

水务板块在建项目充足，环保板块业绩高速增长

——兴蓉环境(000598.SZ)公司首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

●成都市用水潜在空间巨大，供水瓶颈缓解将进一步释放用水需求：

长期看，2017-2035年，成都市常住人口增量空间高达43.35%。2017年底，公司自来水供应产能为251.8万吨/日。成都市供水瓶颈抑制了高峰时期用水需求。2018年1月水七厂二期投入运营，公司自来水供应产能达301.8万吨/日（同比+19.86%），释放成都市用水需求，用水量将较快增长。

●污水处理盈利有望改善，在建产能投产及提标改造将贡献新增量：

目前，公司污水处理毛利率与同业水平已较接近，污水处理毛利率下滑空间较小。2017年公司污水处理毛利率下滑幅度明显缩窄（仅0.7个百分点）。随着污水处理提标改造推进，污水处理毛利率有望企稳回升。2017年底，公司已投运污水处理厂产能为279.99万吨/日，待提标改造产能达120万吨/日，在建产能约72.5万吨/日（估算），在建产能投产及提标改造将贡献新增量。

●环保项目产能利用率高，在手项目充足，业绩有望高速增长：

目前，兴蓉环境垃圾渗滤液产能为2300吨/日，2000m³/d渗滤液处理扩容（三期）有望在2019年投入运营。目前，公司垃圾焚烧发电产能为2400吨/日，1500吨/日的隆丰项目预计在2018年投入运营，2400吨/日产能大林项目及3000吨/日万兴项目（二期）将在2020年投入运营。目前，兴蓉环境污泥业务投运产能为400吨/日，200吨/日二期工程项目预计在2020年投入运营。公司环保在手项目充足，业绩快速增长可期。

●业绩快速增长可期，首次覆盖给予“推荐”评级：

预计公司2018-2020年净利润分别为9.87、11.44、12.70亿元，EPS分别为0.33、0.38和0.43元。当前股价对应2018-2020年PE分别为12.7、10.9和9.9倍。考虑到成都市用水潜力较大，污水处理提标改造及在建工程项目较多，环保在手项目充足，业绩快速增长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

●风险提示：自来水厂、污水处理厂、环保项目在建项目进度不及预期风险；

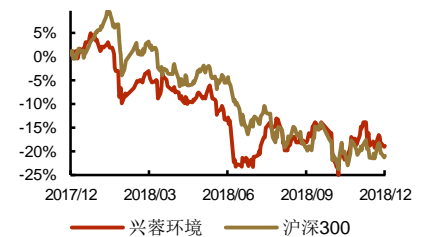
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3058	3,731	4,187	4,752	5,072
增长率(%)	-0.1	22.0	12.2	13.5	6.7
净利润(百万元)	874.2	896	987	1,144	1,270
增长率(%)	6.0	2.5	10.2	15.8	11.1
毛利率(%)	42.0	41.2	42.4	42.4	42.9
净利率(%)	28.6	24.0	23.6	24.1	25.0
ROE(%)	9.5	9.0	9.2	9.8	9.9
EPS(摊薄/元)	0.29	0.30	0.33	0.38	0.43
P/E(倍)	14.31	14.0	12.7	10.9	9.9
P/B(倍)	1.40	1.3	1.2	1.1	1.0

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.12.11
收盘价(元):	4.19
一年最低/最高(元):	3.8/5.56
总股本(亿股):	29.86
总市值(亿元):	125.12
流通股本(亿股):	29.86
流通市值(亿元):	125.12
近3月换手率:	18.64%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	0.0	1.5	3.07
绝对	-0.24	-0.5	-19.29

相关报告

投资要件

我们区别于市场的观点

1. **估值及业绩方面**，市场过分担忧金融去杠杆对上市公司盈利及估值的影响。我们认为，兴蓉环境水务板块稳定可持续，现金流状况优异，造血能力较强。在利率上行及银根收缩背景下，业务经营具备较强的抗冲击能力。利率上行时，盈利能力弱的水务企业有望淡出，行业迎来洗牌良机，一二级市场资产价格回落，兴蓉环境将外延并购进一步扩张。

2. **成都市用水潜力方面**，市场认为成都市用水需求潜力有限。我们认为，在城镇化第二、第三阶段，成都市都将吸引大量人口流入，2017-2035年，成都市常住人口增量空间高达43.35%。由于供水瓶颈抑制用水需求，2016年成都市居民生活人均年用水量为40.64吨/（人·年），低于长沙市46.04吨/（人·年）、武汉市50.51吨/（人·年），成都市人均生活用水仍有提升空间。成都市经济快速增长，且工业在GDP中占比持续提升，还将催生大量的工业用水需求。

3. **供水盈利能力方面**，市场认为兴蓉环境供水业务高毛利率系成都市自来水价格过高所致，担忧公司供水业务毛利率下滑风险。我们内部测算，在抛去水资源费、水利工程水费等行政性收费后，2017年兴蓉环境的单吨供水成本为0.69元/吨，远低于洪城水业1元/吨、创业环保1.16元/吨的单吨供水成本。由于成本管控能力强，水务运营能力优异，公司供水业务高毛利率主要系兴蓉环境供水成本远低于同行所致，并非仅是成都自来水水价更高，因此公司供水高毛利率有望维持。

4. **自来水厂在建产能投产方面**，由于自来水需求端较为稳定（营收端稳定），市场担忧2018年1月水七厂二期50万吨/日项目投入运营，折旧成本大幅增加，将降低公司自来水业务毛利率。我们计算兴蓉环境自来水供应产能利用率达97.47%（基本为满负荷运行），因此产能利用率紧张抑制了“成都地区的夏季、傍晚等高峰时期用水量”，水七厂二期项目投产将降低用水紧张，进一步释放成都地区的用水需求，兴蓉环境的自来水销售情况将远好于先前年份。

5. **供排水管网工程方面**，市场认为供排水管网工程的历年营收、毛利率波动较大，担忧2018年供排水管网业绩下滑风险。我们认为，兴蓉环境在建的主要给水输水管线项目为成都绕城高速给水输水管线工程（工程预计投资11.53亿元，2018年H1底完工进度为42.28%），工程尚处于积极推进阶段，兴蓉环境供排水管网工程业务还将持续增长。

6. **污水处理毛利率方面**，2013-2017年，兴蓉环境污水处理毛利率从57.91%下滑至39.41%，市场担忧公司污水处理毛利率继续下滑的风险。我们认为，与其他污水处理公司相比，目前公司污水处理毛利率水平已经较为接近，污水处理业务后续毛利率继续下滑空间不大。2017年兴蓉环境污水处理毛利率仅略微下滑0.7个百分点至39.41%，下滑幅度明显缩窄，受益于污水处理提标改造持续推进（待提标改造的污水处理产能达120万吨/日），后续污水处理毛利率有望企稳回升。此外，2017年，兴蓉环境污水处理成本在0.73元/吨，与洪城水业污水处理成本（0.66元/吨）接近，远低于武汉控股污水处理成本（1.03元/吨），公司污水处理运营优势突出，成本管控能力强，盈利能力理应更占优势。

7. **环保业务潜力方面**，市场对兴蓉环境的环保业务的增长潜力及盈利能力持有谨慎态度。我们认为：公司环保的在手项目充足，未来业绩快速增长可期：**1）垃圾渗滤液方面**：目前，成都垃圾渗滤液处理产能严重不足，目前，公司兴蓉环境

垃圾渗滤液产能为 2300 吨/日，2000m³/d 的渗滤液处理扩容（三期）有望在 2019 年年初投入运营，我们计算表明，2019 年，渗滤液处理扩容（三期）投产后即有望进入满负荷运行状态。2）**垃圾焚烧发电方面**：2017 年 3 月，兴蓉环境旗下成都市万兴环保发电厂（2400 吨/日）投入运营，1500 吨/日的隆丰垃圾发电厂项目预计在 2018 年 6 月投入运营，2400 吨/日产能的天府新区大林环保发电厂项目将在 2020 年 4 月投入运营，3000 吨/日产能的万兴环保发电厂项目（二期）将在 2021 年初投入运营。3）**污泥处置业务**：目前，兴蓉环境污泥业务投运产能为 400 吨/日，200 吨/天的污水污泥处理厂二期工程项目预计在 2020 年 5 月投入运营。由于污泥处理生产线大修结束，加之污泥处置费上调，后续污泥处置高毛利率有望持续。

8. **发展战略及路径方面**，我们认为：1）**存量供排水资产整合潜力大**：2016 年，成都市供水总量为 11.18 亿吨。2017 年，兴蓉环境的自来水供应量为 7.7 亿吨，据此计算兴蓉环境在成都地区供水量潜在增长空间高达 45.19%。2）**增量供排水市场广阔**：天府新区现有人口 205 万人，业绩未来人口~500 万人，将贡献较大用水需求（以每人 46 吨/年计算，将新增 1.36 亿吨居民年用水需求，占 2016 年成都市市区居民生活用水量 6.47 亿的比例为 20.97%）。3）**内在竞争实力突出**：公司水务行业运营优势较强，经营效率较高，盈利能力突出，擅长于运用各种融资手段，融资成本较低，运营及融资优势助力外延并购发展。新任管理层干劲十足，积极推进公司高速度、高质量成长。4）**外延发展环境较好**：在金融去杠杆及利率上行背景下，行业洗牌加剧，公司迎来外延扩张发展良机。成都国企改革动作较多，助力兴蓉环境外延整合二三圈层供排水资产。

股价上涨的催化因素

短期而言，因环保企业 PPP 项目收益率较低且债券违约事件较多，市场盲目对环保行业估值杀跌。公司约 90% 营收及毛利来自业绩稳定、现金流充足的自来水供应及污水处理业务，随着市场对公司资产及盈利的认识深入，估值有望上修。长期而言，公司股价上涨的动力主要来源于业绩释放及对应估值消化，在手的水务及环保项目充足，未来业绩高速增长可期。

估值与投资建议

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 9.87、11.44、12.70 亿元，EPS 分别为 0.33、0.38 和 0.43 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 12.7、10.9 和 9.9 倍。考虑到成都市用水潜力较大，污水处理提标改造及在建工程项目较多，环保在手项目充足，业绩快速增长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

成都市用水需求不及预期风险；污水处理提标改造及在建工程项目进度不及预期风险；垃圾渗滤液、垃圾焚烧发电、污泥处置项目进度不及预期风险；成都市二三圈层供排水资产整合以及天府新区建设进度不及预期风险；外延并购不及预期风险；中美贸易冲突持续恶化，大盘整体低迷风险。

目 录

1、 公司简介：水务板块业绩稳健增长，环保板块快速成长.....	7
1.1、 公司概况：全产业链布局的国内领先水务环保综合服务商.....	7
1.2、 业务简介：攻守兼具，水务及环保双主业驱动.....	8
1.3、 业绩综述：业绩持续稳健增长，盈利能力优异.....	9
1.4、 资产状况：杠杆率低，造血能力强，迎来外延整合优质资产良机.....	11
2、 自来水供应：成都市用水潜在空间巨大，供水瓶颈缓解将进一步释放用水需求.....	12
2.1、 成都市用水潜力空间巨大，兴蓉环境供水盈利能力优于同行.....	12
2.2、 2018年自来水产能增速接近20%，成都市用水需求将进一步释放：.....	17
2.3、 远期而言，成都市水价提升空间及兴蓉环境供水产销差降低空间均较大.....	19
2.4、 供排水工程尚处于积极建设阶段，兴蓉环境供排水工程业务还将持续增长：.....	20
3、 污水处理：盈利有望改善，在建产能投产及提标改造将贡献新增量.....	21
3.1、 污水处理运营优势突出，毛利率有望企稳回升.....	21
3.2、 在建污水处理厂产能充足，预计2019年后进入密集投放期.....	23
3.3、 待提标改造的污水处理产能达120万吨/日，提标改造将贡献业绩新增量.....	26
4、 环保业务：环保项目产能利用率高，在手项目充足，业绩有望高速增长.....	26
4.1、 成都垃圾渗滤液处理产能紧俏，产能投放加快，毛利率改善明显.....	26
4.2、 垃圾焚烧发电在手项目充足，未来盈利空间可期.....	28
4.3、 污泥处置项目满产运行，高毛利率有望持续.....	30
4.4、 中水服务占营收比例较小，产能利用率提升空间较大.....	32
5、 运营优势及融资优势突出，成都市供排水资产整合预期强.....	32
5.1、 二三圈层供排水资产整合、天府新区建设推进.....	32
5.2、 运营优势，融资优势助力公司外延并购发展.....	34
6、 核心假设.....	36
7、 投资建议.....	38
8、 风险揭示.....	38
附：财务预测摘要.....	39

图表目录

图 1： 兴蓉环境发展历程.....	7
图 2： 兴蓉环境控股结构图.....	7
图 3： 兴蓉环境主要经营自来水生产与供应、污水处理服务及管网工程和环保业务等三大类业务.....	9
图 4： 2013-2018年前三季度，兴蓉环境业绩持续稳健增长.....	10
图 5： 2013-2018年前三季度，兴蓉环境盈利能力较强.....	10
图 6： 2018年H1，兴蓉环境水务板块营收占比接近90%.....	10
图 7： 2017年，兴蓉环境水务板块毛利润占比接近90%.....	10
图 8： 水务行业，兴蓉环境的资产负债率处于较低水平.....	11
图 9： 兴蓉环境的流动比率与同业水平接近.....	11
图 10： 兴蓉环境的速动比率与同业水平接近.....	11
图 11： 兴蓉环境经营性现金流状况表现优异.....	11
图 12： 金融去杠杆，货币供应及社融增速降低较快.....	12
图 13： 利率上行时期，资产估值降低较快.....	12
图 14： 城镇水处理产业链.....	12
图 15： 2008-2017年，成都市常住人口CAGR为2.63%.....	13
图 16： 2017年，成都市常住人口占四川省总人口比率为19.33%.....	13

图 17: 2016 年, 成都市居民生活用水量占比约 57.86%	13
图 18: 2016 年, 中国省会城市的居民生活人均年用水量	13
图 19: 2007-2017 年, 成都人均 GDP 增速高达 11.22%	14
图 20: 成都 GDP 结构中, 工业占比增加, 经济结构韧性较强, 催生工业用水需求	14
图 21: 2017 年底, 兴蓉环境自来水供应产能达 251.8 万吨/日	14
图 22: 2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供水量 CAGR、销售量 CAGR 分别达 8.60%、7.13%	14
图 23: 2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供应营业收入 CAGR、毛利润 CAGR 分别达 8.27%、8.62%	15
图 24: 2013-2017 年, 兴蓉环境自来水供应业务毛利率维持在较高水平 (46.46%-48.78%)	15
图 25: 2014-2017 年, 兴蓉环境单吨水供应成本较低	15
图 26: 抛去行政性收费后, 2017 年兴蓉环境单吨水供应成本	15
图 27: 2017 年 H1, 兴蓉环境的供水成本占比 (%)	16
图 28: 2014-2017 年, 兴蓉环境自来水供应产能利用率较高	16
图 29: 36 城市居民生活用水价格、及污水处理费逐年上升 (元/吨)	19
图 30: 近年来, 成都市自来水供应水价屡次上调	19
图 31: 2017 年, 兴蓉环境供排水管网工程营业收入、毛利润分别为 4.57 亿、1.16 亿	20
图 32: 2014-2017 年, 兴蓉环境的管道工程毛利率波动较大	20
图 33: 2013-2017 年, 兴蓉环境污水处理业务营业收入 CAGR、毛利润 CAGR 分别为 9.09%、-0.91%	22
图 34: 随着污水处理提标改造推进, 兴蓉环境污水处理业务毛利率有望企稳回升	22
图 35: 2017 年, 兴蓉环境污水处理产能为 279.99 万吨/日、污水处理产量为 9.08 亿吨/年	22
图 36: 2017 年, 兴蓉环境污水处理产能利用率为 88.85%, 与同业水平较为接近	22
图 37: 2017 年 H1, 兴蓉环境污水处理成本构成占比 (%)	23
图 38: 2017 年, 兴蓉环境污水处理成本在 0.73 元/吨, 成本管控较高, 运营能力较强	23
图 39: 2014-2017 年, 兴蓉环境垃圾渗滤液业务营收	27
图 40: 2014-2017 年 H1, 垃圾渗滤液业务毛利率走势	27
图 41: 2014-2019 年 E, 兴蓉环境垃圾渗滤液产能规划	27
图 42: 2014-2017 年, 兴蓉环境的垃圾渗滤液处理量	27
图 43: 2014-2017 年, 兴蓉环境污泥处置业务营收	30
图 44: 2014-2017 年 H1, 污泥处置业务毛利率走势	30
图 45: 2014-2020 年 E, 兴蓉环境污泥处置产能规划	31
图 46: 2014-2017 年, 兴蓉环境的污泥处置量	31
图 47: 2014-2017 年, 兴蓉环境的中水生产量、销售量及增速	32
图 48: 供排水运营优势突出, 经营效率较高	34
图 49: 融资优势突出, 资本持续助力公司成长	35
表 1: 成都自来水水价较高且供水成本较低, 兴蓉环境自来水供应单吨盈利高达 1.11 元/吨	16
表 2: 截止 2018 年 6 月 28 日, 兴蓉环境的自来水厂投产产能达 301.8 万吨/日	18
表 3: A 股自来水供应公司的产销差情况	20
表 4: “十三五”污水处理主要目标及建设任务	21
表 5: 兴蓉环境的污水处理产能情况	24
表 6: 兴蓉环境的垃圾渗滤液产能情况	28
表 7: 2016 年, 成都市垃圾渗滤液预计在 178 万吨, 垃圾渗滤液市场空间在 2.91 亿元	28
表 8: 兴蓉环境的垃圾焚烧发电产能情况	29
表 9: 兴蓉环境的污泥产能情况	31
表 10: 2020 年、2025 年成都环境集团的业务发展规划	33
表 11: 二三圈层供排水资产总量较大, 兴蓉环境有望推进二三层资产整合	33
表 12: 天府新区规划范围	34
表 13: 2017-2020 年, 兴蓉环境的各项业务产能投放及营收预测	37

