

# 兴蓉环境 (000598) \公用事业

## ——西部水务龙头加快投资步伐，拓展固废业务

### 投资要点:

#### 公司是成都水务平台

业务包括自来水的生产和供应、污水处理、供排水管网建设以及垃圾焚烧等，其中自来水及污水为最重要业务，业务模式为运营，16年毛利占比90%。业绩平稳增长，17年上半年实现营收17.40亿元，归母净利润4.54亿元。

#### 本地整合+异地拓展，地方平台加快投资步伐

目前几乎全部的业绩来自于成都市，16年开始公司依靠资金及运营优势，本地整合+国内PPP+“一带一路”，加快投资步伐。17年本地收购水六厂B厂（40万吨/日），中标温江区PPP项目（10亿元），16年中标合计27亿元异地PPP项目，拟投资巴基斯坦2000吨/日垃圾焚烧项目。截至16年底，在建工程金额为41.93亿元，占（固定资产+无形资产+长期应收款）总和的43.5%，未来随着在建工程转固，将给公司带来较大的业绩增量。目前公司负债率45.9%，仍有投资潜力。

#### 随着产能逐渐投产，业绩稳健增长

供排水产能逐渐投产，16年底污水三四五八水厂提标扩容项目投产，自来水七厂二期预计17年投产。且年初污水结算价格由1.53元/吨上涨至1.63元/吨。17年初万兴2400吨/日垃圾焚烧厂开始试运行，在建垃圾焚烧厂1500吨/日，筹建2000吨/日。目前垃圾渗滤液运营规模2300吨/日，污泥处理能力400吨/日，中水规模30万吨/日，污泥处理及中水处理具备较大的潜力。

#### 给予“推荐”评级

预计公司17-19年归母净利润为9.63、11.49及13.29亿元，EPS分别为0.32、0.39及0.45元，市盈率分别为18、15及13倍，维持“推荐”评级

#### 风险提示

项目推进不及预期；毛利率下行风险；水源水质发生大的变动

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3062.49	3058.34	3810.00	4470.00	5041.00
增长率（%）	12.42%	-0.14%	24.58%	17.32%	12.77%
EBITDA（百万元）	1497.08	1546.80	1783.92	2101.09	2398.51
净利润（百万元）	824.73	874.22	963.10	1149.53	1329.09
增长率（%）	9.67%	6.00%	10.17%	19.36%	15.62%
EPS（元/股）	0.276	0.293	0.323	0.385	0.445
市盈率（P/E）	20.93	19.74	17.92	15.02	12.99
市净率（P/B）	2.10	1.93	1.76	1.60	1.45
EV/EBITDA	12.23	13.10	11.90	10.26	9.01

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:

推荐

当前价格:

5.78元

目标价格:

元

### 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）	17,260
每股净资产（元）	3.19
资产负债率（%）	44.12
一年内最高/最低（元）	6.36/5.24

### 一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号: S0590513090001

电话: 0510-85605730

邮箱: mabd@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《兴蓉环境 (000598) \公用事业行业》  
《17年营收高增长比较确定，未来发展空间广阔》
- 《兴蓉环境 (000598) \公用事业行业》  
《业绩符合预期，垃圾发电投产业绩有望提速》

## 正文目录

1.	<b>成都水务平台，规模西部领先，业绩稳健增长</b> .....	4
1.1.	成都水务平台，业务逐渐拓展至垃圾焚烧等环保领域 .....	4
1.2.	过去几年业绩稳定发展 .....	5
2.	<b>本地整合+异地拓展，地方平台加快投资步伐</b> .....	6
2.1.	深耕成都，积极推进成都全域供排水资源整合 .....	6
2.2.	PPP 打破地域垄断，国内环保产业市场空间巨大 .....	7
2.3.	公司依靠资金及运营优势，搭建大战略平台积极“走出去” .....	9
2.4.	16 年以来，公司积极进行异地拓展，并取得较大突破 .....	11
2.5.	积极推进海外拓展战略 .....	12
2.6.	公司投资步伐加快，未来业绩增长有望逐步显现 .....	13
3.	<b>内生外延，核心给排水业务持续增长</b> .....	14
3.1.	成都城区自来水使用量自然增长 .....	14
3.2.	扩容改造完成，污水成功调价 .....	19
3.3.	供排水管网工程建设为配套业务，占比较小 .....	23
4.	<b>一主多元，包含垃圾焚烧在内的环保业务是重要增长点</b> .....	24
4.1.	垃圾处理为重点拓展对象，在手项目保障确定性增长 .....	24
4.2.	渗滤液、污泥及中水等成都为主，规模较小潜力比较大 .....	25
5.	<b>关键假设与盈利预测</b> .....	28
5.1.	关键假设 .....	28
5.2.	盈利预测 .....	28
6.	<b>风险提示</b> .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程概述 .....	4
图表 2: 公司实际控制人是成都市国资委 (2017.6.30) .....	4
图表 3: 公司近几年营收情况 (亿元) .....	5
图表 4: 公司近几年归母净利润情况 (百万元) .....	5
图表 5: 公司近几年毛利率与净利率情况 .....	5
图表 6: 公司近几年期间费用率情况 .....	5
图表 7: 公司 2016 年收入组成 .....	6
图表 8: 公司 2016 年毛利组成 .....	6
图表 9: 成都市 2015 年用水量及污水处理量 .....	6
图表 10: 财政部 PPP 项目库中项目个数及金额 (个, 万亿元) .....	8
图表 11: 财政部 PPP 项目库中环保行业 16 年项目数量变化 .....	8
图表 12: 财政部 PPP 项目库中环保行业 16 年项目金额变化 (亿元) .....	9
图表 13: 公司过去几年每年经营活动产生的现金流量净额 (亿元) .....	10
图表 14: 公司近两年进行的对外合作 .....	10
图表 15: 公司承接的 PPP 项目内容 .....	12
图表 16: 公司近几年非流动资产变化情况 (亿元) .....	13
图表 17: 公司近几年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元) ...	14
图表 18: 公司近几年资产负债率水平 (%) .....	14
图表 19: 公司自来水特许经营区域 .....	15
图表 20: 公司自来水现有产能及在建产能 (万吨/日, 截至 2016 年末) .....	15
图表 21: 公司现有及在建自来水厂基本情况 (截至 2016 年末) .....	15
图表 22: 公司自来水产能及供水管网变化情况 (万吨/年, km, 16 年末包含沛县) ...	16

图表 23: 公司自来水处理运营数据 (万吨/年, 元/吨) .....	17
图表 24: 成都市自来水价格变化情况 (元/吨, 居民用水价格) .....	18
图表 25: 2016 年 1 月 1 日起成都市中心城区居民用水开始实行阶梯水价制度.....	18
图表 26: 公司自来水业务财务情况 (万元) .....	19
图表 27: 公司自来水业务未来预测 .....	19
图表 28: 公司污水处理现有产能及在建产能 (万吨/日) .....	20
图表 29: 公司现有及在建污水厂基本情况 .....	21
图表 30: 公司污水处理运营数据 (万吨/年, 元/吨) .....	22
图表 31: 公司污水处理运营业务财务情况 (亿元) .....	23
图表 32: 公司污水业务未来三年预测.....	23
图表 33: 兴蓉安科成立以来业绩情况 (百万元) .....	23
图表 34: 公司垃圾焚烧业务未来两年预测 .....	25
图表 35: 可再生能源公司历史财务数据.....	26
图表 36: 公司近几年中水处理量 (万吨) .....	27
图表 37: 可比公司估值比较 (2017/11/10) .....	28
图表 38: 财务预测摘要.....	29

## 1. 成都水务平台，规模西部领先，业绩稳健增长

### 1.1. 成都水务平台，业务逐渐拓展至垃圾焚烧等环保领域

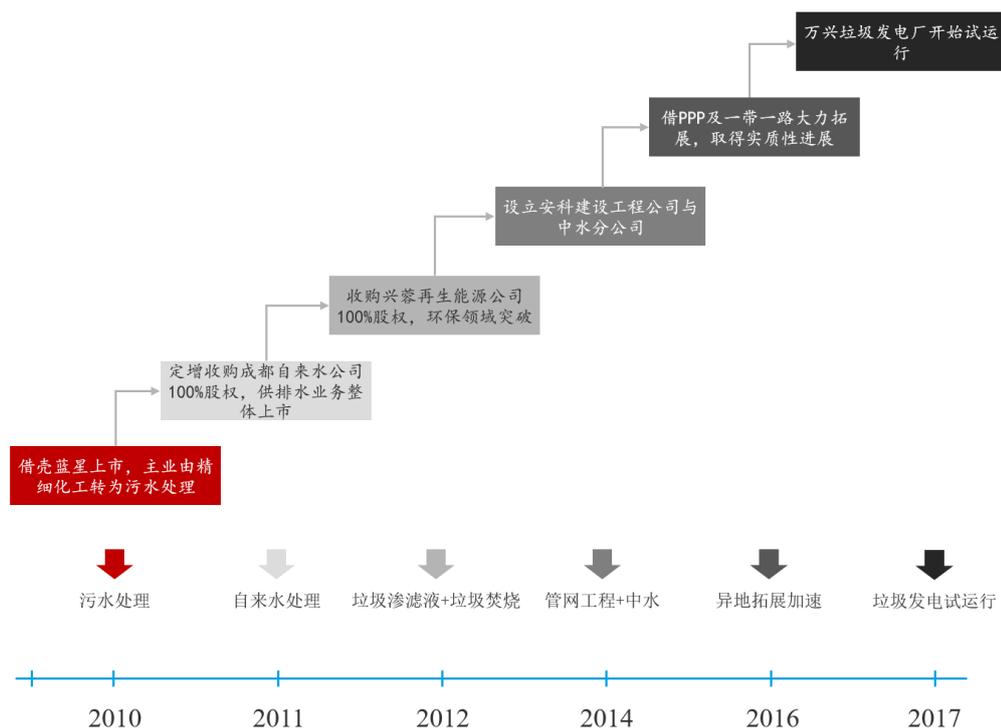
#### ➤ 以供排水为主，环保业务多元发展，业务模式以投资与运营为主

目前主要业务包括自来水的生产和供应、污水处理、供排水管网建设、垃圾渗滤液处理、污泥处置及中水处理等业务。主要业务模式为投资与运营。

#### ➤ 以成都市为核心，供排水规模为西部龙头

运营及在建的供排水规模超 600 万吨/日，其中几乎覆盖了全部的成都市中心城区。根据弗若斯特沙利文咨询有限公司的行业顾问报告，按供水及污水处理总设计的日处理能力计算，公司位列西部第一，全国第九。业务区域已覆盖成都、西安、兰州、银川、深圳、海南、沛县等地。

