



Research and  
Development Center

# 水务整合+环保扩张，打造水务环保一体化运营平台

—— 兴蓉环境（000598.SZ）首次覆盖报告

2019年8月16日

吴 漪 行业分析师

# 水务整合+环保扩张，打造水务环保一体化运营平台

2019年8月16日

## 本期内容提要：

- ◆ **西部水务环保行业领军者。**兴蓉环境已构建自来水生产与供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等主营业务。目前运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾700万吨/日、生活垃圾焚烧发电项目规模9300吨/日、污泥处置项目1780吨/日、垃圾渗滤液处理项目5630吨/日、中水利用项目98万吨/日。
- ◆ **区域性水务龙头，立足成都辐射西部。**公司的供水业务毛利率较高并且稳定。公司积极推进成都市“11+2”中心城区供水资源整合，并对接成都周边城区及省内的项目整合。
- ◆ **长江修复“重拳治水”，污水处理业务进入快行道。**公司业务覆盖地区位于长江修复攻坚区域，污水治理执行力度大。近期主要增量仍在成都中心区，此外公司也在拓展成都周边地区及省内的乡镇污水治理和工业园污水治理项目。
- ◆ **积极拓展“大固废”类环保业务。**公司污泥处置产能快速扩张。垃圾焚烧发电项目陆续投产上规模，日处理量将达到万吨级。垃圾渗滤液处理项目盈利能力大幅提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年营业收入分别达到45.35、51.31、60.01亿元，归属母公司股东的净利润分别为11.15、12.86、14.49亿元，摊薄EPS分别为0.37、0.43、0.49元。我们采用可比估值和绝对估值得到的兴源环境目标价区间为5.55-5.72元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**市场竞争加剧风险；项目进展、业绩确认和回款不达预期的风险。

## 证券研究报告

### 公司研究——首次覆盖

### 兴蓉环境（000598.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

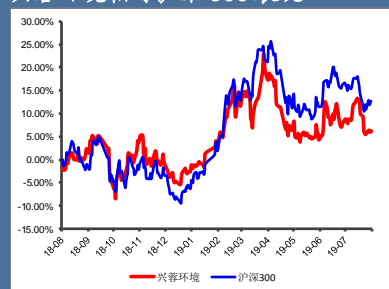
**吴漪** 行业分析师

执业编号：S1500512110003

联系电话：+86 1083326720

邮箱：wuyi@cindasc.com

兴蓉环境相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2019.8.15）

收盘价(元)	4.49
52周内股价波动区间(元)	3.87-5.20
最近一月涨跌幅(%)	-1.54
总股本(亿股)	29.86
流通A股比例(%)	57.82
总市值(亿元)	134.08

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,731.34	4,159.65	4,534.80	5,131.09	6,001.03
增长率 YoY %	22.01%	11.48%	9.02%	13.15%	16.95%
归属母公司净利润(百万元)	895.75	988.03	1,114.78	1,286.18	1,448.69
增长率 YoY %	2.46%	10.30%	12.83%	15.37%	12.64%
毛利率%	41.19%	40.79%	40.77%	41.01%	40.21%
净资产收益率 ROE%	9.61%	9.82%	10.26%	10.87%	11.14%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.33	0.37	0.43	0.49
市盈率 P/E(倍)	15	14	12	10	9
市净率 P/B(倍)	1.38	1.28	1.19	1.08	0.98

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2019年8月15日收盘价

## 目 录

公司简介：西部水务环保行业领军者	1
水务环保综合平台初具雏形	1
借助行业东风蒸蒸日上	2
混改将助推公司高质量发展	3
区域性水务龙头，立足成都辐射西部	4
区域垄断+资源整合，供水业务量大质优	4
长江修复“重拳治水”，污水处理业务进入快行道	6
积极拓展“大固废”类环保业务	9
污泥处置产能快速扩张	9
垃圾焚烧发电项目陆续投产上规模	11
垃圾渗沥液处理项目盈利能力大幅提升	12
中水回用产能将配套污水处理厂逐步扩大	13
盈利预测及估值分析	13
盈利预测	13
估值分析及投资评级	15
风险因素	16

## 图 目 录

图 1：兴蓉环境股权结构(截至 2019 年 3 月 31 日)	2
图 2：兴蓉环境 2013-2019Q1 营业收入及变化情况	3
图 3：兴蓉环境 2013-2019Q1 归母净利润及变化情况	3
图 4：兴蓉环境 2018 年各业务营收占比	3
图 5：兴蓉环境 2013-2019Q1 毛利率及净利率变化情况	3
图 6：成都污泥处理厂现状与规划	10

## 表 目 录

表 1：兴蓉环境发展历程	1
表 2：兴蓉环境供水产能产量	4
表 3：兴蓉环境终端水价（单位：元/立方米）	5
表 4：兴蓉环境污水处理产能产量	7
表 5：兴蓉环境污泥处理量和营收	10
表 6：兴蓉环境垃圾焚烧发电量和营收	11
表 7：兴蓉环境垃圾渗沥液处理量和营收	12
表 8：兴蓉环境中水回用产量和营收	13
表 9：兴蓉环境各项业务盈利预测	13
表 10：兴蓉环境与可比公司估值比较	15
表 11：兴蓉环境 FCFE 估值主要参数和敏感性分析	15

## 公司简介：西部水务环保行业领军者

### 水务环保综合平台初具雏形

兴蓉环境前身是 2002 年成立的成都市兴蓉投资有限公司，2010 年公司借壳蓝星清洗上市，股票代码为 000598.SZ。兴蓉环境是中国大型水务环保综合服务商，已构建自来水生产与供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等主营业务，集投资、研发、设计、建设、运营于一体，拥有完善的产业链。

公司拥有中国西部排名第一的供排水规模，业务已覆盖中国四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、深圳、江苏等地，目前运营、在建和拟建供水和污水处理项目规模逾 700 万吨/日、生活垃圾焚烧发电项目规模 9300 吨/日、污泥处置项目 1780 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 5630 吨/日、中水利用项目 98 万吨/日。

