

## 水务环保共进, 混改稳健新业务开展可期

### 投资要点

- **四川省供排水龙头, 供排水业务增长后劲十足。**公司主营供排水业务, 目前拥有供水能力 302 万吨/日, 污水处理能力 290 万吨/日, 是四川省供排水龙头企业, 西部最大水务公司, 后续供排水业务内生增长后劲十足。其中 1) 供水方面, 在建及运营项目达到 330 万吨/日; 2) 污水处理, 在建及运营项目逾 300 万吨/日, 运营、在建和拟建的供排水项目规模逾 770 万吨/日, 在建规模充足。3) 成都市经济快速增长, 人口持续增加, 支撑供排水业绩长期稳健增长。
- **业绩增长良好的水务白马, 盈利能力强劲。**2016-2018 年公司营收 30.6/37.3/41.6 亿元, 同比增长-0.1%/22.0%/11.5%; 归母净利润 8.7/9.0/9.9 亿元, 同比增长 6%/2.5%/10.3%, 业绩稳健提高。2019 年前三季度公司实现营业收入 32.8 亿元, 同比增长 9.2%, 实现归母净利润 9.3 亿元, 同比增长 9.9%, 维持较好增长趋势。近三年综合毛利率在 40% 以上, 费用率约 12%。2018 年公司净利润率 24%, 净资产收益率为 9.5%, 财务稳健, 综合盈利能力强劲。
- **环境综合服务商格局已现, 环保运营服务增量明显。**供排水主营业务以外, 公司垃圾渗滤液、中水回用、污泥处理、垃圾焚烧业务增长良好, 综合性环保服务商格局已现。目前已投产 2 座垃圾焚烧发电 3900 吨/日; 1 座垃圾渗滤液处理厂 2300 吨/日; 1 座污泥处理厂 400 吨/日, 运营、在建和拟建的合计垃圾焚烧发电项目规模 9300 吨/日、污泥处置项目 2580 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 5630 吨/日、再生水项目 98 万吨/日, 后续环保运营业务增量业绩可观。
- **增持股份叠加回购彰显长期发展信心, 三峡资本入驻未来合作可期。**公司控股股东成都环境集团 2018 年累计增持总股本的 0.08%; 此外, 截止 2019 年 11 月底, 公司累计回购股份为 1764 万股(占比 0.6%), 成交区间 4.38-4.49 元/股, 总金额为 7814 万元用于后续员工持股计划或股权激励, 作为国企公司践行国企改革方针, 彰显未来长期发展信心, 为后续员工激励及公司长效发展奠定良好基础。三峡资本于中期新进公司前十大股东, 前三季度持股比例增至 3.2%, 三峡集团未来有望成为长江大保护中坚力量, 公司作为长江上游四川综合性水务环保平台, 后续深化业务合作可期, 为公司新业务开展打开想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.37 元、0.40 元、0.44 元, 对应 PE 分别为 12X、11X 和 10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期风险, 国企改革推进缓慢风险。

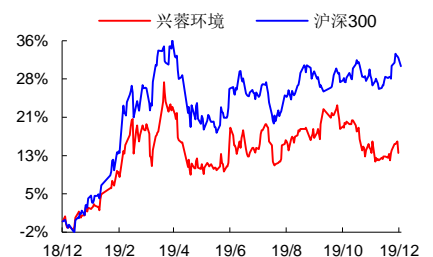
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4159.65	4590.33	5082.31	5636.46
增长率	11.48%	10.35%	10.72%	10.90%
归属母公司净利润(百万元)	988.03	1096.57	1198.95	1322.84
增长率	10.30%	10.99%	9.34%	10.33%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.37	0.40	0.44
净资产收益率 ROE	9.04%	9.29%	9.40%	9.56%
PE	14	12	11	10
PB	1.22	1.13	1.05	0.97

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	29.86
流通 A 股(亿股)	29.86
52 周内股价区间(元)	4.0-5.2
总市值(亿元)	136.17
总资产(亿元)	221.50
每股净资产(元)	3.72

### 相关研究

1. 兴蓉环境(000598): 业绩稳中有进, 持续关注国改落地 (2019-03-08)
2. 兴蓉环境(000598): 业绩稳健增长, 股份回购彰显价值 (2019-02-15)

## 目 录

1 公司概况：四川供排水龙头，收入利润稳健增长.....	1
2 传统供水业务增长良好，贡献主要毛利.....	3
3 污水处理产能亦稳定增长，结算价格 2020 年将做调整.....	5
4 深耕环保固废运营类业务，现金流良好利润高.....	7
5 稳健推进国企改革，后续与三峡集团合作可期.....	8
6 盈利预测与估值.....	8

