

兴蓉环境（000598.SZ）： 产能释放和国企改革助力业绩增长

——调研简报

2018年6月25日

分析师

崔国涛

执业证书编号：S1380513070003

联系电话：010-88300848

邮箱：cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理

梁晨

执业证书编号：S1380112050001

联系电话：010-88300853

邮箱：liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格（元）：4.06

本次评级：尚未覆盖，未评级

公司基本数据

总股本（百万股）：2986.22

流通股本（百万股）：2986.22

流通A股市值（亿元）：121.24

每股净资产（元）：3.32

资产负债率（%）：44.07

兴蓉环境与沪深300走势比较



内容提要：

- **兴蓉环境**是一家专注水务的大型国有控股企业，是西部第一、国内领先的水务环保综合服务商。公司积极开拓“水务+环保”双轮驱动业务模式，主营业务包括自来水生产与供应、污水处理、供排水官网工程、污泥处置、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电等业务。2017年供水与污水处理业务营收占总营收比为88%。
- **业务规模全国领先**。截止2017年底，公司运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾600万吨/日；运营、在建和拟建垃圾焚烧发电项目规模9300吨/日、污泥处置项目800吨/日、垃圾渗滤液处理项目4300吨/日及中水利用项目53万吨/日。公司现有业务覆盖七个省份，同时坚持“走出去”战略，开发巴基斯坦拉合尔40MW垃圾焚烧发电项目，逐步形成立足本地、辐射全国、面向海外的良好发展态势。
- **产能释放可期**。公司在建项目充足，供水和污水处理在建项目产能分别为52万立方米/日和12.5万立方米/日，建成后产能将分别提升21.6%和4.5%，远期产能释放可期。2017年，污泥和垃圾渗滤液处理价格分别提升约10%和8%，贡献环保板块营收增长。增量方面，公司成都市中心污水污泥处理拟建二期产能为200吨/日，万兴二期垃圾发电项目已取得项目核准批复，成都隆丰环保发电厂将进入试运行。
- **区域市场增量可观**。公司积极推进成都市二三圈层水务环保资产资源整合，供排水业务相当于公司目前的总规模。此外，四川天府新区以及龙泉、简阳区域建成后所需的供排水规模也相当可观。公司作为区域水务龙头企业，将充分受益市场增量扩张。
- **国企改革释放活力**。控股股东兴蓉集团实施国企改革，更名为“成都环境投资集团有限公司”，吸收整合公用事业领域资源，争取到2022年资产总规模达到1000亿元。兴蓉环境作为成都环境投资集团有限公司旗下唯一的上市公司，有望在后续国企改革进程中进一步发挥上市公司的平台优势。
- **风险提示**。业务拓展速度不及预期，业绩增长不及预期，产能释放不达预期，国内外二级市场系统性风险。

兴蓉环境是一家专注水务的大型国有控股企业，是西部第一、国内领先的水务环保综合服务商，我们对公司进行了调研，现整理纪要如下供投资者参考。

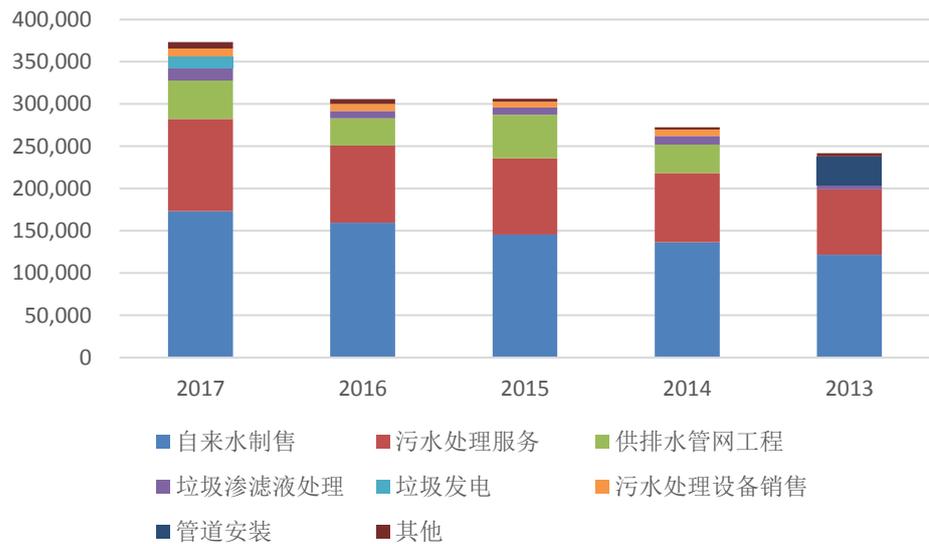
1、公司基本情况

1.1 公司主营业务及股权结构

公司积极开拓“水务+环保”双轮驱动业务模式，主营业务包括自来水生产与供应、污水处理、供排水管网工程、污泥处置、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电等业务。2017年供水与污水处理业务营收占总营收比为88%。

