

环保

2024年10月31日

兴蓉环境 (000598)

——成都水务环保优质资产，稳增长与提分红兼备

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2024年10月30日

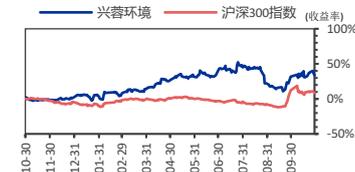
收盘价(元)	7.35
一年内最高/最低(元)	8.54/5.36
市净率	1.2
息率(分红/股价)	2.31
流通A股市值(百万元)	21,865
上证指数/深证成指	3,266.24/10,530.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	5.96
资产负债率%	59.35
总股本/流通A股(百万)	2,984/2,975
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司为成都国资委旗下领先的水务环保综合服务商。**公司是成都国资委旗下，以水务为主，固废等全面发展的综合服务商，截止2024年3季报，大股东成都环境投资集团持股42.2%，二股东三峡集团合计持股15.29%。
- **公司历史业绩稳健增长，伴随现金流逐步改善，未来分红有望提升。**公司收入2019-23年四年CAGR达14%，归母净利润CAGR达14%，2023年收入达80.87亿元，净利润达18.43亿元，2023年公司运营毛利润占比超93%。2023年公司经营现金流净额达33.89亿元，预计未来几年仍需投资72.93亿元，伴随短期Capex高峰过去，公司自由现金流有望转正，2023年公司分红率大幅提升至28%，未来有望进一步提升。
- **污水：成都污水顺利调价，大成都+异地项目稳步扩张。**截至2024年Q1，公司污水运营产能达434万吨/天，在建产能为46万吨/天，在建/已投运比例为10.6%。公司深耕成都市场，污水投运项目中311万吨/天产能位于成都，占比72%，项目回款有保障。水价方面，公司成都中心城区污水价格约定每3年核定一次，约定投资回报率为10%。2024年成都污水涨价0.5元/吨，有望增厚净利润2亿元，增幅11%。
- **供水：BOO模式运营成都优质资产，看好量价提升空间。**公司自来水主要以BOO模式运行，截至2024年Q1，投运产能389万吨/天，在建及筹建41万吨/天，在筹建/运营比例为10.5%。公司供水投运产能中320万吨/天位于成都，占比82.4%，成都人口及经济发展保障供水业务持续发展。水价方面，成都市自来水价整体稳定，上次水价调整为2014年，未来有望调整。公司经验丰富+良好水质+有利地势，历史毛利率维持45-50%区间。
- **环保：垃圾焚烧及协同业务扩产空间广阔。**1、垃圾焚烧：当前运营成都产能6900吨/天，在建5100吨/天，预计2025年底投产，总计12000吨/天，在建/运营比例为74%。2、渗滤液：截止2024年Q1，公司运营5630吨/天，在建2800吨/天，总计8,430吨/日，在建/运营比例为50%。3、污泥：截止2024年Q1，公司运营产能1516吨/天，在建1600吨/天，总计3,116吨/日，在建/运营比例为106%。4、餐厨垃圾：截止2024年Q1，公司运营产能500吨/天，在建1,450吨/天，总计1,950吨/日，在建/运营比例为290%。
- **投资分析意见：**公司为成都市国资委旗下水务及固废平台，手握成都优质的水务及固废资产，且水务及固废产能均仍有扩建空间，同时伴随Capex逐步过去，公司自由现金流有望转正，公司分红具备提升空间。预计公司2024-26年归母净利润20.33/22.16/24.07亿元，PE为11/10/9倍。参考可比公司2024年PE平均值为参考，给予公司2024年13xPE，对应目标市值264亿元，上涨空间20%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目拓展及盈利不及预期风险；应收账款增长风险；调价不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,087	6,213	8,960	9,612	10,339
同比增长率(%)	6.0	9.2	10.8	7.3	7.6
归母净利润(百万元)	1,843	1,626	2,033	2,216	2,407
同比增长率(%)	14.0	9.1	10.3	9.0	8.6
每股收益(元/股)	0.62	0.55	0.68	0.74	0.81
毛利率(%)					
ROE(%)	11.1	9.1	11.2	11.2	11.2
市盈率	12		11	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司为成都市国资委旗下水务及固废平台，手握成都优质的水务及固废资产，且水务及固废产能均仍有扩建空间，同时伴随 Capex 逐步过去，公司自由现金流有望转正，公司分红具备提升空间。预计公司 2024-26 年归母净利润 20.33/22.16/24.07 亿元，PE 为 11/10/9 倍。参考可比公司 2024 年 PE 平均值为参考，给予公司 2024 年 13xPE，对应目标市值 264 亿元，上涨空间 20%，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

污水：得益于成都污水自 2024 年顺利调价，预计污水业务 2024-26 年收入增速分别为 21%、5%、2%。毛利率 2024-26 年维持 42% 不变。

供水：假设 2025 年供水新增 40 万吨/天产能，预计自来水业务 2024-26 年收入增速分别为 4%、13%、4%，毛利率 2024-26 年维持 45% 不变。

有别于大众的认识

市场未充分意识到公司资产优质及业绩的稳健性。公司水务及固废主要产能均位于成都，且 93% 毛利润来自于运营业务，同时公司成都中心城区污水项目约定每 3 年调价，且约定投资回报率为 10%，保障了公司业绩的稳健性。

市场未充分意识到公司仍有成长属性。公司积极开拓大成都区域业务及异地业务，水务及固废产能均仍有扩建空间，同时伴随成都经济及人口流入，公司业务仍有持续成长动力。

市场未充分意识到公司未来分红提升空间。伴随近 2 年公司 Capex 高峰逐步过去，公司自由现金流有望转正，2023 年公司分红率为 28%，未来具备较大提升空间。

股价表现的催化剂

公司利润稳步提升，凸显公用事业稳定运营属性。

成都自来水价格调整，带动公司盈利提升。

公司现金流持续改善，分红提升。

核心假设风险

项目拓展及盈利不及预期风险；应收账款增长风险；调价不及预期风险。

目录

1. 成都国资委旗下领先的水务平台，业绩稳健增长	6
1.1 公司为领先的水务环保服务商，实控人为成都市国资委	6
1.2 业绩稳健增长，伴随现金流改善，未来分红有望提升	7
2. 污水：成都污水顺利调价，异地项目稳步扩张	10
2.1 产能：投运产能 434 万吨/天，在建 46 万吨/天	10
2.2 水价：每 3 年核定一次，约定投资回报率为 10%	12
3. 自来水：掌握成都优质资产，看好量价提升空间	15
3.1 产能：投运产能 389 万吨/天，在建及筹建 41 万吨	15
3.2 水价：上次水价调整为 2014 年，未来有望调整	16
4 环保：垃圾焚烧及协同业务扩产空间广阔	18
5 投资分析意见	20
5.1 盈利预测及估值	20
5.2.风险提示	22

图表目录

图 1: 公司股权架构 (截至 2024 年三季度)	6
图 2: 公司历年营收表现 (百万元, %)	7
图 3: 公司历年归母净利润表现 (百万元, %)	7
图 4: 公司 2023 收入构成 (百万元, %)	7
图 5: 公司 2023 毛利润构成 (百万元, %)	7
图 6: 公司历年毛利率及净利率表现 (%)	8
图 7: 公司历年期间费用率表现 (%)	8
图 8: 公司历年资产负债率及 ROE (%)	8
图 9: 公司近年带息负债情况 (百万元, %)	8
图 10: 公司近年应收账款及其周转率 (百万元, %)	9
图 11: 公司历年现金流表现 (百万元, %)	9
图 12: 公司近年分红情况 (百万元, %)	10
图 13: 公司近年每股股利情况 (元/股)	10
图 14: 成都水务规划范围.....	11
图 15: 公司近年污水毛利率 (%) 与成都污水处理价格 (元/吨)	13
图 16: 公司自来水收入 (百万元) 及毛利率 (%)	18
表 1: 公司相关实体主要数据 (亿元, %)	7
表 2: 公司 2023 年应收账款余额账龄情况 (百万元, %)	8
表 3: 2024 年 3 月末公司主要在建项目概况 (亿元)	9
表 4: 公司主要已投运的成都市污水处理项目 (万吨/天)	10
表 5: 成都市“十四五”水务发展规划部分指标体系 (%)	11
表 6: 公司主要已投运的成都市外污水处理项目 (万吨/天)	12
表 7: 公司污水处理经营数据.....	12
表 8: 兴蓉环境历史污水调价情况 (元/方)	13
表 9: 公司污水吨水成本构成 (元/吨)	14
表 10: 2024 年 3 月末公司已投运及委托运营的自来水厂情况 (万吨/天)	15
表 11: 公司供水业务经营表现.....	16
表: 公司近年水价调整情况.....	

