



Research and
Development Center

化债政策发力，优质运营类资产或迎业绩估值双修复

2025年1月13日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

公用环保行业

投资评级 看好

上次评级 看好

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

吴柏莹 公用环保行业分析师
执业编号: S1500524100001
邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

化债政策发力, 优质运营类资产或迎业绩估值双修复

2025年1月13日

本期内容提要:

➤ **“6+4+2”地方隐债化解方案落地, 有望缓释地方政府当期债务压力、优化现金流以偿付企业账款。**2015年以来, 伴随PPP投资规模增加, 环保行业应收账款开始积累并侵蚀利润。截至2023年, 环保行业3年以上应收账款占比13.1%, 应收平均账期为190天, 坏账准备占归母净利润比重超过75%。本轮政府化债东风下, 环保行业有望通过应收回款及减值冲回来改善行业现金流及利润。(1) 关注应收账款及信用减值准备占比高的细分板块, 如市政环卫、生态修复、污水治理等;(2) 关注新增发债规模较大的省份(如江苏、湖南、山东等)及债务风险较高省份(如天津、重庆)的属地上市公司。

➤ **优质运营类资产长期涨业绩杀估值, 股价并未充分反映公司实际经营情况, 有望伴随化债实现估值修复。**(1) **垃圾焚烧:** 2018-2024年行业归母净利润上涨90.1%, PE下降47.1%, 估值下杀拖累垃圾焚烧指数下降26.3%。行业进入成熟期, 资本开支收缩, 2023年自由现金流实现回正。2023年行业平均分红率为38.73%, 我们测算2024年样本企业平均股息率为2.86%。(2) **水务:** 归母净利润上涨46.8%, PE下降35%, 估值下降拖累行业指数下行13%。水务行业现金流稳健并支撑长期分红, 我们测算2024年样本企业平均股息率为3.15%。

➤ **政府端付费规模大, 化债有望带来报表修复。**2018-2024H1运营类资产1年内账款占比缩小, 1-3年账款占比提升, 3年以上账款占比基本稳定, 说明应收账款账期确有延长但风险可控。水务欠款主要来自污水处理费, 地方政府为主要欠款方。垃圾焚烧企业G端应收占比或在90%左右, 化债有望优化运营类企业现金流。

➤ **“内生+外延”赋予业绩增长潜力, 看好运营类资产中长期发展。**水价改革进行时, 水务业务占比高、运营效率优的公司有望受益。同时环保行业进入存量竞争时期, 有望通过产业链上下游、跨产业升级, 资产注入的方式实现业务拓展。关注具有收并购机会及资产注入可能的相关公司。

➤ **投资建议:** 水务&垃圾焚烧板块作为运营类资产, 盈利稳健上行, 现金流持续向好, 但股价并未充分反映公司实际经营情况, 主要由于环保板块估值长期受到压制, 而优质运营类资产也因此遭受错杀。若此轮化债能解决地方政府欠费问题, 环保板块存量资产有望得到估值修复。同时, 运营类资产G端欠款占比高, 化债有望优化企业现金流, 叠加公用事业市场化改革, 优质运营类资产有望迎戴维斯双击。关注兴蓉环境、洪城环境、瀚蓝环境等。

➤ **风险提示:** 化债政策执行力度不及预期; 应收账款收回不及时; 价格改革推进不及预期。

一、化债力度空前，环保板块或迎来报表修复	4
1.1 新一轮化债开启，地方政府债务压力有望逐步缓释	4
1.2 环保行业受应收账款拖累严重	5
1.3 关注应收、信用减值准备占比高的细分板块及标的	7
二、低估值优质运营资产静待估值修复	12
2.1 2018年后运营类资产业绩杀估值	12
2.2 行业现金流持续向好，分红能力不断提升	14
三、化债&公用事业市场化改革，看好优质运营资产中长期发展	17
3.1 政府付费规模大，化债有望优化企业现金流	17
3.2 运营资产仍有“内生+外延”的业绩增长潜力	20
四、投资建议	23
五、风险提示	23

表目录

表 1: 环保细分子行业应收欠款情况	7
表 2: 地方政府发行再融资专项债券规模（亿元）	8
表 3: 垃圾焚烧板块估值与业绩涨幅情况	13
表 4: 水务板块估值与业绩涨幅情况	14
表 5: 垃圾焚烧板块分红情况对比	15
表 6: 水务板块分红情况对比	16
表 7: 兴蓉环境&洪城环境前五名的应收账款和合同资产欠款方（亿元）	17
表 8: 2024H1 主要垃圾焚烧公司应收账款结构（亿元）	19
表 9: 主要垃圾焚烧公司应收账款结构（2024H1）	19
表 10: 近期自来水调价进程	20
表 11: 主要水务上市公司主业经营情况及自来水调价弹性测算	20
表 12: 运营类资产近期收并购案例梳理	21
表 13: 与股东存在同业竞争的上市公司梳理	22
表 14: 主要运营类环保企业估值表（2024.12.24）	23

图目录

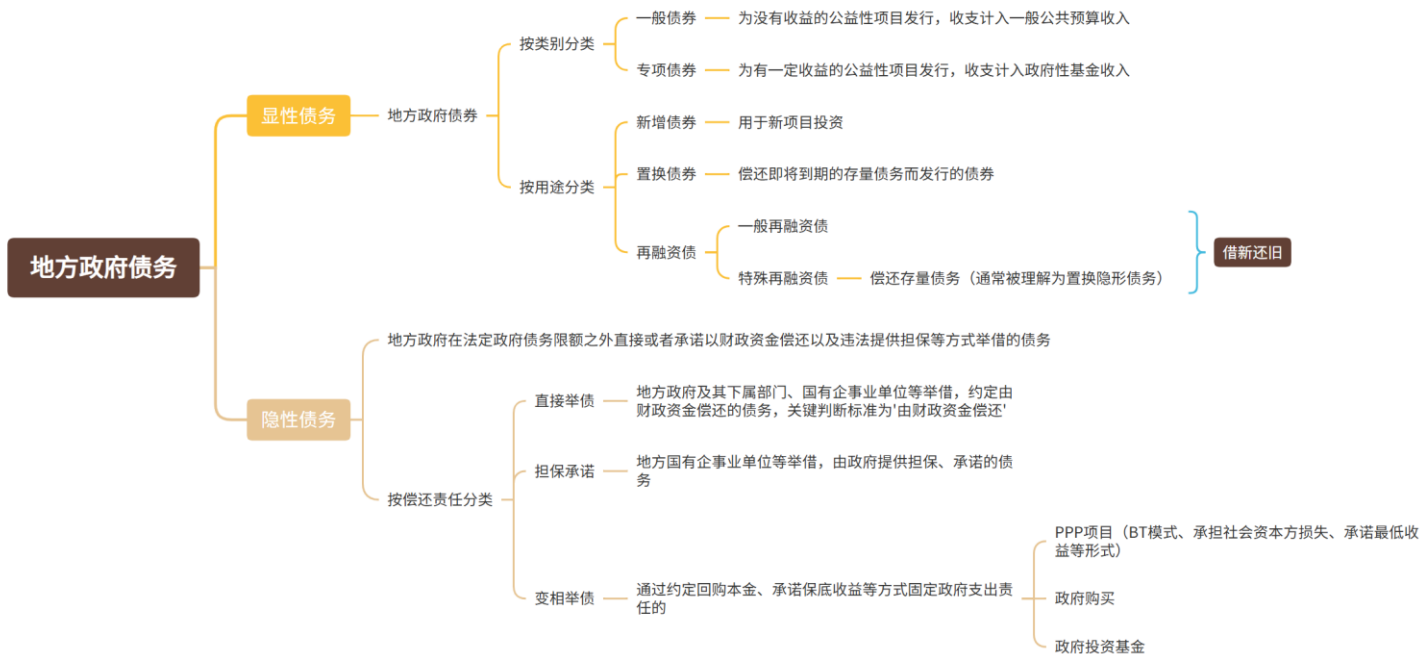
图 1: 地方政府债构成	4
图 2: 2015-2018 年发行的地方政府置换债规模（万亿元）	5
图 3: 2021 年以来发行特殊再融资债券情况（亿元）	5
图 4: 申万行业应收票据及应收账款占总资产的比重	6
图 5: 申万行业应收票据及应收账款占股东权益的比重	6
图 6: 环保行业 3 年以上应收账款占比快速提升（亿元）	7
图 7: 2023 年环保行业应收账款/营业收入超 40%	7
图 8: 环保行业坏账准备规模逐年攀升	7
图 9: 2019 年后坏账规模/归母净利润比重快速攀升	7
图 10: 环保公司受应收/减值影响情况梳理	11
图 11: 垃圾焚烧指数历史复盘	12
图 12: 水务指数历史复盘	13
图 13: 2019-2024H1 垃圾焚烧板块样本公司扣非归母净利润	14
图 14: 2019-2024H1 垃圾焚烧板块样本公司负债情况（%）	14
图 15: 垃圾焚烧板块样本公司经营性现金流（亿元）	15
图 16: 垃圾焚烧板块样本公司自由现金流（亿元）	15
图 17: 2018-2024H1 水务样本公司扣非归母净利润情况	16
图 18: 2018-2024H1 水务板块样本公司负债情况（%）	16
图 19: 2018-2024H1 水务公司经营性现金流净额（亿元）	16
图 20: 2018-2023 年水务公司自由现金流（亿元）	16
图 21: 兴蓉环境应收规模扩大（亿元）	17
图 22: 洪城环境应收款结构（2024H1-组合计提）	17
图 23: 2018-2024H1 水务公司账龄情况变化	18
图 24: 主要水务公司账龄情况（2023 年）	18
图 25: 2018-2024H1 垃圾焚烧公司账龄情况变化	19
图 26: 主要垃圾焚烧公司账龄情况（2023 年）	19
图 27: 2022 年我国垃圾焚烧处理占比已经达到 80%（万吨）	21
图 28: 全国供水普及率已达到较高水平（%）	21

一、化债力度空前，环保板块或迎来报表修复

1.1 新一轮化债开启，地方政府债务压力有望逐步缓释

隐性债务一般指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。根据大连高新产业园区披露的《地方政府债务和隐性债务口径及认定标准》，**地方政府隐性债务主要有：（1）直接举债。**地方政府或国企事业单位为借债主体，由财政资金进行偿还的债务；**（2）由政府提供担保承诺的债务；（3）变相举债。**即政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）项目、政府购买服务过程中，通过约定本金或承诺保底收益而形成的债务支出事项。