图表 1：公司发展历程概述

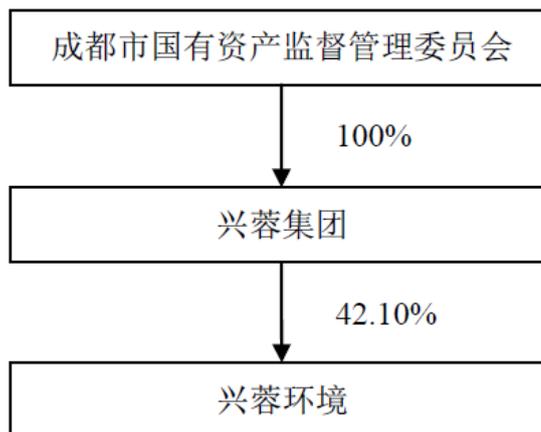


来源：公司公告，国联证券研究所整理

#### ➤ 实际控制人为成都市国资委

截至 2017 年 6 月 30 日，公司控股股东为成都市兴蓉集团有限公司，实际控制人为成都市国资委。

图表 2：公司实际控制人是成都市国资委（2017.6.30）



来源：公司公告，国联证券研究所

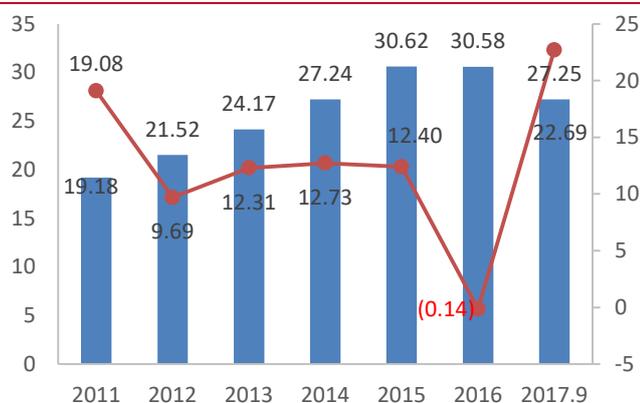
## 1.2. 过去几年业绩稳定发展

**营收稳健增长，正常年份年增长 10%左右。**公司 2011 年以来营业收入保持稳定增长，11-15 年每年增长率均保持在 10%左右或以上。2016 年实现营业收入 30.58 亿元，同比小幅下滑 0.14%，主要是由于受财税 2015 年[78]号文的影响，公司污水处理、垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水供应等业务开征增值税，营收受到影响。

**净利润稳中有升。**公司 11、12 年净利润增长相对较快，13 年以来净利润保持相对平稳。16 年归母净利润 8.74 亿元，同比增长 6.00%。毛利率小幅下滑，16 年为 41.95%。三费相对比较平稳，每年在 12%上下。净利率维持在 25%以上的水平，盈利能力强。

**业务以水务运营为主。**公司目前主要业务仍为给排水，其中收入占比达到 92%，毛利占比达到 96%。

图表 3：公司近几年营收情况（亿元）



来源：Wind 国联证券研究所

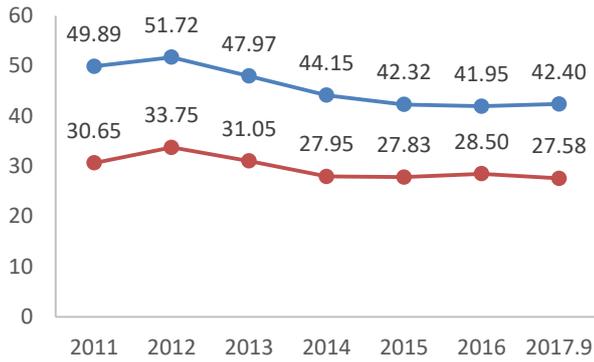
图表 4：公司近几年归母净利润情况（百万元）



来源：Wind 国联证券研究所

图表 5：公司近几年毛利率与净利率情况

图表 6：公司近几年期间费用率情况

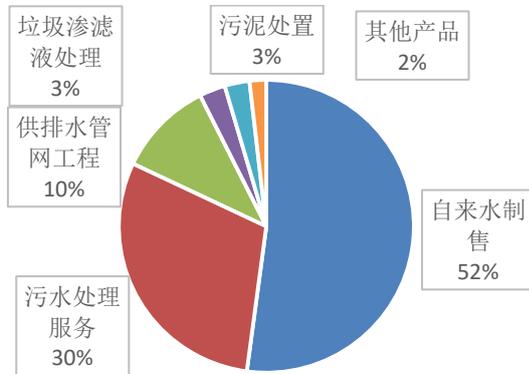


来源: Wind 国联证券研究所



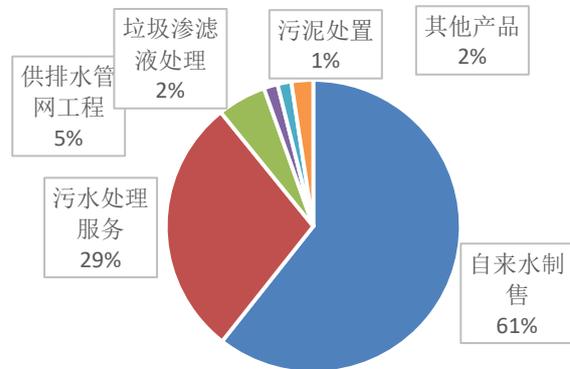
来源: Wind 国联证券研究所

图表7: 公司2016年收入组成



来源: Wind 国联证券研究所

图表8: 公司2016年毛利组成



来源: Wind 国联证券研究所

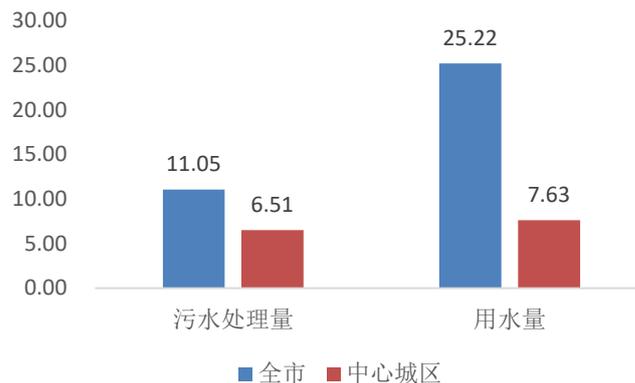
## 2. 本地整合+异地拓展, 地方平台加快投资步伐

### 2.1. 深耕成都, 积极推进成都全域供排水资源整合

目前成都市给排水业务为公司最主要的业务。公司目前具备成都市中心城区及天府新区成都直管区的自来水特许经营权, 以及中心城区污水特许经营权, 在成都市金堂县也有自来水业务。同时几乎全部的业绩也都来自于成都市。

成都市域市场空间较大。2015年成都市中心城区污水处理量仅占成都市全市的59%, 用水量更是只占30%, 中心城区之外的存量市场巨大。同时根据2017.6“成都治水十条”, 力争通过三年的努力, 成都市新增污水处理能力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。成都市新增空间巨大。

图表9: 成都市2015年用水量及污水处理量



来源：成都市统计局，国联证券研究所（用水量取自第二、三产业用水量及生活用水量之和）

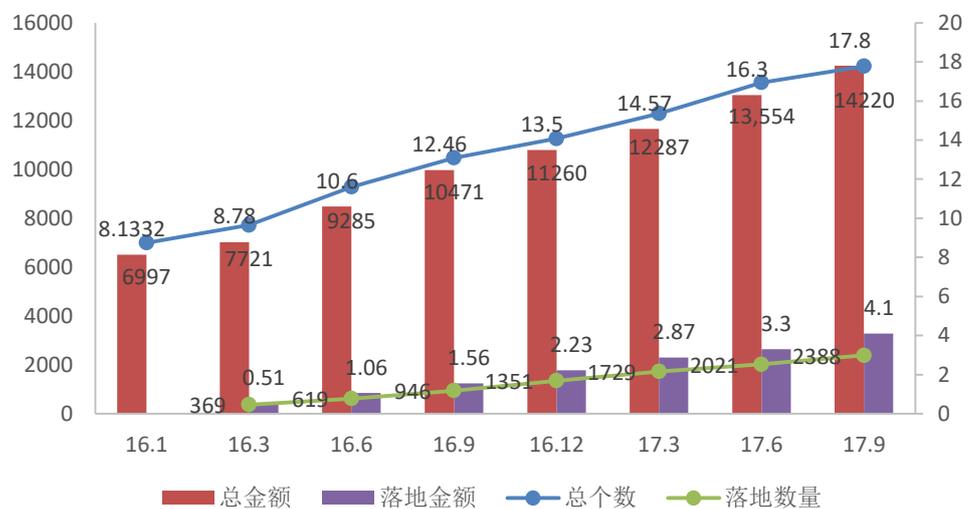
**公司积极推进成都全域供排水资源整合。**根据公司16年报，公司正积极开展郫县水务资源整合，争取郫县区域内的污水处理项目，与新津、新都等建立了对接机制，与简阳就天府国际机场供排水达成了合作意向，并积极争取天府新区垃圾发电项目、简阳垃圾发电项目、万兴垃圾发电项目二期等市域垃圾发电项目。**目前控股股东已经与郫都区政府签署《投资合作协议》**，拟在郫都区污水处理、自来水供应、水环境治理及供排水管网建设方面开展合作，由上市公司与郫都区政府下属公司成都市西汇投资有限公司以合资方式共同实施具体项目，近期合作范围包括郫都区供排水设施的投资、建设、运营或委托运营，供水管网的投资、建设和改造。**同时公司以联合体形式中标温江区排水基础设施PPP项目一期工程**，工程概算102,500.7763万元。未来公司推进成都市全域供排水资源整合值得期待。**控股股东与公司控股子公司成都自来水公司签订《水六厂B厂BOT项目资产转让框架协议》**。水六厂B厂BOT项目此前由威立雅-日本丸红联合体出资建设，为中国第一个BOT供水项目，产能为40万吨/日，2002年开始运营，今年8月10日即将到期，此后水厂资产将归属于成都市政府，此次签署协议属于成都市政府拟转让资产于公司控股股东兴蓉集团，具体将由公司子公司成都市自来水公司承接。水六厂B厂BOT项目，投资额1.056亿美元，协议水价为0.96元/吨。此前主要商业模式为公司采购水六厂B生产的自来水（中间经过成都市政府），经由公司的供水管网供给于客户，公司的成本为采购成本、管网维护费用等，收入为终端客户的水费，2016年采购成本约为1.3亿元。此次若成功收购，预计公司的收入将不会直接发生大的变化，而营业成本将由此前的采购成本降低为公司自主运营产生的成本，预计将会有所降低。由于此次转让价格未定，仍不好量化其影响，但是考虑到水六厂B厂已经运营约15年，资产折旧率较高，公司有望以较低的市盈率进行收购，使得公司短期内利润得到增厚。

## 2.2. PPP打破地域垄断，国内环保产业市场空间巨大

**PPP 模式有望打破地域垄断和所有制限制。**政府通过竞争机制择优选择合作伙伴，吸引各类社会资本参与项目的投融资、建设和运营等，并且鼓励有技术能力和管理经验的专业性企业通过兼并、收购，跨地域参与市场竞争，培育具有开拓国内外市场能力的大型市政公用服务企业，提高产业集中度。