**表 1：兴蓉环境发展历程**

时间	事件
2002	公司前身成都市兴蓉投资有限公司成立
2010	公司借壳蓝星清洗上市
2011	公司非公开发行股票募集资金收购成都市兴蓉集团有限公司持有的成都市自来水有限责任公司 100% 股权，成都市自来水有限责任公司成为公司全资子公司
2012	公司与成都市兴蓉集团有限公司签署《成都市兴蓉再生能源有限公司 100% 股权产权交易合同》，成都市兴蓉再生能源有限公司成为公司全资子公司
2013	公司通过配股成功募集资金 18.16 亿元用于成都市自来水七厂一期工程项目建设
2013	公司下属处理规模为 400 吨/日的污水污泥处理厂正式投运
2014	成都市兴蓉投资股份有限公司中水分公司成立，主要负责中水项目的投资、建设、运营及中水销售
2015	公司与中信环境合资成立成都市新蓉环境有限公司，成功进入 MBR 技术领域
2017	公司与清华大学环境学院合作成立“清华大学（环境学院）—成都市兴蓉环境股份有限公司水务先进技术联合研究中心”
2018	2018 第八届中国上市公司口碑榜节能环保产业最具成长上市公司奖

资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心整理

截至 2019 年 6 月 30 日，公司注册资本为 29.86 亿元，其中成都环境投资集团有限公司持股 42.18%，为公司控股股东。成都市国资委持有成都环境投资集团有限公司 100% 股权，是公司的实际控制人。

图 1: 兴蓉环境股权结构(截至 2019 年 6 月 30 日)



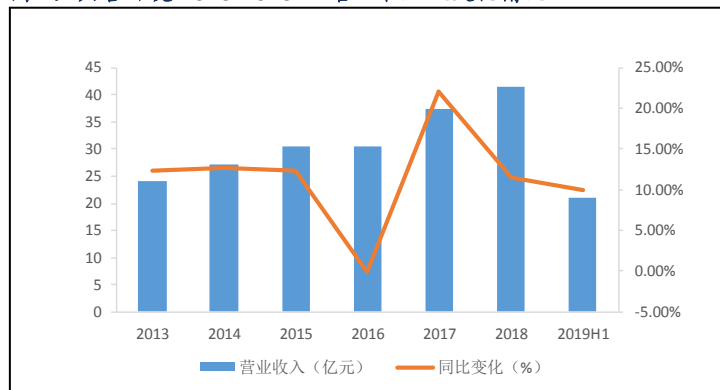
资料来源: 公司公告, 天眼查, 信达证券研发中心整理

### 借助行业东风蒸蒸日上

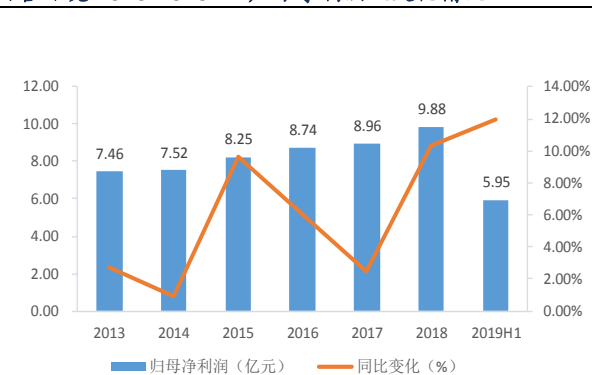
公司主要从事自来水生产与供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等业务。2018 年公司实现营业收入 41.60 亿元, 其中自来水供应业务 24.21 亿元, 占营业收入的 58.20%; 污水处理服务及管网工程业务 11.82 亿元, 占比 28.43%; 环保业务 4.35 亿元, 占比 10.45%。

随着国家对环境保护的重视, 公司业绩逐年提升。2018 年, 公司实现营业收入 41.60 亿元, 较上年同期增长 11.48%; 实现归母净利润 9.88 亿元, 较上年同期增长 10.30%。进入 2019 年, 公司盈利增长势头仍然较强, 2019 年 1-6 月, 公司实现营业收入 21.14 亿元, 同比增长 9.91%; 实现归母净利润 5.95 亿元, 同比增加 12.01%。

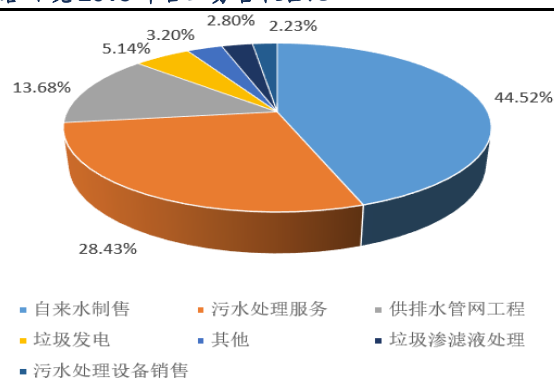
公司盈利能力强。2018 年, 公司销售毛利率为 40.79%; 销售净利率为 24.25%。2019 年 1-6 月, 公司销售毛利率为 44.31%, 销售净利率为 28.15%。

**图 2：兴蓉环境 2013-2019H1 营业收入及变化情况**


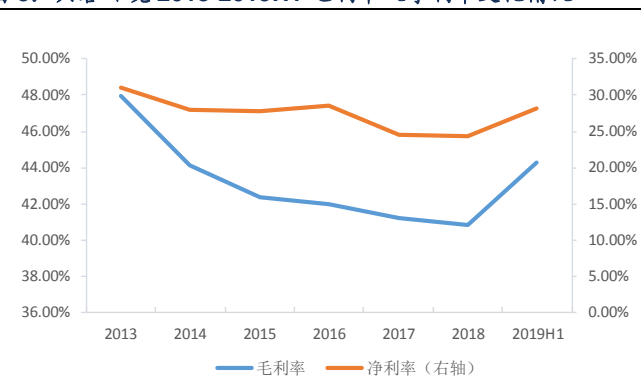
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3：兴蓉环境 2013-2019H1 归母净利润及变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 4：兴蓉环境 2018 年各业务营收占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：兴蓉环境 2013-2019H1 毛利率及净利率变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 混改将助推公司高质量发展

兴蓉环境控股股东成都环境集团是成都市属国有大型环境企业。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。2019年6月27-29日，2019中国环境产业高峰论坛暨2019年中国环博会在成都举办，成都环境集团集中展示了集团水务、固废综合利用、大气土壤污染治理、环保装备制造、环保集成服务五大产业布局，以及从原水、供水、污水处理、固废利用到流域综合治理等完整的产业链。

成都环境集团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。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，危险废弃处理 10 万吨/年；完成 3-5 个海外投资项目。

成都环境集团 2025 年目标：集团资产总额达 1000 亿，年营业收入突破 100 亿；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；进入 3-5 个国家(地区)，完成 6-8 个海外投资项目。

