

兴蓉环境 (000598)

成都水务龙头稳健增长，2024 年污水调价在即，长期现金流增厚空间大

买入 (首次)

2024 年 04 月 09 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

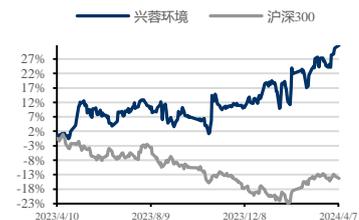
执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,751	7,630	8,087	8,893	9,676
同比	25.64%	13.02%	5.99%	9.96%	8.81%
归母净利润 (百万元)	1,494	1,618	1,843	2,082	2,242
同比	15.04%	8.31%	13.95%	12.94%	7.70%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.50	0.54	0.62	0.70	0.75
P/E (现价&最新摊薄)	13.17	12.16	10.67	9.45	8.77

投资要点

- **成都水务龙头稳健增长，长期自由现金流增厚空间大。**公司掌握成都优质水务资产，延伸拓展固废等环保业务，立足成都向全国扩张。2014-2023 年公司归母净利润复增 10%，成都财政能力强付费及时，2014-2022 年净现比维持 1.5+。截至 2023H1 公司重要在建和拟建项目待投入 139 亿元，待建造高峰过后，自由现金流增厚及分红潜力大。
- **供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定。**1) 量：截至 2023H1 在建/运营产能比例为 24%。供水运营产能 334 万吨/日，其中成都市产能占比 87%，在建产能 80 万吨/日。2022 年供水平均产能利用率 99.51%，随着人口增长&经济发展，成都区域用水需求具备增长潜力。2) 价：依托丰富的运营经验+良好的原水水质+有利的地势条件，吨水盈利稳定。公司水厂初始投资及运维成本较低且管控有力，2015-2021 年吨水毛利维持 1.1 元左右，毛利率介于 48~50%，2022 年吨水毛利 1 元，较同业均值高 35%，长期保持稳定且领先的盈利水平。
- **污水：本土+异地拓展成果颇丰，2024 年进入污水调价节点。**1) 量：截至 2023H1 在建/投运产能比例 15%。公司污水运营产能 400 吨/日，成都项目占七成，其中成都中心城区 230 万吨/日，在建产能约 60 万吨。2011-2022 年污水处理量复增 9%，2020-2022 年成都中心城区污水项目平均产能负荷率 91%，公司目前在建项目集中于成都，将匹配污水处理需求的提升。2) 价：2024 年成都中心城区污水调价在即，运营成本&吨投提升有望带动上调。2017 年以来公司污水处理均价呈上行趋势，毛利率稳定在 40%左右，复盘历史调价，新增资本投入及运营成本提升带来处理费调升。①运营成本：2020-2021 年单吨药剂费复增 33%，单吨折旧、人工、能源成本复合增速均超 20%，污水毛利率从 2020 年 40.20% 降至 2022 年 38.47%；②新项目吨投：2023H1 在建项目中有 3 个地理式污水处理厂属于成都市中心城区特许经营权范围，预计将纳入此次调价考核内。地理式项目单吨投资超 1.5 万元/(吨/日)，约为常规项目单吨投资的 3 倍。假设成都中心城区污水调价幅度在 5%~30%，暂不考虑成本端变化，带来的利润增量较 2023 年归母净利润的增幅为 4%~22%。
- **环保：万兴三期建设助力成都零填埋，渗滤液、污泥及餐厨拓展全面开花。**截至 2023H1，公司垃圾焚烧已投运产能 6900 吨/日，在建万兴三期生活垃圾焚烧规模 5100 吨/日，总投资 57.62 亿元，预计 2025 年底投产。2023 年成都垃圾日处理量 1.95 万吨/日，9 座垃圾焚烧厂处置能力 1.56 万吨/日，待万兴三期投运后将增至 2.07 万吨/日，助力零填埋目标。
- **盈利预测与投资评级：**公司掌握成都优质水务资产，异地扩张+固废多维布局。1) 盈利：在建产能投运贡献增量，2024 年污水调价有望带来业绩弹性。2) 现金流：长期自由现金流增厚及分红提升潜力大。根据公司业绩快报，2023 年归母净利润 18.43 亿元，我们预计 2024-2025 年归母净利润为 20.82、22.42 亿元，2023-2025 年同比+14%、13%、8%，对应 10.7、9.5、8.8 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设进展不及预期，调价情况不及预期，应收账款期延长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.59
一年最低/最高价	5.05/6.68
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	19,562.92
总市值(百万元)	19,671.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.34
资产负债率(% ,LF)	59.17
总股本(百万股)	2,985.00
流通 A 股(百万股)	2,968.58

相关研究

内容目录

1. 成都区域水务龙头，长期现金流增厚空间大	5
1.1. 掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张	5
1.2. 背靠成都国资委，三峡入股彰显价值认可	6
1.3. 业绩稳健增长，长期自由现金流增厚空间大	7
2. 供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定	11
2.1. 在建项目支撑 24%的产能增量，成都人口流入&经济发展支撑水量提升	12
2.2. 终端水价与上游水价联动，成本优势突出单吨盈利稳定	14
3. 污水：本土+异地拓展成果颇丰，2024 年进入污水调价节点	17
3.1. 占据成都优势区域，异地项目拓展颇丰	18
3.2. 成都中心城区污水调价在即，运营成本&新项目吨投提升有望带动上调	19
4. 环保：万兴三期建设稳步推进，环保业务全面开花	22
5. 盈利预测及投资建议	24
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司业务板块及区域布局拓展情况.....	5
图 2: 公司业务布局.....	6
图 3: 截止 2023Q3 公司股权结构及重要子公司.....	6
图 4: 公司营业收入情况.....	7
图 5: 公司归母净利润情况.....	7
图 6: 2023H1 污水处理和供水运营收入合计占比 70.86%.....	8
图 7: 公司销售毛利率、净利率与期间费用率.....	8
图 8: 公司分业务毛利率.....	8
图 9: 公司资产负债情况.....	9
图 10: 公司加权平均 ROE.....	9
图 11: 公司经营活动现金流净额与净现比情况.....	9
图 12: 公司应收账款周转天数.....	9
图 13: 公司自由现金流情况.....	10
图 14: 2022 年公司分红比例 20.67%.....	11
图 15: 2014-2023H1 自来水销售收入和毛利.....	11
图 16: 2014-2023H1 自来水销售毛利率.....	11
图 17: 2011-2023H1 已投运供水产能逐步积累.....	12
图 18: 2011-2022 年公司自来水生产量和销售量.....	13
图 19: 2011-2022 年公司自来水产能利用率和产销率.....	13
图 20: 成都市常住人口与年用水量.....	14
图 21: 成都市 2018-2022 年 GDP 复增 7.9%.....	14
图 22: 水务公司自来水平均单吨水价.....	15
图 23: 水务公司自来水销售单吨毛利.....	16
图 24: 水务公司自来水业务毛利率.....	16
图 25: 兴蓉环境自来水业务单吨成本 (元/吨).....	17
图 26: 2021 年水务企业自来水业务单吨成本对比 (元/吨).....	17
图 27: 2014-2023H1 公司污水处理收入和毛利.....	17
图 28: 2010-2023H1 已投运污水产能逐步提升.....	18
图 29: 2011-2022 年污水处理量.....	19
图 30: 2011-2022 年污水产能利用率.....	19
图 31: 兴蓉环境污水处理均价及单吨毛利.....	21
图 32: 兴蓉环境污水处理单吨成本 (元/吨).....	21
图 33: 成都市垃圾焚烧产能布局.....	23
图 34: 2023 年成都生活垃圾无害化处置结构.....	23
表 1: 公司 2022 年限制性股票激励.....	7
表 2: 截至 2023H1 公司已投运和在建供水项目.....	12
表 3: 成都市主城区、郫都区水价构成 (单位: 元/吨).....	15
表 4: 成都市中心城区污水处理服务费的采购结算价格.....	20
表 5: 截至 2023H1 成都中心城区已投运污水处理厂.....	21
表 6: 截至 2023H1 公司污水处理在建项目情况.....	22

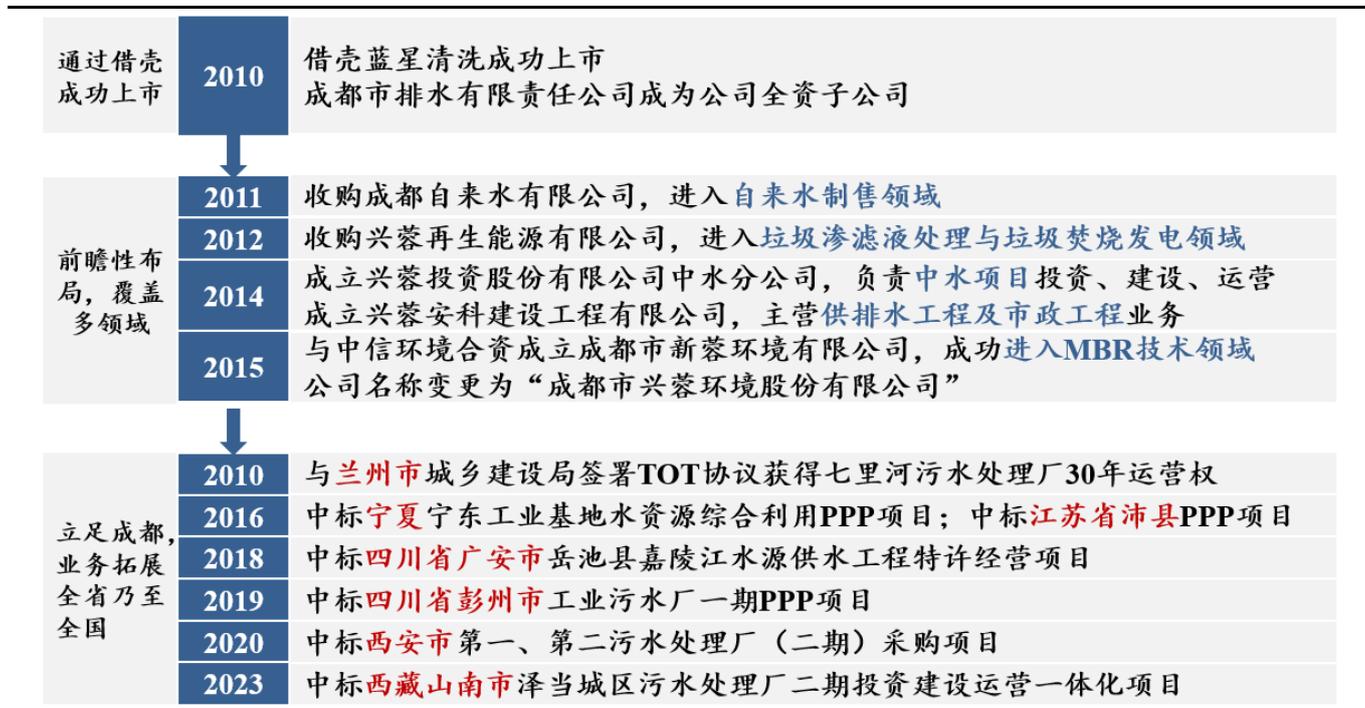
表 7: 成都中心城区污水处理调价弹性测算 (暂不考虑成本端的变化)	22
表 8: 垃圾焚烧已投运和在建项目情况.....	23
表 9: 公司业务拆分与盈利预测 (货币单位: 亿元)	25
表 10: 可比公司估值 (估值日期: 2024/4/8)	26