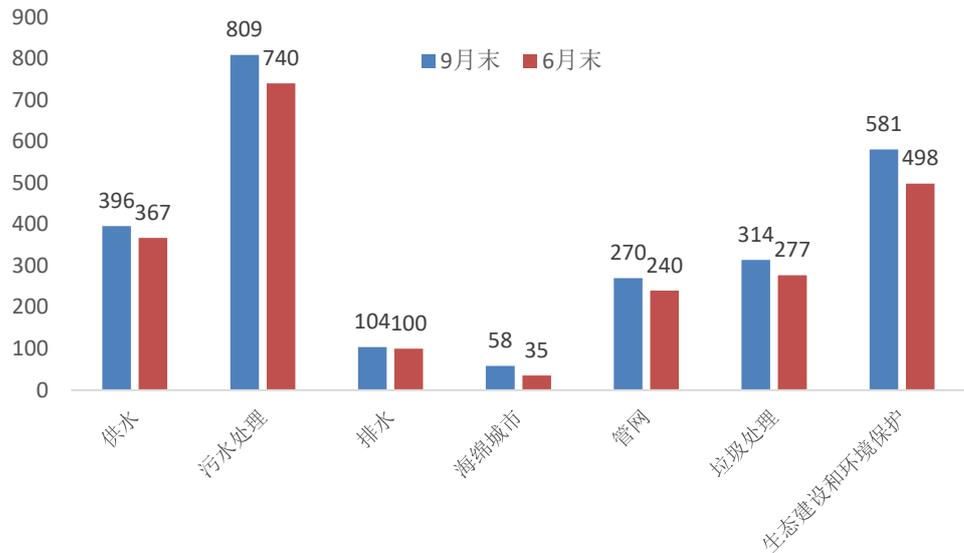
**市场存量空间大，并且仍在不断扩容。**截至 16 年 9 月末，财政部 PPP 项目库中供水、污水处理、管网、垃圾处理及生态保护类项目金额分别为 1392、2052、3760、707 及 5882 亿元，市场空间巨大，并且相比于 6 月份有较大的增量空间。而 PPP 项目总库也也比较快的速度持续扩容。

图表 10：财政部 PPP 项目库中项目个数及金额（个，万亿元）



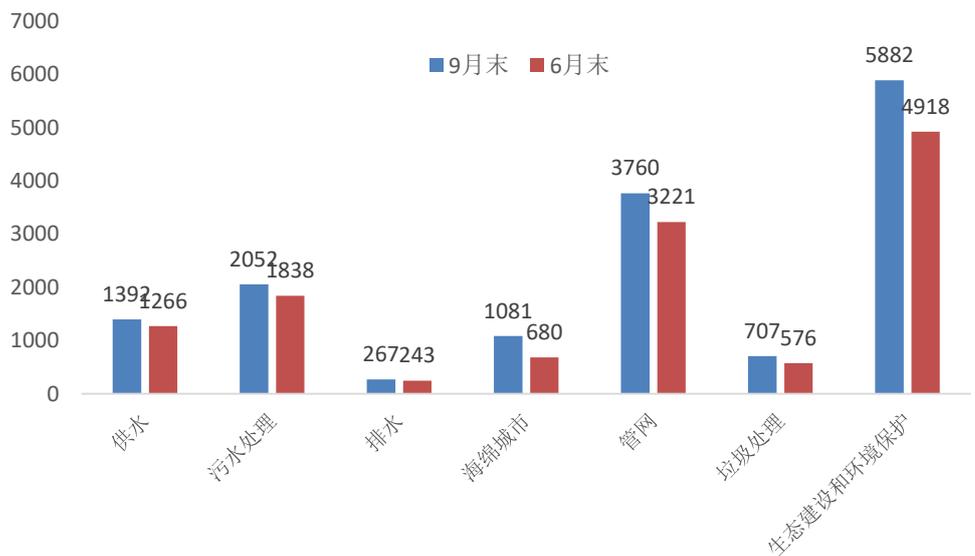
来源：财政部，国联证券研究所

图表 11：财政部 PPP 项目库中环保行业 16 年项目数量变化



来源：财政部，国联证券研究所

图表 12：财政部 PPP 项目库中环保行业 16 年项目金额变化（亿元）



来源：财政部，国联证券研究所

### 2.3. 公司依靠资金及运营优势，搭建大战略平台积极“走出去”

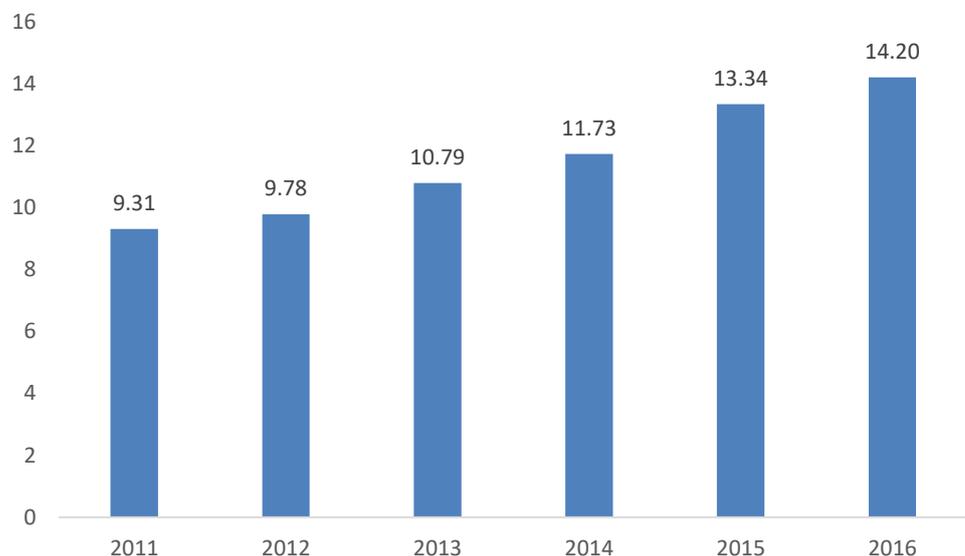
目前以运营为主业，经营性现金流稳定。公司 2011 年至今每年经营性现金流稳定增长，15 年为 13.34 亿元，16 年为 14.20 亿元，极其稳定的现金流为公司未来的再投资奠定基础。

融资方式多元，资金成本低。2015 年，公司成功发行 9 亿超短融，发行利率为 3.39%，同期同等级最低。另外获得国开基金对自来水公司 3.48 亿“明股实债”15 年投资，年化利率为 1.2%。同时 15 年 12 月公司主体信工等级从 AA+ 调升至 AAA 级。2016 年，公司发行 AAA 级 11 亿公司债，发行利率 2.95%，并发行 5 亿超短期融资

证券，发行利率 2.93%。

**运营管理经验丰富,全国第一梯队。**成都自来水公司已有七十多年供水运营经验,先后建成了水厂自动化控制系统、生产数据采集与监控(SCADA)系统、供水管网地理信息系统(GIS)、管网水力模型系统,形成了以生产运营为主线,覆盖水质预警和监测、水厂生产自动化控制、管网信息监测和分析的核心技术。这四大系统在国内同行业内均居领先水平,其中管网水力模型系统全国第一。成都排水公司有二十多年的运营管理经验,参与了国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002)的编制,并成为首批执行国家污水处理最高标准的公司,8年以来连续稳定达标运行,各项污染物排放指标达标率 100%。公司已连续 5 次被评为全国污水处理厂运营先进示范单位。

图表 13: 公司过去几年每年经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



来源: Wind 国联证券研究所

**搭建大战略平台,积极参与竞争。**公司 14 年以来,利用自身资金优势、技术管理优势与运营优势,以投资及后期运营的角色定位,持续与各大公司进行合作与签署战略合作协议,做大战略平台,积极进行异地及海外项目拓展。PPP 模式相较于单一的 BOT、TOT 等模式包含更广,是把很多项目打包在一起招标,例如一个 PPP 项目里面可以包含供水、排水、水环境治理等。公司可以有效利用资金利率低的优势,利用 PPP 模式,实现“走出去”发展战略。

图表 14: 公司近两年进行的对外合作

时间	合作方	合作形式	合作方简介	合作内容
17.2	中国恩菲工程	战略合作	前中国有色工程设	联合开展和推进垃圾焚烧发电、

	技术有限公司	作框架协议	计研究总院	水务处理等项目的前期营销、咨询设计、技术研究开发、工程建设等工作
16.10	重庆建工	联合中标 PPP	西部唯一拥有房屋建筑、公路工程施工总承包双特级资质	联合中标宁东基地 PPP 项目
16.8	中铁三局	战略合作协议	央企承包商	1、国内、海外的水务、环保领域基础设施项目； 2、双方认可的可合作的其他项目
16	中金丰德投资控股有限公司及浦华环保股份有限公司	战略合作协议	后者为新三板公司，水环境与生态服务商	共同拓展水质提标改造项目、污泥深度处理项目、城市雨洪管理及流域治理等综合性生态水环境项目
15.4	天翔环境	战略合作协议	成都上市公司	国内外环保节能装备产业市场
15.4	海天水务	战略合作协议	以环保能源、市政公用事业投资、建设、运营为主，兼营地产的多元化集团公司	供排水及固体废弃物综合处理业务市场
14.11	西南市政院	战略合作协议	西南地区市政设计龙头	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
14.11	都江堰拉法基水泥有限公司	合资公司	上市公司四川双马水泥股份有限公司控股的大型水泥厂	面向大成都市市域范围，进行水泥窑协同处置污泥业务
14.11	四川绿山生物科技	合资公司	成都市规模最大的蚯蚓生物处理污泥公司	以合营公司为实施平台开展成都市污泥处置业务
14.10	新加坡联合环境技术有限公司/中信环境技术有限公司	战略合作协议	新加坡上市公司，中信集团旗下环保平台	主要面向西安至成都一线以西地区市场，从事污水处理膜技术解决方案提供和设备、技术集成

来源：公司公告，国联证券研究所

## 2.4. 16 年以来，公司积极进行异地拓展，并取得较大突破

### 两个外地 PPP 项目已落地，实现业务区域与类型的突破

**16 年 8 月获得沛县供水 PPP 项目，实现华东区域的突破。**项目建设期三年，总投资约 15.04 亿元，其中项目公司注册资本为 4.512 亿元，公司预计持股 80-90% 股权，该项目能为项目公司每年带来 15481.74 万元的经营流入。

建设内容包括：新建 10 万吨/天的地表水厂、深度处理规模 20 万吨/天，供水、污水管网，水源地保护工程，13 个建制镇污水处理厂、供排水管网及农村饮水安全工程等。