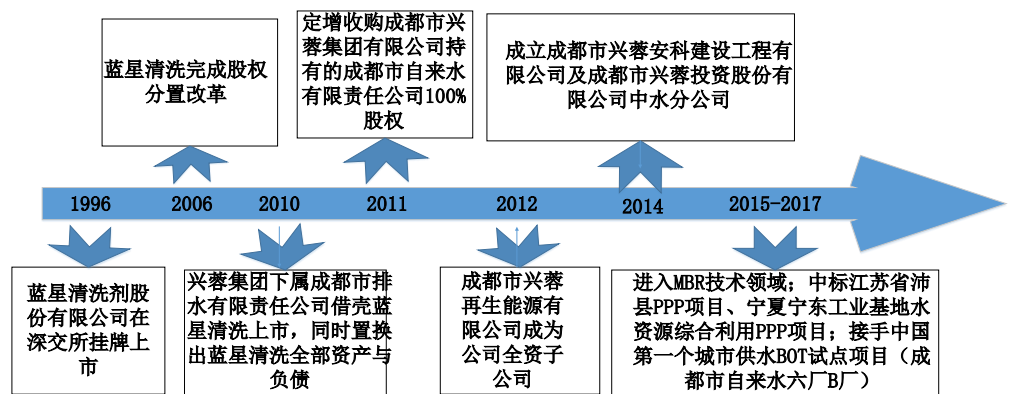
表 14: 兴蓉环境的各项业务营收、毛利率假设.....37

1、公司简介：水务板块业绩稳健增长，环保板块快速成长

1.1、公司概况：全产业链布局的国内领先水务环保综合服务商

借壳蓝星清洗，打造水务、环保两大业务板块：2002年，成都市国资委组建成都市兴蓉投资有限公司作为成都市水环境整治项目的投融资主体。2010年，兴蓉集团下属的成都市排水有限公司借壳蓝星清洗上市，主营业务从化工转变为污水处理。2011年、2012年，兴蓉集团相继将成都市自来水有限公司、成都市兴蓉再生资源有限公司的100%股权注入上市公司，兴蓉环境新增自来水供应及环保业务，打造水务、环保两大业务板块。

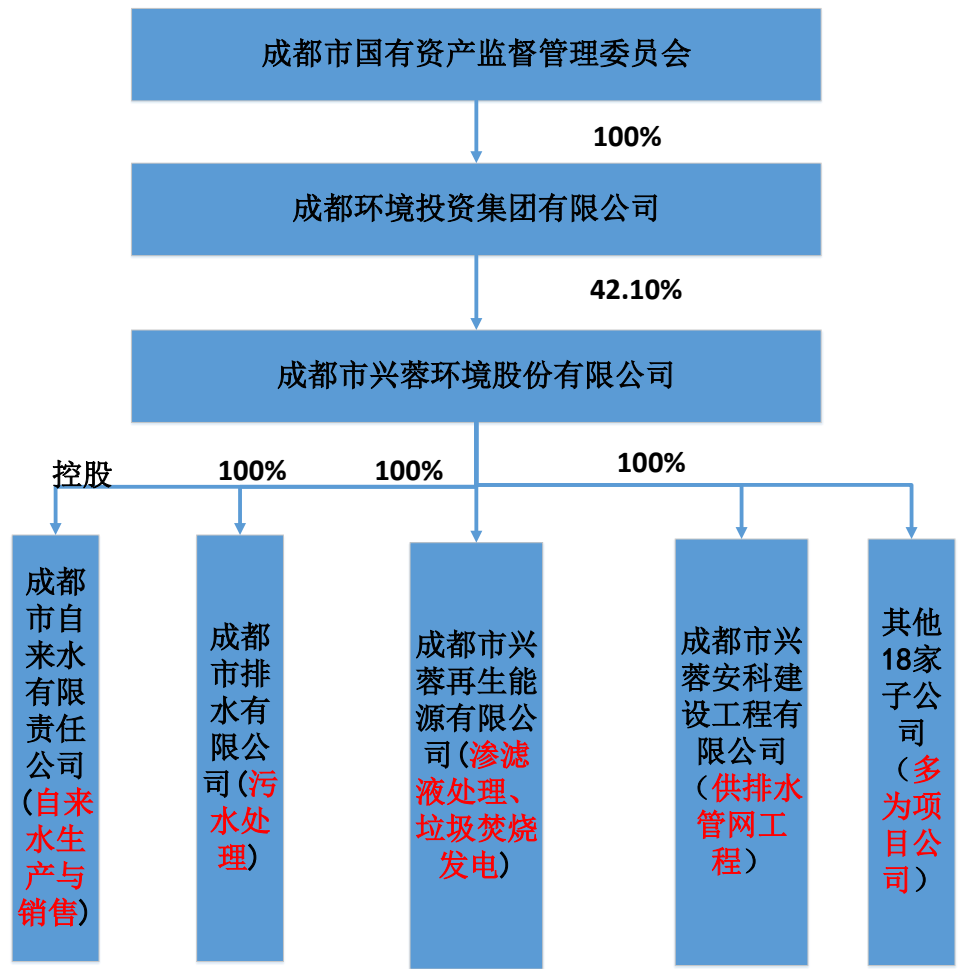
图1：兴蓉环境发展历程



资料来源：兴蓉环境公司官网及成都市兴蓉环境股份有限公司2017年度第一期中期票据募集说明书，新时代证券研究所

致力于打造全球同行业知名企业：兴蓉环境（000598.SZ）是成都市唯一国有水务环保上市平台，控股股东为成都环境投资集团有限公司（持股比例42.10%），实际控制人为成都市国资委。兴蓉集团正全力打造以水务、固废综合利用为基石，大气土壤污染治理、环保装备制造及集成服务协同发展的千亿级环境集团，用“5-10年奋力打造全球同行业知名企业”。目前，自来水制售、污水处理服务、管网工程、垃圾渗滤液处理及垃圾发电业务分别通过全资子公司自来水公司、排水公司、安科公司和再生能源公司实施，污泥处置业务由排水公司下属子公司成都市兴蓉污泥处置有限责任公司运营。

图2：兴蓉环境控股结构图



资料来源：兴蓉环境 2017 年报，新时代证券研究所

1.2、业务简介：攻守兼具，水务及环保双主业驱动

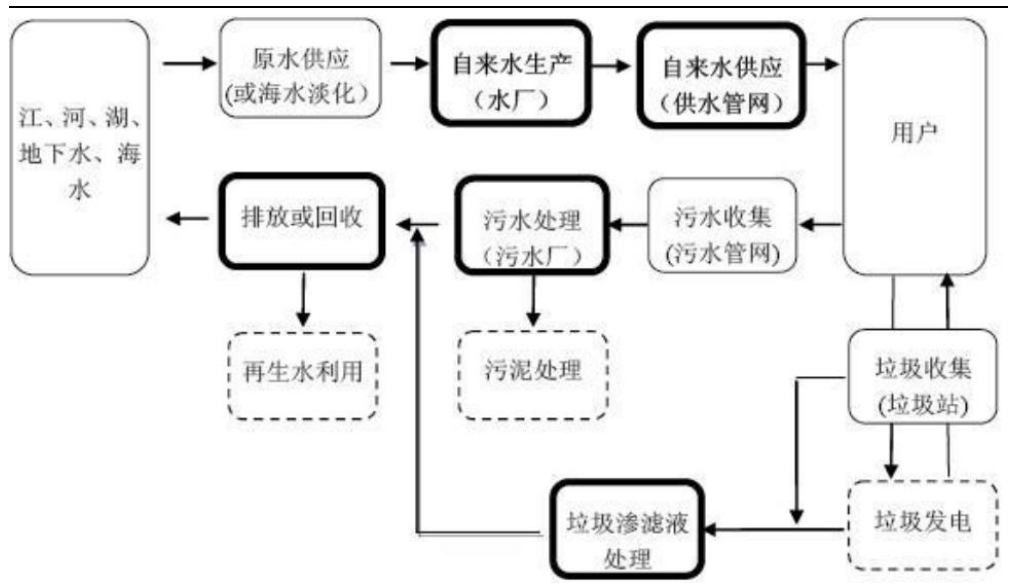
攻守兼具，水务及环保双主业驱动：兴蓉环境是西部第一、国内领先的水务环保综合服务商，立足于从自来水生产、供应到污水处理的水资源产业链，并积极拓展该产业链相关领域。公司目前业务主要分为水务和环保两大板块，包括自来水制售、污水处理服务和供排水管网工程等。

- ✓ **自来水生产与供应：**目前，兴蓉环境供水范围涵盖成都市中心城区、郫县、天府新区直管区和金堂县，并已拓展至海南、江苏等地，供水能力位居西部首位，属于区域性水务龙头企业，市场占有率很高。2017 年末，公司日供水能力达 251.80 万吨/日。2017 年，公司实现售水总量 7.70 亿吨。2018 年 H1，公司实现售水总量 3.85 亿吨
- ✓ **污水处理服务及管网工程：**兴蓉环境主要负责成都市中心城区的污水处理业务，2017 年末，公司在成都市中心城区拥有 7 座污水处理厂，污水处理能力 195 万吨/日，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖；异地拓展方面，公司在兰州、银川、西安、巴中、深圳和宁东等地合计具备 84.99 万吨/日的污水处理能力。2017 年末，公司总计污水处理能力为 279.99 万吨/日。2017 年公司污水处理量为 9.08 亿吨（同比+10.63%），成都市污水处理量占比为 69.60%。2018 年 H1，公司污水处理量为 4.50 亿吨
- ✓ **环保业务：**环保业务包括垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水利用和垃圾焚

烧发电等。1) **垃圾渗滤液处理业务**: 2017年, 公司处理垃圾渗滤液 84.28 万吨 (同比+12.06%)。目前, 公司拥有 2 座垃圾渗滤液处理厂, 垃圾处理能力为 2300 吨/日; 2018 年 H1, 公司运营、在建和拟建的垃圾渗滤液处理项目产能累计达 5630 吨/日。2) **垃圾焚烧发电业务**: 2017 年 3 月, 成都市万兴环保发电厂投入运营, 设计产能为 2400 吨/日, 主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧。2017 年, 公司垃圾焚烧上网电量 18875.77 万度。2018 年 H1 底, 公司运营、在建和拟建垃圾焚烧发电项目累计达 9300 吨/日。3) **污泥处理业务**: 公司采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺对污水污泥进行处理, 2017 年, 公司处理污泥 14.59 万吨 (同比+15.14%)。2018 年 H1, 公司处理污泥 7.51 万吨。公司在成都市中心城区污水污泥产能为 400 吨/天。2018 年 H1 底, 公司运营、在建和拟建污水污泥产能累计为 1780 吨/日。4) **中水服务业务**: 2017 年中水实际销售量为 4,913 万吨 (同比+7.01%), 2018 年 H1, 公司中水实际销售量为 4,315.87 万吨。2017 年末, 公司中水服务规模为 30 万吨/天。2018 年 H1, 公司运营、在建和拟建的 中水利用项目累计达 53 万吨/日。

业绩稳定且现金流优异的水务板块, 防御特性突出, 环保板块则成长性优异, 成为公司业绩增长亮点。

图3: 兴蓉环境主要经营自来水生产与供应、污水处理服务及管网工程和环保业务等三大类业务



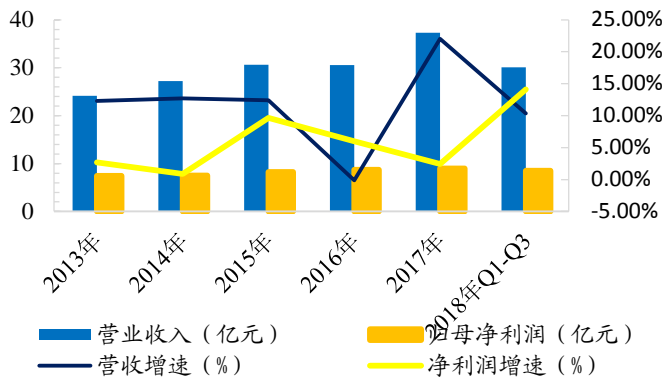
资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正后), 新时代证券研究所

1.3、业绩综述: 业绩持续稳健增长, 盈利能力优异

业绩持续稳健增长, 盈利能力优异: 2013-2017 年, 兴蓉环境营收 CAGR 为 11.46%, 归母净利润 CAGR 为 4.69%, 业绩持续稳健增长。2017 年, 兴蓉环境实现营业收入 37.31 亿元 (同比+22.01%), 实现归母净利润 8.96 亿元 (同比+2.46%)。2018 年 Q1-Q3, 兴蓉环境实现营业收入 30.07 亿元 (同比+10.34%), 实现归母净利润 8.49 亿元 (同比+14.13%)。

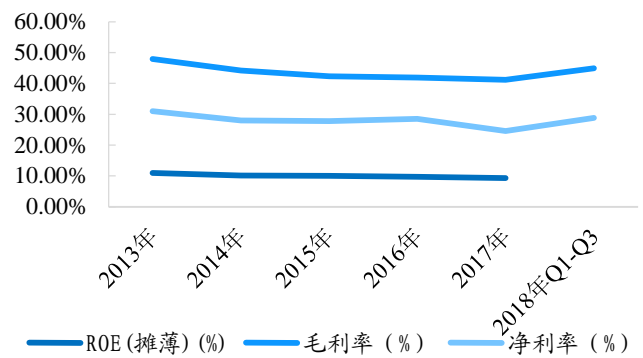
兴蓉环境的盈利能力较强, 2013-2017 年, 公司毛利率在 41%-48%, 净利率在 24.55%-31%, ROE 在 9%-11%。

图4: 2013-2018年前三季度,兴蓉环境业绩持续稳健增长



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图5: 2013-2018年前三季度,兴蓉环境盈利能力较强

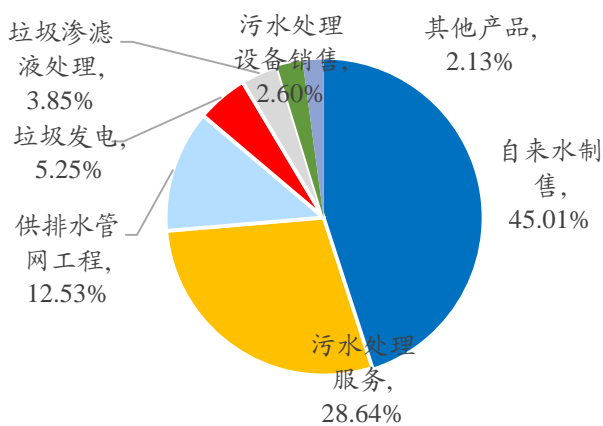


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

攻守兼具, 水务板块防御特性突出, 环保板块成长性优异: 分业务来看, 2018年H1, 营业收入中: 自来水制售营收 8.66 亿元 (占比 45.01%, 同比+6.93%), 污水处理服务营收 5.51 亿元 (占比 28.64%, 同比+6.83%), 供排水管网工程营收 2.41 亿元 (占比 12.53%, 同比+9.51%), 垃圾发电业务营收 1.01 亿元 (占比 5.25%, 同比+168.11%), 垃圾渗滤液处理营收 0.74 亿元 (占比 3.85%, 同比+7.26%), 污水处理设备销售营收 0.50 亿元 (占比 2.60%, 同比-1.18%), 其他业务营收 0.41 亿元 (占比 2.13%, 同比+8.69%)。

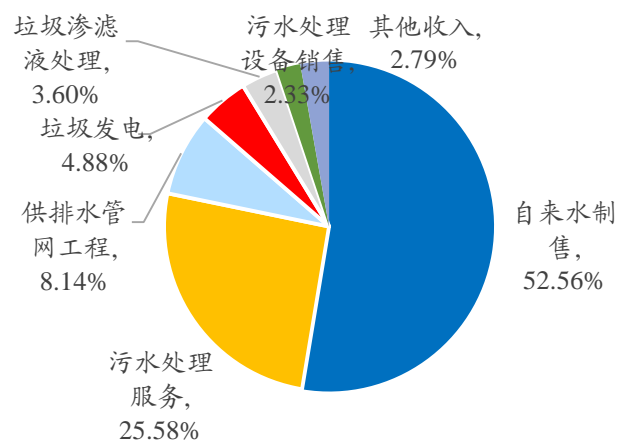
2018年H1毛利润中: 自来水制售毛利 4.52 亿元 (占比 52.56%, 同比+9.83%), 污水处理服务毛利 2.20 亿元 (占比 25.58%, 同比+12.69%), 供排水管网工程毛利 0.70 亿元 (占比 8.14%, 同比+82.06%), 垃圾发电毛利 0.42 亿元 (占比 4.88%, 同比+381.07%), 垃圾渗滤液处置毛利 0.31 亿元 (占比 3.60%, 同比+46.77%), 污水处理设备销售毛利 0.20 亿元 (占比 2.33%, 同比-16.64%), 其他业务毛利 0.24 亿元 (占比 2.79%, 同比+67.24%)。水务板块仍为兴蓉环境营收及毛利润的最主要来源 (占比均接近 90%), 但环保业务增速强劲, 业绩占比有望进一步提高。业绩稳定且现金流优异的水务板块, 防御特性突出, 环保板块则成长性优异, 成为公司业绩增长亮点。

图6: 2018年H1, 兴蓉环境水务板块营收占比接近90%



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图7: 2017年, 兴蓉环境水务板块毛利润占比接近90%



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

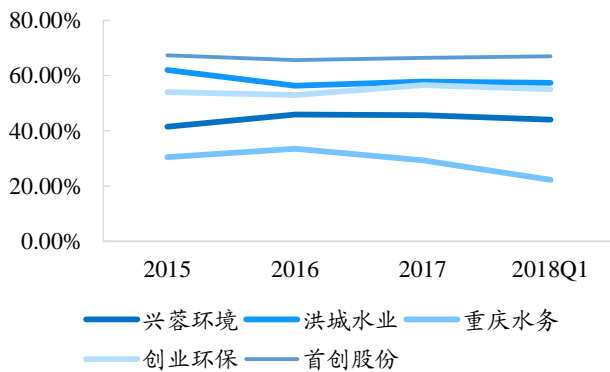
1.4、资产状况：杠杆率低，造血能力强，迎来外延整合优质资产良机

金融去杠杆，环保及公用事业企业违约浪潮迭起：环保及公用事业行业客户主要面向政府及大型工业企业，行业整体议价能力较弱（尤其是 To G 业务）。此外，2015 年起政府大力推行 PPP 模式，PPP 项目大多收益率较低，现金流状况堪忧。在金融去杠杆、利率上行、社融增速下滑背景下，环保及公用行业出现较多债券违约事项。