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截止 2018 年末) .....	1
图 2: 公司 2014 年以来营业收入及增速 .....	2
图 3: 公司 2014 年以来归母净利润及增速 .....	2
图 4: 公司主营业务情况 (单位: 亿元) .....	2
图 5: 2018 年公司主营业务占比 .....	2
图 6: 公司毛利率情况 .....	3
图 7: 公司期间费用率情况 .....	3
图 8: 成都 GDP 及增长率 (单位: 亿元) .....	6

## 表 目 录

表 1: 2019 年前三季度公司前十大股东 .....	1
表 2: 截止 2018 年末公司下属水厂情况 .....	3
表 3: 2016~2018 年公司自来水板块业务指标 .....	4
表 4: 截至 2018 年末成都市水价变动情况 (单位: 元/立方米) .....	4
表 5: 2017 年成都市中心城区居民生活用水阶梯价格表 .....	4
表 6: 2018 年底公司已投入运营的污水处理项目情况 (单位: 万吨/日, 元/吨) .....	5
表 7: 污水处理业务运营情况 .....	6
表 8: 目前下属污泥处理产能分布 .....	7
表 9: 分业务收入及毛利率 .....	9
表 10: 同行业公司对比 .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	10

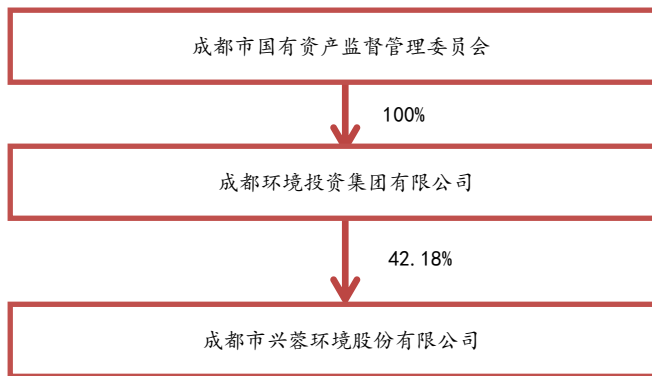
## 1 公司概况：四川供排水龙头，收入利润稳健增长

公司构建了自来水供应、污水处理及再生水、垃圾渗滤液处理和污泥处置等完整产业链，目前拥有中国西部排名第一的供排水规模，在深耕成都的同时，壮大川内业务，拓展省外业务，2018年已在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、深圳、江苏七个省份布局资源。

截止2018年末，公司拥有11座自来水厂，合计供水能力302.30万立方米/日；21座污水处理厂，合计污水处理能力约为289.75万立方米/日；2座垃圾焚烧发电厂，合计处理能力3900吨/日；1座垃圾渗滤液处理厂，处理能力2300吨/日；1座污水污泥处理厂，处理能力400吨/日。

公司第一大股东为成都环境投资集团，实际控制人为成都市国资委。

图1：公司股权结构（截止2018年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表1：2019年前三季度公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	成都环境投资集团有限公司	12.60	42.18
2	三峡资本控股有限责任公司	0.96	3.22
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.63	2.09
4	中央汇金资产管理有限责任公司	0.54	1.81
5	常刚	0.30	0.99
6	中国建设银行股份有限公司-华夏中证四川国企改革交易型开放式指数证券投资基金	0.20	0.68
7	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	0.19	0.65
8	高云	0.17	0.59
9	刘在京	0.12	0.41
10	李梅冬	0.10	0.34
	合计	15.81	52.96

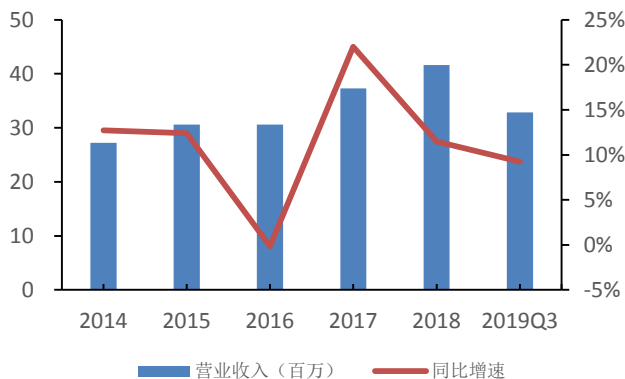
数据来源：wind，西南证券整理

### 业绩增长稳健

2016-2018 年公司实现营业收入 30.6 亿元、37.3 亿元和 41.6 亿元，同比增长-0.1%、22.0%、11.5%；实现归母净利润 8.7 亿元、9.0 亿元和 9.9 亿元，同比增长 6%、2.5%和 10.3%，业绩稳健提高。2018 年公司业绩增长较明显，主要系自来水供应量、污水处理量增加和垃圾焚烧产能利用率提升所系。

