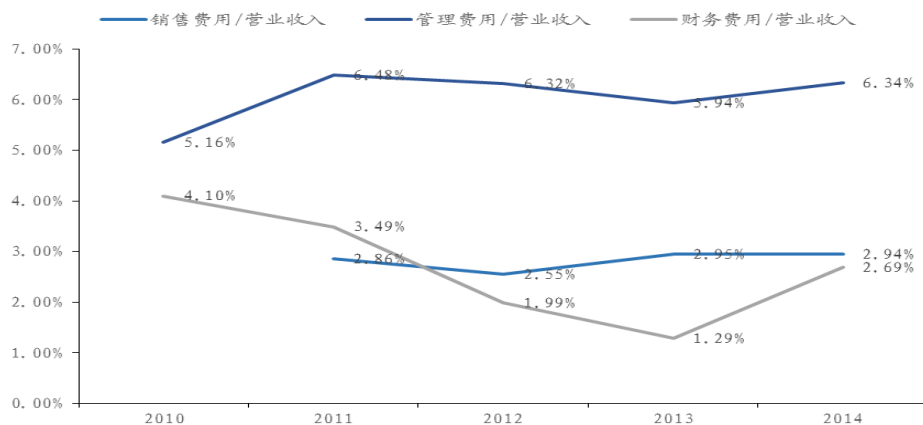
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3 公司 2014 年各项目收入及毛利率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4 公司期间费用



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

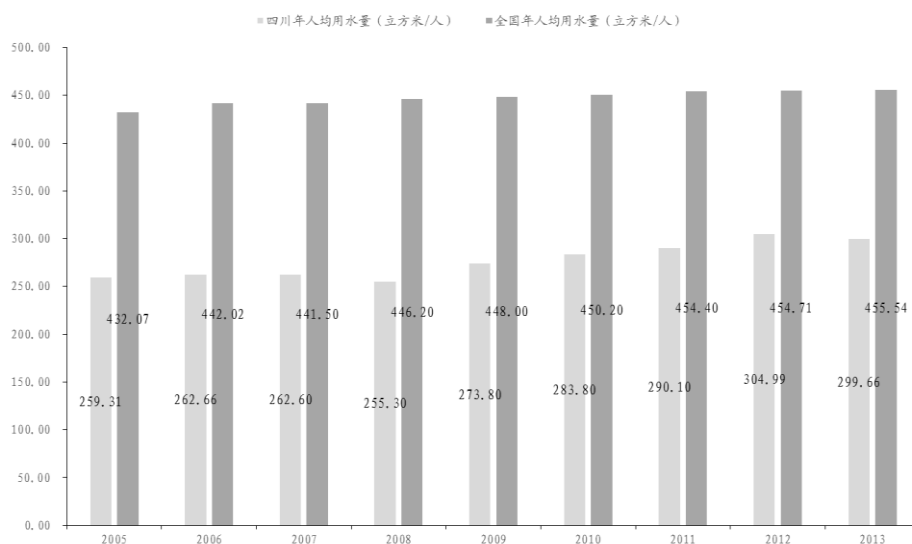
2. 供排水业务是发展基石

2.1. 公司供水业务

2.1.1. 特许经营权下供水现金流稳定可观

成都市位于四川省中部，四川盆地西部，市内河流沟渠纵横交错，水资源总量比较丰富，境内主要河流属长江上游岷江、沱江和青衣江三大水系。虽然水资源总量丰富，但由于人口众多，且中心城区的生活、生产和生态用水全部来自都江堰，用水安排由省级部门进行调配实行计划配置，成都市人均水资源仍然短缺。根据统计，2014 年成都市全市全年人均水资源仅 660 多立方米，不足世界人均的 10%，是我国缺水的 400 多个城市之一。

图表 5 四川省和全国年人均用水量对比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司自成立以来就负责成都市城区自来水的供应业务，已经有六十多年供水运营经验。公司目前拥有成都第二/五/六/七自来水厂、成都沱源自来水厂及海南文昌清澜水厂等多座在运水厂以及成都市中心城区及郫县 30 年自来水供应特许经营权。

近年来公司加快外延扩张步伐，公司 2014 年 6 月与都江堰市政府签署都江堰市水务资产合作意向书，收购包括兴市水业西区自来水厂一期 10 万吨/日在运项目、二期 10 万吨/日在建项目、都江堰市自来水公司 3 万吨/日和 2 万吨/日两座水厂以及污水处理设计规模约合 10 万吨/日排水资产。公司 2014 年 7 月与巴中市国资经营管理公司、巴中圣泉水务公司等签署协议，参与巴中圣泉水务公司增资扩股后持有圣泉水务 60% 股份实现控股，获得圣泉水务 9.5 万吨/日供水能力。

截至 2014 年年报，公司合计拥有自来水产能 239.8 万吨/日，在同类上市公司中处于领先水平。2014 年，新建成的成都自来水七厂一期已全

面形成 50 万立方米/日的自来水生产及输供能力，并投入运行。自来水七厂沙西线输水配套干管工程已完成前期工作，并已经开始开工建设。

图表 6 兴蓉环境供水业务数据

	供水能力（万吨/日）	供水量（亿吨）	售水量（亿吨）
2011	178.8	5.67	4.76
2012	184.8	6.37	5.51
2013	214.8	6.83	5.82
2014	239.8	7.16	6.26

资料来源：东吴证券研究所

特许经营下的供水业务凭借着较高毛利率，通过存量市场的自然增长以及外延式的扩张将会为公司提供巨大而稳定的现金流，保证了公司的收入质量和抗风险能力。

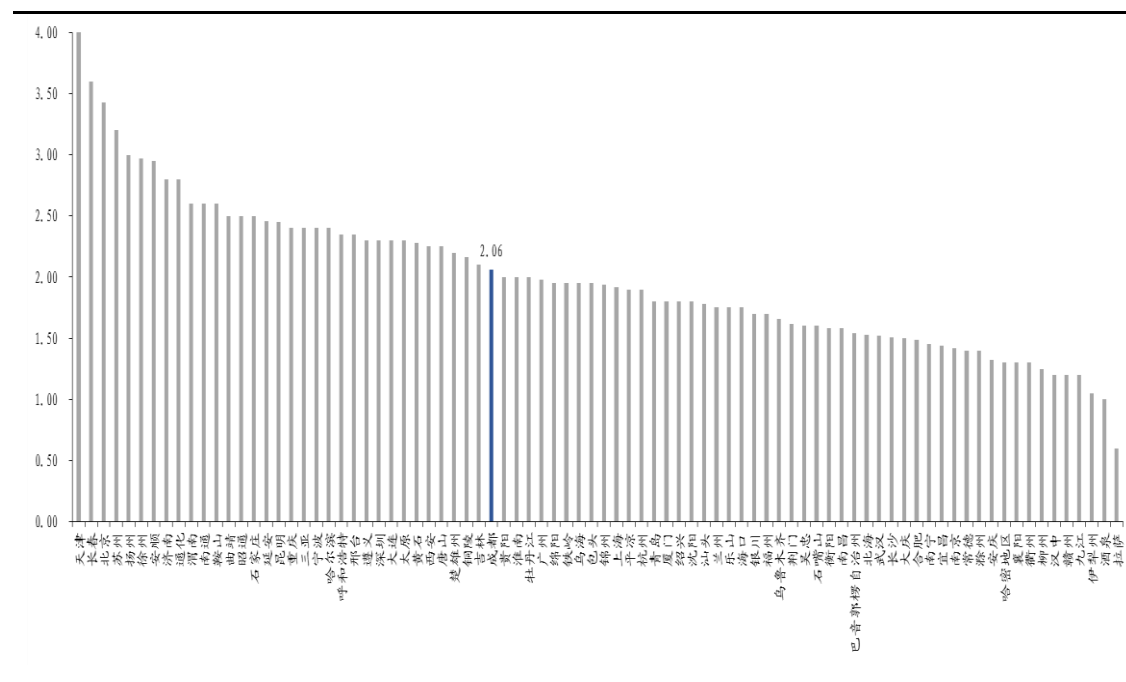
2.1.2. 阶梯水价提高收入弹性

截止到 2013 年底，全国 484 个城市，实行阶梯水价的共 133 个，占比 27.5%。为引导居民节约用水，促进水资源可持续利用，国家发展改革委、住房城乡建设部于 2013 年 12 月 31 日印发《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。指导意见明确要求 2015 年底前设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇也要积极推进。各地要按照不少于三级设置阶梯水量，第一级水量原则上按覆盖 80% 居民家庭用户的月均用水量确定，保障居民基本生活用水需求；第二级水量原则上按覆盖 95% 居民家庭用户的月均用水量确定，体现改善和提高居民生活质量的合理用水需求；第一、二、三级阶梯水价按不低于 1:1.5:3 的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。

在国家政策的号召下，2014 年 8 月 19 日，四川省发改委、四川省住建厅联合下发《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的意见》（以下简称《意见》）。该《意见》明确提出，在 2015 年底前，四川省设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度；而在 2018 年底前，县城城区以及其他具备实施条件的建制镇原则上全面实行居民阶梯水价制度。根据规定，各级用水量月建议值为：第一级阶梯不超过 15 立方米，第二级阶梯不超过 25 立方米。第三阶梯为超过 25 立方米。

目前四川省的居民平均供水价格为 2.04 元/立方米，预计实行阶梯水价后按照 1:1.5:3 的比例调整后，第二阶梯的价格将变为 3.06 元/立方米，第三阶梯价格将变为 6.12 元/立方米。按照《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》给出的一二级建议阶梯水价的覆盖面 80%、95% 来估算，未来公司在四川省自来水供水吨水的均价将上升到 2.40 元/立方米，相比原供水 2.04 元/立方米的基础价增长 18.63%。阶梯水价的实行将直接增厚公司供水业务的收入。