16年10月获得宁东基地PPP项目，向工业污水延伸。本项目为财政部第二批PPP示范项目，项目包括已建成与在建两分子项目。

建成部分包括临河综合工业园区A区污水处理及中水回用厂一期工程、宁东基地核心区污水集送再利用一期工程、宁东能源化工基地排水管网工程。公司受让原水处理公司59%的股权，并向宁开投公司支付40,093.00万元人民币的转让价款；重庆建工受让原水处理公司1%的股权，并向宁开投公司支付680.93万元人民币的转让价款。

在建部分包括煤化工园区污水厂一期工程、化工新材料园区污水处理厂一期工程、南湖中水厂工程和南湖中水厂输配水管网工程。该部分资产将在工程建设完工验收后，以资产评估结果的60%溢价5%作为转让金额，通过产权交易所挂牌交易注入项目公司。

**图表 15：公司承接的PPP项目内容**

时间	名称	地点	中标价	项目内容
16.8	沛县供水 PPP 项目	江苏徐州	15.4 亿元	地表水厂、乡镇污水厂、市政管网
16.10	宁东基地水资源综合利用 PPP 项目	宁夏	4.08 亿元	工业园区污水厂、工业水厂、管网

来源：Wind 国联证券研究所

## 2.5. 积极推进海外拓展战略

公司正积极融入国家“一带一路”战略，现已成立境外投资发展部，坚持“能力所及、有利可图”的异地拓展原则，为奋力开拓国际水务环保市场而努力。

### 海外拓展已获得重大突破

16.12.5 与中国恩菲工程技术有限公司及中冶集团铜锌有限公司共同出资，就巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目依法在巴基斯坦设立合资公司。公司出资 49%。拉合尔市垃圾焚烧发电项目预计日处理城市生活垃圾 2000 吨

### 有望以此项目为基点，进一步拓展巴基斯坦市场

巴基斯坦潜在市场大：2014-2015 财年，巴基斯坦工业增长达 11.3%、基础设施建设投资同比增长达 27%（总额达 1.5 万亿卢比，约合 150 亿美金）。同时，巴基斯坦对外商投资的政策较好，不仅和当地投资者享有同等待遇，而且享受设备进口关税、初期折旧提存等优惠政策。通过前期调研，巴基斯坦政府有建设供排水及垃圾发电项目规划，但由于技术、资金等限制，项目实施进展缓慢；但巴基斯坦政府“量入为出”，按其政府财政资金预算，将项目分批实施，一旦此项目纳入年度预算，则具备财政支付的保障能力。

借助此垃圾焚烧发电项目与巴基斯坦建立良好的投资关系，将对后续开发该国多个潜在的、规模可观的供排水及固废项目产生积极影响。

合作伙伴中冶集团铜锌有限公司在当地经营多年。中冶铜锌是经商务部批准，中国冶金科工集团有限公司出资，投资对象以铜金、铅锌等有色矿藏为主的一家集开发、投资、建设、生产经营和管理为一体的混合型公司。目前，中冶铜锌全资或控股拥有子公司四家，有色矿山三座，中外员工近 2600 人，业务范围遍及巴基斯坦、阿富汗两国。主营业务：在巴基斯坦及其他国家或地区铅、锌、铜、金等金属矿产资源的开发、投资、运营、管理等

同时与中国恩菲工程技术有限公司优势互补，有望进一步拓展海外市场。中冶恩菲前身是中国有色工程设计研究总院，即原北京有色冶金设计研究总院，成立于 1953 年。中冶恩菲现隶属于中国冶金科工集团有限公司。经过六十多年的发展，中冶恩菲工程技术有限公司已发展成为国际化工程公司，形成工程一体化、新能源产业和资源开发三大业务领域。

中冶恩菲是国内垃圾发电设计建造领域的龙头企业，拥有强大的技术实力，并为公司的隆丰环保发电厂提供了设计方案。合作双方在境外垃圾焚烧发电项目领域，各具优势，相互借力、优势互补比较明显，对于公司在垃圾焚烧发电的扩张和提升行业影响力及竞争力方面具有战略意义。

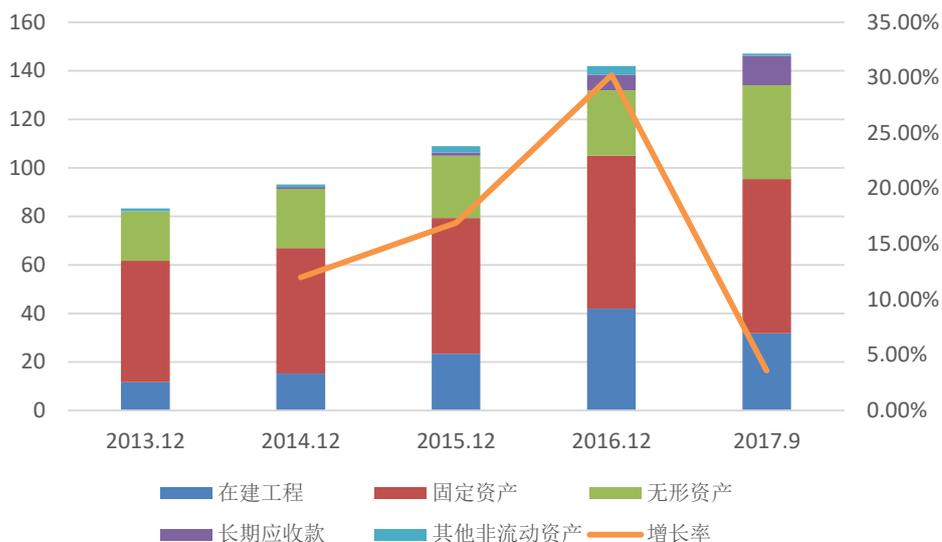
## 2.6. 公司投资步伐加快，未来业绩增长有望逐步显现

公司业务为重资产模式，需要前期投入大量资本，直接经营性资产主要体现为固定资产（自有），无形资产（无保底的 BOT 等类业务资产）及长期应收款（有保底的 BOT、BT 等类业务资产）。

公司 2016 年加大投入力度，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 27.12 亿元，大幅高于 13-15 年，投资步伐加快。同时 16 年非流动资产达到 142 亿元，同比增长 30%，大大高于此前 13-14 年每年十几个百分点的增长速度，其中截至 16 年底，在建工程金额为 41.93 亿元，占（固定资产+无形资产+长期应收款）总和的 43.5%，未来随着在建工程转固，将给公司带来较大的业绩增量。

公司近几年负债率有所提升，但 2016 年底的 45.9% 相对来说仍有较大的投资潜力，公司仍有继续资本投入的能力，同时随着国内水务资产资产证券化及 PPP 项目资产证券化的推进，公司有望进一步发挥资本潜力，加大投入保持未来持续的较快增长。

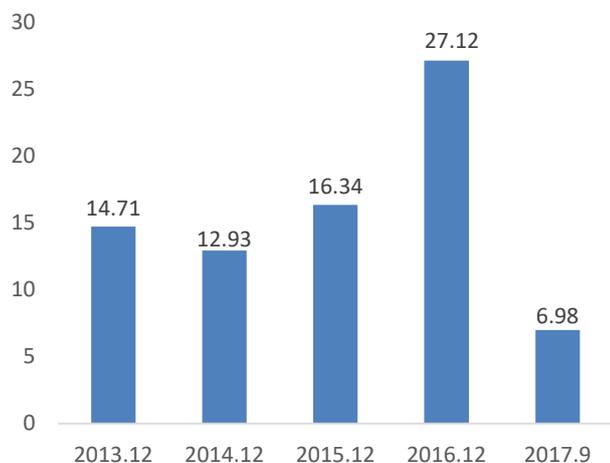
**图表 16：公司近几年非流动资产变化情况（亿元）**



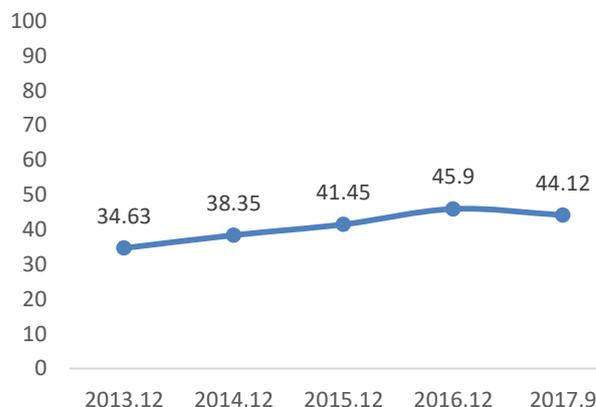
来源: Wind 国联证券研究所

图表 17: 公司近几年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)

图表 18: 公司近几年资产负债率水平 (%)



来源: Wind 国联证券研究所



来源: Wind 国联证券研究所

### 3. 内生外延，核心给排水业务持续增长

#### 3.1. 成都城区自来水使用量自然增长

目前公司自来水业务主要业务区域分别是成都市区、成都市金堂县及海南文昌市，及 16 年下半年获得的沛县 PPP 项目，其中成都市为主，拥有成都市中心城区及郫县 30 年自来水供应特许经营权、成都天府新区直管区 30 年供水特许经营权。

在建产能占已运营产能 24%，保障未来的需求增长。包含沛县的情况下，目前

运营及在建的产能 309.8 万吨/日，运营产能 251.8 万吨/日，在建产能 60 万吨/日。

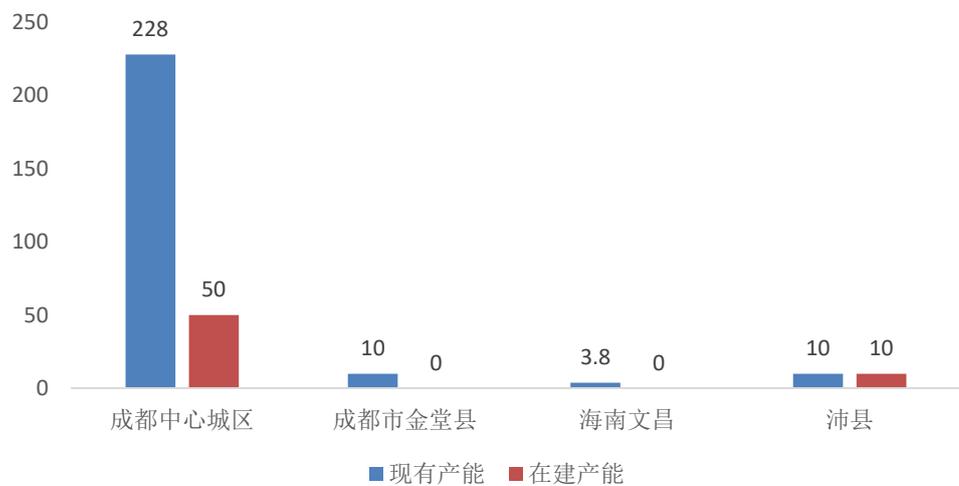
成都自来水公司提供成都中心城区所有的自来水供水产能。公司 2010 年拥有成都市中心城区供排水特许经营权。15 年 5 月获得天府新区直管区特许经营权，特许经营权协议项下的特许经营区域范围为成都天府新区直管区（564 平方公里，不包括协议签订之日时双流岷江水厂的供水服务范围）。

