

兴蓉环境 (000598)

强烈推荐

行业：水务

西南环保平台，产业链布局值得期待

兴蓉环境立足成都地区供水与污水业务，本地产能不断释放，异地拓展取得成效，多元布局垃圾渗滤液，污泥，垃圾焚烧板块。未来有望借助地方融资平台优势，承接环保 PPP 项目。

投资要点：

◇ **供排水业务本地产能释放+异地扩张带来业绩持续增长。**(1) 公司是成都地区水务平台，供水产能 243 万吨/天，在建产能 58 万吨/天，污水处理产能 240 万吨/天，在建产能约 50 万吨/天，产能释放将促进利润稳步增长；(2) 公司受益于供水阶梯水价和污水处理费上调，水价和污水处理费上调带来营收增长；(3) 公司供水与污水项目异地复制成功，未来有望获得更多项目。

◇ **多元布局带来新兴利润增长点。**(1) 公司 2300 吨/日垃圾渗滤液处理产能，利用率 75.6%，利用率提高带来利润增长；(2) 公司污泥产能 400 吨/日，规划在建产能 700 吨/日，产能释放带来利润提升；(3) 公司垃圾焚烧在手产能 3900 吨/日，2016 年底开始释放；(4) 公司中水回用 30 万吨/日产能，受益于黑臭河治理有望提升利润。

◇ **地方融资平台，H 股上市+国企改革带来想象空间。**(1) 公司债券评级 AAA 级，作为地方融资平台，融资成本低；(2) 公司 H 股上市正在积极推进，打造 A+H 股融资平台；(3) 母公司兴蓉集团相关环保资产注入预期强烈。

◇ **水务与垃圾焚烧为 PPP 最受益板块，公司有望借助资金优势拓展 PPP 项目。**(1) 国家政策大力推行 PPP 模式，财政部强调在污水和垃圾焚烧等领域“强制”推广 PPP 模式，公司直接受益；(2) 公司作为地方融资平台，有望借助低融资成本承接 PPP 项目，目前已有两个水务相关 PPP 项目开展。

◇ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**我们认为公司作为成都地方融资平台，**主营水务业务稳健发展+多元产业链布局+国企改革+PPP**带来业绩增长。预计公司 16-18 年 EPS0.33/0.39/0.45 元，对应 PE19/16/14 倍，强烈推荐，目标价 7.8 元。

◇ **风险提示：**产能释放不达预期，PPP 项目风险，毛利率下行风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3062	3278	3687	4230
收入同比(%)	12%	7%	12%	15%
归属母公司净利润	825	994	1155	1355
净利润同比(%)	10%	20%	16%	17%
毛利率(%)	42.3%	42.5%	42.4%	42.5%
ROE(%)	10.0%	10.9%	11.4%	12.0%
每股收益(元)	0.28	0.33	0.39	0.45
P/E	22.45	18.63	16.02	13.67
P/B	2.26	2.04	1.83	1.63
EV/EBITDA	13	12	11	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：徐闯

S0960516040001

021-62178410

xuchuang@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

参与人：宣宜昊

S0960116050026

0755-88323234

xuanyihao@china-invs.cn

6-12个月目标价：7.8

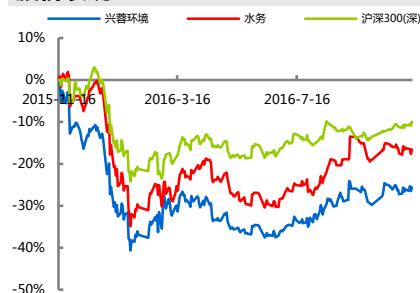
当前股价：6.20

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	2,986
流通股本(百万股)	2,986
总市值(亿元)	185
流通市值(亿元)	185
成交量(百万股)	44.52
成交额(百万元)	275.70

股价表现



相关报告

目 录

一、	西南地区环保平台，水务+固废业务打造环保综合服务商	4
1.	供水+污水+污泥+固废+管网综合布局，打造环保综合运营平台	4
2.	营收不断增长，费用率控制总体稳定确保利润增速	5
3.	现金流为公司未来发展提供支持	6
二、	供排水业务本地+异地拓展带来业绩持续增长	6
1.	四川地区供水及污水总量潜力大，价格上调空间明显	6
2.	四川市场衍生和外地市场开拓持续给供排水业务带来增量空间	7
三、	多元产业齐头并进，新兴利润增长点不断涌现	10
1.	垃圾渗滤液百亿市场空间，产能利用率提升带动业绩增长	10
2.	污泥处理市场广阔，多种技术路线提高产能	11
3.	垃圾焚烧项目体量可观，行业高景气度带来持续提升空间	11
4.	中水回用：政府支持加大提高业务收益	13
四、	地方融资平台，低成本资金优势+国企改革带来新活力	13
1.	信用等级调升至 AAA，融资成本低带来资金优势	13
2.	积极推进 H 股上市，进一步拓宽成长空间	13
3.	国企改革逐步深化，资产注入预期增强	14
五、	地方水务平台，切入环境综合治理领域承接 PPP 项目	15
六、	盈利预测	17
七、	风险提示	18

图目录

图 1 公司历史发展情况	4
图 2 公司股权结构以及业务结构	4
图 3 公司过去五年营业收入增长情况	5
图 4 公司过去五年净利润增长情况	5
图 5 公司历史毛利率和净利率情况	5
图 6 公司历史期间费用率情况	5
图 7 公司经营性现金流流入净额（亿元）	6
图 8 公司资产负债率（%）	6
图 9 四川与全国人均年用水量对比（立方米）	6
图 10 公司供水规模以及增速	7
图 11 公司污水处理规模以及增速	7
图 12 我国垃圾焚烧产能增速与占比状况	12
图 13 兴蓉环境母公司兴蓉集团组织架构图	14
图 14 市政工程项目分布（个数）	15
图 15 市政工程项目分布（金额，亿元）	16

表目录

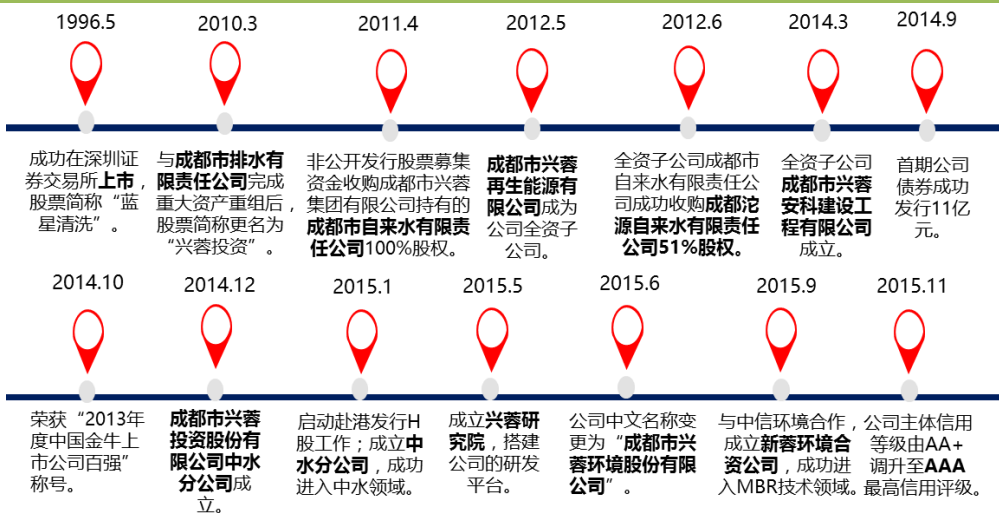
表 1 公司下属水厂产能分布情况	8
表 2 公司历史售水量以及售水平均单价	8
表 3 公司下属污水处理厂产能分布情况	9
表 4 公司下属渗滤液处理厂产能分布情况	10
表 5 公司历史渗滤液处理量以及平均单价	10
表 6 公司下属污泥处理产能分布情况	11
表 7 公司下属垃圾焚烧产能分布情况	12
表 8 兴蓉集团下属各子公司持股比例及主营业务	14
表 9 公司 PPP 项目情况	16
表 10 公司盈利预测	17