表 13: 2024 年 3 月末成都市主城区、郫都区水价构成 (元/吨)	17
表 14: 公司自来水吨成本构成 (元/吨)	17
表 15: 运营及在建的垃圾焚烧发电项目情况	18
表 16: 公司渗滤液及污泥项目 (吨/日)	19
表 17: 公司主营构成预测(百万元, %).....	20
表 18: 可比公司 2023 年概况	21
表 19: 可比公司估值表	21

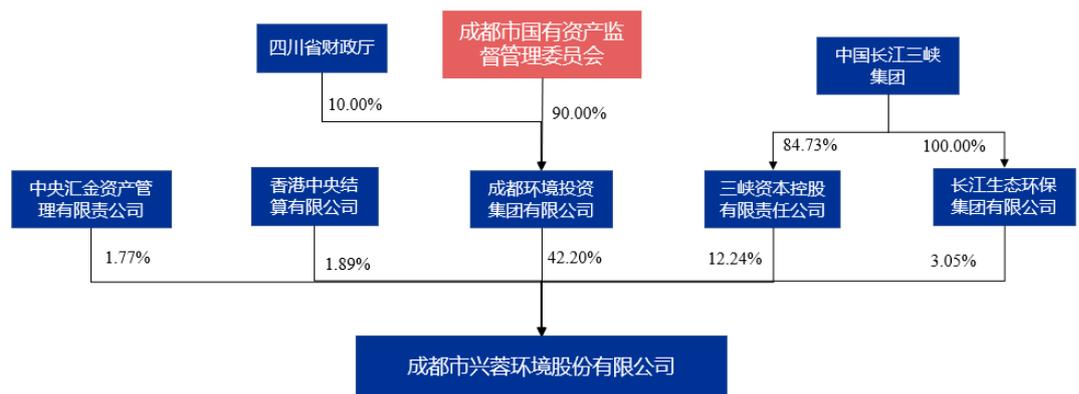
1. 成都国资委旗下领先的水务平台，业绩稳健增长

1.1 公司为领先的水务环保服务商，实控人为成都市国资委

多年收并购快速发展，目前公司已成为以水务为主，固废等全面发展的综合服务商。根据公司公告，2010年，公司借壳蓝星清洗登陆A股上市，置入成都排水公司100%股权；2011年，公司定增收购成都自来水公司100%股权，拓展供水业务；2012年，公司受让兴蓉再生能源公司100%股权，拓展渗滤液、垃圾焚烧等；2015年，公司更名为“兴蓉环境”，2017年万兴垃圾焚烧项目投产；2021年，公司收购成都青白江区成环水务100%股权，进一步拓展成都水务市场；2022年，公司收购东营津膜69%的股权、东营膜天膜100%的股权，业务版图进一步向全国扩张。

截止24年3季报，大股东成都环境投资集团持股42.2%，实控人为成都市国资委，二股东三峡集团合计持股15.29%，具有较大协同空间。

图 1：公司股权架构（截至 2024 年三季度）



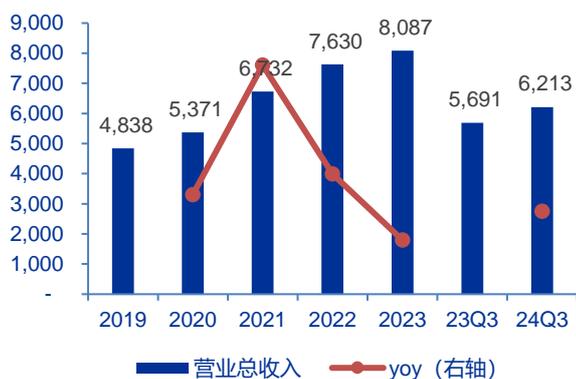
资料来源：Wind，申万宏源研究

2022年公司推行股权激励，目前2022-23年业绩目标均已完成。2022年6月30日，公司发布2022年限制性股票激励授予公告：1) 业绩考核：2022-2024年公司每股收益分别不低于0.535/0.588/0.653元/股，营业收入分别不低于71/80/90亿元且不低于同行业均值，资产负债率均不得高于65%。2) 授予数量及价格：合计授予1699万股，占激励计划公告时总股本的0.57%，授予价3.03元/股。3) 股票来源：公司自二级市场回购的普通股股票；4) 激励对象：授予556人，包括公司董事、高管、核心骨干员工。5) 摊销：预计2022-2026分别摊销747.59/1236.02/837.31/377.45/97.96万元。根据公司年报，公司2022-23年每股收益分别为0.544/0.620元/股，营业收入分别为76/81亿元，资产负债率分别为59.0%/59.1%，公司22-23年业绩目标均已完成。

1.2 业绩稳健增长，伴随现金流改善，未来分红有望提升

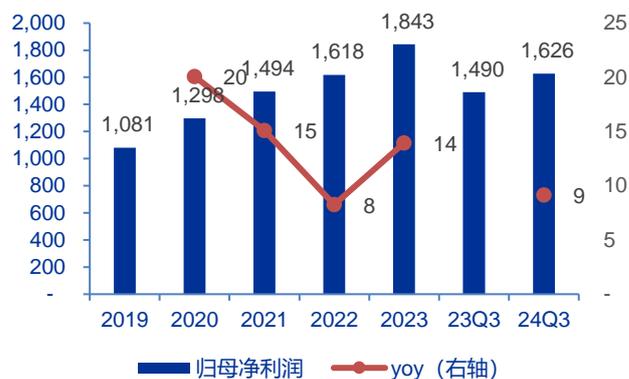
污水及环保等多个项目逐步投产，公司收入 2019-23 年四年 CAGR 达 14%，归母净利润 CAGR 达 14%。2019 年以来，公司污水处理及环保等多项业务产能快速扩张，对应收入利润稳定增长，2023 年收入达 80.87 亿元，净利润达 18.43 亿元。

图 2：公司历年营收表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

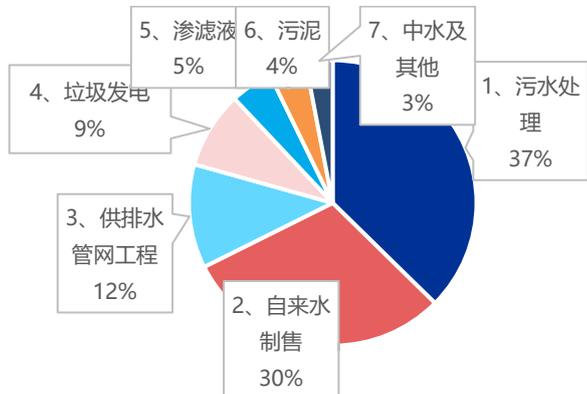
图 3：公司历年归母净利润表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