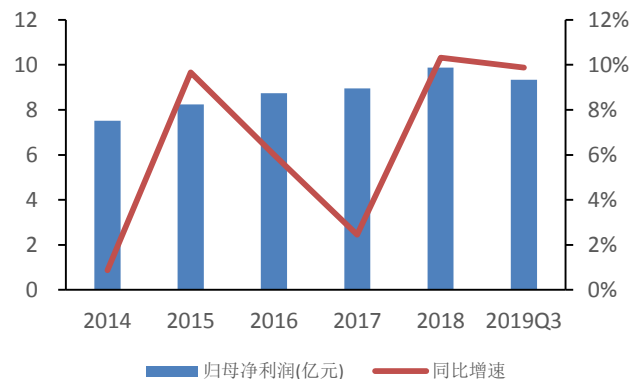
2019 年前三季度公司实现营业收入 32.8 亿元，同比增长 9.2%，实现归母净利润 9.3 亿元，同比增长 9.9%，维持较好增长态势。

图 2：公司 2014 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2014 年以来归母净利润及增速

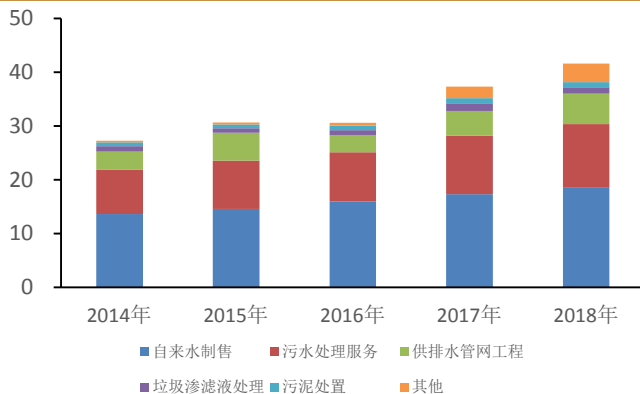


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 供排水构成最主要盈利来源

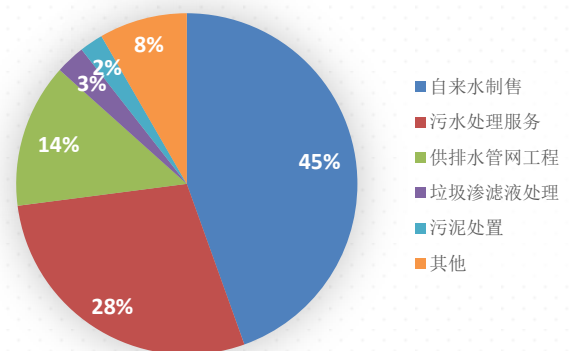
目前公司主营业务包括自来水销售、污水处理、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理和污泥处置等。2018 年自来水销售、污水处理、供排水管网工程三大业务分别实现营收 18.5 亿元、11.8 亿元和 5.7 亿元，同比增长 10.7%、8.3%和 11.6%，占总营收比例分别为 44.5%、28.4%和 13.7%，合计占比 86.6%；其余的 14%为环保类业务（垃圾渗滤液处理、污泥处理、垃圾发电）、中水回用及其他。利润看，2018 年自来水销售、污水处理、供排水管网业务实现的毛利分别为 9.2 亿元、4.5 亿元和 1.7 亿元，分别占比 54.0%、26.6%及 8.7%，合计占比为 89.2%，其余为环保运营类业务，供排水及管网业务为公司主要盈利来源。

图 4：公司主营业务情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018 年公司主营业务占比



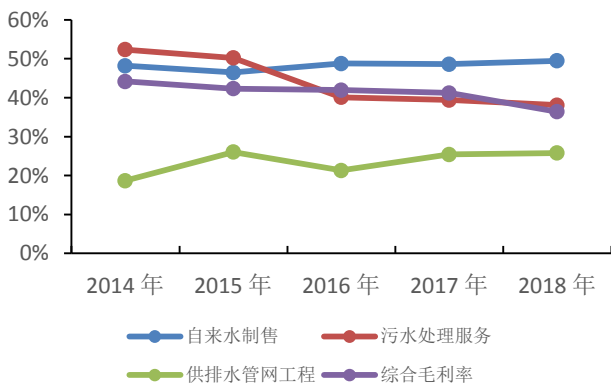
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 盈利水平高，费用管控良好

公司 2014-2018 年综合毛利率分别为 44.2%、42.3%、42.0%、41.2%和 40.8%，综合毛利率通常在 40%以上，盈利能力较高。2019 年前三季度公司毛利率为 44.1%，比上年同期下降 0.8 个百分点，总体维持在较高水平。

