

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

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

污水价格调涨超 20%，稳健成长属性愈发凸显

2024 年 4 月 19 日

事件: 2024 年 4 月 18 日晚, 兴蓉环境发布 2023 年度报告。2023 年公司实现营业收入 80.87 亿元, 同比增加 5.99%; 实现归母净利润 18.43 亿元, 同比增加 13.97%; 扣非后净利润 18.04 亿元, 同比增加 14.63%。经营活动现金流量净额 33.89 亿元, 同比增加 2.22%; 基本每股收益 0.62 元/股, 同比增加 13.98%。2023 年单四季度, 公司实现营业收入 23.96 亿元, 同比减少 10.87%, 环比增加 8.36%; 实现归母净利润 3.53 亿元, 同比增加 45.64%。2023 年年度拟向全体股东每 10 股派 1.7 元(含税), 按 4 月 18 日收盘价计算股息率为 2.48%, 分红比例约为 28.13%, 同比提升 7.46 个百分点。

点评:

- **供水&污水业务量价齐升, 板块毛利率稳定上涨体现经营韧性。**分业务结构来看, (1) **供水业务:** 2023 年公司售水量 10.68 亿吨, 同比增长 4.6%; 实现收入 24.42 亿元, 同比增加 5.6%; 毛利率为 44.5%, 同比提升 0.5pct, 主要由于成都自来水七厂(三期)工程已形成的部分产能陆续释放贡献收益; 供水单价 2.29 元/吨, 同比提高 0.02 元/吨, 我们推测主要由于售水结构变动导致价格波动; 单吨供水成本 1.27 元/吨, 同比增长 0.01 元/吨, 主要由于原材料成本上升。(2) **污水业务:** 2023 年公司污水处理量 12.61 亿吨, 同比增长 5.5%; 实现收入 30.23 亿元, 同比增 13.7%; 毛利率为 40%, 同比提升 1.7pct, 主要由于在建污水产能陆续投产。污水处理综合价格 2.4 元/吨, 同比增长 7.8%, 我们推测由于新增产能并入及异地项目调价带动综合售价上涨; 单吨污水处理成本 1.43 元/吨, 同比上涨 4.9%, 主要由于能源动力费上涨 15.5%。(3) **环保业务:** 公司垃圾焚烧发电量 9.66 亿度, 同比增长 4.2%; 度电毛利 0.29 元, 同比增长 0.08 元/度, 板块毛利率 40%; 垃圾渗滤液处置量 143 万吨, 成本下降带动单吨毛利达到 162 元/吨, 板块毛利率 60%; 污泥处置量 69 万吨, 板块毛利率提升 10pct 至 33%。
- **成都主城区污水价格调涨 22.3%, 有望大幅增厚业绩。**公司第五期污水处理费价格暂定为 2.63 元/吨, 较成都目前执行的污水处理价格 2.15 元/吨增幅 22.3%, 结算价格的确定综合考虑投资成本上涨及运营成本增加等因素, 公司近年新收购项目增多导致单吨处理成本增加, 助推污水处理价格上涨。成都地区污水资产产能约 245 万吨/日, 占公司目前运营总产能约 58%, 污水价格调价有望带来毛利增厚。
- **自来水内生外延增长并重。**成都市人口与经济快速增长, 支撑公司售水量稳定增长。公司现有在建七厂(三期)项目 80 万吨/日, 我们预计 24-25 年陆续释放产能。同时, 母公司成都环境集团积极落实成都“供排净治”的水务一体化改革, 整合二三圈层的供水资源, 作为集团核心上

市公司，兴蓉环境已与郫都区政府成立合资公司，合作投资供排水设施与运营。4月11日，公司发布公告审议通过温江区政府开展合作供水的议案。我们认为成都市供水改革稳步推进，公司有望在改革中整合水务资产，扩大经营规模与竞争力。

- **盈利预测及评级：兴蓉环境业绩稳定性与成长性并存。**（1）盈利能力：自来水&污水业务在成都主城区市占率在100%，盈利能力行业领先；（2）稳定性：自来水业务使用者付费模式保障现金流稳定流入，同时工程业务占比小，运营类资产占比接近90%，业绩稳定性较强；（3）成长性：公司目前运营、在建和拟建的供排水项目规模约930万吨/日，我们预计在建和拟建产能在2024-2025年及以后陆续投产，同时公司正在积极拓展二三圈层水务市场，有望贡献业绩增量。

综合考虑到公司现有资产及未来业绩成长性，我们预测公司2024-2026年营业收入分别为91.81/98.58/108.29亿元，归母净利润22.48/23.63/25.51亿元，按4月18日收盘价计算，对应PE为9.11x/8.67x/8.03x，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**产能扩张不及预期，调价进程不及预期，市场拓展风险