图 1：地方政府债构成



资料来源：《地方政府债务和隐性债务口径及认定标准》，信达证券研发中心

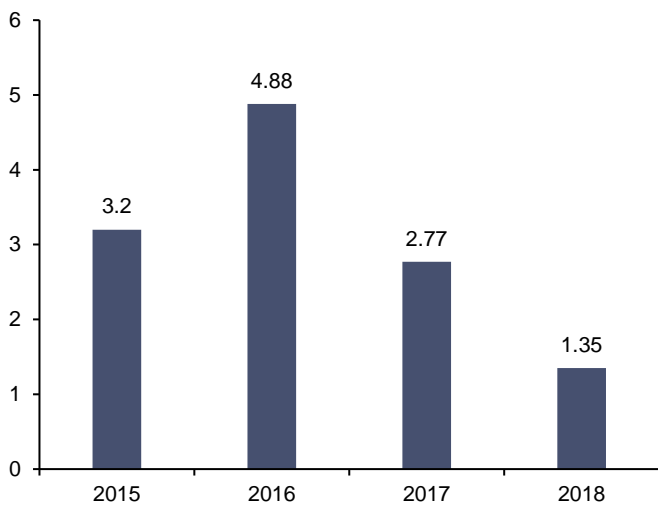
2015 年起，共经历三个化债阶段：

- （1）**第一轮：2015-2018 年，置换非政府债券形式的存量债务。**2014 年末地方政府债务余额中，90%以上是通过非政府债券方式举借，平均成本在 10%左右。2015 年 12 月发布《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》提出，“地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。”2015-2018 年，置换债券累计发行 12.2 万亿元，基本完成既定的存量政府债务置换目标。经过置换，年末地方政府债务平均利率比 2014 年末降低约 6.5 个百分点，累计节约利息约 1.7 万亿元。
- （2）**第二轮：2019-2022 年，建制县化债与全域无隐债试点，运用特殊再融资债化解隐债，规模 1.12 万亿元。**2019 年政府工作报告提出“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”；2020 年 12 月建制县隐性债务风险化解试点全面展开，并开始用特殊再融资债券化解隐性债务。从 2020 年 12 月至 2022 年 6 月，全国累计有 28 个省份共计发行了 1.12 万亿元的特殊再融资债。此次地方化债本质是隐性债务显性化，通过特殊再融资债偿还隐债。

(3) **本轮化债：2023年至今，化债进程加速，10万亿规模化存量隐债。**2023年7月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”；2024年10月12日，财政部则进一步表示要“加力支持地方化解政府债务风险”，“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”；**2024年11月8日，财政部披露“6+4+2”地方隐债化解方案，包括一次性新增6万亿专项债限额置换存量隐性债务、分三年（2024-2026年）实施，连续五年（2024-2028年）每年从新增专项债中安排8000亿元用于化债，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元则仍按原合同偿还。**

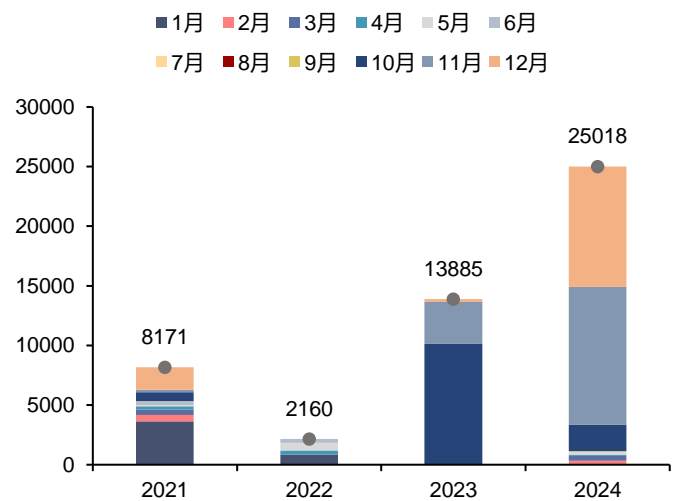
缓释地方政府当期债务压力、促经济持续发展。根据财政部长蓝佛安介绍，由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，五年累计可为地方节约债务利息支出6000亿元左右。置换后，对于地方政府来说，通过发行期限结构更优、利率更低的政府债券，逐步替换银行贷款、非标债务等形式存在的地方隐债，有利于腾挪更多资源、政策空间及时间精力用于经济发展。

图 2：2015-2018 年发行的地方政府置换债规模（万亿元）



资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

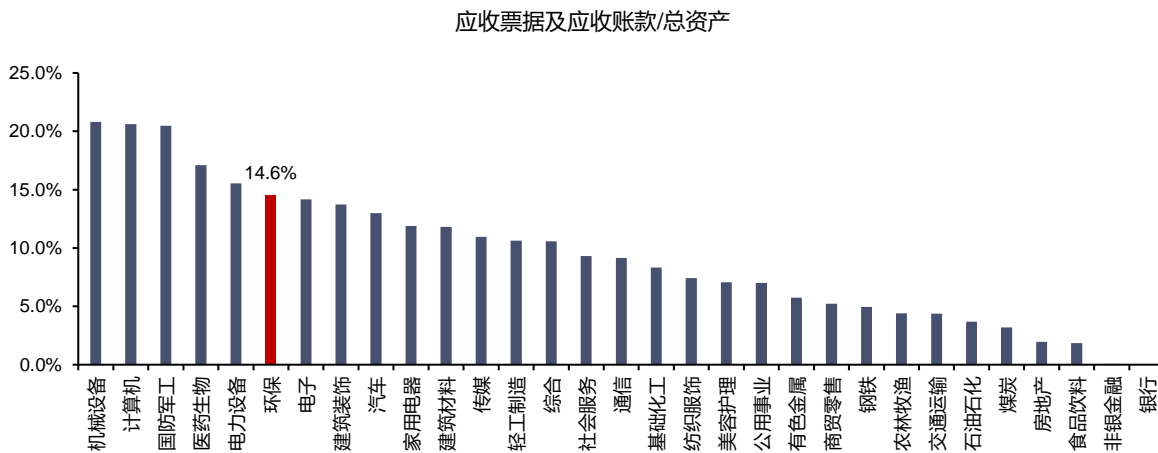
图 3：2021 年以来发行特殊再融资债券情况（亿元）



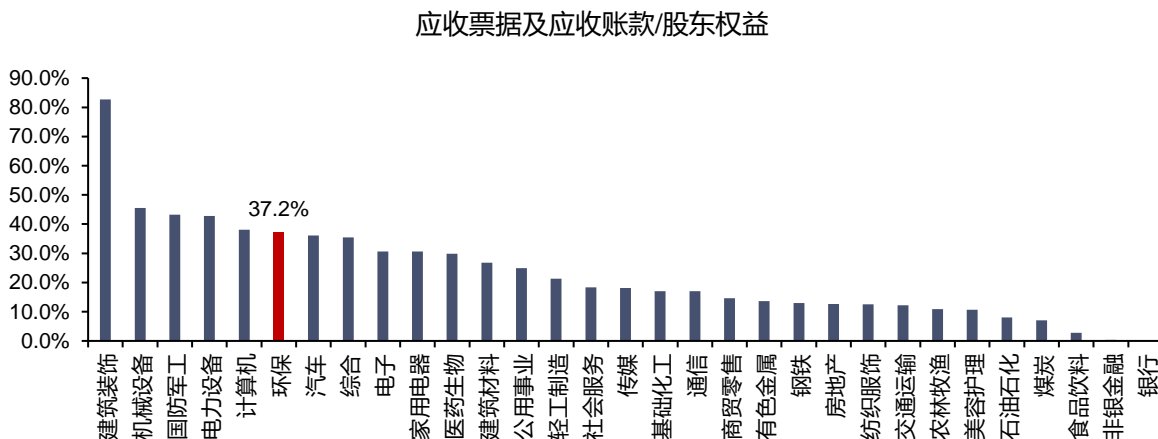
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

1.2 环保行业受应收账款拖累严重

环保板块存量欠款情况突出。从资产负债表来看，截至 2024Q3，申万一级行业中，环保行业应收类/总资产比值为 14.6%，较平均值高 5.2pct，位列第 6；环保行业应收类/股东权益比值为 37.2%，较均值高 14.2pct。

图 4：申万行业应收票据及应收账款占总资产的比重


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：截至 2024Q3

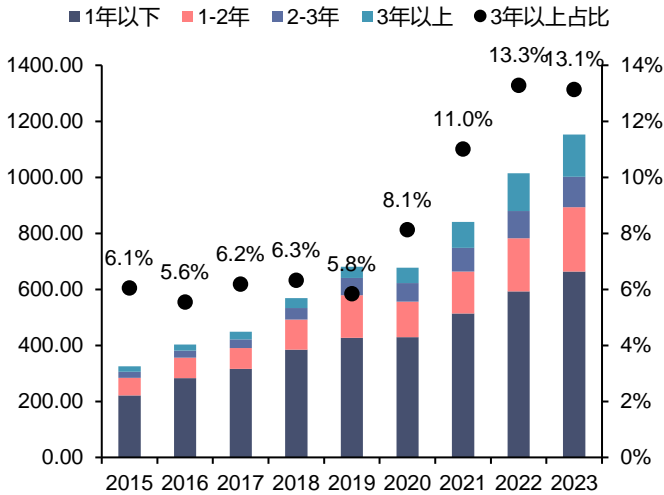
图 5：申万行业应收票据及应收账款占股东权益的比重


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：截至 2024Q3

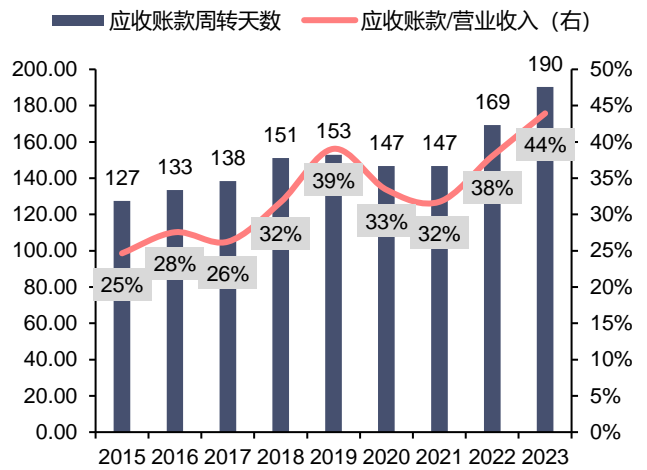
2015 年以后，应收账款拖欠逐渐成为环保公司的重要问题。环保领域具备较强公共服务属性，对政府付费依赖程度较高。2015 年后，PPP 项目投资额快速增加，作为 PPP 投资的重要领域，环保行业也迎来业绩提升的窗口期，同时应收及坏账开始出现累积。根据会计准则 14 号文，社会资本方在 PPP 项目运营期，应当将收取确定性金额的现金确认为应收款项。我们选取 2015 年后上市的 60 家环保公司为样本来代表行业水平，复盘环保行业 2015-2023 年应收账款及坏账情况。

环保行业平均账期超半年，久期账款比重增加。2015 年后，环保行业应收账款规模快速攀升，从 2015 年 347 亿元增长至 2023 年 1131.21 亿元，年复合增长率达到 15.9%，其中 3 年期以上欠款占比超过 13%。应收账款占到营业收入比重超过 44%，应收账款周转天数超过 6 个月。

