

天源环保 (301127.SZ)

大订单支撑增长，谋求新业务机会

核心观点：

- **水务、固废多元布局，历史保持业绩高增。**公司成立期以渗滤液治理为支点，随后扩张业务版图至水务、固废等领域。得益于项目订单高增，公司历史收入、利润增长表现亮眼，根据 Wind，2019-2023 年营收 CAGR 约 44.1%，归母净利润 CAGR 约 32.9%。并且在利润高增的背景下，可以观察到的是 BOT 工程收入占比逐步提高，BOT 项目加速建成贡献运营利润。叠加公司 不断新签订单保持工程利润增长以及新能源等新兴业务未来可能贡献的业绩增量，公司未来成长潜力仍可期待。
- **环保业务运营占比提升，大订单支撑业绩增长。**根据公司年报，公司特许经营类项目订单金额于 2022、2023 年分别达 18.01 亿元（同比+123.6%）、32.96 亿元（同比+83.0%）；工程建造类项目订单金额于 2022、2023 年分别达 3.43 亿元（同比+68.7%）、4.77 亿元（同比+38.8%）。两类订单保持大两位数增长，可支撑公司未来 2-3 年内工程收入、利润持续高增，特许经营类项目投运后亦可持续贡献运营收入。
- **化债有望改善报表，寻求新业务布局机会。**（1）**应收改善：**公司项目多以政府付费的环保治理项目为主，伴随化债政策加码，将加速应收收回；（2）**空间打开：**伴随地方政府投融资能力修复，有望进一步在低能级城市招标扩张；（3）**新领域布局：**根据公司《签署光伏项目投资》与《签署氢能装备项目》相关公告，公司签订乌苏市 1GW 光伏发电项目、扬州市氢能装备项目（主营电解槽装备），将规划多元化业务领域。
- **盈利预测与投资建议：大订单支撑增长，谋求新业务机会。**预计公司 2024 至 2026 年 EPS 为 0.54/0.72/0.94 元/股，对应 PE 为 26.56/19.93/15.36 倍。公司成长性突出，且受益于化债。考虑公司未来业绩增速与同业公司估值情况，给予公司 2024 年 28 倍 PE 估值，合理价值 15.24 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**项目投产不及预期；业绩增速不达预期；应收账款风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1272	1947	2552	3354	4414
增长率（%）	67.4%	53.1%	31.1%	31.4%	31.6%
EBITDA（百万元）	318	430	518	737	979
归母净利润（百万元）	202	283	344	458	594
增长率（%）	26.1%	39.9%	21.5%	33.2%	29.8%
EPS（元/股）	0.49	0.69	0.54	0.72	0.94
市盈率（P/E）	19.49	15.93	26.56	19.93	15.36
ROE（%）	9.6%	10.9%	10.9%	13.1%	15.0%
EV/EBITDA	10.11	10.63	19.68	16.72	15.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

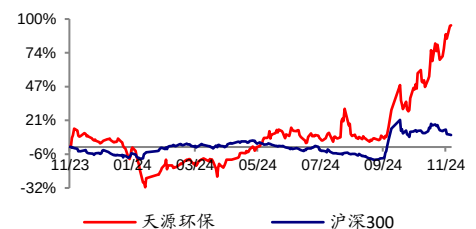
买入

当前价格	14.45 元
合理价值	15.24 元
报告日期	2024-11-27

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	631/393
总市值/流通市值（百万元）	9124/5679
一年内最高/最低（元）	14/7
30 日日均成交量/成交额（百万）	17/209
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	78/94

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈龙



SAC 执证号：S0260523030004



021-38003623



shchenlong@gf.com.cn

请注意，陈龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

陈嘉晟 021-38003739

gfchenjiasheng@gf.com.cn

目录索引

一、环保多元业务布局，订单支撑高增长	5
（一）公司历程：起家于渗滤液设备，向水务、固废等领域扩张	5
（二）工程业务贡献主要利润，BOT 运营项目比例持续提高	6
（三）大订单造就历史业绩高增长，整体报表结构良好	10
二、迈向多元化发展，谋求新业务布局	13
（一）主业环保订单充沛，固废、水务为主要方向	13
（二）意图布局多元化业务版图，开始涉猎新能源等新兴方向	15
三、政策视角：化债加码，报表改善	18
（一）化债政策持续加码，重视环保公司“三重受益逻辑”	18
（二）逆势扩张或迎丰收，应收款改善+扩张空间打开	19
四、盈利预测	22
五、风险提示	24

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司环保装备产品	5
图 3: 公司股权结构: 控股股东与实控人为黄开明及其一致行动人	6
图 4: 公司收入结构 (百万元)	6
图 5: 公司收入占比 (%)	6
图 6: 公司毛利结构 (百万元)	7
图 7: 公司毛利占比 (%)	7
图 8: 公司毛利率分业务 (%)	7
图 9: 项目确定数量分布 (分建造模式, 单位: 个)	8
图 10: 项目确定收入分布 (分建造模式)	8
图 11: 运营产能与产能利用率情况	9
图 12: 运营服务收入与毛利率情况	9
图 13: 运营项目收入分类别 (万元)	10
图 14: 运营项目以污水处理类为主	10
图 15: 公司 2019-2024Q1-3 营收情况	10
图 16: 公司 2019-2024Q1-3 归母净利润情况	10
图 17: 公司 2019-2024Q1-3 扣非归母净利润情况	11
图 18: 公司 2019-2024Q1-3 利润率情况	11
图 19: 公司三费占收入比 (%)	11
图 20: 公司三费情况 (百万元)	11
图 21: 公司现金流情况 (百万元)	12
图 22: 公司经营性现金流流入情况与营收比	12
图 23: 公司资产结构 (百万元)	12
图 24: 公司资产账面价值占比 (百万元)	12
图 25: 公司各项应收款分布 (百万元)	13
图 26: 公司应收款占收入比重 (%)	13
图 27: 公司带息债务规模 (百万元)	13
图 28: 公司资产负债率 (%)	13
图 29: 环保特许经营类订单合同金额	14
图 30: 环保工程建造类订单合同金额	14
图 31: 公司光伏项目项目示意图	16
图 32: 公司光伏项目开工图	16
图 33: 2024 年, 我国电解槽新增装机量预计达 4.8GW, 同比增长 166.67% ...	17
图 34: 固体氧化物电解槽 (SOEC) 样式	17
图 35: 四大电解水制氢技术: ALK、PEM、AEM、SOEC	18
图 36: “化债” 对于环保企业的作用	19
图 37: 2023 年部分固废、水务企业投资强度: 公司投资强度较同行显著更大 ..	20
图 38: 应收账款账龄分布: 近 5 年账龄存在拉长	21
图 39: 公司历年减值情况	21
图 40: 各科目减值比例: 由于账龄拉长, 应收账款减值比例有所提升	21

图 41: 截至 2022 年底, 仅陕西、黑龙江在内的六大省/自治区内城市焚烧率未达 65%.....	22
图 42: 截至 2022 年底, 县城市垃圾焚烧占比 65%的省份数量仅 7 个	22
表 1: 建造业务模式分别: 一般建造、投资建造	8
表 2: 部分建造项目毛利率确认 (%)	9
表 3: 水环境治理与服务、渗滤液治理部分在手项目	9
表 4: 截至 2024 年 3 月, 公司在手一般建造类项目汇总	14
表 5: 截至 2024 年 3 月, 公司在手投资建造类项目汇总	15
表 6: 2023 年下半年至今“化债”相关政策及动态	19
表 7: 公司历年各类应收款余额情况	20
表 8: 公司 2022-2026 收入与毛利拆分 (单位: 百万元)	23
表 9: 可比公司估值表	24

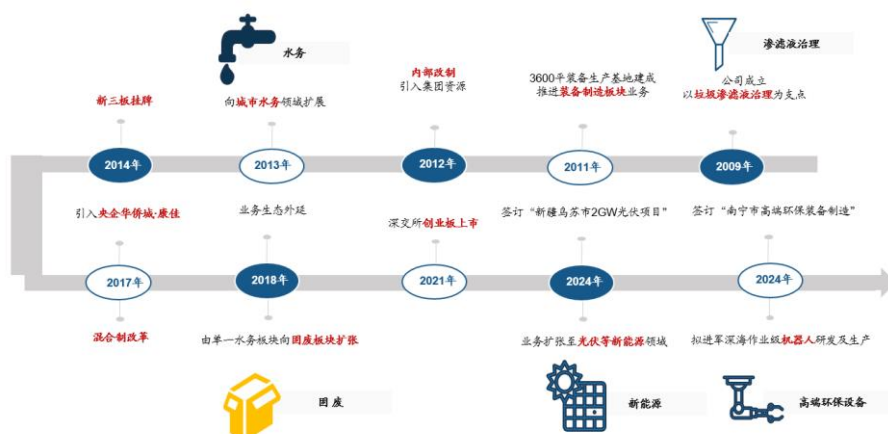
一、环保多元业务布局，订单支撑高增长

（一）公司历程：起家于渗滤液设备，向水务、固废等领域扩张

武汉天源环保股份有限公司创立于 2009 年，2021 年于创业板上市。公司注册资金 5.8 亿元，现有员工 2000 余人，拥有 11 家全资子公司，85 家项目公司，年产值 50 亿元。

公司业务主要覆盖水环境治理、固体废弃物处置、绿色能源等领域。（1）水务业务包括：城乡污水处理、工业废水处理、城市供水、中水回用、垃圾渗滤液治理、市政管网设施建设、雨污分流、流域治理；（2）固废业务包括：生活垃圾焚烧发电、污泥综合处置、餐厨及厨余垃圾处置、电子垃圾处置、飞灰处置及资源化、无废城市静脉产业园建设等；（3）绿色能源业务包括：风力发电、光伏发电、储能、氢能产业；（4）装备产业包括：环保装备、氢能装备、数字产业装备等；（5）数字科技产业包括：算力、人工智能等业务；（6）资本运作包括：股权投资、产业投资基金设立等。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