根据兴蓉环境公告，2018 年 1 月，成都环境集团接到成都市国资委转发的成都市政府有关批复文件，原则同意集团深化改革整合转型工作方案。公司将在混改前期工作全部就绪之后，推进落实具体工作。

2017 年 10 月 27 日，兴蓉环境与成都市西汇投资有限公司签署《增资协议》并以自筹资金向西汇投资全资子公司成都市西汇水环境有限公司增资，认缴注册资本 37,333.33 万元，增资后公司持有水环境公司 70% 股权。2018 年 3 月，公司取得西汇水环境公司 70% 股权，成为公司混改第一个落地案例。

## 区域性水务龙头，立足成都辐射西部

### 区域垄断+资源整合，供水业务量大质优

#### 供水产能产量稳步增长

自来水业务包括了从水源取水、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。公司自来水供应业务运营主体为成都市自来水有限责任公司，目前主要拥有成都市自来水二厂、成都市自来水五厂、成都市自来水六厂、成都市自来水 BOT 厂、成都市自来水七厂（一期）、成都自来水七厂（二期）、成都金堂自来水一厂和二厂、江苏沛县自来水厂和天府国际机场临时供水站等。

截至 2018 年末，公司日供水能力为 302.30 万吨/日，其中在成都地区的日供水能力为 278 万吨/日；2018 年公司供水产能增加 50.50 吨/日，系成都市自来水七厂（二期）和天府国际机场临时供水站的投产使用。2018 年公司供水量和售水量分别为 9.82 亿吨和 8.19 亿吨。

表 2：兴蓉环境供水产能产量

	2014	2015	2016	2017	2018
公司供水管网长度（千米）	4,352	4,982	5,384	6,536	6,973
日供水能力（万吨/日）	233.80	233.80	240.3	251.8	302.3
供水量（亿吨）	7.16	7.62	8.49	9.17	9.82
售水量（亿吨）	6.26	6.52	7.07	7.7	8.19

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

供水管网建设方面，城市管网由政府出资建设，输水管网由公司投资建设。目前，公司在建的主要给水输水管线项目为绕城高速给水输水管线工程和天府新区农村饮用水给水工程。其中，绕城高速给水输水管线工程预计投资 21.86 亿元，截至 2018 年末已投资 5.85 亿元；天府新区农村饮用水给水工程预计投资 1.50 亿元，截至 2018 年末已投资 1.16 亿元。

公司运营、在建、拟建供水产能逾 400 万吨/日，未来新增量主要看第七水厂三期项目。公司公告披露，2019 年成都市自来水七厂（三期）工程项目开工，预计于 2021 年 5 月建成投产。项目建成后将具有 80 万立方米/日的生产能力，包括取水工程、净水厂工程、自来水原水管及输送清水管管线工程。

### 供水业务毛利率较高且稳定

公司的供水业务毛利率较高并且稳定。2014-2018 年公司供水业务的毛利率分别为 43.73%、43.86%、44.15%、43.78%、43.89%，处于行业前列。公司披露毛利率较高的原因为：1）自来水业务受惠于四川成都特殊地貌及优质原水来源，有助于降低制水及输水成本费用。四川地处长江流域上游，公司原水均取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河与沙河的上游，符合《地面水环境质量标准》（GB-3838-88）III 类标准。同时，成都的特殊地貌特点是城市西北部比东南部的地势较高，供水生产是通过重力流而非水泵来完成，从而减少了制水及输送过程中的电力及能源成本。2）公司全面推行规范化、精细化管理，建立完善的财务管控体系，降低了生产性成本、管理成本及财务成本。随着供水规模的稳健提升，各生产要素的有机结合产生了 1+1 > 2 的效应，经济效益逐步凸显。

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，由公司向用户代收后上缴财政。根据 2013 年成都市发改委《关于建立并实施中心城区城市供水价格联动调整机制的通知》和《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》规定，公司供水范围内的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。公司终端水价分别于 2013 年 12 月、2015 年 1 月、2015 年 12 月、2016 年 9 月上调了 4 次。

从实施方案来看，2020 年是下一个成都终端水价调价期，我们预计公司供水业务毛利率仍将保持较高水平。根据 2015 年 12 月成都发改委《成都市建立中心城区居民用水阶梯价格制度实施方案》，阶梯水价于 2016 年 1 月 1 日执行，有效期 5 年。

表 3：兴蓉环境终端水价（单位：元/立方米）

	2014	2015	2016	2017	2018
居民生活用水	2.94	2.96	2.98	3.03	3.03
非居民用水	4.39	4.41	4.43	4.43	4.43
特种洗浴	15.09	15.11	15.13	15.13	15.13
特种洗车	10.09	10.11	10.13	10.13	10.13
特种其他	7.49	7.51	7.53	7.53	7.53

资料来源：公司公告，信达证券研发中心



## 推进成都及周边资源整合

2018 年公司积极推进成都市“11+2”中心城区供水资源整合，并对接成都周边城区及省内的项目整合。

2018 年 7 月公司与成都环境集团签署《成都市自来水六厂 B 厂资产转让协议》，拟以 3.47 亿元向成都环境集团购买水六厂 B 厂资产，包括一座供水能力 40 万立方米/日的净水厂和存货、筑物、管道沟槽、机器设备，及所在宗地的土地使用权。标的资产的产权过户登记手续于《资产转让协议》生效之日起一年内办理完毕。

2018 年 8 月公司中标四川省广安市岳池县嘉陵江水源供水工程特许经营项目，新建岳池县嘉陵江水源供水水厂，总规模为 15 万 m<sup>3</sup>/d（近期 8 万 m<sup>3</sup>/d），配套干管总长约 5.9 万米。工程近期总投资约 4.97 亿元。

2018 年 10 月公司公告，成都国际空港新城投资集团有限公司决定引入成都市兴蓉环境股份有限公司作为战略合作方就新城的水务环保项目开展全面合作。双方拟成立合资公司，注册资本为人民币 2 亿，其中成都空港集团持股比例为 60%，公司持股比例为 40%，由合资公司负责该区域水务环保项目的投资、建设、管理和运营。目前双方正在就合资公司的组建进行商洽。

2018 年 12 月公司公告，公司控股子公司阿坝兴蓉为理县给排水一体化项目第一中标候选人。特许经营权包括理县县城区域范围内供排水存量以及未来新建项目的投融资、建设、运营、维护及移交。纳入合作的存量项目包括：合计设计规模 10,000m<sup>3</sup>/d 的县城自来水厂 2 座，以及设计规模为 4,000m<sup>3</sup>/d 的县城污水处理厂等相关设施设备。目前成立项目公司相关事宜已取得国资委批复，正在履行成立项目公司相关程序。