图表 7 全国居民用水价格



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 公司排水业务

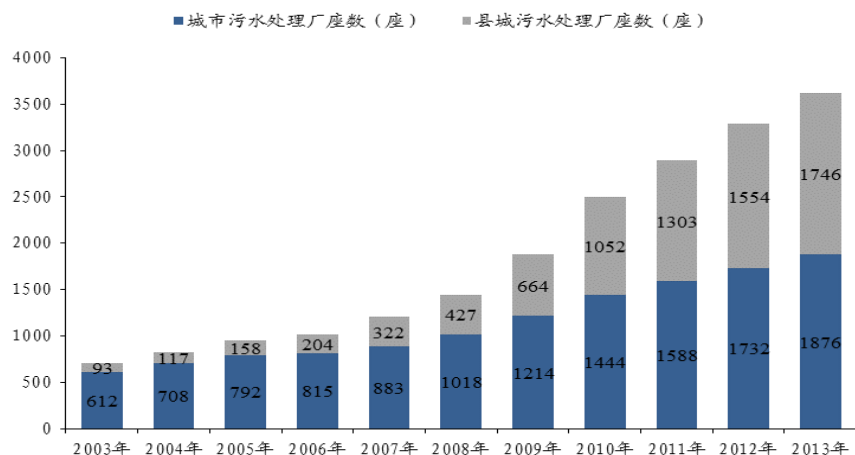
2.2.1. 中国城镇排水事业快速发展

我国城市污水处理行业正处于快速发展期。为了提高水资源循环利用效率，遏制环境恶化的趋势，近年来我国政府一直大力发展污水处理事业，城市污水处理行业呈现高增长和规模化的趋势。

2011 年 12 月国务院发布的《国家环境保护“十二五”规划》提出提升城镇污水处理水平。加大污水管网建设力度，推进雨、污分流改造，加快县城和重点建制镇污水处理厂建设，到 2015 年，全国新增城镇污水管网约 16 万公里，新增污水日处理能力 4,200 万吨，基本实现所有县和重点建制镇具备污水处理能力，使污水处理设施负荷率提高到 80% 以上，城市污水处理率达到 85%。2015 年 4 月 2 日发布的《水十条》也提出要加快城镇污水处理设施建设与改造。按照国家新型城镇化规划要求，到 2020 年，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右。

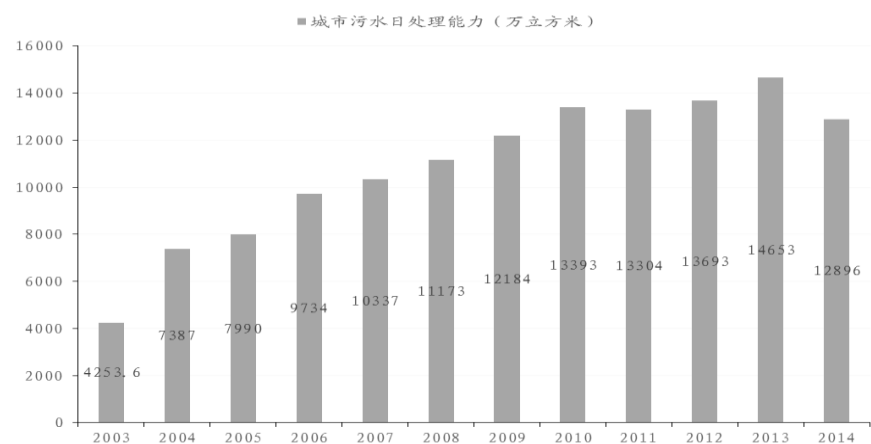
近年来我国污水处理的建设投资快速增加。国家统计局历年环境统计数据显示，全国城市污水处理厂由 2003 年底的 612 座增加至 2013 年底的 1876 座，污水处理能力由 2003 年的 4254 万吨/日大幅增加到 2014 年的 12896 万吨/日。与此同时，排水管网长度也由 2003 年的 19.86 万公里增长至 2013 年的 46.5 万公里，以保障城市污水的收集和供应。

图表 8 全国污水处理厂数量



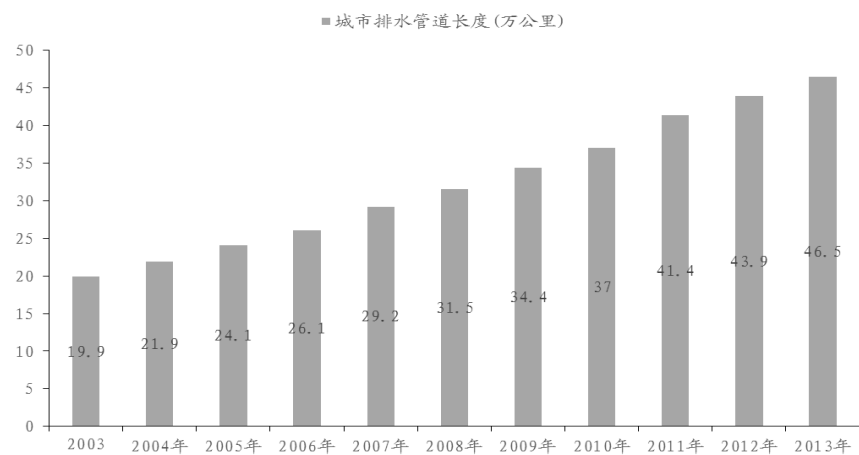
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 9 全国城市污水日处理能力



资料来源：统计局，东吴证券研究所

图表 10 全国城市排水管道长度



资料来源：统计局，东吴证券研究所

2.2.2. 污水处理产能逐步释放，异地扩张打开局面

公司排水业务主要为污水处理，最早是涵盖了成都市中心城区的八个污水处理厂，是公司最早借壳实现上市的资产，目前拥有成都市中心城区污水处理 30 年的特许经营权（期限为 2009 年 1 月 1 日起至 2038 年 12 月 31 日止）。排水资产上市以来运行平稳，公司不仅对已有的污水处理厂进行扩建提标改造，还积极寻求外埠扩张发展。新建污水处理厂一期 70 万吨/日项目已经于 2014 年投运，新建污水处理厂二期 30 万吨/日项目主体工程已全面完工。同时公司还快速推进成都市三、四、五、八污水处理厂 35 万吨/日扩能提标，成都市高新区中和污水处理厂 5 万吨/日正在进行前期工作。

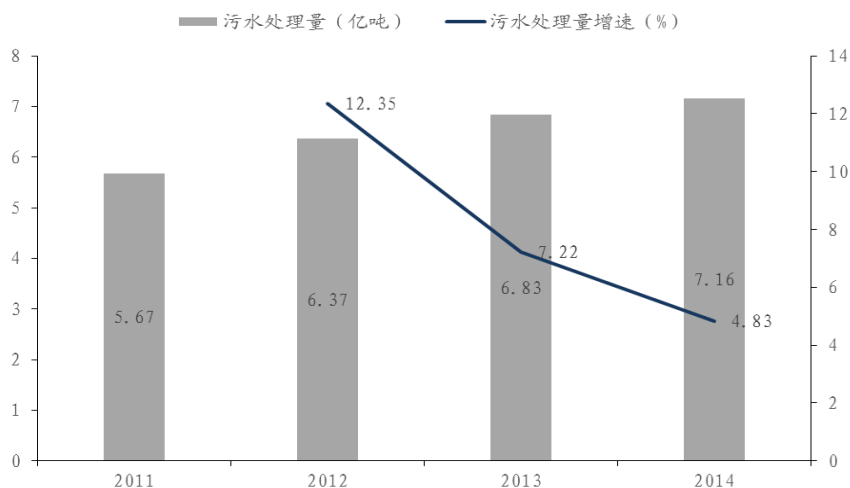
公司通过异地拓展在西安市、银川市、兰州市、深圳市以及四川省巴中市的污水处理 BOT 项目以及深圳市污水处理委托运营项目获授特许经营权，所有运营及在建的污水处理产能为 316.99 万吨/日。

图表 11 公司污水处理产能

	项目名称	污水处理能力 (万吨/日)	项目状态
成都市内	新建污水处理厂一期	70	投运
	新建污水处理厂二期	30	试运行
	第三污水处理厂	10	投运
	第四污水处理厂	10	投运
	第五污水处理厂	10	投运
	第六污水处理厂	10	投运
	第七污水处理厂	10	投运
	第八污水处理厂	10	投运
	第三/四/五/八污水处理厂扩建	35	开工准备
	高新区中和污水处理厂	5	在建
	高新西区污水处理厂扩能改造	1.99	开工准备
	都江堰国有污水处理厂	10	投运
外埠	西安市第一污水处理厂二期	10	建成
	西安市第二污水处理厂二期	20	建成
	银川市第六污水处理厂一期一步	2.5	投运
	银川市第六污水处理厂一期二步	2.5	在建
	兰州市七里河安宁污水处理厂	20	投运
	深圳市龙华污水处理厂二期	25	投运
	巴中市第二污水处理厂一期	20	在建
	巴中市经开区污水处理厂一期	3	建成调试
	巴中市污水处理厂迁建工程	3	在建

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12 兴蓉环境排水业务数据



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前供排水业务占主营收入为 80.20%，按照供排水能力与公司供排水市值比来计算，公司供排水业务的估值在水务类上市公司中处于中等水平，估值较为合理。

图表 13 上市公司供排水能力对比

公司名称	供排水能力合计 (万吨/日)	总市值 (亿元)	供排水占公司收入比重 (%)	供排水市值/供排水能力 (亿元/(万吨/日))
首创股份	1600	271.64	38.52	0.07
洪城水业	284.7	42.73	73.35	0.11
瀚蓝环境	183	118.08	30.19	0.19
武汉控股	286	77.20	97.94	0.26
江南水务	128.5	57.23	62.99	0.28
国中水务	162.75	108.73	43.00	0.29
兴蓉环境	556.8	223.66	80.20	0.32
绿城水务	219.2	115.81	96.90	0.51
中山公用	235	220.89	61.64	0.58
重庆水务	401.6	458.40	74.71	0.85

资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

3. 多元化发展进入固废、中水领域

公司于 2012 年 5 月 18 日通过西南联合产权交易所以挂牌底价 12351 万元受让了控股股东旗下的兴蓉再生能源公司 100% 股权。兴蓉再生能源公司主营业务为垃圾渗滤液的投资、建设及运营，垃圾焚烧发电项目的投资及建设和污泥处理厂的建设运营。此次收购拉开了公司进军环保产业的序幕。时隔三年，公司于 2015 年 6 月 30 日发布公告，将公司名称变更为成都市兴蓉环境股份有限公司，彰显出向环境综合服务商转型的强烈决心。