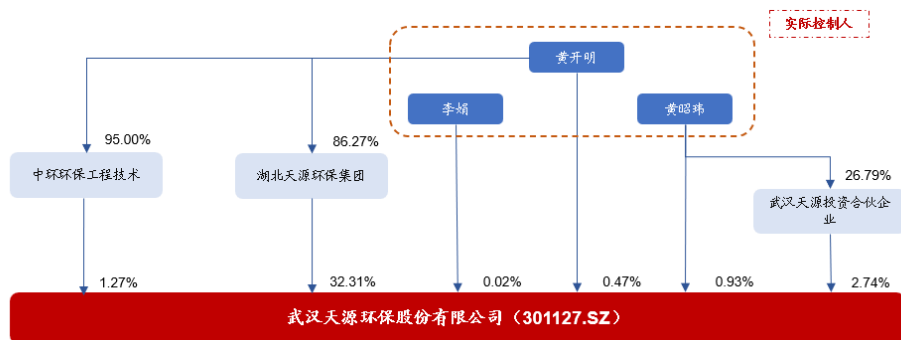
图 2：公司环保装备产品



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

根据 Wind，截至 2024Q3，湖北天源环保集团有限公司、康佳集团股份有限公司分别持有公司 32.31%、13.65% 股份，位列公司前两大股东。湖北天源环保集团有限公司为公司控股股东，其中黄开明先生、黄昭玮先生和李娟女士为公司实际控制人。黄开明与黄昭玮系父子关系，黄昭玮与李娟系夫妻关系。黄开明先生担任公司董事长；黄昭玮先生担任公司董事兼总裁；李娟女士担任公司董事。

图 3：公司股权结构：控股股东与实控人为黄开明及其一致行动人



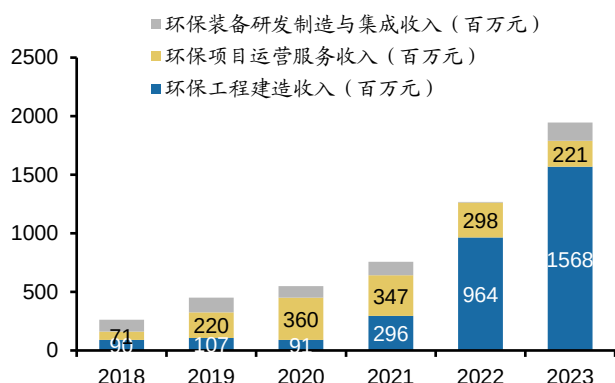
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：数据截至 2024Q3

（二）工程业务贡献主要利润，BOT 运营项目比例持续提高

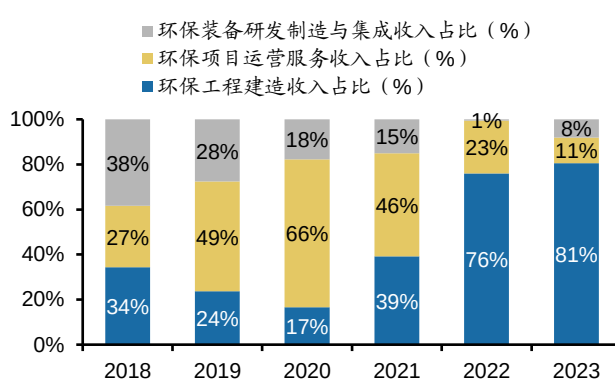
从收入结构看，工程建设为第一大收入来源，23 年占比达 81%。根据公司财报，从收入结构看，（1）在 22 年之前，公司收入以环保项目运营与环保装备为主要构成，2018-2021 年公司运营收入占总收入比为 27%、49%、66%、46%，同期装备收入占比为 38%、28%、18%、15%，两大业务收入占比合计超七成。（2）在 22 年及以后，伴随项目（建造与投资同时发力）密集动工，建造业务进入高速增长阶段，2022-2023 年公司建造收入分别达 9.64 亿元（同比+225.68%）、15.68 亿元（同比+62.66%），占总收入比同期为 76%、81%，建造收入逐渐成为公司增长引擎，并占据近八成收入。

图 4：公司收入结构（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：公司收入占比 (%)

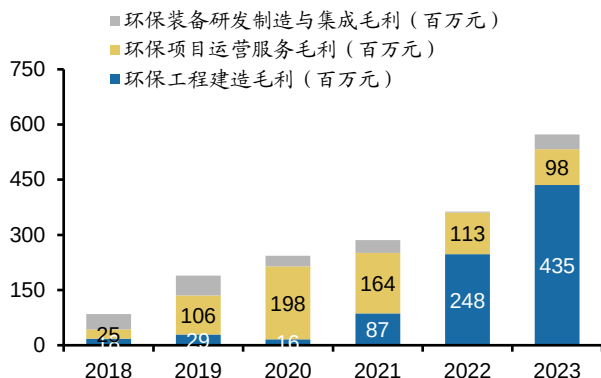


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从毛利结构看，工程建设同为第一大收入来源，23 年占比达 76%。根据公司财报，从毛利结构看，与收入结构类似，同样可分为两大经营阶段。（1）在 22 年之前，公司毛利以环保项目运营与环保装备为主要构成，2018-2021 年公司运营毛利

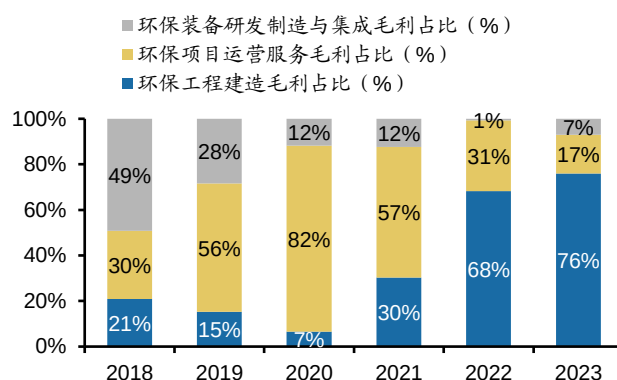
占总毛利比为 30%、56%、82%、57%，同期装备毛利占比为 49%、28%、12%、12%，两大业务毛利占据大头。（2）在 22 年及以后，伴随项目（建造与投资同时发力）密集动工，建造业务进入高速增长阶段，2022-2023 年公司建造毛利占总收入比为 68%、76%，建造业务逐渐成为盈利核心。

图 6：公司毛利结构（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

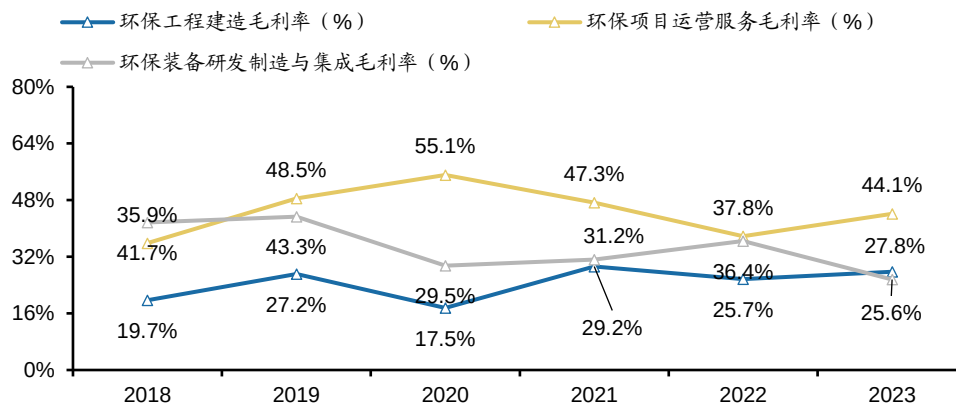
图 7：公司毛利占比 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从毛利率来看，各业务板块毛利率基本稳定。根据公司财报，2023 年公司工程建造、运营服务、装备制造毛利率分别为 27.8%、44.1%、25.6%。其中，运营服务板块已逐步走出疫情影响，23 年毛利率同比+6.3%；工程建造、装备制造板块毛利率常年基本保持稳定，分别稳定在 25%与 30%左右。

图 8：公司毛利率分业务 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

由于两大核心业务（工程建造、项目运营）23 年收入、毛利占比均超九成，因此下文将进一步详细介绍两大板块的业务模式及有关经营层面的具体状况。

建造业务：可细分为一般建造（EPC 为主）、投资建设（BOT 为主）两类。根据是否需要后续运营，可将建造业务中分为一般建造与投资建造两种模式。一般建造业务主要包括 EPC（指提供包括设计和施工的一体化服务）与 PC（指提供施工建造服务）两大模式，通常仅负责建造环节。投资建设业务主要包括 BOT、PPP、BOO 等模式，通常负责建造及运营。收入确认方面，两者在建造期内皆根据工程进度确认收入及毛利。

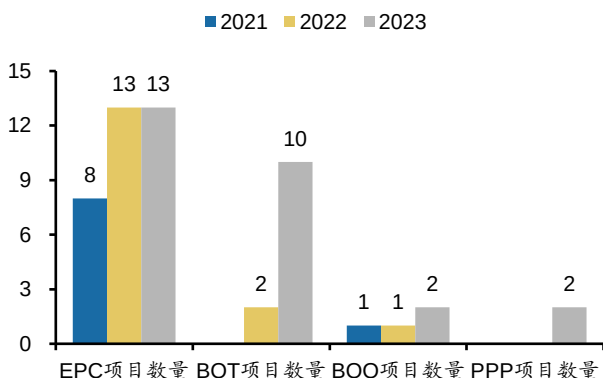
表 1：建造业务模式分别：一般建造、投资建造

模式类型	模式特点	收入确定	具体服务方式类型
一般建造业务	公司主要提供工程项目的 建造服务 ，并在建造过程中及竣工验收。	仅负责 建造 环节；	EPC （指提供包括设计和施工的一体化服务）
		根据工程进度 确定建造收入	PC （指提供施工建造服务）
投资建设业务	公司与政府或其授权方签订特许经营协议，由公司设立项目公司承担项目的 投融资、建设、运营 。在运营期间，项目公司通过提供运营服务向政府或其授权方收取处理费用；	负责 建造及运营 ；	BOT （指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，运营期结束将项目移交政府）
		建造期确定建造收入 ；	BOO （指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，但不将此项目移交给公共部门）
	项目公司选择提供工程建设服务的承包方，包括公司或第三方建设服务供应商。	运营期确定运营收入（计入环保项目运营服务收入）	PPP （指投资资金来源源于政府资本和社会投入的形式）