1. 成都区域水务龙头，长期现金流增厚空间大

1.1. 掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张

掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张。1) 前瞻性布局，延伸拓展固废等多维领域。2002年，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正式成立；2010年借壳蓝星清洗成功上市，原蓝星清洗全部化工类资产、负债、业务置出，成都市兴蓉投资有限公司持有的**成都市排水有限责任公司** 100%股权置入；2011年收购**成都自来水有限公司** 100%股权；2012年收购**成都市兴蓉再生能源有限公司**，进入垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电领域；2014年公司分别成立**兴蓉投资股份有限公司中水分公司**以及**兴蓉安科建设工程有限公司**，业务范围扩大至中水项目建设与市政工程。目前，公司主业以供水、污水处理为核心，并以垃圾渗滤液处理、污泥处置、垃圾焚烧发电等环保业务为补充，截至2023H1，公司运营、在建和拟建的供排水项目规模约900万吨/日、中水利用项目规模122万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模14,400吨/日、污泥处置项目规模逾3,400吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模8,430吨/日，餐厨垃圾处置项目规模1,750吨/日。2) **立足成都，业务区域拓展全省乃至全国。**公司供水业务和污水处理业务在成都市中心城区具有区域垄断地位，规模优势较明显。公司在深耕成都的同时，不断壮大川内业务，积极拓展省外业务，截至2023年底，公司业务已覆盖四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北、山东、西藏共10个省份。

图1：公司业务板块及区域布局拓展情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：公司业务布局

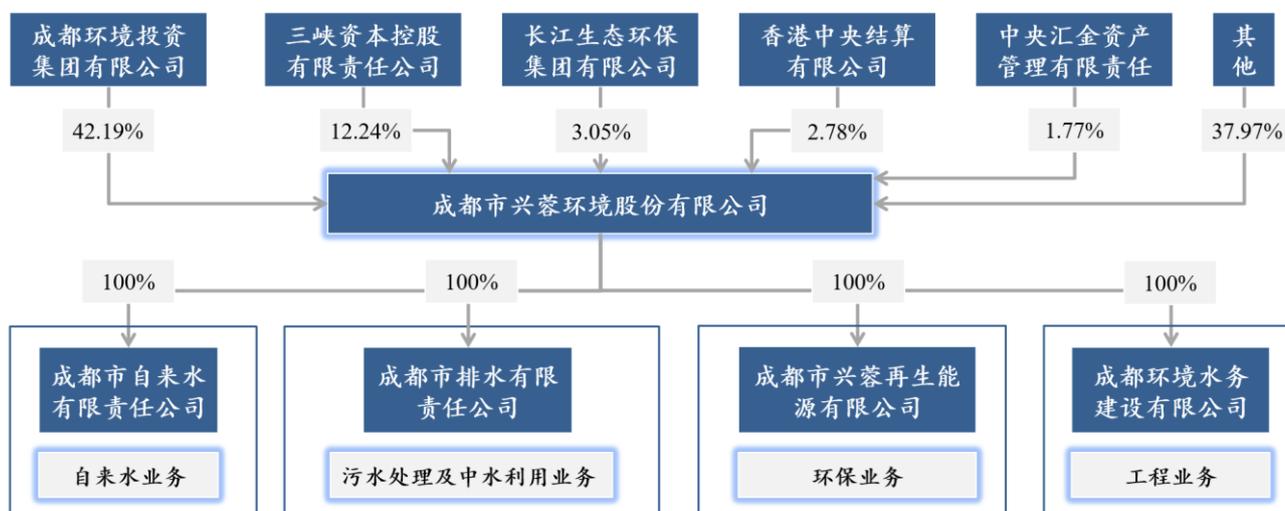


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 背靠成都国资委，三峡入股彰显价值认可

成都国资委控股赋予本土优势，三峡入股彰显价值认可。截至 2023Q3 公司控股股东成都环境投资集团有限公司持股占比为 42.19%，实际控制人为成都市国资委。三峡集团旗下三峡资本控股有限责任公司和长江生态环保集团有限公司曾多次增持兴蓉环境，截至 2023Q3 三峡资本持股 12.24%，长江生态环保持股 3.05%，产业资本的青睐彰显对公司稳定发展的信心和长期价值的认可，同时，三峡集团具备强大资源、资金实力，有望与公司业务产生良好协同效应。

图3：截止 2023Q3 公司股权结构及重要子公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

设置股权激励目标,增强团队积极性。公司在2022年向556名激励对象授予了1699万股限制性股票,授予价格为3.03元/股。业绩考核期为2022-2024年,考核要求为2022-2024年每股收益不低于0.5349/0.5884/0.6531元/股。股权激励计划的实施有利于充分调动公司核心骨干人才的积极性,公司2022和2023年均超额完成业绩考核要求。

表1: 公司2022年限制性股票激励

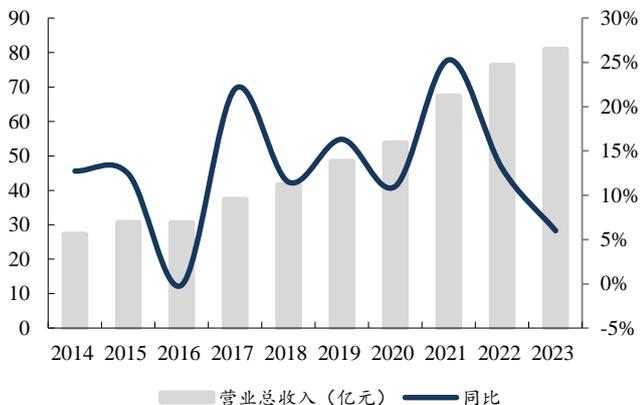
解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标
第一个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起24个月后的首个交易日起至36个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2022年度每股收益不低于 0.5349元/股 ,且不低于同行业均值; (2) 2022年度营业收入不低于 71亿元 ,且不低于同行业均值; (3) 2022年度资产负债率不高于 65% 。
第二个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起36个月后的首个交易日起至48个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2023年度每股收益不低于 0.5884元/股 ,且不低于同行业均值; (2) 2023年度营业收入不低于 80亿元 ,且不低于同行业均值; (3) 2023年度资产负债率不高于 65% 。
第三个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起48个月后的首个交易日起至60个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2024年度每股收益不低于 0.6531元/股 ,且不低于同行业均值; (2) 2024年度营业收入不低于 90亿元 ,且不低于同行业均值; (3) 2024年度资产负债率不高于 65% 。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健增长, 长期自由现金流增厚空间大

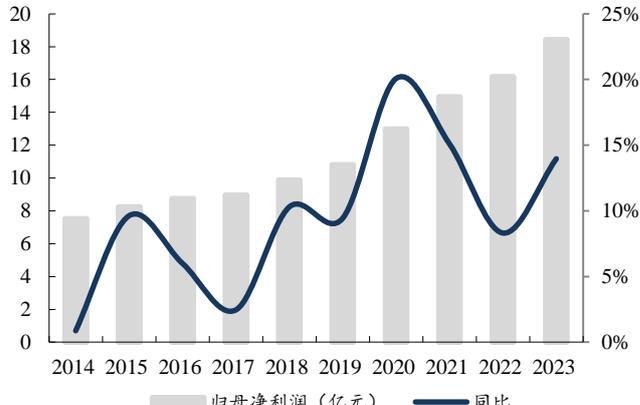
公司营业收入和利润保持稳健增长。根据公司业绩快报,2023年公司实现营业收入80.87亿元,同比增长6%,归母净利润达到18.43亿元,同比增长14%。2014-2023年公司营业收入复合增速12.85%,归母净利润复合增速10.48%,随着运营项目积累,收入和利润长期保持稳健增长态势。

图4: 公司营业收入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

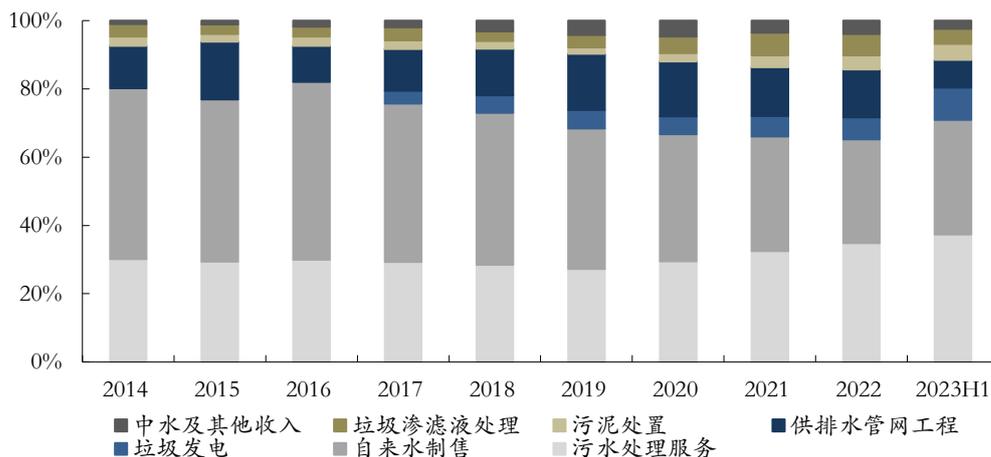
图5: 公司归母净利润情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