3.1. 垃圾渗滤液处理打响转型环保第一枪

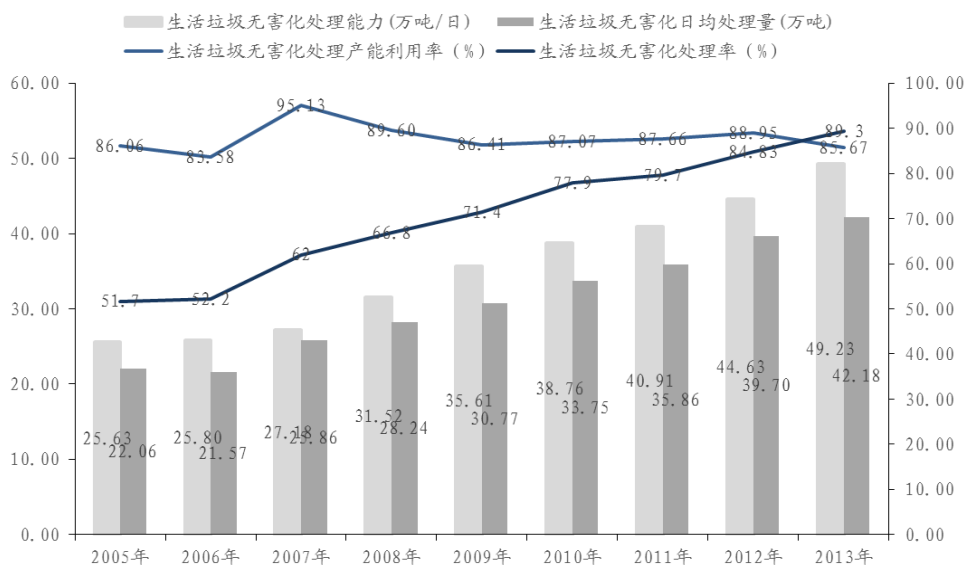
3.1.1. 生活垃圾处理不容乐观催生渗滤液市场

垃圾渗滤液又称渗沥液、浸出液，是指垃圾在堆放和处置过程中由于雨水的冲刷淋洗以及地表水和地下水的浸泡，通过萃取、水解和发酵产生的二次污染物。垃圾渗滤液产生于垃圾填埋场和垃圾焚烧厂，具有成份复杂、污染物浓度高、重金属离子含量高等特点。

2013 年，中国生活垃圾日均处理量达到 42.18 万吨，产能利用率已经达到了 85.67%，垃圾处理现状不容乐观。随着生活垃圾产量和处理量的不断增加，垃圾渗滤液的产生也有增加的趋势。如果不进行妥善治理将会对地表水、土壤、地下水以及周边环境带来严重污染，甚至对生态环境造成破坏。在如此大环境压力下，垃圾渗滤液治理前景广阔。

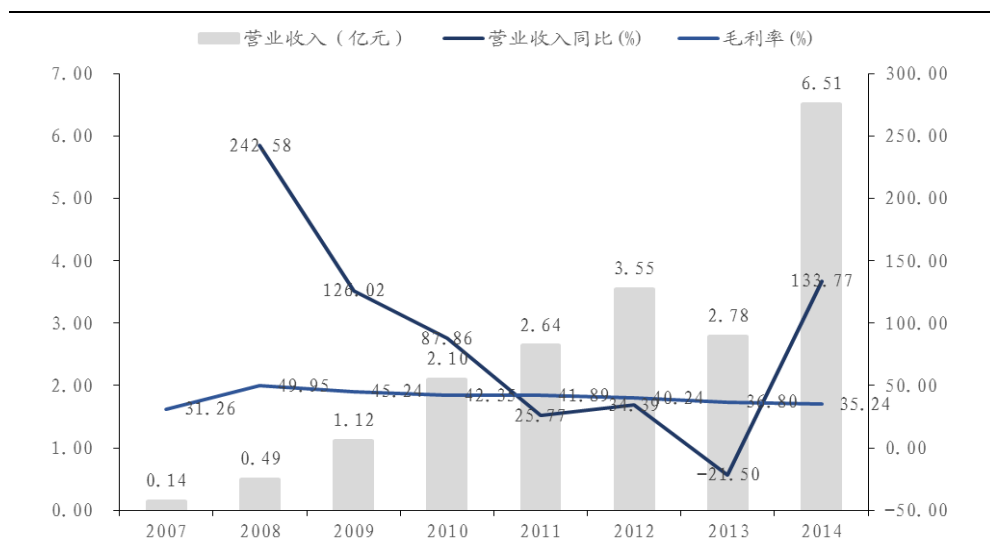
以垃圾渗滤液处理龙头企业维尔利（300190.SZ）为例，公司主营业务为垃圾渗滤液处理设施的建造、施工、运营和设备销售，上市前 2008-2010 年主营业务收入同比增长分别为 242.58%、126.02%、87.86%。虽然近年来收入增长放缓，但仍然保持在较高的增长水平。且公司的毛利率均在 30%以上，高毛利率在明显提升行业盈利能力的同时也表明行业还有较大的市场空间。

图表 14 生活垃圾处理现状不容乐观



资料来源：统计局，东吴证券研究所

图表 15 维尔利主营业务收入及毛利率



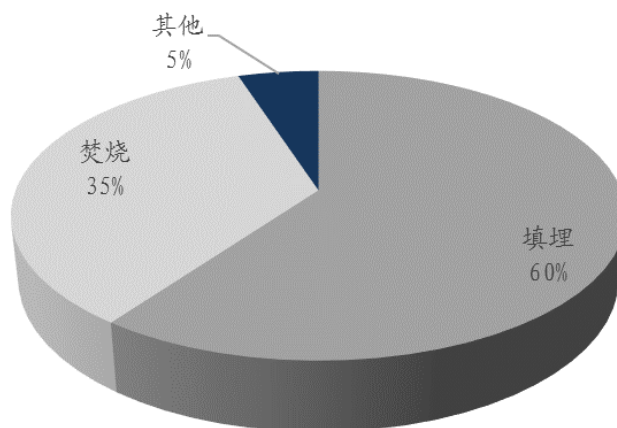
资料来源：统计局，东吴证券研究所

环保部 2008 年 7 月 1 日颁布实施的《生活垃圾填埋场污染控制标准》（GB16889-2008）要求现有和新建的生活垃圾填埋场都应建有完备的渗滤液处理实施，渗滤液需经过处理后达到标准规定的排放限值方能直接排放。对于现有生活垃圾填埋场，排放浓度应满足生活垃圾渗滤液经过预处理标准，且不超过城市二级污水处理厂额定的污水处理能力等要求，才可将生活垃圾渗滤液送往城市二级污水处理厂进行处理。

《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》指出，全国城镇生活垃圾无害化处理能力 2010 年为 45.69 万吨/日，到 2015 年为 87.15 万吨/日。《规划》同时要求到 2015 年，生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的需要达到 35%，由此对应的是填埋率的相对下降。未来随着垃圾焚烧的进一步推广以及垃圾填埋场新建速度放缓，存量的市场将以填埋场和焚烧厂的改造为主，增量主要集中在垃圾焚烧厂。

按照行业一般数据，垃圾填埋场产生的垃圾渗滤液占垃圾总比重的约 35%，垃圾焚烧厂产生的垃圾渗滤液占垃圾总比重的约 25%，其他处理方式产生的渗滤液占垃圾总比重的约 12%。由此估算，2015 年预计全国垃圾渗滤液产量约为 13.66 万吨/日。以兴蓉环境最新签订的合同单价 151.56 元/吨估算，2015 年整个市场每年空间有约 75.56 亿元。假设“十三五”生活垃圾无害化处理量年均增长可以达到 8%，则“十三五”期间垃圾渗滤液的市场空间就有 478.74 亿元。

图表 16 “十二五”要求生活垃圾处理方式占比预测



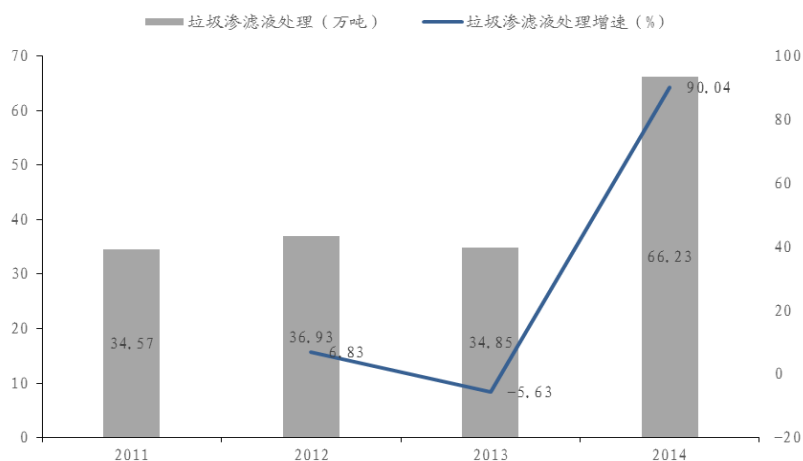
资料来源：统计局，东吴证券研究所

3.1.2. 产能提升打造示范性工程

兴蓉再生集团能源公司旗下垃圾渗滤液处理厂于 2008 年建成投运，最初拥有垃圾渗滤液产能 1300 吨/日，其处理后出水达到《生活垃圾填埋场污染控制标准》（GB16889-2008），是当时国内首家按照国家标准运行成功的最大规模的垃圾渗滤液处理厂。2011 年 6 月再生能源公司与成都市城市管理局签订了《成都市垃圾渗滤液处理服务特许经营权协议》，由成都市城市管理局将成都市固体废弃物卫生处置场垃圾渗滤液处理服务及取得垃圾渗滤液处理服务费的特许经营权独家授予再生能源公司。项目特许经营期 20 年，自 2011 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日。