一、西南地区环保平台，水务+固废业务打造环保综合服务商

1. 供水+污水+污泥+固废+管网综合布局，打造环保综合运营平台

公司是成都市水务平台公司，2010年与成都市排水有限责任公司完成重大资产重组，2011年非公开发行收购控股股东兴蓉集团持有的自来水公司100%股权，2012年收购控股股东兴蓉集团持有的再生能源公司100%股权，实现了兴蓉集团资产注入。

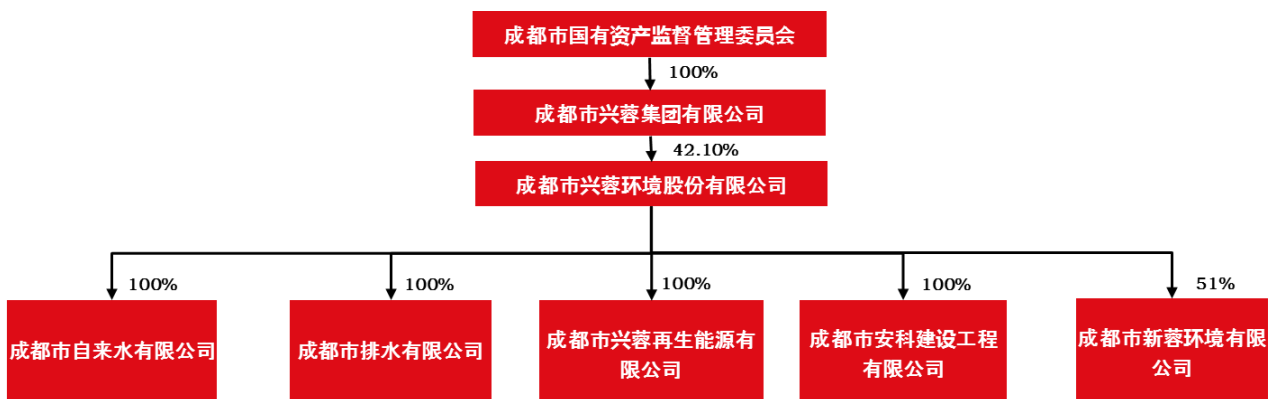
图 1 公司发展历史情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司大股东为兴蓉集团，持有公司42.1%的股权，实际控制人为成都国资委，子公司包含水务板块各类业务，产业链完善，工程及运营资质全面。

图 2 公司股权结构以及业务结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

目前，兴蓉环境已经发展成为一个集自来水供应、污水处理、管道安装、垃圾渗滤液及污泥处置、中水服务、垃圾焚烧、市政工程施工及环保设施设备与城市供排水系统的研究开发、安装、运行管理为一体的综合运营平台。

2. 营收不断增长，费用率控制总体稳定确保利润增速

公司自借壳上市以来业绩相对平稳，2011-2015 年收入复合增速 12.42%，归母净利润复合增速 8.83%。公司业务以供水和污水处理业务为主，目前公司的自来水制售收入占比为 50%左右，污水处理收入占比为 30%左右。公司业务主要集中在四川，同时也异地拓展至甘肃、宁夏、山西、深圳、海南等地。

图 3 公司过去五年营业收入增长情况

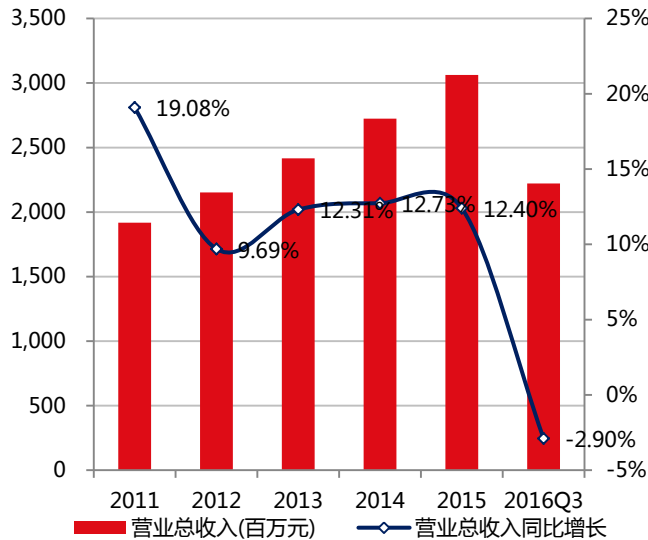
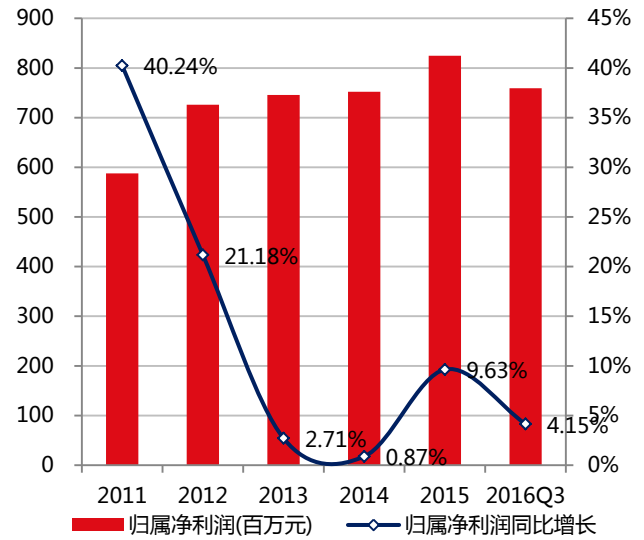


图 4 公司过去五年净利润增长情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司近几年毛利率下降主要是由于进水水质变差，例如夏季强暴雨，泥石流等；其次是由于污水处理工艺变化，新技术导致成本变动的不确定性；同时公司异地拓展项目相较成都本地项目毛利率偏低，拉低了公司的整体毛利率。费用增加主要是由于最后持续新建工厂转为固定资产折旧。