2019 年 5 月公司中标沛县供水 PPP 项目（增加投资部分），项目总投资约 9.56 亿元，包括沛县第二地表水厂、13 个建制镇污水处理厂管工程、老城区管网改造（含开发区）工程、沛县区域供水与农村安全饮用水工程搭接工程。

成立水务环保基金推动公司整合产业资源。2019 年 4 月 26 日公司公告，公司拟与四川和信振兴股权投资基金管理有限公司、四川发展股权投资基金管理有限公司共同发起设立水务环保产业投资基金，并签订《成都兴蓉和兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》。基金预期规模为 100 亿元，设立时的认缴规模为 4.1 亿元，其中普通合伙人和信振兴基金拟认缴出资 1000 万元，有限合伙人四川发展基金拟认缴出资 2 亿元，公司作为有限合伙人拟认缴出资 2 亿元。本次与专业投资机构合作共同发起设立水务环保产业投资基金，旨在借助各方的专业优势及投资管理经验，推动公司整合产业资源，实现业务结构的优化升级，同时增加公司投融资方式的多样性，提高资金使用效率，发掘具有良好发展前景和竞争优势的水务环保类企业或项目。

## 长江修复“重拳治水”，污水处理业务进入快行道

### 长江修复攻坚利好污水处理业务

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》。《行动计划》提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85%以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%，长江经济带地级

及以上城市建成区黑臭水体消除比例达 90%以上，地级及以上城市集中式饮用水水源地水质优良比例高于 97%。生态环境部制定了落实行动计划的 8 个专项行动，包括长江经济带工业园区污水处理设施整治专项行动、长江经济带城市黑臭水体治理专项行动、长江流域劣 V 类国控断面整治专项行动、长江经济带饮用水水源地专项行动等，目标是 2019 年年底，长江经济带国家级工业园区污水管网实现全覆盖，长江经济带地级及以上城市黑臭水体消除比例达到 80%以上。

在生态环境部印发落实《长江保护修复攻坚战行动计划》8 个方案的基础上，结合四川实际，四川生态环境部出台了 14 个专项行动方案，其中包括涉水污染防治类 10 个。按照部署，通过实施劣 V 类断面整治、重点小流域整治、琼江流域攻坚、城市黑臭水体治理、工业园区治理、饮用水水源整治、入河排污口整治、水污染防治行动计划、主要水污染物总量减排计划，将对长江流域突出生态环境问题来一次大排查、大整治，从根本上消除长江污染隐患，确保一江清水向东流。

公司业务覆盖地区位于长江修复攻坚区域，污水治理执行力度大。早在 2017 年，首轮中央环保督察反馈就指出，沱江水环境质量下降明显。2018 年 11 月中央环保督查“回头看”行动中，沱江流域内江段水污染又被点名批评。四川省督察整改方案明确，实施《四川省城镇污水处理设施建设三年推进方案（修订）》和《沱江流域水污染防治规划》，推进城镇生活污水处理设施提标改造，大力整治城市黑臭水体。目标是到 2019 年底，污水处理率城市达到 95%，县城达到 85%，建制镇达到 50%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达到 90%以上。

#### 污水处理新增量近期仍看中心城区

公司主要负责成都市中心城区的污水处理业务，近年来还进行了异地拓展，在兰州、银川、西安、巴中、深圳、宁东等地拥有一定的污水处理业务。截至 2018 年末，公司总计污水处理能力为 289.75 万吨/日，较上年增加 9.76 万吨/日，主要系成都市第十净水厂、安德园区工业污水处理厂和团结镇第二污水处理厂投产。其中，公司在成都市拥有 11 座污水处理厂，污水处理能力 203.75 万吨/日，较上年增加了 8.75 万吨/日，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖。此外，公司在异地有 7 座污水厂，合计具备 86.00 万吨/日的污水处理能力，较上年增加 1.01 万吨/日的污水处理能力。2018 年公司污水处理量为 9.54 亿吨，较 2017 年增长 5.18%，其中当年成都市污水处理量为 6.65 亿吨，占当期污水处理量的 69.71%。

表 4：兴蓉环境污水处理产能产量

	2014	2015	2016	2017	2018
污水处理能力（万吨/日）	207.5	239.49	276.99	279.99	289.75
其中：成都（万吨/日）	130	160	195.00	195.00	203.75
污水处理量（亿吨）	6.45	7.72	8.20	9.08	9.54
其中：成都（亿吨）			5.49	6.32	6.65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司运营、在建、拟建污水处理产能逾 300 万吨/日，近期主要增量仍在成都中心区。截至 2018 年末，公司在建的污水处理

厂项目主要有巴中市第二污水处理厂项目和成都合作污水处理厂三期工程（新建污水处理产能 10 万吨/日），预计于 2019 年建成。2019 年公司还将大力推进成都市中和污水处理厂二期项目（新建污水处理产能 30 万吨/日），预计 2019 年 12 月建成。

公司也在拓展成都周边地区及省内的乡镇污水治理和工业园污水治理项目。1) 2018 年公司成功落地茂县城市生活污水处理特许经营项目（0.6 万立方米/日），并积极参与成都市新都区、九寨沟县农村居民生活污水治理项目，完成示范点工程建设。2) 2019 年 6 月公司公告，拟以自有资金人民币 1,000 万元，出资设立全资子公司简阳市成环环境有限责任公司，为简阳市环沱排水有限公司建设的简阳市城南工业园污水处理厂（2 万立方米/日+远期 1.5 万立方米/日）、简阳市平泉精细化工产业园污水处理厂（1 万立方米/日+远期 1 万立方米/日）以及简阳市贾家中小企业园污水处理厂（0.5 万立方米/日+远期 0.5 万立方米/日）提供委托运营服务。3) 2019 年 6 月公司公告，中标西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期工程特许经营项目。项目总投资 3.99 亿元，项目为 BOT 模式，特许经营期共 30 年，其中建设期 1 年。建设内容为污水处理厂工程总规模 10 万 m<sup>3</sup>/d、厂外主干管衔接工程规模 10 万 m<sup>3</sup>/d、尾水工程总规模 20 万 m<sup>3</sup>/d。