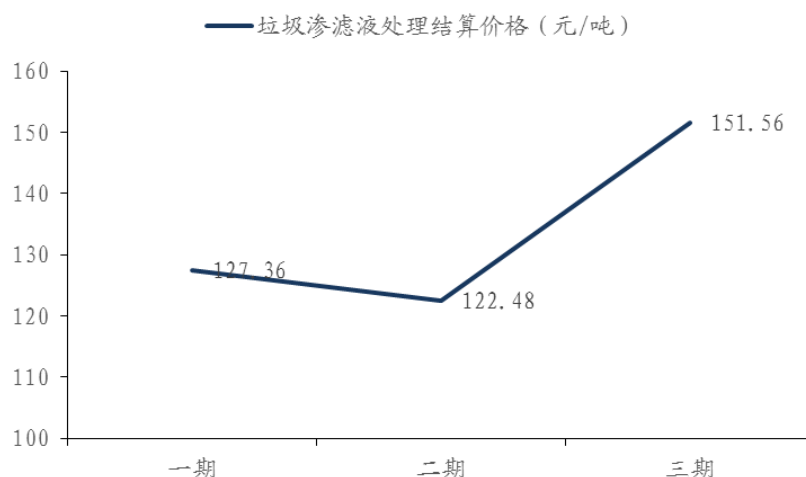
公司垃圾渗滤液处理厂于 2014 年完成 1000 吨/日扩容并完成并投产，使垃圾渗滤液处理能力大幅提升，总处理能力提升到 2300 吨/日。2014 年当年共处理垃圾渗滤液 66.23 万吨，较 2013 年同比增长 90.01%。按照 2300 吨/日处理能力计算，2014 年产能利用率约为 78.89%，仍有一定的产能利用提升空间。

图表 17 公司垃圾渗滤液处理产能增加



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 18 公司垃圾渗滤液处理结算价格



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

垃圾渗滤液处理是目前公司环保产业贡献利润的主要力量，也是公司转型发展环保产业的第一枪。公司正在研究垃圾渗滤液处理的示范性工程建设，未来将把垃圾渗滤液处理打造成为公司环保业务的主力发展方向，项目有望在异地进行复制扩张。

3.2. 垃圾焚烧发电扩充固废产业链

3.2.1. 垃圾焚烧发电高速发展

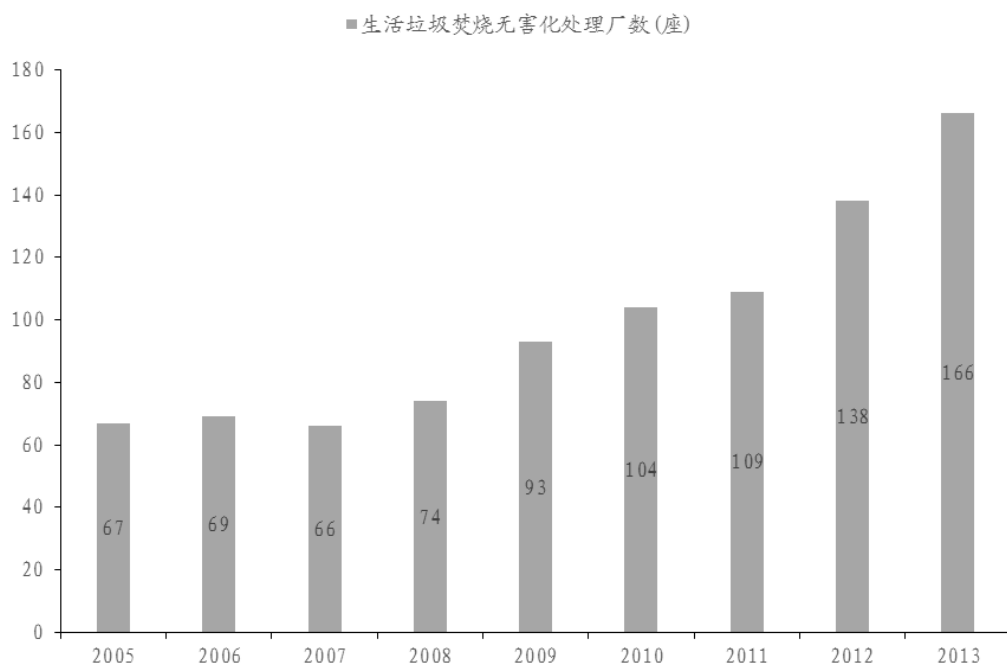
随着城市化进程的加快，城市垃圾产量不断增加，垃圾污染日益严重，城市垃圾处理能力不足的现状也逐渐显现出来。不当的垃圾处理将会造成严重的大气、水和土壤污染，并占用大量土地资源，严重影响城市环境和社会稳定。因此，科学处理城市生活垃圾已成为全社会高度重视的重要课题。按热值比较，每吨生活垃圾约相当于 0.20-0.25 吨标准煤，垃圾焚烧发电的资源综合利用效益相当可观。根据国家发改委于 2011 年 3 月发布并于 2013 年 2 月修正的《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》，城市生活垃圾焚烧发电行业属于“环境保护与资源节约综合利用产业”，是经济发展鼓励类行业。凭借着减量化、无害化和资源化的特点，垃圾焚烧发电正在迎来飞速发展期。

2012 年 4 月《国务院关于印发“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的通知》指出，要按照“减量化、资源化、无害化”的原则，因地制宜地选择先进适用的技术，有条件的地区应优先采用焚烧等资源化处理技术。到 2015 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上。

2013 年 4 月《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》指出，重点发展大型垃圾焚烧设施炉排及其传动系统、循环流化床预处理工艺技术、焚烧烟气净化技术和垃圾渗滤液处理技术等，重点推广 300 吨/日以上生活垃圾焚烧炉及烟气净化成套装备。

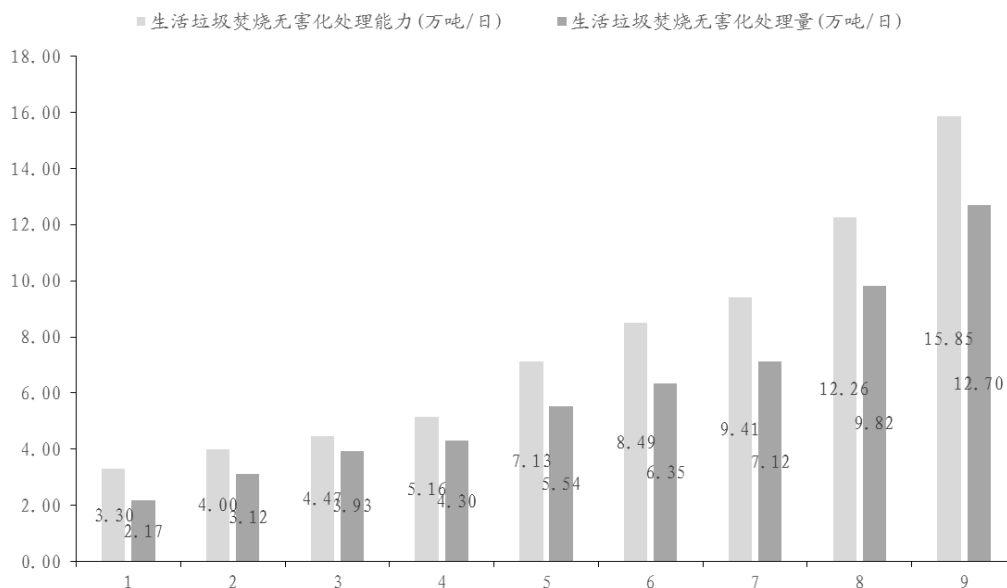
2012 年 3 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，指出进一步规范垃圾焚烧发电价格政策，要求“以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价”。

图表 19 全国生活垃圾焚烧无害化处理厂数



资料来源：统计局，东吴证券研究所

图表 20 生活垃圾焚烧无害化处理能力



资料来源：统计局，东吴证券研究所

3.2.2. 20 亿垃圾焚烧订单助推成长

2011 年 12 月 29 日,成都市人民政府特许经营权管理委员会出具《关于<成都市万兴环保发电厂项目特许经营权出让方案>的批复》,同意成都市城市管理局将成都市万兴环保发电厂项目特许经营权授予兴蓉再生能源公司。2012 年 11 月 16 日,兴蓉再生能源公司与成都市城市管理局签订《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》,获得投资、建设和运营万兴环保发电厂的独占性权利,项目特许期 25 年。项目规模为 2,400 吨/日,估算总投资约 11.2 亿元。万兴垃圾焚烧发电项目是成都市最大的垃圾焚烧发电项目,也是全中国规模领先的垃圾焚烧项目,预计 2016 年底投运,项目内部收益率 10%。2014 年 10 月 22 日,公司公告披露拟投资建设运营彭州隆丰环保发电项目。项目总投资估算为 8.67 亿元,设计处理城市生活垃圾规模 1500 吨/日,年处理垃圾量约为 50 万吨,预计年均上网电量 17815 万度,项目所得税后的内部收益率为 7.5%。

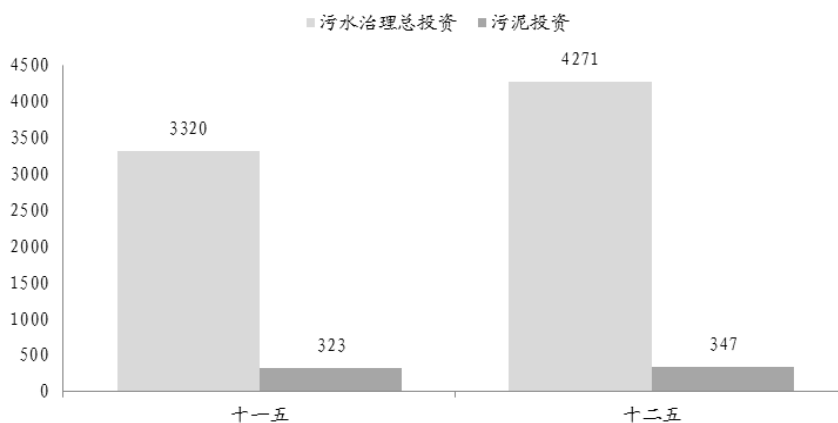
公司目前在手的万兴和隆丰两个垃圾焚烧发电订单金额合计 19.87 亿元,储备规模共计 2900 吨/日,未来投产后每年贡献收入将超过 2 亿元。储备大型的垃圾焚烧发电项目不仅展现了公司的市场资源和综合实力,更有望作为优秀项目在未来助推公司的进一步成长。

3.3. 污泥处理行业发力

3.3.1. 污泥处理行业历史投入低

在水质污染严格控制和大力推进节能减排的大趋势下,我国近年来新建了多家污水处理厂,污水处理量逐年攀升。然而相对于污水的处理,伴随着污水处理产生的污泥并没有得到相应的重视,国家对于污泥处理的投入一直较少。据统计,“十一五”期间全国城镇污水处理及再生利用设施建设总投资为 3320 亿元,而污泥治理仅投资 323 亿元。许多产生的污泥通过填埋、随意倾倒进行处理,对水源和土壤造成了非常严重的污染。