图 5 公司历史毛利率和净利率情况

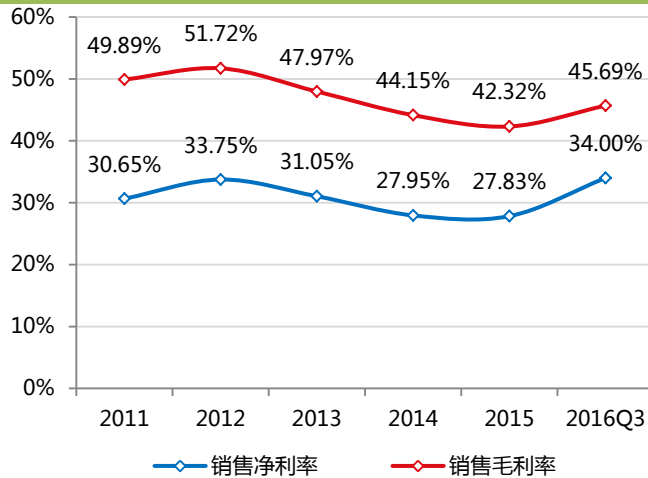
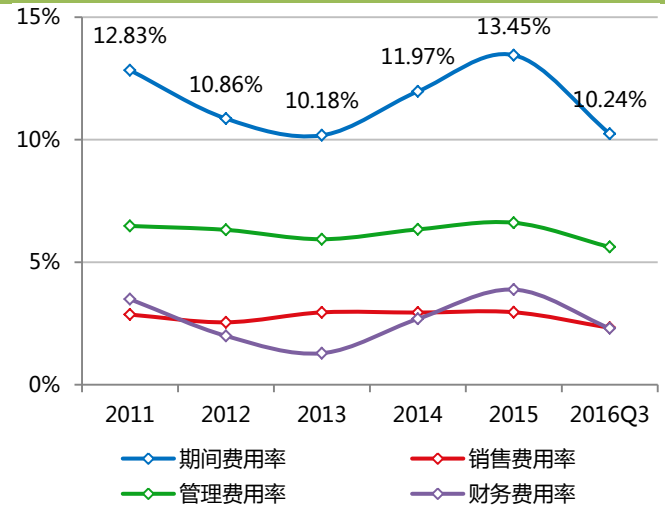


图 6 公司历史期间费用率情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从今年三季报数据来看，公司毛利率净利率出现上升，费用率下降，表明公司费用

控制能力良好，预期未来盈利能力将进一步增强。

3. 现金流为公司未来发展提供支持

公司主营业务均属于现金流良好的运营类项目，每年公司经营性现金流稳定增长，表明公司运营能力良好，现金流的持续流入将为公司后续业务扩展带来更多便利。公司资产负债率总体稳定，为未来进一步融资开展新业务提供了空间。

图 7 公司经营性现金流流入净额（亿元）

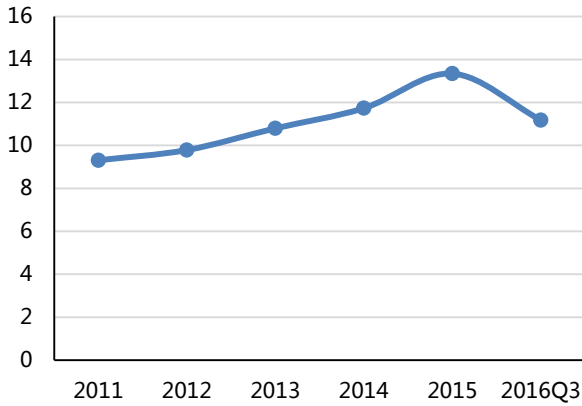
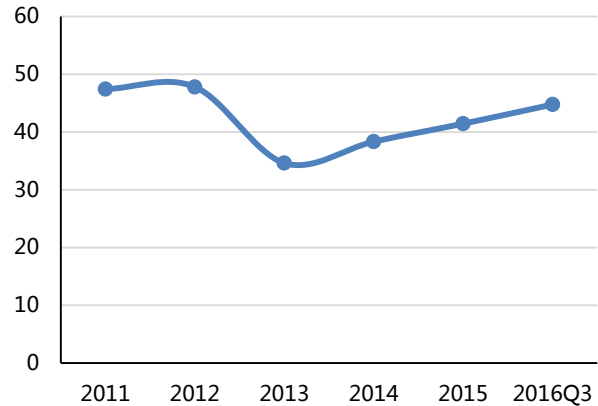


图 8 公司资产负债率（%）



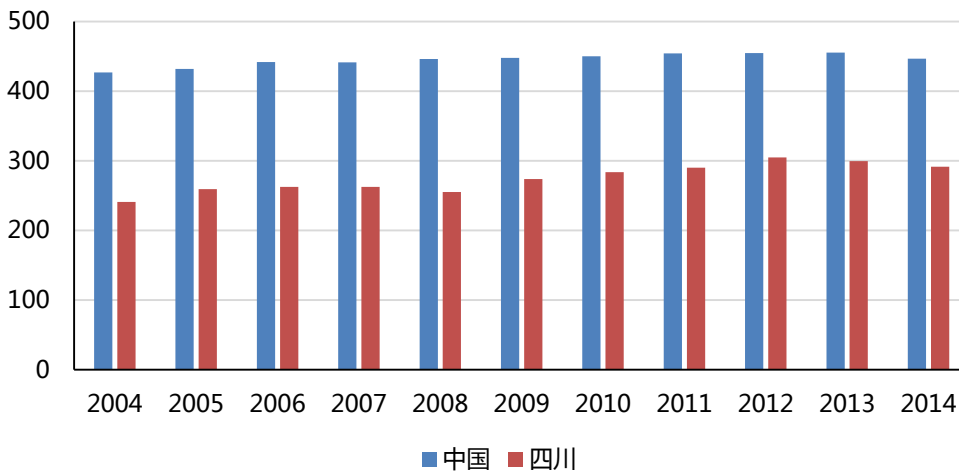
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、 供排水业务本地+异地拓展带来业绩持续增长

1. 四川地区供水及污水总量潜力大，价格上调空间明显

四川地区位于我国西南，水资源总量丰富，但人口众多，人均水资源相对短缺，是典型的结构性缺水地区。2014 年四川地区人均用水量是我国平均值的 2/3，未来随着供水设施的不断完善和中水回用等设施的增加，还有相当的增长空间。

图 9 四川与全国人均年用水量对比（立方米）



资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

除了用水总量增长之外，成都地区实行阶梯水价，也将为公司利润带来增厚。发改委和住建部《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》要求 2015 年底设市城市全面实行阶梯水价，水价按不低于 1:1.5:3 的比例设计，第一阶梯水价覆盖 80%的居民用水 第二阶梯覆盖 95%的居民用水。2014 年四川省发改委提出到 2015 年底四川省设市城市全面实行阶梯水价，2018 年底全县城和有条件建制镇实行阶梯水价。

我们按照三级阶梯水量 0.8 : 0.15 : 0.05 的比例，水价 1 : 1.5 : 3 的比例来估算，则保守估计实行阶梯水价后，水价上浮空间至少为 17.5%，水价的上浮将提高供水公司的盈利能力。目前成都地区已经开始实施阶梯水价，但是由于老旧小区水表改造进度较慢，总体推进工作还在进行。我们预计随着成都地区水表改造的完成，公司的供水业务盈利将不断向好。

污水处理方面，“水十条”提出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。新建污水厂，原有污水厂提标改造和扩容，农村污水和管网建设都将为污水处理相关业务带来增量空间。

污水处理一般以特许经营权的模式，收费标准由企业与当地政府协商，并且 3 年左右进行调价。2015 年 10 月 12 日《国务院关于推进价格机制改革的若干意见》发布，其中明确要求合理提高污水处理收费标准，以及对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。我们认为未来污水处理价格也有相当的上行空间，污水处理费上行也将提高公司的盈利能力。