数据来源：可转债跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

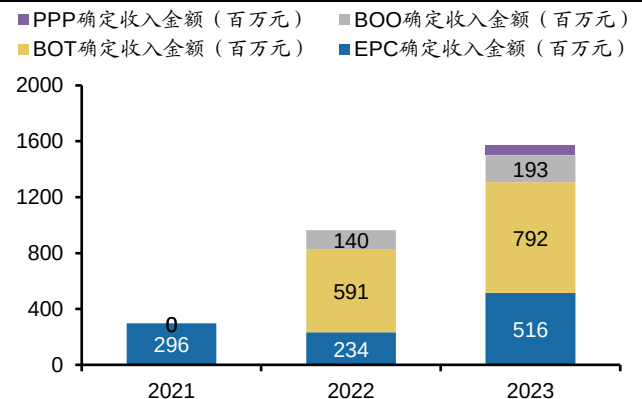
从**建造项目类型**看，过去以 **EPC** 项目为主，当下以 **BOT** 为主。根据公司财报，分项目类型看建造业务，（1）从项目数量上看，2023 年公司 EPC、BOT、BOO、PPP 在手建造并确定收入的项目数量分别为 13、10、2、2 个，其中 BOT、PPP 项目数量增长显著，EPC 项目整体保持稳定；（2）从项目收入分布上看，BOT 与 BOO 收入确定金额增长明显，从 2021 年的 0 收入快速增长至 23 年的 7.92、1.93 亿元；同期 EPC 收入保持稳增，由 21 年的 2.96 亿元增长至 23 年的 5.16 亿，两年收入增长幅度达 74.32%。（3）从项目贡献上看，EPC 类项目仅贡献建造收入；BOT 类项目则在贡献建造收入的同时，还将在运营期创造稳定现金流收益。

图 9：项目确定数量分布（分建造模式，单位：个）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：项目确定收入分布（分建造模式）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从**项目建设毛利率**看，典型项目毛利率分布在 **25%-35%** 之间。根据公司《可转债跟踪评级报告》披露的部分项目建造毛利率来看，平均毛利率水平位于 25%-35% 左右。具体项目毛利率差异可能与是否自供设备（设备毛利率更高）、项目 IRR 设定水平等因素相关，但个体项目之间差异不大。

表 2：部分建造项目毛利率确认（%）

项目名称	2022 年度毛利率（%）	2021 年度毛利率（%）
大理经济技术开发区天井片区污水处理厂特许经营项目	24.5%	-
鹿寨县城第二污水处理厂改扩建工程项目	37.6%	-
孟州市污泥与固体废物资源化利用项目	28.2%	-
宜宾翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目	-	23.7%
蚌埠市垃圾填埋场扩建工程（飞灰填埋区）EPC 项目	30.8%	30.8%
西华经开区污水处理厂总承包(PC+O)项目	-	35.3%
郑州环保能源工程水处理中心工程施工及设备采购(PC 总承包)	-	32.7%
长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程项目	27.7%	-
丽水市务岭根垃圾填埋场浓缩液处理项目 EPCO 总承包项目	26.4%	-
获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目	28.7%	-

数据来源：可转债募集书，广发证券发展研究中心

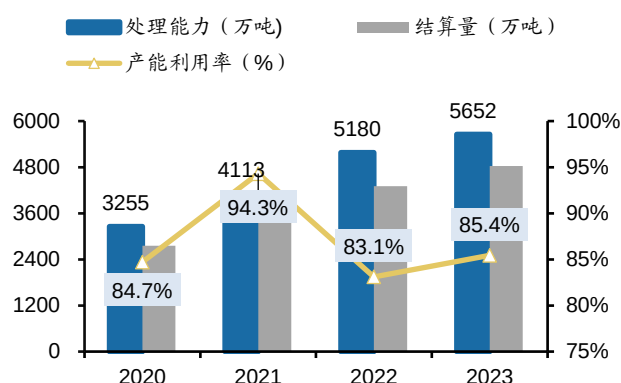
运营业务：根据公司《可转债跟踪评级报告》披露，运营项目以水务与渗滤液治理为主，政府采购服务项目减少导致收入有所下滑。

（1）**从业务收入、毛利看：**根据公司《可转债跟踪评级报告》披露，业务收入自 20 年后受疫情影响以及政府采购服务项目陆续到期影响，板块收入出现一定下滑，收入由 2020 年的 3.6 亿元下滑至 23 年的 2.21 亿元；同期毛利率于 22 年下滑至 37.8%，23 年疫情风险出清后回暖至正常水准的 44.1%；

（2）**从项目类型看：**根据公司《可转债跟踪评级报告》披露，截至 2023 年，运营项目主要以**水务类项目**为主，尤其是高难度污废水项目。未来伴随在手固废项目投产，运营项目种类有望迎来多样化布局；

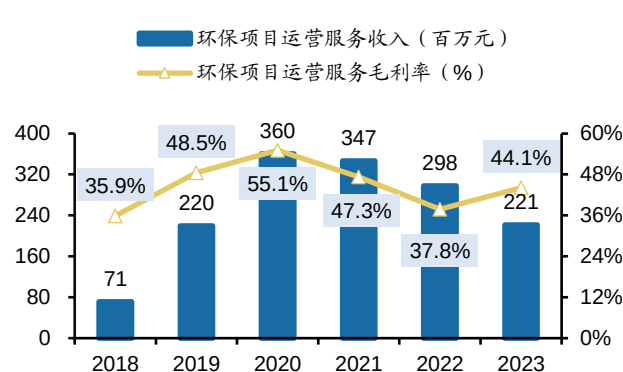
（3）**污水处理产能及产能利用率：**根据公司《可转债跟踪评级报告》披露，截至 2023 年，公司污水处理总产能为 5652 万吨/年，产能利用率为 85.4%，同时产能于 2020-2023 年期间维持稳增。

图 11：运营产能与产能利用率情况



数据来源：可转债评级报告，广发证券发展研究中心

图 12：运营服务收入与毛利率情况



数据来源：可转债评级报告，广发证券发展研究中心

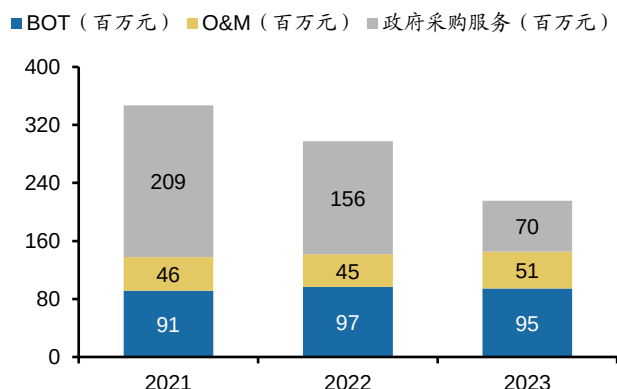
表 3：水环境治理与服务、渗滤液治理部分在手项目

项目名称	投资额	项目规模
大理经开区地理式城市污水处理项目	8.85 亿元	40000t/d

鹿寨县城市污水处理厂改扩建项目	2.97 亿元	60000t/d
临汾市龙祠水源净水厂项目	3.82 亿元	20000t/d
玉林市城市污水处理厂提标改造项目	1.3 亿元	200000t/d
安阳汤阴工业园区污水处理集中处理厂	1.8 亿元	60000t/d
安阳龙安区市政官网设施建设	/	30KM

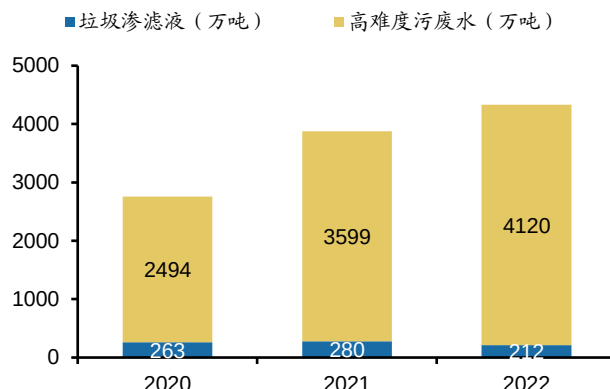
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 13：运营项目收入分类别（万元）



数据来源：可转债评级报告，广发证券发展研究中心

图 14：运营项目以污水处理类为主

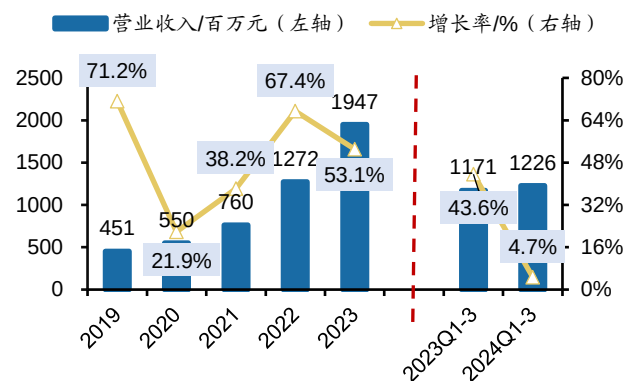


数据来源：可转债募集书，广发证券发展研究中心

（三）大订单造就历史业绩高增长，整体报表结构良好

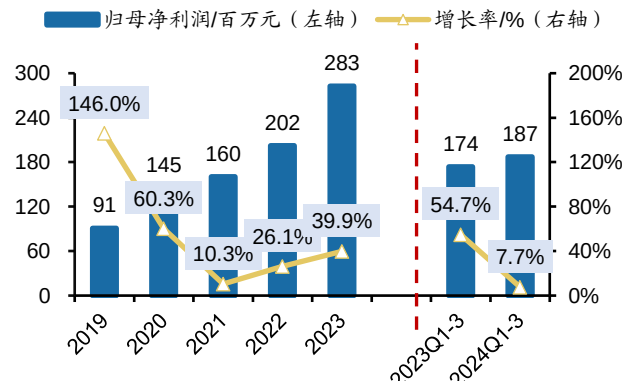
2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 44.1%、32.9%。（1）收入、利润层面，根据 Wind，公司 2021-2023 年营业收入分别达 7.6 亿元（同比+21.9%）、12.72 亿元（同比+38.2%）、19.47 亿元（同比+53.1%），同期归母净利润分别达 16.0 亿元（同比+10.3%）、2.02 亿元（同比+26.1%）、2.83 亿元（同比+39.9%），扣非归母净利润分别达 14.3 亿元、18.7 亿元（同比+30.6%）、2.74 亿元（同比+46.5%），历史上收入、利润高增长态势明显。2024Q1-3 收入、利润增速放缓主要系 2023Q3 高基数以及订单收入确定节奏暂时放缓；（2）利润率层面，公司 2021-2023 年毛利率分别达 37.8%、28.7%、29.5%，净利率分别达 21.1%、15.9%、14.5%，期间利润率下滑主要系运营板块盈利能力下滑，建造收入占比提升。