图表 19：公司自来水特许经营区域

特许经营区域	开始时间	期限（年）
成都市中心城区	2010.7.1	30
天府新区（成都直管区）	2015.5.28	30
郫县	2010.7.1	30
金堂县	2011.10.30	30
文昌市清澜区	1991.4	70
沛县供水区域	2016	30

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 20：公司自来水现有产能及在建产能（万吨/日，截至 2016 年末）



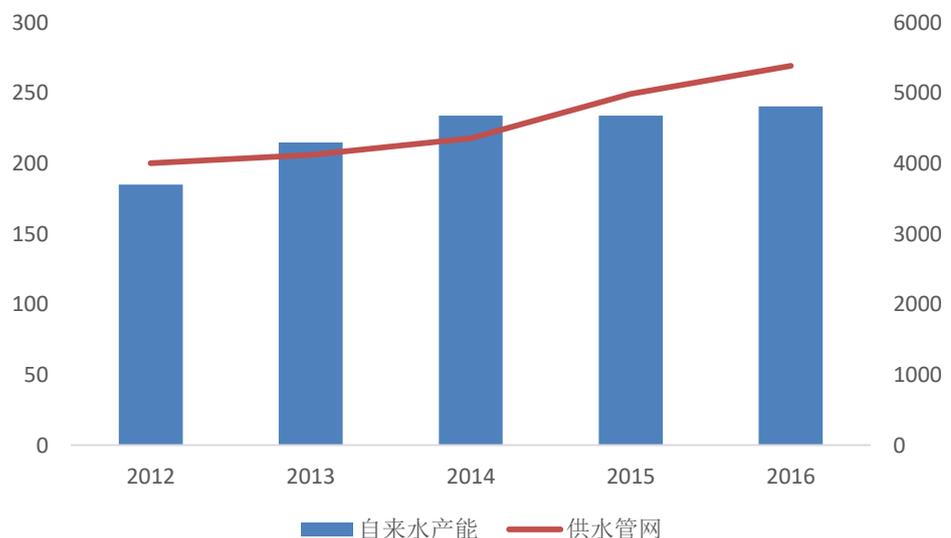
来源：公司公告，财政部，国联证券研究所整理

图表 21：公司现有及在建自来水厂基本情况（截至 2016 年末）

名称	地点	规模(万吨/日)	状态
自来水二厂	成都地区	23	1957 年开始运行
自来水五厂	成都地区	15	1978 年开始运行
自来水六厂	成都地区	140	1990/2010 年开始运行
自来水七厂一期	成都地区	50	2013 年开始运行
七厂二期	成都地区	50	厂区施工作业进入主体实施阶段
金堂沱源水厂	成都市金堂县	4	1997 年开始运行
沱源公司第二自来水厂项目	成都市金堂县	6	运行调试
清澜水厂一期及二期	海南文昌	1.8	1993 年开始运行
清澜水厂三期扩建	海南文昌	2	运行调试
沛县供水厂	江苏沛县	10	2016 年收购, 已运行
沛县供水厂二期	江苏沛县	10	在建/筹建
合计-运行		249.8	
合计-在建		62	
合计		311.8	

来源: 公司公告, H 股申请资料集, 财政部, 国联证券研究所整理

图表 22: 公司自来水产能及供水管网变化情况 (万吨/年, km, 16 年末包含沛县)



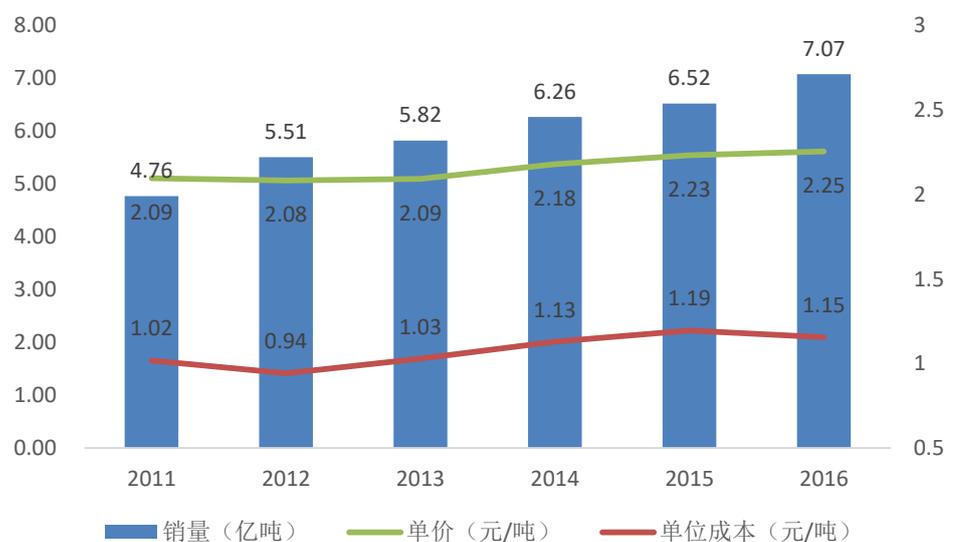
来源: 公司公告, 国联证券研究所

自来水业务增长主要来自于增加新的服务区域及现有服务区域的销量增长。公司 2015 年 5 月增加了天府新区 (成都直管区) 特许经营, 2016 年底增加沛县供水区域特许经营。但考虑到七厂 (二期) 尚未建成, 目前天府新区 (成都直管区) 供水覆盖区域较小, 沛县水厂年底才正式接受, 影响不大, 可以认为过去几年销量的增长主要来自于现有服务区域的销量增长。

公司自来水销量自然增长率 6.46%。12 年开始至 2016 年，公司自来水销量年复合增长率 6.46%。公司 2017 年上半年实现自来水销售 36280 万吨/日，同比增长 8.30%，假设公司 2017 年全年自来水增长 8.30%，全年销售量 7.66 亿吨。

由于公司 15 年获得天府新区自来水特许经营权，七厂二期 50 万吨/日的产能部分供应天府新区（成都市中心城区南部片区及天府新区直管区），天府新区发展较快，且投产后预计将可以覆盖更大的区域，所以预计七厂二期投产后（预计 17 年底投产）公司自来水销售量增长率可能会突破目前的 6.46% 左右的自然增长率，我们 18 年预计公司自来水销售量增长 10%，全年自来水销售量 8.42 亿吨。

图表 23：公司自来水处理运营数据（万吨/年，元/吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

收购水六厂 B 厂后公司收入不受影响，将降低公司自来水业务成本。控股股东与公司控股子公司签订《水六厂 B 厂 BOT 项目资产转让框架协议》暨关联交易。

水六厂 B 厂 BOT 项目此前由威立雅-日本丸红联合体出资建设，为中国第一个 BOT 供水项目，产能为 40 万吨/日，2002 年开始运营，特许经营运营期为 15.5 年，今年 8 月 10 日即将到期，此后水厂资产将归属于成都市政府，此次签署协议属于成都市政府拟转让资产于公司控股股东兴蓉集团，具体将由公司子公司成都市自来水公司承接。

水六厂 B 厂 BOT 项目，投资额 1.056 亿美元，协议水价为 0.96 元/吨。此前主要商业模式为公司采购水六厂 B 生产的自来水，经由公司的供水管网供给于客户，公司的成本为采购成本、管网维护费用等，收入为终端客户的水费，2016 年采购成本约为 1.3 亿元。此次若成功收购，预计公司的收入将不会直接发生大的变化，而营业成本将由此前的采购成本降低为公司自主运营产生的成本，预计将会有所降低，假设此前水六厂 B 厂 BOT 项目毛利率与公司自身自来水毛利率水平相当约 50%，则粗略估计此次收购将给公司带来每年自来水业务成本降低 6500 万元左右。由于此次转让

价格未定，仍不好量化其影响，但是考虑到水六厂 B 厂已经运营 15.5 年，资产残值率较低，公司有望以较低的价格进行收购，使得公司短期内业绩得到增厚。

**图表 24：成都市自来水价格变化情况（元/吨，居民用水价格）**

时间节点	运营水费	水利工程水价	污水处理费	水资源费	终端价格	公司收入	公司原水成本
2010.6 前	1.14	0.21	0.8		2.15	1.35	0.21
2010.6.1 起	1.49	0.21	0.8		2.5	1.7	0.21
2011.1.1 起	1.74	0.21	0.9		2.85	1.95	0.21
2013.12.20 起	1.74	0.24	0.9	0.06	2.94	2.04	0.3
2015.1.1 起	1.74	0.24	0.9	0.08	2.96	2.06	0.32
2016.1.1 起	1.74	0.24	0.9	0.1	2.98	2.08	0.34

来源：公司公告，互联网资料，国联证券研究所

运营水费+水资源费为公司的收入，11-15 年水资源费上升导致成本与收入上升，公司运营水费未作调整。11 年开始原水成本逐渐提高，使得公司居民用水部分的自来水单位水量收入从 1.95 元/吨上涨至 2.06 元/吨，反应在公司的单位平均实际收入也从 2.09 元/吨上涨至 2.23 元/吨，基本上与水费价格上涨一致，但实际属于公司的运营水费价格未变化。

**图表 25：2016 年 1 月 1 日起成都市中心城区居民用水开始实行阶梯水价制度**

阶梯	水量 (m <sup>3</sup> /户表年)	终端水价 (元/m <sup>3</sup> )	城市供水运营水费 (元/m <sup>3</sup> )	水利工程水费 (元/m <sup>3</sup> )	水资源费 (元/m <sup>3</sup> )	污水处理费 (元/m <sup>3</sup> )
第一	0-216	2.98	1.74	0.24	0.1	0.9
第二	217-300	3.85	2.61	0.24	0.1	0.9
第三	301 以上	6.46	5.22	0.24	0.1	0.9

来源：公司公告，国联证券研究所

**16 年开始实行阶梯水价。**相比于 15 年的水价，基础水价不调整且为第一阶梯水价，第一、第二、第三阶梯水价分别按 1:1.5:3 的比例安排，且只计算城市供水运营水费。

从年报来看业绩几乎没有影响。公司 16 年单位水量平均收入 2.25/吨，较 16 年上涨 0.02 元/吨，与 16 年水资源费上涨 0.02 元/吨一致，阶梯水价对于公司实际收入没有影响。