污水管网一般均由政府投资建设，无需公司投资。例外的是，公司于 2017 年中标温江排水设施基础工程 PPP 项目，主要为地下管网改造工程。该项目总投资概算 10.25 亿元，截至 2018 年末已投资 0.72 亿元。

公司污水处理业务毛利率下滑主要受 2015 年 78 号文的影响。2014-2018 年公司污水处理业务的毛利率分别为 48.96%、44.12%、40.11%、39.41%、38.10%。根据财政部、国家税务总局发布的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知（78 号文），2015 年 7 月 1 日起，污水处理由原来免征增值税改为按 70%比例即征退税；再生水产品按 50%比例退税。由于退税核算在其他收益科目里，使得污水处理毛利率下滑一个台阶。2016 年-2018 年公司污水处理毛利率基本稳定。

2020 年是公司成都市中心城区项目污水处理价格调价年。公司从事的污水处理业务采用“政府特许、政府采购、企业经营”的商业经营模式，即公司的污水处理服务采取政府采购的形式。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次，2014 年-2016 年成都市区污水处理服务结算价格为 1.53 元/吨；2017 年-2019 年为 1.63 元/吨，结算价格上涨 0.1 元/立方米的主要原因为公司实施了第三、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。

#### 成都排污提标限期到来，水质提标进行时

根据 2016 年 12 月发布的《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》（DB51/2311 - 2016），岷江、沱江水环境容量较小、生态环境脆弱，成都、眉山、乐山、宜宾、德阳、资阳、内江、自贡、泸州、雅安等 10 个市共 62 个区县被划为重点控制区域。对于重点控制区域，城镇污水处理厂污染物排放要达到地表水 IV 类水标准，工业园区集中式污水处理厂污染物排放略严于现有一级 A 标。新建排污单位自 2017 年 1 月 1 日起实行该标准，现有排污单位自 2020 年 1 月 1 日实行该标准。

公司在成都的第三、四、五、八污水处理厂在 2016 年已完成了提标扩能，采用了 MBR 膜处理核心技术。2019 年公司拟对第六、七、九厂污水处理厂进行提标改造项目，将出水由一级 A 标提升至地表水 IV 类水标准，暂不涉及扩能。目前，公司第

九污水处理厂拟采用利用现有二级处理+新建高密度沉淀池及反硝化深床滤池工艺为主体的深度处理工艺。

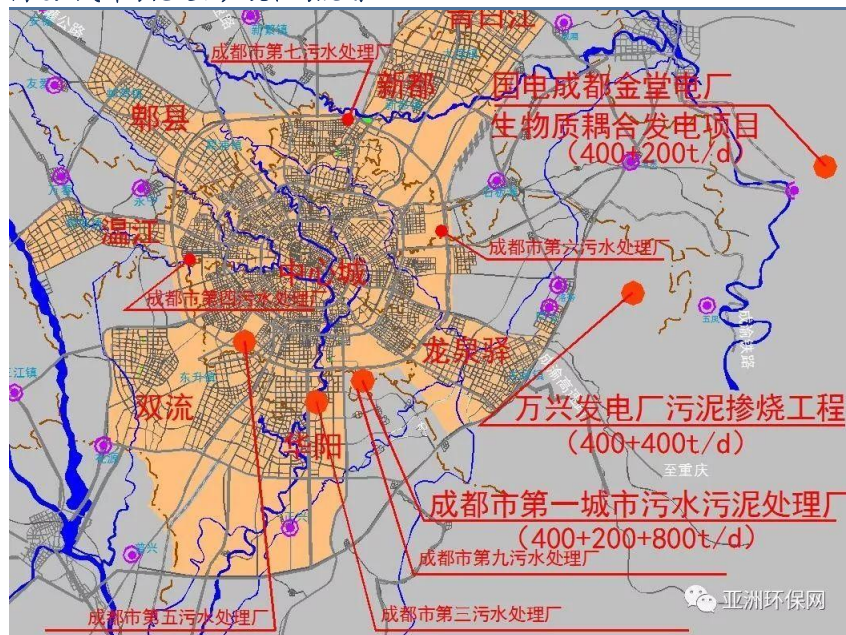
此外，公司开始开展再生水业务。以《成都市水生态系统 2025 规划纲要》为引领，成都市中心城区再生水利用率 2020 年将达到 40%。根据成都市水务局《成都市中心城区（绕城内）污水处理厂再生水回用近期实施方案》等相关文件要求，同时结合实际情况，公司拟投资建设第六净水厂再生水利用工程项目，项目预计总投资为 1.25 亿元，建设规模为 10 万 m<sup>3</sup>/d，建设期预计为 2019 年 10 月至 2020 年 11 月。

## 积极拓展“大固废”类环保业务

### 污泥处置产能快速扩张

污泥焚烧成为大中城市处置污泥的主流工艺。目前国内大中城市基本均明确固体废弃物处置场不再接收污泥直接填埋，能供选择的污泥处置工艺主要包括污泥土地利用、污泥焚烧及建材利用。由于污泥中的重金属、盐分、有机污染物会污染土壤、地表水与地下水，造成环境二次污染，污泥土地利用有一定的环境风险，国家未明确鼓励；污泥制砖应用相对广泛，但由于行业景气度、城市工业配置等各种原因不太稳定；污泥焚烧则比较灵活，既可单独焚烧又可与垃圾掺烧。

以成都为例，根据亚洲环保网报道，成都市对污泥土地利用、水泥窑协同处置、垃圾焚烧厂掺烧、热电厂掺烧、污泥厌氧消化+建材利用、污泥单独焚烧+建材利用等方案进行了大量的研究，最后采用的方案为采用单独焚烧为主，其它为辅的工艺路线。成都地区目前运营、在建、拟建的污泥处理产能为 2,800 吨/日（80%含水量）。

**图 6: 成都污泥处理厂现状与规划**


资料来源: 亚洲环保网。

兴蓉环境旗下成都市第一城市污水污泥处理厂拥有成都市中心城区污水污泥 400 吨/日的处理特许经营权，经营期 30 年，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。2018 年，公司处理污泥 14.88 万吨，较 2017 年增长 2%；实现污泥处置收入 0.93 亿元，较 2017 年减少 3.29%，主要原因为污泥结算价格的降低。

**表 5: 兴蓉环境污泥处理量和营收**

	2014	2015	2016	2017	2018
污泥产能 (吨/日)	400	400	400	400	400
污泥产量 (万吨)	10.41	11.04	12.67	14.59	14.88
污泥销量 (万吨)	10.41	11.04	12.67	14.59	14.88
污泥业务营收 (亿元)	0.7	0.7	0.83	0.96	0.93
污泥结算价格 (元/吨)	696.81	696.81	769.3	769.3	736.3