图表 21 污水污泥治理投资对比



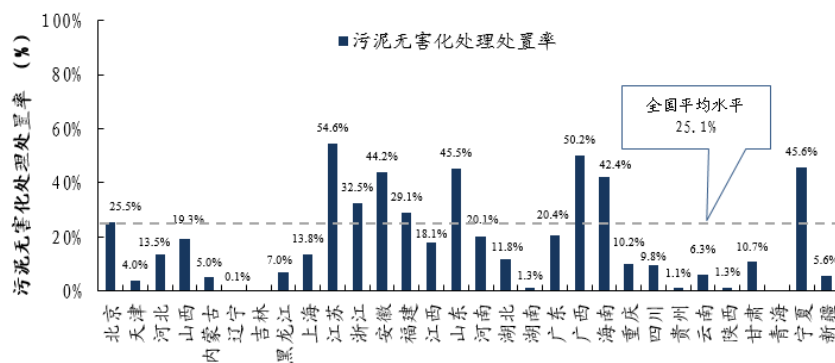
资料来源:环保部,东吴证券研究所

3.3.2. 污泥无害化处置提升空间大

面对污泥难题,“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》提出,到 2015 年,直辖市、省会城市和计划单列市的污泥无害化处理处置率达到 80%,其他设市城市达到 70%,县城及重点镇达到 30%。而多项权威报告指出,我国目前有将近 80%的污泥没有得到有效处置,“十二五”污泥处置目标很难完成,污泥处理处置问题并不乐观。2015 年 4 月发布的“水十条”指出,现有污泥处理处置设施应于 2017 年底前基本完成达标改造,地级及以上城市污泥无害化处理处置率应于 2020 年底前达到 90%以上。

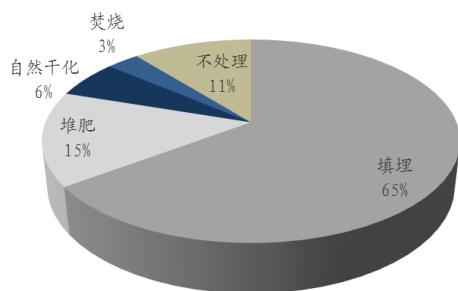
目前我国污泥处理主要已填埋方式为主,虽然成本较低,但由于面临着雨后沼泽化、气味污染以及所含重金属存在渗透地下等风险,填埋方式未来必将被其他无害化的处理方式替代。根据环保部 2013 年数据统计,四川省污泥无害化处理率只有 9.5%,较全国平均水平 25.15%还有很大的差距。成都市之前所有污水处理厂产生的污泥都在位于市郊的填埋场填埋,在接近满负荷运转后。根据成都市政府文件要求,成都要在 2020 年实现固体废物垃圾的零填埋,未来污水处理厂产生的污泥都将有很大的处理空间。

图表 22 全国污泥处理率对比



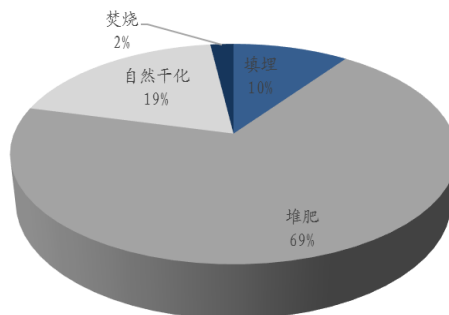
资料来源: 环保部, 东吴证券研究所

图表 23 国内各类污泥处理方式占比



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 24 国外各类污泥处理方式占比



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.3.3. 先进技术妥善解决污泥难题

结合着成都市的污泥产生特点（成都市大的污染型排放企业较少，污泥主要来自于市政污水处理厂的污泥，并不含有太多的重金属离子）以及公司目前的主营业务情况（公司主要为市政污水处理，还未涉及高污染的工业污水），污泥的“半干化+焚烧”及“干法+湿法”烟气处理工艺成为了最优的无害化和减量化处置方案。公司在成都市新建污水处理厂附近修建的污泥处理厂技术和规模在全国处于领先地位，通过该技术可以解决污泥处理过程中的污染产生问题，使污泥处理达到最优化。

经过 2013 年一年的调试，2014 年公司的污泥处理量达到了平均 285.2 吨/日，产能利用率达到 70%，同比增长 871.5%，预计 2015 年可以实现产能利用率 80%以上，实现盈利。公司拥有成都市污泥处理 30 年的特许经营权，未来公司规划自建污泥处理二期工程污泥处理量达 200 吨/日。规划与拉法基合营公司水泥窑协同处置技术污泥处理规模达 300 吨/日；另外预计与绿山公司三方合作利用蚯蚓生物处理污泥为 200 吨/日。预计公司未来污泥处理规模总量可以达到 1100 吨/日。除考虑扩建现有的污泥处理厂外，公司还将与其他公司合作，做更多污泥资源化的尝试。

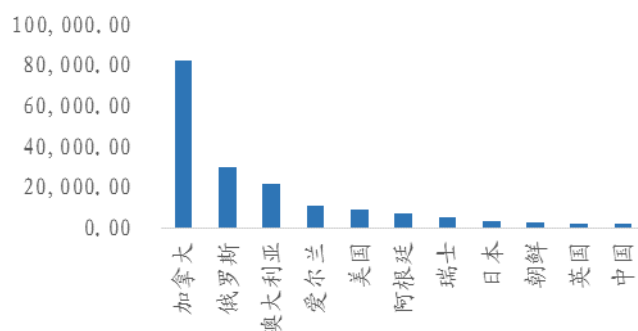
3.4. 中水利用有望贡献巨大收入

3.4.1. 资源稀缺激发再生水需求

中水又称再生水，具有水源稳定、水质达标、生产成本低等优势，能有效缓解缺水地区的水危机。在减少污水、废水等污染物排放的同时，再生水对改善水生态环境、实现水生态系统良性循环起到积极作用。

中国水资源短缺情况严重。2008 年联合国统计数据显示，中国人均水资源拥有量仅为世界平均水平的四分之一。

图表 25 各国人均可更新淡水量（立方米/人）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

在水资源稀缺的严峻形势面前，水资源化改革势在必行。2014 年 7 月，水利部发布《关于开展水权试点工作的通知》，开展 7 省市水权交易试点，标志着我国水权交易工作全面展开。2014 年 11 月，为落实《取水许

可和水资源费征收管理条例》关于取水权转让的规定，推进水权交易，水利部起草了《取水权转让暂行办法(征求意见稿)》，现面向社会公开征求意见。再生水的利用将不占用取水指标，随着水权交易的推行，企业可以通过使用再生水而将节约出的用水指标交易，这将极大体现再生水利用的经济价值。

国家将通过对超额用水加征水费来补贴再生水利用，并计划对再生水免征水资源费、增值税、营业税和城市资源附加，再生水相关企业生产实行优惠电价，鼓励企业对再生水的使用和再生水生产企业的投入。

3.4.2. 再生水具有价格优势

再生水与非居民用水、特殊行业用水价格相比具有明显优势。以北京市为例，在北京市发改委 2014 年 4 月进行的水价调整中，再生水价格由 2003 年制定并执行的 1 元/立方米调整到最高价格不超过 3.5 元/立方米，同时非居民自来水价格调整到 8.15 元/立方米，特种行业（如洗车、洗浴、高尔夫、滑雪）水价已调整到 160 元/立方米。同时，国内主要城市的工业用水价格也都在 4 元/立方米以上。因此与城市用水和一般工业用水相比，价格优势将推动再生水市场蓬勃发展。

3.4.3. 再生水在国外发展情况

美国虽然水资源量丰富，但加利福尼亚、德克萨斯、佛罗里达和亚利桑那等州仍属于水资源短缺、地下水超采严重地区。因此再生水被广泛地用于这些地区的城市市政、工业设备冷却、农业灌溉、河湖景观娱乐、地下水补给等方面。当前美国再生水的 62% 被用于农业灌溉，30% 被用于工业用水，其余再生水则被主要用于城市杂用与地下水源补给等方面。

日本于 1962 年开始利用再生水，最初是以补充河道用水而开始发展。1985-1996 年间，日本利用再生水作为 150 多条缺水河道的景观用水，改善了河道的景观水体功能。同时日本根据其特殊的国情，也大力发展建筑污水再生用于建筑和小区生活杂质用水。日本再生水输送采用饮用水和再生水结合供水的双管供水系统，也被称为经典的“中水道”模式。

澳大利亚于 20 世纪 90 年代早期开始对再生水进行利用，且在 2001-2003 年全国干旱时期发挥了重大的作用。当时的 500 多座城市污水处理厂生产的再生水有效缓解了干旱缺水和国家限水政策给城市发展和居民生活带来的压力。再生水将更多的应用于钢铁厂、高尔夫球场、牧场、公园景观用水以及住宅用水等方面。与日本相似，澳大利亚也采用饮用水和再生水同时供水的模式。

3.4.4. 政策提速，未来增长空间广阔

根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，到 2015 年城镇污水处理设施再生水利用率达到 15%以上，新增污水再生利用规模 2676 万立方米/日，仅十二五期间再生水行业的投资规模将超过 300 亿元。而根据住建部统计，2011-2013 年全国新增再生水设施处理能力 800 万立方米/日，仅完成规划的 30%，“十二五”规划完成的压力十分紧迫。

从国际比较来看，中国再生水利用率仅占污水处理量的 8%左右，与发达国家 70%的利用率相比还有相当大的差距。2013 年中国的城镇污水处理能力约 1.46 亿立方米/日，对标 70%再生利用率，再生利用规模为 1.02 亿立方米/日，行业面临十倍以上成长空间。2015 年 4 月 2 日发布的《水十条》要求到 2020 年，缺水城市再生水利用率（再生水利用量占污水处理总量的比率）达到 20%以上，敏感区域（重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域）城镇污水处理设施应于 2017 年底前全面达到一级 A 排放标准。政策提速为再生水利用打开了新的空间。

3.4.5. 特许经营权先天优势，省内外均有可为

受地理气候等因素影响，成都市河流在每年 11 至次年 4 月都会存在枯水期，且目前水位还达不到地表径流的条件。在枯水期河道生态用水较为缺乏，河流健康和水环境治理非常敏感。此外，随着经济社会的发展和人口的增加，生活、生产用水量、城镇生活污水和工业废水排放量相应增长导致部分水源水质变差，可利用的水资源量减少使得各区（市）县存在不同程度的水质型缺水。与此同时，市内污水处理厂此前处理的污水并没有进行资源化使用，导致了水资源配置的极度不合理，因此大力发展再生水资源化也成为了未来生态环境建设的重点。