水务运营收入贡献营收主力，2023H1 污水处理服务和自来水销售收入合计占七成。2023 年上半年，污水处理服务收入 12.99 亿元，占比 37.33%，自来水销售收入达到 11.67 亿元，占比 33.53%，污水和供水运营收入合计占比 70.86%。2023H1 垃圾发电、供排水管网工程、污泥处置、垃圾渗滤液处理、中水及其他收入分别为 3.30 亿元、2.82 亿元、1.64 亿元、1.51 亿元和 0.86 亿元，占比分别为 9.48%、8.10%、4.73%、4.35%、2.47%。

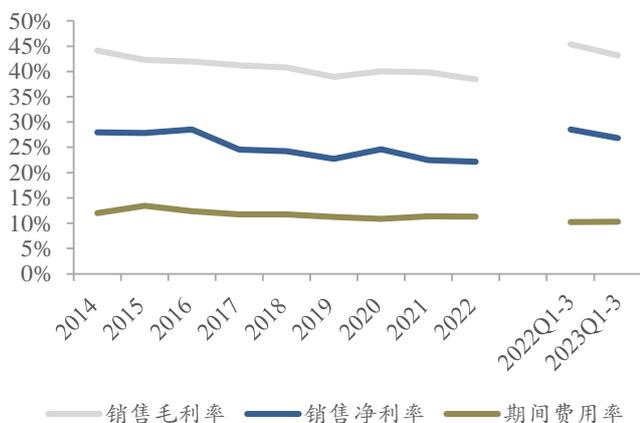
图6：2023H1 污水处理和供水运营收入合计占比 70.86%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

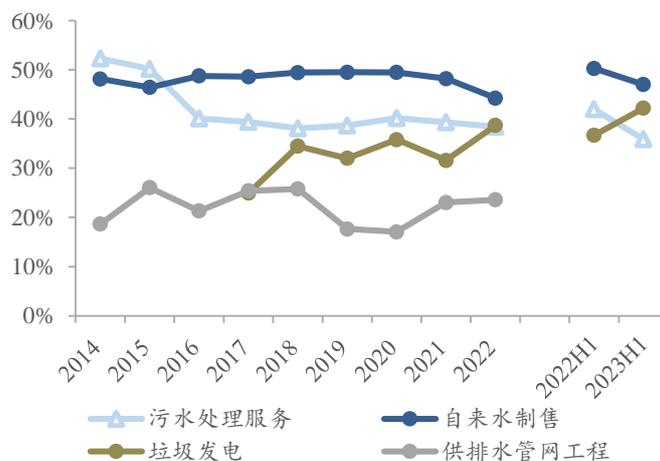
公司利润率保持稳定，自来水销售业务毛利率领先。2014-2022 年公司销售毛利率维持在 40%左右，销售净利率在 25%左右。2023Q1-3，公司销售毛利率 43.18%，同比下降 2.19pct，销售费用率 10.27%，同比增长 0.04pct，销售净利率 26.81%，同比下降 1.71pct。分业务来看，自来水销售业务毛利率领先，污水处理业务毛利率维持 40%左右，随调价周期略有波动，垃圾焚烧业务毛利率呈上升态势。

图7：公司销售毛利率、净利率与期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

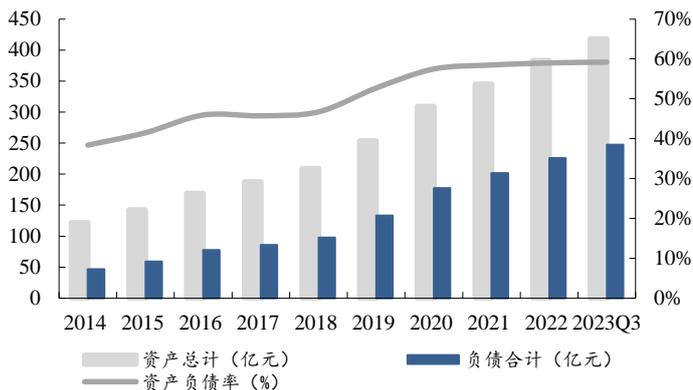
图8：公司分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

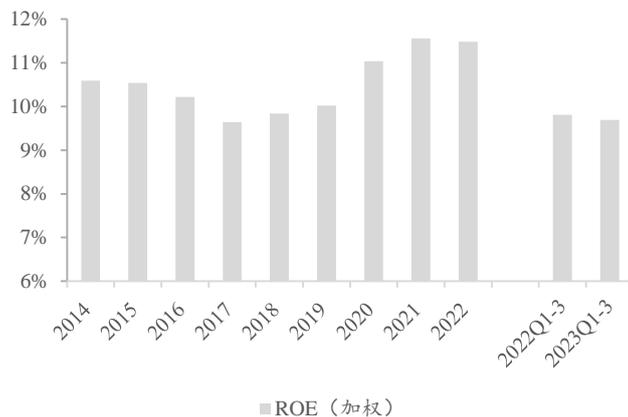
公司资产负债率随业务扩张呈上行趋势。截至 2023 年第三季度末，公司资产总计 418.30 亿元，与 2022 年末相比增加了 34.91 亿元，负债合计 247.49 亿元，与 2022 年末相比增加了 21.46 亿元。资产负债率方面，2023Q3 达到了 59.17%，2014-2023Q3 随业务规模的扩张，资产负债率和加权平均 ROE 总体保持上行趋势。

图9：公司资产负债情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

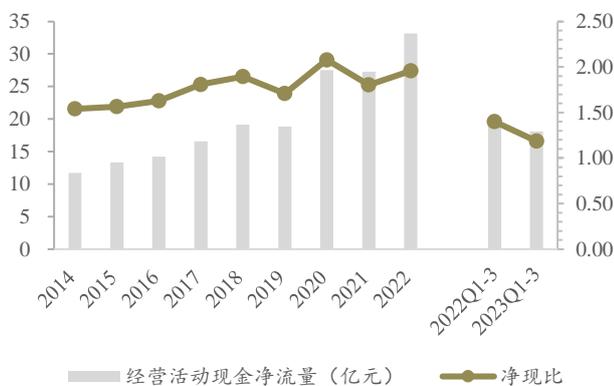
图10：公司加权平均 ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

成都财政能力强处理费支付保障度高，2014-2022 年公司净现比维持 1.5 以上。供水业务 C/B 端收费机制通畅，污水处理服务费和垃圾处理费由地方政府支付，成都财政能力较有保障，支付及时。2014-2022 年随着公司成都以外项目规模的扩张，应收账款周转天数略有延长，但基本保持在一个季度以内。2014-2022 年公司净现比介于 1.5~2.1 之间，彰显优质现金流。

图11：公司经营活动现金流净额与净现比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

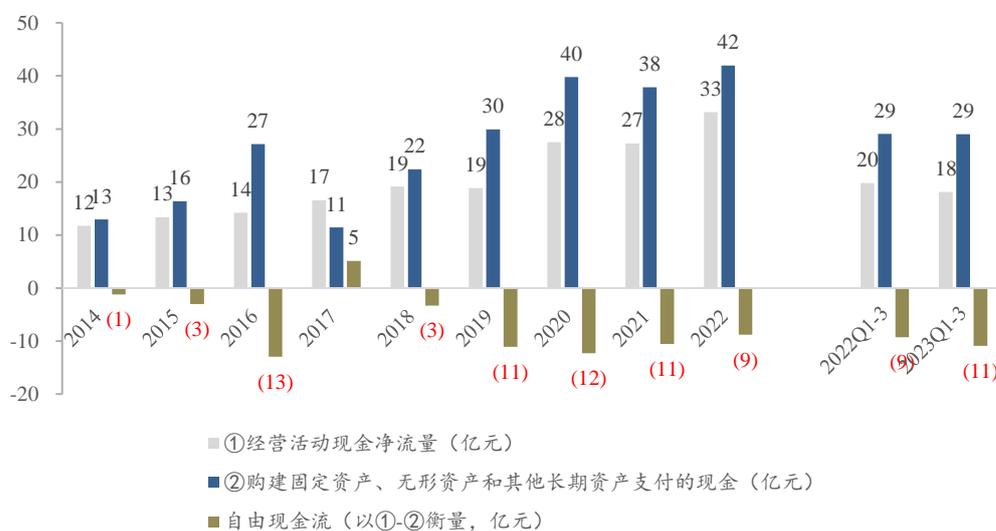
图12：公司应收账款周转天数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

期待资本开支高峰期过后自由现金流的转正。1) 从历史资本支出情况看，2020-2022年进入资本开支高峰，每年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约40亿元，2023Q1-3为29亿元，同比持平。2) 从在筹建项目投资需求来看，截至2023H1，公司重要在建项目总投资额合计182.97亿元，已投资70.90亿元，待投入金额112.07亿元；公司重要拟建项目总投资26.66亿元。预计2024-2025年资本开支维持前期水平，待2026年建造高峰过后资本开支有望下降。以“经营活动现金流净额-构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”近似衡量自由现金流情况，2020-2022年自由现金流仍为负数，但随着运营项目的积累，经营性现金流净额的提升，缺口逐步收窄。建造高峰期过后资本开支下降，自由现金流长期增厚空间大。

图13：公司自由现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022年公司分红比例仅21%，未来分红提升潜力大。2014-2017年公司分红比例从10%提至26%，2018-2022年分红比例维持在20%~25%区间内，随着归母净利润的提升，每股股息保持稳定增长，2018-2022年每股股息复增14.13%。待公司自由现金流转正后，内生分红能力提升，分红提升潜力大。