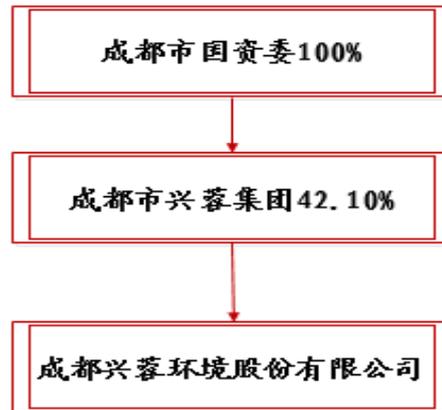
公司大股东成都兴蓉集团持股42.10%，实际控制人为成都市国资委，持有成都兴蓉集团100%股份。

图 1：公司近年来收入构成情况（万元）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2: 公司股权结构



资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.2 公司经营情况

公司2017 年全年实现营业收入37.31亿元, 同比增长22.01%; 归母净利润8.96亿元, 同比增长2.46%, 业绩基本符合市场预期。营收增长主要原因是售水量和污水处理量提升以及万兴垃圾焚烧厂的投运, 同时污水处理和垃圾渗滤液提价所致。2017 年公司毛利率和净利率分别为41.2%和24%, 同比均略有下滑, 经营性现金流净额为16.57 亿元, 同比增长16.72%。

公司2018 年一季度实现营业收入8.95亿元, 同比上涨14.53%; 归母净利润2.31亿元, 同比上涨15.11%, 符合市场预期。

2、投资观点及盈利预测

2.1 水务业务规模西部第一, 积极开发海外项目

公司致力打造成为水务环保综合服务商, 水务环保业务规模居全国前列、西部第一。截止2017年底, 公司运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾600万吨/日, 服务人口超3000万人; 运营、在建和拟建垃圾焚烧发电项目规模9300吨/日、污泥处置项目800吨/日、垃圾渗滤液处理项目4300吨/日及中水利用项目53万吨/日。此外, 公司现有业务覆盖七个省份, 同时坚持“走出去”战略, 开发巴基斯坦拉合尔40MW 垃圾焚烧发电项目, 逐步形成立足本地、辐射全国、面向海外的良好发展态势。

2.2 各项业务产能释放可期

公司业务可分为水务和环保两大板块，水务业务由供水（含管网）和污水处理构成，此板块营收占公司总营收比重达88%，其中，2017年污水处理业务营收同比增长19.34%，污水处理量同比提升10.63%，第三期污水处理结算价提升0.1元/吨，该项业务成为2017年业绩提升的重要来源。根据2017年年报披露，公司在建项目充足，供水和污水处理在建项目产能分别为52万立方米/日和12.5万立方米/日，建成后产能将分别提升21.6%和4.5%，远期产能释放可期。

环保板块由污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾发电业务组成，板块2017年营收大幅提升108%，其中垃圾发电是新增业务，贡献1.39亿元，污泥和垃圾渗滤液业务增长均得益于价格提升，污泥业务价格提升超10%至769.3元/吨，垃圾渗滤液业务提升近8%至163.5元/吨。增量方面，公司成都市中心污水污泥处理能力400吨/天，拟建二期产能为200吨/日。2017年6月，成都市政府出台的“治水十条”方案，要求三年内新建污水管网625公里，新建污泥无害化处理设施610吨/日，作为区域水务龙头，公司有望享受政策红利。此外，万兴二期垃圾发电项目已取得项目核准批复，成都隆丰环保发电厂也将进入试运行阶段。

2.3 区域市场增量可观

兴蓉环境原有的供排水业务主要集中在主城区和高新区，根据规划，目前公司正在积极推进成都市二三圈层水务环保资产资源整合。根据测算，二、三圈层的供排水业务相当于公司目前的总规模。此外，四川天府新区面积近600平方公里，相当于整个成都市区；龙泉、简阳区域新增面积300-400平方公里，这些新区建成后所需的供排水规模相当可观。公司作为区域水务龙头企业，将充分受益市场增量扩张。

2.4 国企改革释放活力

2017年8月，成都市委办公厅和市政府联合下发《优化市属国有资本布局的工作方案》，要求对11家成都市市属国企进行改革优化。公司2018年1月公告，成都市政府原则同意公司控股股东兴蓉集团深化改革整合