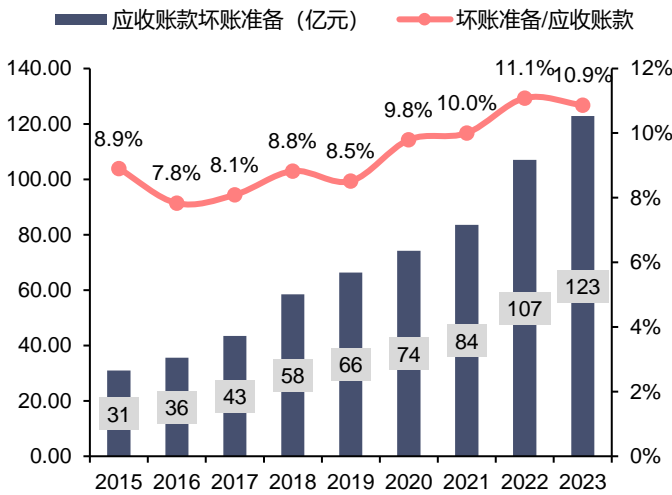
坏账规模增加侵蚀行业利润。一般而言，企业 3 年以上应收计提坏账比例通常在 50%-100%，因此账期延长直接导致公司坏账计提规模增加影响利润。2023 年，环保行业坏账准备/归母净利润比重超 75%。

图 6: 环保行业 3 年以上应收账款占比快速提升 (亿元)


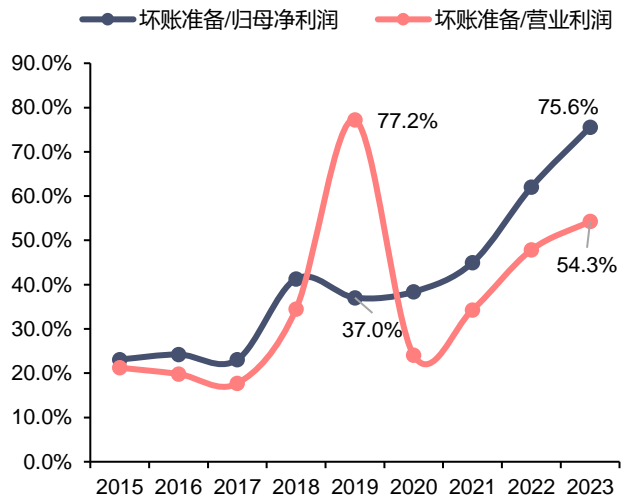
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 7: 2023 年环保行业应收账款/营业收入超 40%


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 8: 环保行业坏账准备规模逐年攀升


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 9: 2019 年后坏账规模/归母净利润比重快速攀升


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

1.3 关注应收、信用减值准备占比高的细分板块及标的

环保细分板块来看, 市政环卫、生态修复等依赖政府付费的板块应收回款压力大。2024H1 市政环卫、烟气治理、环境监测、污水治理板块的应收账款/总资产的比重更高, 在 20%左右; 2023 年生态修复、污水处理、市政环卫板块应收账款/营业收入比重高, 且各行业均存在比重上升, 账期延长的趋势。

自来水供应、固废治理运营属性突出, 回款压力较小。自来水供应为使用者付费, 现金流回款好, 存量应收账款可能来源于水表登记差异, 回收困难但规模有限; 垃圾焚烧发电收入部分来自上网电费收入, 由电网支付, 回款周期较短。

表 1: 环保细分子行业应收欠款情况

细分板块	应收账款/总资产						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
自来水供应	5.0%	4.9%	4.6%	5.5%	7.9%	8.7%	9.8%
污水处理	13.9%	13.3%	11.1%	12.5%	13.8%	15.3%	16.3%

固废处理	8.6%	9.7%	7.9%	8.1%	8.5%	9.8%	11.1%
烟气治理	20.4%	19.6%	15.6%	16.2%	16.0%	17.8%	18.6%
节能与资源回收	22.6%	20.4%	16.8%	13.7%	13.9%	14.0%	13.9%
环境监测	21.2%	19.8%	16.2%	15.8%	16.0%	16.2%	17.6%
生态修复	14.5%	16.6%	14.7%	15.7%	16.8%	14.2%	14.1%
市政环卫	20.2%	19.4%	16.2%	19.2%	20.9%	23.6%	25.7%
应收账款/营业收入							
细分板块	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
自来水供应	25.7%	24.8%	24.0%	26.4%	37.8%	43.1%	
污水处理	48.1%	50.0%	47.3%	52.7%	65.6%	78.8%	
固废处理	16.9%	31.6%	26.1%	22.9%	30.5%	37.6%	
烟气治理	43.2%	39.6%	35.0%	37.7%	37.1%	42.0%	
节能与资源回收	45.5%	46.9%	36.6%	24.5%	25.6%	26.9%	
环境监测	39.9%	40.0%	38.9%	38.8%	44.4%	45.5%	
生态修复	47.3%	76.1%	74.4%	92.9%	134.3%	136.6%	
市政环卫	45.5%	46.0%	38.6%	43.0%	46.2%	52.3%	

资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

2万亿新增化债额度落地, 关注重点省份、发债规模大的省份化债节奏。截至12月11日, 2024年新增的2万亿用于化解隐债的地方政府债务限额全部落地, 并以此测算未来两年各省的发行空间。本轮化债中, 江苏省发行规模2511亿元, 占全国总规模的12.6%。发行过千亿的省份还有湖南、山东、河南、四川、贵州, 或存量隐债规模较大。同时, 需关注债务风险相对较大省份的化债进度。2023年9月国务院办公厅发布了《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》指出12个省份融资平台债务压力较重, 且债务规模与地方经济和地方财力不匹配, 需要重点关注债务风险。本轮化债, 重点省份中贵州、云南、天津等地特殊再融资债规模发行较大, 需跟踪后续化债节奏。

存量隐债规模大/债务风险高、新一轮再融资专项债券发行规模大的省份下的上市公司, 公司存量隐债有望优先化解。

- (1) **隐债规模大 (江苏、湖南、山东、河南、四川等):** 仕净科技、鹏鹞环保、江南水务、美埃科技、中国天楹、宇通重工、武汉控股等;
- (2) **债务风险高 (贵州、云南、天津、重庆):** 创业环保、远达环保、重庆水务、三峰环境等。

表2: 地方政府发行再融资专项债券规模 (亿元)

省市	特殊再融资债分配	6万亿特殊再融资债规模测算	占比	属地上市公司
贵州省	1,176	3,528	5.9%	
云南省	878	2,634	4.4%	
天津市	771	2,313	3.9%	创业环保 (污水处理)
重庆市	754	2,262	3.8%	远达环保 (烟气治理)、重庆水务 (水务)、三峰环境 (固废处理)
辽宁省	771	2,313	3.9%	
内蒙古	572	1,716	2.9%	
广西	515	1,545	2.6%	绿城水务 (水务)
黑龙江省	484	1,452	2.4%	
甘肃省	443	1,329	2.2%	
吉林省	385	1,155	1.9%	
宁夏	138	414	0.7%	

	青海省	73	219	0.4%	
	合计	6,960	20,880	34.8%	
	江苏省	2,511	7,533	12.6%	仕净科技(烟气治理)、创元科技(烟气治理)、鹏鹞环保(污水处理)、江南水务(水务)、联合水务(水务)、华宏科技(节能与资源回收)、美埃科技(节能环保装备)、中国天楹(固废处理)
	湖南省	1,288	3,864	6.4%	军信股份(固废处理)
	山东省	1,255	3,765	6.3%	惠城环保(节能与资源回收)、景津装备(节能环保装备)
	河南省	1,227	3,681	6.1%	中原环保(污水处理)、宇通重工(固废处理)、城发环境(固废处理)
	四川省	1,148	3,444	5.7%	兴蓉环境(水务)
	湖北省	982	2,946	4.9%	天源环保(污水处理)、武汉控股(水务)、祥龙电业(水务)
	安徽省	980	2,940	4.9%	节能国祯(污水处理)
	浙江省	814	2,442	4.1%	菲达环保(烟气治理)、钱江生化(污水处理)、钱江水利(水务)、盈峰环境(市政环卫)、浙富控股(节能与资源回收)、中金环境(节能环保装备)、旺能环境(固废处理)、伟明环保(固废处理)
	陕西省	564	1,692	2.8%	三达膜(污水处理)、中再资环(节能与资源回收)
非重点省份	江西省	551	1,653	2.8%	洪城环境(水务)
	福建省	502	1,506	2.5%	龙净环保(烟气治理)、福龙马(市政环卫)、三达膜(污水处理)
	山西省	385	1,155	1.9%	
	河北省	281	843	1.4%	
	新疆	216	648	1.1%	
	海南省	152	456	0.8%	
	西藏	137	411	0.7%	
	北京市	47	141	0.2%	清新环境(烟气治理)、倍杰特(污水处理)、碧水源(污水处理)、首创环保(水务)、高能环境(固废处理)、中科环保(固废处理)、中再资环(节能与资源回收)
	广东省	0	0	0.0%	顺控发展(水务)、中山公用(水务)、侨银股份(市政环卫)、盈峰环境(市政环卫)、玉禾田(市政环卫)、飞南资源(节能与资源回收)、永兴股份(固废处理)、绿色动力(固废处理)、瀚蓝环境(固废处理)、朗坤环境(固废处理)
	上海市	0	0	0.0%	盛剑科技(烟气治理)、上海洗霸(污水处理)、上海环境(固废处理)
	深圳市	0	0	0.0%	
	合计	13,040	39,120	65.2%	
	总计	20,000	60,000	100.0%	

资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

受应收账款及信用减值损失影响较大的环保公司梳理:

应收/总资产、近五年信用减值损失/归母净利润比值较大的公司, 应收回款或减值冲回有望带来修复弹性;

- **烟气治理:** 行业近五年信用减值损失/归母净利润均值为 29.8%, 为减值影响最大的子版块。其中, 仕净科技、菲达环保减值/归母、应收/总资产占比较高, 且估值相对低位;
- **水处理:** 行业近五年信用减值损失/归母净利润均值为 19%, 应收占总资产比重 19.6%。其中, 倍杰特、节能国祯减值规模大、估值较低;

- **水务：**水务行业受益于 C 端付费模式，整体回款情况较好，近五年信用减值损失/归母净利润均值为 7.4%，其中，武汉控股近年由于应收款回收周期延长而大幅增加减值；
- **市政环卫：**行业近五年信用减值损失/归母净利润均值为 14%，应收占总资产比重 37.2%。侨银股份、福龙马、玉禾田应收账款占总资产比重偏高；
- **资源回收与节能装备：**行业欠款与减值规模尚可，2023 年中金环境业绩受减值影响较大；
- **固废处理：**行业近五年信用减值损失/归母净利润均值为 5.3%，应收占总资产比重 10.4%。近五年行业减值影响利润最大的公司为中国天楹、宇通重工、高能环境。