兴蓉环境长期、短期偿债能力较佳，现金流优异，造血能力充足：兴蓉环境约 90% 的营收及毛利润来自自来水供应及污水处理业务，为居民生活及城市治理的刚需领域，且采用特许经营，业绩稳定可持续，现金流状况优异，造血能力较强。在利率上行及银根缩减背景下，业务经营具备较强的抗冲击能力。利率上行时，行业迎来洗牌良机，兴蓉环境有望通过外延进一步扩张。

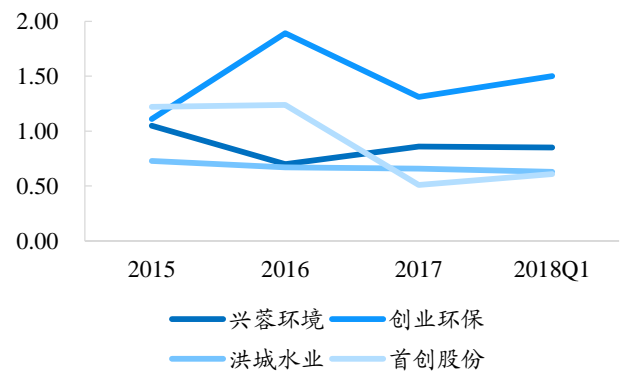
- ✓ **长期偿债能力而言：**近年来，公司资产负债率维持在 41%-46%，相比水务行业同类公司而言，具备较大提高资产负债率从而增厚 ROE 的潜力。

图8： 水务行业，兴蓉环境的资产负债率处于较低水平



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

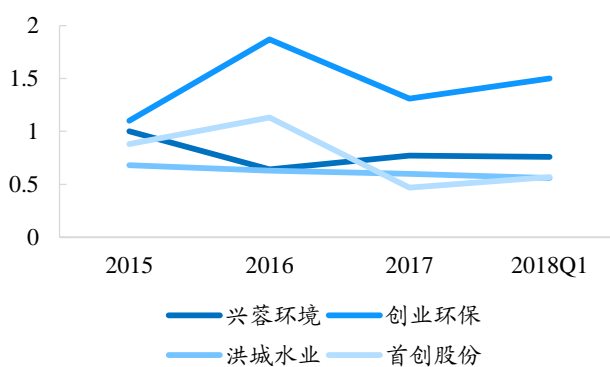
图9： 兴蓉环境的流动比率与同业水平接近



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

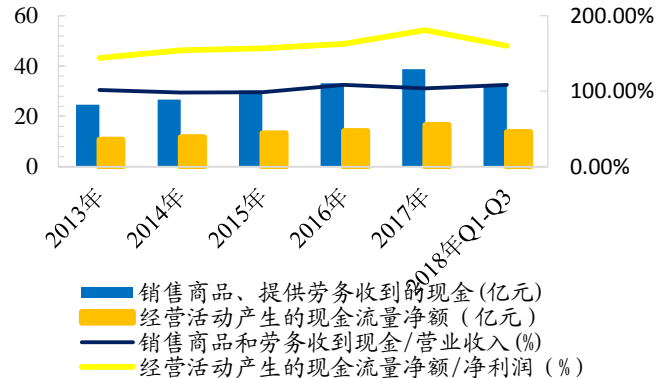
- ✓ **短期偿债能力而言：**兴蓉环境的流动比率、速动比率与同业水平接近，现金利用效率较高。2017 年，公司经营活动产生的现金流量金额为 16.57 亿（为同期净利润的 1.8 倍），现金流状况优异。

图10： 兴蓉环境的速动比率与同业水平接近



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图11： 兴蓉环境经营性现金流状况表现优异

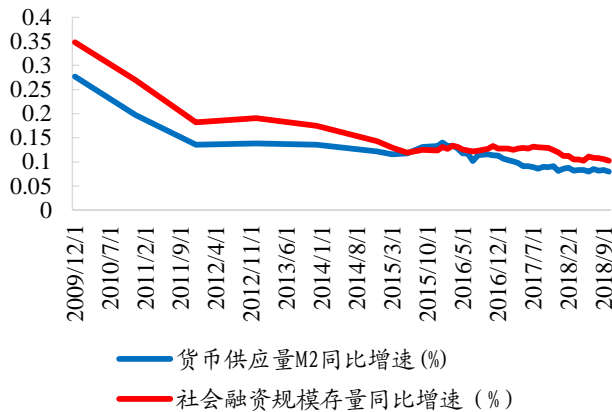


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

利率上行及银根收缩期，资产估值回落，兴蓉环境迎来外延整合优质资产良机：国内货币放水积累了较大的资产泡沫（尤其是房地产），当前国家正积极推进金融去杠杆，控制货币供应增速，避免系统性金融风险。国外，美国正进入加息周期，国

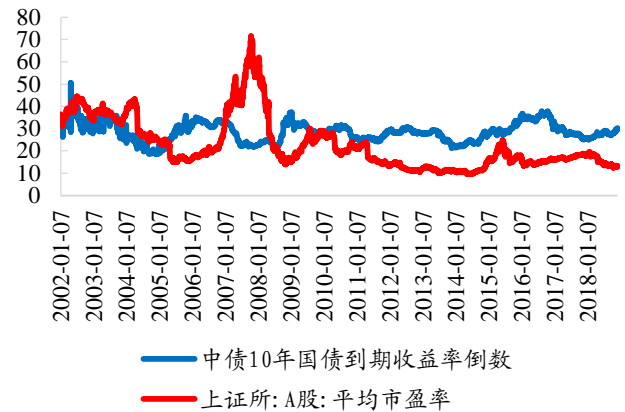
内面临被动加息压力。利率上行及银根收缩时期，资产价格将回落，盈利能力及现金流偏弱的企业面临经营困境，因此环保类资产价格回落幅度将更大。盈利能力突出及现金流状况优异的兴蓉环境，将迎来整合优质资产良机，于行业低谷中外延扩张做大。

图12: 金融去杠杆, 货币供应及社融增速降低较快



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图13: 利率上行时期, 资产估值降低较快



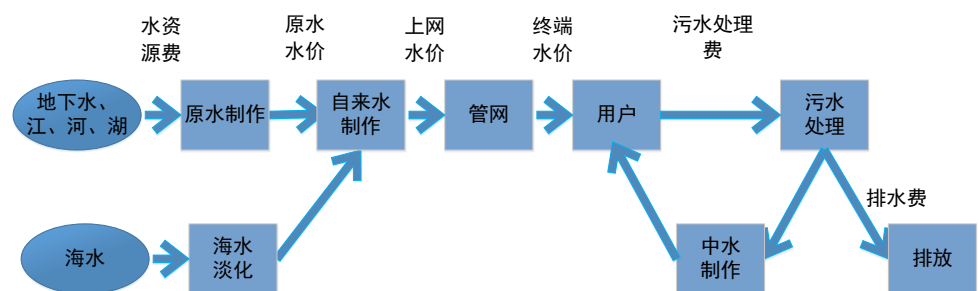
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

2、自来水供应: 成都市用水潜在空间巨大, 供水瓶颈缓解将进一步释放用水需求

2.1、成都市用水潜力空间巨大, 兴蓉环境供水盈利能力优于同行

水务行业产业链: 城镇水处理产业链包括原水采取、自来水生产、管网输送到用户、污水处理、中水回用等环节。目前, 兴蓉环境已经覆盖成都市自来水供应、中水回用、污水处理及污泥处置, 具备产业链一体化运营优势, 上下游协同效应较强。

图14: 城镇水处理产业链



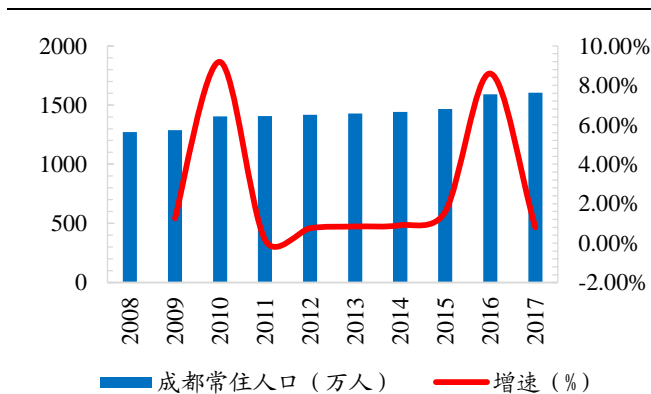
资料来源: 中投顾问产业研究中心, 新时代证券研究所

兴蓉环境具备完整供水产业链, 垄断成都市中心城区供水市场: 目前, 兴蓉环境自来水供应产能达 301.8 万吨/日, 其中成都地区供应能力为 278 万吨/日。公司自来水供应能力位居西部首位, 基本垄断了成都市自来水供应市场。公司自来水制售业务包括从水源取水、自来水净化、输水管网输送、自来水销售及售后服务的完整供水产业链, 供水区域主要集中在成都市及其周边区域, 通过城市给水管网向成都市中心城区、天府新区成都直管区以及郫县 (九个镇)、金堂县部分地区提供自来水供应服务。目前, 公司自来水业务主要由子公司成都市自来水有限责任公司负责, 其在成都市范围内的所有水厂的原水均取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河

和沙河，公司对原水进行沉沙、沉降、过滤、消毒等处理，成品水达到国家饮用水标准后输配给终端用水。异地供水业务，兴蓉环境已拓展至海南、江苏等地。

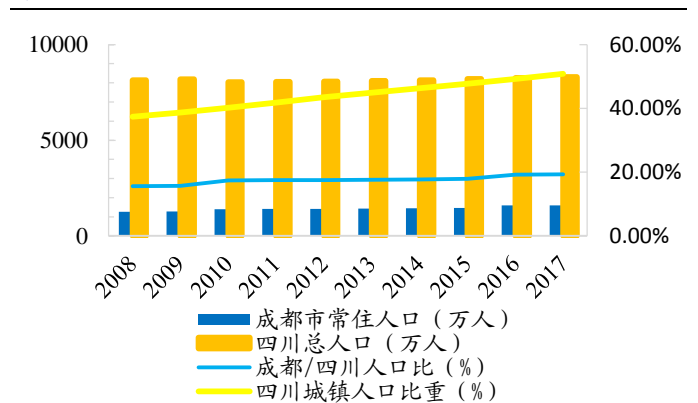
成都市还将继续吸引周边人口流入，至 2035 年常住人口增量空间高达 43.35%，催生旺盛的用水需求：2008-2017 年，成都市常住人口从 1270.60 万人增加至 1604.50 万人（CAGR 为 2.63%）。随着城镇化推进，成都市常住人口占四川省总人口比率从 2008 年的 15.61% 一路攀升至 2017 年的 19.33%。根据国外经验，一地区（或国家）的城镇化率在 30-70% 时，历经快速城镇化过程（城镇化第二阶段）。2017 年，四川省城镇化率仅为 50.79%，尚处于快速城镇化阶段。此外，在城镇化第三阶段（城镇化率 > 70% 的慢速城镇化阶段），人口仍将向大型都市圈集中。成都作为西部中心城市之一，将持续吸引周边人口流入。根据《成都市城市总体规划(2016-2030 年)》：至 2035 年，市域常住人口规模控制在 2300 万人以内（以 2017 年为基础，常住人口增量空间高达 43.35%），其中，中心城区城市人口规模控制在 1360 万，从而催生出强劲的用水需求。

图15: 2008-2017 年, 成都市常住人口 CAGR 为 2.63%



资料来源: Wind 资讯 (四川省统计局), 新时代证券研究所

图16: 2017 年, 成都市常住人口占四川省总人口比率为 19.33%



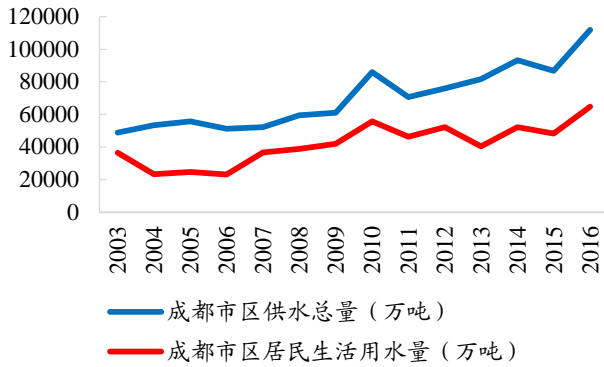
资料来源: Wind 资讯 (四川省统计局), 新时代证券研究所

成都市居民生活用水及非居民用水市场较好:2016 年, 成都市供水总量为 11.18 亿吨, 其中市区居民生活用水量为 6.47 亿吨, 居民生活用水量占比为 57.86% (即工业及其他领域用水量占比为 42.13%)。

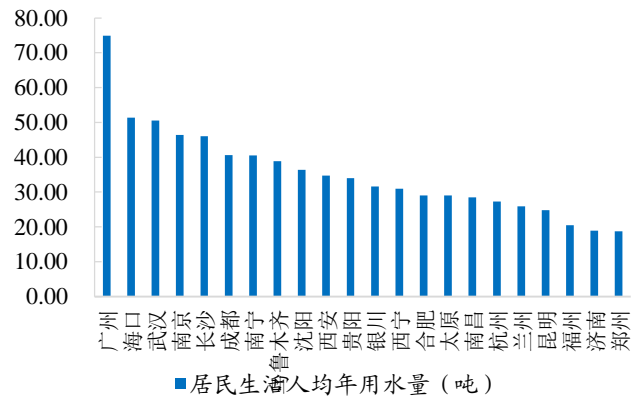
- ✓ **成都市的居民生活人均用水量有望提升:** 由于中国北方地区普遍缺水, 中国城市人均用水量呈现南高北低的格局。2016 年, 成都市居民生活人均年用水量为 40.64 吨/(人·年), 低于气候环境、水资源禀赋及经济发展状况相近的长沙市 46.04 吨/(人·年)、武汉市 50.51 吨/(人·年), 这与成都市自来水供应相对紧张, 部分抑制居民用水需求有关。根据中国水网, 成都市缺水问题日趋严重, 已步入全国 400 个缺水城市行列, 一到夏季, 成都市三环路一带仍用水紧张。2018 年 1 月, 兴蓉环境 50 万吨/日的自来水七厂二期正式投运, 成都市居民用水量有望提升。

图17: 2016 年, 成都市居民生活用水量占比约 57.86%

图18: 2016 年, 中国省会城市的居民生活人均年用水量



资料来源: Wind 资讯 (国家统计局), 新时代证券研究所

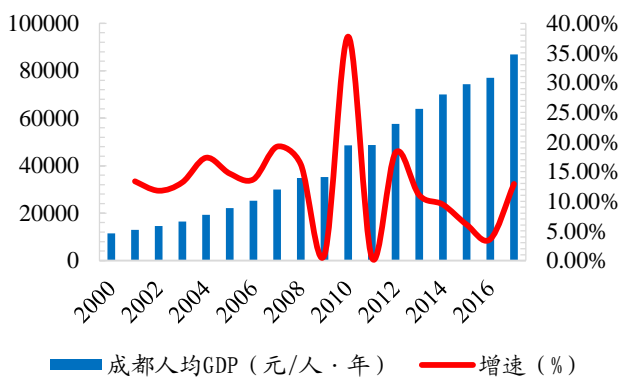


资料来源: Wind 资讯 (以各省会居民生活用水量/各省常住人口), 新时代证券研究所

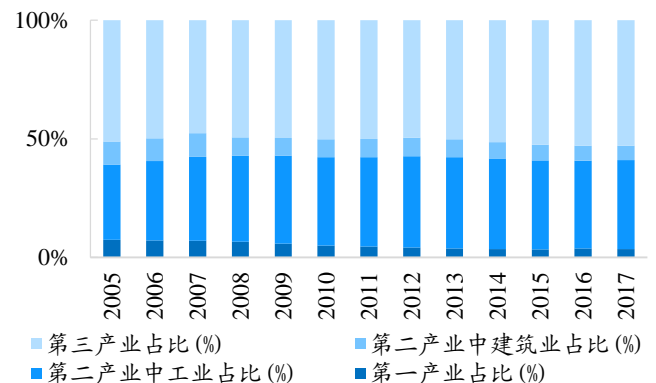
✓ **成都市 GDP 增速较快, 工业在 GDP 占比提升, 非居民用水需求旺盛:** 非居民用水中, 主要为工业用水。2007-2017 年, 成都人均 GDP 增速高达 11.22%, 经济增速较快。且成都市经济发展对房地产及金融依赖程度低, 2007 年-2017 年成都市 GDP 结构中, 第二产业中工业占比从 35.30% 进一步提升至 37.60%, 第二产业中建筑业占比从 9.9% 降低至 6.10%。成都市产业结构健康、韧性较强, 经济有望维持较快增长。此外, 工业在 GDP 中占比持续提升, 将催生大量的工业用水需求。

图19: 2007-2017 年, 成都人均 GDP 增速高达 11.22%

图20: 成都 GDP 结构中, 工业占比增加, 经济结构韧性较强, 催生工业用水需求



资料来源: Wind 资讯 (四川省统计局), 新时代证券研究所

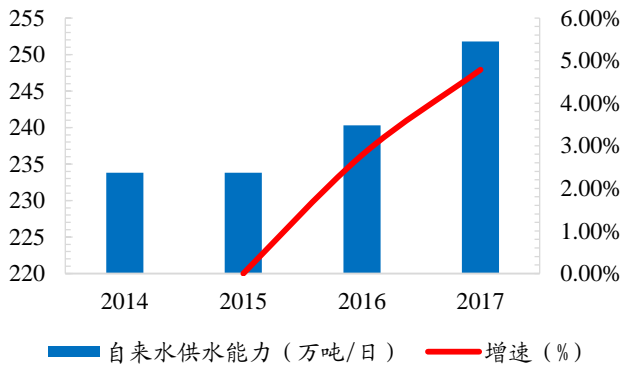


资料来源: Wind 资讯 (四川省统计局), 新时代证券研究所

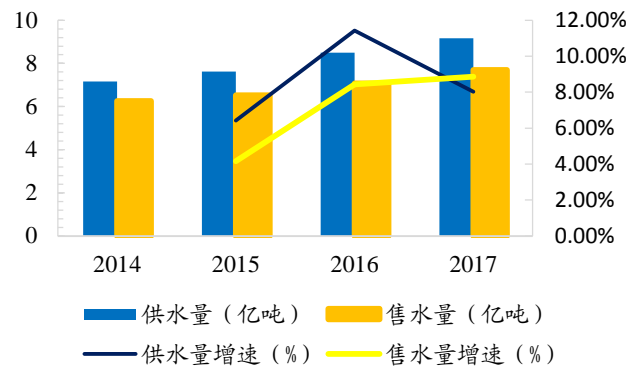
兴蓉环境自来水销售量持续稳健提升: 2014-2017 年, 兴蓉环境自来水供应产能从增加 233.8 万吨/日至 251.8 万吨/日 (CAGR 为 2.50%)。2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供水量 CAGR、销售量 CAGR 分别达 8.60%、7.13%。2017 年, 公司供水量、售水量分别达 9.17 亿吨 (同比+8.04%)、7.70 亿吨 (同比+8.83%)。2018 年 H1, 兴蓉环境实现自来水售水量 3.85 亿吨。

