

扣非净利同比增长 10%，减值拖累难掩业绩 稳健增长趋势

2024年8月28日

事件: 2024年8月27日晚, 兴蓉环境发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入40.08亿元, 同比增长15.18%; 实现归母净利润9.28亿元, 同比增长9.56%; 实现扣非后归母净利润9.11亿元, 同比增长10.08%; 经营活动现金流量净额9.77亿元, 同比增加11.21%; 基本每股收益0.31元/股, 同比增加9.48%。

2024Q2公司实现营业收入21.62亿元, 同比增长13.91%, 环比增长17.13%; 实现归母净利润4.71亿元, 同比增长0.67%, 环比增长3.18%; 实现扣非后归母净利润4.62亿元, 同比增长0.48%, 环比增长3.19%。

点评:

- **水务主业产能释放&污水价格调增, 污水板块为业绩主要增长来源。**分业务结构来看, (1) **供水业务:** 实现收入12.22亿元, 同比增长4.7%, 实现毛利5.51亿元, 同比增长0.5%, 毛利率45.14%, 同比下降1.88pct。收入增长或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。(2) **污水业务:** 实现收入17.04亿元, 同比增长31.17%, 实现毛利7.2亿元, 同比增长54.4%, 毛利率42.26%, 同比增长6.36pct, 主要由于2024年成都市主城区污水价格调涨, 增厚板块业绩。(3) **垃圾焚烧发电业务:** 实现毛利1.83亿元, 同比增长31.2%, 核心子公司再生能源公司实现净利润1.7亿元, 同比增长11.8%。(4) **管道安装业务:** 实现收入2.39亿元, 同比下降15.15%。(5) **其他业务:** 垃圾渗滤液处理业务实现收入1.57亿元, 同比增长3.87%, 实现毛利0.73亿元, 同比下降3.7%; 污泥处置业务实现收入1.77亿元, 同比增长7.68%, 实现毛利0.43亿元, 同比下降39.2%。
- **盈利能力稳步提升, 账期略有延长。**2024H1公司实现毛利率43.08%, 同比提升1.45pct。上半年公司经营活动现金流净额为9.77亿元, 同比增长11.21%。收现比为91.92%, 同比下降3.51pct。净现比为105.31%, 同比增长1.56pct。应收账款30.92亿元, 同比增长24.19%。应收账款周转天数130天, 同比增长10天。
- **财务费用及信用减值损失同比增加, 对利润形成一定拖累。**2024H1公司由于计提坏账准备同比增加计提信用减值损失0.96亿元, 同比增加0.54亿元, 利息费用2.49亿, 同比增加0.64亿, 增幅35%, 主要由于相关在建项目投运, 利息停止资本化, 利息费用同比增加。
- **2024-2026年成都主城区污水价格有望逐年抬升, 持续为公司增厚业绩。**2023年年报中公司公告第五期污水处理费(2024-2026年)暂定均价为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。当前污水建设投资尚未完成，未来伴随项目逐步投产，污水价格有望逐年抬升，均值回归至 2.63 元/吨。截止 2024Q1 公司成都市中心城区污水资产产能约 256 万吨/日，占公司目前运营总产能约 59%，污水价格调涨有望带来毛利持续增厚。

- **水务业务内生外延增长并重。自来水业务方面**，截止 2024Q1 公司在运供水产能 374 万吨/日，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（其中 40 万吨/日已投运），我们预计产能陆续释放。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，有望在改革中整合水务资产，扩大经营规模与竞争力。**污水业务方面**，截止 2024Q1 公司在运污水产能 433.86 万吨/日，另有洗瓦堰再生水厂（20 万吨/日）、凤凰河二沟（8 万吨/日）、六厂二期（5 万吨/日）等项目在建，我们预计有望在未来三年陆续投产贡献业绩。
- **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 920 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 92.29/97.01/105.34 亿元，归母净利润 21.37/23.3/25.26 亿元，按 8 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 10.28x/9.43x/8.7x，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	9,229	9,701	10,534
同比(%)	13.0%	6.0%	14.1%	5.1%	8.6%
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,137	2,330	2,526
同比(%)	8.3%	14.0%	15.9%	9.0%	8.4%
毛利率(%)	38.5%	40.3%	41.5%	41.4%	41.2%
ROE(%)	10.9%	11.1%	11.8%	11.8%	11.7%
EPS (摊薄)(元)	0.54	0.62	0.72	0.78	0.85
P/E	13.58	11.92	10.28	9.43	8.70
P/B	1.49	1.32	1.21	1.11	1.02
EV/EBITDA	6.09	6.71	8.19	8.04	7.31

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2024 年 8 月 27 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	6,749	6,564	7,655	
货币资金	3,744	3,908	3,273	2,367	3,522	
应收票据	21	1	25	2	4	
应收账款	2,131	2,699	2,041	2,935	2,546	
预付账款	31	34	36	39	42	
存货	230	228	284	256	332	
其他	1,261	854	1,090	965	1,210	
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	47,215	49,963	53,721	
流动负债	8,149	9,940	10,554	10,612	11,538	
短期借款	0	0	50	100	150	
应付票据	140	92	168	106	192	
应付账款	5,293	5,972	6,633	6,650	7,816	
其他	2,715	3,876	3,703	3,755	3,379	
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	27,868	28,927	30,854	
少数股东权益	958	1,149	1,202	1,261	1,324	
归属母公司股东权益	14,778	16,644	18,145	19,775	21,544	
负债和股东权益	38,385	43,555	47,215	49,963	53,721	

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	9,229	9,701	10,534	
同比(%)	13.0%	6.0%	14.1%	5.1%	8.6%	
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,137	2,330	2,526	
同比(%)	8.3%	14.0%	15.9%	9.0%	8.4%	
毛利率(%)	38.5%	40.3%	41.5%	41.4%	41.2%	
ROE%	10.9%	11.1%	11.8%	11.8%	11.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.62	0.72	0.78	0.85	
P/E	13.58	11.92	10.28	9.43	8.70	
P/B	1.49	1.32	1.21	1.11	1.02	
EV/EBITDA	6.09	6.71	8.19	8.04	7.31	

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	9,229	9,701	10,534	
营业成本	4,694	4,824	5,397	5,688	6,195	
营业税金及附加	75	92	102	87	95	
销售费用	141	151	175	175	190	
管理费用	464	511	586	601	643	
研发费用	5	12	28	10	11	
财务费用	251	272	346	389	425	
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	-67	5	9	
营业利润	1,972	2,173	2,528	2,757	2,986	
营业外收支	-9	9	1	1	4	
利润总额	1,963	2,182	2,529	2,757	2,990	
所得税	271	292	339	370	401	
净利润	1,692	1,889	2,190	2,388	2,589	
少数股东损益	75	46	53	58	63	
归属母公司净利润	1,618	1,843	2,137	2,330	2,526	
EBITDA	3,474	3,785	3,932	4,233	4,563	
EPS(当年)(元)	0.54	0.62	0.72	0.78	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	4,980	3,374	5,783	
净利润	1,692	1,889	2,190	2,388	2,589	
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	1,156	-643	1,510	
其它	23	50	158	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	186	-153	-744	
吸收投资	3	108	5	0	0	
借款	2,253	1,121	1,550	1,050	1,050	
支付利息或股息	-770	-824	-1,007	-1,104	-1,195	
现金流净增加额	508	182	-635	-906	1,154	

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。