图 10: 环保公司受应收/减值影响情况梳理

所属中证行业	证券名称	省份	PE (TTM)	市值 (亿元)	应收类/总资产	信用减值损失/归母净利润 (2023)	信用减值损失/归母净利润 (近五年)
烟气治理	远达环保	重庆市	176.91	95.03	28.4%	103.5%	50.3%
	仕净科技	江苏省	22.65	43.99	34.3%	43.1%	44.3%
	菲达环保	浙江省	14.43	37.10	34.9%	45.9%	36.3%
	创元科技	江苏省	19.27	44.31	16.1%	23.0%	22.6%
	清新环境	北京市	-	52.70	22.7%	150.4%	22.4%
	盛剑科技	上海市	23.00	36.24	40.8%	31.8%	21.8%
	龙净环保	福建省	30.42	156.60	19.7%	-3.4%	10.7%
	平均值				28.1%	56.3%	29.8%
污水处理	上海洗霸	上海市	80.49	40.40	34.7%	63.5%	42.2%
	倍杰特	北京市	25.50	33.48	21.0%	41.9%	38.7%
	碧水源	北京市	51.34	166.35	19.9%	74.4%	38.4%
	鹏鹞环保	江苏省	24.46	38.07	23.9%	47.6%	25.0%
	天源环保	湖北省	31.73	93.94	13.0%	12.1%	10.9%
	节能国祯	安徽省	11.74	46.72	23.5%	23.9%	10.7%
	三达膜	陕西省、福建省	14.33	40.77	15.8%	14.4%	10.6%
	创业环保	天津市	9.76	77.29	13.6%	8.7%	7.2%
	钱江生化	浙江省	23.49	46.97	17.1%	9.0%	7.0%
	中原环保	河南省	7.76	79.24	13.7%	-4.8%	-0.7%
平均值				19.6%	29.1%	19.0%	
水务	武汉控股	湖北省	-	41.03	21.6%	99.2%	44.0%
	祥龙电业	湖北省	245.29	33.04	14.2%	0.3%	9.0%
	首创环保	北京市	6.23	223.15	15.3%	18.1%	7.8%
	绿城水务	广西省	55.16	39.38	8.4%	59.0%	6.2%
	江南水务	江苏省	14.24	48.26	8.5%	-1.0%	5.5%
	兴蓉环境	四川省	10.48	207.42	7.4%	5.0%	4.6%
	联合水务	江苏省	31.70	57.64	11.1%	5.1%	4.0%
	顺控发展	广东省	27.95	73.79	6.2%	4.6%	1.8%
	洪城环境	江西省	10.50	117.24	9.5%	2.0%	1.6%
	钱江水利	浙江省	23.66	49.58	3.9%	0.4%	1.5%
	中山公用	广东省	10.92	126.71	6.7%	1.8%	1.4%
	重庆水务	重庆市	57.88	216.48	4.7%	1.0%	0.9%
平均值				9.8%	16.3%	7.4%	
市政环卫	侨银股份	广东省	14.14	40.99	38.7%	29.2%	17.4%
	福龙马	福建省	24.64	39.80	44.3%	11.9%	15.7%
	盈峰环境	浙江省、广东省	30.04	149.80	20.5%	43.4%	14.8%
	玉禾田	广东省	10.17	56.68	45.2%	18.4%	8.2%
平均值				37.2%	25.7%	14.0%	
节能与资源回收	惠城环保	山东省	353.03	161.25	7.6%	0.3%	5.0%
	华宏科技	江苏省	-	38.09	10.5%	-4.5%	3.3%
	飞南资源	广东省	35.99	69.24	1.4%	2.8%	1.3%
	浙富控股	浙江省	18.71	152.40	5.5%	-0.1%	1.2%
	中再资环	陕西省、北京市	109.22	82.55	69.5%	0.4%	0.1%
平均值				18.9%	-0.2%	2.2%	
节能环保装备	美埃科技	江苏省	22.10	42.60	32.1%	6.9%	8.8%
	景津装备	山东省	10.04	93.67	12.8%	0.0%	0.8%
	中金环境	浙江省	27.86	65.90	35.6%	79.3%	-17.8%
平均值				26.8%	28.7%	-2.7%	
固废处理	中国天楹	江苏省	29.06	109.03	9.3%	14.2%	15.8%
	宇通重工	河南省	26.69	59.86	35.4%	50.8%	13.1%
	高能环境	北京市	17.70	72.20	17.6%	12.1%	8.8%
	永兴股份	广东省	16.72	120.42	6.2%	11.6%	5.5%
	中科环保	北京市	21.81	71.24	8.6%	5.6%	5.1%
	绿色动力	广东省	14.03	71.77	10.6%	5.6%	5.1%
	瀚蓝环境	广东省	10.85	178.89	13.7%	7.2%	4.6%
	朗坤环境	广东省	19.28	43.01	10.3%	8.4%	3.4%
	三峰环境	重庆市	10.96	130.58	9.0%	3.4%	3.3%
	旺能环境	浙江省	9.99	59.88	9.7%	6.4%	2.8%
	上海环境	上海市	17.83	102.58	11.0%	3.9%	2.5%
	城发环境	河南省	7.35	78.01	10.1%	6.5%	2.2%
	军信股份	湖南省	16.06	83.17	8.4%	2.3%	1.3%
	伟明环保	浙江省	12.95	335.13	12.6%	3.0%	1.2%
平均值				10.4%	10.1%	5.3%	

资料来源: IFinD, 信达证券研发中心 注: 参考中证行业划分方法, 选取市值 40 亿元以上公司; 近五年为 2019-2023 年; 市值截止至 2025.1.10

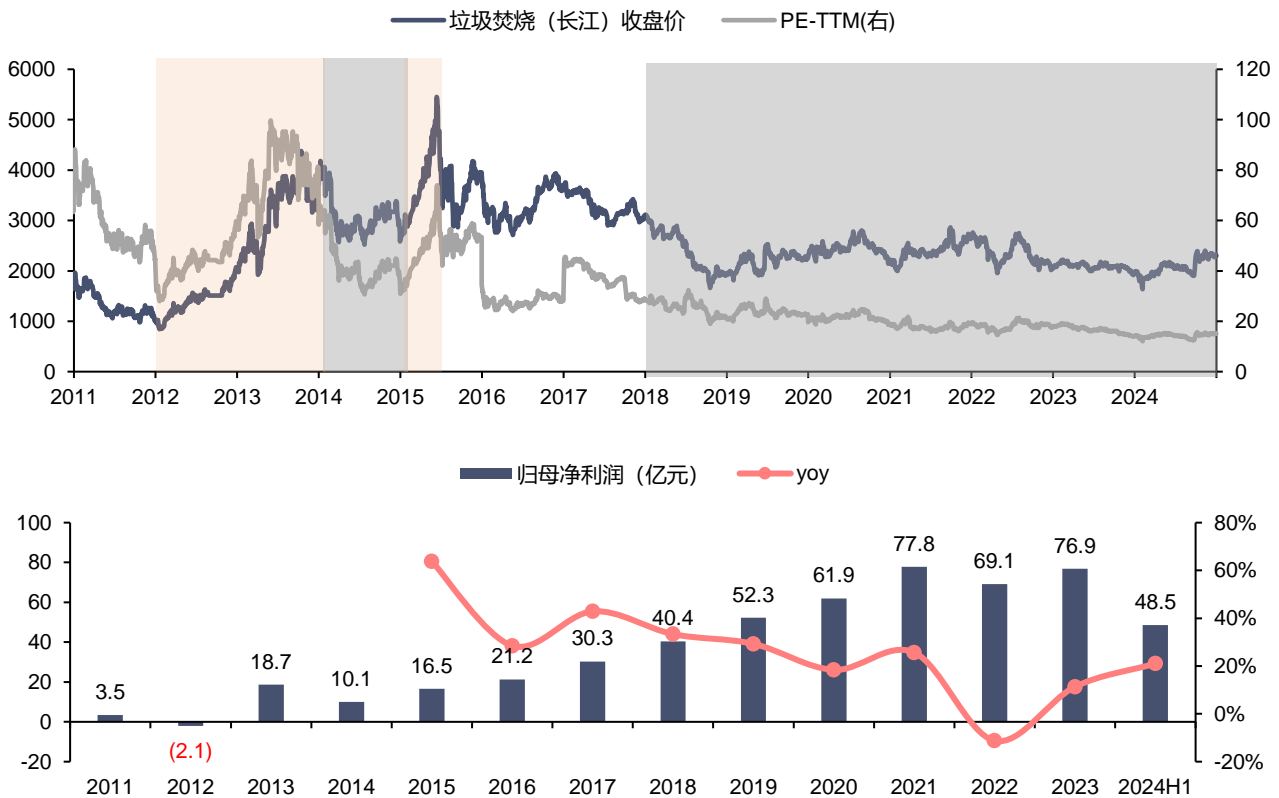
二、低估值优质运营资产静待估值修复

2.1 2018年后运营类资产涨业绩杀估值

垃圾焚烧板块

- 2012-2014年，政策带动下，估值及业绩上涨带动行业进入景气周期，跑赢大盘。2012年发改委发布的《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，明确了全国统一垃圾发电标杆价格为每千瓦时0.65元，推动了行业的进一步扩张。行业估值一度上涨至近100x，叠加行业样本公司业绩向好，驱动行业指数上涨263%；
- 2014年，估值冲高回落。估值下降47%，回归20x-30x。归母净利润下滑46%，行业指数下降29%；
- 2015年，牛市行情下，垃圾焚烧行业出现明显的绝对收益，半年时间估值涨幅134.2%，2015年6月，行业归母净利润同比上涨51.1%，带动指数涨幅100.6%；
- 2018-2024年，行业进入稳定发展期，利润持续上涨而估值下杀。垃圾焚烧（长江）指数中10家样本公司区间归母净利润上涨90.1%，PE下降47.1%。垃圾焚烧指数下降26.3%，其中估值贡献-109.61%，业绩贡献209.61%；截至12月31日，垃圾焚烧行业PE(TTM)为15.09倍，处在历史8.06%分位数上。