2. 四川市场延生和外地市场开拓持续给供排水业务带来增量空间

2010 年至今，公司自来水销量以 8.2%的复合增速增长，主要增长来自于在手项目的扩建、四川新建水厂和收购进入海南市场，污水处理产量业务以 13.82%复合增速增长，主要增长来自于四川本地项目新增和扩改建，以及向兰州、银川、西安、深圳市场的拓展。

图 10 公司供水规模以及增速

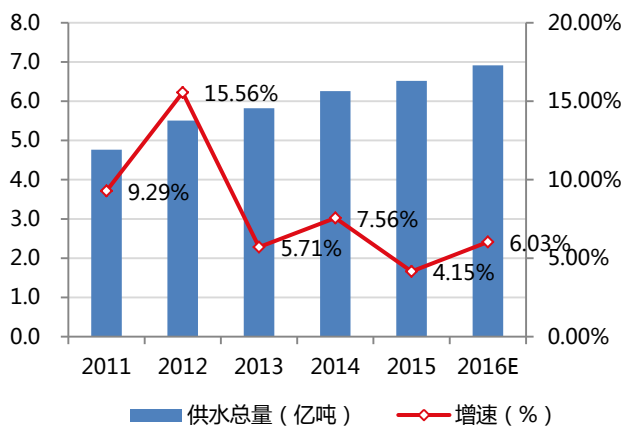
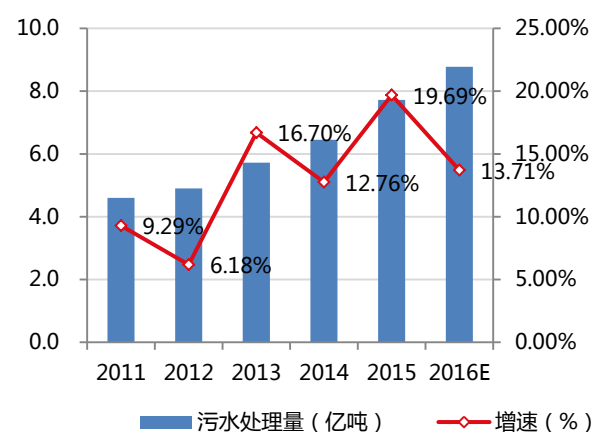


图 11 公司污水处理规模以及增速



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

(1) 供水业务产能陆续释放促进业绩增长：

公司立足成都供水和污水市场。自成立以来公司就负责成都地区的自来水供应，已经有 60 多年的供水运营经验。公司供水能力不断提升，2015 年年底已达 233.8 万吨/日，相比于 2011 年时的 178.8 万吨/日，5 年间增长了 30.8%；公司 15 年自来水售水量 6.52 亿吨，同比增加约 4%；供水管网长度也从 2011 年的 3135km 增加到 2015 年的 4982km，增长了 58.9%。

表 1 公司下属水厂产能分布情况

项目	规模 (万吨/天)	投运情况 (截至 2016 年半年报)
成都地区 4 座自来水厂	228	已投产
成都沱源自来水有限责任公司	4	已投产
海南文昌供水	1.8	已投产
圣泉水务	9.5	已投产
水七厂二期项目	50	进入主体施工阶段
金堂县自来水二厂	6	试运行
海南青岚水厂三期	2	开工建设
合计 (已投运)	243.3	
合计 (已投运+拟在建)	301.3	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司售水量稳定增长的同时，售水价格也稳步增长。供水业务属于特许经营，毛利率稳定，将为公司提供稳定的现金流。

表 2 公司历史售水量以及售水平均单价

	2011	2012	2013	2014	2015
售水量 (万吨)	47641	55055	58198	62619	65183
自来水收入 (万元)	99789	114614	121731	136360	145452
水价 (元/立方米)	2.09	2.08	2.09	2.18	2.23

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我们认为未来供水业务的增长点主要来自于四个方面：

- **在建项目产能陆续释放带来增长**：公司成都七水厂二期 50 万吨/天项目预计 2017 年底建成投运，投运后将使得公司供水产能增长 20.8%，显著提高公司利润；成都沙西线输水管线工程累计安装 17.33 千米，成都绕城高速输水管线工程累计安装 8.09 千米；完成管线安装 336.3 千米，完成入户总数 12,154 户。产能增加，用户数不断增多，售水量将进一步增长。
- **成都新增供水需求带来潜在空间**：从成都本地的供水需求来看，成都每年供水自然增长率为 5%-6%，带来公司业务稳定增长；同时，成都大力发展天府新区，目标为“再造一个新成都”，天府新区面积 600 平方公里，目前公司已获得天府新区成都直管区供水特许经营权。我们认为天府新区的开发将为公司供水业务带来显著的增量。同时公司也取得了成都未来规划的新机场的供排水经营权，预计将为公司后续业绩持续增长带来动力。

- **水价上涨带来的增厚**：公司水价逐渐上涨自上市后一直稳步增长。成都地区已经开始实行阶梯水价，未来周边地区也会逐渐推进；阶梯水价将显著提高公司的平均水价，从而增厚公司的业绩。
- **公司业务异地拓展**：公司目前已有海南文昌供水项目，未来还将通过并购等方式获得其他地区供水经营权，实现供水业务的异地扩展。公司在供水领域拥有 60 多年的经营经验，将为未来项目异地拓展带来优势。

（2）污水产能不断释放，异地扩展稳步推进：

公司污水处理业务立足成都，遍布兰州、银川、西安、巴中、深圳等多地。公司在成都市运营七座污水处理厂，污水处理能力达到 160 万吨/日。截至 2016 年半年报，公司总的污水处理能力已达 240 万吨/日。

表 3 公司下属污水处理厂产能分布情况

项目	规模（万吨/天）	投运情况（截止 2016 半年报）
成都地区 7 座污水处理厂	160	已投产
兰州市七里河安宁污水处理厂 TOT 项目	20	已投产
深圳市龙华污水处理厂（二期）	25	已投产
西安市第二污水处理厂二期工程 BOT 项目	20	已投产
银川市第六污水处理厂 BOT 项目	5	已投产
西安市第一污水处理厂二期工程 BOT 项目	10	已投产
巴中经开区污水处理厂（一期）	1.99	土建安装完成，尚未通水
巴中市第二污水处理厂（一期）	7.5	
成都市高新区中和污水处理厂（一期）	5	已完成主体工程和设备安装
成都市三、四、五、八污水处理厂改造	35	已经实现通水运行
合计（已投运）	240	
合计（已投运+在建）	289.49	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我们认为未来供水业务的增长点主要来自于三个方面：

- **在建项目及改扩建项目产能释放**：仅成都市内，公司三、四、五、八污水处理厂扩能提标项目已经通水运行，预计年内就可以正式运行，届时公司日处理能力将达 275 万吨/日左右，业务规模提升 14.46%左右，待所有在建工程竣工，公司污水处理规模将提升 32.98%，产能释放带来利润增长。此外，随着排水管网体系的完善，污水处理量也将逐年上升，产能利用率将逐步提高。
- **价改政策利好公司污水业务** 根据公司与成都市人民政府签订的《特许经营权协议》，污水处理费是按照一定的成本加成公式确定。目前公司污水处理费为 1.53 元/吨。污水处理费调整分为每三年核定调整和临时性调整，由于公司对三、四、五、八厂进行提标扩能改造，符合临时性调整规定，预期后续污水处理费有望上涨。我们认为公司污水处理价格未来有进一步上升空间。
- **未来业务异地拓展的可能性**：公司污水业务已经成功在西安，银川，兰州，深圳等