图21: 2017 年底, 兴蓉环境自来水供应产能达 251.8 万吨/日

图22: 2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供水量 CAGR、销售量 CAGR 分别达 8.60%、7.13%



资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票
据募集说明书(更正后), 新时代证券研究所



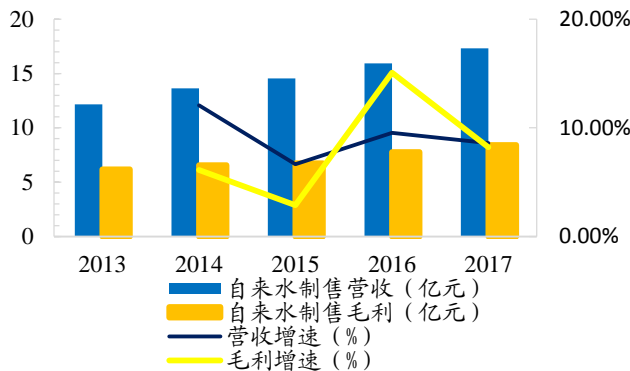
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

兴蓉环境自来水业绩稳步增长, 供水业务盈利能力高于同行: 2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供应营业收入 CAGR、毛利润 CAGR 分别达 8.27%、8.62%。2017 年, 兴蓉环境自来水供应分别实现营收、毛利润 17.31 亿元 (同比+8.59%)、8.42 亿元 (同比+8.23%)。2013-2017 年, 兴蓉环境自来水供应业务毛利率维持在较高水平 (46.46%-48.78%), 高于洪城水业、武汉控股、创业环保等供水业务毛利率。

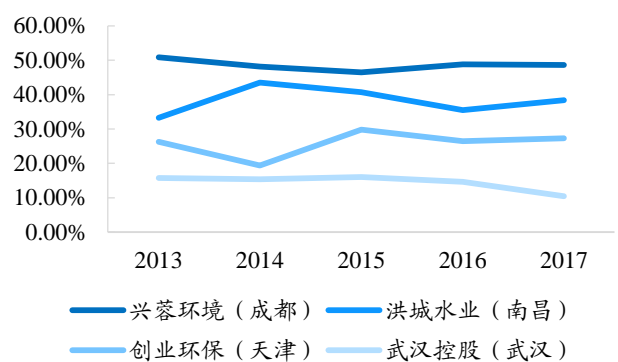
兴蓉环境自来水供应业务毛利率较高主要系: 1) **净水成本低:** 成都区域内水质优良, 且主要为地表水, 药耗投入少, 制水净化成本较低; 2) **输送成本低:** 成都市地形西高东低, 有利于水的运输、节省升高水位的电耗, 并降低管网维护成本; 3) **人力成本低:** 相较全国其他自来水厂, 公司平均劳动生产力成本比较低; 4) **管网漏损少:** 成都整体只有 11%, 比全国的大部分城市都要好。

图23: 2014-2017 年, 兴蓉环境的自来水供应营业收入 CAGR、毛利润 CAGR 分别达 8.27%、8.62%

图24: 2013-2017 年, 兴蓉环境自来水供应业务毛利率维持在较高水平 (46.46%-48.78%)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所



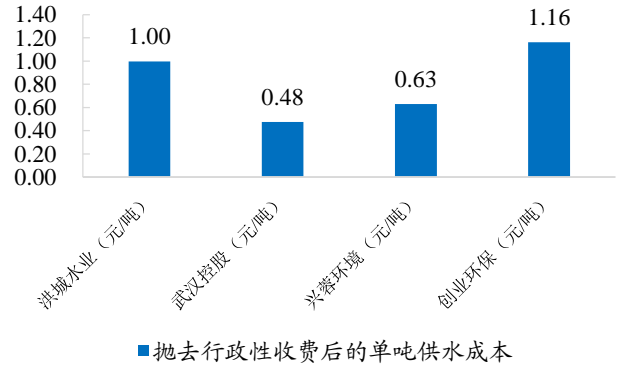
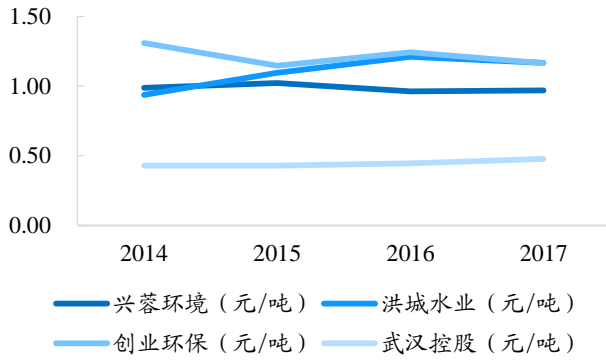
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

成本管控能力强, 水务运营能力优异, 兴蓉环境供水成本远低于同行: 成都自来水水价较高且供水成本较低, 兴蓉环境自来水供应单吨盈利高达 1.11 元/吨。在同行自来水供水成本逐年上升情况下, 2014 到 2017 年, 兴蓉环境的单吨水供应成本从 0.99 元/吨轻微下滑至 0.97 元/吨, 体现兴蓉环境良好的成本管控能力及优秀的水务行业运营能力。在抛去水资源费、水利工程水费等行政性收费后, 我们内部测算, 2017 年兴蓉环境的单吨供水成本为 0.69 元/吨, 远低于洪城水业 1 元/吨、创业环保 1.16 元/吨的单吨供水成本。由于武汉控股并不拥有供水管网等, 因此其供水成本、自来水售价均较同类企业低, 并非其运营管控能力更为优秀。

图25: 2014-2017 年, 兴蓉环境单吨水供应成本较低

图26: 抛去行政性收费后, 2017 年兴蓉环境单吨水供

应成本



资料来源：Wind 资讯（为统一单位，将洪城水业、创业环保的 1 立方米水折算成 1 吨水；单吨供水成本=供水业务成本/自来水生产量；其中，兴蓉环境、洪城水业供水成本包括水资源费、水利工程水费等行政性收费；），新时代证券研究所

资料来源：Wind 资讯（为统一单位，将洪城水业、创业环保的 1 立方米水折算成 1 吨水；单吨供水成本=供水业务成本/自来水生产量；各公司供水成本已经抛去水资源费、水利工程水费等行政性收费；由于武汉控股并不拥有供水管网等，因此其供水成本、自来水售价均较同类企业低，并不可比。数据截至 2018 年 7 月），新时代证券研究所

成都水价较高且供水成本更低，兴蓉环境供水业务盈利能力强：对比洪城水业，我们内部测算，兴蓉环境的单吨供水盈利为 1.11 元/吨，相较洪城水业单吨供水盈利（0.41 元/吨）要多出 0.7 元/吨，其中 0.33 元系成都市城市供水运营水费更高所致，另外 0.37 元系兴蓉环境单吨供水成本更低所致。

表1：成都自来水水价较高且供水成本较低，兴蓉环境自来水供应单吨盈利高达 1.11 元/吨

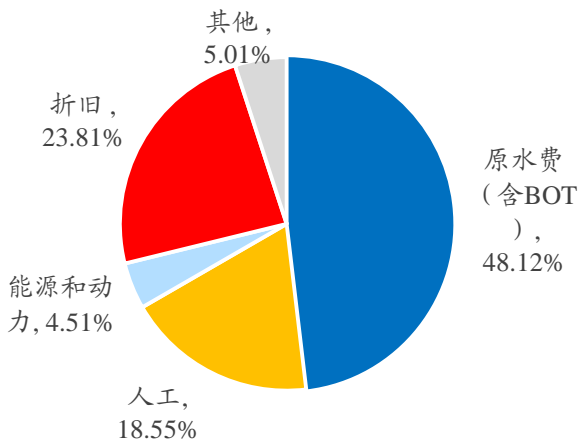
	居民到户 水价 (元/ 吨)	污水处理 费 (元/吨)	居民第一阶 梯价格水价 (元/吨)	城市供水运 营水费 (元/ 吨)	水利工程水 费 (元/吨)	水资源费 (元/吨)	供水企业	抛去行政性收费后的单 吨供水成本 (元/吨)	单吨供水盈利 (元/ 吨)
南昌	2.38	0.8	1.58	1.41		0.17	洪城水业	1.00	0.41
武汉	2.32	0.8	1.52	1.42		0.1	武汉控股	0.48	0.07
成都	3.03	0.95	2.08	1.74	0.24	0.1	兴蓉环境	0.69	1.11
天津	4.9	0.9	4	2.61		1.39	创业环保	1.16	1.45

资料来源：中国管网及洪城水业、武汉控股、兴蓉环境、创业环保等上市公司年报（武汉控股的自来水销售价格为 0.55 元/吨，并不直接等于居民供水价格；居民第一阶梯价格水价=居民到户水价-污水处理费；城市供水运营水费=居民第一阶梯价格水价-水利工程水费-水资源费；抛去行政性收费后的单吨供水成本=供水业务成本/自来水生产量-水资源费及水利工程水费等行政性收费；单吨供水盈利=城市供水运营水费-抛去行政性收费后的单吨供水成本；数据截至 2018 年 7 月），新时代证券研究所

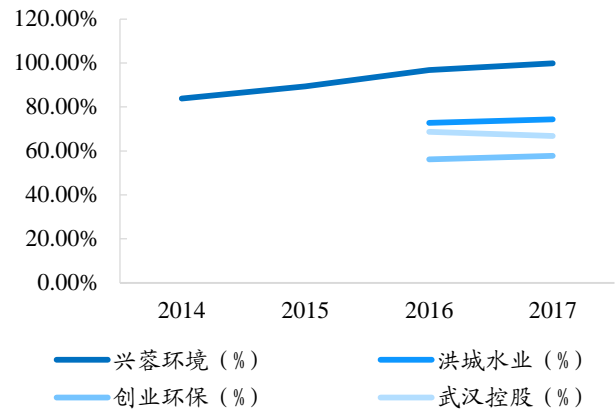
兴蓉环境自来水厂接近满产运行，提升供水毛利率，但也限制了高峰时期用水需求：兴蓉环境自来水厂产能利用率较高且近年来攀升较快，我们内部测算 2014-2017 年，兴蓉环境自来水供应产能利用率从 83.90% 逐步攀升至 97.47%（接近满负荷运行）。一般而言，为保障城镇居民的正常生活用水，自来水厂的设计规模均按照用水高峰时期规模来设计（部分水厂还需提前按照未来人口规划来设计），因此国内自来水厂的产能利用率普遍较低（平均水平在 60-70% 之间）。兴蓉环境接近满负荷的水厂运营，一方面提升了其供水毛利率（单吨制售水的折旧、人力成本更低），同时也反映了成都市区供水状况偏紧张的状况，限制了高峰时期成都市居民的用水需求。

图27： 2017 年 H1，兴蓉环境的供水成本占比 (%)

图28： 2014-2017 年，兴蓉环境自来水供应产能利用率较高



资料来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正后)，新时代证券研究所



资料来源：兴蓉环境、洪城水业、创业环保、武汉控股的历年年报(兴蓉环境产能利用率=(自来水年供应量/(自来水日产能*365天)))，新时代证券研究所

2.2、2018 年自来水产能增速接近 20%，成都市用水需求将进一步释放：

2018 年兴蓉环境自来水产能增速达 19.86%：2017 年底，兴蓉环境自来水供应产能为 251.8 万吨/日。随着 2018 年 1 月水七厂二期投入运营，2018 年公司自来水供应产能达 301.8 万吨/日（同比+19.86%）。当前，公司主要的投运及在建自来水厂项目有：

- ✓ **成都市一、二圈层供水产能：**2017 年底，兴蓉环境在成都市拥有四座自来水厂，分别为水二厂、水五厂、水六厂和水七厂（一期），设计供水能力分别为 23 万吨/日、15 万吨/日、140 万吨/日和 50 万吨/日，合计供水能力达到 228 万吨/日，主要为成都中心城区（不包括成都铁路局自来水厂供水范围及武侯区金花镇）及郫县郫筒镇、犀浦镇等九个镇提供自来水供应服务，同时通过趸售方式向龙泉、新都、双流三个区县供水。根据兴蓉环境官网的新闻中心披露，2018 年 1 月 18 日，水七厂二期（50 万吨/日）正式投入生产运营。此外，根据成都晚报，自来水公司已经着手开展水七厂三期工程前期工作（规划产能 50 万吨/日），计划 2018 年动工建设，2020 年建成投产。
- ✓ **成都市第三圈层供水产能：**2012 年，兴蓉环境收购成都市金堂县的沱源自来水公司 51% 的股权，当前沱源自来水公司供水能力为 10 万吨/日，可为金堂县赵镇、三星、清江、官仓及栖贤提供自来水供应服务。目前，天府国际机场专供水厂（2.5 万吨/日）正处于建设阶段，预计 2018 年可通水，但机场建设完成预计需到 2020 年（即供水并收费预计在 2020 年）。
- ✓ **异地供水产能：**异地供水业务，位于海南省的文昌市清澜供水开发有限公司供水能力为 3.8 万立方米/日，位于江苏省的沛县兴蓉水务发展有限公司供水能力为 10 万立方米/日。

水七厂二期项目投产缓解成都市自来水供应瓶颈，成都市用水需求将进一步释放：考虑自来水需求端较为稳定（营收端稳定），市场担忧水七厂二期 50 万吨/日项目转固定资产将降低公司自来水业务毛利率。2017 年底在建工程中，水七厂二期工程账面价值为 6.41 亿。2017 年 H1 自来水供应折旧成本为 0.95 亿（预计全年在 1.9 亿，对应 2016-2017 自来水厂平均产能为 246.5 万吨/日），假设自来水厂年折旧费用与自来水厂产能成正比，水七厂二期工程在建工程转

固定资产产生的年折旧费用约为 3861 万元，折合税后损益仅为 2896 万元，对业绩影响较小。此外，虽然近年来，公司自来水销售量增速在 8% 左右，我们计算兴蓉环境自来水供应产能利用率达 99.19%（基本为满负荷运行），因此产能利用率紧张抑制了“成都地区的夏季、傍晚等高峰时期用水量”，水七厂二期项目投产将降低用水紧张，进一步释放成都地区的用水需求，兴蓉环境的自来水销售情况将远好于先前年份。

表2: 截止 2018 年 6 月 28 日，兴蓉环境的自来水厂投产产能达 301.8 万吨/日

所处区域	自来水厂名称	设计供水产能 (万 m ³ /日)	供水区域	所属圈层 (限成都)	投产情况	在建投产日期
成都市	自来水二厂	23			1996	
	自来水五厂	15	成都中心城区 (不包括成都		1982	
	自来水六厂 (A 厂)	60	铁路局自来水厂供水范围		1996 年 7 月	
	自来水六厂 (BOT 厂)	40	及武侯区金花镇) 及郫县郫筒镇、犀浦镇等九个镇提供自来水供应服务, 同时通过	一、二圈层	2002 年 2 月	2017 年 8 月移交, 2018 年 7 月签购买协议
	自来水六厂 (C 厂)	40	趸售方式向龙泉、新都、双流三个区县供水		2010 年 5 月	
	自来水水七厂 (一期)	50			2014 年 5 月	
	自来水七厂二期	50			2018 年 1 月	
	成都金堂县沱源自来水厂	5	可为金堂县赵镇、三星、清江、官仓及栖贤提供自来水供应服务	三圈层	2012 年 1 月	
成都金堂县沱源自来水厂扩建项目	5			2016 年		
海南省	海南省的文昌市清澜供水开发有限公司	3.8			三期产能在 2016 年底投运	
江苏省	江苏省的沛县兴蓉水务发展有限公司	10			已投运	
投运产能合计		301.8				
成都市	自来水七厂三期					计划 2018 年完成立项、环评及勘察设计等; 力争 2019 年开工建设, 2020 年建成投产
		50	成都中心城区及周边	一、二圈层	立项阶段	
	天府国际机场专供水厂	2.5	天府国际机场	三圈层	在建	2018 年可通水, 但机场建设完成预计需到 2020 年
江苏省	沛县地表水厂二期扩建	10			在建	含深度处理 20 万 m ³ /d; 2018 年 H1 底完工进度 14.88%
在建及规划产能合计		62.5				
全部产能合计		364.3				