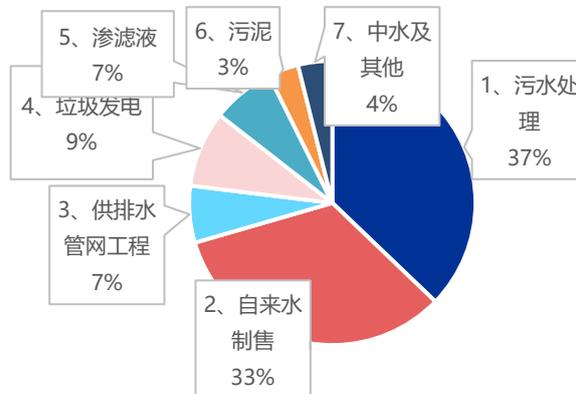
2023 年公司运营毛利润占比超 93%，其中污水处理占比 37%，自来水占比 33%，环保（垃圾发电+渗滤液+污泥）占比 19%，中水等 4%。

图 4：公司 2023 收入构成（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司 2023 毛利润构成（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：公司相关实体主要数据（亿元，%）

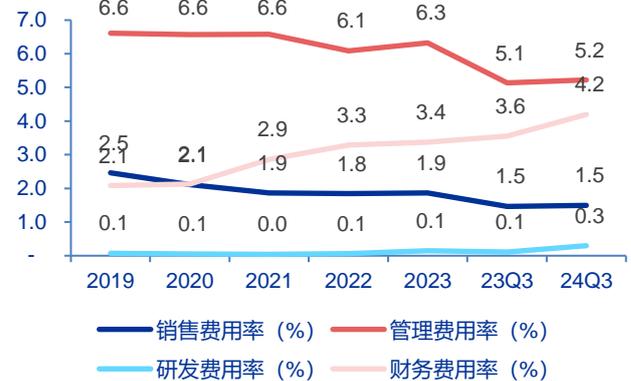
简称	兴蓉持股	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润
成都环境集团	-	850.04	576.48	850.04	113.36	14.74
兴蓉环境	-	158.48	75.01	83.47	0.9	3.42
自来水公司	100	107.7	26.03	66.87	26.17	7.58
排水公司	100	121.43	67.06	54.36	23.81	6.84
再生能源公司	100	70.5	38.32	32.18	12.44	3.87
兴蓉核心子公司净利润合计						18.29

资料来源：评级报告，申万宏源研究

公司毛利率整体维持约 40%，净利率约 23%，期间费用约 11%，整体相对稳定。其中财务费用 2024 年增长较为明显，主要系公司自 2023 年下半年以来，陆续有成都市水七厂三期（先行投运 40 万吨/日）、成都高新区西区第二污水处理厂、第七再生水厂二期、高新骑龙净水厂等在建项目投运转固，利息停止资本化，利息费用、资产折旧与摊销费用等同比增加；管理费用率及销售费用率整体稳中略降。

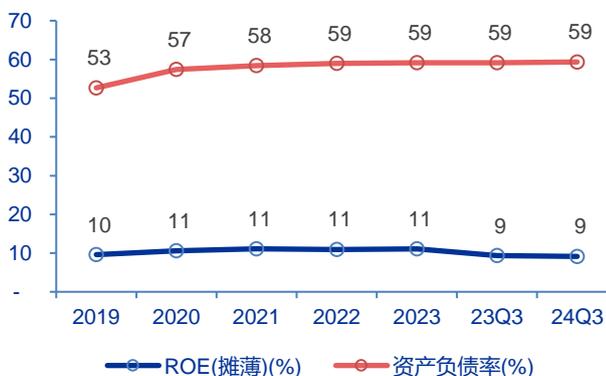
图 6：公司历年毛利率及净利率表现 (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

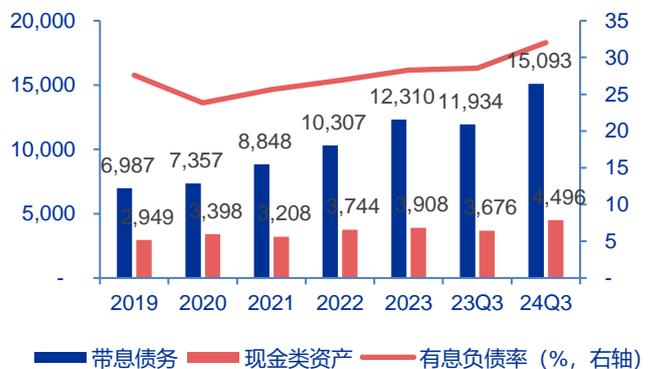
图 7：公司历年期间费用率表现 (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司借款快速增加，截至 2023 年底，公司有息负债达 123 亿（对应财务费用 2.72 亿元，对应资产成本约 2.2%），资产负债率约 59%，ROE 为 11%。

图 8：公司历年资产负债率及 ROE (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司近年带息负债情况 (百万元, %)


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司应收账款呈快速增长，但 80% 为 2 年以内账龄。近年应收账款周转率呈稳中略降态势，我们预计主要与回款较慢的外地业务快速扩张有关，同时公司应收账款虽快速增长，但 80% 为 2 年以内账龄，坏账风险较为可控。

表 2：公司 2023 年应收账款余额账龄情况 (百万元, %)

账龄	期末账面余额	占比	期初账面余额	占比
1 年以内 (含 1 年)	1,933	59%	1,665	63%
1 至 2 年	703	21%	412	16%
2 至 3 年	218	7%	171	6%
年以上		%		%

3 至 4 年	128	4%	99	4%
4 至 5 年	57	2%	96	4%
5 年以上	259	8%	193	7%
合计	3,299	100%	2,636	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

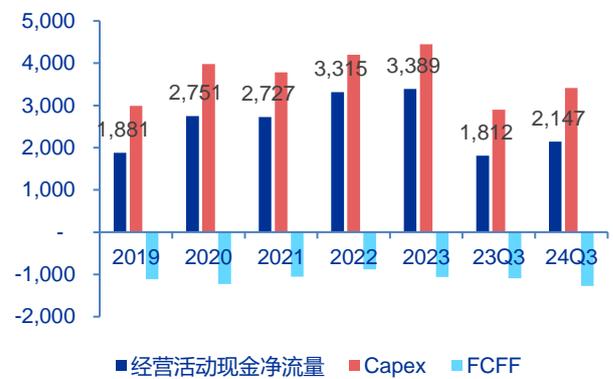
公司经营现金流稳步提升，伴随短期 Capex 高峰过去，未来现金流增长潜力大。根据公司公告，2023 年公司经营现金流净额达 33.89 亿元，当期收现比达 97.62%，但当期 Capex 达 44.46 亿元，根据公司评级报告，截止 2024 年 3 月末，公司主要在建项目预计总投资 179.04 亿元，累计已完成投资 72.11 亿元，未来 3 年仍需投资 72.93 亿元，伴随短期资本支出高峰逐步过去，公司未来现金流有望大幅改善。

图 10：公司近年应收账款及其周转率（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：公司历年现金流表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：2024 年 3 月末公司主要在建项目概况（亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	资金安排		
			2024 年 4~12 月	2025 年	2026 年
供水板块小计	28.62	14.98	4.89	1.3	
成都市自来水七厂（三期）工程	13.42	6.08	0.84	0.3	-
成都市自来水七厂三期配套输水管线工程	15.2	8.9	4.05	1	-
污水板块小计	92.8	43.75	14.1	5.84	2.56
骑龙净水厂工程	13.46	8.75	0.7	0.8	-
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	31.84	9.41	7.06	2	2
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	15.55	6.83	0.99	1	0.4
成都市第七再生水厂二期工程	12.87	7.98	1	0.5	-
成都市高新西区第二污水处理厂工程	8.68	5.56	0.87	0.6	-
四川天府新区第五净水厂项目	7.47	3.81	3.02	0.78	-
第三再生水厂调蓄池工程项目	1.68	0.6	0.39	0.1	0.1
成都市第六净水厂新建再生水利用工程项目	1.25	0.81	0.07	0.06	0.06
环保板块小计	57.62	13.38	9.15	8.35	26.74
成都万兴环保发电厂三期项目	57.62	13.38	9.15	8.35	26.74
合计	179.04	72.11	28.14	15.49	29.3