转型工作方案。方案明确，兴蓉集团更名为“成都环境投资集团有限公司”，吸收整合四川煤矿基本建设工程公司和市内水务、环保等公用事业领域资源，努力打造国内领先、全球知名的水务环保龙头企业，争取到2022年资产总规模达到1000亿元。资产整合有望为企业增添新的增长极，国企改革也将逐步释放公司活力。兴蓉环境作为成都环境投资集团有限公司旗下唯一的上市公司，有望在后续国企改革进程中进一步发挥上市公司的平台优势，建议持续关注公司控股股东的改革进程情况。

表1: 公司主要财务指标及盈利预测

	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3731.34	4325.28	4962.04
(+/-) %	22.01	15.92	14.72
归母净利润(百万元)	895.75	1020.84	1175.66
(+/-) %	2.46	13.97	15.17
每股收益(元)	0.30	0.34	0.39
市盈率(倍)	18.10	11.88	10.31

资料来源: WIND, 国开证券研究部

注: 2017年指标是以2017年12月31日价格计算, 2018-2019年数据系预测值, 以2018年6月25日收盘价计算。

3、调研问答环节

3.1 实施成都市第三、四、五、八污水处理厂提标扩能改造项目, 是否造成公司成本上升?

为满足成都市污水量日益增长的处理要求, 解决中心城区污水处理能力不足的问题, 成都市排水有限责任公司对成都市第三、四、五、八污水处理厂实施扩能提标改造。在不新增用地、不停产的情况下, 按既定目标全面通水, 提高了污水处理能力、提升了处置标准。为弥补本次提标扩能改造项目造成的公司成本上升, 2017年6月, 经成都市财政局核定, 成都市中心城区污水处理服务第三期结算价格为1.63元/立方米, 较第二期结算价格上涨0.1元/立方米, 执行期自2017年1月1日至2019年12月31日。

3.2 请介绍公司近年来的水价调整情况

供水方面。2014年12月，根据成都市发改委《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》，由于上游水资源费调整，启动成都市中心城区城市终端供水价格与上游水价联动调整机制，对自来水公司供水区域内的自来水终端价格采取“一次确定调整标准，分两步执行到位”的办法实行同步同幅联动调整，即自来水公司自2015年1月1日起同步上调终端水价0.02元/立方米，2015年12月1日起同步再上调终端水价0.02元/立方米。2016年1月1日起，成都中心城区居民用水实行阶梯价格制。

污水处理方面。2017年6月，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，较第二期结算价格上涨0.1元/立方米。

3.3 公司污水处理毛利率有所下降，请介绍原因

污水处理毛利下降的原因主要系排水公司完成三、四、五、八污水处理厂提标扩能改造项目，收到大量增值税进项税票，增值税抵扣，应交增值税同比减少，导致收到的增值税即征即退，“其他收益”同比减少所致。

3.4 请介绍公司垃圾焚烧发电项目情况

公司万兴环保发电厂项目今年进入商业运营，项目规模2400吨/天，原生垃圾处理服务费单价46元/吨，吨垃圾上网电量在280度及以下的，上网电价按0.650元/度(含税)，超过部分执行当地同类燃煤发电机组上网电价即0.333元/度(含税)。成都隆丰环保发电厂项目规模1500吨/天，将于明年投运。

公司拟与成都天投实业有限公司签署《关于设立合资公司之合资协议》并设立合资公司，共同实施天府新区大林环保发电厂项目，该项目设计生活垃圾焚烧发电处理规模2400吨/日，同时配套污泥干化掺烧规模200吨/日和餐厨垃圾处置规模200吨/日，项目估算投资21.15亿元，加上其他配套工程，项目估算总投资24.55亿元。

此外，公司正在积极筹划其他新增垃圾焚烧发电项目。

3.4 请介绍公司未来投资项目类型

公司以投资水务、固废项目为主，未来也将积极介入其它环保类项目领域。公司作为国有控股的上市企业，以出色的运营能力、融资优势以及业绩沉淀，在获取增量项目方面具有竞争优势。

3.5 请介绍公司在成都市域水务环保项目的未来发展

目前公司正在积极推进成都市二三圈层水务环保资产资源整合，已落地郫都区等地的合作项目。同时，根据成都天府新区的规划以及成都市定位为国家中心城市将带来的城镇化和人口增加等机遇，公司未来在成都市域水务环保项目的规模增量可以预期。

3.6 请介绍公司当前的主要融资方式

公司融资方式多元，目前主要包括银行贷款和直接债务融资工具等，具有低成本的融资优势。通过以上融资措施，为公司项目推进提供有力资金支持。

3.7 请预估公司 2018 年业绩情况

公司2018年的营收增速应该在20%以上，利润可能有所放缓，主要原因是成本涨的比利润快。

4、风险提示

业务拓展速度不及预期，业绩增长不及预期，产能释放不达预期，国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，6年行业研究经验，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年加入国开证券研究部。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师。

梁晨，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券股份有限公司。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层