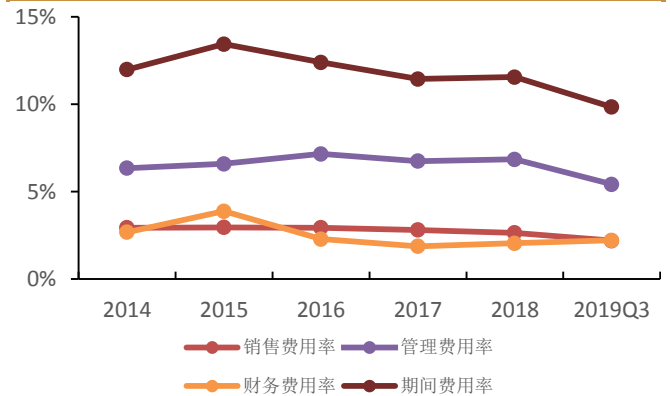
2014-2018 年公司的期间费用率为 12.0%、13.5%、12.4%、11.5%和 11.6%，2019 年前三季度公司期间费用率为 9.8%，同比下降 0.7 个百分点，其中管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为 5.4%、2.2%和 2.2%，总体费用率保持稳定，管控良好。

图 6：公司毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 传统供水业务增长良好，贡献主要毛利

供水产能持续爬坡，结算价格维持不变。公司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，并拓展至海南、江苏等地，供水能力位居西部首位。截止 2018 年拥有 11 个自来水厂，生产能力 302.3 万吨/日，2018 年新增产能 51.8 万吨/日，同比提升了 20.1%，主要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。2019 年上半年公司在建及运营的供水产能达到 330 万吨/日。2018 年末，公司供水网长度达到 6,973.1 千米，较 2017 年增加了 437.3 千米，随着管网工程的进一步建设完工，为公司的供水服务提供了有力的保障。

2016-2018 年及 2019 年上半年，公司售水总量分别为 7.1 亿吨，7.7 亿吨，8.2 亿吨及 4.2 亿吨，同比增长率为 11.4%，8.9%，6.5%及 8.7%，公司自来水业务增长较好。

表 2：截止 2018 年末公司下属水厂情况

项目	供水能力 (万立方米/日)	预计完工日期
成都地区 6 座自来水厂	278	已投产
金堂县自来水一厂	4	已投产
海南兴蓉环境发展有限责任公司	3.8	已投产
沛县兴蓉水务发展有限公司	10	已投产
金堂县自来水二厂	6	已投产
天府国际机场临时供水站	0.5	已投产

项目	供水能力 (万立方米/日)	预计完工日期
成都市自来水六厂 B 厂资产	40	2018 年 8 月通过购买提案
合计 (已投运)	302.3	
合计 (已投运+拟在建预计)	342.3	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 3: 2016~2018 年公司自来水板块业务指标**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
公司供水管网长度 (千米)	5,383.7	6,535.9	6,973.1
日供水能力 (万吨/日)	240.3	251.8	302.3
供水量 (亿吨)	8.5	9.2	9.8
售水量 (亿吨)	7.1	7.7	8.2

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

水价方面, 公司的供水价格由政府决定, 公司向终端用户征收的自来水价格包含自来水价格、水资源费和代收污水处理费等。根据成都市发展和改革委员会《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》(成发改价格【2013】1071 号)和《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》(成发改价格【2013】1183 号)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。2018 年居民生活用水终端水价与自来水供应价格同上年保持一致。

**表 4: 截至 2018 年末成都市水价变动情况 (单位: 元/立方米)**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
居民生活用水	2.98	3.03	3.03
非居民用水	4.43	4.43	4.43
特种洗浴	15.13	15.13	15.13
特种洗车	10.13	10.13	10.13

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

同时, 根据 2015 年 12 月成都市发改委发布的《成都市建立中心城区居民用水阶梯价格制度实施方案》, 成都市城市供水运营水费按照 1: 1.5: 3 的比例进行阶梯定价, 有效期 5 年。结合 2016 年 9 月的最新水价调整, 2017 年 1 月 1 日起, 成都市第一阶梯用水量 0-216 立方米/户表·年, 终端水价 3.03 元/立方米, 第二阶梯用水量 217-300 立方米/户表·年, 终端水价 3.90 元/立方米, 第三阶梯用水量为 300 立方米/户表·年以上, 终端水价 6.51 元/立方米。

**表 5: 2017 年成都市中心城区居民生活用水阶梯价格表**

阶梯	水量 (立方米/户表·年)	终端水价 (元/立方米)	其中			
			城市供水运营水费	水利工程水费	水资源费	污水处理费
第一	0-216	3.03	1.74	0.24	0.10	0.95
第二	217-300	3.90	2.61	0.24	0.10	0.95
第三	300 以上	6.51	5.22	0.24	0.10	0.95