资料来源：评级报告，申万宏源研究

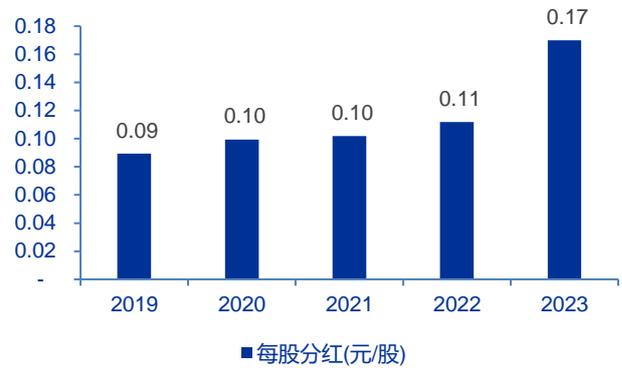
2023 年公司分红率大幅提升至 28%，未来伴随现金流改善，分红有较大提升空间。

图 12：公司近年分红情况（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：公司近年每股股利情况（元/股）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 污水：成都污水顺利调价，异地项目稳步扩张

2.1 产能：投运产能 434 万吨/天，在建 46 万吨/天

截至 2024 年 Q1，公司污水运营产能达 434 万吨/天（成都 311.33 万吨/天+异地 122.53 万吨/天），在建产能为 46 万吨/天，在建/已投运比例为 10.6%。根据公司评级报告，截至 2024 年 Q1，公司运营及在建的污水处理项目规模约 480 万吨/日。公司污水处理业务的运营模式主要包括 BOT、BOO、TOT 及委托运营等。

表 4：公司主要已投运的成都市污水处理项目（万吨/天）

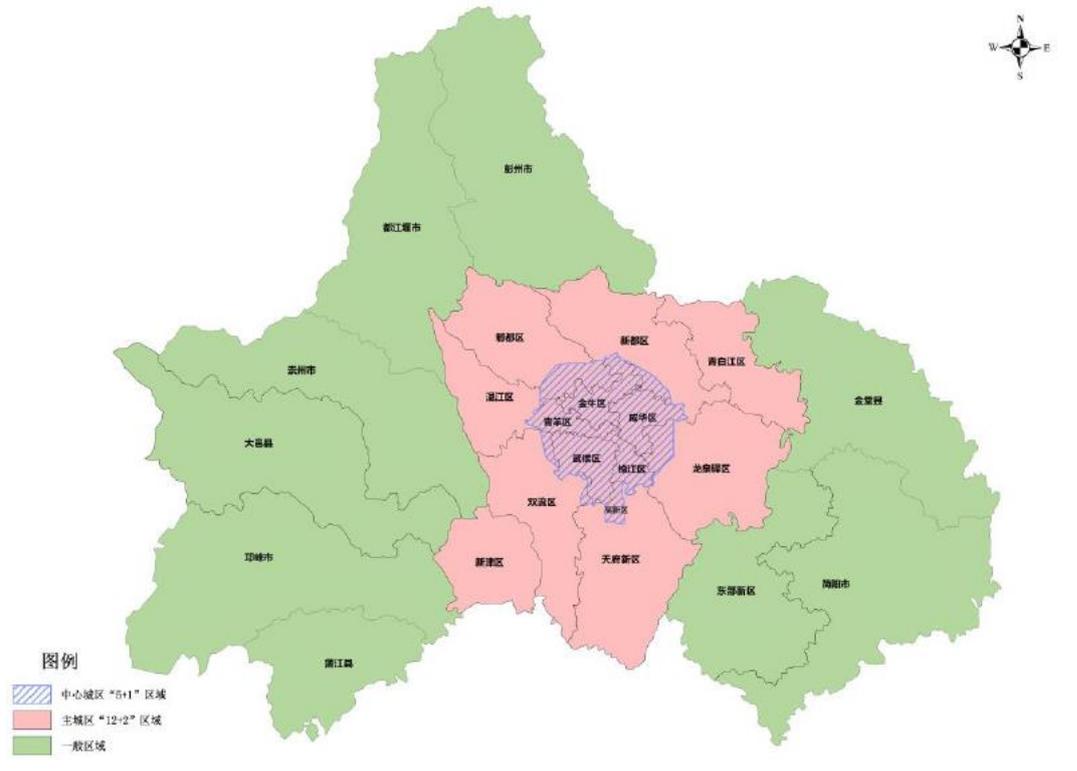
项目	产能	投运时间	项目	产能	投运时间
成都市第三净水厂	20	2004 年 9 月	团结镇污水处理厂（一污二污合并）	3.4	2021 年 12 月
成都市第四净水厂	15	2004 年 9 月	三道堰第二污水处理厂	2.5	2020 年 8 月
成都市第五净水厂	20	2007 年 12 月	成都合作污水处理厂（三期）	10	2019 年 7 月
成都市第六净水厂	10	2007 年 12 月	唐昌第二污水处理厂	1	2019 年 3 月
成都市第七净水厂	10	2007 年 12 月	西南航空港六七工业污水处理厂一期	5	2022 年 8 月
成都市第七净水厂（二期）	8	2023 年 12 月	城南工业园区污水处理厂	2	2019 年
成都市第八净水厂	20	2008 年 12 月	贾家中小企业园区污水处理厂	0.5	2019 年
成都市第九净水厂	100	2014 年 6 月	新津红岩污水处理厂改扩建项目	8	2022 年 4 月
成都市第十净水厂（二期）	30	2021 年 8 月	彭州市工业污水厂（一期）	1.5	2023 年 7 月
成都市第十净水厂（一期）	5	2018 年 2 月	青白江区第三污水处理厂	5	2020 年
成都高新西区第二污水处理厂	8	2023 年 10 月	崇州市道明、公议等 8 个乡镇污水处理厂	2.48	2022 年
成都高新区骑龙净水厂	10	2024 年 2 月	东安水质净化厂	12	2023 年 6 月
安德园区工业污水处理厂	1.95	2018 年 3 月	合计 (万吨/天)	311.33	

资料来源：评级报告，申万宏源研究

公司立足并深耕于做大成都市场，公司污水投运项目中 311 万吨/天产能位于成都，占比 %，项目回款有保障。根据公司公告，截至 年 Q，公司污水处理项目主要分

布在成都，已投运的成都市污水处理项目合计产能为 311.33 万吨，占公司污水处理总产能的 72%。公司立足并深耕于做大成都市场，持续推进成都二、三圈层区（市）县水务环保资源整合，不断提高公司在大成都范围内的市场占有率和影响力。根据成都市统计局，2023 年成都市地区生产总值为 22074.7 亿元，占四川省地区生产总值的 36.71%，同年成都市一般公共预算收入为 1929.3 亿元，位列四川省第一。成都市强劲的经济实力和财政实力，为公司的经营发展提供了良好的外部经营环境。

图 14：成都水务规划范围



资料来源：《成都市“十四五”水务发展规划》，申万宏源研究

表 5：成都市“十四五”水务发展规划部分指标体系 (%)