图14：2022 年公司分红比例 20.67%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定

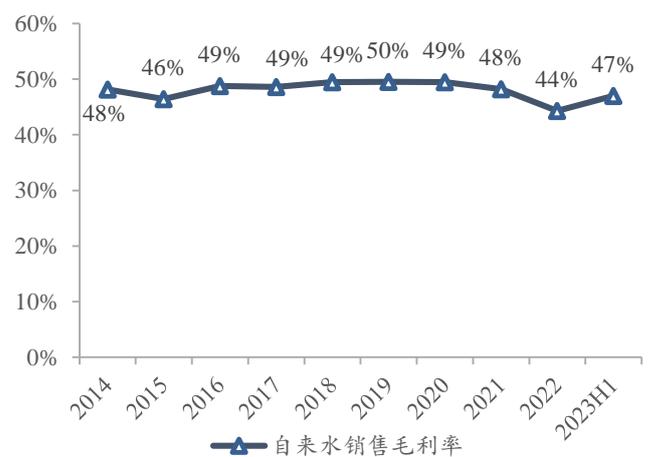
2014-2022 年公司供水业务收入复增 7%，毛利率维持在 44%~50% 相对稳定。2014-2022 年公司自来水销售收入复增 6.83%，毛利复增 5.71%，毛利率维持在 44%~50% 区间，盈利能力保持稳定。2023H1 自来水销售收入 10.89 亿元，同比提升 7.11%，毛利 5.49 亿元，同比提升 0.10%。我们从量和价的角度复盘公司供水业务历史增长来源，并展望未来增长空间及盈利稳定性。

图15：2014-2023H1 自来水销售收入和毛利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：2014-2023H1 自来水销售毛利率

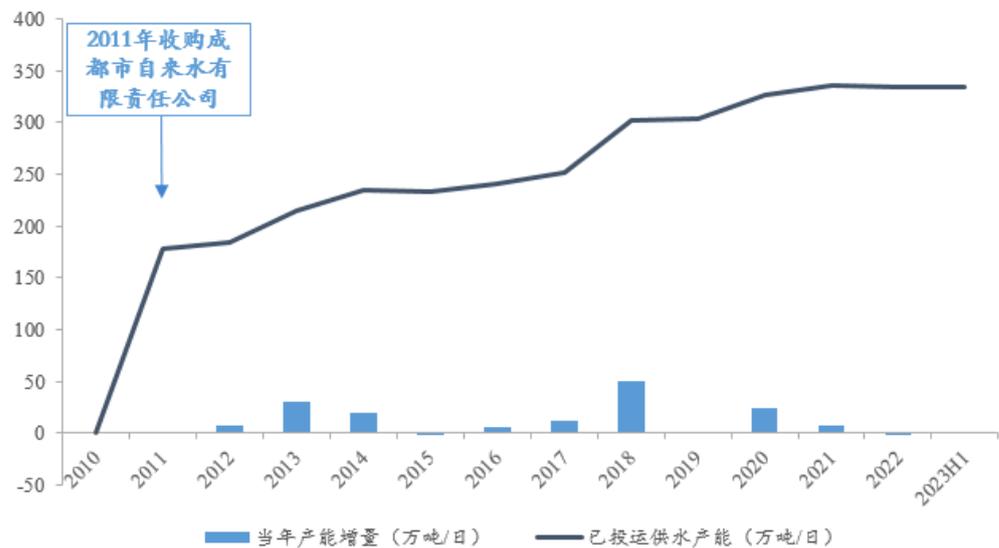


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 在建项目支撑 24%的产能增量，成都人口流入&经济发展支撑水量提升

截至 2023H1 公司供水产能 334 万吨/日，在建/运营产能比例为 24%。2011 年，公司收购成都市自来水有限责任公司 100% 股权，自来水公司于 2010 年获授成都市中心城区及郫都区 30 年自来水供应特许经营权，供水能力为 178 万吨/日。公司供水范围逐步向成都市二三圈层及外地层延伸，2011-2022 年公司日供水能力复增 5.90%。截至 2023 H1，公司已投入运营及委托运营的水厂共 16 座，运营产能合计 334 万吨/日，其中成都市范围内产能占比 87%，公司供水能力位居西部首位，在成都市中心城区具有垄断地位；公司在建产能 80 万吨/日，其中已形成 40 万吨/日的生产能力，依托在建项目公司供水运营产能存 24% 的增量空间。

图17：2011-2023H1 已投运供水产能逐步积累



数据来源：公司年报，债券评级报告，东吴证券研究所

表2：截至 2023H1 公司已投运和在建供水项目

已投运项目	供水区域	供水规模 (万吨/日)	经营模式
成都市第二自来水厂		23.0	特许经营
成都市第五自来水厂	四川省成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫	15.0	特许经营
成都市第六自来水厂	都区郫筒镇、犀浦镇等九个乡镇;趵售龙泉、新都、双流	140.0	特许经营
成都市第七自来水厂一期	三个区县供水	50.0	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50.0	特许经营
天府国际机场专供水厂	四川省成都市东部新区天府国际机场	2.5	自建自营
金堂沱源自来水厂	四川省成都市金堂县赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10.0	特许经营
汶川县自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州汶川县	1.0	特许经营
理县胆杂木自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州理县	0.5	特许经营
理县打色尔自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州理县	0.5	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	海南省文昌新市区及周边农村地区	3.8	特许经营

江苏沛县自来水厂	江苏省徐州市沛县	30.0	PPP
岳池自来水厂一期	四川省广安市岳池县	8.0	特许经营
已投运合计		334.3	
在建项目	供水区域	供水规模 (万吨/日)	预计投产 时间
成都市自来水七厂（三期）	四川省成都市中心城区（含高新区）、成都天府 新区直管区及郫都区相关地区	80.0	2024-2025
在建合计		80.0	

数据来源：公司债券评级报告，东吴证券研究所

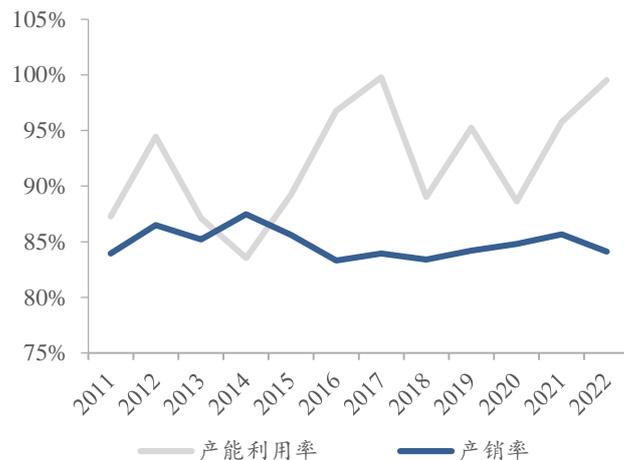
自来水销售量匹配产能增长趋势，2022 年供水平均产能利用率达 99.51%。2011-2022 年公司自来水销售量复增 7.19%，产销率维持在 85%左右，平均产能利用率介于 84%~100%，随新增产能投放略有波动。2022 年公司供水项目平均产能利用率提至 99.51%，处于满负荷运营状态。成都市自来水七厂（三期）产能投运有望缓解供应压力，匹配城市发展带来的用水需求增长。

图18: 2011-2022 年公司自来水生产量和销售量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19: 2011-2022 年公司自来水产能利用率和产销率

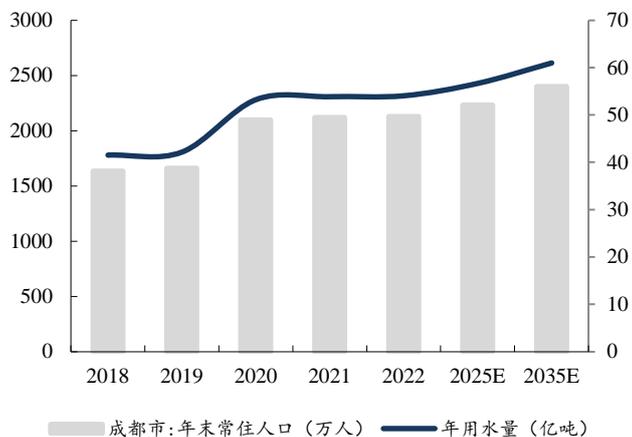


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着人口增长&经济发展，成都区域用水需求具备增长潜力。用水需求与项目覆盖区域人口数量和经济发展水平紧密相关。1) 成都市人口预计持续净流入：根据第七次全国人口普查结果，2020 年成都市全市常住人口为 2093.8 万人。《成都市“十四五”水务发展规划》中预计 2025 年成都常住人口将达到 2230 万人，2035 年常住人口将达到 2400 万人。假设成都市人均用水量维持 2022 年 254 吨的水平不变，我们测算 2025 年成都年用水量将达到 56.64 亿吨，与 2022 年相比增加了 2.62 亿吨，2022-2025 年成都居民生活用水量复合增速为 1.59%。2) 成都市经济发展带动人均用水量&工业用水需求提升：2018-2022 年成都市 GDP 复合增速 7.9%，居于全国省会和计划单列市靠前水平，

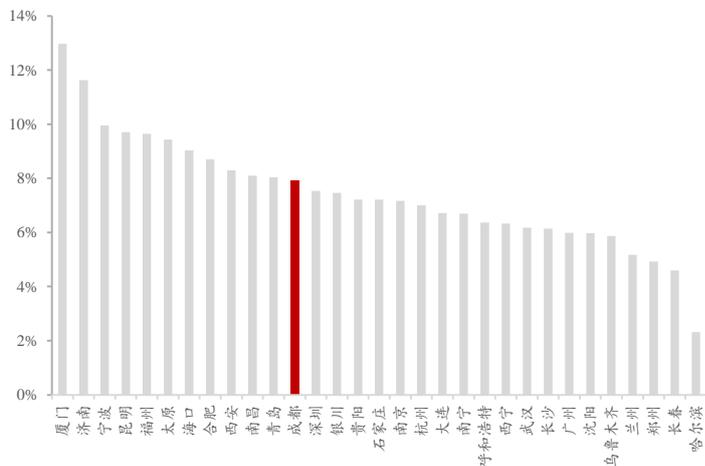
2023 年成都市 GDP 增速 6.0%。依托地区人口稳定增长和经济发展水平的提升，我们预计成都区域项目售水量有望保持稳定增长。