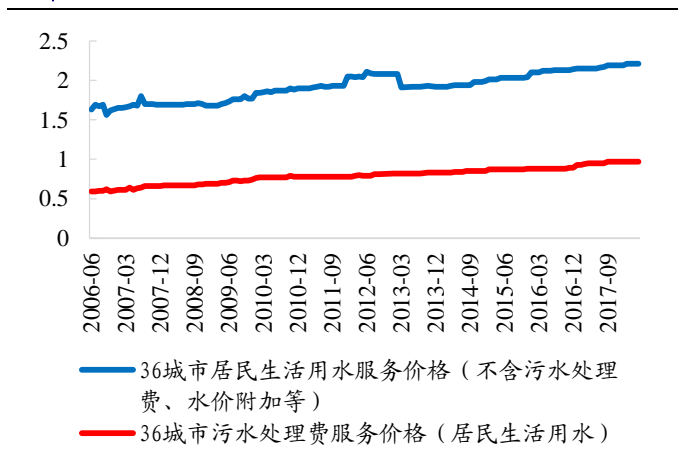
资料来源: 兴蓉环境公司公告及招标网, 新时代证券研究所

2.3、远期而言，成都市水价提升空间及兴蓉环境供水产销差降低空间均较大

国内水价远低于国际标准，成都水价潜在上涨空间较大：国外，自来供应价格及电费主要与居民可支配收入有关，占比均在 2-3% 左右。中国省会城市的人均居民生活用水量在 30-50 吨/（人·年），后续计算以 40 吨/（人·年）的生活用水量以 2017 年北京、上海、成都的居民第一阶梯用水为例：1）北京市生活用水价格为 5 元/吨（含污水处理费），人均可支配收入为 57230 元，水价占比为 0.35%；2）上海市水价为 3.45 元/吨，人均可支配收入为 58988 元，水价占比为 0.23%。3）成都市生活用水价格为 3.03 元/吨，人均可支配收入为 38918 元，水价占比为 0.30%。三城的年均用水价格占居民人均可支配收入比例，均远低于国际水平，水价上调对居民生活影响不大。根据 E20 供水联盟，2011-2015 年，中国平均水价从 1.91 元/立方米上涨至 2.26 元/立方米（CAGR 为 4.3%），且近年来，水价呈现加速上涨的态势。根据建设部《城乡缺水问题研究》，为促进公众节水，水费收入比在 2.5-3% 较为合适。因此从居民水价承受能力及促进公众节水方面考虑，未来成都市自来水水价仍有较大提升空间。但就水价调整周期而言，成都市阶梯水价规定自 2016 年 1 月 1 日起执行，有效期为 5 年，加之当前兴蓉环境供水业务毛利率尚处于高位，因此预计下一次成都市水价大幅调整需待 2021 年初。

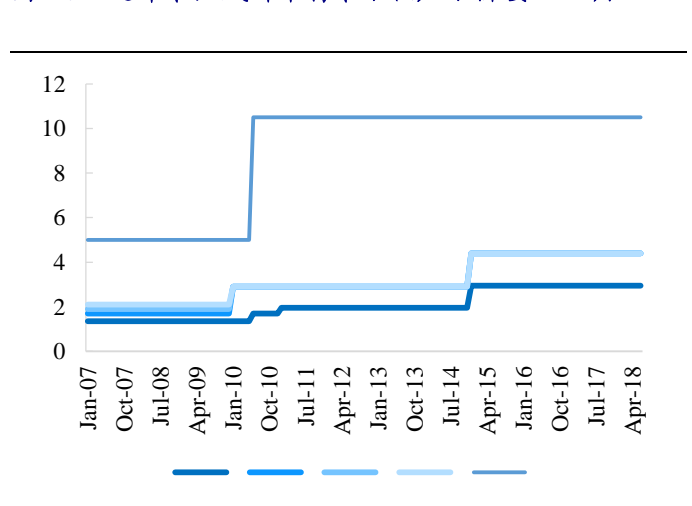
水价方面，公司向终端客户征收的自来水终端水价包括自来水价格和代收污水处理费。其中，污水处理费属于行政事业性收费，公司代收后上缴财政，2017 年居民生活用水终端水价较 2016 年上涨 0.05 元/吨，系污水处理费上涨所致。公司自来水终端价格按规定实施同步同幅联动调整，水费和水资源税联动调整，在 2016-2021 年期间，兴蓉环境供水业务毛利率有望维持。

图29： 36城市居民生活用水价格、及污水处理费逐年上升（元/吨）



资料来源：Wind 资讯(国家发改委)，新时代证券研究所

图30： 近年来，成都市自来水供应水价屡次上调



资料来源：Wind 资讯（为统一单位，将洪城水业、创业环保的 1 立方米水折算成 1 吨水），新时代证券研究所

产销差仍有较大降低空间，将明显改善兴蓉环境业绩：国内，大多自来水供应公司的供水产销率差达 20%。A 股上市的自来水供应公司大多运营优势较强，产销差控制较好，我们统计 2013-2017 年 A 股权自来水公司产销差率均值在 9.66%-12.18%。2017 年，兴蓉环境自来水供应产销差率在 12.53%，产销差较低。但相比国内第一梯队供水梯队（~10%）产销差而言，公司供水产销差仍有较大提升空间。如汉威科技智慧水务自来水厂，可将自来水产销差降低至 3% 左右。兴蓉环境管理层在降低自来水供应产销差方面决心较大，新任管理层干劲充足、执行力

强，预计降低产销差能取得良好成效，从而进一步改善供水业绩。

表3: A股自来水供应公司的产销差情况

A股自来水供应公司	2013	2014	2015	2016	2017
兴蓉环境	14.76%	12.54%	14.40%	12.82%	12.53%
洪城水业				17.93%	17.63%
瀚蓝环境	3.14%	4.03%		6.76%	3.34%
重庆水务				14.61%	13.73%
江南水务	8.86%	7.65%	6.89%	7.84%	8.07%
钱江水利		10.38%	8.84%	8.24%	8.40%
中山公用	13.97%	13.73%	13.18%	13.18%	12.54%
平均值	10.18%	9.66%	10.83%	12.18%	11.40%

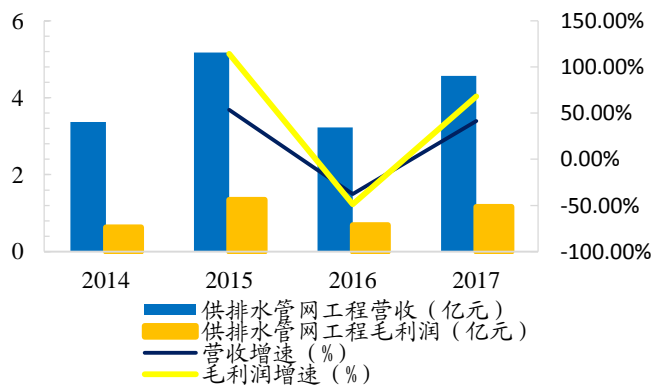
资料来源: Wind 资讯 (产销差率=[(供水量-售水量)/供水量]; 洪城水业产销差来自企业年报)
新时代证券研究所

2.4、供排水工程尚处于积极建设阶段，兴蓉环境供排水工程业务还将持续增长:

供排水工程尚处于积极建设阶段，兴蓉环境供排水工程业务还将持续增长: 供排水管网业务为工程业务，“营收确认及毛利率”与特定工程项目“施工进度及收益率水平”联系密切，使得供排水管网工程的历年营收及毛利率水平波动较大。2017年，兴蓉环境供排水管网工程营业收入、毛利润分别为4.57亿（同比+41.49%）、1.16亿（同比+68.12%）。供排水管网工程毛利率从2016年21.31%提升到2017年25.41%。

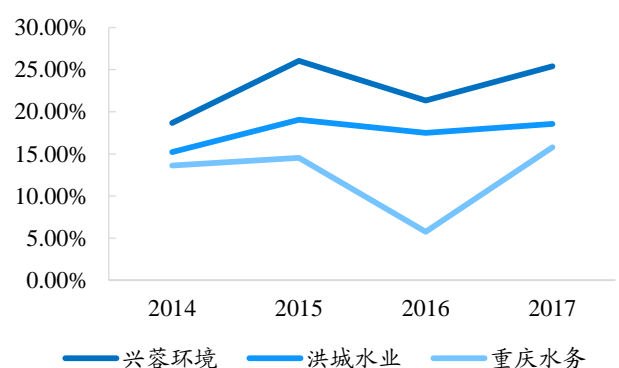
目前，兴蓉环境在建的主要给水输水管线项目为成都绕城高速给水输水管线工程（工程预计投资11.53亿元，2017年底、2018年H1底完工进度分别为32.42%、42.28%）及沙西线给水输水管线工程（工程预计投资8.67亿元，2017年底、2018年H1底完工进度分别为80.66%）。上述工程尚处于积极推进阶段，兴蓉环境供排水管网工程业务还将持续增长。

图31: 2017年，兴蓉环境供排水管网工程营业收入、毛利润分别为4.57亿、1.16亿



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图32: 2014-2017年，兴蓉环境的管道工程毛利率波动较大



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

3、污水处理：盈利有望改善，在建产能投产及提标改造将贡献新增量

3.1、污水处理运营优势突出，毛利率有望企稳回升

十三五期间，污水处理市场空间巨大：随着《水十条》、新《环保法》出台，污水处理标准日益上台阶。国内污水处理市场空间巨大，根据国务院于2016年12月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，截至2015年末，我国城镇污水处理能力已达到2.17亿立方米/日，城市污水处理率达到92%，县城污水处理率达到85%，我国城镇污水处理率基本完成“十二五”规划目标。“十三五”期间规划新增污水管网12.59万公里，老旧污水管网改造2.77万公里，合流制管网改造2.88万公里，新增污水处理设施规模5.22亿立方米/日，提标改造污水处理设施规模4220万立方米/日，新增污泥（以含水80%湿污泥计）无害化处置规模6.01万吨/日，新增再生水利用设施规模1505万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模831万立方米/日。计划新建配套污水管网投资2134亿元，老旧污水管网改造投资494亿元，雨污合流管网改造投资501亿元，新增污水处理设施投资1506亿元，提标改造污水处理设施投资432亿元，新增或改造污泥无害化处理处置设施投资294亿元，新增再生水生产设施158亿元，初期雨水污染治理设施投资81亿元，地级及以上城市黑臭水体整治控源截污涉及的设施建设投资约1700亿元。

表4：“十三五”污水处理主要目标及建设任务

指标		2015年	2020年	“十三五”新增
污水处理率 (%)	城市	91.9	95(其中：地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理)	3.1
	县城	85	≥85其中：东部地区县城力争达到90	/
	建制镇	/	70其中：中西部地区建制镇力争达到50	/
污泥无害化处置率	城市	53	75 其中：地级及以上城市90	22
	县城	24.3	力争达到60	35.7
	重点镇	/	提高5个百分点	5
再生水利用率(%)	京津冀地区	35.0	≥30*	/
	其中：北京	65.9	68.0	2.1
	其中：天津	28.5	30.0	1.5
	其中：河北	27.7	30.0	2.3
	缺水城市	12.1	≥20	7.9
	其他城市和县城	4.4	力争达到15	11.6
污水管网规模(万公里)		29.65*	42.24	12.59
污水处理设施规模(亿立方米/日)		21744	26766	5022
污泥无害化处置设施规模(万吨/日)		3.74*	9.75	6.01
再生水生产设施规模(亿立方米/日)		2653*	4158*	1505*

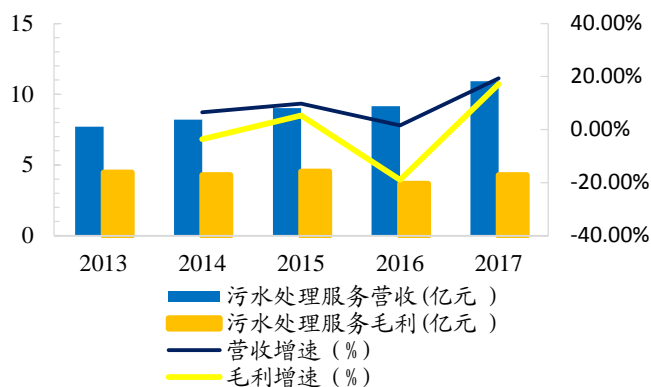
资料来源：“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划，新时代证券研究所

2017年兴蓉环境污水处理营收快速增长，后续毛利率有望企稳回升：目前。公司主要负责成都市中心城区的污水处理业务，2017年末，公司在成都市中心城区拥有7座污水处理厂，污水处理能力195万吨/日，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖。近年来，公司还进行了异地拓展，在兰州、银川、西安、巴中、深圳、宁东等地合计具备84.99万吨/日的污水处理能力。得益于公司丰富的污水处理经验和业务区域范围拓展，公司污水处理规模稳步提升。

2013-2017年，兴蓉环境的污水处理业务营业收入CAGR、毛利润CAGR分别为9.09%、-0.91%。受益于污水处理量增长和成都市区污水处理服务结算价格的上涨，2017年兴蓉环境污水处理业务实现营业收入10.92亿元（同比+19.34%），实现毛利润4.30亿元（同比+17.17%），污水处理业绩增速较快。

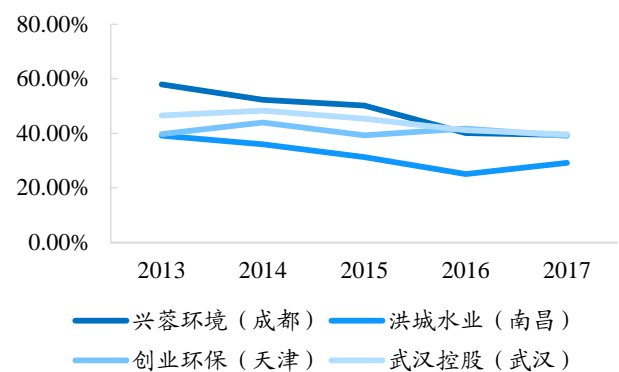
2013-2016年，兴蓉环境污水处理业务毛利率从57.91%下滑至40.11%。虽然污水处理毛利率有所下滑，与其他污水处理公司相比，公司污水处理毛利率已经较为接近，污水处理业务后续毛利率继续下滑空间不大。受益于2017年污水处理提标改造推进，2017年兴蓉环境污水处理毛利率仅略微下滑0.7个百分点至39.41%，下滑幅度明显缩窄，后续污水处理毛利率有望企稳回升。

图33： 2013-2017年，兴蓉环境污水处理业务营业收入CAGR、毛利润CAGR分别为9.09%、-0.91%



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图34： 随着污水处理提标改造推进，兴蓉环境污水处理业务毛利率有望企稳回升

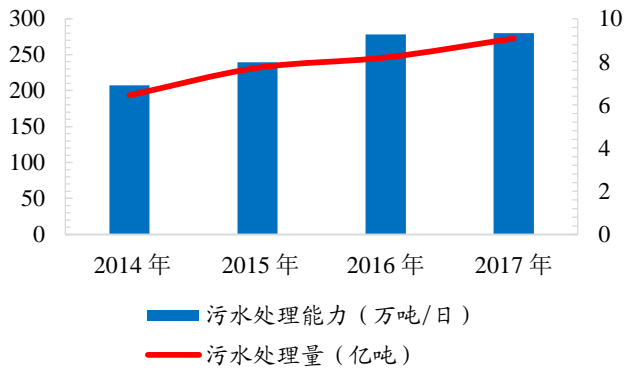


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

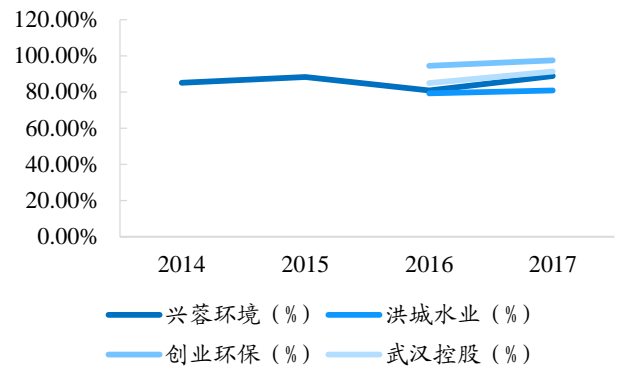
污水处理产能增速较快，产能利用率处于高位：2014-2017年，兴蓉环境污水处理产能CAGR为10.50%、污水处理产量CAGR为12.07%。2017年，公司污水处理产能为279.99万吨/日（同比+0.72%），污水处理产量为9.08亿吨/年（同比+10.63%）。其中，当年成都市污水处理量为6.32亿吨，占当期污水处理量的69.60%。2017年，兴蓉环境污水处理产能利用率为88.85%，与同业水平较为接近，产能利用率处于较高水平。

图35： 2017年，兴蓉环境污水处理产能为279.99万吨/日、污水处理产量为9.08亿吨/年

图36： 2017年，兴蓉环境污水处理产能利用率为88.85%，与同业水平较为接近



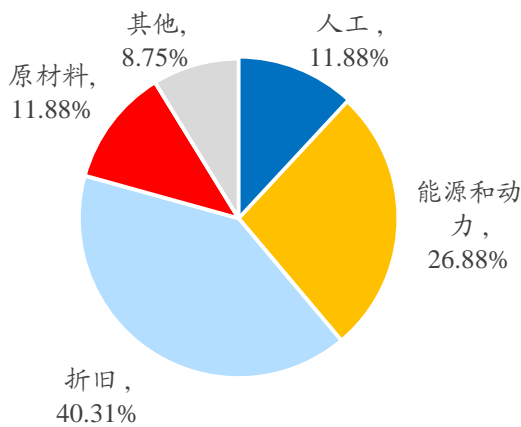
资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正后), 新时代证券研究所



资料来源: 兴蓉环境、洪城水业、创业环保、武汉控股等公司年报(其中, 兴蓉环境污水产能利用率为年污水处理量/(365*污水处理日产能)), 新时代证券研究所

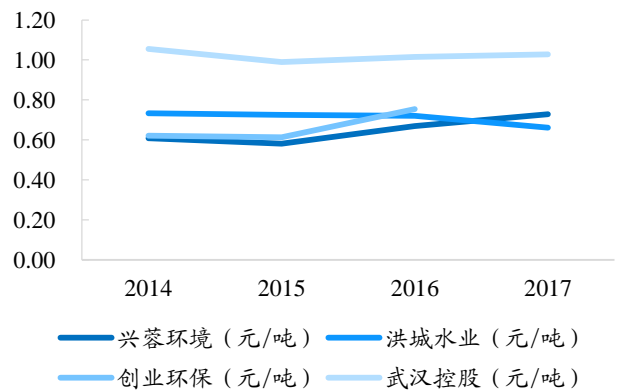
兴蓉环境污水处理运营优势突出, 成本管控能力强: 2017年, 兴蓉环境污水处理成本在 0.73 元/吨, 与洪城水业污水处理成本 (0.66 元/吨) 接近, 远低于武汉控股污水处理成本 (1.03 元/吨)。由于洪城水业的污水处理厂大多位于江西省县级区域, 污水处理的人工、能源及动力、原材料成本较低。兴蓉环境与武汉控股污水处理厂大多分布在各自的省会成都、武汉, 可比程度更高。因此, 兴蓉环境污水处理运营优势明显, 成本管控能力强。