数据来源: 成都市发改委官网, 西南证券整理

公司 2016-2018 年及 2019 上半年实现自来水制售收入 15.9、17.3、18.5 亿元和 9.4 亿元，同比增速为 9.6%、8.6%、7.0%及 8.7%；自来水制售业务的毛利分别为 7.8、8.4、9.2 和 5.0 亿元，同比增速分别为 15.1%、8.3%、8.8%及 10.9%，毛利率为 48.8%、48.6%、49.5%及 53.2%。供水为公司贡献毛利超过 50%，2018 年为公司毛利贡献占比 54%。公司凭借丰富的自来水供应经验，通过积极布局管网建设，落地自来水等措施，自来水供应业务呈现良好增长态势。

### 3 污水处理产能亦稳定增长，结算价格 2020 年将做调整

截至目前公司在成都市拥有十一座污水处理厂，分别为污水处理三~十厂等，2016-2018 年公司污水处理产能分别为 276.99 万吨/日、279.99 万吨/日和 289.75 万吨/日，2019 年上半年，公司运营及在建的污水处理项目规模逾 300 万吨/日。

表 6：2018 年底公司已投入运营的污水处理项目情况（单位：万吨/日，元/吨）

地区	污水处理项目名称	设计污水处理能力	投入运营时间	污水处理价格
成都	成都市第三净水厂	20	2004 年 9 月	1.63
	成都市第四净水厂	15	2004 年 9 月	
	成都市第五净水厂	20	2007 年 12 月	
	成都市第六净水厂	10	2007 年 12 月	
	成都市第七净水厂	10	2007 年 12 月	
	成都市第八净水厂	20	2008 年 12 月	
	成都市第九净水厂	100	2014 年 6 月	1.62
	成都市第十净水厂	5	2018 年 2 月	
	安德园区工业污水处理厂	1.95	2018 年 4 月	2.154
	三道堰镇污水处理厂	0.3	2018 年 9 月	2.373
	团结镇第二污水处理厂	1.5	2018 年 8 月	1.244
	小计	203.75	-	-
异地	兰州七里河污水处理厂	20	2010 年	0.8
	西安二污二期污水处理厂	20	2013 年	0.956
	西安一污二期污水处理厂	10	2015 年	1.26
	银川第六污水处理厂	5	2014 年	1.077
	深圳龙华污水处理厂（二期）	25	2012 年	0.364
	巴中经开区污水处理厂（一期）	3	2016 年	1.5
	宁东临河污水处理厂	2	2017 年	2.4
	宁东化工新材料园区污水处理厂	0.5	2017 年	5.4
	宁东煤化工园区污水处理厂	0.5	2017 年	5.4
	合计	86	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

随着污水处理能力的提升，公司的污水处理量和污水处理收入也逐年增加，2016-2018 年公司污水处理量分别为 8.20 亿吨、9.08 亿吨和 9.54 亿吨，污水处理收入分别为 9.15 亿元、10.92 亿元和 11.82 亿元。2019 年上半年公司污水处理总量 46,703.9 万吨。



从区域上看，公司污水处理业务主要覆盖成都市中心城区，近年不断向兰州、深圳、西安、银川和巴中等地拓展，但成都市范围内的污水处理量占比仍保持在 80%左右。

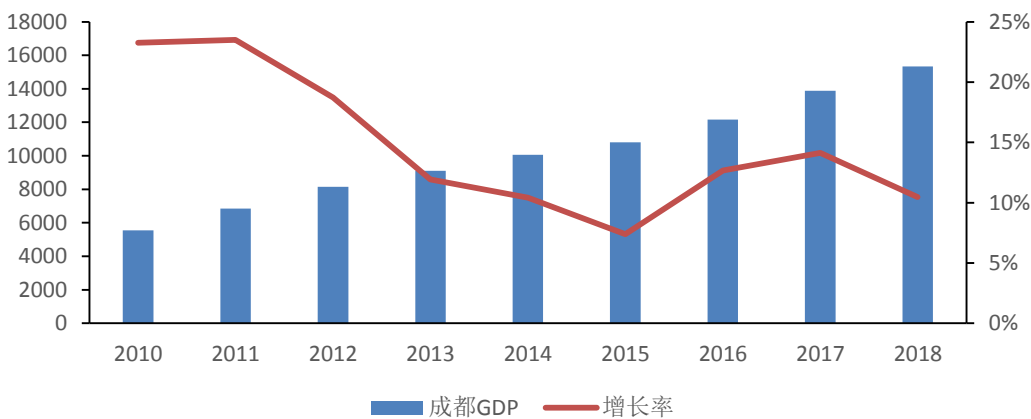
**表 7：污水处理业务运营情况**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
污水处理能力 (万吨/日)	276.99	279.99	289.75
其中：成都	195.00	195.00	203.05
污水处理量 (亿吨)	8.20	9.08	9.54
其中：成都	5.49	6.32	6.65
污水处理收入 (亿元)	9.15	10.92	11.82