图20：成都市常住人口与年用水量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：成都市 2018-2022 年 GDP 复增 7.9%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 终端水价与上游水价联动，成本优势突出单吨盈利稳定

建立终端供水价格与上游水价联动调整，保障供水业务盈利水平。成都市自来水终端价格主要由城市供水运营水费、水利工程水费、水资源税和污水处理费四部分构成。2010 年，根据《关于调整中心城区居民生活用水和特种行业用水价格的通知》（成价农[2010]84 号）的相关规定，成都市中心城区居民生活用水价格每吨上调 0.6 元，分两步调整到位。2013 年和 2014 年，成都市对上游水资源税和原水费进行了上调，同时，自来水终端价格按规定实施同步同幅度联动调整。2015 年，成都市实施中心城区居民用水阶梯价格，原居民水价调整为第一阶梯水价。总体来看，成都市终端供水价格与上游水价的联动调整机制一定程度上保障了公司供水业务的盈利水平。截至 2023 年底，成都市主城区自来水终端价格 3.03 元/吨，其中居民第一阶梯供水运营水费 2.08 元/吨。

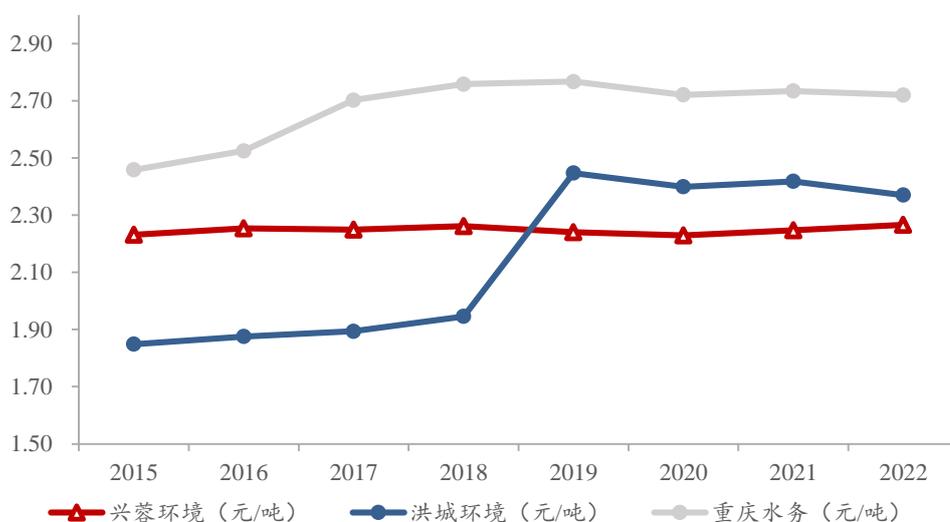
表3：成都市主城区、郫都区水价构成（单位：元/吨）

已投运项目	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源	污水处理费	终端价格	
居民生活用水	一户一表执行阶梯水价（吨/户表·年）	第一阶梯：0-216吨	2.08	0.24	0.1	0.95	3.03
		第二阶梯：217-300吨	2.95	0.24	0.1	0.95	3.9
		第三阶梯：301吨以上	5.56	0.24	0.1	0.95	6.51
	合表(含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水)	2.08	0.24	0.1	0.95	3.03	
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	3.03	0.24	0.1	1.40	4.43	
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	10.63	0.24	0.1	4.50	15.13	
	洗车用水	6.73	0.24	0.1	3.40	10.13	
	其他	5.73	0.24	0.1	1.80	7.53	

数据来源：公司债券评级报告，东吴证券研究所

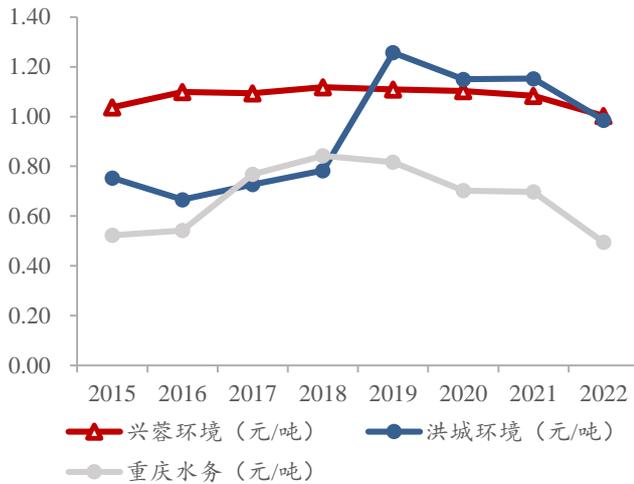
公司自来水单吨售价和单吨毛利保持相对稳定，盈利处于同业领先水平。从销售单价来看，2015-2022年成都市主城区和郫都区自来水收费标准维持不变，兴蓉环境自来水销售均价略有上行，2022年供水均价2.27元/吨，较2015年提升1.5%。与同业公司相比，兴蓉环境供水价格相对稳定，且截至2022年处于较低水平。从单吨毛利和毛利率来看，2015-2021年兴蓉环境单吨毛利维持在1.1元/吨左右，毛利率介于48%~50%之间，成本管控是公司长期盈利稳定的核心所在。2022年受药剂和能源成本上行影响，毛利率同比下降3.95pct，仍处于同业领先水平。2022年兴蓉环境自来水业务吨水毛利1.00元/吨，较同业均值高35%，自来水毛利率44.28%，较同业均值高14.38pct。

图22：水务公司自来水平均单吨水价



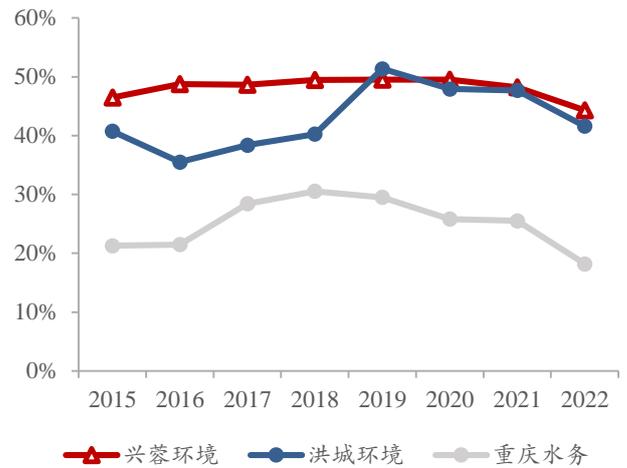
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：水务公司自来水销售单吨毛利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：水务公司自来水业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

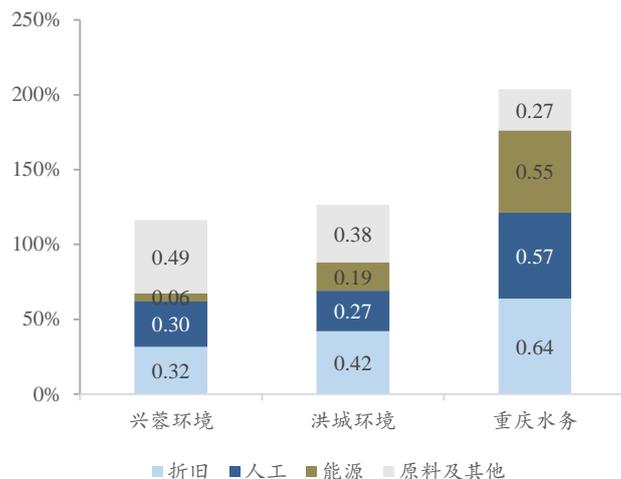
依托丰富的运营经验+良好的原水水质+有利的地势条件，公司自来水成本管控得当，不依赖调价的情况下保持优良盈利水平。1) 运营经验丰富：公司拥有近80年供水运营经验，全面推行规范化、精细化管理，并通过自主创新的技改技革项目着力降低运营成本，人均生产量、管网抢修效率、能耗指标等重要综合性指标处于行业领先水平，总体运营成本在同行业具有优势。2) 原水水质优：公司在成都市范围内的所有水厂的原水取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河和沙河，处于上游地带，原始水质较好，药剂投加成本低。3) 地形优势：公司水厂选址在地势较高的西南方，靠近水源地，供水区域内可以很大程度上利用重力流来输水，初始投资和运营期电耗较低。从公司自来水管吨成本来看，主要包括折旧、人工、能源动力、原材料（含原水费、制水材料）及其他成本，2018-2021年公司单吨成本保持稳定，2022年单吨原料、能源及其他成本小幅上升。对比2021年同业公司自来水管吨成本，兴蓉环境单吨折旧和能源成本上占据优势。我们认为依托长期运营管理经验、原水资源禀赋及地形优势，公司具备良好的成本管控能力，2015年以来不依赖供水价格的调整可维持稳定的单吨盈利。若未来由于新增资本投入、出水水质要求提升、电费药剂单价提升等因素造成运营成本合理上行，公司可依据供水价格管理办法申请调价，供水业务长期盈利稳定性具备政策托底。