多个地区实现异地拓展。预期未来公司将通过并购等方式，不断拓展异地业务增厚业绩。

三、多元产业齐头并进，新兴利润增长点不断涌现

1. 垃圾渗滤液百亿市场空间，产能利用率提升带动业绩增长

垃圾渗滤液是垃圾堆放和处置过程中产生的一种二次污染物，常见于垃圾中转站，垃圾填埋场以及垃圾焚烧厂等垃圾堆放地，成分复杂，污染物浓度高。随着我国垃圾产生量和清运量的不断增加，我国垃圾渗滤液产生也不断增加。

根据住建部《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》，我国 2015 年垃圾无害化处理能力 75.8 万吨/日，焚烧比例约为 35%，到 2020 年还要新建处理能力 49 万吨/日，焚烧比例要达到 50%。

根据行业标准，填埋场产生渗滤液占垃圾总重 35%，焚烧厂占比 25%，其他方式约为 12%。我们可以估算出 2015 年我国渗滤液处理需求约为 21.26 万吨/日，在 2020 则要达到 30.26 万吨/日，按照 140 元/吨的处理费用来估算，市场空间在 2015 年为 108.6 亿/年，2020 年达到 154.6 亿元/年，市场空间广阔。

垃圾渗滤液处理是公司多元化经营的重要业务之一，公司旗下垃圾渗滤液处理厂于 2008 年投运，初始产能 1300 吨/日，2014 年完成 1000 吨/日的扩容，目前公司垃圾渗滤液项目总共 2 个，规模合计 2300 吨/日。

表 4 公司下属渗滤液处理厂产能分布情况

项目	规模（吨/天）	投运情况
再生能源公司垃圾渗滤液处理厂	1300	已投产
再生能源公司垃圾渗滤液处理厂扩容工程	1000	已投产
合计	2300	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司垃圾渗滤液处理量一直保持稳定，2015 年为 63.52 万吨。目前公司垃圾渗滤液年处理量大约为最大处理量的 75.6%，我们认为随着成都地区垃圾清运量的不断增加，垃圾渗滤液处理需求也将不断增大，公司产能利用率有进一步提高的能力。随着产能利用率的提高，渗滤液处理业务还有继续增长的空间。

表 5 公司历史渗滤液处理量以及平均单价

	2012	2013	2014	2015
渗滤液处理量（万吨）	36.93	34.85	66.23	63.52
渗滤液处理收入（万元）	4355	4994	10038	8503
渗滤液单价（元/立方米）	117.93	143.30	151.56	133.86

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

垃圾渗滤液处理方式与污水处理有类似之处，是公司多元化布局环保领域的一次重要尝试。我们认为公司已有项目运营稳定示范性强，产能利用率将不断提升，未来将有

望在异地实现扩张，提高公司业绩。

2. 污泥处理市场广阔，多种技术路线提高产能

污泥是污水处理的重要副产物，我国目前污泥无害化处置率不到 30%，距离“水十条”提出的 2020 年 90%污泥处理率的目标还有很大的距离。在市政污水方面，每一万吨污水产生 5-8 吨污泥，我国市政污水产生量在 500 亿吨/年，产生市政污泥约 3000-4000 万吨/年。我国工业污水产生量在 200 亿吨/年，工业污水每一万吨产生 10-30 吨污泥，我国工业污泥产量约为 4000 万吨/年。我国污泥总产量在 7000-8000 万吨，再加上黑臭河治理清理出的污泥，污泥产量非常可观。

按照住建部《城镇污水处理厂污泥处理处置技术指南（试行）》，干化焚烧投资金额在 30-50 万元/吨污泥，而运营费用在 170-250 元/吨污泥，则未来五年建设投资市场在千亿元左右，而运营市场费用在 200 亿/年左右，市场空间巨大。

污泥处理业务是公司多元业务的重要组成部分，与主营污水处理业务有很强的协同性。2015 年 5 月，公司成立兴蓉研究院，积极进行环保研发。2015 年 9 月，与中信环境合作，成立新蓉环境合资公司，成功进入 MBR 技术领域。MBR 技术广泛用于污水污泥的处理工艺中。通过在二沉池加膜，可提高污水的处理效果，提升污泥的浓度，使出水水质除总氮之外都达地表四类水标准。

公司现有污泥处理规模 400 吨/日，规划自建污泥处理二期工程，污泥处理量为 200 吨/日，主要通过“半干化+焚烧”的方式；规划与拉法基合营公司污泥处理规模为 300 吨/日；另外与绿山公司三方合作利用蚯蚓生物堆肥处理污泥为 200 吨/日。预计投产后，公司污泥处理规模总量可达 1100 吨/日，为公司提供新的成长引擎。

表 6 公司下属污泥处理产能分布情况

项目	规模（吨/天）	投运情况
成都市中心城区城市污水污泥处理服务 BOT	400	已投产
第一城市污泥处理厂二期工程	200	前期
与拉法基合营公司污泥处理工程	200	前期
与绿山公司三方合作利用蚯蚓生物堆肥处理污泥工程	300	前期
合计（已投运）	400	
合计（已投运+在建）	1100	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

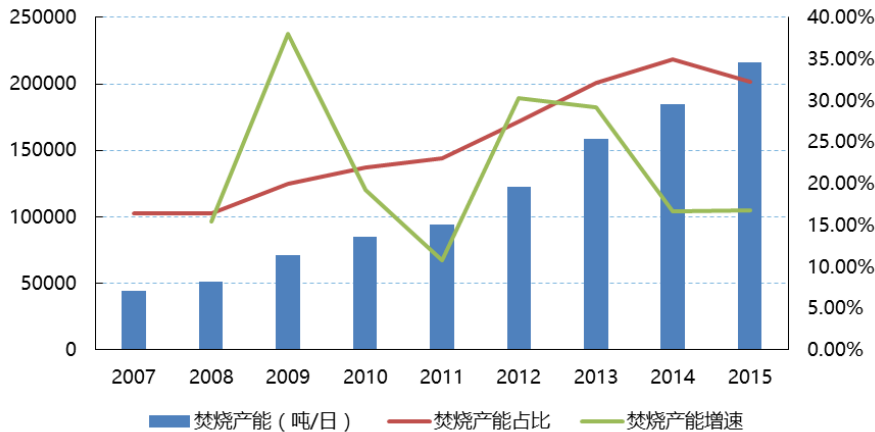
公司 2016 年 9 月 3 日公告污泥处理服务结算单价由前期暂定的 696.81 元/吨调整到 769.30 元/吨，涨幅约为 10.4%，污泥处理费用调整直接带来公司营业收入同比例增长。

3. 垃圾焚烧项目体量可观，行业高景气度带来持续提升空间

随着我国垃圾清运率不断提高，以及我国土地相对紧张的问题逐渐显现，垃圾焚烧已经成为生活垃圾处理的大趋势。

住建部《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》规划“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理能力 49 万吨/日(包含续建能力 15 万吨/日)。生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比例达到 50%，东部地区达到 60%。我们预计到 2020 年末我国垃圾焚烧处理规模将达到 62.4 万吨/日 相比于 2015 年的规模，增量空间在 36 万吨/日左右，市场空间巨大。