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司污泥业务增量，在建、拟建的污泥处置项目 1380 吨/日，是现有产能的 3 倍。其中，在建的成都第一城市污水污泥处理厂二期工程设计日处理能力为 200 吨/日，建设期为 2017 年 11 月至 2019 年 12 月，项目预计投资 2.96 亿元。万兴垃

圾焚烧发电二期项目有配套的 420 吨/日污泥处理产能。此外，万兴一期、大林垃圾发电项目还有拟建的配套污泥处置产能。

2017 年 4 月 17 日，兴蓉环境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。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）。目前合作还在前期阶段。

考虑到 2020 年后各污水厂均由一级 A 标提升到地表水 IV 类，污泥量在现有的基础上有增加的趋势，目前的规划仍可能无法满足成都的污泥处理需求。公司作为成都地区污泥处置的环保服务龙头，将受益于污泥处置市场的扩大，实现污泥处置产能的快速扩张。

### 垃圾焚烧发电项目陆续投产上规模

兴蓉环境运营、在建及拟建的垃圾焚烧发电项目为 9,300 吨/日。

目前公司有两座已运营的垃圾焚烧发电厂，分别为成都市万兴环保发电厂和彭州市隆丰环保发电厂，其中成都市万兴发电厂于 2017 年 3 月开始投入运营，主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧，设计日处理生活垃圾 2,400 吨/日；彭州市隆丰环保发电厂于 2019 年 3 月顺利通过“72+24 小时”满负荷试运行，已开始商业运行，主要负责彭州市和都江堰市等区域的垃圾焚烧，设计日处理生活垃圾 1,500 吨/日。

公司披露，投运的万兴环保垃圾发电厂是西部规模最大、技术最先进、环保标准最严的生活垃圾焚烧发电厂，采用炉排炉工艺，先进的烟气净化、污水处理、飞灰固化等环保设施，烟气处理按欧盟 2000 最新标准控制，各项指标均远远优于国内现行的《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB 18485-2014)，实现大气污染物近零排放。

受万兴环保发电厂投产影响，2018 年公司上网电量为 31,474.87 万度，较 2017 年增长 66.75%；当期实现垃圾焚烧发电收入 2.14 亿元，较 2017 年增长 53.59%。

**表 6: 兴蓉环境垃圾焚烧发电量和营收**

	2016	2017	2018
垃圾焚烧发电产能 (吨/日)		2400	3900
垃圾焚烧发电量 (万度)	4591	18876	31475
垃圾焚烧发电销量 (万度)	4591	18876	31475
垃圾发电营收 (亿元)		1.39	2.14

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司有两座在建发电厂，分别为成都市万兴环保发电厂项目二期工程和成都天府新区直管区大林环保发电厂。万兴环保发电厂二期投资概算 20.93 亿元；大林环保发电厂投资概算 24.74 亿元。

万兴二期项目日处理生活垃圾 3000 吨/日，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，并配套 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%）。万兴二期项目目前已开工。

天府新区大林环保发电厂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，加上项目红线外其他配套工程，包括厂外生态搬迁安置、生活垃圾运输通道建设、天然气调压站建设等，项目估算总投资 24.55 亿元。项目拟分两期实施，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，估算投资 13.45 亿元。兴蓉环境和天投实业成立的合资公司负责项目投资、建设、运营及管理。兴蓉环境在合资公司中占股 51%，天投实业占股 49%。目前大林项目已启动，处于前期准备阶段。

### 垃圾渗沥液处理项目盈利能力大幅提升

兴蓉环境运营、在建及拟建的垃圾渗滤液处理项目 5,630 吨/日。除已运营的 2 座处理厂、拟建的成都固废处理场三期项目外，其余的产能为在建、拟建的垃圾焚烧发电项目的配套渗滤液产能。

公司目前运营 2 座垃圾渗滤液处理厂，垃圾处理能力为 2,300 吨/日，公司拥有该项目 20 年特许经营权。2018 年公司垃圾渗滤液处理量（主要为日常的垃圾渗滤液量，未包含应急处置渗滤液量）68 万吨，较 2017 年的 84 万吨，同比较少 19.05%。2018 年，公司垃圾渗滤液处理收入为 1.16 亿元，较 2017 年减少 18.33%。

公司拟建项目为成都市固体废弃物处理场渗滤液处理扩容工程（三期）项目。2018 年 12 月，兴蓉环境与维尔利签订了《成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）工程项目采购施工总承包合同》，项目预计 2020 年投产。项目为新建生活垃圾渗滤液处理厂，主要内容包括膜车间、调节池、事故池、初沉池、混合池、厌氧罐基础、生化池及配套附属设施等，渗滤液处理系统设计规模为 2000m<sup>3</sup>/d。项目总投资 38,343 万元。

**表 7：兴蓉环境垃圾渗滤液处理量和营收**

	2014	2015	2016	2017	2018
垃圾渗滤液产能（吨/日）	2300	2300	2300	2300	2300
垃圾渗滤液产量（万吨）	66.2	63.5	75.2	84	68
垃圾渗滤液销量（万吨）	66.2	63.5	75.2	84	68
垃圾渗滤液营收（亿元）	0.76	0.85	0.87	1.43	1.16
垃圾渗滤液结算价格（元/吨）	151.56	151.56	151.56	163.5	163.5
毛利率	23.84%	11.15%	22.49%	30.48%	38.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前成都市垃圾渗滤液处理服务结算价格目前为 163.50 元/立方米，执行期为 2017-2019 年。2014-2016 年的垃圾渗滤液结算价格为 151.56 元/吨。2017 年价格上调的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。

随着处理费调价和项目的优化，2017-2018 年公司垃圾渗滤液处理业务的毛利率大幅增长。

### 中水回用产能将配套污水处理厂逐步扩大

兴蓉环境运营、在建及拟建的中水利用项目 98 万吨/日。除已运行的成都中心城区中水特许经营项目外，其余项目为在建、拟建污水厂的配套中水回用产能。

2014 年 10 月 31 日，公司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》，期限为 2014 年至 2038 年。截至 2018 年末，公司中水服务规模为 30 万吨/天，2018 年中水实际销售量为 4,884 万吨。