图25：兴蓉环境自来水业务单吨成本（元/吨）



数据来源：公司年报，债券评级报告，东吴证券研究所
注：2022年末区分能源成本，归入其他成本口径

图26：2021年水务企业自来水业务单吨成本对比（元/吨）

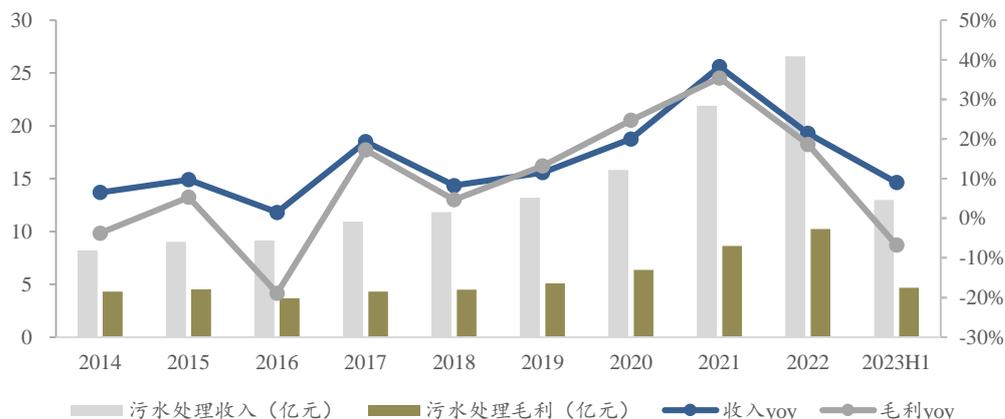


数据来源：公司年报，东吴证券研究所
注：2022年兴蓉未区分能源成本，采用2021年对比

3. 污水：本土+异地拓展成果颇丰，2024年进入污水调价节点

2020年以来污水处理收入毛利增长提速。2014-2022年公司污水处理收入复增15.82%，污水处理毛利复增11.44%，其中2020年以来随着公司建设和投运项目体量的加大，污水处理业务发展提速，2019-2022年污水处理收入和毛利复合增速均达到26%，系公司收入利润核心增长点。2023H1公司污水处理收入12.99亿元，同增9.02%，毛利4.66亿元，同降6.75%。

图27：2014-2023H1公司污水处理收入和毛利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

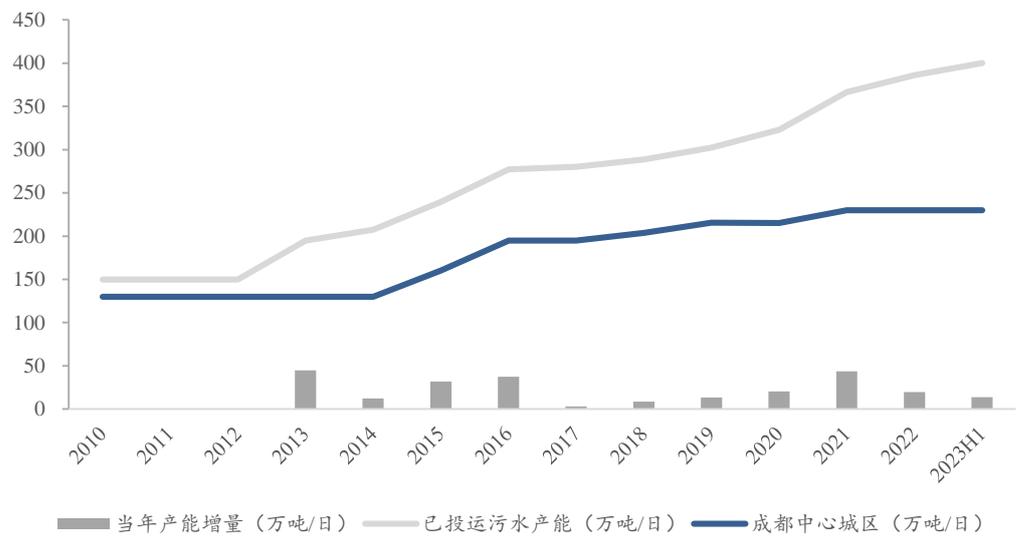
3.1. 占据成都优势区域，异地项目拓展颇丰

2023H1 公司已投运污水产能 400 万吨/日，成都项目占七成，在建/投运比例为 15%。2009 年排水公司与成都市人民政府签订了《关于成都市中心城区污水处理服务之特许经营权协议》，获授成都市中心城区（不含成都高新西区污水处理厂的特许经营区域范围）30 年污水处理特许经营权，特许经营权期限自 2009 年 1 月 1 日至 2038 年 12 月 31 日。2009 年排水公司在成都地区拥有 8 座污水处理厂，污水处理能力达 130 万 m³/日。2010 年，完成重大资产重组，排水公司成为上市公司全资子公司，同时通过异地拓展获得兰州市七里河安宁污水处理项目，公司污水处理能力增至 150 万立方米/日。随着成都中心城区污水处置需求提升以及异地拓展，公司污水产能加速提升。**截至 2023H1，公司运营及在建的污水处理项目规模逾 460 万吨/日：**

1) 运营：已投运污水产能 400 万吨/日，2011-2022 年复合增速 8.97%。**分区域来看，**
①成都：成都市 277 万吨/日，占运营总产能的 69%，其中成都中心城区 230 万吨/日，占运营总产能的 58%，**公司掌握成都区域优质项目，项目单体规模大，财政支付能力强，盈利和现金流水平优于异地；**
②成都之外异地项目：公司在兰州、西安、银川、深圳、宁东、巴中、石家庄和阿坝藏族羌族自治州等成都以外区域污水处理厂污水处理能力合计 123 万吨/日。

2) 在建：在建产能约 60 万吨，在建/已投运比例为 15%，按平均 2 年左右的建造期预估，有望于 2024-2025 年陆续释放。

图28：2010-2023H1 已投运污水产能逐步提升

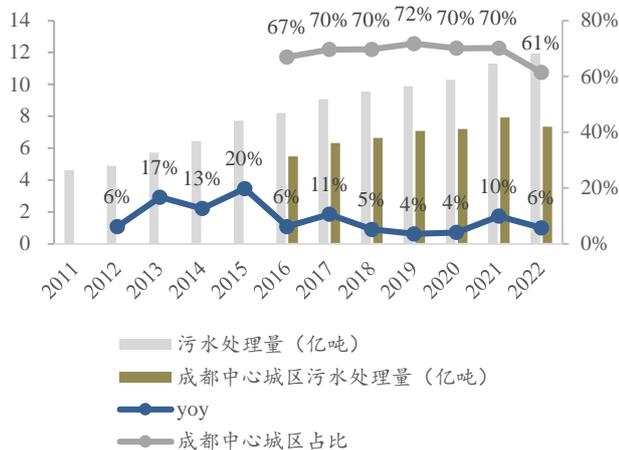


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2011-2022 年污水处理量复增 9%，成都中心城区产能负荷率高于总体水平。2011-

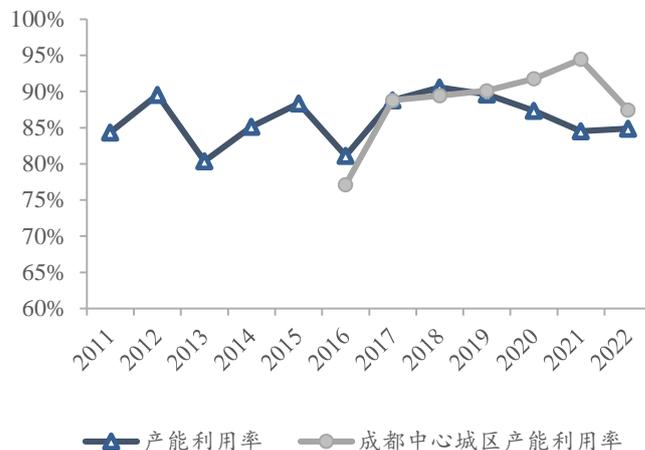
2022 年公司污水处理量复合增速 9.04%，平均产能利用率介于 80%~91%。其中 2016-2021 年成都中心城区污水处理量占比约 70%，产能利用率持续提升至 2021 年达 94%，公司在建项目主要集中于成都区域，将匹配污水处理需求的提升。

图29：2011-2022 年污水处理量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：2011-2022 年污水产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 成都中心城区污水调价在即，运营成本&新项目吨投提升有望带动上调

成都中心城区污水处理费 2024 年即将调价，核心在于使项目盈利回归初始约定水平。2009 年，成都市人民政府授予公司成都市中心城区（不含成都市高新西区污水处理厂的特许经营区域范围）污水处理服务的特许经营权。协议约定污水处理服务费原则上应覆盖排水公司污水处理业务的合理成本+税金和（或）法定规费+合理利润。污水处理服务费单价定价公式为： $单价 = [预期运营成本 + (投资额 \times 投资回报率) / (1 - 所得税税率)] / (1 - 流转税率) / 计划处理水量$ ，其中**投资回报率确定为 10%，且特许经营期限内不变**，运营期核价周期为 3 年，2024 年进入新的核价周期。

复盘兴蓉环境成都中心城区污水处理费调价历史，新增资本投入及运营成本提升带来处理费调升。以保障项目维持稳定的投资收益率为基础，产能利用率提升带来单位成本下降导致处理费调降；提标改造、运行成本增加等因素导致处理费调增。污水处理费总体呈上行趋势。

表4：成都市中心城区污水处理服务费的采购结算价格

期间	结算价格 (元/m ³)	变动	核定依据
首期 (2009/1/1-2011/12/31)	1.62	/	单价=[预期运营成本+ (投资额×投资回报率) / (1-所得税税率)] / (1-流转税率) / 计划处理水量, 其中投资回报率确定为10%
第二期 (2012/1/1-2014/12/31)	1.53	下调 0.09 元/m ³	首期三年中公司污水处理量不断增长, 第二期核定的污水处理服务价格虽然有所降低, 但对特许经营协议约定的合理利润没有影响。同时考虑到未来三年中随着排水管网体系的完善所带来的污水处理量的逐年增加, 三年中产能利用率必将逐渐提升, 运营成本也会随之降低。
暂行期 (2015/1/1 至扩能提标改造完成前)	1.53	/	/
第三期 (2017/1/1-2019/12/31)	1.63	上调 0.10 元/m ³	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。
暂行期 (2020/1/1-2020/12/31)	1.83	暂增加 0.20 元/m ³	由于成都市第六、七、九再生水厂提标改造项目和中和污水处理厂二期项目正在建设过程中, 以及自 2020 年 1 月 1 日起执行四川省新发布的《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》(DB51/2311-2016)将导致污水处理运行成本增加, 但实际新增投资额及运行成本暂无法确定。
第四期 (2021/1/1-2023/12/31)	2.15	上调 0.32 元/m ³	考虑了排水公司因执行《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》(DB51/2311-2016)开展实施成都市第六、七、九再生水厂提标改造项目, 以及新建中和污水处理厂二期项目, 导致污水处理运行成本增加。