几乎没有影响的原因是，户表用户比例有限，基础水价覆盖面比较广。

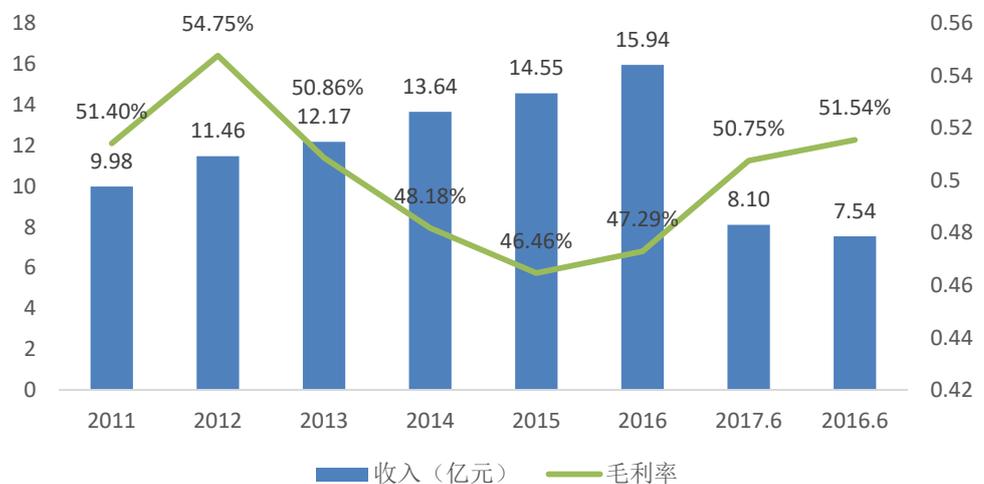
阶梯水价主要是针对户表用户，按照用户群体实施分类水价，合表居民用户和学校、养老福利机构等执行居民生活用水价格的非居民用户，暂执行第一阶梯价格。

由于第一阶梯覆盖 80% 以上用户，阶梯和第三阶梯用户占比较小，占自来水收入比重不大，阶梯水价的实施对公司营收影响较小。

毛利率下滑来自于原水成本上升，16年开始水资源费稳定后毛利率有望保持。

16年毛利率小幅回升，17年上半年同比小幅下降。公司自来水业务从12年开始有逐步下滑的趋势，16年上半年毛利率51.54%，相比于15年上半年50.93%有0.61个百分点的上升，16年全年毛利率48.78%，上涨2.32个百分点。长期来看，1、随着户表用户比例的提升，公司平均水价有望受益于阶梯水价的实施有部分提高，但户表比例可能提升较慢。2、六厂B厂的接手将有助于提升公司自来水业务的毛利率。3、七厂二期投产初期将给毛利率带来压力。估算公司17年自来水毛利率49.46%，假定18-19年毛利率与17年相同。

图表 26：公司自来水业务财务情况（万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 27：公司自来水业务未来预测

自来水预计	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量 (亿 m <sup>3</sup> )	6.52	7.07	7.66	8.42	9.01
销量增长率		8.44%	8.30%	10.00%	7.00%
单价 (元/吨)	2.231	2.254	2.254	2.254	2.254
收入 (亿元)	14.55	15.94	17.26	18.98	20.31
毛利率	46.46%	48.78%	49.46%	49.46%	49.46%

来源：Wind 国联证券研究所

### 3.2. 扩容改造完成，污水成功调价

公司污水运营业务主要由成都地区的成都市排水公司与其他地方的各项目公司从事。公司2016年年报显示目前拥有31座污水处理厂。

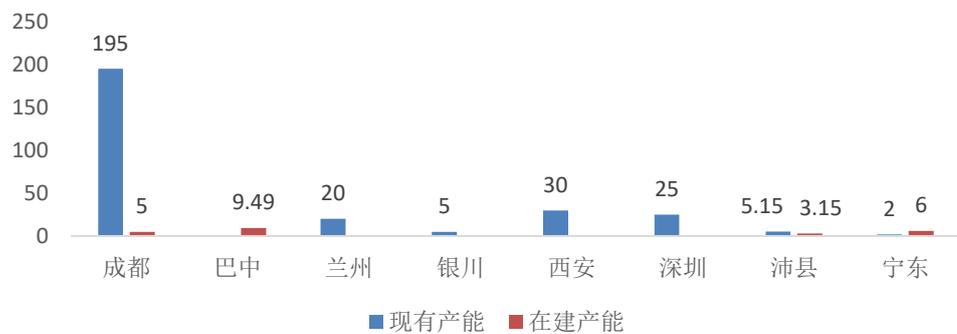
目前运营规模282.49万吨/日，在建/筹建规模17.64万吨/日，其中根据我们的统

计，2016年期间投产的产能37.5万吨/日，收购7.15万吨/日产能，总计增加运营产能44.65万吨/日。

运营的产能中，在成都市中心城区污水处理规模达到195万吨/日；在异地污水处理规模为80万吨/日，分别为兰州20万吨/日、银川5万吨/日、西安30万吨/日和深圳25万吨/日；以及16年中标的沛县PPP项目中现有产能13个建制镇共5.15万吨/日，宁东基地现有产能2万吨/日。

在建的产能中，巴中第二污水处理厂7.5万吨/日，高新区中和污水处理厂5万吨/日以及已建成但尚未通水的巴中经开区污水处理厂1.99万吨/日。以及16年中标的沛县PPP项目13个建制镇二期3.15万吨/日，宁东基地在建/筹建6万吨/日。

图表 28：公司污水处理现有产能及在建产能（万吨/日）



来源：公司公告，H股申请资料集，财政部PPP项目库，公开信息，国联证券研究所整理

**第一、第二污水处理厂完成拆除，营业外收入受到影响，营业收入增加。**2015年成都市第一污水处理厂已拆除，成都市第二污水处理厂于2016年9月正式关闭，并于12月30日与成都金融城公司完成了土地移交工作，完成拆除工作。15年及16年业绩计入营业外收入，项目为置换资产过渡期收益，15年及16年分别为1.03亿元及5095万元。16年下半年三四五八水厂改造项目通水，17年开始置换资产过渡期收益将降低为零。但对于公司而言，实际的污水处理总水量并不会因为拆除而减少，只是原属于第一、第二污水厂的污水处理量由其他的污水处理厂承担，营业外收入减少，营业收入得到增加。

**预计公司污水处理量持续稳健增长。**根据公司H股申报稿中成都市污水处理厂实际处理数据，可以发现公司在成都市的污水处理厂的的实际处理量13-15年复合增长率为16.8%，随着成都市雨污分流的进行，污水处理量增长速度可能有所放缓，反映在公司2016年污水处理量增长速度低于此前两年。我们保守估计成都市污水处理量增长10%每年。按照公司产能变化，假定三四五八污水厂9月份开始正常运行。其他地方按照比较保守的自然增长率5%，我们预计公司17、18、19年实际污水处理量分别为10.32、11.47、12.63亿吨/年。

**图表 29：公司现有及在建污水厂基本情况**

名称	地点	规模	状态
新建污水处理厂一期	成都	70	运行
新建污水处理厂二期	成都	30	运行
第三污水处理厂	成都	10	运行
第四污水处理厂	成都	10	运行
第五污水处理厂	成都	10	运行
第六污水处理厂	成都	10	运行
第七污水处理厂	成都	10	运行
第八污水处理厂	成都	10	运行
<b>高新区中和污水处理厂一期</b>	<b>成都</b>	<b>5</b>	<b>在建</b>
三四五八污水厂扩容改造	成都	35	运行
第六污水处理厂一步	银川	2.5	运行
第六污水处理厂二步	银川	2.5	运行
七里河安宁污水处理厂	兰州	20	运行
第一污水处理厂二期	西安	10	运行
第二污水处理厂二期	西安	20	运行
<b>经开区污水处理厂一期</b>	<b>巴中</b>	<b>1.99</b>	<b>在建</b>
<b>第二污水处理厂</b>	<b>巴中</b>	<b>7.5</b>	<b>在建</b>
龙华污水处理厂（二期）工程	深圳	25	运行
沛县 13 个建制镇污水处理厂	徐州沛县	5.15	运行
<b>沛县 13 个建制镇待建部分</b>	<b>徐州沛县</b>	<b>3.15</b>	<b>在建/筹建</b>
宁东基地建成部分	银川	2	运行
<b>宁东基地待建部分</b>	<b>银川</b>	<b>6</b>	<b>在建/筹建</b>
合计-运行		282.15	
合计-在建		23.64	
合计		305.79	

来源：公司公告，H 股申请资料集，财政部 PPP 中心，国联证券研究所

### 污水处理服务结算价格得到提升，直接带动公司业绩得到提升。

公司污水处理业务采用的是政府购买服务的特许经营模式，居民付污水处理费（包含在自来水价格中中的居民污水处理费）给政府，公司按照与政府约定的特许经营协议从政府获得污水处理服务费（污水处理服务结算价格）。

**此前居民污水处理费上调，但不直接影响公司营收。**成都市发展和改革委员会 16 年 9 月发布《关于调整中心城区污水处理收费标准的通知》（成发改价格[2016]661 号），对成都市中心城区城市管网用水户及成都市自来水有限责任公司、成都市排水有限责任公司在成都市供水、污水处理特许经营范围内用水户的污水处理收费标准进行调整，调整标准为：居民污水处理费收费标准由 0.9 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，非居民和特种行业污水处理收费标准暂不调整。污水处理费标准调整自 2017 年 1 月 1 日起执行，有效期 5 年。

**此次污水处理服务结算价格上调，将直接带动公司业绩提升。**公司现有成都城区污水处理服务业务处理单价为每三年核定一次，首期 09-11 年为 1.62 元/吨，第二期 12-14 年小幅下滑至 1.53 元/吨，第三期 15-16 年仍为 1.53 元/吨，今年 6 月份公司

收到《成都市财政局关于对中心城区污水处理服务费第三期结算价格核定的批复》，成都市中心城区污水处理服务第三期结算价格核定为 1.63 元/立方米，执行期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日。调整的原因主要是公司实施了第三、四、五、八污水处理厂扩能提标改造工程，在不新增用地、不停产条件下，提高了污水处理规模和处理质量。根据公司与成都市人民政府签订的《特许经营权协议》，污水处理费是按照成本加成公式确定。公司投资 12.8 亿元对三、四、五、八厂进行提标扩能改造，16 年下半年通水，符合临时性调整规定。此次调整将使得公司污水处理营收及毛利润均有较大幅度的提升。

过去几年毛利率逐渐走低，水价调整将有助于提升毛利率水平。

**成都市污水占比提升。**公司近几年来陆续在银川、西安及巴中等地方投资新的项目并逐步投运，异地项目的毛利率普遍低于成都地区，从而拉低了公司的整体毛利率。但是 16 年下半年成都市三四五八污水厂扩容改造项目有望正式投运，一方面提升了成都市污水处理业务在公司污水处理业务中占比有所提升，另一方面污水处理平均价也有望得到提升。

**15 年下半年开始增值税征收也影响了毛利率情况。**受财税 2015 年 [78]号文的影响，公司污水处理于 15 年 7 月起征增值税，增值税增加导致公司毛利率下降。16 年开始增值税征收情况延续 15 年下半年的情况，17 年开始，毛利率继续下降的增值税因素消失。