图 15：公司 2019-2024Q1-3 营收情况



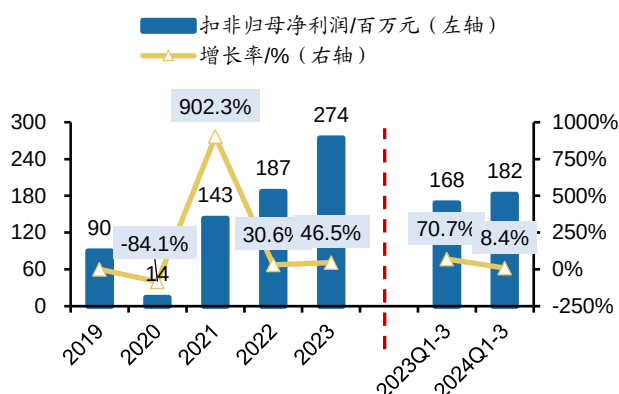
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 16：公司 2019-2024Q1-3 归母净利润情况



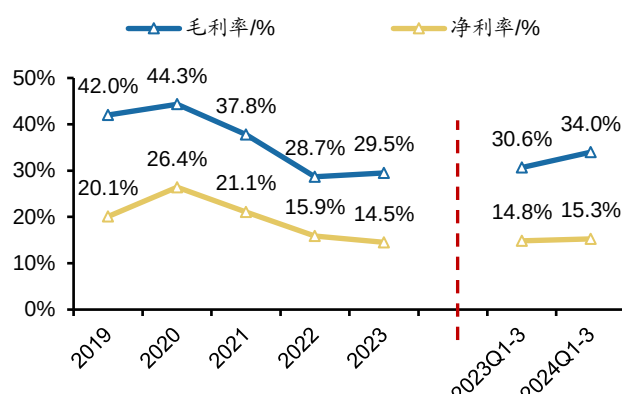
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17: 公司2019-2024Q1-3扣非归母净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

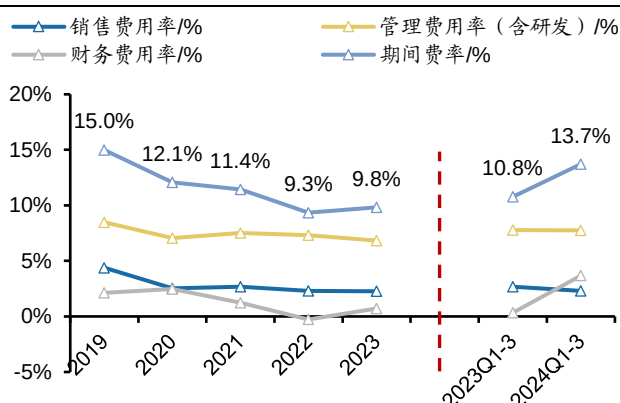
图 18: 公司2019-2024Q1-3利润率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

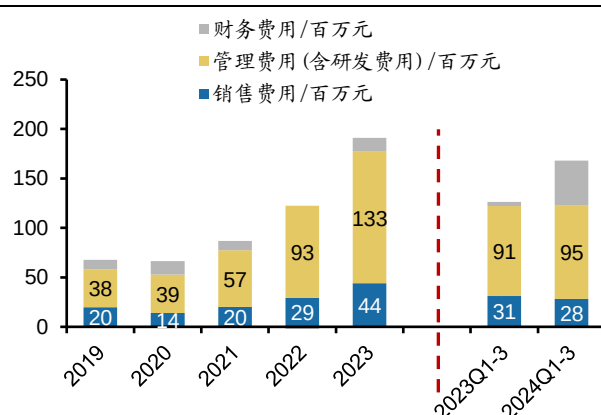
从三费角度看，费用率呈现先降后升趋势。2019-2023 年期间，根据 Wind，公司期间费率从 15%下降至 9.8%，其中销售费用率、财务费用率贡献突出，下降幅度可观。2024 年前三季度财务费用明显增多，主要为投资需求增长、融资规模提高所致。

图 19: 公司三费占收入比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 公司三费情况 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

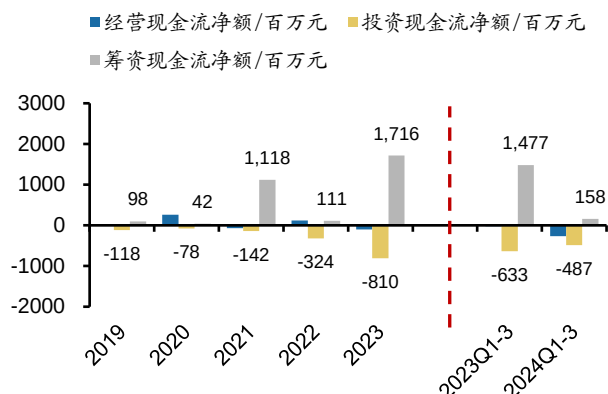
从现金流看，扩张背景下，对于筹资、投资活动现金需求较大。

（1）经营性现金流层面，根据 Wind，由于 EPC 建造项目投入算入经营性现金流流出，因此公司 23、24 年承接的大量 EPC 项目导致公司经营性现金流净额流出加速，经营性现金流净额于 2023 年、2024Q1-3 达到-1.04 亿元、-2.69 亿元；

（2）投资性现金流层面，根据 Wind，BOT 项目自 22 年开始持续扩张，最终带动投资性现金流流出有所增长，投资性现金流净额于 2023 年、2024Q1-3 达到-8.10 亿元、-4.87 亿元；

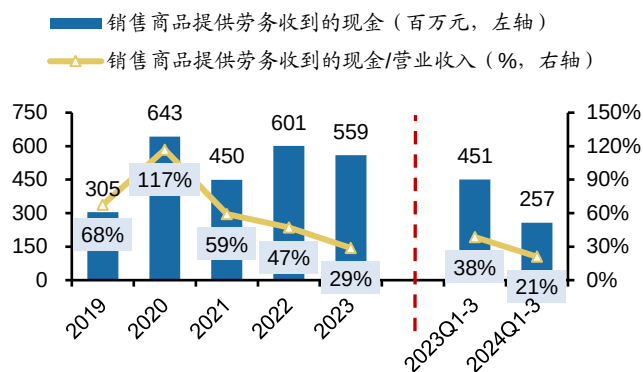
（3）筹资性现金流层面，根据 Wind，由于上市阶段的 IPO 融资以及发行可转债用于后续投资需求，公司筹资性现金流净额于 2023 年、2024Q1-3 分别达到 17.16 亿元（可转债融资 10 亿元）、1.58 亿元。考虑到公司截至 2024Q3 资产负债率仍只有 55%，依旧留有一定的债务融资空间。

图 21: 公司现金流情况 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

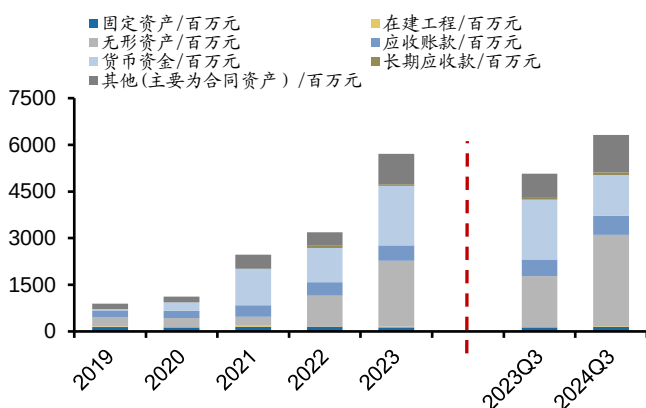
图 22: 公司经营性现金流流入情况与营收比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

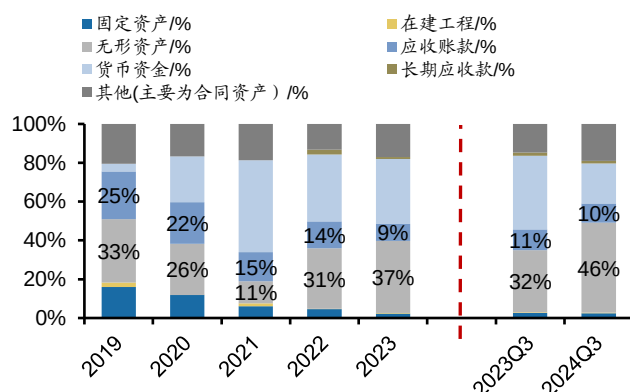
从资产端看，无形资产持续扩张，各种应收款占比稳定。根据 Wind，无形资产占总资产比由 21 年的 11% 增长至 24Q3 的 46%，主要系各 BOT 项目陆续投入建设，带动无形资产比例提升。应收款方面，各类应收款整体占比保持稳定，应收账款占总资产比常年稳定在 10%-15%，合同资产等其余应收账款类型资产占比也并未出现大幅波动。

图 23: 公司资产结构 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

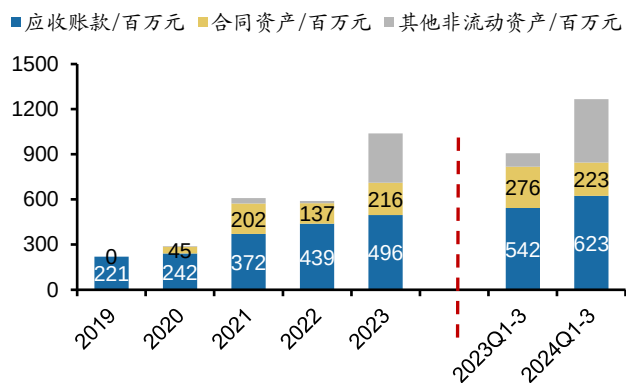
图 24: 公司资产账面价值占比 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

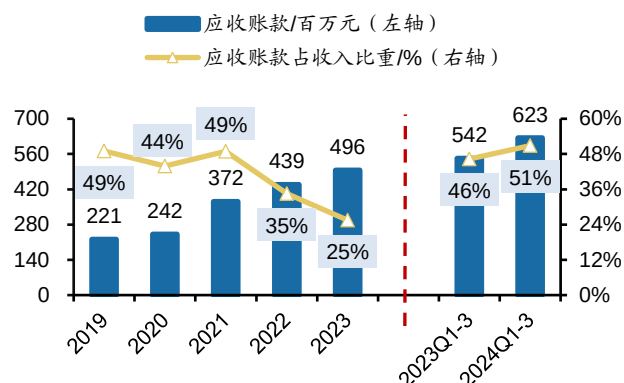
应收款总量有所扩张，但整体增速与收入增速基本持平。根据 Wind，从应收款结构来看，大致可分为应收账款、合同资产、其他非流动资产三类。其中，2024Q1-3 应收账款达 6.23 亿元（同比+51%），合同资产达 2.23 亿元（同比-19.20%），其他非流动资产 4.21 亿元（同比+378.41%）。虽从绝对规模上看，各类应收款增长速度普遍较高，但考虑到公司处于投资与产能扩张阶段，收入增速同样保持高增。此外，后文（第三部分）将展开讨论有关各类应收款分布，与化债政策将如何改善应收款情况的具体分析。