图37: 2017年H1, 兴蓉环境污水处理成本构成占比 (%)



资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正后), 新时代证券研究所

图38: 2017年, 兴蓉环境污水处理成本在 0.73 元/吨, 成本管控较高, 运营能力较强



资料来源: Wind 资讯(为统一单位, 将洪城水业、创业环保的 1 立方米水折算成 1 吨水), 新时代证券研究所

3.2、在建污水处理厂产能充足, 预计 2019 年后进入密集投放期

我们统计兴蓉环境当前投入运营、在建、以及远期规划的污水处理厂产能情况, 目前公司在成都内、成都外已经投运的污水处理厂产能共计 279.9 万吨/日, 我们根据计划投资金额及万吨污水处理厂所需投资规模, 估测兴蓉环境在建的污水处理厂项目产能合计为 72.5 万吨/日 (占已投运污水处理厂的 25.80%)。随着公司在建的污水处理厂的建设完工, 污水处理能力将会有进一步增加。

- ✓ **投运产能:** 2017 年底, 兴蓉环境在成都地区已经投运的污水处理厂项目主要有: 第三污水处理厂 (20 万吨/日)、第四污水处理厂 (15 万吨/日)、第五污水处理厂 (20 万吨/日)、第六污水处理厂 (10 万吨/日)、第七污水处理厂 (10 万吨/日)、第八污水处理厂 (20 万吨/日)、第九污水处理厂 (100

万吨/日)、高新区中和污水处理项目一期(5万吨/日、2018年投运),成都地区污水处理厂合计处理规模达195万吨/日。公司在成都以外已投运的污水处理厂项目主要有:兰州七里河污水处理厂(20万吨/日)、西安二污二期污水处理厂(20万吨/日)、西安一污二期污水处理厂(10万吨/日)、银川第六污水处理厂(5万吨/日)、深圳龙华污水处理厂二期(25万吨/日)、巴中经开区污水处理厂(1.99万吨/日)、宁东临河污水处理厂(2万吨/日)、宁东化工新材料园区污水处理厂(0.5万吨/日工业污水)、宁东煤化工园区污水处理厂(0.5万吨/日工业污水),在成都外的污水处理项目共计84.99万吨/日。综上,公司在成都内、成都外已经投运的污水处理厂产能共计279.99万吨/日。

- ✓ **在建产能:** 根据兴蓉环境2018年中报的在建工程项目披露,截止2018年H1底,公司在建的污水处理厂项目主要有:巴中兴蓉第二污水处理厂一期(完工进度为76%)、高新区中和污水处理项目远期(尚处于招投标阶段)、第九污水处理厂二期项目(完工进度0.19%)、银川第六污水处理厂远期工程BOT项目(2018年H1底已投资为423万元)、成都合作污水处理厂三期(完工进度18.11%)。我们根据计划投资金额及万吨污水处理厂所需投资规模,估测上述在建的污水处理厂项目产能合计为72.5万吨/日。以1.5年污水处理厂建设期来计算,巴中兴蓉第二污水处理厂有望在2018年投运,而高新区中和污水处理项目远期、第九污水处理厂二期、银川第六污水处理厂远期、成都合作污水处理厂三期预计将在2019年投运。
- ✓ **远期及拟建产能:** 目前,我们统计的公司在手的远期及拟建污水处理项目主要有:江苏沛县PPP项目13个建制镇污水处理厂(8.3万吨/日)、宁夏宁东基地水资源综合利用PPP项目(7个工业水处理子项目)、宁夏宁东基地水资源综合利用PPP项目续建(1.5万吨/日工业水处理)、巴中市经开区污水处理厂二、三期(17万吨/日)、巴中市第二污水处理厂二、三期(12.5万吨/日),公司拟建及远期规划产能合计为39.3万吨/日。

表5: 兴蓉环境的污水处理产能情况

所处区域	污水处理厂名称	类型	设计污水处理产能 (m ³ /日)	污水处理价格 (元/吨)	特许经营期间 (年)	投产情况	在建投产日期
成都市	第三污水处理厂		20			2004年9月	
	第四污水处理厂		15			2004年9月	
	第五污水处理厂		20			2007年12月	
	第六污水处理厂		10	1.63		2007年12月	2017年8月移交
	第七污水处理厂		10			2007年12月	
	第八污水处理厂		20			2008年12月	
	第九污水处理厂		100			2014年6月	
	高新区中和污水处理项目(一期)		5	1.62	30	2018年投产	
	兰州	兰州七里河污水处理厂	TOT	20	0.83		2010年
西安	西安二污二期污水处理厂	BOT	20	0.956	30年	2013年	
	西安一污二期污水处理厂	BOT	10	1.26		2014年	
宁夏银川	银川第六污水处理厂	BOT	5	0.89		2014年	
深圳龙华	深圳龙华污水处理厂(二期)	委托运营	25	0.364	8年	2012年	

所处区域	污水处理厂名称	类型	设计污水处理产能 (m ³ /日)	污水处理价格 (元/吨)	特许经营期间 (年)	投产情况	在建投产日期
四川巴中	巴中经开区污水处理厂	BOT	1.99	1.5	28 年	2015 年 4 月	
	宁东临河污水处理厂	BOT	2	2.4	30 年	2017 年	
宁夏宁东	宁东化工新材料园区污水处理厂	BOT	0.5 (工业污水)	5.4	30 年	2017 年	
	宁东煤化工园区污水处理厂	BOT	0.5 (工业污水)	5.4	30 年	2017 年	
投运产能合计			279.99				
巴中市	巴中兴蓉第二污水处理厂 (一期)		7.5	1.17	28	计划投资金额为 3.01 亿元, 2018 年 H1 底已投资金额 2.29 亿元, 完工进度为 76%	
成都市	高新区中和污水处理项目 (远期)		30		30	2017 年底在建工程中, 显示已经投资金额 2.24 亿元 (其中一期金额为~2.21 亿元)。2018.7.5, 中国污水处理工程网显示四川成都市中和污水处理厂二期项目施工图技术文件尚处于招投标阶段	
	成都合作污水处理厂三期		10			计划投资金额 5.97 亿元, 2018 年 H1 底完工进度为 18.11%	
	第九污水处理厂二期项目		(15, 根据巴中兴蓉二期的投资额估算)			项目计划投资金额为 6.37 亿元, 2018 年 H1 底已投资为 120 万元, 完工进度 0.19%。	
	银川第六污水处理厂 BOT 项目 (远期工程)		10		30	2018 年 H1 底, 已投资为 423 万元;	
在建产能合计			72.5				
	江苏沛县 PPP 项目 13 个建制镇污水处理厂		8.3		30		
	宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目		包含 7 个子项目 (工业水处理)		30		
	宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目续建		1.5 (工业水处理)		30		
	巴中市经开区污水处理厂 (二、三期)		17		28		
	巴中市第二污水处理厂 (二、三期)		12.5		28		
拟建及远期规划产能合计			39.3				
全部产能合计			391.79				

资料来源: 兴蓉环境公司公告, 中国污水处理工程网 (链接:

<https://www.szbbox.com/Project/ShowProject.aspx?pid=8f28de29-da48-41f6-9583-8f54172c8ef7> 以建设成都市中和污水处理厂项目 5 万吨/

天, 投资额 1.4 亿计算; 部分污水处理厂规模为根据投资金额及万吨投资金额来估算; 拟建及远期规划产能, 暂未能包括宁夏宁东基地水资源综合利用 PPP 项目的 7 个子项目产能), 新时代证券研究所

3.3、待提标改造的污水处理产能达 120 万吨/日, 提标改造将贡献业绩新增量

污水处理直接面向政府客户, 可产生稳定现金流: 污水处理企业客户多为政府市政部门, 污水处理的结算价格和费用支付模式均由双方通过协议或招标等方式确定, 运营期限在 20-30 年之间, 业务运营稳定。付费机制而言, 污水处理企业无权对排污企业直接征收污水处理费, 需由政府部门征收污水处理费并上交地方财政, 再根据污水厂所处理的水量, 由地方财政部门根据协议约定的结算价格和费用支付模式向公司付费。因此在项目合同运营期内, 污水处理水价基本稳定。相比个人/企业客户而言, 污水处理企业直接向政府收费, 资金回款情况良好, 可产生稳定现金流入。

待提标改造的污水处理产能达 120 万吨/日, 提标改造将贡献业绩新增量: 兴蓉环境污水处理采取政府采购形式。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次, 2017 年 1 月 1 日起, 成都市区污水处理服务结算价格为 1.63 元/吨(较上年增加 0.10 元/吨), 主要系公司实施了第三、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, 提高污水处理规模和处理质量。兴蓉环境第三、四、五、八污水处理厂的产能合计为 75 万吨/日。根据兴蓉环境 2017 年年报披露: 2018 年度, 公司继续推进成都市第六、七、九污水处理厂扩能提标改造项。待提标改造的第六、七、九污水处理厂产能合计 120 万吨/日。随着上述污水处理厂改扩建及提标改造完成, 污水处理价格有望继续提升, 污水处理业务将贡献新增量。

4、环保业务: 环保项目产能利用率高, 在手项目充足, 业绩有望高速增长

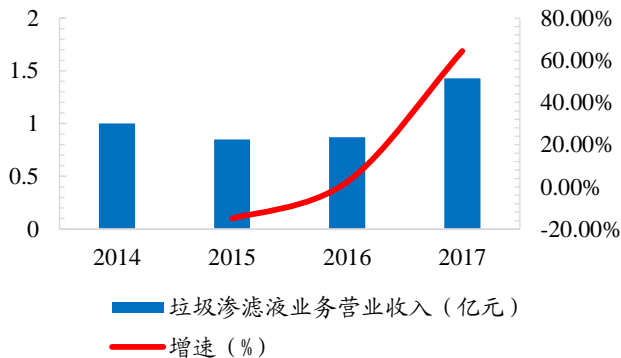
兴蓉环境环保业务主要包括垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处置和中水服务等, 其中垃圾焚烧发电业务为 2017 年新增业务。2017 年环保业务收入为 3.90 亿元(同比大幅+108.75%), 主要系新增垃圾焚烧发电产生 1.39 亿元和垃圾渗滤液增加 0.55 亿元收入所致。公司环保业务占营收比例从 2016 年的 6.10% 提升至 10.44%, 成为驱动公司业绩的重要增长极。

4.1、成都垃圾渗滤液处理产能紧俏, 产能投放加快, 毛利率改善明显

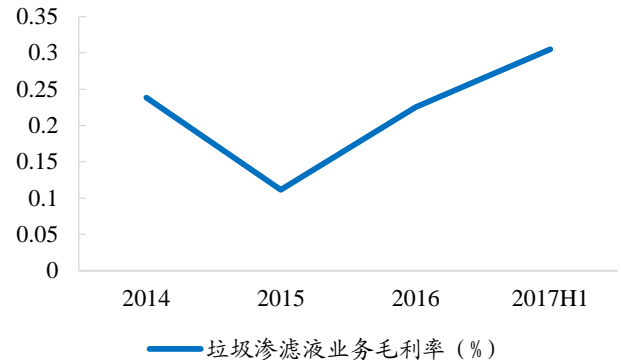
垃圾渗滤液处理费上调, 毛利率明显改善: 垃圾渗滤液含有大量有机质、氮、磷以及重金属, COD 与 BOD 值非常高, 严重污染周围地下水和地表水。垃圾渗滤液成分、性质复杂, 处理亦较为棘手。目前, 兴蓉环境拥有 2 座垃圾渗滤液处理厂, 垃圾处理能力为 2300 吨/日, 特许经营权达 20 年。2017 年, 公司处理垃圾渗滤液 84.28 万吨(同比+12.06%)。公司垃圾渗滤液处理收入为 1.43 亿元(同比+63.23%), “垃圾渗滤液营收增速高于处理量增速”采购价的上升。2018 年 H1 底, 公司运营、在建、拟建垃圾渗滤液处理项目产能 5630 吨/日。

垃圾渗滤液处理由政府购买服务, 定价每三年核定一次。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(相比第二期上涨 11.94 元/立方米), 执行期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日。上调主要原因为国家增值税税收政策调整及部分必要的成本费用增加, 第三期核定的垃圾渗滤液服务

价格符合特许经营协议约定的合理利润。垃圾渗滤液处理费上调也显著改善了该项业务毛利率，兴蓉环境垃圾渗滤液毛利率从2016年22.49%提升至2017年H1的30.48%。

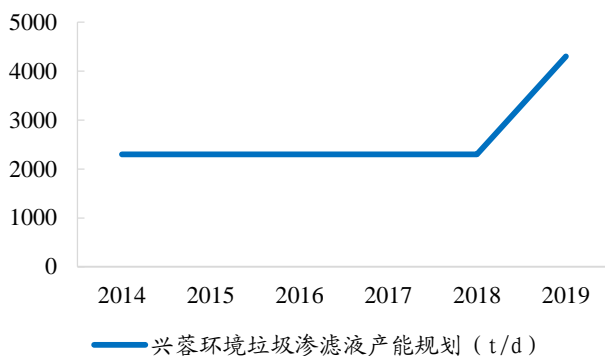
图39: 2014-2017年, 兴蓉环境垃圾渗滤液业务营收


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

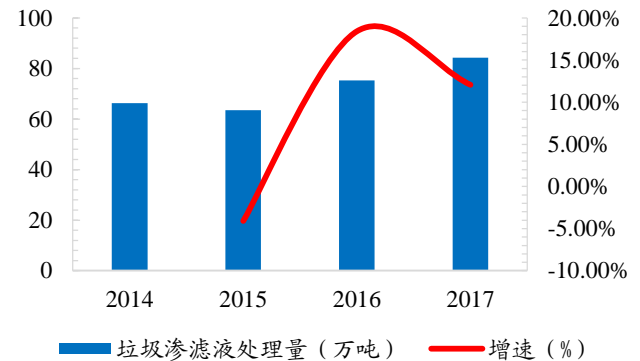
图40: 2014-2017年 H1, 垃圾渗滤液业务毛利率走势


资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正版), 新时代证券研究所

兴蓉环境垃圾渗滤液厂接近满负荷运行: 2012年5月, 兴蓉环境收购再生能源公司100%股权, 将业务拓展至环保领域。再生能源公司主要业务为垃圾渗滤液处理服务和垃圾焚烧发电, 拥有垃圾渗滤液处理厂1座(一期工程处理能力为1300吨/日, 是国内首家按照国家标准运行成功的垃圾渗滤液处理厂), 特许经营期为20年。2014年, 成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理厂扩容工程(二期)通过验收, 新增处理能力1000吨/日。因此, 2014-2017年, 兴蓉环境垃圾渗滤液产能均为2300吨/日, 而公司垃圾渗滤液处理量则从66.23万吨提升至84.28万吨(CAGR为8.37%)。以垃圾渗滤液厂一年运行365天计算, 产能利用率从2014年78.89%提升至2017年的100.39%, 目前已经接近满负荷运行。

图41: 2014-2019年 E, 兴蓉环境垃圾渗滤液产能规划


资料来源: 2017年兴蓉环境公司年报, 新时代证券研究所

图42: 2014-2017年, 兴蓉环境的垃圾渗滤液处理量


资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正版)及 Wind 资讯, 新时代证券研究所

2000m³/d 的渗滤液处理扩容(三期)有望在 2019 年初投入运营: 2017 年底, 兴蓉环境已经启动渗滤液处理扩容工程(三期)项目。根据四川日报招标比选网在 2017 年 11 月 10 日披露的成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容(三期)工程项目招标代理机构比选公告: 渗滤液处理扩容工程(三期)将新建生活垃圾渗滤液处理厂, 渗滤液处理系统设计规模为 2000m³/d, 项目总投资为 38343.00 万元, 计划工期为 365 日历天, 计划开工时间为 2017 年 12 月。我们据此预计, 兴蓉环境 2000m³/d 的渗滤液处理扩容(三期)将于 2019 年初投入运营。

表6: 兴蓉环境的垃圾渗滤液产能情况

兴蓉环境的垃圾渗滤液项目	设计垃圾渗滤液处理产能 (吨/日)	运行状况	协议处理价格	备注
成都市固体废弃物处理场渗滤液处理扩容工程 (一期)	1300	运行	2017年1月1日	增值税即征即退 70%
成都市固体废弃物处理场渗滤液处理扩容工程 (二期)	1000	运行	至2019年12月31日的执行价格 163.5元/吨	
成都市固体废弃物处理场渗滤液处理扩容工程 (三期)	2000	在建(2017年底完工进度0.23%)	-	项目预算金额3.83亿, 计划工期: 365日历天; 计划开工时间: 2017年12月
其他拟建项目	1330 (估算)			
运营、在建和拟建的垃圾渗滤液项目统计	5630			

资料来源: 2017年年报、成都市兴蓉环境股份有限公司2017年度第一期中期票据募集说明书(更正版)、成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容(三期)工程项目招标代理机构比选公告(四川日报招标比选网), 其中其他拟建项目为2018年H1中报中的运营、在建和拟建的垃圾渗滤液项目扣减4300已投产及在建渗滤液项目, 新时代证券研究所

成都垃圾渗滤液处理产能严重不足, 未来渗滤液处理扩容(三期)有望高负荷运行: 根据成都市城市管理委员会, 2016年成都全市域垃圾总量520.6万吨(同比+11.36%), 平均垃圾处理产能约14461吨/日, 其中焚烧量约5974吨/日, 填埋量约8279吨/日, 餐厨垃圾集中处理量约208吨/日。根据前瞻产业研究院, 垃圾填埋厂产生的渗滤液占垃圾填埋量的40%, 垃圾焚烧厂产生的渗滤液占垃圾焚烧量的30%, 垃圾综合处理厂产生的渗滤液占垃圾综合处理量的35%(假设餐厨垃圾集中处理亦为35%), 我们测算2016年成都市全市域垃圾渗滤液产生量为178万吨。以当前渗滤液处理单价163.5元/立方米测算, 成都市垃圾渗滤液市场空间在2.91亿元。此外, 以垃圾渗滤液处理厂工作运行365日计算, 成都市对垃圾渗滤液产能需求量为4876.7吨/日, 需求年超过当前兴蓉环境当前运行及在建的垃圾渗滤液产能之和(4300吨/日)。2019年, 兴蓉环境2000m³/d的渗滤液处理扩容(三期)有望进入满负荷运行状态。