图 11：垃圾焚烧指数历史复盘



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表 3: 垃圾焚烧板块估值与业绩涨幅情况

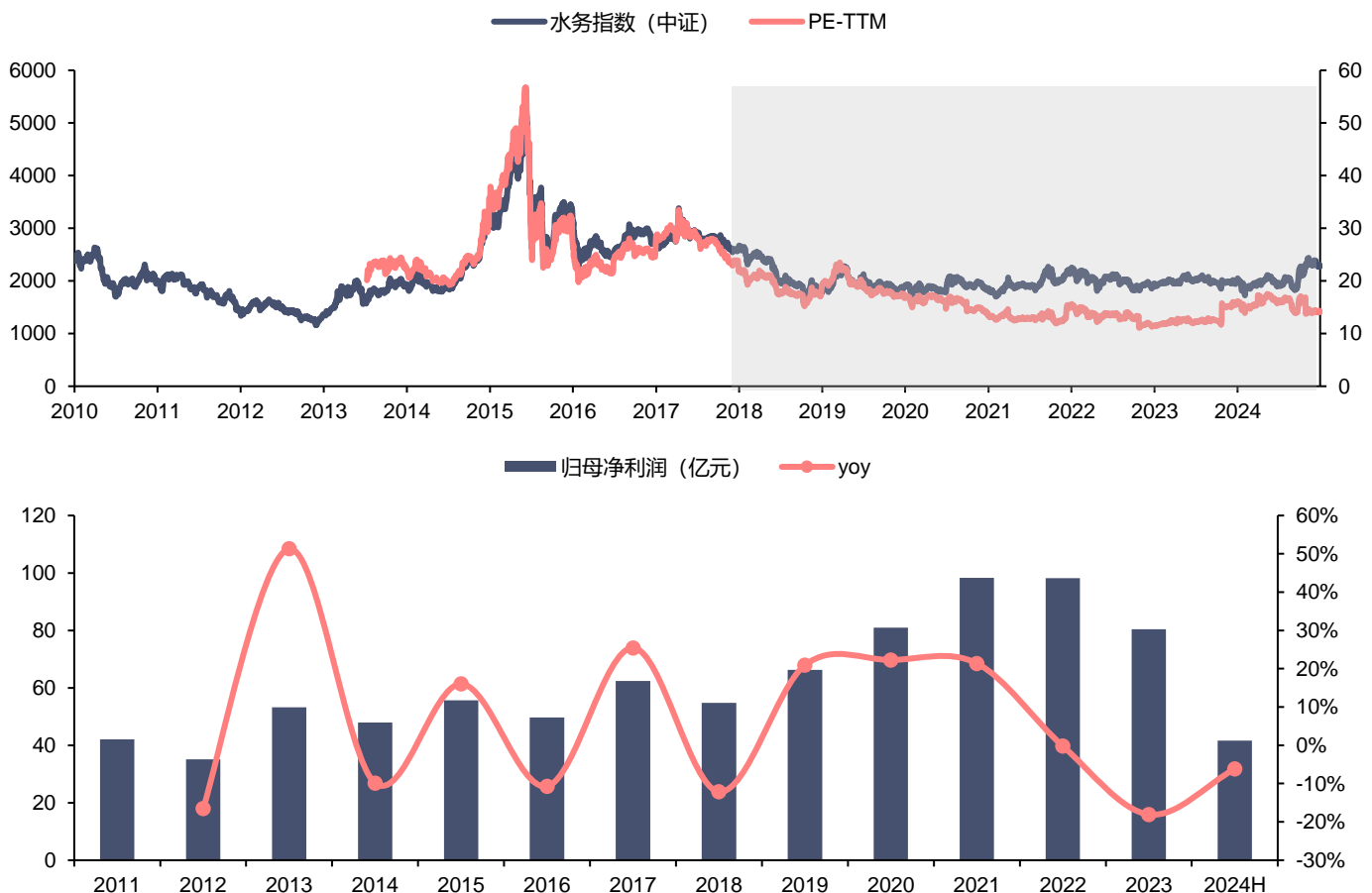
时间	垃圾焚烧（长江）指数涨幅	估值 PE(TTM)涨幅	区间归母净利润涨幅	估值贡献占比	业绩贡献占比
2012.1-2013.12	263%	72%	71.8%	50.14%	49.86%
2013.12-2014.12	-29.2%	-47.1%	-46.0%	50.60%	49.40%
2015.1-2015.6	100.6%	134.2%	51.1%	72.42%	27.58%
2018.1-2024.12.31	-26.3%	-47.1%	90.1%	-109.61%	209.61%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 中国天楹 2012-1013 年公司在破产重整计划执行阶段, 2014 年以前业绩分析剔除中国天楹

水务板块

1、2013 年以来, 行业平均估值在 20x。2015 年牛市行情带动下, 行业 PE-TTM 冲高至 50x, 2014 年 6 月至 2015 年 6 月, 归母净利润同比上涨 36.2%, 带动指数涨幅 105.7%。2016 年估值回归, 稳定在 20-30x。2015 年 6 月至 2016 年 6 月, 行业归母净利润略有下滑, 行业指数下降 35.7%。

2、2018-2024 年, 水务指数（中证）的样本 15 家公司区间归母净利润上涨 46.8%, PE 下降 35%, 水务指数下降 13%, 估值下降拖累行业指数下行; 截至 12 月 31 日, 水务行业 PE(TTM)为 14.13 倍, 处在历史 23.82%分位数上。

图 12: 水务指数历史复盘


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

表 4: 水务板块估值与业绩涨幅情况

时间	水务指数 (中证) 涨幅	估值 PE(TTM) 涨幅	区间归母净利润 涨幅	估值贡献占比	业绩贡献占比
2014.6-2015.6	105.7%	78.6%	36.2%	68.45%	31.55%
2015.6-2016.6	-35.7%	-32.2%	-15.2%	68.00%	32.00%
2018.1-2024.12.31	-13.0%	-35.0%	46.8%	-295.29%	395.29%

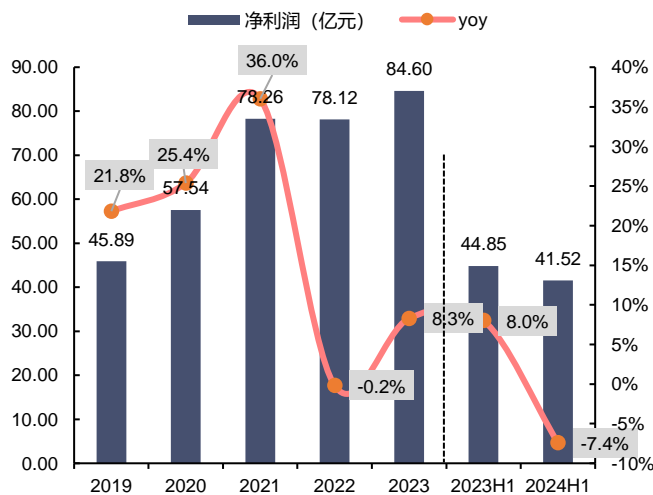
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

总结: 水务&垃圾焚烧板块作为运营类资产, 长期涨业绩杀估值, 股价并未充分反映公司实际经营情况。环保行业由于地方政府存量欠款规模大, 且付费时间存在较大不确定性, 导致板块估值长期受到压制, 而优质运营类资产也因此遭受错杀。若此轮化债能解决地方政府欠费问题, 环保板块存量资产有望得到估值修复, 运营类资产有望迎戴维斯双击。

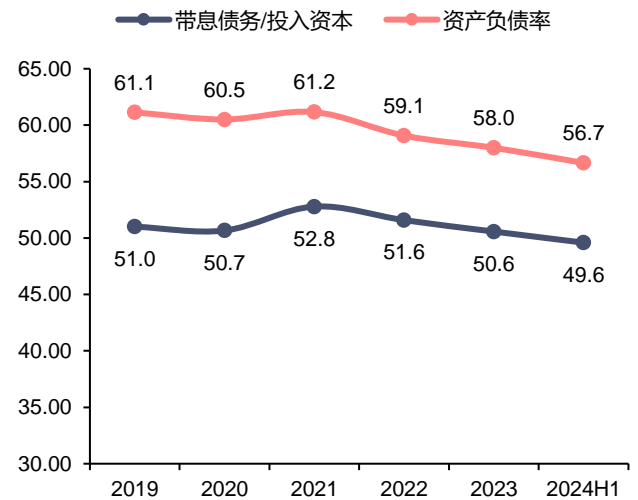
2.2 行业现金流持续向好, 分红能力不断提升

垃圾焚烧板块

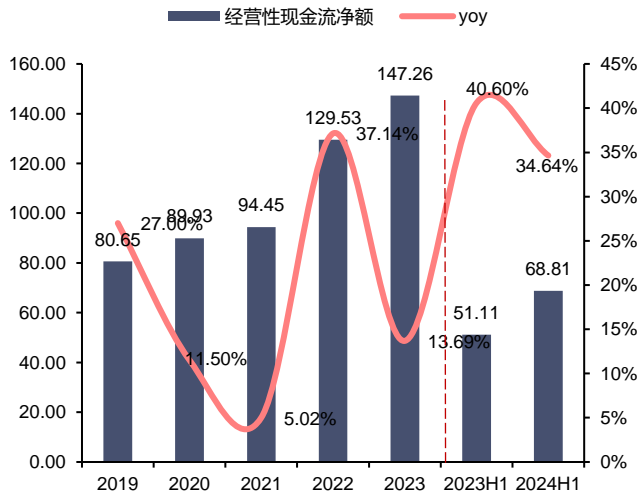
行业进入成熟发展期, 资本开支规模逐渐缩小, 自由现金流回正。选取九家垃圾焚烧发电公司为样本代表行业。2019-2023 年伴随垃圾焚烧项目陆续投运, 行业盈利持续增长, 复合增长率为 16.5%。同时, 行业经营性现金流持续提升, 资本支出规模逐渐收窄, 自由现金流在 2023 年首度实现回正。行业逐渐度过扩张期进入发展成熟阶段。

图 13: 2019-2024H1 垃圾焚烧板块样本公司扣非归母净利润


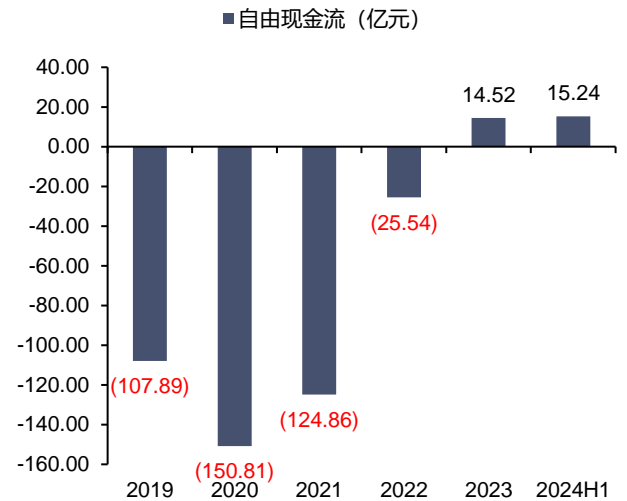
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 9 家样本公司为伟明环保、三峰环境、绿色动力、上海环境、永兴股份、瀚蓝环境、军信股份、旺能环境、城发环境

图 14: 2019-2024H1 垃圾焚烧板块样本公司负债情况 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 垃圾焚烧板块样本公司经营性现金流 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 垃圾焚烧板块样本公司自由现金流 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 自由现金流=经营性现金流净额-资本开支

行业分红率逐年抬升, 2023 年股息率为 2.75%。绿色动力、瀚蓝环境分别做出未来三年分红比例、每股股利逐年递增的承诺; 2023 年上海环境、永兴股份分红比例超过 60%; 军信股份近三年一直维持高比例分红, 我们测算 2024 年公司股息率为 4.3%, 有望成为样本公司中股息之最。度过资本开支周期后, 垃圾焚烧行业的分红能力不断提升。

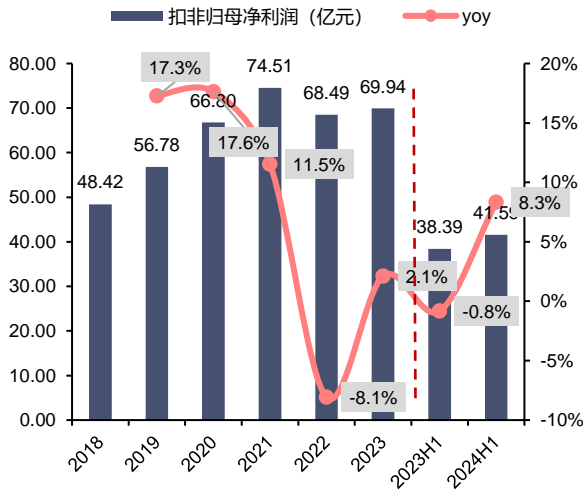
表 5: 垃圾焚烧板块分红情况对比

股票简称	总市值 (亿元)	现金分红比例 (%)			2023 年静态股息率 (%)	2024 年预测股息率 (%)	分红承诺
		2021	2022	2023			
伟明环保	335.13	36.50	15.47	20.67	1.56%	1.7%	2024-2026 年不低于可分配利润的 10%
三峰环境	130.58	30.09	32.70	33.79	3.13%	3.2%	
绿色动力	71.77	19.97	22.45	33.22	2.26%	3.4%	公司未来三年 (2024-2026) 每年以现金分红分别不低于当年实现的可分配利润的 40%、45%、50%。
上海环境	102.58	16.34	21.59	61.58	1.11%	3.5%	
永兴股份	120.42			63.69		4.2%	
瀚蓝环境	178.89	15.42	15.65	27.38	2.77%	2.4%	公司未来三年 (2024-2026 年度), 每股股利较上一年度同比增长不低于 10%。
军信股份	83.17	54.76	79.15	71.81	5.70%	4.6%	
旺能环境	59.88	19.88	29.75	21.36	3.28%	2.4%	2024-2026 年连续三年现金分红不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%
城发环境	78.01	10.00	10.03	15.05	2.22%	2.0%	2023-2025 年每年不低于可分配利润的 10%
平均值		25.37	28.35	38.73	2.75%	3.06%	