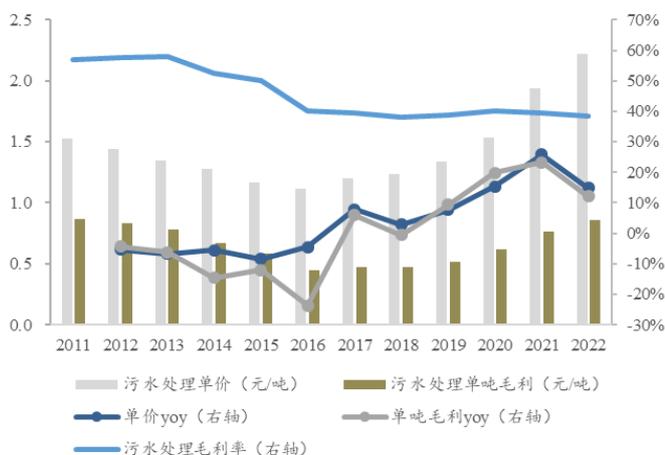
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年以来公司污水处理均价呈上行趋势，毛利率稳定在 40%左右。2011-2016 年公司污水处理均价持续下行，一方面是由于成都中心区域污水处理费第二期（2012/1/1-2014/12/31）较首期调降 0.09 元/m³，另一方面异地项目拉低平均水平，公司在西安、银川、深圳、巴中拓展的污水处理项目在 2012-2016 年陆续投运，污水处理价格均低于成都中心城区的处置单价。2017 年后在成都中心城区污水处理项目提价的带动下，公司污水处理单吨价格呈现稳步上行趋势，毛利率稳定在 40%左右，随着调价周期略有波动。

在核价原则不变的情形下，污水处理结算单价有望调增去弥补运营成本的上行及在建项目吨投的提升。

从运营期项目单吨成本来看，随着处置标准提升及物价成本上涨，2020-2021 年单吨成本加速上行，单吨药剂费复合增长 33%，单吨折旧、人工、能源动力成本复合增速均超 20%，污水处理毛利率从 2020 年的 40.20%降至 2022 年的 38.47%，运营成本的上行有望驱动污水处理结算价格的提升。

图31：兴蓉环境污水处理均价及单吨毛利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：兴蓉环境污水处理单吨成本 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从在建项目吨投水平来看，截至2023H1公司在建污水项目中有3个项目属于成都市中心城区污水处理特许经营权范围，待投运后污水处理费将执行成都中心城区统一的污水处理结算价格。凤凰河二沟再生水厂、第七再生水厂二期、洗瓦堰再生水厂将于第五个价格结算周期（2024-2026年）内投入运营，预计将纳入此次调价考核因素内。由于3个污水处理厂均为地埋式，单吨投资超1.5万元/(吨/日)，约为2021年8月投运的成都市第十净水厂（二期）单吨投资的3倍。地埋式污水处理厂通过生态的、人性化的景观设计，将污水处理设施与景观休闲合为一体，具有土地集约、环境友好、邻避效应低、社会效益显著等特点，是未来城市污水处理厂建设的新风向之一。地埋式污水处理厂建设标准和单位投资更高，项目投运在望，预计将带动污水处理结算价格上调以保障新项目合理盈利水平。

表5：截至2023H1成都中心城区已投运污水处理厂

项目名称	投运时间	污水产能 (万吨/日)	总投资 (亿元)	单吨投资 [万元/(吨/日)]
成都市第三净水厂	2004年9月	20	4.50	0.23
成都市第四净水厂	2004年9月	15	3.99	0.27
成都市第五净水厂	2007年12月	20	4.67	0.23
成都市第六净水厂	2007年12月	10	2.06	0.21
成都市第七净水厂	2007年12月	10	1.95	0.20
成都市第八净水厂	2008年12月	20	5.00	0.25
成都市第九净水厂	2014年6月	100	9.92	0.10
成都市第十净水厂（一期）	2018年2月	5	2.21	0.44
成都市第十净水厂（二期）	2021年8月	30	17.02	0.57
合计		230		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表6：截至 2023H1 公司污水处理在建项目情况

项目名称	类型	污水产能 (万吨/日)	总投资 (亿元)	单吨投资 [万元/(吨/日)]	已投金额 (亿元)	资金投入 进度	是否属于成都 中心城区特许 经营范围
成都市高新西区第二污水处理厂工程	工业污水处理厂	8	8.68	1.09	4.94	57%	否
成都市骑龙净水厂工程	埋地式	10	13.46	1.35	6.88	51%	否
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	埋地式	8	15.55	1.94	5.08	33%	是
成都市第七再生水厂二期工程	埋地式	8	12.87	1.61	5.83	45%	是
成都市排水公司洗瓦堰再生水厂及调蓄池工程	埋地式	20	31.84	1.59	6.69	21%	是

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成都中心城区污水处理调价弹性测算：成都中心城区污水处理量参照 2020-2022 年均值，假设为 7.49 亿吨，当成都中心城区污水处理服务价格调整幅度介于 5%~30% 时，暂不考虑成本端的变化，带来的利润增量为 0.68~4.11 亿元，相较于 2023 年归母净利润的增幅介于 4%~22%。

表7：成都中心城区污水处理调价弹性测算（暂不考虑成本端的变化）

假设：调价幅度	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
成都市中心城区污水处理服务价格（元/吨）	2.15	2.26	2.37	2.47	2.58	2.69	2.80
假设：成都中心城区污水处理量（亿吨）	7.49	7.49	7.49	7.49	7.49	7.49	7.49
收入增量（亿元）		0.81	1.61	2.42	3.22	4.03	4.83
排水公司所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润增量（亿元）		0.68	1.37	2.05	2.74	3.42	4.11
2023 年公司归母净利润（亿元）	18.43	18.43	18.43	18.43	18.43	18.43	18.43
相较于 2023 年归母净利润的增幅		4%	7%	11%	15%	19%	22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 环保：万兴三期建设稳步推进，环保业务全面开花

万兴垃圾焚烧三期 5100 吨/日预计 2025 年底投产，届时投运规模将提升 74%。公司垃圾焚烧发电业务主要由子公司再生能源公司负责。2012 年再生能源公司与成都市城市管理局签订《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》，开始涉足垃圾焚烧发

电领域，截至 2023H1，公司垃圾焚烧发电已投运产能合计 6900 吨/日，在建万兴三期项目规划生活垃圾焚烧规模 5,100 吨/日，污泥协同处理规模 800 吨/日（含水 80%），厨余垃圾处理规模 800 吨/日，项目总投资估算为 57.62 亿元，建设期为 3 年，预计 2025 年底投产。

表8：垃圾焚烧已投运和在建项目情况

已投运项目	垃圾焚烧产能 (吨/日)	总投资 (亿元)	特许经营范围	投运时间
成都市万兴环保发电厂	2400	13.01	成华区、锦江区等	2017年3月
成都隆丰环保发电厂	1500	9.65	彭州市、郫都区、都江堰市	2019年3月
成都市万兴环保发电厂（二期）	3000	20.93	成华区、锦江区等	2021年4月
已投运合计	6900			
在建项目	垃圾焚烧产能 (吨/日)	总投资 (亿元)	已投入金额 (亿元)	预计投运时间
成都市万兴环保发电厂（三期）	5100	57.62	7.41	2025年底
在建合计	5100			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

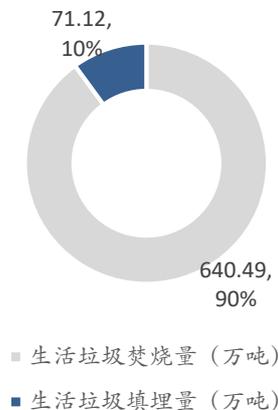
2023 年成都垃圾焚烧量占无害化处置 90%，万兴三期投运助力零填埋目标。2023 年成都市垃圾无害化处置量为 711.61 万吨，其中焚烧量 640.49 万吨，占比 90%。2023 年成都市垃圾日处置量为 1.95 万吨/日，成都已有的 9 座垃圾焚烧环保发电厂处理规模合计 1.56 万吨/日，兴蓉环境份额为 44%。待 2025 年万兴三期建成投产后，届时成都 10 座环保发电厂处理规模合计将达到 2.07 万吨/日，兴蓉环境份额提至 58%，成都市生活垃圾焚烧率将达 100%，生活垃圾零填埋的目标可完全实现。

图33：成都市垃圾焚烧产能布局



数据来源：成都市发改委，东吴证券研究所

图34：2023 年成都生活垃圾无害化处置结构



数据来源：成都市城市管理委员会，东吴证券研究所

垃圾渗滤液、污泥及餐厨处置业务实现全面开花,环保业务布局逐步完善。根据2023年中报披露,1) **垃圾渗滤液处置**:运营及在建的垃圾渗滤液处理项目规模为8430吨/日,其中已投运5630吨/日。2) **污泥处置**:运营及在建的污泥处置项目规模为2316吨/日,其中已投运1516吨/日。3) **餐厨垃圾处置**:公司2022年以来取得餐厨(含厨余)垃圾处置项目设计规模合计1550吨/日,均尚未投运。

5. 盈利预测及投资建议

通过以上分析,我们认为:

- 1) **自来水制售**:截至2023H1公司自来水运营产能334万吨/日,2024-2025年公司自来水运营产能将有80万吨的增量,我们预计自来水销售量匹配产能增长,2023-2025年分别增长3.0%、10.0%、10.0%;暂不考虑水价的调整,自来水均价延续2020-2022年增长态势,维持年均0.5%的增速。综上,我们预计2023-2025年自来水制售业务收入增速3.5%、10.6%、10.6%。公司自来水业务成本管控有效,利润率稳定,预计2023-2025年毛利率维持47%。
- 2) **污水处理服务**:截至2023H1公司污水处理运营产能400万吨/日,在建项目规模约60万吨/日,在建产能有望于2024-2025年投运,我们预计2023-2025年污水处理分别增长6.4%、6.0%、5.8%;2024年成都市中心城区污水处理费进入调价节点,假设当前运营的污水处理项目在调价后综合毛利率恢复至此前40%左右水平,预计2023-2025年污水处理费均价分别增长2.0%、5.0%、2.0%。综上,我们预计2023-2025年公司污水处理服务收入增速8.5%、11.3%、7.9%,毛利率36.5%、40.0%、39.0%。
- 3) **垃圾发电**:截至2023H1公司已投运垃圾焚烧产能6900吨/日,在建万兴三期预计2025年底投运,于2026年贡献增量,随现有运营产能利用率提升,我们预计2023-2025年垃圾发电收入增速分别为35.0%、5.0%、5.0%,毛利率分别为43.0%、44.0%、45.0%。
- 4) **供排水管网工程**:公司供水管网工程安装业务涵盖成都市范围内市政管网建设及改迁、用户新装水表安装及户表改造等市政工程施工,保守假设2023-2025年收入增速均为5%,毛利率维持23.0%
- 5) **其他环保业务**:①**垃圾渗滤液处理**:假设2023-2025年收入增速分别为-36.0%、10%、10%,毛利率维持50%;②**污泥处置**:假设2023-2025年收入增速维持15%;③**中水及其他**:假设2023-2025年收入增速维持15%。