指标	现状	2025
中心城区“5+1”区域城镇公共供水管网漏损率	10	9.5
县城区域（“5+1”区域以外）城镇公共供水管网漏损率	12	10
中心城区“5+1”区域污水处理率	98.1	98.6
县城区域（“5+1”区域以外）污水处理率	91	96
污泥无害化处置率	90	95
中心城区“5+1”区域生活污水再生利用规模占比	43.6	45
县城区域（“5+1”区域以外）生活污水再生利用规模占比	12.5	25

资料来源：成都市水务局，申万宏源研究

同时，公司持续进行对外业务扩张，公司异地污水处理厂合计产能 122.53 万吨，占公司污水处理总产能的 28%，主要分布在兰州、西安、银川、深圳、宁东、巴中、石家庄和阿坝藏族羌族自治州等城市，实现了跨区域经营。

表 6：公司主要已投运的成都市外污水处理项目（万吨/天）

项目	模式	产能	投运时间	项目	模式	产能	投运时间
兰州七里河污水处理厂	TOT	20	2010	石家庄经济技术开发区污水处理厂	BOT/TOT/ROT	10	2020
西安二污二期污水处理厂	BOT	20	2013	理县县城污水处理厂	TOT	0.4	2019
西安一污二期污水处理厂	BOT	10	2015	茂县县城污水处理厂	TOT	1.2	2019
银川第六污水处理厂	BOT	5	2014	汶川县城市污水处理厂	TOT	0.45	2020
深圳龙华污水处理厂（二期）	委托运营	25	2012	黑水县城市生活污水处理厂	委托运营	0.2	2019
巴中经开区污水处理厂（一期）	BOT	1.99	2016	汶川乡镇污水处理设施	TOT	0.635	2020
巴中市污水处理厂迁建工程	BOT	7.5	2020	沛县的污水处理厂（多个）	ROT	3.15	2020-21
宁东临河污水处理厂	PPP	1	2017	东营津膜	BOT	12	2016
宁东煤化工园区污水处理厂	PPP	0.5	2017	东营膜天膜	BOT	2.5	2017
宁东基地鸳鸯湖污水处理厂	BOT	1	2021	合计		122.53	

资料来源：评级报告，申万宏源研究

伴随产能增长，公司污水处理量和收入持续增长。根据公司评级报告，2021~2023 年，公司污水处理量分别为 11.31/11.96/12.61 亿吨，当期产能利用率分别为 85%/85%/82%，污水处理收入分别为 21.89 亿元、26.58 亿元、30.24 亿元。

表 7：公司污水处理经营数据

	2021 年	2022 年	2023 年
污水处理收入-百万元	2,189	2,658	3,024
成都收入	1,705	1,578	1,658
其他收入	484	1,080	1,366
污水产能-万吨/天	366	386	423
成都产能	230	230	246
其他产能	136	156	177
污水处理量-亿吨/年	11.31	11.96	12.61
成都产量	7.93	7.34	7.71
其他产量	3.38	4.62	4.90
产能利用率	85%	85%	82%
单价-元/吨	1.94	2.22	2.40
成都单价	2.15	2.15	2.15
其他单价	1.43	2.34	2.79

资料来源：评级报告，申万宏源研究

2.2 水价：每 3 年核定一次，约定投资回报率为 10%

公司成都中心城区污水价格约定每 3 年核定一次，约定投资回报率为 10%。公司污水处理业务的运营模式主要包括 BOT、BOO、TOT 及委托运营等。公司在成都市中心城区的

污水处理业务主要由全资子公司排水公司负责，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，特许经营期限为2009年-2038年底。上述协议约定污水处理服务费单价公式为：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%，且特许经营期限内不变，运营期核价周期为3年。

复盘公司成都污水调价历史，历史运营成本增加带来水价调升，进而带动毛利提升，2024年第五期完成顺利调价。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水价下调，另一方面公司异地污水项目陆续投运。2017年以来，公司吨水成本增加，成都中心城区污水价格持续提升。从最近四次成都水价调整结果来看，公司污水处理毛利均直接提升。根据《成都市财政局关于成都市中心城区第五期（2024-2026年）污水处理服务费暂定价格的批复》，成都市中心城区第五期（2024-2026年）污水处理服务费暂定均价为2.63元/吨，2024年公司污水处理毛利率有望明显提升。

图 15：公司近年污水毛利率（%）与成都污水处理价格（元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024年成都污水涨价0.5元/吨，有望增厚净利润2亿元，增幅11%。根据公司公告，参照成都2023年污水处理量7.7亿吨，参照中心城区污水产能占比76%，成都中心城区第五期污水单价提升0.5元/吨，假设2024年成本端增加0.1元/吨（相比2023年成本1.44元/吨增幅7%），则水价调整将增加收入约3.9亿元，按照15%所得税率，2024年有望增加净利润2亿元，相较于2023年归母净利润的增幅达11%。

表 8：兴蓉环境历史污水调价情况（元/方）

调价期	价格	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	-0.09	处理水量增加，单位成本降低。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~)

第三期

(2017/1/1-2019/12/31) 1.63 0.1 公司实施了第三、四、五、八污水处理厂扩能提标改造工程

暂行期

(2020/1/1-2020/12/31) 1.83 0.2 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 0.32 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。

第五期

(2024/1/1-2026/6/12/31) 2.65 0.5 成都市中心城区第五期（2024-2026 年）污水处理服务费暂定均价为 2.63 元/吨。

资料来源：评级报告，申万宏源研究

公司污水处理成本主要包括人工、能源和动力、折旧和原材料等，近 3 年持续提升，伴随成都水价调整，污水毛利率有望提升。公司近 3 年单吨污水处理业务成本持续提升，主要受人工、能源、折旧等影响。受此影响，公司成都市中心城区第五期污水价格调整，有望稳定盈利表现。

表 9：公司污水吨水成本构成（元/吨）

	2021 年	2022 年	2023 年
人工	0.20	0.24	0.25
能源和动力	0.20	0.24	0.28
折旧	0.37	0.45	0.48
原材料	0.19	0.22	0.19
其他	0.21	0.22	0.24
合计	1.17	1.37	1.44

资料来源：评级报告，申万宏源研究

公司中水利用在建及运营规模达 110 万吨/天。根据公司公告，2014 年成都市水务局授予公司在成都市中心城区提供中水服务的特许经营权，以及未来投资新建或运营的污水处理厂区域范围内的特许经营权，特许经营权期限至 2038 年 12 月 31 日。在特许经营权期限内，公司提供相关中水服务，成都市水务局购买相关中水服务，中水服务价格由成都市财政局每 3 年核定一次，并约定各个供水项目单独签订供水协议。截至 2023 年末，公司运营及在建的中水利用项目规模为 110 万吨/日。2021~2023 年，公司中水销售量分别为 11930 万吨、15845.5 万吨、18040 万吨，保持较好增长态势。

3. 自来水：掌握成都优质资产，看好量价提升空间

3.1 产能：投运产能 389 万吨/天，在建及筹建 41 万吨

公司自来水主要以 BOO 模式运行，截至 2024 年 Q1，投运产能 389 万吨/天，在建及筹建 41 万吨/天，在筹建/运营比例为 10.5%。公司自来水业务包括从水源取水、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。公司主要以 BOO 等模式开展自来水业务。根据公司公告及评级报告，截止 2024 年 Q1，公司运营及在建的供水项目规模约 430 万吨/日，其中已投入运营及委托运营产能达 389 万吨/天，在建及筹建 41 万吨。根据公司公告，公司正有序推进成都市自来水七厂三期剩余 40 万吨/日的建设工作，预计 2024 年内完工。