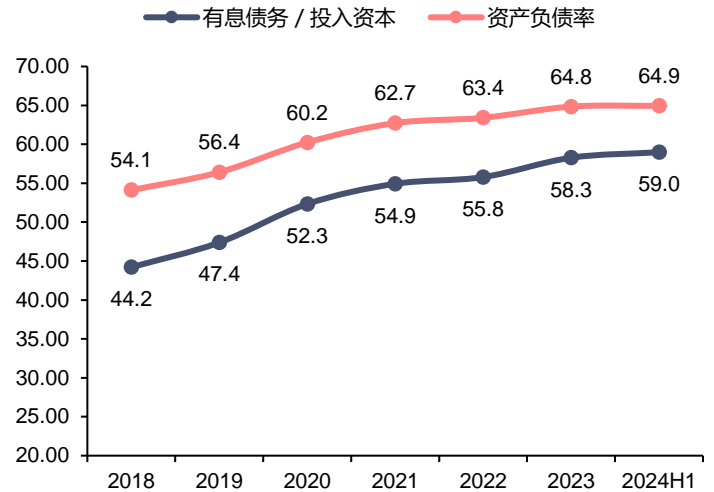
资料来源: iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心 注: 截至 2025.1.10; 2024 预测股息率= (2023 分红率*同花顺盈利预测)/市值, 瀚蓝环境、绿色动力按其分红承诺假设

🌊 水务板块

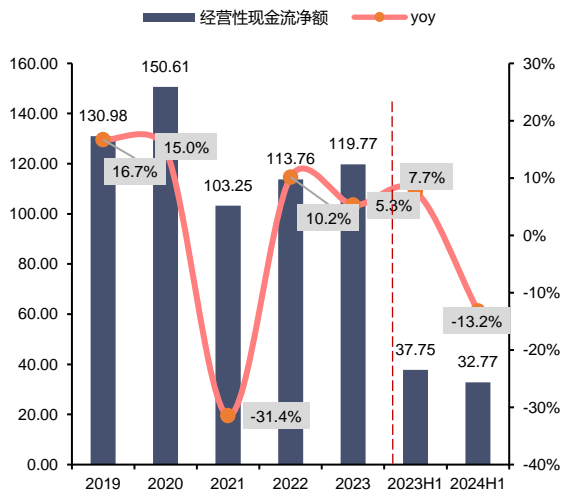
水务行业运营稳定, 业绩与经营性现金流呈现稳步向上趋势。2018-2023 年, 行业扣非后归母净利润复合增长率为 5.3%。同时经营性现金流持续优化, 2021 年由于部分公司将在建 PPP 项目建造期间发生的建造支出, 作为经营活动现金流量进行列示, 导致行业现金流减少, 2023 年已出现向好趋势。行业负债率仍有上升趋势, 目前管网投资及水厂布局建设为资本开支主要方向。

图 17: 2018-2024H1 水务样本公司扣非归母净利润情况


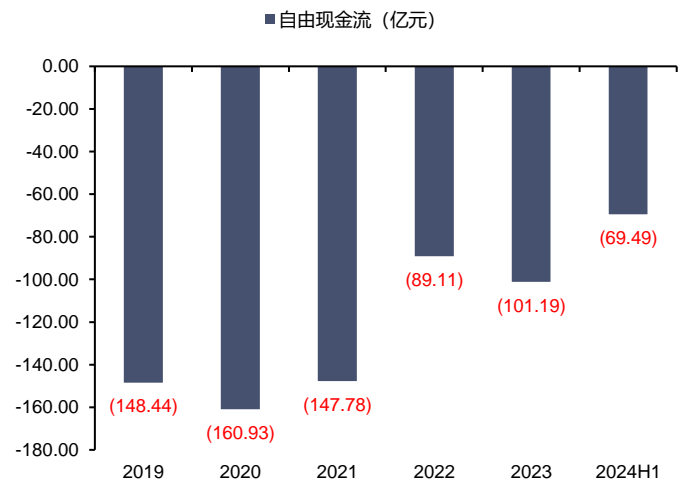
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 9 家样本公司为首创环保、兴蓉环境、洪城环境、重庆水务、创业环保、中原环保、武汉控股、绿城水务、海峡环保、节能国祯

图 18: 2018-2024H1 水务板块样本公司负债情况 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 2018-2024H1 水务公司经营性现金流净额 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 2018-2023 年水务公司自由现金流 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 自由现金流=经营性现金流净额-资本开支

稳定现金流支撑水务公司长期分红。重庆水务、洪城环境一直保持超 50% 以上分红。其中洪城环境承诺 2024-2026 年分红不低于归母净利润的 50%、重庆水务承诺 2023-2025 年分红不低于可供分配利润 60%。自来水业务使用者付费的模式使得水务公司经营性现金流回款相对较好，且资本开支逐渐下行，行业具备长期分红潜力。

表 6: 水务板块分红情况对比

上市公司	总市值 (亿元)	现金分红比例 (%)			2018-2022 年累计现金分红额 (亿元)	2023 年静态股息率 (%)	2024 年预测股息率 (%)
		2021 年	2022 年	2023 年			
兴蓉环境	207.42	20.38	20.67	27.53	10.66	2.99	2.84
洪城环境	117.24	63.37	50.18	50.02	13.00	4.82	5.03
重庆水务	216.48	59.38	67.89	74.52	50.35	2.98	4.12
首创环保	223.15	32.09	30.26	45.70	21.58	3.72	3.59
武汉控股	41.03	29.21	0.00	30.40	3.56	0.92	

绿城水务	39.38	30.56	30.18	31.23	3.34	0.49	
创业环保	77.29	30.06	30.10	30.13	6.84	2.99	
海峡环保	27.95	20.29	20.23	20.36	1.05	0.86	
中原环保	79.24	47.90	34.11	20.40	9.75	2.59	2.85
节能国祯	46.72	22.28	30.27	22.57	3.11	2.02	2.05
平均值		29.63	26.16	29.41	10.27	2.03	3.41

资料来源：iFinD，各公司公告，信达证券研发中心 注：截至 2025.1.10；

三、化债&公用事业市场化改革，看好优质运营资产中长期发展

3.1 政府付费规模大，化债有望优化企业现金流

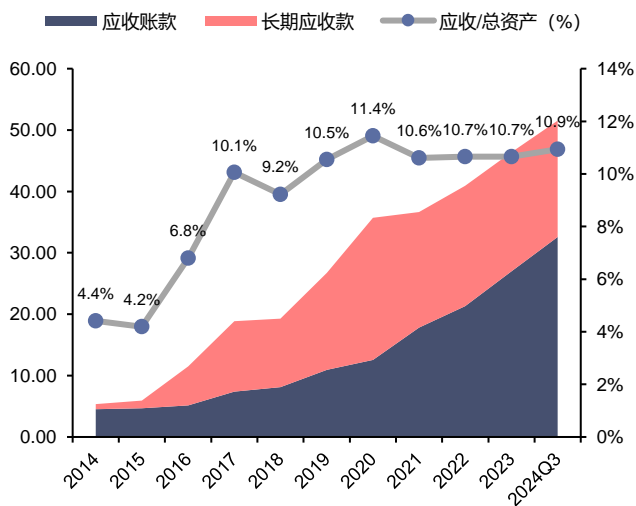
由于各环保公司涉及隐债数额未知，且不同公司应收款规模及来源存在差异，下面以几家代表公司为例，分析应收款规模变化及欠款方，推测此轮化债中可能受益的欠款规模。

3.1.1 水务：行业账期延长但风险可控

水务公司欠款主要来自污水处理费，地方政府为主要欠款方。污水处理企业收到由政府支付的污水处理服务费，与用户端支付的污水处理费之间差额由政府负担，易形成应收欠款。

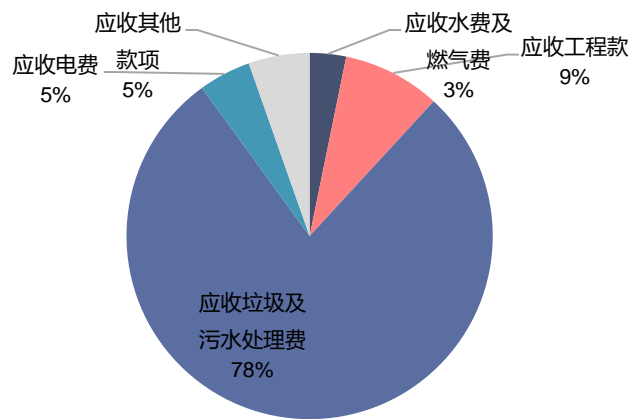
(1) 兴蓉环境：2014 年至 2024Q3，公司应收款规模增长迅速，其中应收账款由 4.53 亿元增长至 32.58 亿元，复合增速为 21.8%，主要来自于政府采购款增加，具体为针对政府的污水处理服务费应收款、应急污泥处置费、应收 BT 项目款。长期应收款由 0.84 亿元增长至 18.96 亿元，复合增速为 36.6%，主要来自应收 PPP 项目款。**(2) 洪城环境：**应收账款中有 18 亿为应收垃圾处理费和污水处理费，占比约 78%，自来水及燃气业务回款情况较好。

图 21：兴蓉环境应收规模扩大（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：洪城环境应收款结构（2024H1-组合计提）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

表 7：兴蓉环境&洪城环境前五名的应收账款和合同资产欠款方（亿元）

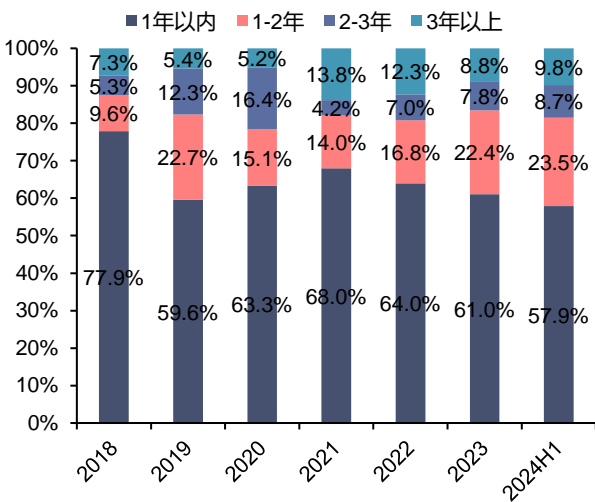
兴蓉环境			洪城环境		
欠款方	应收账款和合同资产余额	占总余额比例 (%)	欠款方	应收账款和合同资产余额	占总余额比例 (%)