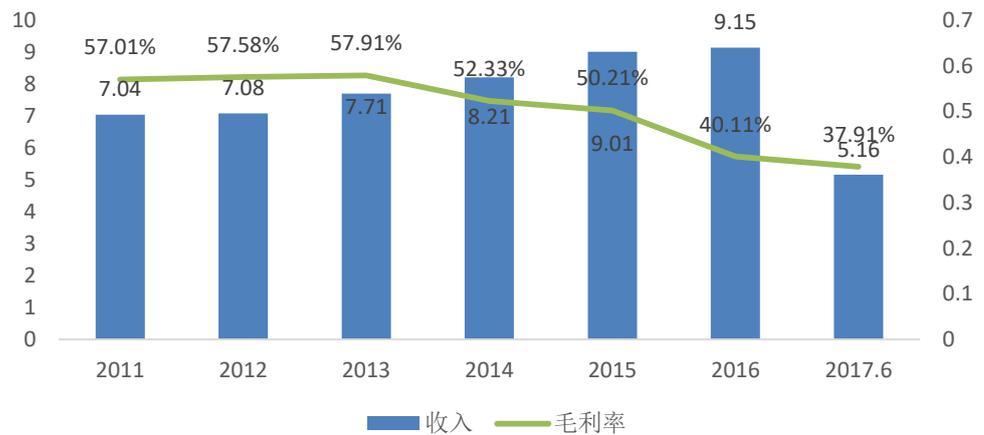
**17 年上半年污水毛利率 37.91%，下滑 7.57 个百分点，**主要由于三四五八水厂 16 年底投产，投产初期毛利率有所影响，预计随着污水来水量的逐步增加及污水处理装置的逐渐进入稳定状态，毛利率可以逐步回升。**我们推断公司 17、18、19 年毛利率分别为 38.11%、39.11%及 40.11%。**

图表 30：公司污水处理运营数据（万吨/年，元/吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 31：公司污水处理运营业务财务情况（亿元）



来源：Wind 国联证券研究所

图表 32：公司污水业务未来三年预测

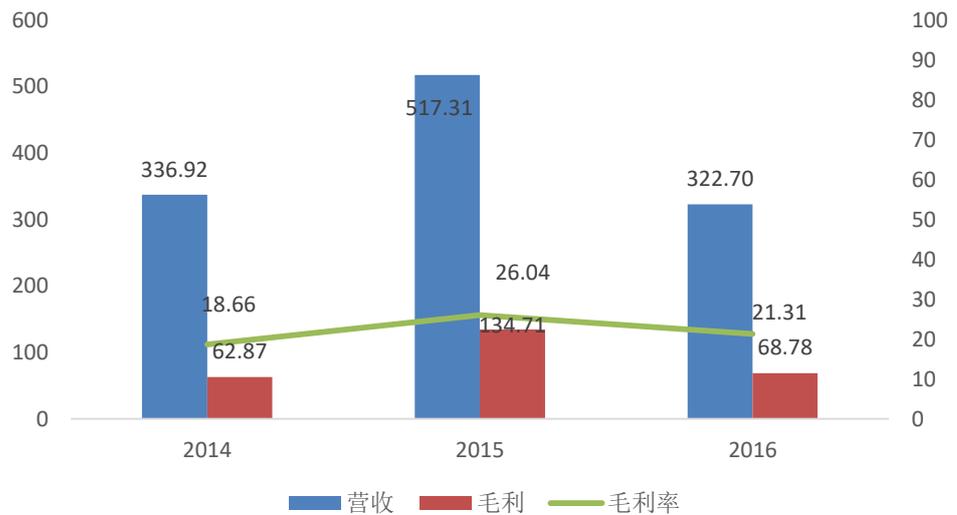
2015	2016	2017	2018	2019
7.72	8.20	10.20	11.20	12.18
1.17	1.12	1.19	1.19	1.19
9.04	9.15	12.15	13.34	14.51
50.21%	40.11%	38.11%	39.11%	40.11%
4.54	3.67	4.63	5.22	5.82

来源：Wind 国联证券研究所

### 3.3. 供排水管网工程建设为配套业务，占比较小

供排水管网工程业务主要由公司全资子公司兴蓉安科工程建设有限公司从事，2014 年从自来水公司存续分立出来，具有二级市政工程总承包资质及建筑工程施工总承包三级，主要从事供水管网及污水管网建设业务，目前利润贡献较小。

图表 33：兴蓉安科成立以来业绩情况（百万元）



来源: Wind 国联证券研究所

#### 4. 一主多元，包含垃圾焚烧在内的环保业务是重要增长点

##### 4.1. 垃圾处理为重点拓展对象，在手项目保障确定性增长

公司2012年以挂牌底价12351.00万元从兴蓉集团受让再生能源公司100%股权，主要从事垃圾发电与垃圾渗滤液处理业务。目前在手垃圾焚烧项目三个，其中成都市两个，巴基斯坦一个。

**17年年初已投产2400万吨/日产能，预计18年投产1500万吨/日产能。**

公司目前在手万兴垃圾发电与彭州隆丰垃圾发电项目，处理规模分别为2400吨/天与1500吨/天。万兴垃圾发电厂16年底开始试运行，隆丰垃圾发电项目预计17年底建成投运。

万兴垃圾焚烧发电项目是成都第四座垃圾发电项目，也是目前成都地区规模最大的垃圾发电项目，主要是针对处理成都市中心城区的垃圾，其日处理规模达2400吨，16年年底建成投运，由于成都市垃圾焚烧产能不够，我们预计万兴垃圾焚烧厂产能利用率比较高。根据万兴项目的《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；陈腐垃圾年度日均处理量在400吨以上，处理服务费单价为126元/吨。

隆丰垃圾发电项目是公司和兴蓉集团共同出资的项目，处理规模为1500吨/日，隆丰环保发电项目，场平工程于2016年4月开工、主体工程于10月开工，工程建设正加快推进。预计2017年年底建成投运。目前，该项目尚未签订正式的特许经营权协议。是成都市周边区县第一座垃圾处理厂。考虑到隆丰垃圾发电厂规模相比万兴电厂偏小，单位产能投资额更大，我们预计隆丰的垃圾处置费有望超过万兴项目。

**成都市垃圾焚烧发电仍有较大的新建空间。未来成都市全域将实现生活垃圾“零**

填埋”，公司垃圾发电业务力争在 2020 年达到总体处理规模为 1 万吨/日。公司年报中也表示将积极争取天府新区垃圾发电项目、简阳垃圾发电项目、万兴垃圾发电项目二期等市域垃圾发电项目。

**海外拓展获得突破性进展，项目投产将带来业绩增量。**

16.12.5 与中国恩菲工程技术有限公司及中冶集团铜锌有限公司共同出资，就巴基斯坦拉合尔市 40MW 垃圾焚烧发电项目依法在巴基斯坦设立合资公司。公司出资 49%。拉合尔市垃圾焚烧发电项目预计日处理城市生活垃圾 2000 吨。

17 年上半年垃圾焚烧发电业务实现营收 3772 万元，毛利率 23.4%，可能由于产能刚投产未达到正常运转水平等原因，估算正常运转后毛利率为 40.7%左右。

不考虑巴基斯坦的情况下，假设万兴项目与彭州项目发电量均为 280 度/吨，彭州项目垃圾处置费为 46 元/吨，垃圾焚烧业务毛利率逐渐回稳，预计公司 17、18、19 年垃圾焚烧收入分别为 1.91、3.20 亿元。

**图表 34：公司垃圾焚烧业务未来两年预测**

预计	2016	2017E	2018E	2019E
处理量 (万吨)	0	51.10	125.93	142.35
收入 (亿元)	0	1.17	2.87	3.25
毛利率	0	38.67%	39.67%	40.67%
毛利 (亿元)	0	0.45	1.14	1.32

来源：Wind 国联证券研究所

#### 4.2. 渗滤液、污泥及中水等成都为主，规模较小潜力比较大

**目前渗滤液处理规模 2300 立方米/日，第三期结算价格得到提升。**

2013 年底，渗滤液扩容项目竣工验收（1000 立方米/日），目前垃圾渗滤液处理规模为 2300 立方米/日，万兴环保发电厂项目渗滤液系统于 16 年 4 月中旬达到满负荷运行，但垃圾焚烧厂渗滤液收入包含在垃圾处理中，不计入单独的营收。

垃圾渗滤液处理具体结算价格由成都市财政局按照程序选聘会计师事务所核定，每三年核定一次，首期（2011 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日）垃圾渗滤液服务费单价为 122.48 元/立方米，第二期调整至 151.56 元/立方米，执行期间为 2014 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，2017 年成都市垃圾渗滤液处理服务第三期结算价格核定为 163.50 元/立方米。

**渗滤液业务盈利能力不强**

再生能源公司主要业务为垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电两部分，16 年之前垃圾焚烧发电项目仍处于建设期，再生能源公司业绩主要来自于垃圾渗滤液业务。垃圾渗滤液厂主要服务于一旁的政府垃圾填埋厂，由于垃圾填埋厂接近服务尾段，导致流入渗滤液厂的水量和水质不均匀，使得处理成本较高，并且毛利率波动较大，但总体上在 11%-24% 之间。第三期结算价格小幅提升（11.94 元/吨）将提升毛利率水平，我们预计毛利率水平将有望从 2016 年的 22.49% 提升至 29.72%。

图表 35：可再生能源公司历史财务数据



来源：Wind 国联证券研究所

### ➤ 污泥处理有较大增长空间

公司 2013 年 1 月与成都市水务局签订《成都市中心城区城市污水污泥处理服务特许经营权协议》

**现有产能 400 吨/日。**公司现有的污泥处置规模为 400 吨/日（成都市第一城市污水污泥处理厂，80%含水率），主要采用“半干化+焚烧”的工艺技术。

**在建产能 200 吨/日。**目前公司正积极推进第一城市污水污泥处理厂二期建设项目，规模为 200 吨/日。预计该项目建设完成后，600 吨/日的污泥处理规划仅能满足成都市第九污水处理厂 100 万吨/日污水处理后所产生的污泥。

**规划产能 500 吨/日以上。**公司目前三至八厂的污泥主要采取填埋。目前污水处理产能为 60 万吨/日，加上完成扩容改造的 35 万吨/日的产能，预计新增的污泥处理空间至少还有 500 吨/日。

目前公司正尝试多种污泥处理技术来进行污泥处理，包括水泥窑协同处置、蚯蚓生物堆肥及电厂协同处置等。

1、公司与都江堰拉法基水泥有限公司合资成立的成都兴蓉拉豪环保技术有限公司，公司持股 60%，目前正积极推进水泥窑协同处置项目，污泥处理规模为 300 吨/日。

2、公司与绿山公司尝试利用蚯蚓生物堆肥污泥处置技术尚在测试中，拟成立合资公司，公司持股 51%，处理污泥为 200 吨/日。

3、公司与国电成都金堂发电有限公司就利用电厂发电设备及蒸汽协同处置成都

市污水污泥事宜，签署了合作框架协议，初定污泥处理规模 400 吨/日。

**16 年开始污泥处理费得到提升。**根据 2013 年 1 月 11 日成都市水务局与公司下属子公司成都市排水有限责任公司签订的《成都市中心城区城市污水污泥处理服务特许经营权协议》，污水污泥处理服务的结算价格由市财政局按照程序选聘会计师事务所核定，每 3 年核定一次。根据 2016 年核定结果，公司中心城区污泥处理服务结算单由前期暂定的 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。