2014 年 10 月 31 日，公司与成都市水务局签署了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，公司下属成都市排水有限责任公司经营管理的包括新建百万吨污水处理厂（暨新建污水处理厂一期、二期）、第三、第四、第五、第六、第七、第八污水处理厂，以及未来投资新建或运营的污水处理厂获得成都市中心城区区域范围内提供中水服务的 24 年特许经营权。同时，公司与成都市水务局进一步签署了《成都市新建污水处理厂 30 万吨/日清水河景观环境补水项目中水服务协议》，约定公司在特许经营期内，每年 11 月 1 日至次年 4 月 30 日枯水期，成都市水务局采购公司新建污水处理厂 30 万吨/日中水用于清水河景观环境补水。

2013 年，成都市排查锁定了 413 条黑臭河渠启动分批整治，总投资 33 亿元左右，2015 年为治理最终期限。目前工程已经过半，剩余的最后一批 200 条黑臭河渠治理将在年内完成。此治理对水质做出了高要求，必须高于现行地表水环境质量标准中的五类标准。黑臭河拟采用截污+

中水注入方法治理，由于用水量大以及公司的资源优势，需要大量的中水都将从公司采购。除此之外，成都市目前正在进行的锦城湖补水方案也处于论证阶段，公司未来受益明显。

按照成都市正在逐步建设的“六湖八湿地”生态建设水域规划，未来进一步还需要大量的中水进行补充和循环。公司坐拥成都市内污水处理厂运营及在建产能 316.99 万吨/日，且结合着成都市水域流量特点，未来新建污水处理的产能都会转化为中水的增量，中水资源化转化空间广阔。清水河、锦城湖补水以及黑臭河流治理释放的一个关键信号就是政府已经表明了对于中水资源利用的认可，未来除了景观生态利用，农业灌溉、工业建筑方面中水资源化都将进一步推广。

目前成都市对于中水实行政府定价模式，根据不同的用水类型实行分类计价。随着中水利用的进一步市场化，未来定价模式将会向着政府最高指导价转变，公司对中水产品在一定范围内可以实行更加市场化定价。按照《水十条》缺水城市在 2020 年再生水利用率要达到 20%以上的要求，公司未来再生水产能可达 70 万吨/日以上，且有望持续增加。凭借着现有的特许经营的优势以及未来市场外延拓展能力，公司在四川省内外都将会有政府再生水采购合同签订的可能。

4. 国内外合作增强综合实力

借壳上市五年来，公司除借助资本市场力量扩充自身实力，还积极对外寻求合作，谋求公司的长远发展。合作方均为国内外知名企业，合作项目也从最开始的技术协议、经营战略合作向着合资成立子公司方向拓展。

图表 26 兴蓉环境近年来合作事项

协议签订日期	合作方	合作类型	合作详情
2010.9.19	株式会社日立工业设备技术	战略合作	双方在水环境事业的水务、再生能源、基础设施及其他环保产业等领域展开合作
2012.2.27	美国 JM Eagle 集团	技术合作	双方在自来水管工程、管道材料及安装施工技术方面共同研究开发先进技术，积极进行技术与人才交流；双方在非开挖改造工程合作中，各自发挥自身优势，自来水公司负责与当地主管部门沟通协调，美国 JM Eagle 集团负责提供专业施工方案及国内外知名专家进行全程指导，并按自来水公司的要求高质量地完成非开挖改造工程。
2012.2.29	株式会社日立工业设备技术	战略合作	在水务投资运营、水处理产品/设备制造、市场调查/事业化研讨、直饮水事业、智能水系统引进及推进等方面开展合作；在技术上根据具体合作项目或领域采取不同

			的合作方式；双方还积极探讨关于成都市天府新区供排水等项目的合作模式
2013.3.13	鼎联高新技术（北京）有限公司	增资合作	公司拟以自有资金出资 60 万美元，增资鼎联高新的印度子公司鼎联印度私有有限公司（TRI-TECH INDIA PRIVATE LIMITED）（以下简称“鼎联印度”），增资完成后，公司持有 60% 的股份，成为鼎联印度的控股股东。
2014.11.26	都江堰拉法基水泥有限公司	合资成立公司	成立合营公司注册资本 1600 万元，公司持股比例 60%；法拉基公司持股比例 40%。合资公司将依托公司的资金资源优势 and 法拉基公司的技术优势，在大成都市市域范围从事水泥窑协同处置污泥工作。
2015.4.17	海天水务集团股份有限公司	战略合作	双方共同开拓供排水及固体废弃物综合处理业务市场，包括：城市供排水、城市生活垃圾综合处理、餐厨垃圾和厨余垃圾综合处理、工业废弃物处理业务等，以及与环保产业相关的其他业务。
2014.10.9	新加坡联合环境技术有限公司	合资成立公司	双方在成都成立合资公司开展合作，合资公司注册资本为人民币 5000 万元，公司投资持股比例 51%。合资公司业务业务面向中国范围内西安至成都一线以西地区市场，主要从事污水处理膜技术解决方案提供和设备、技术集成。
2014.11.19	四川绿山生物科技有限公司、四川绿山投资有限公司	合资成立公司	经三方友好协商，决定成立合营公司开展合作，合营公司注册资本 2000 万元。公司为合营公司的控股股东，持股比例 51%。利用公司的资金优势和绿山公司“蚯蚓生物堆肥污泥处置技术”的优势，合营公司将作为项目实施平台开展成都市污泥处置业务。本合作项目定性为“污泥处置环保类项目”，采取“政府采购服务”方式开展业务。
2014.11.20	中国市政工程西南设计研究总院有限公司	战略合作	方利用各自优势，抓住四川新型城镇化、西部大开发纵深推进、全国水务市场化进程不断深入等战略机遇，积极致力于给排水、污泥处置等水务、环保项目的投资与设计等业务领域的合作。
2015.4.28	成都天保重型装备公司	合资成立公司	成立合资公司，注册资本 5000 万元，公司持股比例 51%。公司与天保重装将合作开拓高端节能环保装备产业，完善节能环保产业链，以合资公司为实施平台，主要从事高端节能环保装备的研发、设计、制造、技术集成、销售、维护与市场拓展等。

资料来源：东吴证券研究所

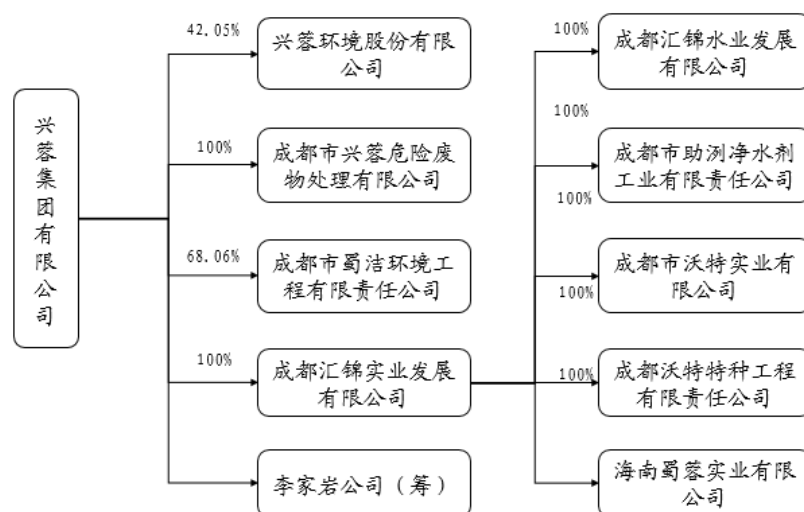
5. 国企改革提升资产注入预期

国企改革是 2014 年来我国经济体制改革的主线之一。随着改革进入深水区，未来中央和地方国有企业改革都将会提上日程。不同于央企，地方性国有控股企业由于经营范围窄，且是所在地财政收入的贡献大户，未来各级地方政府有足够的动力来进行地方性国企改革以提升企业效率。缩减企业数量，推动同业或主业类似企业合并，推进同一国资委旗下资产重组打造有竞争力的大型企业平台和资本运作平台都为目前国有控股上市公司提供了无限的想象空间。

2015 年 1 月成都市国资委提出以加快推进国资证券化为重点目标，举全系统之力，全面兼顾、重点突破，力争出色完成市委确定的全市国资国企改革任务。经成都市委前段时间批准，公司控股股东兴蓉集团成为了成都市国有资本试点投资企业之一。

兴蓉集团原名成都市兴蓉投资有限公司，2010 年 6 月，依据成都市国资委《关于同意成都市兴蓉投资有限公司更名的批复》（成国资规[2010]47 号），成都市兴蓉投资有限公司名称变更为成都市兴蓉集团有限公司。公司目前是成都市国资委旗下唯一上市公司平台，兴蓉集团除持有公司 42.05% 股权外，还持有成都市蜀洁环境工程有限责任公司 68.06% 股权，成都市兴蓉危险废物处理有限公司 100% 股权以及成都汇锦实业发展有限公司 100% 股权，同时公司还拟出资成立李家岩水库项目 PPP 公司。

图表 27 兴蓉集团下属企业列表



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

成都汇锦实业发展有限公司主营业务为水表生产、销售及检测，设施维修及建设工程。成都汇锦实业发展有限公司控股公司包括①成都助浏净水剂工业有限责任公司，主营净水剂的生产、销售；②成都市沃特

实业有限公司，主营酒店管理；③成都沃特特种工程有限责任公司，主营钢管卷制、管道特种工程；④海南蜀蓉实业有限公司，主营房地产开发；⑤成都市污水处理厂三瓦窑加油站，主营成品油销售。

成都市兴蓉危险废物处理有限公司是成都市兴蓉集团的全资子公司，主要提供危险废物的处置服务、危险废物解决方案咨询服务及环境污染应急服务，负责四川省成都危废处置中心的投资建设运营。四川省成都危废处置中心位于龙泉驿区万兴乡鲤鱼村，占地 274 亩，投资约 4 亿元，是《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》中的规划项目之一，也是四川省和成都市的重点环保项目。项目 2014 年 11 月开始运行，针对不同危废物分别采取焚烧、物化、固化、填埋等处置方式，为四川省除攀枝花市和凉山州外的其余 19 个地州市产生的危险废物提供处置服务。项目一期危废处理量达到 3.3 万吨/年，处理的危险废物种类达到 31 类。