国网四川省电力公司	3.67	8.56	南昌市排水事务中心	4.27	14.53
成都市郫都区水务局	2.82	6.56	南昌市红谷滩区城市管理和综合执法局	1.37	4.67
宁夏回族自治区宁东能源化工基地管理委员会	2.80	6.52	国网江西省电力有限公司南昌市昌北供电分公司	1.01	3.44
沛县水利局	2.19	5.1	营口市财政局	0.94	3.19
成都市财政局	1.45	3.37	定南县城市管理局	0.88	3
合计	12.91	30.11	合计	8.47	28.83

资料来源: iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心

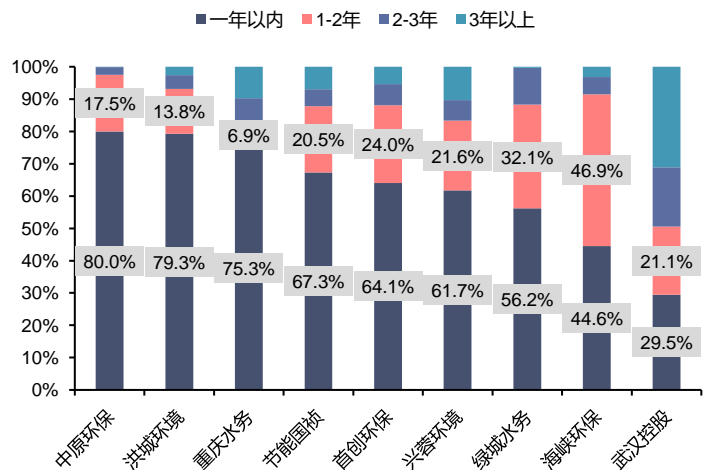
水务行业账期确有延长, 但 3 年以上账款比例并未大幅扩张。2018 年-2024H1 水务行业 1 年期以内账款比例下降 20pct、1-3 年应收账款比例增加 17.5pct, 而 3 年以上账款比例涨幅仅为 2.5pct。说明行业应收账款账期延长但整体风险可控, 且应收主要欠款方为政府部门, 支付的确定性较强, 组合计提的信用减值或在政府现金流改善情况下有冲回可能。分公司来看, 中原环保账龄结构较好, 2 年以内账款比例达到 97.5%; 武汉控股三年以上账款比例超过 30%, 海峡环保 1-2 年账款比例为 47%, 短期或有形成减值风险。

图 23: 2018-2024H1 水务公司账龄情况变化



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24: 主要水务公司账龄情况 (2023 年)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

3.1.2 垃圾焚烧: G 端应收规模或在 90%左右

政府方欠款占公司总应收比重约 90%。垃圾焚烧处理业务应收欠款主要来自垃圾处理费及国补电费。按上市公司应收账款结构分类, 伟明环保、瀚蓝环境、绿色动力、永兴股份、旺能环境的国补电费应收占总应收的 17.8%、21.4%、39.1%、25.5%、44.1%, 付款主体为中央或地方财政。此外, 地方政府也为主要欠款方, 以瀚蓝环境 2024 年半年报为例, 公司应收账款总额 47.54 亿元, 其中来自政府客户的应收款项为 33.78 亿元, 占比 71.1%。

表 8: 2024H1 主要垃圾焚烧公司应收账款结构 (亿元)

	瀚蓝环境				绿色动力		
	可再生 能源补贴 组合	电网客户 组合	政府客 户组合	一般客户及 其他客户组 合	应收垃圾处理费	应收国家可再生能源补助电费	应收电费
应收账款	10.10	1.30	33.78	1.94	11.51	9.62	3.5
国补占应收比例	21.4%				39.1%		
政府方欠款占应 收比例	93.12%				85.8%		
	永兴股份				旺能环境		
	可再生 能源补贴 组合	电网客户 组合	政府客 户组合	一般客户及 其他客户组 合	应收补贴电费	其他应收款组合	/
应收账款	4.45	1.59	10.51	0.91	6.48	8.2	
国补占应收比例	25.5%				44.1%		
政府方欠款占应 收比例	85.71%				94.2%		

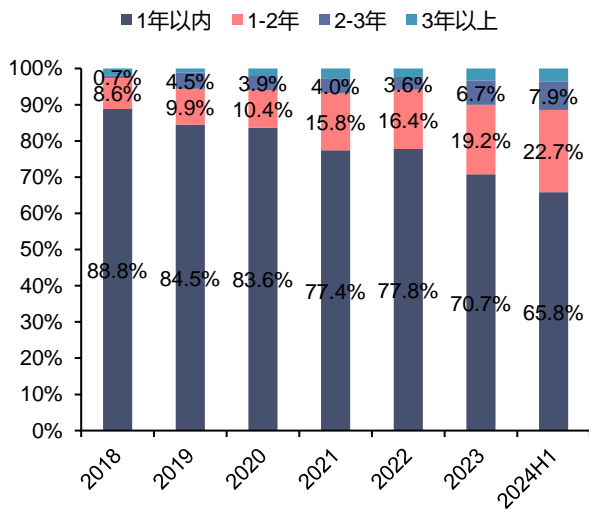
资料来源: iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心

主要垃圾焚烧上市公司应收账款结构良好。2018-2024H1, 行业 1 年以内应收账款比例下降 23pct, 1-2 年应收账款比例上升 14.1%, 回款周期延长, 但 3 年以上欠款比例基本稳定。伟明环保、瀚蓝环境、绿色动力、永兴股份、旺能环境 2 年以内账款比重分别为 90% 以上、86%、83%、83%、83%、95%。

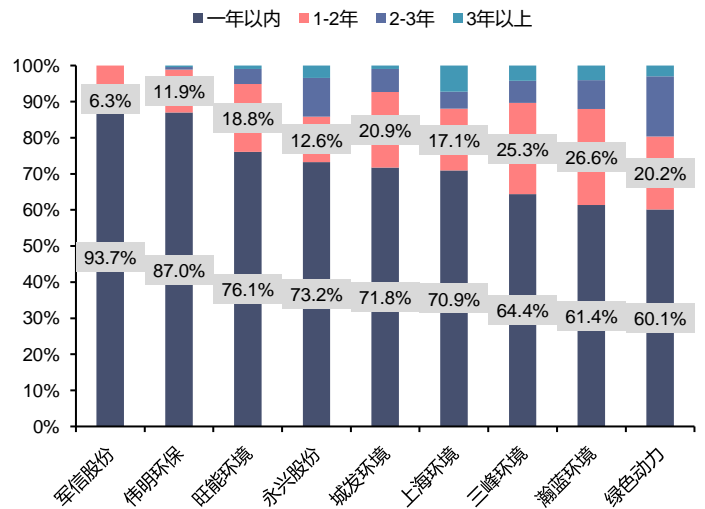
表 9: 主要垃圾焚烧公司应收账款结构 (亿元) (2024H1)

账龄	伟明环保		瀚蓝环境	绿色动力	永兴股份	旺能环境
	应收补贴电费	其他应收款组合 (账龄组合)				
1 年以内	2.79	22.04	27.30	14.7	11.81	11.44
1 至 2 年	1.98	1.57	13.79	5.66	2.75	2.55
2 至 3 年	0.49	0.48	4.25	3.2	2.24	
3 至 4 年		0.07	1.23	0.82	0.55	
4 至 5 年		0.01	0.65	0.17	0.11	
2 年以内 占比	91%	98%	86%	83%	83%	95%
合计	5.25	24.19	47.54	24.63	17.46	14.69

资料来源: iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 2018-2024H1 垃圾焚烧公司账龄情况变化


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 26: 主要垃圾焚烧公司账龄情况 (2023 年)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

3.2 运营资产仍有“内生+外延”的业绩增长潜力

3.2.1 公用事业市场化改革或带来业绩增厚

水价改革进行时，水务业务占比高、运营效率优的公司有望受益。2024年7月，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》提到“构建全国统一大市场，推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制”。2024年下半年，南京、长沙等城市时隔十余年后启动水价调整，涨幅在25%左右，未来水价改革仍将继续推进。我们测算主要水务上市公司在水价调涨15%的假设下对利润的影响（15%所得税假设）。其中绿城水务利润上涨弹性在139%（成本费用上涨及信用减值拖累23年利润），钱江水利利润上涨弹性为60%，主要由于公司供水毛利率较高且水务业务占比高。兴蓉环境、洪城环境水务运营毛利率高，但业务占比相对较低，水价上涨弹性分别为17%、11%。

表 10: 近期自来水调价进程

省份	城市	听证会时间	执行时间	原第一阶梯水价 (元/方)	调整后第一阶梯水价 (元/方)	调价幅度 (元/方)	涨幅	距上次调价时间 (年)
江苏省	南京市	2024/8/23	2025/1/1	1.42	1.8	0.38	26.8%	12
广东省	江门市新会区		2024/12/1	1.77	2.04	0.27	15.3%	15
	广州市	2024/5/9	拟调整	1.98	2.6	0.62	31.3%	12
湖南省	长沙市	2024/5/11	2024/8/1	1.51	1.9	0.39	25.8%	12
江西省	九江市	2024/11/15	拟调整	1.41	1.59	0.18	12.8%	10
陕西省	宝鸡凤翔区	2024/10/10	拟调整	2.05	2.37	0.32	15.6%	
				2.05	2.33	0.28	13.7%	

资料来源：各地政府网站，南京市发改委，信达证券研发中心

表 11: 主要水务上市公司主业经营情况及自来水调价弹性测算

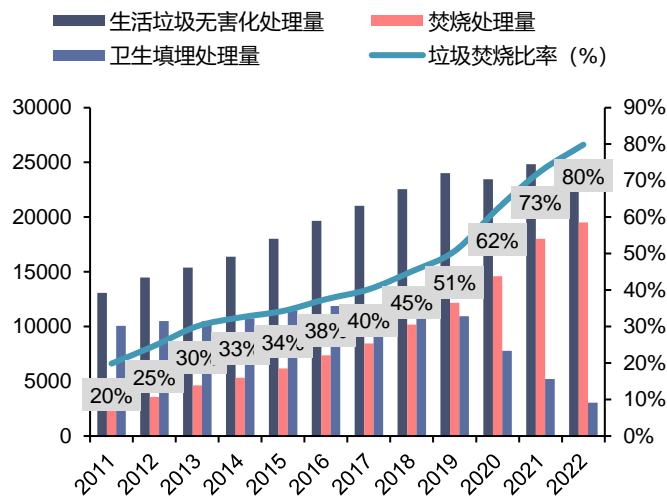
上市公司	总市值 (亿元)	供水业务收入占比	污水业务收入占比	水务营收占比	供水毛利率 (%)	污水毛利率 (%)	水价上调 15% 带来的利润增加 (亿元)	水价上调 15% 带来的利润弹性
海天股份	31.63	31%	62%	93%	51%	47%	0.50	21%
洪城环境	117.24	12%	30%	42%	45%	42%	1.23	11%
兴蓉环境	207.42	30%	37%	68%	44%	40%	3.11	17%
钱江水利	49.58	43%	14%	58%	42%	29%	1.23	60%
创业环保	77.29	9%	72%	82%	41%	43%	0.55	6%
江南水务	48.26	44%	2%	46%	39%	5%	0.76	24%
顺控发展	73.79	56%	0.4%	56%	37%	21%	1.03	42%
首创环保	223.15	15%	30%	45%	33%	38%	4.05	25%
联合水务	57.64	72%	27%	99%	28%	37%	0.50	31%
绿城水务	39.38	34%	64%	98%	23%	40%	1.02	139%
重庆水务	216.48	23%	53%	76%	14%	28%	2.17	20%
武汉控股	41.03	5%	62%	67%	-34%	26%	0.21	15%