表7: 2016年, 成都市垃圾渗滤液预计在178万吨, 垃圾渗滤液市场空间在2.91亿元

成都市垃圾处理	2016年成都市域垃圾总量 (万吨)	全市域垃圾总产能 (吨/日)	垃圾产量 (万吨)	每吨垃圾产生的渗滤液比例	渗滤液重量 (万吨)	渗滤液处理单价 (元/立方米)	成都市垃圾渗滤液市场空间 (亿元)
焚烧量		5974	215.07	40%	86.03	163.5	1.41
填埋量		8279	298.05	30%	89.41	163.5	1.46
餐厨垃圾集中处理量	520.6	208	7.49	35%	2.62	163.5	0.04
合计	520.6	14461	520.60		178	163.5	2.91

资料来源: 前瞻产业研究院及成都市城市管理委员会、新时代证券研究所

4.2、垃圾焚烧发电在手项目充足, 未来盈利空间可期

1500吨/日的隆丰垃圾发电厂项目有望在2018年6月投入运营: 兴蓉环境的垃圾焚烧发电业务由全资子公司再生能源公司负责。2017年3月, 旗下成都市万兴环保发电厂(2400吨/日)于整体投入运营, 主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧, 为成都市日处理规模最大的垃圾焚烧发电项目。2017年上半年, 成都

市万兴环保发电厂项目渗滤液系统已到达满负荷调试、运行。2017年，公司垃圾焚烧上网电量18,875.77万度（上网电价为0.65元/度），垃圾焚烧发电项目实现营业收入1.39亿元。2017年H1，公司垃圾焚烧发电板块毛利率为23.40%。

2015年7月，再生能源公司与兴蓉集团共同出资成立隆丰发电公司。隆丰发电公司拥有隆丰垃圾发电厂项目25年特许经营权，隆丰垃圾发电厂项目设计日处理城市生活垃圾1500吨（入炉），年处理垃圾量约为54万吨，预计年均上网电量 $16486.36 \times 10 \text{ kW} \cdot \text{h}$ 。该项目已于2015年12月开工建设，目前主体工程已完工，预计2018年6月投入使用。

垃圾焚烧发电在手项目充足，未来盈利空间可期：规划中的垃圾焚烧项目主要有：万兴环保发电厂项目（二期）、天府新区大林环保发电厂项目：

- ✓ **万兴环保发电厂项目（二期）：**根据四川日报招标比选网披露，成都万兴环保发电厂（二期）项目将新建一座垃圾焚烧发电厂，包括4条750吨/日生活垃圾焚烧线，配两台额定30MW凝汽式汽轮发电机组，日处理生活垃圾3000吨，年处理生活垃圾109.5万吨；同步建设5条污泥干化生产线，日处理干污泥约140吨（含水率40%），折合湿污泥420吨（含水率80%），年处理湿污泥13.86万吨（含水率80%）。该项目计划开工时间为2017年12月，项目计划工期为1095日历天，项目计划总投资为20.93亿元。我们据此估计3000t/d产能的万兴环保发电厂项目（二期）将在2021年初投入运营。
- ✓ **天府新区大林环保发电厂项目：**根据四川日报招标比选网披露，成都天府新区直管区大林环保发电厂项目将处理生活垃圾2400吨/日，同步配套污泥协同处置（干化掺烧）规模300吨/日（含水80%）和餐厨垃圾处理规模200吨/日。该项目计划开工时间为2018年04月，计划工期为730日历天，项目计划总投资为24.74亿元。我们据此估计，2400t/d产能的天府新区大林环保发电厂项目将在2020年4月投入运营。

目前，公司运营、在建和拟建垃圾焚烧发电项目规模共计达9300吨/日，其中2018年投运规模有望达3900吨/日（万兴一期、及隆丰项目）。兴蓉环境垃圾焚烧发电在手项目充足，未来盈利空间可期。

表8：兴蓉环境的垃圾焚烧发电产能情况

垃圾焚烧发电项目	产能(吨/日)	投资规模(亿元)	特许经营期(年)	项目进度	备注	
万兴环保发电厂项目	一期	2400	12.74	25	已经投运（且处于满产状态）	原生垃圾处理费46元/吨，陈腐垃圾处理费为原生垃圾处理费基础上加价58/80元/吨；上网电价为0.65元/度（含税），超出部分执行本地同类燃煤发电机组上网电价
	二期	3000	20.94	25	计划工期：1095日历天； 计划开工时间：2017年12月	新建一座垃圾焚烧发电厂，包括4条750吨/日生活垃圾焚烧线，配两台额定30MW凝汽式汽轮发电机组，日处理生活垃圾3000吨，年处理生活垃圾109.5万吨；同步建设5条污泥干化生产线，日处理干污泥约140吨（含水率40%），折合湿污泥420吨（含水率80%），年处理湿污泥13.86万吨（含水率80%）
隆丰垃圾发电厂项目	1500	7.29	25	预计2018年6月投运	上网电价0.65元/度（含税），超出部分执行本地同类燃煤发电机组上网电价	
天府新区大林环保发电厂	2400	24.74	25	计划工期：730日历天；	项目设计生活垃圾焚烧发电处理规模2400吨/日，同	

垃圾焚烧发电项目	产能(吨/日)	投资规模(亿元)	特许经营期(年)	项目进度	备注
项目				计划开工时间: 2018年04月	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, 其中一期垃圾焚烧处理规模1200吨/日、污泥干化掺烧规模100吨/日、餐厨垃圾处理规模100吨/日。
全部产能合计	9300				

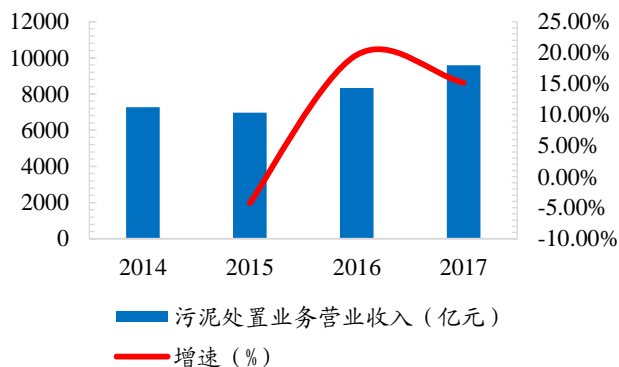
资料来源: 兴蓉环境公司公告及四川日报招标比选网, 新时代证券研究所

4.3、污泥处置项目满产运行, 高毛利率有望持续

兴蓉环境的污泥处置产能存在翻倍空间: 兴蓉环境下属排水公司于2013年1月11日与成都市水务局签订《成都市中心城区污水污泥处理服务特许经营权协议》, 被授予在特许经营范围内及30年特许经营期限内独家从事成都市中心城区污水污泥处理服务并收取服务费的权利。排水公司承担了成都市中心城区污泥处理服务。排水公司设立成都市兴蓉污泥处置有限责任公司负责建设运营成都市第一城市污水污泥处理厂, 该污泥厂项目处理规模为400吨/日, 采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺。总投资约4亿元。第一城市污泥处理厂于2013年9月完成连续运营测试, 同年10月起开始投运。目前, 兴蓉环境污泥业务投运产能为400吨/日, 2018年H1底, 公司运营、在建和拟建污泥处置项目产能1780吨/日, 污泥处置产能存在大幅提升空间。

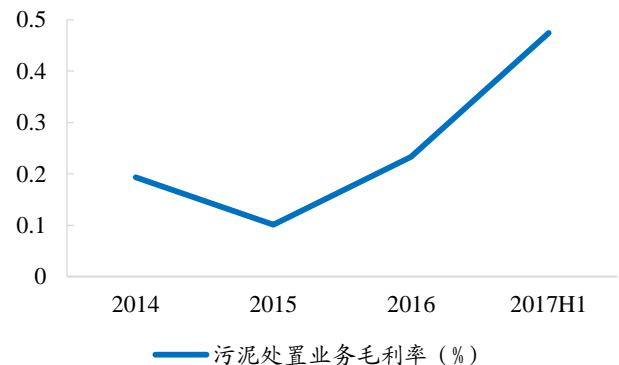
污泥处置高毛利率有望持续: 受益于污泥处置量增加及污泥处置费提升, 2014-2017年, 兴蓉环境污泥处置业务营业收入从0.73亿元增长至0.96亿元(CAGR为9.66%)。污水污泥处理服务费定价, 原则上应覆盖污水污泥处理业务的“合理成本+税金”和(或)“法定规费+合理利润”。并由成都市财政局选聘的会计师事务所每3年核定一次。根据2016年核定结果, 公司中心城区污泥处理服务结算单由前期暂定的696.81元/吨调整到769.30元/吨, 执行期为2016年1月1日至2018年12月31日。2016年上半年, 公司一条污泥处理生产线大修, 处于单线运营状态。由于污泥处理线大修结束, 加之污泥处置费上调, 污泥处置板块毛利率从2015年10.11%一路提升至2017年H1的47.42%, 后续污泥处置高毛利率有望持续。

图43: 2014-2017年, 兴蓉环境污泥处置业务营收



资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司2017年度第一期中期票据募集说明书(更正版)及Wind资讯, 新时代证券研究所

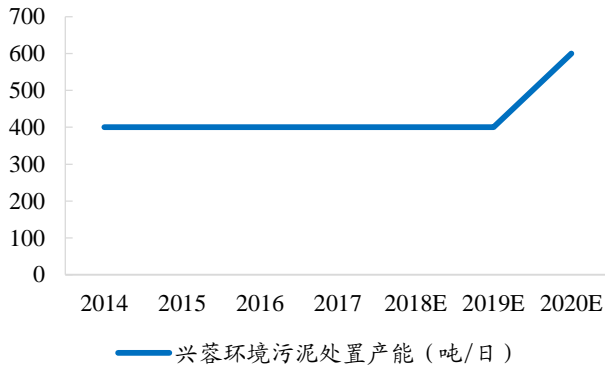
图44: 2014-2017年H1, 污泥处置业务毛利率走势



资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司2017年度第一期中期票据募集说明书(更正版)及Wind资讯, 新时代证券研究所

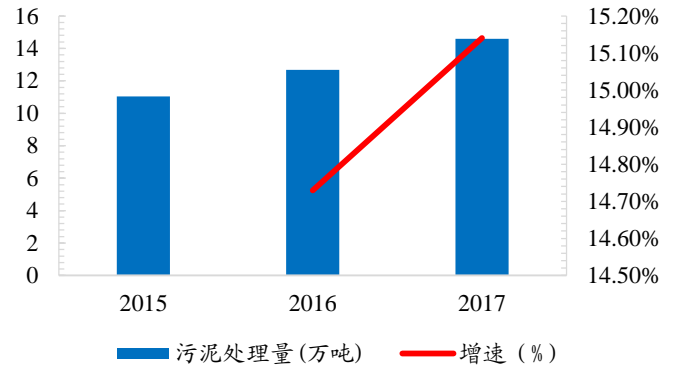
兴蓉环境第一城市污泥处理厂处于满负荷运行状态: 2017年, 兴蓉环境处理污泥量为14.59万吨(同比+15.14%)。以365天、及400吨/日产能计算, 2017年公司污泥处置的产能利用率为100.07%, 处于满负荷运行状态。

图45: 2014-2020年E, 兴蓉环境污泥处置产能规划



资料来源: 兴蓉环境公司公告, 新时代证券研究所

图46: 2014-2017年, 兴蓉环境的污泥处置量



资料来源: 成都市兴蓉环境股份有限公司 2017 年度第一期中期票据募集说明书(更正版)及 Wind 资讯, 新时代证券研究所

在手污泥处置项目较多, 积极推进以缓解成都污泥处置瓶颈, 并贡献新业绩: 污泥处置在建及规划产能主要有: 成都市第一城市污水污泥处理厂二期工程项目、与国电金堂发电公司的污泥处置合作协议框架。

- ✓ **成都市第一城市污水污泥处理厂二期工程项目:** 根据中国国际招标网, 成都市第一城市污水污泥处理厂二期工程将新建一座污泥处理规模为 200 吨/天 (80%含水率计) 的污泥处理厂, 项目计划总投资为 2.96 亿元, 计划开工时间为 2018 年 08 月, 计划工期为 420 日历天。2017 年报披露该项目已取得项目核准批复, 正在开展前期工作。我们据此估计, 200 吨/天的污水污泥处理厂二期工程项目将在 2020 年 5 月投入运营。
- ✓ **与国电金堂发电公司的污泥处置合作协议框架:** 2017 年 4 月, 兴蓉环境下属排水公司与国电金堂发电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: 双方拟利用国电金堂发电公司相关设备及蒸汽, 采用“热电厂协同处置生活污水”技术, 共同处理成都市城市生活污水污泥【初定污泥处理规模 400 吨/天 (80%含水率)】。目前该事项尚处于前期研究阶段。

表9: 兴蓉环境的污泥产能情况

污泥处理项目	设计污泥处 总投资金		污泥处理工艺	特许经	
	理产能 (吨/日)	额 (亿元)		营期间 (年)	投产情况
成都市第一城市污水污泥处理厂一期工程项目	400	4	“半干化+焚烧”及“干法+湿法” 烟气处理工艺	2013 年 10 月	正式投运
成都市第一城市污水污泥处理厂二期工程项目	200	2.96		成都中 心地区 均为 30 年	计划工期: 420 日历天; 计划开 工时间: 2018 年 08 月
与国电金堂发电公司的合作协议框架	400		热电厂协同处置生活污水		前期研究阶段
其他污泥项目	780				
运营、在建和拟建污泥处置项目	1780				

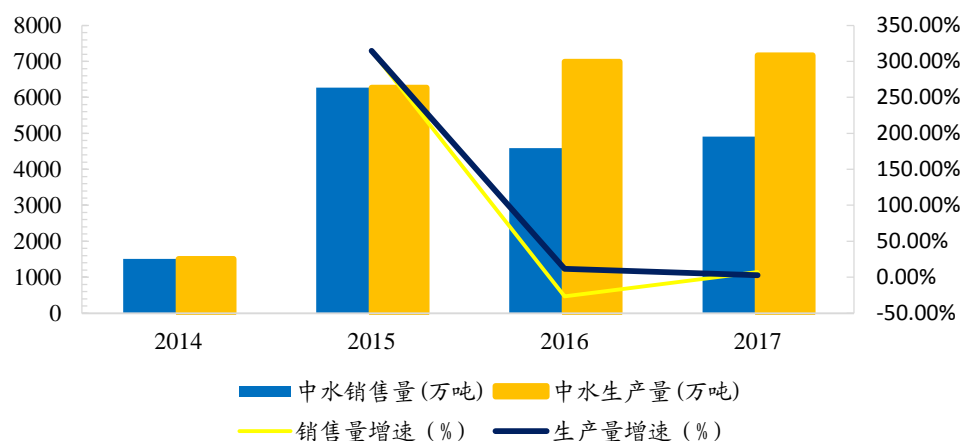
资料来源: 兴蓉环境公司公告及中国国际招标网 (<http://www.chinabidding.com/bidDetail/231392834.html>); 其中其他污泥项目 780 万吨为运营、在建和拟建污泥处置项目 1780 吨/日与另外三个项目产能之差), 新时代证券研究所

4.4、中水服务占营收比例较小，产能利用率提升空间较大

中水服务占营收比例较小，产能利用率提升空间较大：2014年，兴蓉股份与成都市水务局签订了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》。成都市水务局授予兴蓉股份在成都市中心城区由其下属成都市排水有限责任公司经营管理的污水处理厂，以及未来投资新建或运营的污水处理厂区域内提供中水服务的特许经营权，特许经营权期限2014年11月1日至2038年12月31日（25年）。在特许经营权期限内，成都市水务局购买相关中水服务，中水服务价格由成都市财政局每3年核定一次。兴蓉环境中心城区中水服务首期结算单价为0.28元/立方米，执行期限为2014年11月1日至2017年11月1日。2017年，兴蓉环境中水生产量为7172万吨（同比+2.58%），中水售水量4,913万吨（同比+7.01%）。以中水售价0.28元/立方米计算，2017年公司中水业务营业收入为1175.72万元（不含税价），营收占比较小。

截至2017年末，公司中水服务规模为30万吨/天。以365天计算，中水服务产能利用率为65.50%，尚有提升空间。目前，运营、在建和拟建，中水利用项目达53万吨/日。

图47： 2014-2017年，兴蓉环境的中水生产量、销售量及增速



资料来源：兴蓉环境公司年报及 Wind 资讯，新时代证券研究所

5、运营优势及融资优势突出，成都市供排水资产整合预期强

5.1、二三圈层供排水资产整合、天府新区建设推进

兴蓉环境正处于快速成长阶段：根据母公司成都环境集团官网数据：

- ✓ **2020年成都环境集团目标：**以项目投资为主、并购为辅，集团发展成为国内一流、具有全球影响力的水务环保企业。集团资产规模超过500亿，年营业收入翻番，达到70亿；生产规模持续提升，供排水规模达800万吨/日，污泥处理能力1500吨/日，垃圾焚烧发电规模1万吨/日，危险废弃物处理10万吨/年，完成李家岩水库水利工程建设，同时力争再取得一个水利工程建设；完成3-5个海外投资项目。
- ✓ **2025年成都环境集团目标：**以项目投资、并购协同发展为导向，集团发展成为同行业全球知名企业；集团资产总额达1000亿，年营业收入突破100亿；生产规模继续扩大，供排水规模突破1200万吨/日，污泥处理能力2500

吨/日，垃圾焚烧发电规模 1.8 万吨/日，危险废弃处理 20 万吨/年；走出去发展，进入 3-5 个国家(地区)，完成 6-8 个海外投资项目。

表10: 2020 年、2025 年成都环境集团的业务发展规划

年份	发展规划	集团资产总额 (亿元)	集团年营收 (亿元)	供排水规模 (万吨/日)	污泥处理能力 (吨/日)	垃圾焚烧发电规模 (万吨/日)	危险废弃物处理规模 (万吨/年)	国外业务布局
2017 年底投运规模				532.8	400	0.23	3.14	
2017 年底投运、在建、规划规模				600	800	0.93		
2020 年目标	以项目投资为主、并购为辅，集团发展成为国内一流、具有全球影响力的水务环保企业	500	70	800	1500	1	10	完成 3-5 个海外投资项目
2020 年目标	以项目投资、并购协同发展为导向，集团发展成为同行业全球知名企业	1000	100	1200	2500	1.8	20	进入 3-5 个国家(地区)，完成 6-8 个海外投资项目