图 12 我国垃圾焚烧产能增速与占比状况



资料来源：环保部，住建部，中国中投证券研究总部

就成都地区来看，成都垃圾产量约为 6000-7000 吨/日，预计未来仍将以年均 10% 的速度增长。成都地区的垃圾填埋场将于 2018 年停产，焚烧处理是未来的大趋势，市场需求的增加将促进公司垃圾焚烧业务的扩张。而作为成都市的环保平台，公司有望在垃圾焚烧领域创造新的利润增长点。

公司现有垃圾焚烧发电规模 3900 吨/日，当前正在建设的垃圾焚烧项目主要有 2 个。万兴环保发电厂处理规模为 2400 吨/日，预计 2016 年底投运。另一个是彭州市隆丰垃圾发电厂项目，处理规模为 1500 吨/日，预计 2017 年年底建成投运。

表 7 公司下属垃圾焚烧产能分布情况

项目	规模 (吨/天)	投运情况
万兴环保发电厂	2400	预计 2016 年底投运
彭州市隆丰环保发电厂	1500	预计 2017 年底投运
合计 (在建)	3900	

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

根据公司万兴项目的《特许经营权协议》约定，原生垃圾处理服务费单价为 46 元/吨；陈腐垃圾年度日均处理量在 400 吨以下 (含 400 吨) 处理服务费单价为 104 元/吨，400 吨以上价格为 126 元/吨，价格处于合理区间。

如果项目按时投运，则 2017 年公司在垃圾焚烧方面将获得 1.76 亿营收，2018 年则为 2.86 亿左右。我们认为公司垃圾焚烧项目位于成都附近，受益于成都地区填埋场封场和垃圾产生量持续增长，原料供应充足，投产后将迅速为公司贡献利润，同时，公司作为四川地区环保平台，在地方垃圾焚烧需求不断提高的情况下，公司有望承接更多的垃圾焚烧项目。

预计公司在建项目成功投运后，将为公司在异地的招投标提供支持，公司有望拿到更多的垃圾焚烧项目，扩大焚烧规模。

4. 中水回用：政府支持加大提高业务收益

中水是污水深度处理后产生的水质达到特定标准的水，可以用来缓解水资源紧张问题，用于城市灌溉和为缺水河道补充水源。“水十条”要求缺水城市再生水利用率达到20%以上。在我国强调黑臭水体治理的大背景下，中水作为能够为黑臭水体补充水源，缓解黑臭河污染状况的重要手段，其价值将不断显现。

2014年，公司设立中水分公司，拥有成都市中心城区中水服务特许经营权，中水服务规模30万吨/日，主要涉及黑臭水体治理。根据成都市发展规划，未来将对市区200多条黑臭河实施综合治理，中水处理的需求进一步加大。另外，作为“十三五”规划的支持方向，随着海绵城市、中水利用等相关政策文件的颁布，国家对中水回用的投资力度有望持续加大，公司的相关业务有望加速推进，增加公司收益。

四、地方融资平台，低成本资金优势+国企改革带来新活力

1. 信用等级调升至AAA，融资成本低带来资金优势

2015年，公司主体信用等级调升至AAA，并成功发行4亿元短期融资债券，9亿元超短期融资券，发行利率为3.39%，发行利率均达到同期同等级最低；公司还获得4亿元四川省内首单人民币跨境融资租赁款。

此外，公司通过增资扩股的方式，获得国开发展基金15年期3.48亿元、年利率为1.2%的专项债券资金，用于公司自来水工程及管线等项目建设。国开行对点投资，为相关工程项目的顺利推进提供保障，资金成本低，同时将进一步提升公司的盈利能力。

公司于今年发行的AAA级公司债发行利率为2.95%。公司作为上市公司，拥有多样融资渠道，另外公司背靠成都市政府，得到了成都市委、市政府的大力支持。

我们认为公司经营的供水、污水、垃圾焚烧、中水回用、渗滤液与污泥等业务，均属于重资产运营型的业务类型，前期基础建设投资要求高。公司资金成本低，可以有效的保证公司业务扩张的资金需求，为公司业绩增长提供支持。

2. 积极推进H股上市，进一步拓宽成长空间

2015年，公司通过A+H股跨境双融资平台，以“一带一路”“蓉欧+”战略实施为契机，启动发行H股工作，以期将兴蓉产业格局推向全球。但由于去年9月份主要领导缺位，导致H股发行工作暂停。

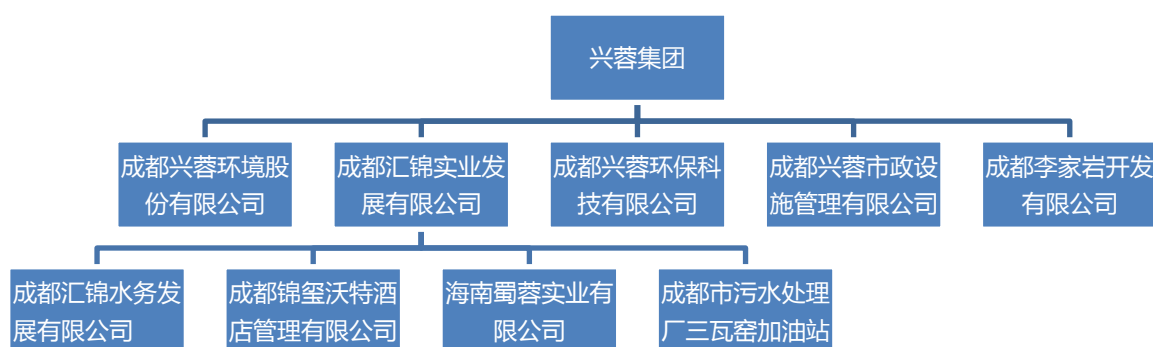
目前公司已重启H股发行工作。国有股权管理方案、国有股转持方案已获批。H股上市后，将进一步提升公司的资金实力，增强整体盈利水平。

公司发行H股主要是基于发展战略，通过H股上市引入战略投资者，并进一步提升公司治理水平和治理结构，使其达到国际化标准。H股上市后公司将拥有A+H股融资平台，为后续进一步募资扩展业务打下了基础。

3. 国企改革逐步深化，资产注入预期增强

地方国资企业作为当地财政收入来源的大户，在全国国企改革的背景下，地方政府有充足的理由和动力推动地方国资企业改革，以提升企业效率；推动缩减企业数量，促进业务范围重合合并、重组，打造有竞争力的大型企业平台和资本运作平台。2015年1月，成都市国资委提出以加快推进国有资产证券化为重点目标，鼓励通过定增、换股等方式注入资产，实现整体上市，而兴蓉集团也是成都市国企改革三家试点企业之一。

图 13 兴蓉环境母公司兴蓉集团组织架构图



资料来源：兴蓉集团官网，中国中投证券研究部

表 8 兴蓉集团下属各子公司持股比例及主营业务

子公司名称	持股比例	主营业务
成都兴蓉环境股份有限公司	42.05%	原水供应、自来水生产与供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理等业务
成都汇锦实业发展有限公司	100%	水表生产、销售及维修;净水剂生产、销售;酒店管理服务;房屋租赁及物业服务;项目建设管理;加油站管理及成品油零售;园林绿化工程及养护;劳务派遣;餐饮服务等
成都兴蓉环保科技有限公司	100%	(原名成都市兴蓉危险废物处理有限公司) 提供危险废物的处置服务、危险废物解决方案咨询服务，以及环境工程建设服务
成都兴蓉市政设施管理有限公司	100%	市政排水设施管理服务、管道工程服务、市政工程项目管理、市政设施管理咨询服务、管道工程建设、排水工程设计
成都李家岩开发有限公司	100%	以城乡供水为主，并为城市供水提供应急备用水源，兼顾灌溉、发电等综合利用（PPP项目）