图 25: 公司各项应收款分布 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

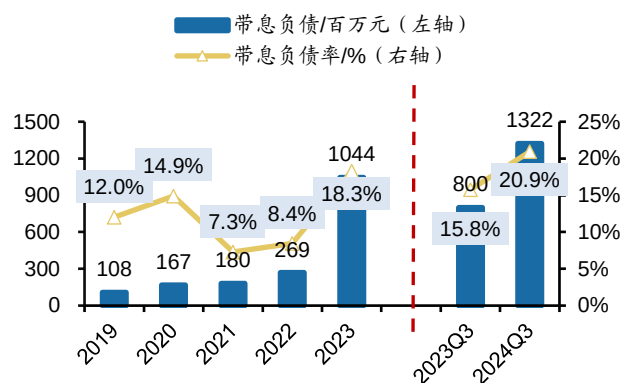
图 26: 公司应收款占收入比重 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

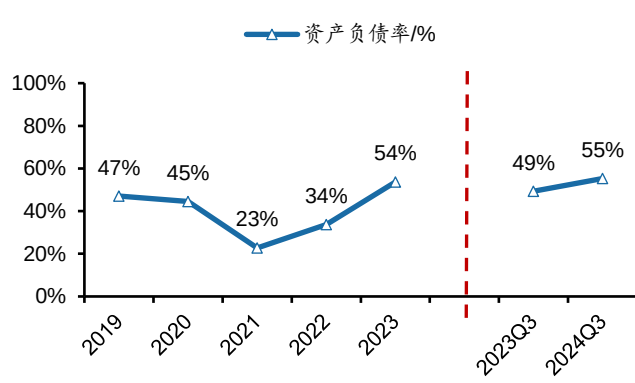
2024Q3 带息负债率为 20.9%，资产负债率 55%。根据 Wind，虽然公司于 2023 年发行可转债，增加了一定规模的带息负债，但有息负债率仍处于合理偏低水平，2024Q3 公司带息负债率为 20.9%，资本结构保持健康。从资产负债率来看，公司 2024Q3 资产负债率为 55%，同样处于合理水平。

图 27: 公司带息债务规模 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 公司资产负债率 (%)



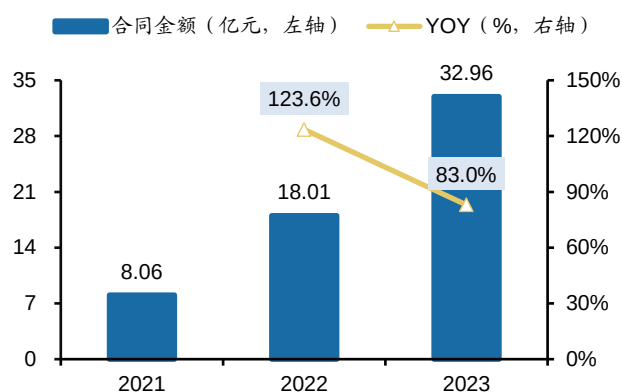
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、迈向多元化发展，谋求新业务布局

(一) 主业环保订单充沛，固废、水务为主要方向

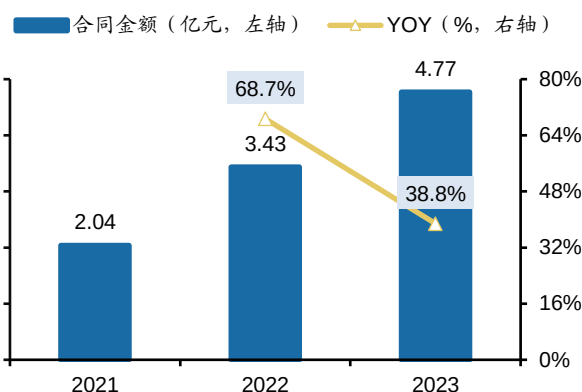
从环保订单看，历史特许经营类（BOT）与工程建造类（EPC）订单合同金额增长突显著。根据公司财报，2021-2023 两类环保项目订单金额增长表现显著，根据公司年报披露，其中特许经营类项目订单金额于 2022、2023 年分别达 18.01 亿元（同比+123.6%）、32.96 亿元（同比+83.0%）；工程建造类项目订单金额于 2022、2023 年分别达 3.43 亿元（同比+68.7%）、4.77 亿元（同比+38.8%）。两类订单同时保持大两位数增长，有望支撑公司未来 2-3 年内工程收入、利润水平，特许经营类项目投运后亦可持续贡献运营收入与现金流。

图 29：环保特许经营类订单合同金额



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：环保工程建造类订单合同金额



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

从具体项目看，工程建造类以水务为主，投资建造类以固废为主。根据《可转债跟踪评级报告》，截至 2024Q1，公司订单分布如下：

（1）一般建造类项目：项目类型上看，项目以水务为主导，固废项目仅一个；项目省份分布来看，项目以云南、河南、广西等省份为主，且主要分布于三四线城市以及县级市为主；合同金额层面看，在手共计合同金额 14.35 亿元，其中已基本完工项目 5 个（合同金额 5.09 亿元），在建项目 6 个（合同金额 9.26 亿元）。

（2）投资建造类项目：项目类型上看，项目以固废为主导，水务项目仅三个，环卫项目一个；项目省份分布来看，项目同样以云南、河南等省份为主，并主要分布于三四线城市以及县级市为主；合同金额层面看，在手共计合同金额 49.38 亿元，其中在建项目 11 个（合同金额 45.5 亿元），未建项目 2 个（合同金额 3.88 亿元）。

公司项目结构优化，投资建造类（BOT）项目布局逐步完善。相较于 EPC 项目仅可获得建造收益，BOT 类投资建造项目可在确定建造收入的同时获取后续运营阶段的稳定现金流收益，更具长期价值。

表 4：截至 2024 年 3 月，公司在手一般建造类项目汇总

项目名称	省/自治区	项目类型	进展情况	合同金额 (亿元)
西华经开区污水处理厂工程施工、采购、运营总承包(PC+O)项目	河南	水务	完工	0.75
郑州（南部）环保能源工程水处理中心工程施工及设备采购	河南	水务	完工	1.25
蚌埠市垃圾填埋场扩建工程（飞灰填埋区）EPC 项目	安徽	固废	完工	0.17
长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程	河南	水务	在建	1.77
鹿寨县城第二污水处理厂改扩建工程总承包	广西	水务	完工	1.17
鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程总承包	广西	水务	完工	1.75
宜宾翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目	四川	水务	一期已完工	1.24
建水县城供水设施建设项目（一标段）勘察设计施工总承包	云南	水务	在建	1.49
泸江河及支流（建水段）水环境综合治理项目（一期）勘察设计施工总承包 (EPC)	云南	水务	在建	1.31
楚雄州武定县城污水管网改造建设项目设计采购施工总承包(EPC)	云南	水务	在建	2.06

云南东川产业园区创业就业园二期配套污水处理厂及管网改扩建项目设计、采购、施工总承包（EPC）	云南	水务	在建	1.40
合计	—	—	—	14.35

数据来源：可转债跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

表 5：截至 2024 年 3 月，公司在手投资建造类项目汇总

项目名称	省/自治区	项目类型	进展情况	合同金额 (亿元)
大理经济技术开发区天井片区污水处理厂及配套管网工程	云南	水务	在建	8.46
孟州市污泥和固体废物焚烧发电项目 BOO	河南	固废	在建	4.27
获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目特许经营权招标项目	河南	固废	在建	3.09
广南县垃圾焚烧发电厂特许经营项目	云南	固废	在建	3.61
竹山县城乡垃圾污水综合治理生态环保 PPP 项目	湖北	固废、水务	在建	2.68
师宗县生活垃圾焚烧发电项目(BOT)	云南	固废	在建	2.60
谷城县生活垃圾处理（焚烧发电）项目	湖北	固废	在建	2.67
甘肃岷县生活垃圾焚烧发电项目	甘肃	固废	未建	2.90
文山州广南县乡镇污水处理厂及供排水管网设施建设项目	云南	水务	在建	7.00
赫章县生活垃圾焚烧发电项目	贵州	固废	在建	3.85
乌苏市生活垃圾焚烧发电项目	新疆	固废	在建	3.65
纳雍县垃圾焚烧发电特许经营权项目	贵州	固废	在建	3.63
云南省曲靖市师宗县生活垃圾一体化及转运服务特许经营项目"	云南	固废、环卫	未建	0.98
合计	—	—	—	49.38

数据来源：可转债跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

（二）意图布局多元化业务版图，开始涉猎新能源等新兴方向

公司在新疆乌苏市签署 1GW 光伏项目，进入光伏发电领域。根据公司公告《关于控股子公司签署光伏项目投资合作协议暨对外投资的公告》，公司控股子公司“武汉天源能源有限公司”与“乌苏市国有资产事务服务中心”拟就投资建设第七师胡杨河市兵地融合 2GW 光伏（新疆兴起航新能源有限公司（统称“项目公司”）1GW）项目签署《第七师胡杨河市兵地融合 2GW 光伏项目（新疆兴起航新能源有限公司 1GW）之投资合作协议》。

项目建设规模及内容方面，根据公司公告《关于控股子公司签署光伏项目投资合作协议暨对外投资的公告》，拟将新建装机总容量为 1GW 的集中式光伏发电项目及储能设施等配套工程，**总投资约 30.2 亿元**，建设地址为第七师 124 团以北乌苏地区（占地面积约 3.5 万亩）。

合作方式方面，根据公司公告《关于控股子公司签署光伏项目投资合作协议暨对外投资的公告》，项目公司将负责本项目的投资、设计、采购、建设、运营，并获得售电收入及其他收益。项目公司首期注册资金 1 亿元，股权结构为：乌苏市国有资产事务服务中心出资 4900 万元，占项目公司注册资本的 49%，武汉天源能源有限公司（天源环保控股子公司）出资 5100 万元，占项目公司注册资本的 51%。项目公司最终资本金为本项目总投资金额的 20%，其余由项目公司通过银行融资筹措，且双方提供担保。