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的供排水能力处于西部领先地位。近年来，在成都区域经济发展趋势良好和人才引进政策的支持背景下，17、18 年成都市人口净流入分别为 12.71 万人、28.53 万人，城市人口的净流入有利于扩大公司供排水规模基础。成都经济实力不断增强，工业不断发展，2016-2018 年，成都实现地区生产总值分别为 12170.2 亿元、13889.34 亿元和 15342.8 亿元，2018 年地区生产总值按可比价格计算，比上年增长 8.0%，高于全国 1.4 个百分点。成都经济的发展为成都市水务行业发展奠定良好的社会和经济基础；财政实力不断提升，为公司的发展提供良好的保障。

**图 8：成都 GDP 及增长率 (单位：亿元)**



数据来源：公司公告，西南证券整理

污水处理水价方面，根据与特许经营权授方签订的特许经营协议，按照约定的处理单价和双方确认的结算处理量确认。根据各地特许经营协议的约定，污水结算处理量由当地机构如环保局或城管委等机构核定，污水处理服务费是按环保局等机构核定水量乘以单价 (单价根据特许经营协议确定，并按照协议约定的方式进行阶段性调价)，由公司向当地财政局申请付款。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次，第一期和第二期的结算价格分别为 1.62 元/吨和 1.53 元/吨，公司第二期结算价格已于 2014 年 12 月 31 日到期。2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，成都市区污水处理服务结算价格为 1.63 元/吨。第三期结算价格比上期结算价格上涨 0.1 元/立方米。2020 年公司将迎来污水处理价格调整期。

## 4 深耕环保固废运营类业务，现金流良好利润高

供排水业务以外，公司环保业务布局固废、垃圾运营类业务，涉及垃圾焚烧、渗滤液处理及污泥处理业务，项目盈利能力稳健，现金流良好。此外，项目储备丰富，项目投运后将进一步贡献利润及现金流，提升环保运营业务比例。

### 垃圾焚烧发电贡献稳定现金流及利润，在建项目近现有项目规模

截止 2019 年上半年，公司运营 2 座垃圾焚烧发电厂，成都万兴环保发电厂（一期）和成都隆丰环保发电厂，设计处理能力分别为 2400 吨/日和 1500 吨/日，合计已投运规模达到 3900 吨/日；运营及在建垃圾焚烧发电项目规模为 6900 吨/日。在特许经营期内，主要通过垃圾焚烧获得垃圾处理服务费和发电收入。

2017-2018 年，公司垃圾焚烧发电量分别为 18876 万度和 31475 万度，分别实现业务收入 1.39 亿元和 2.14 亿元，业务毛利率分别为 24.95%和 34.48%，随着万兴环保发电厂运营逐渐趋于稳定以及隆丰发电项目投入运营，垃圾焚烧发电业务可为公司提供稳定的盈利和良好的现金流。

### 垃圾渗滤液处理项目稳健，储备项目丰富

截止 2019 年上半年，公司已运营垃圾渗滤液处理厂一、二期日处理能力合计 2300 吨/日，拥有 20 年特许经营权，运营及在建的垃圾渗滤液处理项目规模为 5630 吨/日。公司垃圾渗滤液处理业务的结算价格每三年核定一次，目前第三期结算价格为每吨 163.50 元，执行期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，较上期结算价格提高 11.94 元，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。

2016-2018 年，实际处理量分别为 75 万吨、84 万吨和 68 万吨，分别实现垃圾渗滤液处理业务收入 0.9 亿元、1.4 亿元和 1.2 亿元，2018 年垃圾渗滤液处理量同比下降主要系应急处理量减少所致。

2020 年迎来三年核定调价阶段，关注后续价格变化。

### 水处理产业链完善，污泥处理业务定价高

公司拥有污泥处理特许经营业务，旗下拥有成都市第一城市污水污泥处理厂，设计日处理能力为 400 吨；二期工程正在办理项目核准手续，设计日处理能力为 200 吨，建设期预计 1-2 年。截止 2019 年上半年，公司运营及在建的污泥处置项目规模 1080 吨/日。

2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日污泥处理单价为 769.30 元，较上一期价格 696.81 元有进一步提高。2020 年迎来三年核定调价阶段，关注后续价格变化。

2016-2018 年，公司污泥处理量分别为 12.67 万吨、14.59 万吨和 14.88 万吨，同比增长 14.7%、15.1%、20%及 6.7%；污泥处理收入分别为 0.83 亿元、0.96 亿元和 0.93 亿元。

表 8：目前下属污泥处理产能分布

项目	处理规模（吨/日）	项目进度
成都市中心城区城市污水污泥处理服务 BOT	400	2013 年 10 月运营
第一城市污泥处理厂二期工程	200	正在办理核准手续