成都市蜀洁环境工程有限责任公司主要从事环保设备、污水处理技术咨询服务。

李家岩公司是为建设成都第二水源的水库而筹备的公司，选址位于崇州市怀远镇的文井江上，离成都直线距离 45 公里。李家岩水库是国家重大工程项目，其开发任务是以城乡供水为主，并为城市提供应急备用水源，兼顾灌溉、发电等综合利用。水库总库容 1.72 亿立方米，电站装机容量 7500 千瓦，多年平均发电量 3301 万千瓦时，工程静态总投资 41.05 亿元，初拟建设总工期为 54 个月。工程建成后，多年平均供水量将达 2.78 亿立方米，可为成都市供水提供应急备用库容 3325 万立方米，对有效解决成都市中心城区供水单一水源问题、保障中心城区供水安全、提高供水保障水平和抗风险能力具有重要意义。李家岩水库为国家发改委水利部在四川的首个 PPP 项目，预计 2016 年底开工建设。除该公司的注入预期外，未来与其相关的相关建设运营公司也会有相当机会。

虽然兴蓉集团旗下其他子公司与上市公司不存在同业竞争，但其主营业务都在集团的环保战略下运行，且都与环保的大方向相关。未来不排除国有资产整合将这些资产注入上市公司，将公司打造为环保业务更广的环境综合服务大平台的机会。同时也不排除成都市国资委旗下的其他资产通过兴蓉投资这一上市公司平台完成上市的可能。

6. PPP 领域值得期待

6.1. PPP 之风正盛

在地方政府向环保等公用事业领域投资规模不断模大，而地方债务问题的约束也使得往日单纯由政府部门投资建设的模式无以为继的情况下，PPP 成为了我国政策重点推荐的投融资模式。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文)的出台为地方政府寻求社会资本合作，推广 PPP 模式开展了先河。

图表 28 PPP 相关政策一览

时间	出处	内容
2015.5.25	《发改委 PPP 项目库》	公开发布 1043 个 PPP 项目，总投资约为 1.97 万亿元。
2015.5.22	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	鼓励在环境保护等公共服务领域，采用政府和社会资本合作模式，吸引社会资本参与。
2015.2.13	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》	推介领域限定在城市供水、污水处理、垃圾处理、供热、供气、道路桥梁、公共交通基础设施、公共停车场、地下综合管廊等市政公用领域，坚持以存量项目改造为主。
2014.12.4	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	各地通过特许经营权、政府补贴或购买服务等措施，灵活运用 BOT、BOO 多种模式，切实提高项目运作效率。
2014.10.24	李克强在国务院常务会议上的讲话	决定创新重点领域投融资机制、为社会有效投资拓展更大空间，积极推广政府与社会资本合作(PPP)模式
2014.10.23	《地方政府存量债务预算清理甄别办法》	要求地方政府清理并甄别在 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的债务，为将政府债务分门别类纳入全口径预算管理奠定基础；此外，地方各级政府要认真甄别筛选融资平台公司存量项目，对适宜开展 PPP 模式的项目
2014.10.2	《国务院关于加强地方政府性债务管理意见》	“要建立借、用、还相统一的地方政府性债务管理机制；修明渠、堵暗道，赋予地方政府依法适度举债融资权限，加快建立规范的地方政府举债融资机制”
2014.9.24	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	要求推广运用政府和社会资本合作模式（PPP），在全国范围内开展项目示范
2014.9.20	楼继伟在二十国集团(G20)财长和央行会议上表示的信息	目前财政部已面向社会推出了 80 个 PPP 项目
2014.8.8	《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》	提出在城市基础设施建设、环境治理等领域，积极推广 PPP 模式

资料来源：东吴证券研究所整理

广义的 PPP 模式包括社会资本与地方政府的一切合作，包括经典运营的 BOT、TOT（以供排水、垃圾焚烧项目为主）以及较为创新的与地方政府成立合资公司等（成立水务公司、投资生态修复项目等）。运营类 PPP 项目对于公司资金实力要求较高且投资回收期较长，一般都在 10 年

以上。项目的建设需要企业自筹资金，建成投产之后，企业依靠着污水处理费的政府定价以及特许经营权（一般为 30 年）优势，可以为企业提供稳定的现金流，有助于提升企业的收益质量（内部收益率 7%~12%）和抗风险能力。成立合资公司类 PPP 项目需要公司在前期投入大量资金，社会资本可以通过获得股权的方式参与到项目的整个生命周期，有助于和政府资源建立良好的合作关系，提升项目的效率和服务质量，目前已经有碧水源 6 亿元参股云南水务在香港成功上市的案例，巴安水务 8.3 亿元的沧州海水淡化项目以及出资 1 亿元参股贵州水务也正在有序的推进。

PPP 模式对于企业发展不仅来自于资金的回报，还将为企业打造良好的政府资源和市场口碑，有助于企业长远发展。

6.2. 公司所处行业背景 PPP 投资机会巨大

根据 2014 年 12 月 5 日财政部印发《财政部关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》（财金〔2014〕112 号），公布了 30 个政府和社会资本合作模式(PPP)示范项目，总投资规模约 1800 亿元，涉及供水、供暖、污水处理、垃圾处理、环境综合整治、交通、新能源汽车、地下综合管廊、医疗、体育等多个领域。项目以污水处理、交通为主，与公司业务相关的行业领域中污水处理项目 9 个，供水项目 3 个，环境综合治理项目 2 个，垃圾处理项目 1 个，合计占到 PPP 示范项目数量的 50%；而环保相关的行业领域中污水处理项目和环境综合治理项目占到了绝大多数的比重。

由于环保类，特别是污水处理类项目仍存在较大的需求，且比较经典的如 BOT、TOT 等 PPP 模式已经运用的较为成熟，未来污水处理在 PPP 项目招标中依然会扮演着重要的角色；而环境综合治理作为近年伴随各地方政府对于综合环境的要求的提高以及海绵城市等政策的深入推广，未来会有更大的市场空间。由于投资规模巨大，非技术能力强、融资能力强的企业不能胜任，而项目投资综合效益高的特点也将会为大的社会资本的参与带来更多的机会。

图表 29 财政部 PPP 示范项目各行业数量

项目类型	行业领域
污水处理	9
交通	8
供暖	3
供水	3
环境综合治理	2
新能源汽车	1
地下综合管廊	1
垃圾处理	1
医疗	1
体育	1

资料来源：财政部，东吴证券研究所整理

国家发改委于 2015 年 5 月 25 日在门户网站上开辟了 PPP 项目库专栏，公开发布政府和社会资本合作（PPP）推介项目，首批公布 PPP 项目 1043 个，总投资为 1.97 万亿元，项目范围涵盖水利设施、市政设施、交通设施、公共服务、资源环境等多个领域。其中公司所处的四川省与公司业务相关的 PPP 项目就有 18 个，设涉及投资额 77.03 亿元。

图表 30 发改委四川省 PPP 项目库

项目类型	项目名称	项目规模	项目投资 (亿元)
水利	成都崇州市农村生活污水处理项目	项目拟完善 34 个农民集中居住区进入乡镇污水处理厂的管网，建设 76 个农民集中居住区管网和末端污水处理设施，并对沿山 400 多个乡镇农家乐生活污水进行收集处理。项目分布在全市各个乡镇，建成后每年可处理生活污水量 333.79 万立方米。	0.91
水利	成都市金堂县农村饮水安全工程	包括扩建净水厂一座(东风水厂)，在水厂一期的预留地约 40 亩的基础上进行扩建，扩建规模 6 万 m ³ /d。修建金堂县各乡镇供水干管 290.936km。	3.74
水利	成都市金堂县东风水库扩建工程项目	扩建净水厂一座（东风水厂），扩建规模 修建金堂县各乡镇供水干管 306136m。 60000 m ³ /d。	4.83
水利	新津县新建水厂工程	直接利用新津县的现状水源保护区，从现状花源水厂、海天水厂的取水口处取水，将金马河作为主要水源，西河作为备用水源，新建水厂 1 座来解决天府新区配套区用水问题，一期供水规模 2.5 万 m ³ /日，二期供水规模增至 5.0 万 m ³ /日。	3.00
水利	峨边县第二水厂	日供水 10000 吨及 40 公里配套管网	0.50
水利	通川区乡镇污水厂（站）整区推进项目（达州市通川区）	通川区乡镇污水厂（站）整区推进项目内容包括工业集中区污水处理厂（魏兴镇、蒲家镇）和龙滩乡、檬双乡、梓桐乡、北山乡、金石乡、青宁乡、安云乡、磐石乡、新村乡、江陵镇、双龙镇、东岳乡、碑庙镇、复兴镇 14 个乡镇污水处理工程，污水处理量为 13800m ³ /d，出水达到《乡镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 A 排放标准。	1.90
水利	巴中市通江县城市污水处理工程项目（二期）	建设 C A S S 工艺池一个及配套设备、污水管网 4 公里	0.30
市政	广元市城市生活垃圾焚烧发电项目	总规模日处理生活垃圾 1050 吨（年处理量 38.325 万吨），分期建设，其中本期建设规模日处理生活垃圾 700 吨（年处理量 25.55 万吨），预留扩建。	3.95
市政	广元市昭化	采用蚯蚓生物堆肥与传统堆肥相结合处理工艺，建设城市生	1.34