资料来源：兴蓉集团官网，中国中投证券研究部

通过以上图表可以看到，除兴蓉环境外，集团公司的大多数业务仍是布局在水务、环保产业及其周边领域。兴蓉环境为集团公司旗下唯一上市公司，集团公司不断通过资产注入的方式将旗下水务、环保相关资产剥离并整合到兴蓉环境实现上市，完成资产证券化。

目前，集团公司下属未上市与水务、环保相关资产还包括 1 家水务发展公司（集团子公司成都汇锦实业发展有限公司下属子公司成都汇锦水务发展有限公司）、1 家危险废物处理公司（成都兴蓉环保科技有限公司）、1 家市政设施公司（成都兴蓉市政设施

管理有限公司)和一家水利公司(成都李家岩开发有限公司)。在国企改革逐渐深化的背景下,集团公司上述资产有较大可能逐步注入到上市公司兴蓉环境中。集团资产注入将显著提升公司体量。

五、 地方水务平台，切入环境综合治理领域承接 PPP 项目

在经济下行的大背景下,国家大力推行 PPP 模式。从 2014 年末以来,财政部发改委政策不断出台,推广 PPP 模式,近期一系列政策更是密集出台。

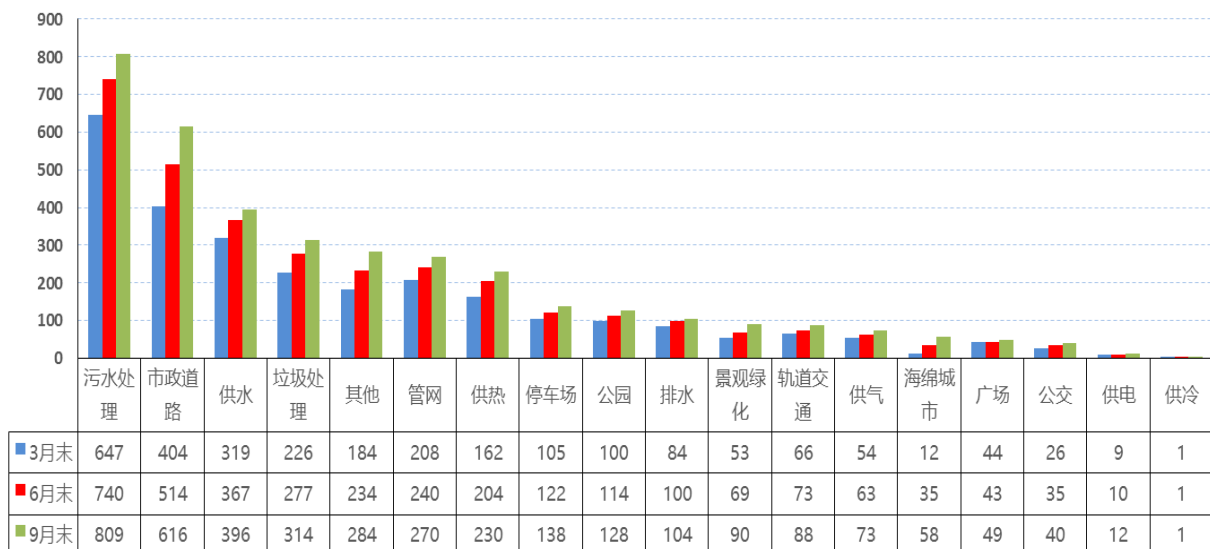
2016 年 9 月 24 日,财政部公布《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》,进一步规范 PPP 项目的财政管理,在识别论证、采购管理、预算管理、项目资产管理、监督管理等几个方面对相关部门进行严格要求。

2016 年 10 月,财政部等五部门联合发布《关于进一步鼓励和引导民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业的意见》,要求加大对民间资本的信贷支持,支持供水、燃气、供热、污水、排水、垃圾处理企业参与电力建设,降低用电成本,要求从价格、收费、财税等方面完善民间资本的支持。

2016 年 10 月,财政部发布《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》,要在垃圾处理、污水处理等公共服务领域,各地新建项目要“强制”应用 PPP 模式要求强制推广 PPP 模式。

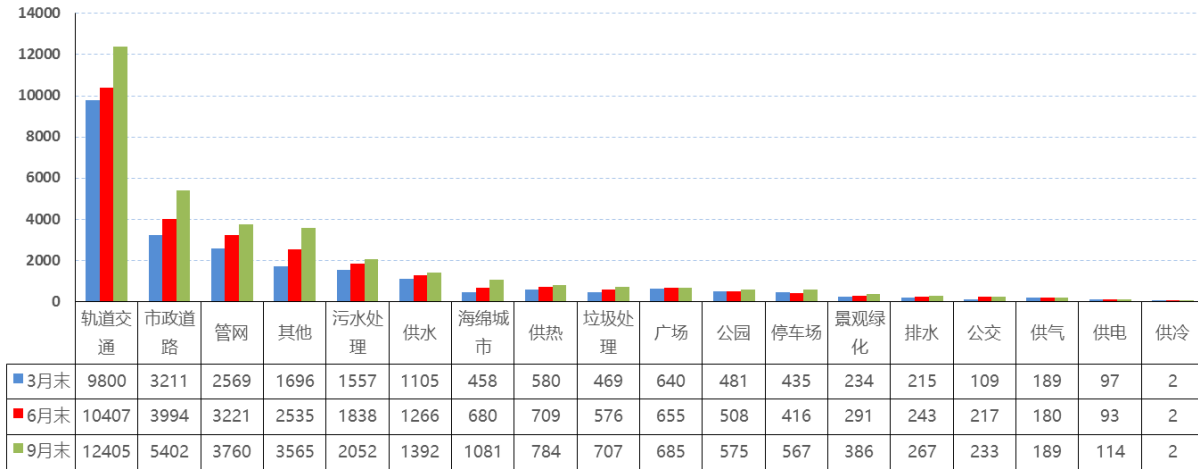
市政工程项目是 PPP 项目的重要组成部分,市政工程中的水务与垃圾处理项目模式成熟,现金流好,是最适合推广 PPP 模式的行业之一。从财政部 PPP 项目三季报的情况来看,市政工程项目总计 3700 个,合计 3.42 万亿。其中,污水处理、市政道路、供水、垃圾处理项目个数占比较大,合计占比个数达到 57.7%,轨道交通、市政道路、管网投资额较大,合计占比达到 63.1%。

图 14 市政工程项目分布(个数)



资料来源：财政部、中国中投证券研究总部

图 15 市政工程项目分布 (金额, 亿元)



资料来源：财政部、中国中投证券研究总部

从财政部示范项目库的情况可以看出，未来污水处理，垃圾处理以及管网将成为 PPP 项目的重要组成部分。PPP 项目对于上市公司资金要求高，公司作为四川省地方水务平台，信用良好，融资成本低，可以借助 PPP 项目迅速扩大收益。同时公司具有污水处理和供水等多年经验，国企背景带来的地方政府关系优势，以及作为地方政府融资平台的优势也将为公司后续承接 PPP 项目打下坚实的基础。