图 31：公司光伏项目项目示意图



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

有关消纳问题：根据公司公告《关于控股子公司签署光伏项目投资合作协议暨对外投资的公告》描述，本项目以兵团第七师胡杨河经济技术开发区新疆晶诺新能源产业发展有限公司、新疆江浩电子材料有限公司、新疆广投桂东电子科技有限公司、新疆驰峰能源科技发展有限公司共 4 家企业合计新增的用电负荷 67 万千瓦为依托，判断项目产生电力具备消纳市场。

对上市公司盈利能力影响：根据公司公告《关于控股子公司签署光伏项目投资合作协议暨对外投资的公告》描述，新疆光伏发电项目地理位置优越，所属地区是国内一类太阳能资源地区，年太阳辐射总量 7000MJ/平方米以上，日照小时数超过 3000 小时，项目年化有效利用小时数可以达到 1400-1600 小时。公司新疆光伏发电项目与兵团光伏发电项目同时建设，并具备优先上网政策，依托兵团电网落实消纳，项目年上网电量有望超过 14 亿千瓦时，年产值约 3.5 亿元。

图 32：公司光伏项目开工图

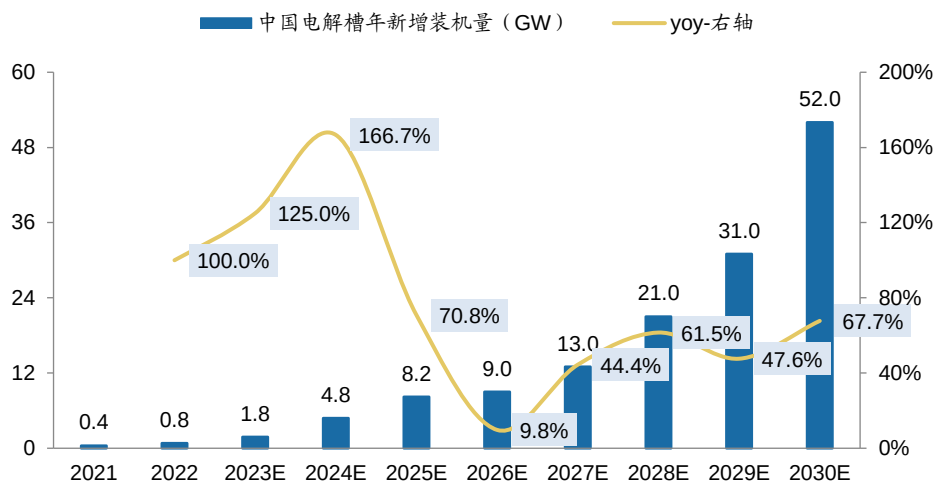


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

受益于下游氢能需求，电解槽市场规模增长空间广阔。根据广发建筑行业周报《大规模设备更新叠加制造业降碳、氢能政策发力，哪些建筑企业或受益？》，双碳目

标下，我国能源结构转型步伐加快，氢能源作为清洁能源需求持续走高，带动上游电解水制氢产能增长，作为电解水制氢核心装备的电解槽新增装机量高增。根据《2023 势银氢能与燃料电池产业年度蓝皮书》，2024 年我国电解槽新增装机量预计达 4.8GW，同比增长 166.67%；2030 年，我国电解槽新增装机量预计达 52GW，较 2022 年 CAGR+68.51%。

图 33：2024 年，我国电解槽新增装机量预计达 4.8GW，同比增长 166.67%



数据来源：势银《2023 势银氢能与燃料电池产业年度蓝皮书》，广发证券发展研究中心

公司与扬州市江都区人民政府拟投建“氢能装备研发制造基地项目”。根据公司公告《关于签署氢能装备研发制造项目投资合作协议暨对外投资的公告》，武汉天源环保股份有限公司及公司控股子公司武汉天源能源有限公司与扬州市江都区人民政府拟就投资建设“氢能装备研发制造基地项目”相关事宜签署《氢能装备研发制造基地项目投资合作协议》。

图 34：固体氧化物电解槽 (SOEC) 样式



数据来源：艾邦氢能源技术网，广发证券发展研究中心

项目具体内容方面：项目总投资约 10 亿元，项目将分两期进行。

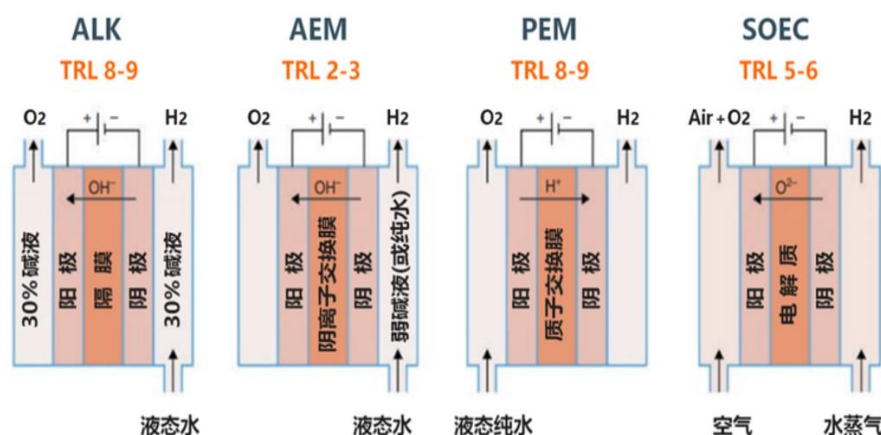
(1) 一期项目：投资约 7 亿元，其中：一类费用（土地、厂房、办公楼及附属配套设施）约 1.5 亿元，二类费用（项目设计、咨询、技术研发等）投入约 1.5 亿

元，设备及安装、调试费用约 4 亿元。新建生产厂房及办公、配套用房约 2.13 万平方米。项目须在签订《国有建设用地使用权出让合同》后 6 个月内开工建设，计划于 2026 年建成投产，预计可形成年产 8 万 Nm³/h 的 ALK（碱性水电解）电解槽装备的生产能力。

（2）二期项目：投资约 3 亿元，其中：二类费用（咨询、技术研发等）约 1 亿元，设备及安装、调试费用约 2 亿元，将扩大生产规模，预计新增 4 万 Nm³/h ALK 电解槽和 3 万 Nm³/h SOEC 电解槽装备的生产能力。

项目全部建成后，预计可形成年产 12 万 Nm³/h ALK（碱性水电解）电解槽和 3 万 Nm³/h SOEC（固体氧化物电解池）装备的生产能力。

图 35：四大电解水制氢技术：ALK、PEM、AEM、SOEC



数据来源：新能网，广发证券发展研究中心

三、政策视角：化债加码，报表改善

（一）化债政策持续加码，重视环保公司“三重受益逻辑”

根据广发环保团队策略专题报告《滚动化债、恢复发展，重视国企改革潜力》，自 2023 年 7 月 24 日中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”以来，针对解决地方政府隐性债务等风险的一系列政策和方案正陆续落地。**2023 年至今，我国化债已取得阶段性成效。**根据 2024 年 10 月 12 日国新办发布会披露，2023 年财政部安排了超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款，地方政府债务风险得到了整体缓解。截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比 2018 年摸底数减少了 50%，债务风险可控。

11 月 8 日人大常委会通过《国务院关于提请审议增加地方债务限额置换存量影响债务的议案》，提出“6+4”万亿化债力度，本次发布化债新政，保持“一揽子化债”政策的整体思路，但力度、成效上有望更甚，后续配套政策依旧值得期待。回顾 2014 至 2017 年化债历程，化债初期的政策只是开始，促发展为目标的政策组合拳值得期待。

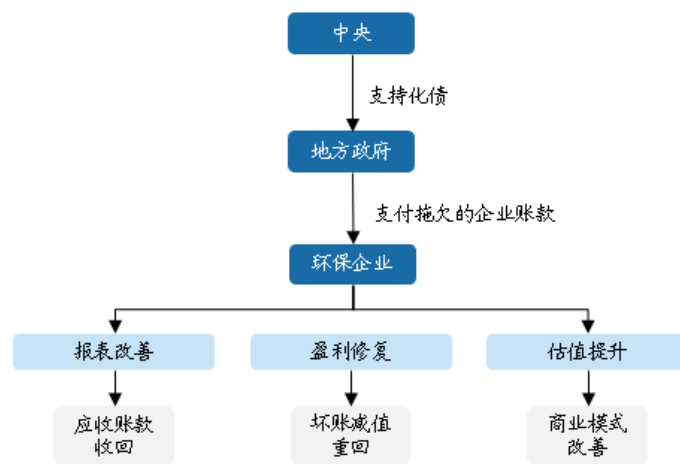
表 6: 2023 年下半年至今“化债”相关政策及动态

时间	会议	相关核心内容
2024/11/8	十四届全国人大常委会第十二次会议	在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。
2024/9/26	中共中央政治局会议	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用
2024/4/30	中共中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务，又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展
2024/3/12	全国两会	制定实施一揽子化解地方债务方案，分类处置金融风险，守住了不发生系统性风险的底线
2023/12/22	全国财政工作会议	要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险
2023/12/12	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线
2023/7/24	中共中央政治局会议	“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”

数据来源：中国政府网、财务部、国务院等政府官网，Wind，广发证券发展研究中心

根据Wind统计，截止2024Q3环保各类应收款项(应收账款+合同资产)超2355亿元，达到总资产规模的18.9%，相当于板块最新市值32%。我们过去集中发布的前三篇化债专题深度明确了化债对于环保的三重受益逻辑：（1）应收账款+坏账冲回，改善三张表质量；（2）地方恢复投融资能力，刺激环保新增需求释放；（3）订单+业绩+估值预期的三重修复。特别的，水务、固废、监测、环卫、再生资源等是现代城市的民生刚需，历史应收账款多、长期特许经营的模式已经成熟，预期将是化债率先受益的方向之一。

图 36: “化债”对于环保企业的作用



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）逆势扩张或迎丰收，应收款改善+扩张空间打开

采取逆周期投资策略，化债阶段有望大幅受益。不同于多数固废、水务公司，在近些年行业空间收缩，地方政府支付能力受限的大背景下，整体采取“投资收缩，专注运营”的经营思路，公司采用逆势扩张投资决策（可从下图看出，投资性现金流净流出额/营收比值领先于同行）进行前瞻性布局，当下有望在化债大环境下大幅