表9：公司业务拆分与盈利预测（货币单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自来水制售						
收入	20.00	22.54	23.14	23.95	26.48	29.27
yoy	0%	13%	3%	4%	11%	11%
毛利	9.90	10.87	10.24	11.26	12.44	13.76
毛利率	49.49%	48.23%	44.28%	47.00%	47.00%	47.00%
污水处理服务						
收入	15.83	21.89	26.58	28.86	32.12	34.66
yoy	20%	38%	21%	9%	11%	8%
毛利	6.36	8.62	10.23	10.53	12.85	13.52
毛利率	40.20%	39.37%	38.47%	36.50%	40.00%	39.00%
垃圾发电						
收入	2.79	4.08	4.98	6.72	7.06	7.41
yoy	7%	46%	22%	35%	5%	5%
毛利	1.00	1.29	1.93	2.89	3.11	3.33
毛利率	35.84%	31.62%	38.71%	43.00%	44.00%	45.00%
供排水管网工程						
收入	8.66	9.61	10.66	11.20	11.76	12.34
yoy	9%	11%	11%	5%	5%	5%
毛利	1.48	2.21	2.52	2.58	2.70	2.84
毛利率	17.06%	23.04%	23.60%	23.00%	23.00%	23.00%
垃圾渗滤液处理						
收入	2.61	4.49	4.80	3.09	3.40	3.74
yoy	48%	72%	7%	-36%	10%	10%
毛利	0.99	2.31	2.15178	1.55	1.70	1.87
毛利率	37.91%	51.43%	44.81%	50.00%	50.00%	50.00%
污泥处置						
收入	1.31	2.31	3.13	3.60	4.14	4.76
yoy	42%	77%	36%	15%	15%	15%
中水及其他收入						
收入	2.51	2.40	3.00	3.45	3.97	4.56
yoy	24%	-4%	25%	15%	15%	15%
合计	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	53.71	67.32	76.30	80.87	88.93	96.76
yoy	11%	25%	13%	6%	10%	9%
毛利	21.49	26.82	29.35	31.43	35.82	38.79
毛利率	40.02%	39.84%	38.47%	38.86%	40.29%	40.09%
归母净利润	12.98	14.94	16.18	18.43	20.82	22.42
yoy	20%	15%	8%	14%	13%	8%
归母净利率	24.18%	22.20%	21.20%	22.79%	23.41%	23.17%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

公司掌握成都区域优质水务资产，核心业务盈利和现金流优质，同时内延外拓实现异地扩张和“水务+环保”双轮驱动的格局。我们从盈利和现金流两个维度考察公司未来增长：

1) 盈利：在建产能逐步投运贡献增量，2024 年污水调价有望带来业绩弹性。①量：供水在建规模 80 万吨/日（较 2023H1 运营规模增量 24%）、污水在建规模 60 万吨/日（较 2023H1 运营规模增量 15%），水务在建项目将于 2024-2025 年陆续投产，垃圾焚烧万兴三期项目有望于 2025 年底投产带来翻倍产能增量，随着新投项目爬坡，运营量有望匹配产能增长；②利：供水业务成本管控有效，单位盈利相对稳定，污水业务中成都中心城区特许经营权范围内的污水处理结算价格将于 2024 年进行调价，新建项目单位投资高，有望带动整体价格上调带来业绩弹性。

2) 现金流：长期自由现金流改善及分红提升潜力大。2026 年随着公司在手项目进入投资尾声，在没有新增拓展的情况下，自由现金流将迎来大幅改善。2022 年公司分红比例仅 21%，长期提升潜力大。

公司 2023 年业绩快报显示归母净利润为 18.43 亿元，我们预计 2024-2025 年归母净利润分别为 20.82、22.42 亿元，2023-2025 年归母同比+14%、13%、8%，对应 10.7、9.5、8.8 倍 PE。我们选取洪城环境（江西区域水务龙头，延伸燃气、固废业务打造地方综合公用事业平台）、重庆水务（重庆区域水务龙头）、中原环保（河南区域水务龙头）、瀚蓝环境（固废领域白马，水务能源协同发展）作为可比公司，兴蓉环境掌握成都区域优质水务资产，延伸拓展垃圾发电等环保业务，区位优势及运营管理经验加持下，公司盈利水平更加稳健，地方财政实力强，现金流优质。2023-2025 年可比公司平均 PE 为 13.2/9.8/9.1 倍，兴蓉环境低于可比公司平均估值水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值（估值日期：2024/4/8）

公司代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600461.SH	洪城环境	9.95	122	10.47	11.9	12.71	11.66	10.26	9.60
601158.SH	重庆水务	5.25	252	10.89	17.66	19.06	23.14	14.27	13.22
000544.SZ	中原环保	7.28	71	8.60	11.29	12.09	8.25	6.28	5.87
600323.SH	瀚蓝环境	17.20	140	14.30	16.83	18.07	9.81	8.33	7.76
	均值						13.21	9.78	9.11
000598.SZ	兴蓉环境	6.59	197	18.43	20.82	22.42	10.67	9.45	8.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：重庆水务和中原环保 2023 年归母净利润为年报披露值，瀚蓝环境 2023 年归母净利润来源于业绩快报，洪城环境 2023-2025 年归母净利润和瀚蓝环境 2024-2025 年归母净利润为东吴证券研究所预测，其余均为 wind 一致预期。

6. 风险提示

1) 项目建设进展不及预期：公司业绩增长的驱动力源于在建项目逐步投运带来的运营增量，若项目建设进展不及预期，投运时间节点延后，会影响公司业绩增量的释放节奏。

2) 调价情况不及预期：2024年成都中心区域污水处理项目进入调价节点，若核价标准变化导致污水处理费不调整或向下调整，将压低污水处理业务的利润率水平，对盈利造成负面影响。

3) 应收账款期延长风险：若地方财政压力加大，污水处理费和垃圾处理费兑付时间延长，将影响公司经营性现金流净额，同时带来应收减值风险拖累盈利。

兴蓉环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,417	9,511	11,045	13,086	营业总收入	7,630	8,087	8,893	9,676
货币资金及交易性金融资产	3,744	5,674	6,907	8,656	营业成本(含金融类)	4,694	4,944	5,310	5,796
经营性应收款项	2,197	2,299	2,493	2,674	税金及附加	75	80	89	99
存货	230	242	260	284	销售费用	141	150	165	180
合同资产	621	658	724	788	管理费用	464	485	534	581
其他流动资产	625	637	661	685	研发费用	5	6	7	10
非流动资产	30,922	34,044	36,440	38,670	财务费用	251	261	288	312
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	20	24	27	28
固定资产及使用权资产	10,202	11,974	13,587	15,061	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	5,688	5,225	4,854	4,557	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	11,458	12,711	13,864	14,917	减值损失	(63)	(29)	(36)	(43)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	16	17	19	19
长期待摊费用	53	53	53	53	营业利润	1,972	2,173	2,510	2,703
其他非流动资产	3,519	4,079	4,079	4,079	营业外净收支	(9)	9	0	0
资产总计	38,339	43,555	47,485	51,755	利润总额	1,963	2,182	2,510	2,703
流动负债	8,149	9,288	10,051	10,985	减:所得税	270	273	341	368
短期借款及一年内到期的非流动负债	600	1,340	1,509	1,678	净利润	1,693	1,910	2,169	2,336
经营性应付款项	5,433	5,723	6,146	6,709	减:少数股东损益	75	66	87	93
合同负债	489	519	570	621	归属母公司净利润	1,618	1,843	2,082	2,242
其他流动负债	1,627	1,706	1,825	1,978	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.62	0.70	0.75
非流动负债	14,454	16,948	17,948	18,948	EBIT	2,226	2,443	2,798	3,015
长期借款	5,738	7,738	8,738	9,738	EBITDA	3,474	3,731	4,152	4,435
应付债券	3,950	3,950	3,950	3,950	毛利率(%)	38.47	38.86	40.29	40.09
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	21.20	22.80	23.41	23.17
其他非流动负债	4,747	5,241	5,241	5,241	收入增长率(%)	13.02	5.99	9.96	8.81
负债合计	22,603	26,236	27,999	29,933	归母净利润增长率(%)	8.31	13.95	12.94	7.70
归属母公司股东权益	14,778	16,296	18,376	20,618					
少数股东权益	958	1,024	1,110	1,204					
所有者权益合计	15,735	17,319	19,486	21,822					
负债和股东权益	38,339	43,555	47,485	51,755					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,315	3,779	4,268	4,745	每股净资产(元)	4.95	5.46	6.16	6.91
投资活动现金流	(4,114)	(4,309)	(3,730)	(3,629)	最新发行在外股份(百万股)	2,985	2,985	2,985	2,985
筹资活动现金流	1,306	2,461	695	633	ROIC(%)	7.80	7.58	7.55	7.35
现金净增加额	508	1,931	1,233	1,748	ROE-摊薄(%)	10.95	11.31	11.33	10.87
折旧和摊销	1,248	1,288	1,354	1,420	资产负债率(%)	58.96	60.24	58.96	57.84
资本开支	(4,191)	(3,822)	(3,730)	(3,629)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.16	10.67	9.45	8.77
营运资本变动	62	204	255	430	P/B(现价)	1.33	1.21	1.07	0.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>