目前公司已经中标两个 PPP 项目，其中宁夏宁东项目为财政部第二批示范项目，其示范作用较强。且该项目为工业污水处理领域的 PPP 项目，表明公司已经具备进入工业污水处理领域的的能力。

表 9 公司 PPP 项目情况

项目名称	投资额	合作期	公司股权占比
江苏沛县供水 PPP 项目	15.04 亿元，每年 15481.74 万元经营流入	30 年(含建设期 3 年)	90%
宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目	已建成部分 40773.93 万元，在建部分在完工后以资产评估结果的 60%溢价 5%注入，总投资约 10.95 亿	30 年	与重庆建工联合中标，公司占比 59%

资料来源：中国中投证券研究总部

同时，在我国环境治理由污水处理转入水环境综合治理的大背景下，黑臭河治理，水环境综合治理将成为水环境治理的热点项目。这些项目将多数采用 PPP 模式，公司拥有多年污水处理和污泥处置经验以及管网建设等工程资质，有望借助地方政府关系优势以及资金优势，切入水环境综合治理领域，承接更多 PPP 项目。

六、盈利预测

我们按照如下假设预测公司利润：

- (1) 公司污水和供水业务虽然产能不断增大，但由于并不是一直满产，我们按照成都地区污水和供水过去的自然增长率来预测未来业绩的增长；
- (2) 公司污泥和渗滤液业务暂时不会有新的项目投运，总体保持稳定；
- (3) 公司垃圾焚烧 2 各项目分别在 2016 年底和 2017 年底投运，投运后能够达到满产，毛利率为行业平均水平；
- (4) 暂不考虑公司的外延并购。

表 10 公司盈利预测

业务板块		2015	2016E	2017E	2018E
自来水供应	销售收入(百万)	1796.94	1905.30	2019.61	2322.56
	增长率(%)	10.55%	6.03%	6.00%	15.00%
	毛利率(%)	43.86%	44.00%	44.00%	44.00%
污水处理服务及管网工程	销售收入(百万)	1076.25	1183.88	1302.26	1432.49
	增长率(%)	25.70%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	44.12%	44.00%	44.00%	44.00%
渗滤液、污泥、中水业务	销售收入(百万)	189.29	189.29	189.29	189.29
	增长率(%)	-6.51%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)	17.43%	17.50%	17.50%	17.50%
垃圾焚烧	销售收入(百万)	0.00	0.00	176.00	286.00
	增长率(%)	--	--	--	62.50%
	毛利率(%)	--	--	40.00%	40.00%
合计	销售收入(百万)	3,062.49	3687.17	4230.33	3278.46
	增长率(%)	12.40%	12.47%	14.73%	7.05%
	毛利率(%)	42.32%	42.47%	42.45%	42.54%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我们认为公司作为成都地方融资平台，主营水务业务稳健发展，多元产业链布局污泥，垃圾渗滤液，垃圾焚烧，中水回用等领域，作为国企改革试点资产注入预期强烈，融资成本低，切入 PPP 项目带来业绩稳健增长。预计公司 16-18 年 EPS0.33/0.39/0.45 元，对应 PE19/16/14 倍，强烈推荐。

七、 风险提示

(1) 项目进度不达预期：公司正在建设多个项目，如果项目落地速度不达预期，将会拖累公司的业绩释放，导致公司业绩不达预期；

(2) PPP 项目风险：公司开展 PPP 项目，需要较大的资本金投入，如果 PPP 项目回报不及预期，会对公司的现金流和收益产生影响；

(3) 毛利率下行风险：公司业务对精细管理有很高的要求，如果扩张过快造成毛利率下行，将会影响利润释放。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3305	3912	5396	7020
现金	2486	3085	4490	5999
应收账款	465	517	597	680
其它应收款	48	36	41	47
预付账款	30	92	63	69
存货	164	168	192	212
其他	113	13	13	13
非流动资产	10897	10639	10482	10358
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5590	6404	6579	6435
无形资产	2560	2760	3008	3317
其他	2746	1476	894	607
资产总计	14202	14551	15877	17379
流动负债	3155	2618	2875	3175
短期借款	40	0	0	0
应付账款	1171	999	1240	1531
其他	1945	1619	1635	1644
非流动负债	2732	2736	2756	2708
长期借款	1059	1045	1057	1054
其他	1672	1690	1698	1653
负债合计	5887	5353	5631	5883
少数股东权益	108	124	144	170
股本	2986	2986	2986	2986
资本公积	1780	1780	1780	1780
留存收益	3432	4310	5342	6569
归属母公司股东权益	8207	9076	10105	11329
负债和股东权益	14202	14554	15880	17382

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1334	510	1793	1904
净利润	852	1009	1176	1380
折旧摊销	395	421	475	503
财务费用	119	-24	-67	-127
投资损失	-77	-25	-45	-55
营运资金变动	18	-879	207	180
其它	27	8	47	22
投资活动现金流	-1586	-186	-268	-319
资本支出	1634	0	0	0
长期投资	-62	0	0	0
其他	-13	-186	-268	-319
筹资活动现金流	596	275	-121	-76
短期借款	40	-40	0	0
长期借款	160	-14	12	-3
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-14	0	0	0
其他	410	329	-134	-73
现金净增加额	345	599	1405	1509

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3062	3278	3687	4230
营业成本	1767	1886	2122	2431
营业税金及附加	36	34	39	45
营业费用	91	93	105	123
管理费用	202	207	233	267
财务费用	119	-24	-67	-127
资产减值损失	47	36	38	39
公允价值变动收益	-18	-3	-3	-4
投资净收益	77	25	45	55
营业利润	860	1068	1260	1504
营业外收入	129	122	124	124
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	989	1189	1383	1627
所得税	137	179	208	247
净利润	852	1009	1176	1380
少数股东损益	28	16	20	26
归属母公司净利润	825	994	1155	1355
EBITDA	1374	1465	1668	1880
EPS (元)	0.28	0.33	0.39	0.45

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	12.4%	7.1%	12.5%	14.7%
营业利润	6.3%	24.1%	18.0%	19.4%
归属于母公司净利润	9.6%	20.5%	16.3%	17.3%
获利能力				
毛利率	42.3%	42.5%	42.4%	42.5%
净利率	26.9%	30.3%	31.3%	32.0%
ROE	10.0%	10.9%	11.4%	12.0%
ROIC	10.7%	10.2%	12.3%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	41.5%	36.8%	35.5%	33.8%
净负债比率	20.28%	29.36%	26.72%	24.32%
流动比率	1.05	1.49	1.88	2.21
速动比率	0.99	1.43	1.81	2.14
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.23	0.24	0.25
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	1.66	1.74	1.90	1.75
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.33	0.39	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.17	0.60	0.64
每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.04	3.38	3.79
估值比率				
P/E	22.45	18.63	16.02	13.67
P/B	2.26	2.04	1.83	1.63
EV/EBITDA	13	12	11	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐闯,中国中投证券研究总部环保与公用事业高级分析师,中南财经政法大学投资学硕士,拥有工科、财务、投资复合背景,专注于电力、天然气、节能环保等行业研究。

罗文,中国中投证券研究总部环保与公用事业行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

宣宜昊,环保与公共事业分析师,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434