公司供水投运产能中 320 万吨/天位于成都，占比 82.4%，成都人口及经济发展保障供水业务持续发展。在公司已投运的 389 万吨/天的产能中，有 320.5 万吨/天位于成都市内，约为总产能的 82.4%。公司立足并深耕于做大成都市场，持续推进成都二、三圈层区（市）县水务环保资源整合，2024 年上半年，公司与温江区、大邑县开展供水合作，投资建设成都合作污水处理厂四期项目，持续扩展成都市域范围水务环保资源整合。成都作为我国西部重镇，其经济发展及人口可保障公司业务持续发展。其余项目主要分布在四川、江苏和海南。

表 10：2024 年 3 月末公司已投运及委托运营的自来水厂情况（万吨/天）

供水水厂	供水区域	供水规模	经营模式
成都市第二自来水厂		23	特许经营
成都市第五自来水厂	成都市中心城区、高新区、天府新区	15	特许经营
成都市第六自来水厂	直管区、郫都区郫筒镇、犀浦镇等九	140	特许经营
成都市第七自来水厂一期	个镇；趵售龙泉、新都、双流三个区	50	特许经营
成都市第七自来水厂二期	县供水。	50	特许经营
成都市第七自来水厂三期		40	特许经营
天府国际机场专供水厂	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	赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10	特许经营
大邑县第四自来水厂		13	
三岔、王泗、上安、新场、郫江、西河、雾山、烟霞和夹石集中供水厂	大邑城区、王泗镇三岔等片区	1.84	自营
岳池自来水厂一期	岳池	8	特许经营
理县自来水厂	理县	1	特许经营
汶川县自来水厂	汶川县	1	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	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	沛县	30	PPP
成都市内		320.5	
合计		389.14	-

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究。成都市水七厂三期先行投运 40 万吨/日，剩余 40 万吨预计 24 年底建成。

公司自来水产能及销售稳步增长，2023 年产能利用率约 93%。根据公司公告，2021~2023 年售水量分别为 10.03/10.21/10.68 亿吨，分别对应当期产能利用率约为 95.7%/99.5%/93.4%。

表 11：公司供水业务经营表现

	2021	2022	2023
自来水制售收入-百万元	2254	2314	2443
供水能力-万吨/日	335.1	334.3	374.3
自来水产量-亿吨/年	11.71	12.14	12.76
自来水售量-亿吨/年	10.03	10.21	10.68
产能利用率-%	96%	99%	93%
销售率-%	86%	84%	84%
自来水单价-元/吨	2.25	2.27	2.29

资料来源：评级报告，申万宏源研究

成都积极推进“供排净治”一体化改革，公司与郫都区实现同网供水试点成功，未来有望持续推进大成都市场水务环保资源整合。2020 年成都市印发《关于优化水务管理体制构建供排净治一体化机制的试行意见》，明确在成都东部新区，四川天府新区开展“供排净治”一体化改革。两年来，成都供排净治一体化机制推进顺利：成都将城市水源工程建设及输送、自来水生产及供给、污水收集及处理、再生水生产及利用、河湖治理及管护等水务全产业链存量设施以 TOT 模式划转给行业国企特许经营，壮大国企资本。同时，扩大特许经营范围，将市政管网、下穿隧道、河道及附属设施等以 BOT 方式授予行业国企特许经营权，增强融资能力，从而实现了“厂网河”一体化综合治理，“投建管运”一体化运维，供排净治一体化闭环管理。2017 年成都环境集团与郫都区政府签订合作协议，由郫都区政府下属投资公司与兴蓉环境成立合资公司，负责郫都区供排水设施的投资、建设、运营或委托运营，供水管网的投资、建设和改造，率先启动“全域供水工程”。目前郫都区九个镇已经实现与主城区同网供水。

3.2 水价：上次水价调整为 2014 年，未来有望调整

成都市自来水价整体稳定，上次水价调整发生在 2014 年，未来有望调整。目前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。从历史来看，1) 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。2) 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。3) 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。根据国家政策规定和相关特许权协议约定，在满足相关调价原则的情况下可向政府价格行政主管部门提交水价调整申请。供水价格的调整须经成本监审、听证会等程序通过后执行。如遇国家或省对上游资源水价、水利工程水价开征或调整时实行同步同幅联动调整。

表 12：公司近年水价调整情况

时间	调价
2010	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
2013-2014	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	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。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

自来水价成本主要为原水费及折旧等，历史成本相对固定。公司自来水成本主要包括折旧、人工、能源动力、原材料（含原水费、制水材料）及其他成本。根据公司公告，2022 年公司单吨原料、能源及其他成本小幅上升，当年单吨成本同比上涨 9%，2023 年与 22 年基本持平。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。

表 13：2024 年 3 月末成都市主城区、郫都区水价构成（元/吨）

用水类	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源税	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	1.4	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	4.5	15.13
	洗车用水		6.73	0.24	0.1	3.4	10.13
	其他		5.73	0.24	0.1	1.8	7.53

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究

表 14：公司自来水吨成本构成（元/吨）

	2021 年	2022 年	2023 年
原材料（含能源动力）	0.45	0.44	0.47
人工	0.30	0.31	0.30
折旧	0.32	0.31	0.30
其他	0.09	0.19	0.19
合计	1.16	1.26	1.27

资料来源：评级报告，申万宏源研究

公司经验丰富+良好水质+有利地势，历史毛利率整体维持 44-50% 区间。1) 经验丰富：根据公司公告，公司拥有近 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，降低运营成本，人均生产量、管网抢修效率、能耗指标等指标处于行业领先水平。**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，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。

图 16：公司自来水收入（百万元）及毛利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

自来水费基本按月征收，保障公司现金流良好。公司采取向客户直接收取水费或通过第三方代收协议由第三方代收水费。公司销售自来水根据营销部门统计的实际销售水量并与计费系统收费单核对后确认当月销售数量，以此销售数量乘以物价部门核定的执行单价（不含增值税、污水处理费等相关税费）确认当月销售额。

4 环保：垃圾焚烧及协同业务扩产空间广阔

公司环保业务主要包括垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、污泥处置和餐厨废弃物处置业务，运营模式包括 BOT、BOO 等。

1、垃圾焚烧发电：当前运营成都市区产能 6900 吨/天，在建产能达 5100 吨/天，预计 2025 年底投产，总计 12000 吨/天，在建/运营比例为 74%。根据公司年报，公司当前垃圾焚烧运营 6900 吨/天，在建万兴三期为 5100 吨/天（该项目同时将新增污泥协同处理规模为 800 吨/日，厨余垃圾处理规模为 800 吨/日），合计产能 12,000 吨/日。随着万兴环保发电厂和隆丰发电厂运营逐渐趋于稳定，该公司垃圾焚烧发电业务收入逐年增长，2021~2023 年垃圾焚烧发电销售量分别为 8.35/9.27/9.66 亿度。

表 15：运营及在建的垃圾焚烧发电项目情况

已投运项目	投运时间	产能 (吨/天)
成都市万兴环保发电厂	2017 年 3 月	2400
成都隆丰环保发电厂	2019 年 3 月	1500
成都市万兴环保发电厂（二期）	2021 年 4 月	3000
合计	-	-

在建项目	预计投运时间	产能 (吨/天)
成都万兴环保发电厂三期项目	2025 年底	5100

资料来源：公司信用评级报告，申万宏源研究

2、渗滤液处理：截止 2024 年 Q1，公司运营 5630 吨/天，在建 2800 吨/天，总计 8,430 吨/日，在建/运营比例为 50%。根据公司公告，公司的垃圾渗滤液处理业务主要由再生能源公司负责，特许经营权范围为成都市固体废弃物卫生处置场，期限为 20 年（自 2011 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止）。2021~2023 年，公司垃圾渗滤液销售量分别为 138.00/136.22/143.00 万吨，呈波动增长态势。