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,630	8,087	9,181	9,858	10,829
同比(%)	13.0%	6.0%	13.5%	7.4%	9.8%
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,248	2,363	2,551
同比(%)	8.3%	14.0%	22.0%	5.1%	8.0%
毛利率(%)	38.5%	40.3%	41.8%	41.2%	40.5%
ROE(%)	10.9%	11.1%	12.3%	11.9%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.62	0.75	0.79	0.85
P/E	12.66	11.11	9.11	8.67	8.03
P/B	1.39	1.23	1.12	1.03	0.95
EV/EBITDA	6.09	6.71	7.59	7.53	6.86

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至2024年4月18日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7,417	7,723	6,666	7,112	8,079	
货币资金	3,744	3,908	3,167	2,772	3,866	
应收票据	21	1	25	3	3	
应收账款	2,131	2,699	2,076	3,042	2,593	
预付账款	31	34	36	40	44	
存货	230	228	279	271	340	
其他	1,261	854	1,085	984	1,233	
非流动资产	30,968	35,832	40,466	43,399	46,066	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	10,154	11,661	12,542	12,935	13,292	
无形资产	11,458	13,170	15,509	17,457	19,666	
其他	9,356	11,001	12,415	13,006	13,108	
资产总计	38,385	43,555	47,132	50,511	54,145	
流动负债	8,149	9,940	10,391	11,055	11,839	
短期借款	0	0	50	100	150	
应付票据	140	92	165	114	196	
应付账款	5,293	5,972	6,497	7,038	8,006	
其他	2,715	3,876	3,678	3,803	3,487	
非流动负债	14,501	15,823	17,314	18,315	19,316	
长期借款	5,738	6,859	8,359	9,359	10,359	
其他	8,764	8,963	8,955	8,956	8,957	
负债合计	22,650	25,763	27,705	29,370	31,155	
少数股东权益	958	1,149	1,205	1,264	1,328	
归属母公司股东权益	14,778	16,644	18,222	19,876	21,662	
负债和股东权益	38,385	43,555	47,132	50,511	54,145	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,630	8,087	9,181	9,858	10,829	
同比(%)	13.0%	6.0%	13.5%	7.4%	9.8%	
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,248	2,363	2,551	
同比(%)	8.3%	14.0%	22.0%	5.1%	8.0%	
毛利率(%)	38.5%	40.3%	41.8%	41.2%	40.5%	
ROE%	10.9%	11.1%	12.3%	11.9%	11.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.62	0.75	0.79	0.85	
P/E	12.66	11.11	9.11	8.67	8.03	
P/B	1.39	1.23	1.12	1.03	0.95	
EV/EBITDA	6.09	6.71	7.59	7.53	6.86	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,630	8,087	9,181	9,858	10,829	
营业成本	4,694	4,824	5,339	5,796	6,442	
营业税金及附加	75	92	83	89	97	
销售费用	141	151	156	173	190	
管理费用	464	511	580	611	661	
研发费用	5	12	9	10	11	
财务费用	251	272	346	389	423	
减值损失合计	-19	2	1	1	1	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	-8	-55	-7	6	10	
营业利润	1,972	2,173	2,660	2,797	3,016	
营业外收支	-9	9	1	1	4	
利润总额	1,963	2,182	2,661	2,797	3,020	
所得税	271	292	357	375	405	
净利润	1,692	1,889	2,304	2,422	2,615	
少数股东损益	75	46	56	59	64	
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,248	2,363	2,551	
EBITDA	3,474	3,785	4,061	4,273	4,591	
EPS(当年)(元)	0.54	0.62	0.75	0.79	0.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,315	3,389	4,908	3,896	5,731	
净利润	1,692	1,889	2,304	2,422	2,615	
折旧摊销	1,248	1,343	1,110	1,145	1,212	
财务费用	290	308	366	405	437	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	62	-202	1,030	-156	1,431	
其它	23	50	98	79	36	
投资活动现金流	-4,114	-4,673	-5,801	-4,127	-3,885	
资本支出	-4,191	-4,443	-5,458	-4,057	-3,815	
长期投资	31	-172	17	-10	-10	
其他	47	-59	-361	-60	-60	
筹资活动现金流	1,306	1,466	152	-163	-751	
吸收投资	3	108	5	0	0	
借款	3,944	3,627	1,550	1,050	1,050	
支付利息或股息	-770	-824	-1,040	-1,114	-1,202	
现金流净增加额	508	182	-741	-394	1,094	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。