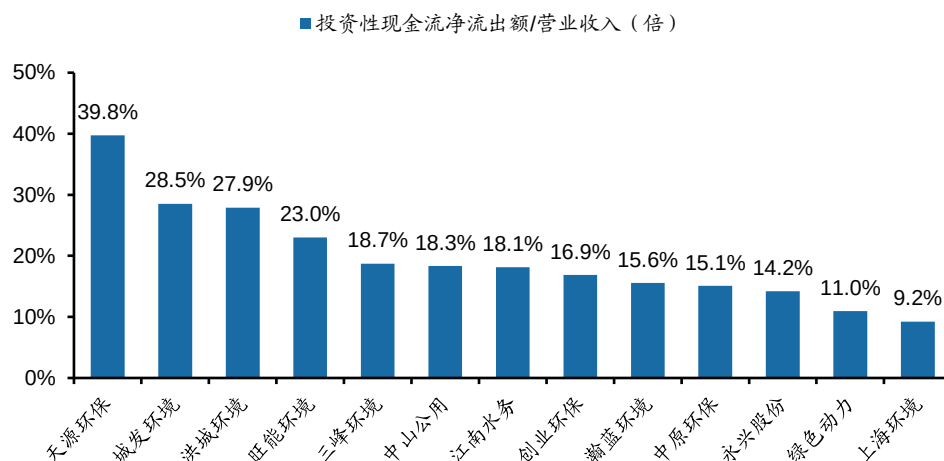
受益，持续演绎化债对于环保公司的三重受益逻辑。

化债政策持续加码下，公司可直接从**应收款改善**、**扩张空间打开**两方面直接受益。

（1）应收款改善：化债直接改善地方政府支付能力，而固废、水务作为民生公用设施，回款问题预计将成为重中之重，可期待回款大幅改善；

（2）扩张空间打开：县级区域焚烧率仍有提升空间，如地方政府支付能力得到好转，公司可持续扩张县域项目订单，维持高成长。

图 37：2023年部分固废、水务企业投资强度：公司投资强度较同行显著更大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：数值越大表明公司投资强度越大

化债下期待应收款账龄改善，减值冲回潜力释放。根据 Wind，公司应收款以应收账款、合同资产（一部分计入非流动资产）为主，2023 年占比分别为 50.79%、49.21%。账龄方面，过去几年中公司账龄有所拉长，尤其是以 2 年-3 年、3 年-4 年账龄的应收账款比例提升，因此相对应的信用减值、资产减值同步增加。另一方面，账龄拉长同样导致应收账款减值比例（应收账款减值/应收账款余额）同步增长，应收账款减值/应收账款余额比例由 21 年的 10.0%提升至 23 年的 15.8%。展望未来，在化债政策持续加码下，有望看到**账龄收缩、应收款绝对金额减少、部分减值冲回**等回款改善现象同步发生，进一步改善公司现金流情况。

表 7：公司历年各类应收款余额情况

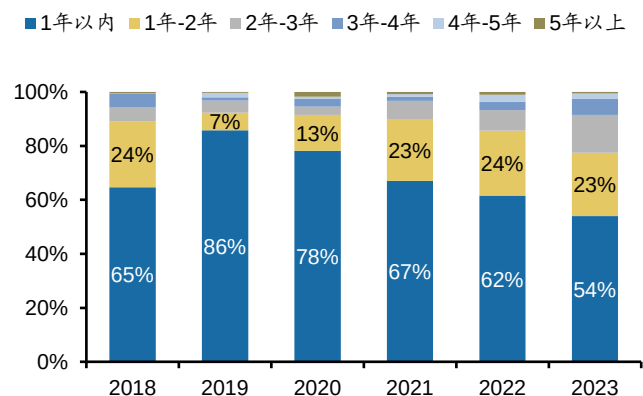
单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
应收账款						
应收账款期末余额	115.7	241.8	268.4	412.9	501.5	589.7
合同资产						
质保金	-	-	23.4	27.7	19.2	30.6
已完工未结算工程款（仍在建）	-	-	21.3	188.2	133.0	509.4
垃圾渗滤液处理款	-	-	6.4	6.6	5.9	6.4
减：计入其他非流动资产	-	-	-4.3	-9.8	-13.6	-318.6
其他非流动资产						
合同资产（根据流动性重分类至该科目）	-	-	4.3	9.8	13.6	318.6
土地及拆迁款				25.0		

投资合伙企业	-	-	-	-	-	24.9
预付装修款	-	-	-	2.0	0.4	0.2
合计	115.7	241.8	319.5	662.4	660.0	1161.2

数据来源：公司财报，招股书，Wind，广发证券发展研究中心

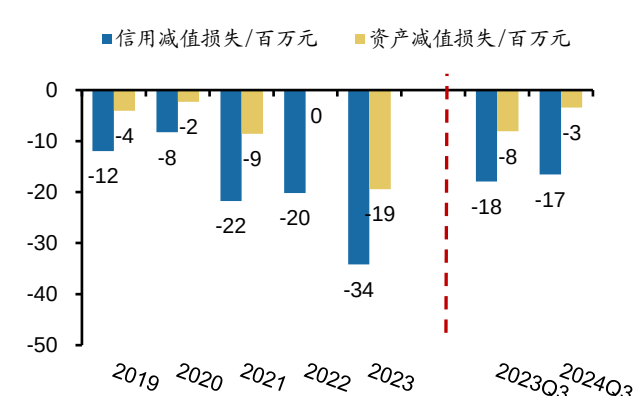
备注：一般建造业务有关应收款记入合同资产、其他非流动资产；运营业务计入应收账款

图 38：应收账款账龄分布：近5年账龄存在拉长



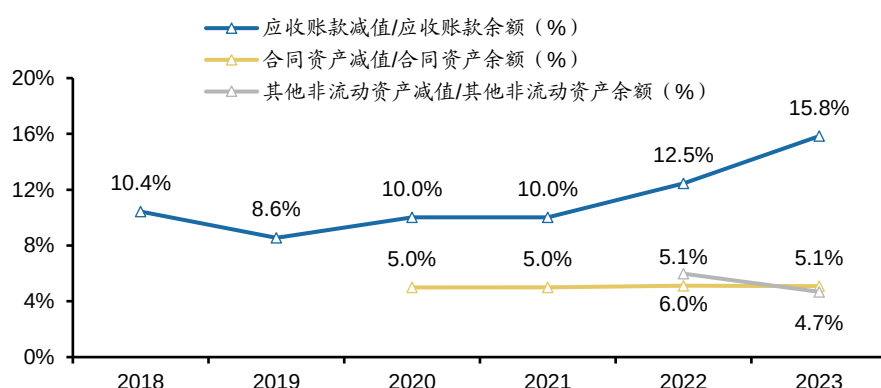
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 39：公司历年减值情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

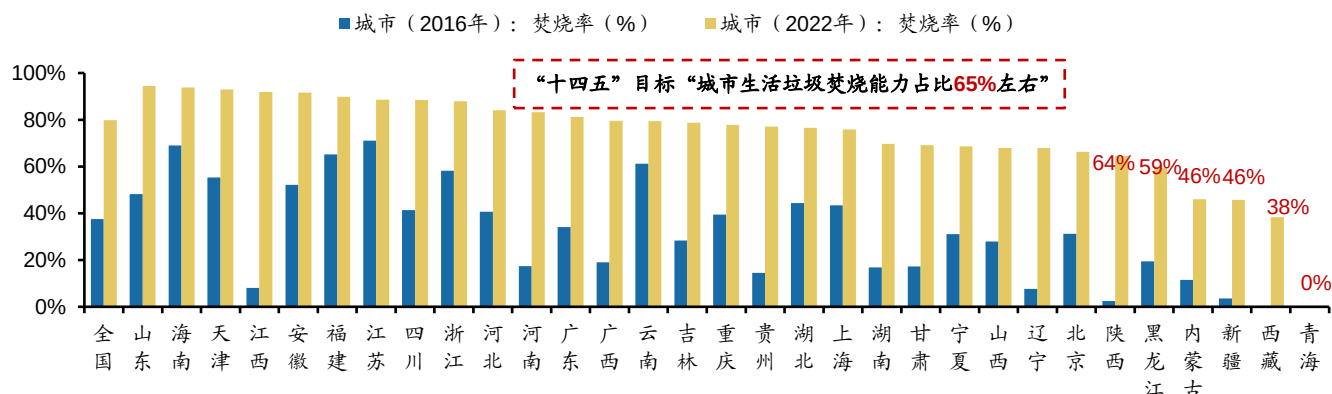
图 40：各科目减值比例：由于账龄拉长，应收账款减值比例有所提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

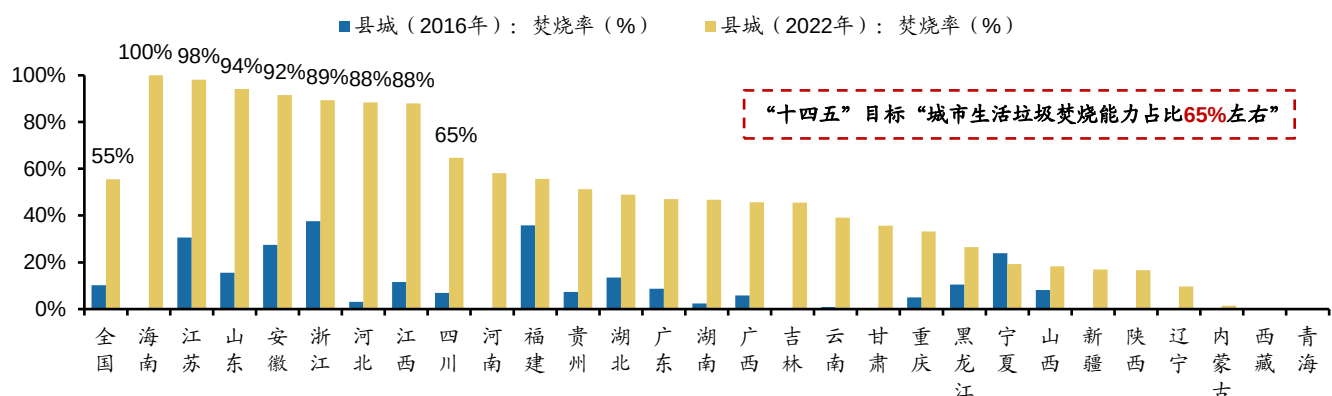
县域城市空间犹存，可支撑订单增长。结合政策要求的 65% 焚烧的区域占比目标，我们发现行业未来的潜在空间主要集中在河南、福建、贵州等等省份内的县城。过去的担忧主要集中在县域城市人口外流，政府支付能力较差，回款困难等问题上，但当前化债政策频出，且县域城市仍有较多陈腐垃圾可挖出重新焚烧，可期待公司在县域城市的订单扩张潜力。