数据来源：公司公告，西南证券整理

其他业务主要系中水回用业务。目前,公司中水利用项目规模为 30 万吨/日,2018 年实现中水售水总量 4884 万吨。结算价格 17 年上一期核算到期,价格为 0.28 元/立方米,目前新的结算单价仍在核定中,暂执行原中水单价。中水业务占比较小,对公司影响有限。

#### 在建项目储备丰富,确保长期利润稳健增长

截止 2019 年上半年,公司运营、在建和拟建的供排水项目规模逾 770 万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模 9300 吨/日、污泥处置项目 2580 吨/日、垃圾渗滤液处理项目 5630 吨/日、再生水项目 98 万吨/日,水务环保业务规模居西部首位、全国前列。目前公司在建和拟建项目充足,较现行投运项目规模有巨大的储备空间,确保后续利润能长期稳健增长。

## 5 稳健推进国企改革,后续与三峡集团合作可期

控股股东成都环境集团基于对公司未来发展的信心及对公司价值的认同,于 2018 年 10 月 12 日至 2018 年 10 月 18 日期间通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计增持公司股份 2,499,100 股,约占公司总股本的 0.08%,增持后,成都环境集团持有公司 1,259,605,494 股,占公司总股本的 42.18%。控股股东为国企,增持股份彰显看好公司长期发展价值,客观激励公司长期稳健发展。

此外,2019 年公司发布公告,为维护广大投资者合法权益,完善公司长效激励机制等,回购公司股份,回购后的股份将用于后续员工持股计划或者股权激励。截至到 2019 年 11 月底,公司通过集中竞价方式累计回购股份为 17,642,281 股,占公司总股本的 0.59%,最高成交价为 4.49 元/股,最低成交价为 4.38 元/股,成交总金额为 7814 万元(不含交易费用),回购彰显了公司长期发展信心,激励若落地将能提高员工业务积极性,助力公司长期稳健发展。公司目前股价 4.56 元,具备一定安全边际。

2019 年中报披露,三峡资本新进为公司前十大股东,持续增持后目前三季度持股比例增至 3.2%,三峡集团未来有望成为长江大保护中坚力量,公司作为长江上游四川综合性水务环保平台,后续深化业务合作可期,为公司新业务开展打开想象空间。

## 6 盈利预测与估值

#### 关键假设:

假设 1: 公司现有供水业务随成都市人口增长及人均用水量提升稳定增长,供水产能稳健投产,2019-2021 年供水量增速为 9%/8%/8%。

假设 2: 公司污水处理量稳定增长 8%,毛利率维持在 39%。

假设 3: 隆丰垃圾焚烧发电项目投产带动 2019-2020 年垃圾焚烧业务增长,此外储备项目众多,垃圾焚烧、污泥及渗滤液等环保业务业绩增长良好。

假设 4: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 9：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
自来水业务	收入	1851.93	2,018.60	2,180.09	2,354.50
	增速	7.0%	9.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	49.45%	49.50%	49.00%	49.00%
污水处理	收入	1182.48	1,277.08	1,379.24	1,489.58
	增速	8.3%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	38.10%	39.00%	39.00%	39.00%
供排水管网	收入	568.85	682.62	819.14	982.97
	增速	24.6%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	25.81%	25.50%	25.00%	25.00%
垃圾渗滤液、污泥处理、 垃圾焚烧及其他	收入	556.39	612.03	703.83	809.41
	增速	23.2%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	33.03%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	4,159.65	4,590.33	5,082.31	5,636.46
	增速	11.48%	10.35%	10.72%	10.90%
	毛利率	40.79%	41.74%	41.17%	40.88%

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.37 元、0.40 元、0.44 元，对应 PE 分别为 12X、11X 和 10X，维持“买入”评级。

**表 10：同行业公司对比**

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率
		(亿元)	TTM	19E	20E	PB
000598	兴蓉环境	136	13	12	11	1.23
601158	重庆水务	265	18	15	14	1.80
600008	首创股份	183	21	20	16	1.68
600874	创业环保	84	21	19	17	1.64
600461	洪城水业	55	12	13	11	1.48
600168	武汉控股	46	15	15	13	0.89
000685	中山公用	118	14	11	10	0.91
000544	中原环保	60	15	14	14	1.04
600323	瀚蓝环境	129	15	14	12	2.01
平均数			16	15	13	1.41