资料来源：兴蓉环境公司公告及成都环境集团公司官网（由于成都环境集团的供排水、污泥处理、垃圾焚烧资产均在兴蓉环境体内，因此 2017 年底投运规模、2017 年底投运、在建、规划规模均采用），新时代证券研究所

二三圈层供排水资产总量较大，兴蓉环境有望推进二三层资产整合：2016 年，成都市供水总量为 11.18 亿吨。2017 年，兴蓉环境的自来水供应量为 7.7 亿吨，据此计算兴蓉环境在成都地区供水量潜在增长空间高达 45.19%。成都将其中心区及周边的县市，按照距离和规划方案，基本划分为一、二、三圈层。目前，兴蓉环境在成都市的供排水业务主要集中在一圈层的主城区和高新区。成都市二、三圈层的供排水资产总量较大，预计可再造一个兴蓉环境。

表11: 二三圈层供排水资产总量较大，兴蓉环境有望推进二三层资产整合

成都市圈层	圈层划分	圈层面积 (平方公里)	圈层常住人口 (万人)	供排水规模 (万吨/日)
一圈层 (中心城区)	五城区 (青羊区、锦江区、金牛区、武侯区、成华区)、高新区	465	541	最核心圈层，经济最发达，配套最完善，兴蓉环境供水基本集中在该区域，具有垄断优势
二圈层	新都区、郫县、温江区、双流县、龙泉驿区、青白江区	3212	471	供排水资产总量较大，但单个体量较小、位置分散、供排水效率不高、股权未理顺
三圈层	都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市、金堂县、大邑县、蒲江县和新津县	8444	453	

资料来源：兴蓉环境 2013 年配股说明书，新时代证券研究所

成都国企改革动作较多，助力兴蓉环境外延整合二三圈层供排水资产：由于二三圈层的供排水资产单个体量较小、位置分散、供排水效率不高、股权未理顺，经营效率偏低，容易被水务运营经验较强的大型水务企业所并购整合。由于成都市资产证券化水平较低（约 7-15%），成都国资委对国企改革支持力度较大，成都市将在地方国企（兴蓉环境）并购二三圈层的供排水资产提供支持，存在较强的资产整合预期

天府新区南拓，新增城区及配套供排水：2014 年 10 月，四川天府新区获批成为国家级新区。根据 2014 年 11 月的《四川天府新区总体方案》：到 2018 年，

四川天府新区基础设施网络框架基本形成，重点功能区初具规模。单位面积产出高于成都平均水平。到 2025 年，基本建成以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际化现代新区。天府新区规划范围包括成都、眉山、资阳 3 市的 7 个县（市、区）、37 个乡镇（镇、街道），规划面积 1578 平方公里（其中成都规划范围为 1484 平方公里），新建供排水规模较大。天府新区现有人口 205 万人，百度百科预测未来人口 500 万人，将贡献较大用水需求（以每人 46 吨/年计算，将新增 1.36 亿吨居民年用水需求，占 2016 年成都市市区居民生活用水量为 6.47 亿的比例为 20.97%）。

表12: 天府新区规划范围

县（市、区）	涉及乡、镇、街道	面积(km ²)
高新区南区	石羊街道、桂溪街道、中和街道	35
成都市	双流县 东升街道、西航港街道、华阳街道、黄甲街道、公兴街道、太平镇、永兴镇、籍田镇、正兴镇、大林镇、煎茶镇、黄龙溪镇、永安镇、胜利镇、新兴镇、兴隆镇、万安镇、白沙镇、三星镇、合江镇	905
	新津县 金华镇、普兴镇	76
	龙泉驿区 龙泉街道、大面街道、柏合镇、茶店镇、山泉镇	277
眉山市	彭山县 青龙镇	44
	仁寿县 视高镇	50
资阳市	简阳市 老君井乡、五指乡、武庙乡、丹景乡、新民乡	191
总计 7 个县（市、区）	37 个乡镇、街道	1578

资料来源：四川天府新区总体方案，新时代证券研究所

新任管理层干劲十足，积极推进公司高速度、高质量成长：2017 年 2 月，公司新一任董事长李本文先生上任。2017 年 4 月，公司董事会届满换届选举，除李本文外，其余 6 位董事中的 2 位发生变更。高管团队注入新鲜血液。新一任管理层，普遍较为年轻、执行力强、干劲十足，将积极推进兴蓉环境高质量、高速度成长。

5.2、运营优势，融资优势助力公司外延并购发展

供排水运营优势突出，经营效率较高：兴蓉环境构建了从原水、供水、生活污水、工业废水、再生水利用、垃圾发电、垃圾渗滤液处理、危废处置、污泥处置到流域综合治理等完整产业链（其中原水、危废处置为集团业务），业务规模西部第一、全国第六。兴蓉环境作为中国最具影响力的水务环保企业之一，公司拥有 70 年供水运营管理、30 年污水处理运营管理经验，拥有 3000 余人的专业化运营团队，运营管理水平国内领先，多次被评为“中国最具影响力十大水务企业”。公司建立了行业领先的生产数据采集与监控系统、供水管网地理信息系统、管网水力模型系统，产销差处于行业较低水平。公司积极对标国际，所有生产厂均取得 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 资格认证，确保产品和服务符合国际和国家标准。

图48: 供排水运营优势突出，经营效率较高

兴蓉环境供排水运营优势突出



资料来源：兴蓉环境公司官网，新时代证券研究所

融资优势突出，资本持续助力公司成长：兴蓉环境基本面较好，融资优势突出：

1) 业务经营稳健：2013-2017年，兴蓉环境营收CAGR为11.46%，归母净利润CAGR为4.69%；**2) 盈利能力较强：**2013-2017年，公司毛利率在41%-48%，净利率在24.55%-31%，ROE在9%-11%。**3) 长短期偿债能力均较佳：**资产负债率维持在41%-46%，且流动比率、速动比率与同业水平接近；**4) 造血能力充足：**2017年，公司经营活动产生的现金流量金额为16.57亿（为同期净利润的1.8倍）。凭借AAA主体信用评级和低成本融资优势，兴蓉环境积极使用多种融资工具，为公司发展提供强有力的资金支持。继2014年以来公司成功发行公司债22亿元，并通过发行短期融资券、超短期融资券在银行间债券市场融资18亿元以后，2017年，公司成功注册30亿元中期票据，并以票面利率4.9%成功发行3亿元中期票据；2017年，“14兴蓉01”公司债进入持有人回售行权期，投资者均选择继续持有，看好公司发展。

图49： 融资优势突出，资本持续助力公司成长

2013-2017年，兴蓉环境营收CAGR为11.46%，归母净利润CAGR为4.69%



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

兴蓉环境具备水务行业的运营较强优势，经营效率较高，盈利能力突出。公司基本面良好，擅长于运用各种融资手段，融资成本较低。在金融去杠杆及利率上行背景下，运营效率偏低及盈利能力偏弱的水务企业面临经营困境，行业将引来新一轮洗牌。供排水行业运营优势为兴蓉环境的核心竞争力所在，多年运营经验及水务技术积累，使其具备比同行业更低的运营成本及更高的经营效率，兴蓉环境有望成为西部地区水务行业领导者及整合者。公司作为基本面优异的上市公司，融资渠道较多，融资经验丰富，后续资本将进一步助力优秀公司成长，加速公司并购整合做大做强。

6、核心假设

我们对兴蓉环境业务拆分至自来水制售、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理、垃圾发电、污泥处置（污水处理设备销售）、其他业务等七个细类，并对 2018 年-2020 年的各类业务作出如下假设：

- ✓ **假设 1, 自来水供应业务:** 1) 40 万 t/d 产能的自来水六厂 (BOT 厂) 于 2017 年 8 月移交，存量自来水厂在 2018 年全年贡献业绩；2) 50 万 t/d 的自来水七厂二期于 2018 年 1 月投运，2018 年产能增速为 19.86%，但自来水销售受到需求面的制约。虽然近年来，公司自来水销售量增速在 8% 左右，但成都自来水供应满负荷运行，抑制了高峰时期用水量，假设 2018 年水七厂投运导致的自来水销售量增速为 12%；3) 50 万 t/d 的自来水七厂三期力争 2020 年建成投产；2.5 万 t/d 天府国际机场专供水厂虽然 2018 年可通水，但机场建设完成预计需到 2020 年，确认收入在 2020 年后。4) 自来水营收与自来水销售量成正比（无产能投放的年份假设增速为 8%），自来水业务毛利率维持 2017 年水平。
- ✓ **假设 2, 污水处理业务:** 1) 提标改造后，污水处理毛利率有望企稳回升，保守估计为 2017 年水平 39.41%。2) 污水处理营收与投运产能成正比（即产能利用率、单吨污水处理费用假设维持）。3) 假设，7.5 万 t/d 的巴中兴

蓉第二污水处理厂有望在 2018 年投运，而 30 万 t/d 的高新区中和污水处理项目远期、15 万 t/d 的第九污水处理厂二期、10 万 t/d 的银川第六污水处理厂远期、成都合作污水处理厂三期 10 万 t/d 预计将在 2019 年投运。远期及拟建产能 39.3 万吨/日在 2020 年后投产，对业绩影响较小。

- ✓ **假设 3, 供排水管网工程:** 历年营收及毛利率波动较大，假设营收及毛利率均为 2015-2017 年的均值。
- ✓ **假设 4, 垃圾渗滤液:** 1) 毛利率假设为 2017 年 H1 的 30.48%; 2) 兴蓉环境 2000m³/d 的渗滤液处理扩容（三期）将于 2019 年初投入运营; 3) 营收与投运产能成正比;
- ✓ **假设 5, 垃圾焚烧发电:** 1) 2017 年 3 月刚投运，2017 年 H1 毛利率为 23.40%，后续毛利率有望提升至行业平均水平（45%），假设 2018-2020 年毛利率分别为 35%、40%、45%; 2) 营收与投运产能成正比; 3) 1500 吨/日的隆丰垃圾发电厂项目有望在 2018 年 6 月投入运营; 2400t/d 产能的天府新区大林环保发电厂项目将在 2020 年 4 月投入运营。
- ✓ **假设 6, 污泥处置业务:** 1) 毛利率维持在 2017 年 H1 的 47.42% 水平; 2) 营收与投运产能成正比; 3) 200 吨/天的污水污泥处理厂二期工程项目将在 2020 年 5 月投入运营;
- ✓ **假设 7, 其他业务:** 1) 营收占比较小，假设增速为 15%; 2) 毛利率为 2013-2015 的均值;

表13: 2017-2020 年，兴蓉环境的各项业务产能投放及营收预测

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
自来水销售量 (亿吨)	7.70	9.46	10.22	11.03
自来水营收 (亿元)	17.31	21.28	22.98	24.82
污水处理厂投运产能 (万吨/日)	279.99	287.49	342.49	342.49
污水处理营收 (亿元)	10.92	11.21	13.36	13.36
垃圾渗滤液投运产能 (t/d)	2300	2300	4300	4300
垃圾渗滤液营收 (亿元)	1.43	1.43	2.67	2.67
垃圾焚烧发电投运产能 (t/d)	2400	3150	3900	5500
垃圾焚烧发电营收 (亿元)	1.39	1.82	2.26	3.19
污泥处置投运产能 (t/d)	400	400	400	516.67
污泥处置营收 (亿元)	0.96	0.96	0.96	1.24

资料来源：兴蓉环境公司公告整理以及新时代证券环保内部测算数据，新时代证券研究所

表14: 兴蓉环境的各项业务营收、毛利率假设

业务	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
自来水制售	营收 (亿元)	15.94	17.31	21.28	22.98	24.82
	增速 (%)	9.59%	8.61%	22.91%	8.00%	8.00%
	毛利率 (%)	48.78%	48.62%	48.62%	48.62%	48.62%
污水处理服务	营收 (亿元)	9.15	10.92	11.21	13.36	13.36
	增速 (%)	1.55%	19.34%	2.67%	19.06%	0.00%
	毛利率 (%)	40.11%	39.41%	39.41%	39.41%	39.41%
供排水管网工程	营收 (亿元)	3.23	4.57	4.32	4.32	4.32

业务	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	增速 (%)	-37.62%	41.49%	-5.40%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	21.31%	25.41%	24.25%	24.25%	24.25%
垃圾渗滤液处理	营收 (亿元)	0.87	1.43	1.43	2.67	2.67
	增速 (%)	2.71%	64.23%	0.00%	86.96%	0.00%
	毛利率 (%)	22.49%	30.48%	30.48%	30.48%	30.48%
垃圾发电	营收 (亿元)	—	1.39	1.82	2.26	3.19
	增速 (%)	—	—	31.25%	23.81%	41.03%
	毛利率 (%)	—	23.40%	35.00%	40.00%	45.00%
污泥处置 (污水处理设备销售)	营收 (亿元)	0.83	0.96	0.96	0.96	1.24
	增速 (%)	19.64%	15.14%	0.00%	0.00%	29.17%
	毛利率 (%)	23.28%	47.42%	47.42%	47.42%	47.42%
其他业务	营收 (亿元)	0.56	0.74	0.85	0.98	1.13
	增速 (%)	61.58%	32.19%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	—	—	49.84%	49.84%	49.84%
合计	营收 (亿元)	30.58	37.31	41.87	47.53	50.73
	增速 (%)	-0.14%	22.01%	12.21%	13.51%	6.73%
	毛利率 (%)	44.47%	43.15%	42.43%	42.39%	42.93%

资料来源：兴蓉环境公司公告整理以及新时代证券环保内部测算数据，新时代证券研究所

7、投资建议

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 9.87、11.44、12.70 亿元，EPS 分别为 0.33、0.38 和 0.43 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 12.7、10.9 和 9.9 倍。考虑到成都市用水潜力较大，污水处理提标改造及在建工程项目较多，环保在手项目充足，业绩快速增长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

8、风险提示

成都市用水需求不及预期风险；污水处理提标改造及在建工程项目进度不及预期风险；垃圾渗滤液、垃圾焚烧发电、污泥处置项目进度不及预期风险；成都市二三圈层供排水资产整合以及天府新区建设进度不及预期风险；外延并购不及预期风险；中美贸易冲突持续恶化，大盘整体低迷风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2727	3766	3884	3406	3228	营业收入	3058	3731	4187	4752	5072
现金	1671	2403	2609	1733	1785	营业成本	1775	2194	2411	2738	2895
应收账款	516	738	670	928	777	营业税金及附加	42	49	56	63	67
其他应收款	77	70	95	92	108	营业费用	90	105	122	137	146
预付账款	19	19	23	25	26	管理费用	219	262	296	335	358
存货	255	361	316	453	360	财务费用	70	70	50	28	1
其他流动资产	189	175	171	175	172	资产减值损失	1	45	50	57	61
非流动资产	14192	14989	16367	17842	18511	公允价值变动收益	0	0	-4	-5	-2
长期投资	0	0	1	1	1	投资净收益	0	5	5	5	5
固定资产	6308	7340	9763	11350	11905	营业利润	861	1093	1204	1394	1548
无形资产	2701	3931	4338	4682	5032	营业外收入	184	6	6	6	6
其他非流动资产	5183	3717	2266	1809	1572	营业外支出	3	11	11	11	11
资产总计	16919	18755	20251	21248	21738	利润总额	1041	1088	1199	1389	1543
流动负债	3891	4400	5584	6049	6105	所得税	169	172	190	220	244
短期借款	110	1038	1038	1038	1038	净利润	872	916	1010	1170	1299
应付账款	2154	2062	2569	2691	2870	少数股东损益	-2	20	22	26	29
其他流动负债	1627	1300	1977	2320	2197	归属母公司净利润	874	896	987	1144	1270
非流动负债	3876	4170	3706	3220	2526	EBITDA	1647	1900	1864	2187	2432
长期借款	3201	3455	2991	2505	1811	EPS(元)	0.29	0.30	0.33	0.38	0.43
其他非流动负债	674	715	715	715	715						
负债合计	7766	8570	9290	9269	8631						
少数股东权益	193	500	523	549	578	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	2986	2986	2986	2986	2986	成长能力					
资本公积	1780	1780	1780	1780	1780	营业收入(%)	(0.1)	22.0	12.2	13.5	6.7
留存收益	4183	4904	5734	6674	7702	营业利润(%)	0.1	27.0	10.2	15.8	11.0
归属母公司股东权益	8960	9684	10438	11430	12530	归属于母公司净利润(%)	6.0	2.5	10.2	15.8	11.1
负债和股东权益	16919	18755	20251	21248	21738	获利能力					
						毛利率(%)	42.0	41.2	42.4	42.4	42.9
						净利率(%)	28.6	24.0	23.6	24.1	25.0
						ROE(%)	9.5	9.0	9.2	9.8	9.9
						ROIC(%)	7.9	7.5	7.0	7.7	8.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.9	45.7	45.9	43.6	39.7
						净负债比率(%)	19.1	21.0	19.8	21.9	14.6
						流动比率	0.7	0.9	0.7	0.6	0.5
						速动比率	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	6.2	5.9	5.9	5.9	5.9
						应付账款周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.30	0.33	0.38	0.43
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.30	0.74	0.64	0.79
						每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.24	3.50	3.83	4.20
						估值比率					
						P/E	14.42	14.07	12.76	11.02	9.92
						P/B	1.41	1.30	1.21	1.10	1.01
						EV/EBITDA	9.09	8.3	8.4	7.4	6.4

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1420	1657	2206	1907	2362
净利润	872	916	1010	1170	1299
折旧摊销	438	593	571	709	808
财务费用	70	70	50	28	1
投资损失	0	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	38	37	577	1	257
其他经营现金流	2	46	4	5	2
投资活动现金流	-2801	-1039	-1948	-2184	-1474
资本支出	2712	1144	1378	1475	668
长期投资	-151	15	-0	-0	-0
其他投资现金流	-241	119	-570	-710	-806
筹资活动现金流	600	78	-52	-599	-836
短期借款	70	928	0	0	0
长期借款	1049	254	-464	-486	(694)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-519	-1104	412	-114	-142
现金净增加额	-782	696	206	-876	52

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>