图 41：截至 2022 年底，仅陕西、黑龙江在内的六大省/自治区内城市焚烧率未达 65%



数据来源：住建部《城乡建设统计年鉴》、《十四五城市生活垃圾分类和处理设施发展规划》，广发证券发展研究中心

图 42：截至 2022 年底，县城市垃圾焚烧占比 65% 的省份数量仅 7 个



数据来源：住建部《城乡建设统计年鉴》、《十四五城市生活垃圾分类和处理设施发展规划》，广发证券发展研究中心

四、盈利预测

假设暂不考虑公司将来可能开拓的新能源（氢能、光伏）等领域的收入贡献，仅考虑环保整体解决方案、水处理及衍生产品服务、环保装备等三大块业务。根据各业务线的订单情况及预测，我们预测公司 2024-2026 年收入将分别为 25.52 亿元（同比+31.05%）、33.54 亿元（同比+31.42%）、44.14 亿元（同比+31.63%），毛利润将分别为 7.41 亿元、9.81 亿元、13.03 亿元。

分业务来看：

- 环保整体解决方案：**由于历史上该板块订单增速较快，因此我们预测未来在扩张背景下，增长将保持稳定，我们预测对应的 2024-2026 年收入增速将分别为 30%、30%、30%。预测 2024-2026 年期间毛利率将稳定在 27%。
- 水处理及衍生产品服务：**伴随在手大量固废项目将在未来三年陆续投产，我们预测未来板块将开启增长通道。我们预测 2024-2026 年收入增速将分别为 40%、45%、45%，略高于订单增速的原因系项目运行收入基数小，且近几年固废项目将密集投产。与 2023 年类似，预测 2024-2026 年期间毛利率将稳定在 45%。

- (3) **环保装备**: 该板块将一方面由于内部供货增长, 另一方面外销也将是一大增量。伴随公司外销渠道打通, 内部订单高增, 进而维持内销高景气, 装备板块增长将得到支撑。因此我们预测 2024-2026 年收入增速将分别为 30%、25%、25%。与 2023 年类似, 预测 2024-2026 年期间毛利率将稳定在 25%。

表 8: 公司 2022-2026 收入与毛利拆分 (单位: 百万元)

合计					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1272.19	1947.12	2551.77	3353.63	4414.42
营收增速 (%)	-	53.05%	31.05%	31.42%	31.63%
营业成本 (百万元)	907.36	1373.20	1811.06	2372.32	3111.56
毛利润 (百万元)	364.83	573.91	740.71	981.31	1302.86
毛利率 (%)	28.68%	29.48%	29.03%	29.26%	29.51%
其中: 环保整体解决方案					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	964.47	1567.81	2038.15	2649.60	3444.47
营收增速 (%)	-	62.56%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	716.54	1132.63	1487.85	1934.21	2514.47
毛利润 (百万元)	247.93	435.17	550.30	715.39	930.01
毛利率 (%)	25.71%	27.76%	27.00%	27.00%	27.00%
其中: 水处理及衍生产品服务					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	297.74	221.45	310.02	449.53	651.82
营收增速 (%)	-	-25.62%	40.00%	45.00%	45.00%
营业成本 (百万元)	185.21	123.82	170.51	247.24	358.50
毛利润 (百万元)	112.53	97.62	139.51	202.29	293.32
毛利率 (%)	37.79%	44.08%	45.00%	45.00%	45.00%
其中: 环保装备					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7.12	156.61	203.60	254.50	318.12
营收增速 (%)	-	2100.51%	30.00%	25.00%	25.00%
营业成本 (百万元)	4.52	116.57	152.70	190.87	238.59
毛利润 (百万元)	2.59	40.04	50.90	63.62	79.53
毛利率 (%)	36.43%	25.57%	25.00%	25.00%	25.00%
其他					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2.86	1.25	0.00	0.00	0.00
营收增速 (%)	-	-56.30%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (百万元)	1.09	0.18	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议: 大订单支撑增长, 谋求新业务机会。预计公司 2024 至 2026 年 EPS 为 0.54/0.72/0.94 元/股, 对应 PE 为 26.56/19.93/15.36 倍。公司成长性突出, 且受益于化债。由于公司逆势扩张策略的稀缺性, 我们筛选两家从业务模式 (同为环境治理上市企业), 是否受益于化债 (同潜在受益于化债下的应收账款

款改善)等方面类似的上市企业作为可比公司参考对象。估值层面,由于化债政策加持,环保治理类上市企业有望受益于应收账款改善,今年以来该类型可比上市企业涨幅可观,带动估值倍数同步提升。因此基于最新可比公司估值水平,同时综合考虑公司未来利润增速(参考 24-26 年两年利润 CAGR 约为 31.5%),给予公司 2024 年 28 倍 PE 估值,合理价值 15.24 元/股,给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速(%)			PE(倍)			最新 (2024/11/26)
			2021A	2022A	2023A	2021A	2022A	2023A	2021A	2022A	2023A	
300070.SZ	碧水源	206	11.3	4.5	10.8	-	-60.6%	143.0%	44.8	24.2	23.7	27.0
300355.SZ	蒙草生态	96	3.5	2.2	3.2	-	-38.3%	44.1%	28.0	26.5	24.1	38.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 数据更新至 2024/11/26; 最新 PE 采用的是 23 年年报的 EPS

五、风险提示

项目投产不及预期, 业绩增速不达预期风险。由于公司建造收入占总收入比较大, 如项目建造进度及投产进度不达预期, 可能会导致收入、利润增长不及预期。此外, 光伏、氢能等新投资项目如遇到各类问题, 导致开工和投产不达预期, 也可导致公司业绩增长不符合预期。

应收账款及回款风险。伴随投资建造类项目陆续投产, 后续运营收入将主要来自于地方政府支付。如地方政府财政困难, 可能导致回款阶段性困难, 短期内应收账款可能出现一定比例的增加。

资产减值与信用减值风险。新投资项目, 如光伏、氢能、固废等项目在后续运营中遭遇回款困难, 产能利用率不达预期等现象, 可能会导致一定的资产减值与信用减值风险。

潜在的债务风险。公司在手需投资项目较多, 中短期内对资金需求较大, 融资方面可能会更多的需要依赖于债权融资。如投资总金额大于预期, 可导致资产负债率高企等高债务风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,851	2,918	2,748	2,810	2,638
货币资金	1,097	1,911	1,496	1,163	414
应收及预付	477	543	714	997	1,416
存货	54	38	50	66	86
其他流动资产	223	426	488	585	721
非流动资产	1,334	2,789	4,557	7,089	10,790
长期股权投资	9	9	9	9	9
固定资产	147	128	104	128	167
在建工程	4	21	19	30	40
无形资产	995	2,121	3,779	6,263	9,899
其他长期资产	180	510	645	660	675
资产总计	3,185	5,707	7,305	9,899	13,428
流动负债	744	1,137	1,498	1,928	2,491
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	555	882	1,157	1,516	1,988
其他流动负债	189	255	340	413	503
非流动负债	331	1,929	2,629	4,429	6,929
长期借款	269	1,044	2,044	3,844	6,344
应付债券	0	760	433	433	433
其他非流动负债	63	125	152	152	152
负债合计	1,075	3,066	4,126	6,357	9,420
股本	418	420	631	631	631
资本公积	1,096	1,126	1,241	1,241	1,241
留存收益	639	901	1,179	1,542	2,008
归属母公司股东权益	2,102	2,600	3,138	3,501	3,967
少数股东权益	8	41	41	41	41
负债和股东权益	3,185	5,707	7,305	9,899	13,428

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1272	1947	2552	3354	4414
营业成本	907	1373	1811	2372	3112
营业税金及附加	4	8	10	13	18
销售费用	29	44	59	77	102
管理费用	62	80	102	117	155
研发费用	31	53	71	97	128
财务费用	-3	14	17	63	130
资产减值损失	0	-19	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	8	8	8	9
营业利润	248	335	404	539	699
营业外收支	-6	-2	0	0	0
利润总额	242	333	404	539	699
所得税	39	49	61	81	105
净利润	203	284	344	458	594
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属母公司净利润	202	283	344	458	594
EBITDA	318	430	518	737	979
EPS (元)	0.49	0.69	0.54	0.72	0.94

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	116	-104	591	726	890
净利润	203	284	344	458	594
折旧摊销	83	70	97	136	151
营运资金变动	-196	-522	19	-34	-83
其它	26	64	132	167	229
投资活动现金流	-324	-810	-1,850	-2,660	-3,843
资本支出	-285	-785	-1,730	-2,653	-3,837
投资变动	23	-54	-30	-10	-10
其他	-62	28	-91	3	4
筹资活动现金流	111	1,716	845	1,601	2,204
银行借款	88	776	1,000	1,800	2,500
股权融资	53	13	0	0	0
其他	-30	928	-155	-199	-296
现金净增加额	-97	802	-415	-333	-749
期初现金余额	1,162	1,065	1,867	1,452	1,119
期末现金余额	1,065	1,867	1,452	1,119	371

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	67.4%	53.1%	31.1%	31.4%	31.6%
营业利润	32.2%	35.1%	20.7%	33.2%	29.8%
归母净利润	26.1%	39.9%	21.5%	33.2%	29.8%
获利能力					
毛利率	28.7%	29.5%	29.0%	29.3%	29.5%
净利率	15.9%	14.6%	13.5%	13.7%	13.5%
ROE	9.6%	10.9%	10.9%	13.1%	15.0%
ROIC	8.1%	6.8%	6.2%	6.5%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	53.7%	56.5%	64.2%	70.2%
净负债比率	51.0%	116.1%	129.8%	179.5%	235.0%
流动比率	2.49	2.57	1.84	1.46	1.06
速动比率	2.11	2.17	1.49	1.14	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.44	0.39	0.39	0.38
应收账款周转率	3.14	4.16	4.42	4.24	3.93
存货周转率	22.65	29.66	40.89	40.83	40.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.69	0.54	0.72	0.94
每股经营现金流	0.28	-0.25	0.94	1.15	1.41
每股净资产	5.02	6.19	4.97	5.55	6.28
估值比率					
P/E	19.49	15.93	26.56	19.93	15.36
P/B	1.90	1.78	2.91	2.61	2.30
EV/EBITDA	10.11	10.63	19.68	16.72	15.90

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：高级分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：高级分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 嘉 晟：研究员，耶鲁大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。