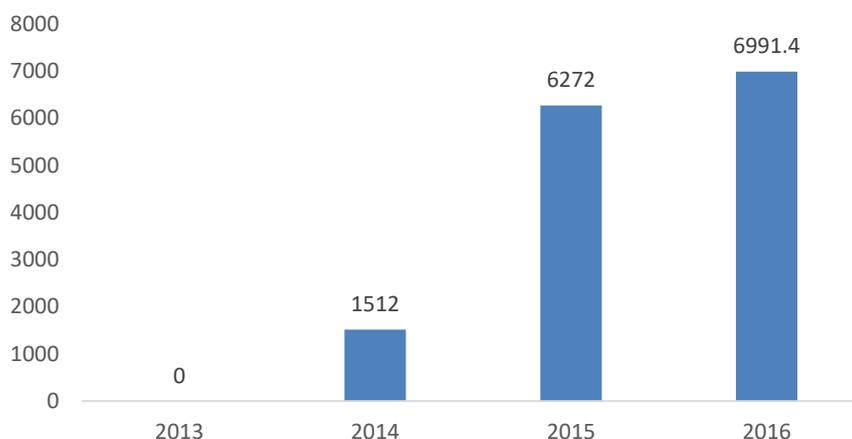
**未来具备较大潜力，目前污泥业务整体业绩贡献较小。**公司污泥处置业务毛利率较低，目前整体业绩贡献较小。

### ➤ 中水利用未来利用空间较大

**目前规模为 30 万吨/日。**公司 14 年 10 月 31 日与成都市水务局签署签署《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，公司的中水公分公司目前正在运营新建污水处理厂 30 万吨/日的清水河景观环境补水项目，处理价格为 0.28 元/吨。通常于每年的 11 月至第二年的四月份之间的旱季供水。

**未来具备较大增长空间。**根据水环境治理的要求，中水可能运用到黑臭河道治理工作中。未来，根据对中水利用率及水环境治理的要求，公司将根据具体项目分别与成都市人民政府签订相应的服务合同。目前成都已编制《中心城区中水利用实施方案》，提出 2020 年中水回用率达到 40%，主要用于河道环境补水。按照公司在成都中心城区 195 万吨/日的污水处理规模计算，则 2020 年中水利用规模有望达到约 78 万吨/日。公司三四五八污水厂提标改造工程 35 万吨/日，出水为四类水（除总氮），可以满足中水要求，未来有望作为河流补水。

图表 36：公司近几年中水处理量（万吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

## 5. 关键假设与盈利预测

### 5.1. 关键假设

- 1.假设自来水七厂二期 18 年初开始运行
- 2.假设三、四、五、八污水处理厂扩容改造项目的毛利率逐步回到公司 16 年水平。
- 3.假定公司现有覆盖区域的自来水、污水处理量自然增长。
- 4.假定隆丰垃圾焚烧厂 18 年 1 月初开始运行,万兴与隆丰发电厂发电量均为 280 度/吨,隆丰垃圾处置费与万兴相同为 46 元/吨。假定巴基斯坦项目 17、18 年不创造收入。
- 5.保守起见,沛县项目只计算了自来水厂 10 万吨/日的运营收入,未包含宁东基地项目收入。

### 5.2. 盈利预测

预计公司 17 到 19 年营收分别为 37.17、42.23 与 47.00 亿元,实现归母净利润分别为 10.17、11.70 及 13.26 亿元, EPS 分别为 0.34、0.39 及 0.44 元,对应目前股价 5.60 元,市盈率分别为 17、14 及 13 倍,显著低于可比公司平均估值水平,给予“推荐”评级

图表 37: 可比公司估值比较 (2017/11/10)

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值(亿 元)	每股收益预测(元)			动态市盈率		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600323	瀚蓝环境	16.22	124.29	0.81	0.98	1.18	20.14	16.50	13.78
601158	重庆水务	6.68	320.64	0.37	0.32	0.35	18.17	21.13	18.85
601368	绿城水务	10.50	77.26	0.41	0.43	0.46	25.46	24.22	22.78
000605	渤海股份	22.08	55.62	0.63	0.82	0.92	34.97	26.80	23.93
	平均						24.69	22.16	19.83
000598	兴蓉环境	5.78	172.60	0.32	0.38	0.45	17.92	15.02	12.99

来源: Wind, 国联证券研究所

## 6. 风险提示

项目推进不及预期;

毛利率下行风险;

水源水质发生大的变动

**图表 38：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2177.94	1425.96	1215.38	1341.00	1693.45	营业收入	3062.49	3058.34	3810.00	4470.00	5041.00
应收账款+票据	512.87	593.65	784.82	832.44	991.41	营业成本	1766.52	1775.31	2245.23	2624.34	2948.48
预付账款	29.75	18.65	42.56	28.98	51.39	营业税金及附加	35.90	42.14	52.49	61.59	69.45
存货	163.58	255.01	194.03	155.88	237.25	营业费用	90.57	90.02	112.78	132.31	149.21
其他	111.95	187.23	187.23	187.23	187.23	管理费用	202.41	218.59	288.80	320.95	341.78
<b>流动资产合计</b>	<b>2996.09</b>	<b>2480.51</b>	<b>2424.03</b>	<b>2545.53</b>	<b>3160.74</b>	财务费用	118.90	70.13	82.53	95.05	98.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	47.06	1.27	30.00	30.00	30.00
固定资产	5590.45	6308.11	6936.16	7530.87	8092.26	公允价值变动收益	-17.52	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2346.86	4192.88	4192.88	4192.88	4192.88	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2560.48	2701.15	3687.30	4423.45	5109.60	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	351.48	927.92	925.65	923.37	923.37	<b>营业利润</b>	<b>783.61</b>	<b>860.88</b>	<b>998.17</b>	<b>1205.77</b>	<b>1403.84</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10849.27</b>	<b>14130.06</b>	<b>15741.98</b>	<b>17070.58</b>	<b>18318.11</b>	营业外净收益	205.44	180.31	145.15	158.87	173.97
<b>资产总计</b>	<b>13845.36</b>	<b>16610.56</b>	<b>18166.01</b>	<b>19616.11</b>	<b>21478.85</b>	<b>利润总额</b>	<b>989.05</b>	<b>1041.19</b>	<b>1143.32</b>	<b>1364.64</b>	<b>1577.81</b>
短期借款	40.00	110.00	0.00	58.00	0.00	所得税	136.65	169.43	182.93	218.34	252.45
应付账款+票据	1233.50	2188.15	2302.32	2469.20	2891.67	<b>净利润</b>	<b>852.40</b>	<b>871.76</b>	<b>960.39</b>	<b>1146.30</b>	<b>1325.36</b>
其他	1610.01	1369.06	1446.47	1488.35	1549.67	少数股东损益	27.67	-2.46	-2.71	-3.23	-3.74
<b>流动负债合计</b>	<b>2883.51</b>	<b>3667.21</b>	<b>3748.79</b>	<b>4015.55</b>	<b>4441.34</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>824.73</b>	<b>874.22</b>	<b>963.10</b>	<b>1149.53</b>	<b>1329.09</b>
长期带息负债	2152.33	3201.34	3851.34	4051.34	4351.34						
长期应付款	349.09	353.29	353.29	353.29	353.29						
其他	145.34	235.82	235.82	235.82	235.82						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2646.76</b>	<b>3790.45</b>	<b>4440.45</b>	<b>4640.45</b>	<b>4940.45</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5530.27</b>	<b>7457.65</b>	<b>8189.23</b>	<b>8655.99</b>	<b>9381.79</b>						
少数股东权益	108.41	193.07	190.36	187.13	183.39						
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22						
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97						
留存收益	3440.50	4193.66	5020.23	6006.81	7147.49						
<b>股东权益合计</b>	<b>8315.09</b>	<b>9152.91</b>	<b>9976.78</b>	<b>10960.12</b>	<b>12097.06</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13845.36</b>	<b>16610.56</b>	<b>18166.01</b>	<b>19616.11</b>	<b>21478.85</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	793.20	872.35	838.47	1012.85	1179.22
折旧摊销	394.63	438.44	558.07	641.41	722.47
财务费用	135.82	83.89	82.53	95.05	98.24
存货减少	-48.40	-91.15	60.98	38.15	-81.37
营运资金变动	66.19	129.25	-23.50	174.72	302.41
其它	-1.78	-9.90	30.00	30.00	30.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1339.67</b>	<b>1422.88</b>	<b>1546.54</b>	<b>1992.18</b>	<b>2250.96</b>
资本支出	1634.12	2712.30	2200.00	2000.00	2000.00
长期投资	188.31	404.04	0.00	0.00	0.00
其他	236.89	314.94	121.93	133.45	146.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1585.54</b>	<b>-2801.41</b>	<b>-2078.07</b>	<b>-1866.55</b>	<b>-1853.87</b>
债权融资	1446.09	721.62	540.00	258.00	242.00
股权融资	45.43	94.11	0.00	0.00	0.00
其他	-895.73	-216.03	-219.06	-258.00	-286.65
<b>筹资活动现金流</b>	<b>595.79</b>	<b>599.70</b>	<b>320.94</b>	<b>-0.01</b>	<b>-44.65</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>350.23</b>	<b>-778.66</b>	<b>-210.58</b>	<b>125.62</b>	<b>352.45</b>

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.42%	-0.14%	24.58%	17.32%	12.77%
EBIT	9.08%	0.54%	10.60%	19.08%	14.82%
EBITDA	9.37%	3.32%	15.33%	17.78%	14.16%
归属于母公司净利润	0.87%	6.00%	10.17%	19.36%	15.62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.32%	41.95%	41.07%	41.29%	41.51%
净利率	27.83%	28.50%	25.21%	25.64%	26.29%
ROE	10.05%	9.76%	9.84%	10.67%	11.16%
ROIC	10.27%	8.51%	7.59%	7.94%	8.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.94%	44.90%	45.08%	44.13%	43.68%
流动比率	1.04	0.68	0.65	0.63	0.71
速动比率	0.94	0.56	0.54	0.55	0.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.58	5.92	5.39	6.14	5.67
存货周转率	10.80	6.96	11.57	16.84	12.43
总资产周转率	0.22	0.18	0.21	0.23	0.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.28	0.29	0.32	0.38	0.45
每股经营现金流	0.45	0.48	0.52	0.67	0.75
每股净资产	2.75	3.00	3.28	3.61	3.99
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.93	19.74	17.92	15.02	12.99
市净率	2.10	1.93	1.76	1.60	1.45
EV/EBITDA	12.23	13.10	11.90	10.26	9.01
EV/EBIT	16.60	18.28	17.32	14.77	12.90

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064