**表 8: 兴蓉环境中水回用产量和营收**

	2014	2015	2016	2017	2018
中水回用产能 (吨/日)	30	30	30	30	30
中水生产量 (万吨)	1512	6272	6991	7172	6805
中水销售量 (万吨)	1512	6272	4884	4913	4884
中水结算单价 (元/吨)	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测及估值分析

### 盈利预测

#### 核心假设

- (1) 暂不考虑混改可能带来的水务整合，公司供水、污水处理业务依据项目投产计划保持增长，2020 年进入新的调价周期后毛利率略有提高；
- (2) 2019-2021 年随着垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、污泥处置项目的投产，公司环保业务营收和毛利润占比持续提升；
- (3) 2019-2021 年公司将维持较高的资本支出，以进行管网改造、污水提标和新建环保项目。

**表 9: 兴蓉环境各项业务盈利预测**

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
--	--------	--------	--------	-------	-------	-------



<b>供水</b>						
供水销量 (万吨)	70,724	76,968	81,906	88,876	92,504	102,085
收入 (万元)	159,401	173,131	185,193	200,953	210,909	232,754
增长率 (%)	9.59%	8.61%	6.97%	8.51%	4.95%	10.36%
毛利率 (%)	48.78%	48.62%	49.45%	49.45%	50.21%	50.21%
<b>管网</b>						
收入 (万元)	32,270	45,655	56,885	62,573	68,830	75,713
增长率 (%)	-37.62%	41.48%	24.60%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	21.31%	25.41%	25.81%	24.25%	24.25%	24.25%
<b>污水处理</b>						
污水处理量 (万吨)	82,031	90,751	95,449	100,238	115,175	125,563
收入 (万元)	91,505	109,197	118,248	127,196	154,657	169,449
增长率 (%)	1.52%	19.34%	8.29%	7.57%	21.59%	9.56%
毛利率 (%)	40.11%	39.41%	38.10%	38.53%	39.68%	39.98%
<b>垃圾渗沥液处理</b>						
垃圾渗沥液处理量 (万吨)	75.2	84	68	69	114	141.9
收入 (万元)	8,734	14,256	11,643	12,420	20,520	25,542
增长率 (%)	2.71%	63.23%	-18.33%	6.67%	65.22%	24.47%
毛利率 (%)	22.49%	30.48%	38.00%	41%	40%	40%
<b>垃圾焚烧发电</b>						
垃圾焚烧发电量 (万度)	4,591	18,876	31,475	37,753	41,769	57,834
收入 (亿元)		10,487	17,637	21,716	24,026	33,267
增长率 (%)		9.16%	64.05%	23.13%	10.64%	38.46%
毛利率 (%)		23.40%	34.48%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>污泥处置</b>						
污泥处置量 (万吨)	12.67	14.59	14.88	15.54	23.0125	63.7
收入 (万元)	8,332	9,593	9,277	10,126	14,995	41,506
增长率 (%)	19.64%	15.14%	-3.29%	9.15%	48.09%	176.81%
毛利率 (%)	23.28%	24.99%	19.96%	20.00%	20.50%	21.00%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 45.35、51.31、60.01 亿元, 同比增长 9.0%、13.1%、17.0%,

归属母公司股东的净利润分别为 11.15、12.86、14.49 亿元，同比增长 12.8%、15.4%、12.6%，摊薄 EPS 分别为 0.37、0.43、0.49 元，对应 2019 年 8 月 15 日收盘价的动态 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍。

## 估值分析及投资评级

### 相对估值法

我们选取 A 股水务行业上市公司作为可比公司，计算市盈率 P/E，行业 2019 年万得一致预测市盈率的中值为 16 倍，而公司 2019 年预测市盈率为 12 倍。此外，供排水、固废处理等行业固定资产占比较大，PB 估值也具有一定参考意义，行业可比公司的一致预期为 1.6 倍，而公司为 1.2 倍。给予公司 15 倍 PE，以 2019 年预测 EPS 计算，兴源环境目标价 5.55 元。

表 10: 兴蓉环境与可比公司估值比较

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	PE				PB (LF)
				2018A	2019E	2020E	2021E	
000544.SZ	中原环保	5.91	57.70	13.7	16.6	15.3	14.2	1.0
000605.SZ	渤海股份	7.01	24.90	41.2	35.8	28.7	26.6	1.2
300388.SZ	国祯环保	8.83	59.19	18.0	15.5	12.1	9.8	1.9
300692.SZ	中环环保	12.98	21.09	34.2	25.3	19.1	15.2	2.7
600008.SH	首创股份	3.27	186.48	22.6	21.1	18.6	16.2	1.1
600461.SH	洪城水业	5.73	45.16	13.3	11.6	10.2	9.2	1.3
601158.SH	重庆水务	5.51	264.00	18.4	14.5	13.4	12.1	1.9
603903.SH	中持股份	13.00	19.00	14.4	13.9	10.8	8.8	2.3
				18.2	16.0	14.4	13.2	1.6
000598.SZ	兴蓉环境	4.49	134.08	13.6	12.0	10.4	9.3	1.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 数据截止到 2019/8/15, 除兴蓉环境为信达预测外其余为 Wind 一致预期

### 绝对估值法

我们采用 FCFE 估值，假设公司分 2 个阶段增长。2019-2021 年为显性增长阶段，股权自由现金流按盈利预测报表估算；2022-2028 年为半显性增长阶段，增速均为 5%；之后为永续增长阶段，增长率保持 1%。在股权资本成本为 9.88% 的情况下，得到公司每股内在价值为 5.72 元。

表 11: 兴蓉环境 FCFE 估值主要参数和敏感性分析

估值假设		股权资本成本				
行业平均 Beta	1.21	8.00%	9.00%	9.88%	11.00%	12.00%

股票 Beta	0.91	永续增长率	0.00%	7.09	6.04	5.31	4.57	4.03
无风险利率	2.00%	(TV)	1.00%	7.82	6.57	<b>5.72</b>	4.86	4.26
市场收益率	10.70%		2.00%	8.81	7.25	6.22	5.22	4.53
永续增长率(TV)	1.00%		3.00%	10.18	8.15	6.87	5.67	4.86
股权资本成本	9.88%		4.00%	12.25	9.42	7.75	6.24	5.27

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 行业 Beta 值取自近 100 周申万水务行业算数平均值

综上, 我们采用可比估值和绝对估值得到的兴源环境目标价区间为 **5.55-5.72 元**, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