	区城市生活污泥处置及资源化综合利用项目	活污泥处置项目 1 个，设计污泥处理规模 5 万吨/年、畜禽粪便 20 万吨/年、有机废弃物 10 万吨/年；配套建设有机生产项目 1 个，设计生产能力 200 t/d；配套建设蚯蚓养殖项目及深加工项目 1 个，年加工能力 300 吨。	
市政	德阳市生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电，建设规模 1000 吨/日，将建设往复式炉排炉焚烧系统，以及利用焚烧热值发电上网系统，及相关配套设施	4.70
市政	中江县污水处理特许经营项目	1.中江县猫儿嘴城市生活污水处理厂位于县城规划区东南，占地面积 51.7 亩。2.中江县经开区污水处理厂近期规模为 1 万吨/日，进水按工业废水占 60%、生活污水占 40%考虑，占地面积 60 亩。3.中江县兴隆污水处理厂近期规模为 8000 吨/日，占地面积 40 亩。4.中江县辑庆污水处理厂近期规模为 6000 吨/日，占地面积 40 亩。5.中江县龙台镇污水处理厂近期规模为 1300 吨/日，占地面积 7 亩。6.中江县黄鹿镇污水处理厂近期规模为 800 吨/日，占地面积 7 亩。	1.61
市政	江中县城市供水合作项目	对县城南北主、次干道等给水管道约八公里升级改造；新建城区供水综合调度、检测中心；新建铜山大桥至凯江大桥供水主管道工程。	1.03
市政	马坎污水处理厂及截污干管工程	新建日处理 4 万吨城市生活污水处理厂一座。铺设厂外截污干管总 16.633KM，配套截污支管 5.02KM；建设厂外密地二村污水提升泵站（2.8 万 m ³ /d）和厂内终点污水提升泵站（4 万 m ³ /d）各 1 座。	1.79
生态环境	成都市金堂县污水处理厂新建项目（三星大学城、工业区东区（同兴新区）、云绣、竹篙、成阿工业园）	处理工艺、土建工程、管道工程、配套设备及安装工程、电气工程、仪表及自控工程、给排水工程、消防、道路及绿化等。	2.43
生态环境	广汉市小汉镇工业集中发展区污水处理厂项目	1、建设规模为 7000 m ³ /d 污水处理厂一座。2、本项目位于广汉市小汉工业集中发展区发展空间内，污水处理厂规划总用地面积 20.04 亩，本期工程建筑物占地 3770 平方米。近期处理规模为 7000m ³ /d，远期（2030 年）40000m ³ /d。针对近期工程，建设规模为 7000 m ³ /d 污水处理厂一座，采用改良氧化沟工艺，尾水通过排污管就近排入石亭江。	0.37
生态环境	成都市龙泉驿区西江河水环境综合整治项目	西江河河道整治工程、污水处理厂建设及配套的管网建设、部分生态治理、景观工程	21.43
生态环境	宜宾县城	建成日处理总规模 19500 吨城（集）镇生活污水处理站及配	1.70

(集)镇生活		套管网 110 公里	
污水处理站			
及配套管网			
生态环境	四川新津白	白鹤滩国家湿地公园规划总面积为 588hm ² , 分为湿地保育区、	
	鹤滩国	湿地恢复重建区、科普宣教展示区、合理利用区及综合管理	
	家湿地公园	服务区等五大功能分区, 其中湿地保育区面积达 435.3hm ² ,	
	试点建设	湿地恢复重建区面积 87.03hm ² , 科普宣教展示区面积 21.50	
		5.38hm ² , 合理利用区面积 56.95hm ² , 综合管理服务区面积	
		3.47 hm ² 。主要建设内容有四大工程, 包括湿地保护工程、湿	
		地恢复工程、科普宣教工程及科研监测工程。	
合计金额			77.03

资料来源: 发改委, 东吴证券研究所整理

6.3. 地方国资水务环保龙头, 更多 PPP 可期

作为地方国资背景水务环保龙头, 公司在一定程度上承担了地方政府融资平台的职能, 在 PPP 浪潮中必将崭露头角, 扮演不俗角色。2015 年 7 月 21 日, 公司公告投资天府新区第一污水处理厂及成都科学城生态水环境工程 PPP 项目。项目发标后, 公司与中标人将共同以现金方式出资组建项目公司, 中标人出资比例为 51%, 公司出资比例为 49%。项目公司注册资本金为 1 亿元。天府新区 PPP 项目污水干管建安费约 1.2 亿元, 天府新区第一污水处理厂一期一阶段建安费约 5.2 亿元; 成都科学城生态水环境工程项目总投资约 10.99 亿元。

天府新区第一污水处理厂项目总规模 26 万吨/日, 分两期实施, 其中一期规模为 10 万吨/日 (其中一期一阶段土建规模为 10 万吨/日, 设备规模为 5 万吨/日、高品质再生水规模为 1 万吨/日; 二期二阶段增加规模 5 万吨/日的设备安装), 污水厂处理后尾水全部回用, 回用用途待再生水回用规划确定。该污水厂建设形式为全地下式 (地埋式), 地面部分建设全开放式景观公园。污水处理厂特许经营期 30 年。

成都科学城生态水环境工程项目是以建设生态河道为目标, 结合天府新区规划, 融入海绵城市理念, 包括鹿溪河防洪及河道疏浚、生态修复、景观文化打造、滨河交通系统建设等工程。运营期 10 年, 自建设期届满的次日开始起算。

与其他上市公司参与 PPP 项目不同, 本次 PPP 项目中公司作为政府指定参股项目公司的机构进行参股, 项目中标人扮演了社会资本的角色, 公司在未来项目公司中持股比例仅为 49%, 充分体现了公司的地方政府融资平台功能。公司地处四川, 作为地方国资水务环保龙头, 此次 PPP 项目尝试使得公司得以在政府方与社会资本方之间灵活切换角色, 未来有助于在四川省内 (作为政府方) 和全国 (作为社会资本方) 承接更多的 PPP 项目。随着该项目的顺利进行, 公司不仅可以进一步扩大污水处理能力, 提升未来营业收入及盈利能力, 同时作为进入环境综合治理等领域的尝试, 有利于实现从西部领先的水务运营商向全国领先的水务环

境综合服务商的转变，符合公司的长远战略。

7. 赴港融资上市迈向国际化

2015 年 1 月 13 日，公司收到成都市人民政府第 61 次常务会议纪要，会议讨论并原则通过成都市国资委《关于市兴蓉集团以兴蓉投资为主体赴港发行 H 股有关事宜的请示》，同意公司赴港发行 H 股。4 月 18 日，公司股东大会通过了发行 H 股的议案，拟发行不超过 526,980,000 股 H 股新股，约占公司发行后总股本的 15%。发行 H 股募集资金将主要用于公司水务环保项目，尤其为公司日后增量项目，例如垃圾焚烧发电项目、污水处理厂扩能提标项目等提供有力支撑。

作为正在西部地区水务领先，且正在大力向环保行业拓展的企业，发行 H 股赴港上市符合公司的长远发展战略。第一，赴港上市不仅可以拓宽融资渠道，降低融资成本，打通境内外资本市场，壮大资本实力，提升公司治理水平和治理结构，使公司达到国际化先进企业标准；第二，赴港上市还可以提升海外知名度，使海外投资者和环保市场认识到公司作为一个优质环境综合治理平台的存在，为海外项目进一步打开市场空间；第三，公司投资建设的市政污水处理、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处理等项目未来绝大部分会以 PPP 模式进行，赴港上市融取的资金可提升公司的订单执行能力，为公司在业界树立良好的口碑。

8. 盈利预测与估值

我们积极看好公司由单一型水务公司转型综合型环境治理平台的决心。供排水的特许经营和稳定现金流有助于公司平稳发展，阶梯水价的实行提升公司的业绩弹性，国资背景更有助于提升公司获取订单能力，有助未来向外拓展实现多元的规模化发展。

我们预测公司 2015-2017 年净利润分别为 8.17 亿元、10.26 亿元、13.14 亿元。考虑到非公开发行 H 股对每股收益的摊薄，对应的 2015-2017 年每股收益分别为 0.27 元、0.29 元、0.37 元，对应市盈率 28.63、23.18、18.17 倍，首次给与“买入”评级。

9. 风险提示

市场拓展低于预期；发行 H 股不成功。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2830.7	3167.0	6696.6	8444.3	营业收入	2724.3	3070.1	3662.8	4300.9
现金	2162.4	2422.8	5810.8	7413.4	营业成本	1521.5	1762.3	2097.0	2367.8
应收款项	478.5	529.9	632.2	742.3	营业税金及附加	25.8	30.7	36.6	43.0
存货	114.9	144.8	172.4	194.6	营业费用	80.2	92.1	109.9	129.0
其他	74.9	69.4	81.3	94.0	管理费用	237.7	265.2	298.1	333.7
非流动资产	9320.3	8991.3	8602.8	8186.0	财务费用	73.2	40.1	-7.8	-43.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	6692.4	6444.4	6134.2	5793.1	其他	22.6	81.0	78.3	75.7
无形资产	2429.6	2348.6	2270.3	2194.7	营业利润	809.5	960.7	1207.3	1545.9
其他	198.3	198.3	198.3	198.3	营业外净收支	106.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	12151.0	12158.3	15299.4	16630.4	利润总额	916.3	960.7	1207.3	1545.9
流动负债	2427.1	1781.0	2119.7	2399.4	所得税费用	154.8	144.1	181.1	231.9
短期借款	747.9	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	9.4	0.0	0.0	0.0
					归属母公司净利				
应付账款	969.5	965.6	1149.0	1297.4	润	752.0	816.62	1026.24	1314.04
其他	709.6	815.4	970.7	1102.0	EBIT	924.1	1000.8	1199.5	1502.9
非流动负债	2232.5	2232.5	2232.5	2232.5	EBITDA	1280.1	1640.1	1890.4	2219.5
长期借款	898.9	898.9	898.9	898.9					
					重要财务				
其他	1333.6	1333.6	1333.6	1333.6	与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	4659.6	4013.6	4352.2	4631.9	每股收益(元)	0.25	0.27	0.29	0.37
少数股东权益	37.9	37.9	37.9	37.9	每股净资产(元)	2.50	2.71	3.11	3.40
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	7453.6	8106.9	10909.3	11960.5	万股)	2986.2	2986.0	3513.0	3513.0
负债和股东权益总					ROIC(%)	8.4%	8.5%	10.8%	14.5%
计	12151.0	12158.3	15299.4	16630.4	ROE(%)	10.1%	10.1%	9.4%	11.0%
现金流量表					毛利率(%)	43.2%	41.6%	41.7%	43.9%
(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	EBIT Margin(%)	33.9%	32.6%	32.7%	34.9%
经营活动现金流	1173.3	1425.6	1914.1	2165.1	销售净利率(%)	27.6%	26.6%	28.0%	30.6%
投资活动现金流	-1224.6	-253.9	-302.3	-299.8	资产负债率(%)	38.3%	33.0%	28.4%	27.9%
筹资活动现金流	710.3	-911.2	1776.2	-262.8	收入增长率(%)	12.7%	12.7%	19.3%	17.4%
现金净增加额	658.3	260.4	3388.0	1602.5	净利润增长率(%)	0.9%	8.6%	25.7%	28.0%
企业自由现金流	-143.1	1194.0	1605.1	1828.8					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