资料来源：iFinD，各公司公告，信达证券研发中心 注：截至至 2025.1.10 主要水务公司按供水毛利率排序

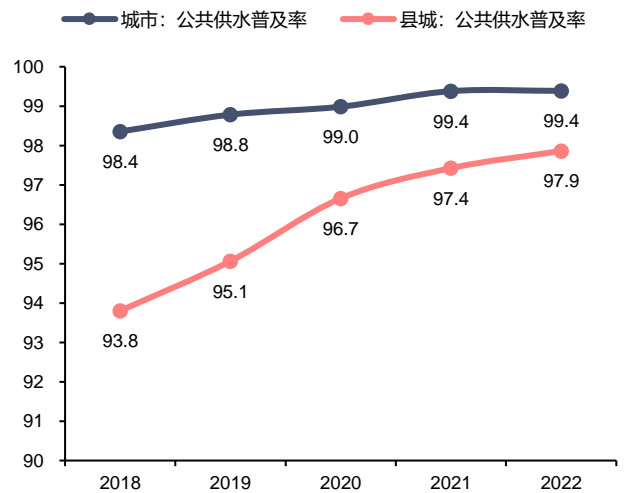
3.2.2 存量竞争时期，关注企业外延扩张机会

行业发展进入成熟期，降本提效及资源整合或成未来主线。(1) 垃圾焚烧行业：根据生态环境部数据，全国垃圾焚烧厂数量从 2017 年的 278 家发展到 2023 年 8 月的 925 家，增幅 232.7%，垃圾焚烧处理能力达到 103.5 万吨/天，已经提前完成“十四五”目标规划，即

2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右。垃圾焚烧发电行业经过“跑马圈地”阶段，进入发展成熟阶段，企业更加关注运营效率提升、发电效率提升、供热业务拓展以及与其他废弃物协同处置能力的不断加强。**(2) 水务行业：**当前城镇、县城供水普及率已经达到较高水平，未来增量可能有限，企业更加关注有助于降本提效的智慧水务以及水务相关增值业务如直饮水、高浓度污水治理等。

图 27：2022 年我国垃圾焚烧处理占比已经达到 80% (万吨)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 28：全国供水普及率已达到较高水平 (%)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

行业进入存量市场后，地方环保企业区域市场的拓展或已经接近天花板，越来越多企业启动并购整合，通过行业集中产生规模优势或拓展业务边界以提高企业自身的竞争力。**主要并购方向：****(1) 产业链上下游并购**，如固废企业收购上游环卫或垃圾收转运公司，形成协同效应；水务企业拓展高附加值领域；**(2) 业务横向拓展**，如并购再生资源、循环利用业务，进行产业横向布局。

表 12：运营类资产近期收并购案例梳理

上市公司	时间	收购对象	收购内容	收购进展	意义
高能环境	2023 年 4 月-12 月	大连澳润德、中鑫宏伟	斥资 7680 万收购大连澳润德 80% 股权，1.4 亿元收购中鑫宏伟 51% 的股权，9100 万元收购珠海新虹 65% 股权	已完成	拓展固废、资源回收利用领域布局
瀚蓝环境	2023-08	新源中国	收购新源中国 40% 股权	已完成	固废主业拓展，新源中国垃圾焚烧发电规模 4500 吨/日，其中海外项目(曼谷)规模 3300 吨/日。
	2024-07	粤丰环保	拟通过子公司私有化粤丰环保	进行中	交易完成后预计垃圾焚烧在手规模超 9 万吨/日
军信股份	2023-06	仁和环	拟 21.97 亿元购买仁和环 63% 股权	已完成	仁和环从事生活垃圾中转处理业务与公司主业垃圾焚烧可以形成产业链协同
旺能环境	2022-01	立鑫新材料	9450 万元收购立鑫新材料 60% 股权	已完成	拓展锂电池循环再利用业务
	2022-07	南通回力橡胶	33100 万元收购南通回力橡胶 77%	已完成	拓展橡胶再生业务
	2023-01	美欣达集团下属 2 家子公司	5590 万元收购南通回力橡胶 13% 股权	进行中	固废主业拓展

国中水务	2024-07	诸暨文盛汇	收购完成后将占诸暨文盛汇注册资本的比例不低于 51%，国中水务将成为北京汇源的控股股东	进行中	拓展消费品领域布局
兴蓉环境	2024-11	广州侨银	收购广州银利环境服务有限公司 49.9% 股权	已完成	拓展高浓度工业废水治理领域
中持水务	2024-01	中持绿色	现金方式收购中持绿色，成为中持绿色控股母公司	已完成	增强有机废弃物的处理和利用能力

资料来源：iFinD，各公司公告，信达证券研发中心

为解决同业竞争，股东优质资产有望注入上市公司。部分环保上市公司与企业集团存在业务重叠，未来在具备条件情况下有望注入上市公司，有望扩大主业规模，增厚上市公司业绩。2023年6月30日，重庆市财政局将持有的重庆环投 100% 转让给水务集团，形成由于股权划转导致的同业竞争。2024年6月，为解决与大股东之间的同业竞争，公司拟收购水务集团建设的 8 个污水处理项目的资产以及与其相关的债权债务，新收购的污水处理项目将按资本金收益率 6.6% 进行价格核定。此外，武汉控股承诺 2028 年 8 月前解决与集团的同业竞争。

表 13：与股东存在同业竞争的上市公司梳理

证券代码	上市公司	控股股东	避免同业竞争承诺	进展
601158.SH	重庆水务	重庆德润环境有限公司	2023年6月30日，重庆市财政局将持有的重庆环投 100% 转让给水务集团，重庆环投集团所涉及的乡镇污水处理业务与公司部分业务存在重叠，将根据双方签署的《避免同业竞争协议》的相关安排，解决潜在同业竞争。	2024/6/12 公告，为解决与大股东之间的同业竞争，公司拟收购水务集团建设的 8 个污水处理项目的资产以及与其相关的债权债务
600168.SH	武汉控股	武汉市水务集团有限公司	2023年7月19日，公司发布同业竞争承诺，自本次承诺变更事项获得武汉控股股东大会批准后 5 年内，在水务集团自来水业务资产盈利能力提高并具备注入上市公司条件的情况下，武汉控股有权按合理价格优先收购该等业务资产，从而实现水务集团自来水业务的整体上市，以彻底解决水务集团与武汉控股之间的同业竞争；届时如水务集团自来水业务资产盈利能力仍不具备注入上市公司条件，水务集团承诺于本次承诺到期前由水务集团或其下属企业回购宗关、白鹤嘴水厂资产。	进行中
000605.SZ	渤海股份	天津水务集团有限公司	水务集团 2021 年底出具《关于避免同业竞争的承诺》，承诺通过将水务集团区域内水务资源进一步划分和整理，细分业务市场，梳理和优化业务结构；并在本次并购的股份过户完成之日起三年内，采取包括但不限于相关符合条件的资产注入上市公司、剥离或对外转让等方式解决本公司和渤海股份的同业竞争问题。	进行中
000544.SZ	中原环保	郑州公用事业投资发展集团有限公司	2014-2016 年资产重组期间，公用集团、净化公司做出避免同业竞争相关承诺，郑州新区污水处理厂和双桥污水处理厂未来如果与上市公司构成同业竞争，待建设完工后，采取相关措施彻底解决同业竞争问题。	已完成

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

四、投资建议

2024-2028年中央10万亿资金化存量隐债，地方政府债务压力有望得到缓释，支付能力有望加强。作为应收账款积累较多的环保行业有望受益于本轮化债，迎来报表修复与估值提升。我们看好优质运营类资产——水务&垃圾焚烧行业的中长期增长潜力。

1、化债或将利好运营类资产估值修复。环保行业由于地方政府存量欠款规模大，且付费时间存在较大不确定性，导致板块估值长期受到压制，而优质运营类资产也因此遭受错杀。2018年以后，水务及垃圾焚烧板块业绩杀估值。我们认为若此轮化债能解决地方政府欠费问题，环保板块存量资产有望得到估值修复，尤其现金流持续向好，分红能力不断提升的运营类资产估值有望修复到合理水平；

2、运营类资产G端欠款占比高，化债有望加快回款速度，优化企业现金流。水务应收账款主要来自污水处理费，垃圾焚烧应收款主要来自垃圾处理费和国补电费，均依赖中央/地方财政。2018-2024H1水务、垃圾焚烧行业一年内应收款占比分别下降20pct、23pct，而三年期以上账款比例基本平稳，化债有望优化企业报表；

3、公用事业价格改革及收并购有望增厚运营类资产中长期盈利。关注自来水业务占比高、运营毛利率高的公司。同时，环保行业进入存量竞争时期，关注具有收并购机会及资产注入可能的相关公司。

表 14: 主要运营类环保企业估值表 (2025.1.10)

公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (x)				PB (x)	股息率 (%)
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
伟明环保	335.13	20.48	27.74	35.04	42.74	13.31	12.06	9.54	7.83	2.67	1.27
三峰环境	130.58	11.66	12.75	14.10	15.45	10.81	10.28	9.30	8.49	1.18	3.01
绿色动力	71.77	6.29	6.12	6.57	7.13	14.70	13.66	12.52	11.45	1.06	2.50
永兴股份	120.42	7.35	7.82	9.55	10.50	0.00	15.03	12.50	10.70	1.17	3.89
瀚蓝环境	178.89	14.30	16.85	18.14	19.82	9.88	10.60	9.84	9.03	1.36	2.19
旺能环境	59.88	6.03	6.33	7.24	7.74	10.86	9.49	8.26	7.72	0.90	3.56
兴蓉环境*	207.42	18.43	20.91	22.83	24.77	9.22	9.93	9.03	8.37	1.17	2.45
洪城环境*	117.24	10.83	11.69	12.35	12.89	9.54	9.92	9.41	9.04	1.31	4.83
重庆水务	216.48	10.89	8.44	8.99	9.40	25.00	25.06	23.74	22.55	1.27	3.75
中原环保	79.24	8.60	10.96	11.79	13.27	7.86	7.26	6.72	5.98	0.95	2.21

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: *公司盈利预测来自信达证券研究所

五、风险提示

1、化债政策执行力度不及预期；各地化债资金的落实存在时间和规模的不确定性，地方政府化债资金是否会用于环保行业化债，以及环保企业是否会真正受益需要进一步跟踪

2、应收账款收回不及时；环保企业应收账款来自政府客户较多，若存量应收账款规模继续增大且账期持续延长可能带来信用减值增加风险，影响当期业绩。

3、价格改革推进不及预期。水价改革为长期趋势，但短期可能由于经济、社会等问题阻碍，存在调价滞后的可能。

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，CPA，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，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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。

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，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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理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。