**市场竞争加剧风险:** 随着我国环保政策和监管趋严, 环保设备、环保工程需求高速增长, 大量原有业务与环保并不相关的国企、民企均携资本进军环保产业, 市场竞争加剧。此外, 由于地方经济发展水平参差不齐, 各地方政府市政相关服务的市场化程度各异, 由于环保行业具有区域性, 可能存在业务拓展不达预期的风险。

**项目进展和业绩确认不达风险:** 环保产业许多项目仍处于产业化初期, 在技术路径选择、产业化效益、商业模式上存在不成熟的风险。业内公司存在项目进展和业绩确认不达预期的风险。

**项目回款不达预期风险:** 环保公司客户以政府为主, 采用政府付费或者使用者付费+可行性缺口补贴的方式, 通常采用工程承包或者运营维护的模式, 前期资金投入大, 有一定回款周期, 竣工后存在验收、结算、付费延迟的风险。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,765.81	3,887.35	4,814.60	4,461.95	5,034.57
货币资金	2,402.97	2,289.23	3,093.21	2,547.88	2,825.01
应收票据	4.00	2.98	3.25	3.67	4.30
应收账款	738.13	814.02	887.44	1,004.13	1,174.37
预付账款	19.02	38.82	42.34	47.71	56.56
存货	361.35	507.78	553.84	624.05	739.82
其他	240.35	234.52	234.52	234.52	234.52
<b>非流动资产</b>	14,988.84	17,034.39	19,075.18	21,014.74	22,478.53
长期股权投资	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	7,339.89	8,016.06	12,141.11	12,778.11	12,710.07
无形资产	3,931.21	4,156.19	4,364.62	4,557.94	4,736.16
其他	3,717.44	4,862.13	2,569.45	3,678.69	5,032.29
<b>资产总计</b>	18,754.66	20,921.74	23,889.77	25,476.69	27,513.10
<b>流动负债</b>	4,400.44	5,849.54	6,154.69	6,624.43	7,377.70
短期借款	1,038.00	600.00	600.00	600.00	600.00
应付票据	48.21	45.42	49.54	55.82	66.18
应付账款	2,062.31	2,540.67	2,771.12	3,122.40	3,701.66
其他	1,251.92	2,663.45	2,734.03	2,846.20	3,009.86
<b>非流动负债</b>	4,170.02	3,919.30	5,719.30	5,719.30	5,719.30
长期借款	962.02	1,173.03	2,173.03	2,173.03	2,173.03
其他	3,208.00	2,746.27	3,546.27	3,546.27	3,546.27
<b>负债合计</b>	8,570.47	9,768.84	11,873.99	12,343.73	13,097.00
少数股东权益	500.18	708.47	731.81	758.74	789.07
归属母公司股东权益	9,684.01	10,444.42	11,283.97	12,374.23	13,627.03
<b>负债和股东权益</b>	18,754.66	20,921.74	23,889.77	25,476.69	27,513.10

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,731.34	4,159.65	4,534.80	5,131.09	6,001.03
同比(%)	22.01%	11.48%	9.02%	13.15%	16.95%
归属母公司净利润	895.75	988.03	1,114.78	1,286.18	1,448.69
同比(%)	2.46%	10.30%	12.83%	15.37%	12.64%
毛利率(%)	41.19%	40.79%	40.77%	41.01%	40.21%
ROE%	9.61%	9.82%	10.26%	10.87%	11.14%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.33	0.37	0.43	0.49
P/E	15	14	12	10	9
P/B	1.38	1.28	1.19	1.08	0.98
EV/EBITDA	10.16	9.19	8.65	7.41	6.76

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	3,731.34	4,159.65	4,534.80	5,131.09	6,001.03
营业成本	2,194.45	2,462.75	2,686.13	3,026.64	3,588.13
营业税金及附加	48.86	59.54	64.91	73.44	85.90
销售费用	105.04	109.83	119.73	135.48	158.45
管理费用	261.96	285.40	311.14	352.05	411.74
研发费用	0.00	7.60	8.29	9.38	10.97
财务费用	70.20	85.56	44.19	39.79	64.97
减值损失合计	44.66	62.93	59.28	67.07	81.72
投资净收益	4.93	-0.05	1.63	2.17	1.25
其他	82.11	105.51	96.07	118.38	143.94
<b>营业利润</b>	1,093.21	1,191.50	1,338.83	1,547.79	1,744.34
营业外收支	-4.97	10.06	16.88	16.36	17.44
<b>利润总额</b>	1,088.24	1,201.56	1,355.71	1,564.15	1,761.78
所得税	172.10	192.85	217.59	251.04	282.76
<b>净利润</b>	916.14	1,008.71	1,138.12	1,313.11	1,479.02
少数股东损益	20.39	20.69	23.34	26.93	30.33
<b>归属母公司净利润</b>	895.75	988.03	1,114.78	1,286.18	1,448.69
EBITDA	1,766.83	1,986.61	2,317.80	2,707.66	2,967.02
EPS(当年)(元)	0.30	0.33	0.37	0.43	0.49

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,657.27	1,910.92	2,271.58	2,721.37	3,128.16
净利润	916.14	1,008.71	1,138.12	1,313.11	1,479.06
折旧摊销	593.23	672.80	817.47	967.19	1,028.92
财务费用	85.36	112.25	144.61	176.32	176.32
投资损失	-4.93	0.05	-1.63	-2.17	-1.25
营运资金变动	36.52	64.85	122.61	209.98	376.06
其它	30.94	52.25	50.39	56.94	69.05
<b>投资活动现金流</b>	-1,039.47	-2,151.16	-2,847.75	-2,894.46	-2,478.79
资本支出	-1,143.64	-2,240.87	-2,849.37	-2,896.63	-2,480.04
长期投资	-176.70	32.26	1.63	2.17	1.25
其他	280.87	57.45	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	77.90	137.79	1,380.64	-371.76	-371.76
吸收投资	24.10	122.50	-78.14	0.00	0.00
借款	418.65	424.43	1,800.00	0.00	0.00
支付利息或股息	362.62	434.86	341.22	371.76	371.76
<b>现金流净增加额</b>	695.70	-102.45	803.98	-545.33	277.13

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，环保/有色金属行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属/建材行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业1年工作经验，2013年4月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
瀚蓝环境	600117.SH	东江环保	600139.SH	中国天楹	000035.SZ	龙净环保	600362.SH	清新环境	600489.SH	中电环保	600516.SH
高能环境	600547.SH	先河环保	600549.SH	兴蓉环境	000598.SZ	格林美	600711.SH	雪迪龙	600988.SH	伟明环保	601600.SH

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。