3、污泥：截止 2024 年 Q1，公司运营产能 1516 吨/天，在建 1600 吨/天，总计 3,116 吨/日，在建/运营比例为 106%。公司根据相关特许经营协议的约定收取污水污泥处理费，服务范围为成都市中心城区。

表 16：公司渗滤液及污泥项目（吨/日）

项目	投运	产能	项目	投运	产能
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（一期）	2011 年	1300	成都市第一城市污水污泥处理厂（一期）	2013 年 10 月	400
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（二期）	2014 年	1000	成都市第七污水处理厂通沟污泥改造试点工程	2019 年 12 月	96
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（三期）	2019 年	2000	成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）	2020 年 7 月	200
成都市万兴环保发电厂（一期）	2017 年	850	成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（一期）	2020 年 12 月	400
成都隆丰环保发电厂项目	2019 年	480	成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（二期）	2021 年 4 月	420
合计		5630	合计		1516

资料来源：评级报告，申万宏源研究

4、餐厨垃圾：截止 2024 年 Q1，公司运营产能 500 吨/天，在建 1,450 吨/天，总计 1,950 吨/日，在建/运营比例为 290%。根据公司公告，2022 年以来，公司取得餐厨（含厨余）垃圾处置项目设计规模合计 1,950 吨/日，目前运营及在建的项目规模为 1,450 吨/日。公司根据相关特许经营协议的约定收取垃圾处理服务费，并通过销售资源化产品获得收入。

5 投资分析意见

5.1 盈利预测及估值

1、污水：公司目前污水运营产能 434 万吨，在建约 46 万吨/天，将于 2024-26 年陆续投产，同时，成都市污水处理单价已于 2024 年完成新一轮调价，污水处理单价由 2.15 元/m³ 提升至 2.63 元/m³，污水业务有望量价利齐升，预计污水业务 2024-26 年收入增速分别为 21%、5%、2%。毛利率 2024-26 年维持 42%不变。

2、自来水：公司当前投运产能为 389 万吨/天，在建及筹建产能为 41 万吨/天，叠加产能利用率逐步提升，未来产量有望逐步释放；水价方面，公司上次水价调整为 2014 年，未来有望调整，此处谨慎出发，暂不考虑水价上涨因素，综上，我们预计自来水业务 2024-26 年收入增速分别为 4%、13%、4%，毛利率 2024-26 年维持 45%不变。

3、供排水管网工程：公司供排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，主要由子公司成都环境水务建设有限公司负责运营。2021~2023 年公司供排水管网工程业务收入分别为 9.61/10.66/9.52 亿元，供排水管网工程板块的毛利率分别为 23.04%、23.60%、22.15%。总体来看，公司近年来业务规模及盈利能力保持相对稳定，我们预计 2024-26 年工程收入增速维持 3%，毛利率 2024-26 年维持 33%不变。

4、环保：1) 垃圾发电：公司当前产能为 6900 吨/天，考虑到万兴三期项目将于 2025 年底投产，新增 5100 吨/天产能，预计垃圾发电业务 2024-26 年收入增速分别为 4%、3%、53%，毛利率 2024-26 年维持 40%不变。**2) 垃圾渗滤液：**公司目前垃圾渗滤液处理产能为 5630 吨/天，在建规模为 2800 吨/天，渗滤液结算价格每三年核定一次，2024-26 新一期污泥和渗滤液处理结算价格尚在核定中，此处谨慎考虑，假设维持此前价格，故预计 2024-26 年垃圾渗滤液收入增速分别为 5%、3%、3%。毛利率 2024-26 年维持 60%不变。**3) 污泥处置：**公司运营产能 1516 吨/天，在建 1600 吨/天，其中 2025 年底万兴三期投产将带来污泥协同处理能力 800 吨/天，同时新一期污泥处置价尚在核定，此处假设维持此前价格，综上，我们预计 2024-26 年污泥处置业务收入增速分别为 17%、21%、17%。毛利率 2024-26 年维持 33%不变。

表 17：公司主营构成预测(百万元，%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,732	7,630	8,087	8,960	9,612	10,339
1、污水处理服务	2,189	2,658	3,024	3,647	3,815	3,883
2、自来水制售	2,254	2,314	2,443	2,553	2,873	2,997
3、供排水管网工程	961	1,066	952	981	1,010	1,040
4、垃圾发电	408	498	701	726	751	1,148
5、垃圾渗滤液处理	449	480	385	404	417	431
6、污泥处置	231	313	339	395	478	559
、中水及其他						

毛利率(%)	40	38	40	41	41	41
1、污水处理服务	39	38	40	42	42	42
2、自来水制售	48	44	44	45	45	45
3、供排水管网工程	23	24	22	22	22	22
4、垃圾发电	32	39	40	40	40	40
5、垃圾渗滤液处理	51	45	60	60	60	60
6、污泥处置	21	23	33	33	33	33
7、中水及其他	28	52	52	52	52	52

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们选取主业同为水务及固废的洪城环境、天源环保、瀚蓝环境为可比公司。

表 18: 可比公司 2023 年概况

证券代码	公司	主营业务	收入 (百万元)	归母净利 (百万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
600461.SH	洪城环境	水务、固废	8048	1083	30.73	15.40
301127.SZ	天源环保	水务、固废	1947	283	29.48	14.58
600323.SH	瀚蓝环境	水务、固废	12541	1430	25.19	11.72
000598.SZ	兴蓉环境	水务、固废	8087	1843	40.35	23.37

资料来源：Wind，申万宏源研究。

公司为成都市国资委旗下水务及固废平台，手握成都优质的水务及固废资产，且水务及固废产能均仍有扩建空间，同时伴随 Capex 逐步过去，公司自由现金流有望转正，公司分红具备提升空间。预计公司 2024-26 年归母净利润 20.33/22.16/24.07 亿元，PE 为 11/10/9 倍。参考可比公司 2024 年 PE 平均值为参考，给予公司 2024 年 13xPE，对应目标市值 264 亿元，上涨空间 20%，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元) 2024/10/30	归母净利 (百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600461.SH	洪城环境	120	1083	1163	1238	1316	11	10	10	9
301127.SZ	天源环保	68	283	409	570	713	24	17	12	10
600323.SH	瀚蓝环境	181	1430	1688	1836	1996	13	11	10	9
	平均值						13	10	10	9
000598.SZ	兴蓉环境	219	1843	2033	2216	2407	12	11	10	9

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测，兴蓉环境为申万宏源预测。

5.2.风险提示

1、项目拓展及盈利不及预期风险。公司业务主要集中在成都地区，项目较为优质，若未来项目进展不及预期，或异地拓展项目盈利低于当前项目，将存在项目拓展及盈利不及预期风险。

2、应收账款增长风险。公司近年来应收账款规模持续增长，应收账款周转率呈下降态势，需注意公司应收账款增长风险。

3、调价不及预期的风险。公司自来水已多年未曾调价，同时污水处理单价、垃圾渗滤液及污泥处理单价调价周期为 3 年，未来若调价进度未及预期，将对公司业绩产生较大影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,630	8,087	8,960	9,612	10,339
营业收入	7,630	8,087	8,960	9,612	10,339
1、污水处理服务	2,658	3,024	3,647	3,815	3,883
2、自来水制售	2,314	2,443	2,553	2,873	2,997
3、供排水管网工程	1,066	952	981	1,010	1,040
4、垃圾发电	498	701	726	751	1,148
5、垃圾渗滤液处理	480	385	404	417	431
营业总成本	5,631	5,862	6,457	6,947	7,431
营业成本	4,694	4,824	5,286	5,671	6,100
1、污水处理服务	1,635	1,810	2,115	2,213	2,252
2、自来水制售	1,290	1,357	1,404	1,580	1,648
3、供排水管网工程	814	741	764	786	810
4、垃圾发电	305	419	434	449	686
5、垃圾渗滤液处理	265	153	161	166	172
税金及附加	75	92	101	109	117
销售费用	141	151	166	178	192
管理费用	464	511	567	600	651
研发费用	5	12	8	9	11
财务费用	251	272	328	379	359
其他收益	20	38	38	38	38
投资收益			0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-44	-92	-139	-71	-99
资产减值损失	-19	2	-1	0	0
资产处置收益	16	0	0	0	0
营业利润	1,972	2,173	2,401	2,632	2,846
营业外收支	-9	9	12	12	12
利润总额	1,963	2,182	2,412	2,643	2,858
所得税	270	292	323	354	383
净利润	1,693	1,889	2,089	2,289	2,475
少数股东损益	75	46	56	73	68
归母净利润	1,618	1,843	2,033	2,216	2,407