数据来源：wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4159.65	4590.33	5082.31	5636.46	净利润	1008.71	1119.52	1224.05	1346.84
营业成本	2462.75	2674.18	2989.84	3332.32	折旧与摊销	672.80	1008.87	1065.45	1123.38
营业税金及附加	59.54	61.97	66.07	71.58	财务费用	85.56	77.20	91.18	108.88
销售费用	109.83	110.17	121.98	134.15	资产减值损失	62.93	40.00	40.00	40.00
管理费用	285.40	302.96	325.27	355.10	经营营运资本变动	480.28	163.45	283.00	382.91
财务费用	85.56	77.20	91.18	108.88	其他	-399.37	-40.41	-39.93	-39.97
资产减值损失	62.93	40.00	40.00	40.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1910.92</b>	<b>2368.63</b>	<b>2663.75</b>	<b>2962.04</b>
投资收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3022.95	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	871.79	-170.78	-200.00	-200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2151.16</b>	<b>-1170.78</b>	<b>-1200.00</b>	<b>-1200.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1191.50</b>	<b>1323.85</b>	<b>1447.98</b>	<b>1594.45</b>	短期借款	-438.00	-600.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.06	9.05	9.05	9.05	长期借款	211.01	1000.00	500.00	500.00
<b>利润总额</b>	<b>1201.56</b>	<b>1332.90</b>	<b>1457.03</b>	<b>1603.49</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	192.85	213.38	232.98	256.66	支付股利	-232.93	-219.01	-253.10	-278.91
净利润	1008.71	1119.52	1224.05	1346.84	其他	597.71	-1163.77	8.82	-8.88
少数股东损益	20.69	22.96	25.10	24.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>137.79</b>	<b>-982.78</b>	<b>255.72</b>	<b>212.21</b>
归属母公司股东净利润	988.03	1096.57	1198.95	1322.84	<b>现金流量净额</b>	<b>-102.45</b>	<b>215.08</b>	<b>1719.47</b>	<b>1974.25</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2289.23	2504.31	4223.78	6198.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	976.97	1034.87	1161.54	1287.75	销售收入增长率	11.48%	10.35%	10.72%	10.90%
存货	507.78	459.55	541.76	622.30	营业利润增长率	8.99%	11.11%	9.38%	10.12%
其他流动资产	113.37	133.83	127.44	139.90	净利润增长率	10.11%	10.99%	9.34%	10.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.00%	23.59%	8.08%	8.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11423.81	11645.36	11810.33	11917.37	毛利率	40.79%	41.74%	41.17%	40.88%
无形资产和开发支出	4158.05	3927.85	3697.65	3467.45	三费率	11.56%	10.68%	10.59%	10.61%
其他非流动资产	1452.52	1652.30	1852.08	2051.86	净利率	24.25%	24.39%	24.08%	23.90%
<b>资产总计</b>	<b>20921.74</b>	<b>21358.07</b>	<b>23414.58</b>	<b>25684.66</b>	ROE	9.04%	9.29%	9.40%	9.56%
短期借款	600.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.82%	5.24%	5.23%	5.24%
应付和预收款项	3455.51	3625.11	4031.85	4548.48	ROIC	8.93%	9.39%	10.58%	12.18%
长期借款	1173.03	2173.03	2673.03	3173.03	EBITDA/销售收入	46.88%	52.50%	51.25%	50.15%
其他负债	4540.30	3514.03	3692.85	3878.37	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9768.84</b>	<b>9312.16</b>	<b>10397.73</b>	<b>11599.88</b>	总资产周转率	0.21	0.22	0.23	0.23
股本	2986.22	2986.22	2986.22	2986.22	固定资产周转率	0.54	0.57	0.62	0.69
资本公积	1779.97	1779.97	1779.97	1779.97	应收账款周转率	5.36	5.42	5.44	5.42
留存收益	5658.74	6536.29	7482.14	8526.06	存货周转率	5.61	5.48	5.92	5.68
归属母公司股东权益	10444.42	11314.48	12260.33	13304.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.64%	—	—	—
少数股东权益	708.47	731.43	756.53	780.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11152.90</b>	<b>12045.91</b>	<b>13016.86</b>	<b>14084.78</b>	资产负债率	46.69%	43.60%	44.41%	45.16%
负债和股东权益合计	20921.74	21358.07	23414.58	25684.66	带息债务/总负债	37.54%	43.67%	43.92%	43.68%
					流动比率	0.66	0.96	1.27	1.53
					速动比率	0.58	0.86	1.15	1.42
					股利支付率	23.57%	19.97%	21.11%	21.08%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.37	0.40	0.44
					每股净资产	3.73	4.03	4.36	4.72
					每股经营现金	0.64	0.79	0.89	0.99
					每股股利	0.08	0.07	0.08	0.09
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1949.87	2409.92	2604.61	2826.71					
PE	13.78	12.42	11.36	10.29					
PB	1.22	1.13	1.05	0.97					
PS	3.27	2.97	2.68	2.42					
EV/EBITDA	7.55	5.62	4.65	3.69					
股息率	1.71%	1.61%	1.86%	2.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn