

创业环保(600874.SH)/天津创业环保股份(01065.HK)

稳中求进，分红可期

核心观点：

- **2024 年自由现金流转正，收入结构改善。**根据 Wind，公司 1994/95 年 H 股/A 股上市，为主营污水处理的天津市国企，天津市国资委持股 45.57%。2024 年公司实现营收 48.27 亿元（同比+3.48%）、归母净利润 8.07 亿元（同比-6.7%），水务业务贡献 86% 的收入，2024 年危废收购项目计提 1.5 亿元商誉减值，预计 2025 年影响消退。伴随高毛利的运营业务收入占比持续提升，公司毛利率持续提升至 2024 年的 39.8%。2024 年公司经营性现金流 13.82 亿元（同比+39%），投资性现金流出 7.45 亿元（同比-54.6%），2024 年首次实现自由现金流转正。
- **污水业务立足天津、全国扩张，稳健、机遇并存。**根据债券募集说明书，截至 24 年公司在手污水/再生水/自来水产能 527/48/31.5 万吨/日，其中 36.1% 的水务产能位于天津，23 年天津污水市占率 55%，2019-24 年公司污水处理量/价复合增速 4.5%/5.3%，期待污水处理价向用户端理顺。此外截至 24 年公司分布式光伏装机 38MW，储能容量 22.65MW。
- **历史分红比例 30%-40%、期待后续提升，关注应收账款改善弹性。**根据 Wind，公司历史分红比例 30%-40%，2024 年公司分红 2.67 亿元，分红比例 33%（同比+3pct），对应当前市值 A/H 股息率 2.9%/5.15%，按 24 年分红比例测算 25 年 H 股股息率 6.0%。2024 年公司各类应收账款 68.54 亿元，和当前市值比值为 75%，化债政策下改善弹性突出。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-27 年实现归母净利润 9.47/9.77/10.25 亿元，对应最新 A 股 PE 9.68/9.39/8.95X，H 股 PE 5.47/5.30/5.05X。公司分红提升和应收账款改善弹性突出，参考可比公司给予 2025 年 12 倍 PE，对应 A 股合理价值为 7.24 元/股，参考近 3 个月 AH 平均溢价率得 H 股合理价值 4.13 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**应收账款风险，水价调整风险，政策与市场风险。

盈利预测：

备注：港元汇率按照 1.092 计算。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4665	4827	4978	5068	5151
增长率（%）	3.2%	3.5%	3.1%	1.8%	1.6%
EBITDA（百万元）	2150	2292	2420	2503	2590
归母净利润（百万元）	865	807	947	977	1025
增长率（%）	15.2%	-6.7%	17.3%	3.1%	4.9%
EPS（元/股）	0.55	0.51	0.60	0.62	0.65
市盈率（P/E）	10.09	11.71	9.68	9.39	8.95
ROE（%）	9.5%	8.3%	9.2%	8.9%	8.9%
EV/EBITDA	7.45	7.27	6.74	6.24	5.71

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

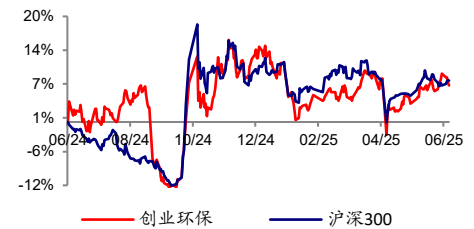
识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	5.84 元/3.60 港元
合理价值	7.24 元/4.13 港元
报告日期	2025-06-08

基本数据

股票代码	600874.SH	01065.HK
总股本（百万股）	1570.42	1570.42
流通股本（百万股）	1230.42	340.00
总市值（百万）	9,171 元	5,654 港元
一年内最高/低价	6.31-4.77 元	3.66-2.73 港元
30 日日均成交量（百万股）	8.37	0.84
30 日日均成交额（百万）	49 元	3 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	0.86	17.89

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

分析师：

陈舒心



SAC 执证号：S0260524030004



021-38003790



shchenshuxin@gf.com.cn

请注意，陈龙、陈舒心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：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、天津市国资水务公司，基本面稳健.....	5
（一）天津市国资污水处理公司，深耕水务 20 余年.....	5
（二）历史营收、业绩稳定增长，固危废、新能源提供新的增长极.....	6
（三）利润率稳中有升，2024 年自由现金流转正.....	8
二、污水业务立足天津、全国扩张，稳健、机遇并存.....	11
（一）污水处理：量、价齐升，期待污水处理费向用户端理顺.....	11
（二）危废：约每年 1.5 亿元商誉减值影响消退，期待盈利修复.....	16
（三）新能源：供冷供热为基石，分布式光伏、储能多点开花.....	17
三、关注应收账款改善弹性、分红提升潜力.....	19
（一）应收账款：2024 年各类应收账款 68.54 亿元，化债下期待改善.....	19
（二）分红：测算 2025 年 H 股股息率 6% 以上，仍有提升潜力.....	23
四、盈利预测及投资建议.....	26
五、风险提示.....	29

图表索引

图 1: 公司立足“一体两翼”布局, 多元拓展进程.....	5
图 2: 公司第一股东为天津市政投资有限公司(截至 2025Q1)	6
图 3: 2019-24 年公司营业收入复合增长率 11.1%.....	7
图 4: 2019-24 年公司归母净利润复合增长率 9.7%.....	7
图 5: 2019-24 年公司扣非归母净利润复合增长率 13.5%.....	7
图 6: 公司主营业务收入(单位: 亿元)	8
图 7: 污水处理贡献超 7 成收入.....	8
图 8: 公司主营业务毛利(单位: 亿元)	8
图 9: 公司主营业务毛利率	8
图 10: 公司期间费用率主要受到财务费用率影响	9
图 11: 2024 年公司财务、管理、研发费用均有上升.....	9
图 12: 2019-24 年公司毛利率与净利率稳中有升	9
图 13: 2024 年公司 ROE 有所下滑.....	9
图 14: 近两年公司平均借款利率有所下降	9
图 15: 2019-24 年公司现金流情况	10
图 16: 2019-24 年间公司经营现金流稳定增长	10
图 17: 2024 年公司自由现金流转正	10
图 18: 截至 2025Q1 公司总资产 255.11 亿元	11
图 19: 公司资产中主要为无形资产	11
图 20: 近年来公司资产负债率持续下降.....	11
图 21: 公司主要负债是长期借款.....	11
图 22: 公司通过自建+收购积极拓展新增水务产能.....	12
图 23: 公司水务产能中天津占 36.1%.....	12
图 24: 公司污水产能在天津市的市占率为 55%左右.....	12
图 25: 2024 年公司天津污水+再生水产能 219 万吨/日	12
图 26: 2019-24 年特许经营污水处理量复合增速 4.5%	15
图 27: 2019-24 年特许经营污水处理价复合增速 5.3%	15
图 28: 2019-24 年污水运营收入复合增速 10.1%	15
图 29: 公司污水处理业务成本组成情况.....	15
图 30: 公司污水运营业务毛利率保持稳定高位.....	16
图 31: 截至 2024 年底公司商誉已清零.....	17
图 32: 2024 年公司计提 1.5 亿元商誉减值损失	17
图 33: 近年来公司危废业务营收显著下滑	17
图 34: 2024 年公司危废业务毛利亏损 1972 万元	17
图 35: 公司供冷供热收入受工程收入影响有所波动.....	18
图 36: 2024 年公司供冷供热业务毛利率回升至 17%.....	18
图 37: 2024 年底公司各应收账款合计 68.54 亿元	19
图 38: 2024 年公司计提信用减值损失 9404 万元	19
图 39: 2024 年底公司各类应收账款和市值比值为 75%(收盘价: 2025/6/6)	20
图 40: 2025Q1 公司应收账款达到 40.37 亿元.....	21

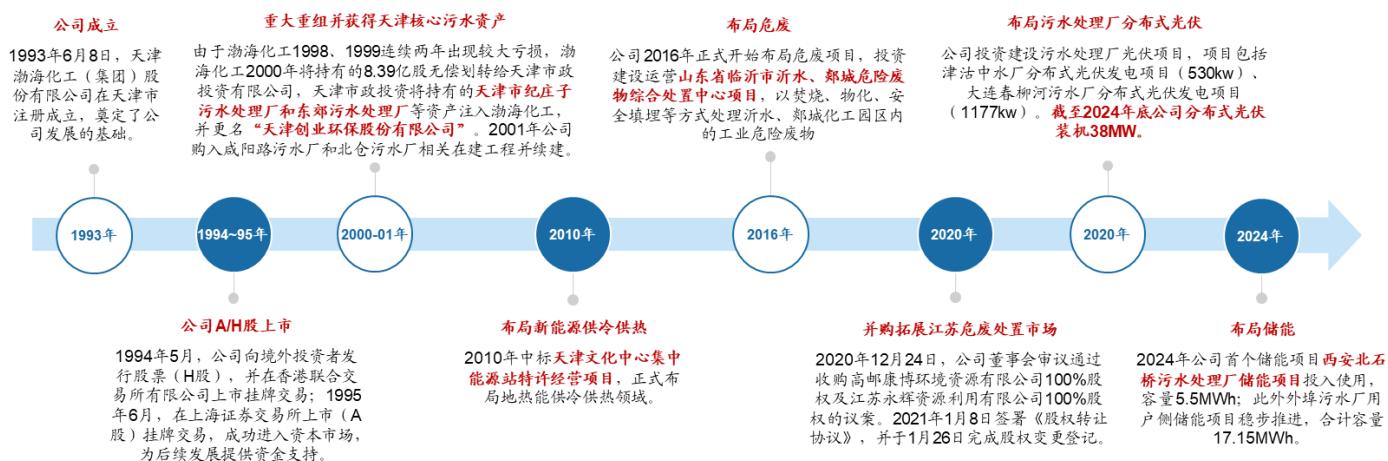
图 41: 近三年公司应收账款周转天数持续上升	21
图 42: 2019-24 年公司应收账款账龄分布	21
图 43: 公司 1 年内应收账款比例下降	21
图 44: 公司应收账款主要来自政府客户	22
图 45: 公司应收账款分客户计提比例情况	22
图 46: 2024 年长期应收款中 32.75 亿元为应收水费	23
图 47: 公司长期应收款计提比例和应收账款相同	23
图 48: 公司 20 余年来坚持分红, 2024 年分红比例提升 3pct	24
图 49: 公司历史 A 股股息率在 2-3% 左右, H 股股息率在 4-5% 左右	24
图 50: A 股、港股、美股水务行业公司 PE 比较	25
图 51: A 股、港股、美股水务行业公司分红比例比较	25
图 52: A 股、港股、美股水务行业公司股息率比较	25
表 1: 公司 2020 年股票期权激励计划业绩目标完成情况	6
表 2: 截至 2024 年底公司在手污水处理项目情况	12
表 3: 截至 2024 年底公司在手再生水处理项目情况	14
表 4: 截至 2025 年 3 月底公司主要在建/拟建项目情况	14
表 5: 《天津市中心城区四座污水处理厂特许经营水价调整工作备忘录》主要内容	15
表 6: 截至 2024 年底公司危废项目情况	16
表 7: 公司部分新能源供冷供热项目情况	18
表 8: 截至 2024 年底公司分布式光伏装机 38MW	18
表 9: 《关于天津市 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》主要内容	20
表 10: 2024 年公司按单项计提的主要应收账款坏账计提情况	22
表 11: 2024 年公司按组合计提的政府客户应收账款坏账计提情况	22
表 12: 2024 年公司按组合计提的其他客户应收账款坏账计提情况	22
表 13: A 股、港股、美股水务行业公司样本 (收盘价: 2025/6/6)	25
表 14: 创业环保收入拆分 (单位: 亿元)	27
表 15: 创业环保同业估值对比 (收盘价: 2025/6/6)	29

一、天津市国资水务公司，基本面稳健

（一）天津市国资污水处理公司，深耕水务 20 余年

深耕水务行业20余年，自建+收购积极拓展水务业务。根据公司债券募集说明书、公司财报、对外投资公告等，创业环保成立于1993年，历经1994年港股上市、1995年A股上市、2001年重组更名等重要阶段，历史上通过自建+收购积极拓展水务产能，截至2024年底公司在手污水处理产能527万吨/日、再生水产能48万吨/日、自来水产能31.5万吨/日，合计606.51万吨/日，业务以天津市为主，共覆盖15个省市自治区。此外公司近年来积极布局“一体两翼”，在“一体”水处理主业以外，布局新能源（包括供冷供热、污水+分布式光伏、储能等）和固危废业务。2024年公司实现收入48.27亿元（同比+3.48%）、归母净利润8.07亿元（同比-6.70%）。公司2024年现金分红2.67亿元，分红比例达33.07%（同比+3pct），对应A股股息率2.9%、H股股息率5.15%。

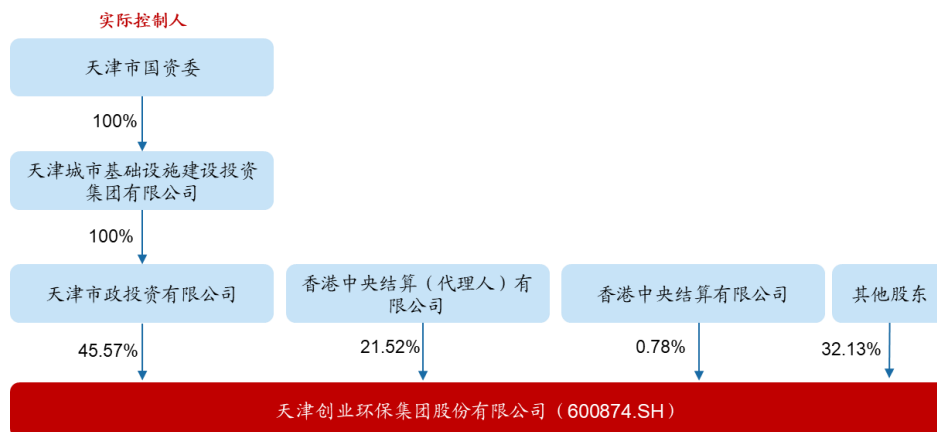
图 1：公司立足“一体两翼”布局，多元拓展进程



数据来源：公司中标公告，公司财报，公司收购公告，债券募集说明书，广发证券发展研究中心

公司第一大股东为天津市政投资有限公司，实控人为天津市国资委。根据Wind，公司第一大股东天津市政投资有限公司持有持有公司7.16亿股，占总股本的45.57%，实际控制人为天津市国资委。此外香港中央结算（代理人）有限公司（为AH两地上市的公司代理H股股份）、香港中央结算有限公司（北向资金通过沪港通/深港通持股）分别持有公司股份的21.52%和0.78%。

图 2：公司第一大股东为天津市政投资有限公司（截至2025Q1）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司2020年发布股票期权激励计划。公司2020年底发布股票期权激励计划草案，授予激励对象1427万份期权，占总股本的1%，激励对象为包括公司董事、高管、核心技术管理骨干人员等的共155人。预留授予的股票期权的行权价格为6.98元/股，后由于公司实施现金分红行权价格逐步调整至6.52元/股。激励计划的业绩考核条件为以2019年为基准2021-2023年的营收增长率不低于35%、50%、70%，年度加权平均净资产收益率不低于7.5%、7.75%、8%，其中2021-2022年业绩考核条件均已达成，2023年营收增长率目标未达成。

表 1：公司2020年股票期权激励计划业绩目标完成情况

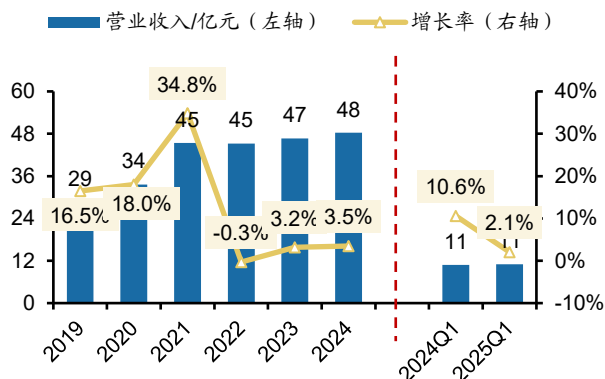
	2021		2022		2023	
	考核目标	实际情况	考核目标	实际情况	考核目标	实际情况
营收增长率（以2019年为基准）	35%	59.1%	50%	58.6%	70%	63.6%
加权平均净资产收益率	7.50%	10.11%	7.75%	9.88%	8.00%	9.89%

数据来源：公司财报，《创业环保2020年股票期权激励计划（草案）》，广发证券发展研究中心

（二）历史营收、业绩稳定增长，固危废、新能源提供新的增长极

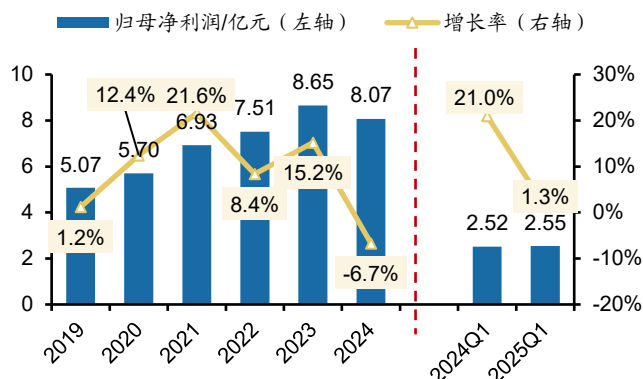
历史营收、业绩保持9~11%复合增速，2025年开始危废商誉减值影响消退。根据ifind，污水处理运营及工程贡献公司主要营收业绩，过去公司通过自建与收购相结合的方式积极拓展水务产能，推动营收利润持续增长，2019-24年营收、归母净利润复合增速达11.1%、9.7%，近年来营收增速相对放缓主要由于污水处理在建产能减少、工程收入下降。2024年公司实现营收48.27亿元（同比+3.48%）、归母净利润8.07亿元（同比-6.7%），其中危废资产收购带来的商誉减值损失1.50亿元，截至2024年底商誉已全部计提完毕。2024年归母净利润下滑主要由于利息收入减少导致财务费用同比增加1.32亿元。2025Q1公司实现营收11.02亿元（同比+2.1%）、归母净利润2.55亿元（同比+1.3%），业绩稳定增长。

图 3: 2019-24年公司营业收入复合增长率11.1%



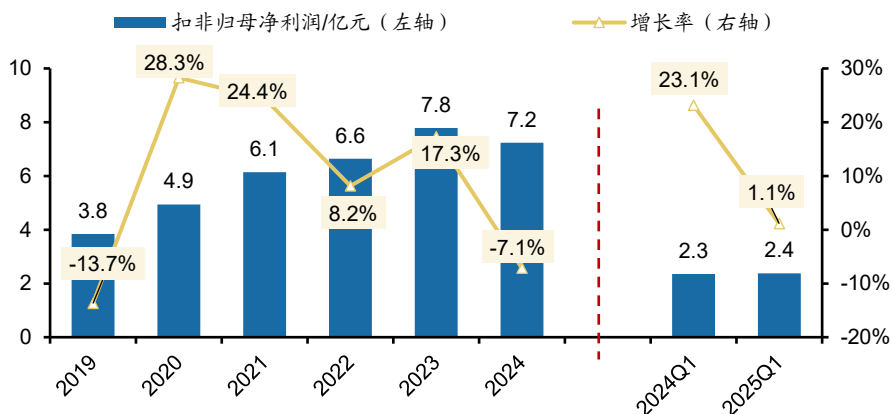
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019-24年公司归母净利润复合增长率9.7%



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019-24年公司扣非归母净利润复合增长率13.5%

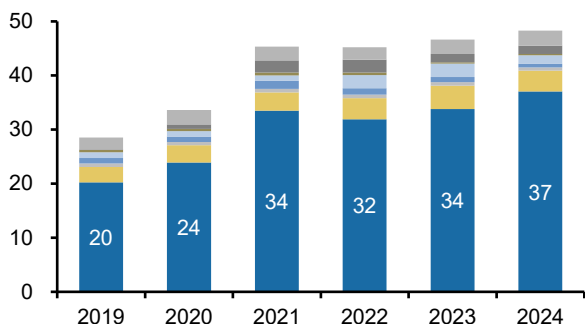


数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

公司收入、利润主要由污水处理业务贡献，固危废、新能源有望提供新的增长极。根据ifind，公司收入利润主要由水务业务贡献，2024年污水、再生水、自来水业务合计贡献收入的86%，分别贡献收入37.06、3.82、0.64亿元，占比分别为76.8%、7.9%、1.3%。此外立足于“一体两翼”，公司积极拓展新能源供冷供热和危废处置，2024年分别贡献收入1.62、1.5亿元，收入占比为3.4%、3.1%。从毛利率来看，水务业务毛利率相对稳定，近年来污水业务毛利率持续稳步提升主要由于其中低毛利的工程收入占比不断下降，2024年毛利率已提升至44%；供冷供热业务毛利率存在一定波动主要由于根据建设进度确认低毛利的建造收入及成本；危废处置业务毛利率持续下降，2024年已下降至-13.2%，主要由于危废行业供大于求、市场竞争激烈，危废处置单价持续下降。

图 6: 公司主营业务收入 (单位: 亿元)

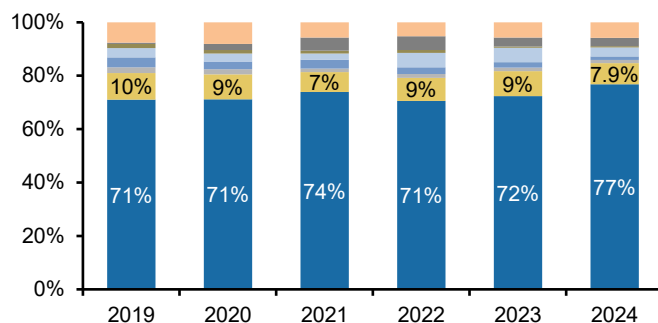
■ 污水处理及建设 ■ 再生水处理及建设 ■ 道路收费
 ■ 自来水供水及建设 ■ 供冷供热及建设 ■ 科研成果转化
 ■ 危废处置 ■ 其他



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 7: 污水处理贡献超7成收入

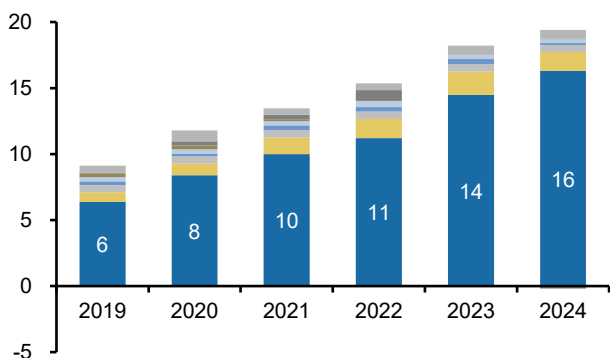
■ 污水处理及建设 ■ 再生水处理及建设 ■ 道路收费
 ■ 自来水供水及建设 ■ 供冷供热及建设 ■ 科研成果转化
 ■ 危废处置 ■ 其他



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 8: 公司主营业务毛利 (单位: 亿元)

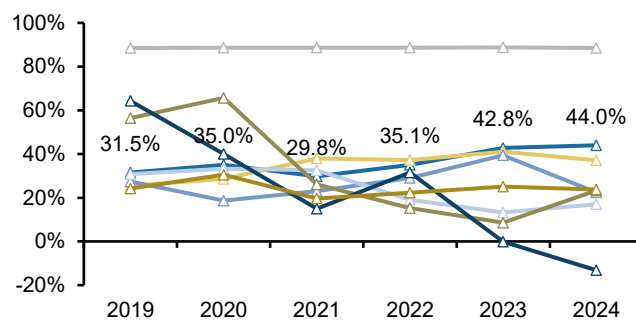
■ 污水处理及建设 ■ 再生水处理及建设 ■ 道路收费
 ■ 自来水供水及建设 ■ 供冷供热及建设 ■ 科研成果转化
 ■ 危废处置 ■ 其他



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司主营业务毛利率

—△— 污水处理及建设 —△— 再生水处理及建设
 —△— 道路收费 —△— 自来水供水及建设
 —△— 供冷供热及建设 —△— 科研成果转化
 —△— 危废处置 —△— 其他

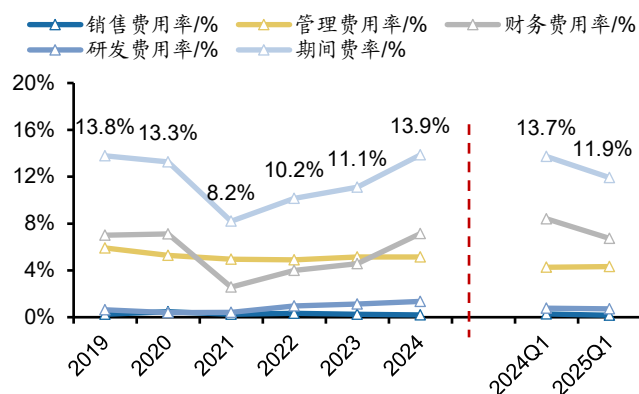


数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

(三) 利润率稳中有升, 2024 年自由现金流转正

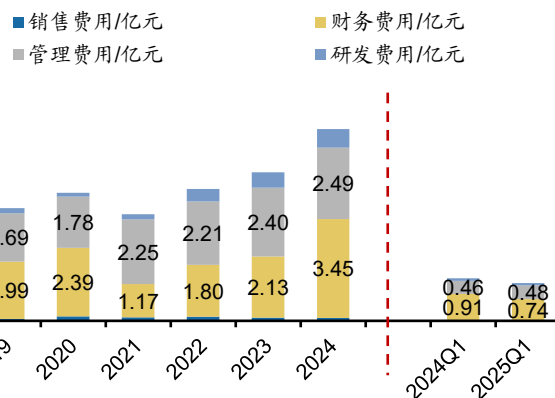
公司财务费用变动受长期应收款确认利息收入影响, 整体利润率稳中有升。根据ifind, 从费用端来看, 期间费用率中变动主要来自财务费用率, 2024年期间费用率为13.9%。公司财务费用变动较大主要由于2021年根据14号会计准则将应收可用性服务费却认为长期应收款并确认利息收入, 2024年重新调整利息计算方式导致利息收入下降, 2024年公司财务费用达3.45亿元 (同比+61.85%), 近年来财务费用率持续增长, 2024年为7.1%, 但测算近两年平均借款利率持续下降, 期待后续财务费用压降。公司管理费用小幅增长, 管理费用率基本保持在5%左右, 2024年管理费用为2.49亿元 (同比+3.6%)。伴随高毛利的运营业务收入占比持续提升, 公司毛利率持续提升至2024年的39.8%, 净利率基本保持稳定, 2024年净利率为16.7%。

图 10: 公司期间费用率主要受到财务费用率影响



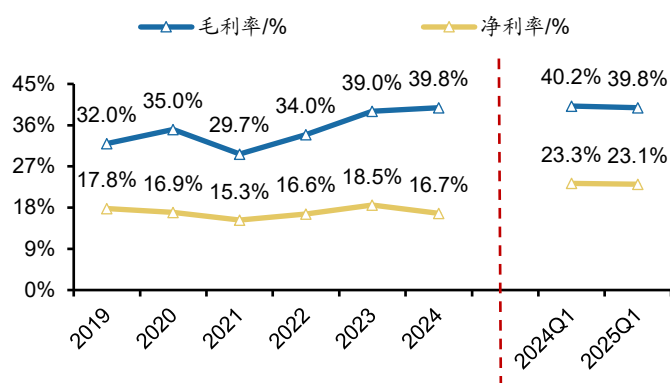
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2024年公司财务、管理、研发费用均有上升



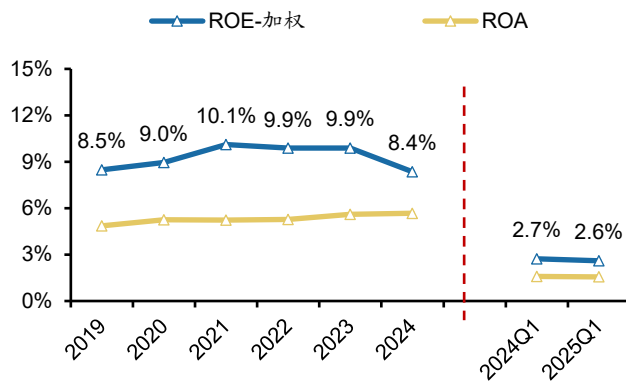
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 12: 2019-24年公司毛利率与净利率稳中有升