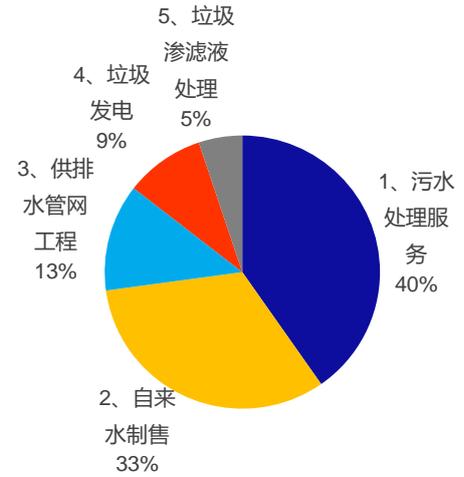
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

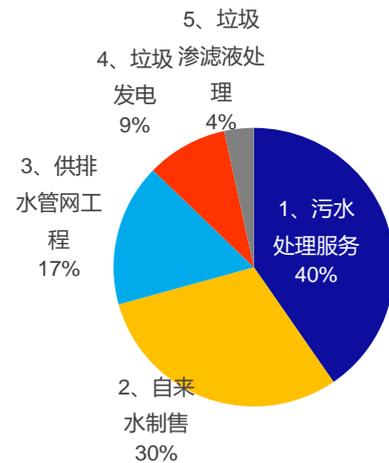
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,693	1,889	2,089	2,289	2,475
加：折旧摊销减值	1,286	1,405	1,733	1,824	1,944
财务费用	290	308	328	379	359
非经营损失	-41	-41	0	0	0
营运资本变动	62	-202	-46	-175	133
其它	70	120	0	0	0
经营活动现金流	3,315	3,389	4,104	4,316	4,910
资本开支	4,191	4,443	4,700	4,200	1,700
其它投资现金流	77	-231	0	0	0
投资活动现金流	-4,114	-4,673	-4,700	-4,200	-1,700
吸收投资	3	108	0	0	0
负债净变化	1,818	2,156	1,637	1,860	375
支付股利、利息	770	824	835	989	1,024
其它融资现金流	256	27	-10	0	0
融资活动现金流	1,306	1,466	792	871	-648
净现金流	508	182	197	987	2,562

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

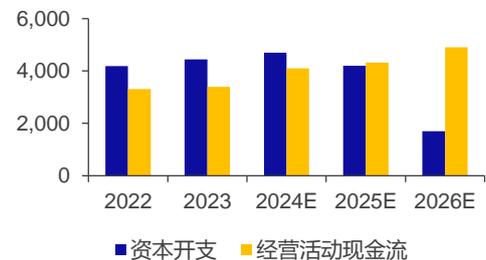
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

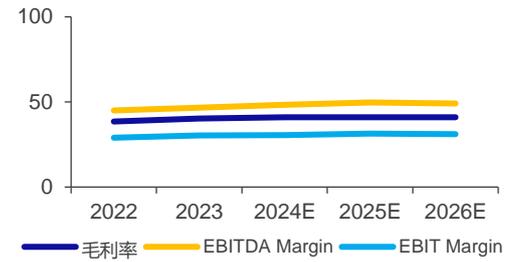
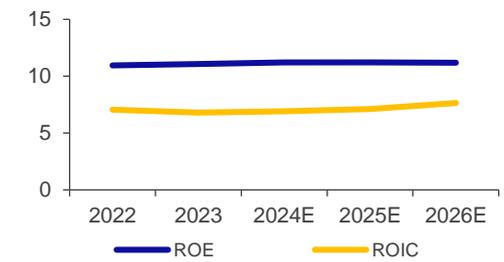
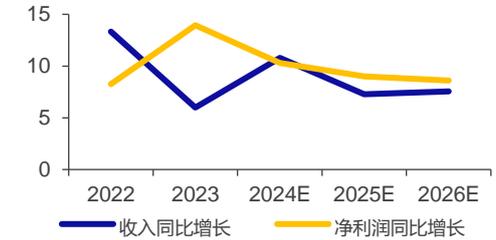
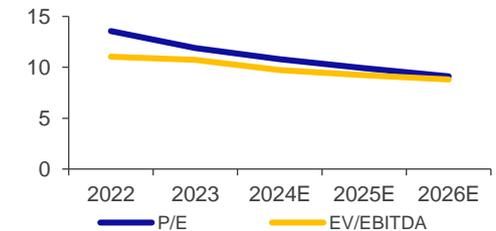
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,417	7,723	8,353	9,848	12,885
现金及等价物	3,744	3,908	4,105	5,092	7,654
应收款项	2,424	2,835	3,208	3,595	4,032
存货净额	230	228	258	274	293
合同资产	621	539	570	674	693
其他流动资产	398	213	213	213	213
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	15,843	18,786	20,708	22,063	22,348
无形资产及其他资产	15,077	17,044	18,227	19,320	18,891
资产总计	38,339	43,555	47,291	51,234	54,126
流动负债	8,149	9,940	10,028	9,917	10,623
短期借款	600	1,554	1,115	600	600
应付款项	6,030	6,695	7,221	7,625	8,332
其它流动负债	1,520	1,691	1,691	1,691	1,691
非流动负债	14,454	15,823	17,898	20,273	20,648
负债合计	22,603	25,763	27,926	30,190	31,272
股本	2,986	2,986	2,984	2,984	2,984
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,704	2,060	2,062	2,062	2,062
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	558	592	630	671	716
未分配利润	9,521	10,996	12,485	14,050	15,747
少数股东权益	958	1,149	1,205	1,277	1,345
股东权益	15,735	17,792	19,365	21,044	22,854
负债和股东权益合计	38,339	43,555	47,291	51,234	54,126

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.62	0.68	0.74	0.81
每股经营现金流	1.11	1.14	1.38	1.45	1.65
每股红利	0.00	0.11	0.17	0.20	0.22
每股净资产	4.95	5.58	6.09	6.62	7.21
关键运营指标(%)					
ROIC	7.1	6.8	6.9	7.1	7.6
ROE	10.9	11.1	11.2	11.2	11.2
毛利率	38.5	40.3	41.0	41.0	41.0
EBITDA Margin	45.0	46.6	48.4	49.7	49.0
EBIT Margin	29.0	30.4	30.6	31.4	31.1
营业总收入同比增长	13.3	6.0	10.8	7.3	7.6
归母净利润同比增长	8.3	13.9	10.3	9.0	8.6
资产负债率	59.0	59.1	59.1	58.9	57.8
净资产周转率	0.52	0.49	0.49	0.49	0.48
总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19
有效税率	13.8	13.4	13.4	13.4	13.4
股息率	0.0	1.5	2.3	2.8	3.0
估值指标(倍)					
P/E	13.6	11.9	10.8	9.9	9.1
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/Sale	5.0	5.0	4.7	4.6	4.3
EV/EBITDA	11.0	10.7	9.7	9.2	8.8
股本	2,986	2,986	2,984	2,984	2,984

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。