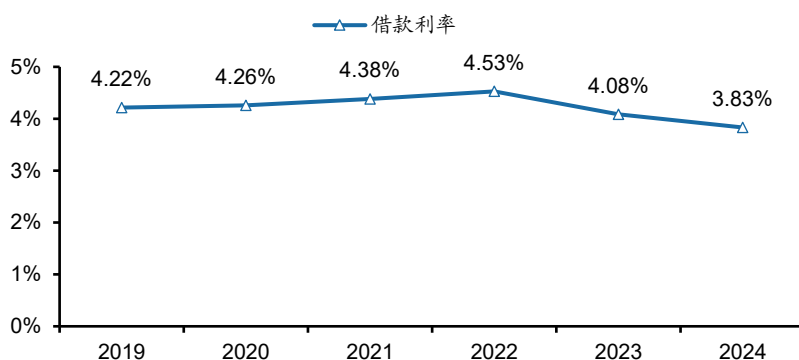
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2024年公司ROE有所下滑



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 14: 近两年公司平均借款利率有所下降

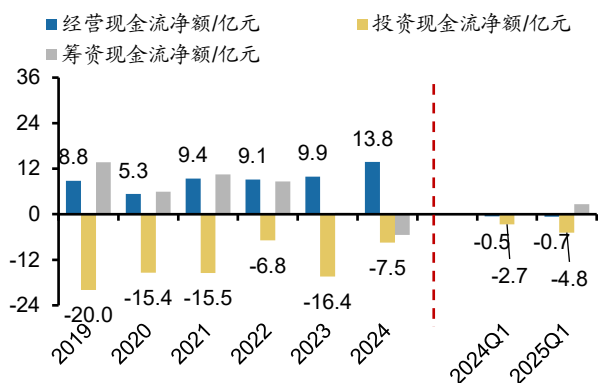


数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

备注: 公司平均借款利率=年度利息支出/年初和年末有息借款的平均值

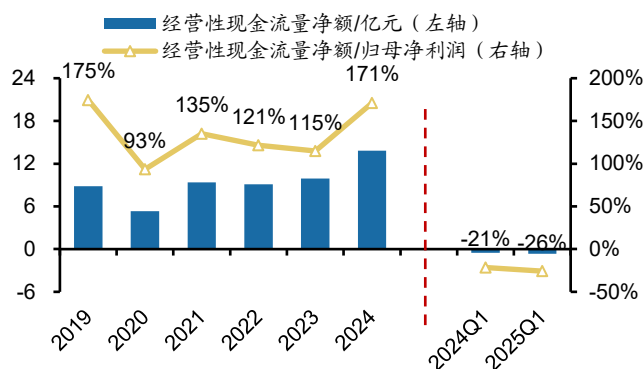
伴随资本开支收缩，期待公司未来自由现金流持续为正。根据ifind，公司经营性现金流主要来自污水处理费收入，历史上经营性现金流持续稳定提升，2024年公司实现经营活动现金流量净额13.82亿元（同比+39.31%），主要由于天津市水务局回款增加、运营成本压降及特许经营权投资款减少，2024年净现比为1.71。此外伴随水务行业进入资本开支末期，公司在手水务项目减少，投资性现金流压缩，2024年投资活动现金流净流出7.45亿元（同比-54.6%）。2024年公司自由现金流（由经营性现金流净额+投资性现金流净额简算）转正至6.37亿元，伴随后续经营性现金流持续改善、资本开支收缩，期待公司未来自由现金流持续为正。

图 15: 2019-24年公司现金流情况



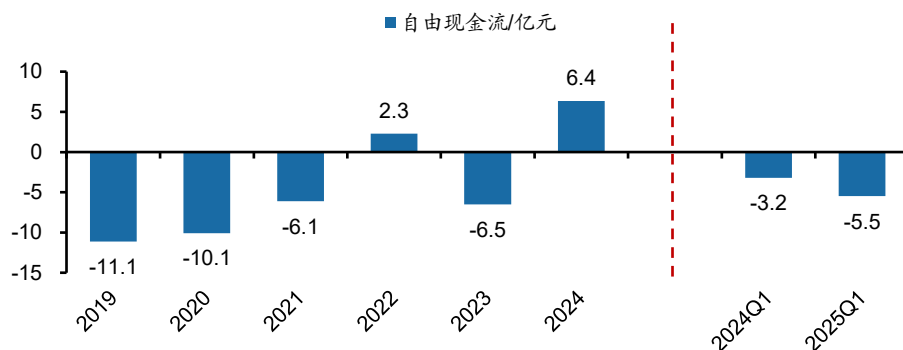
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2019-24年间公司经营现金流稳定增长



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2024年公司自由现金流转正

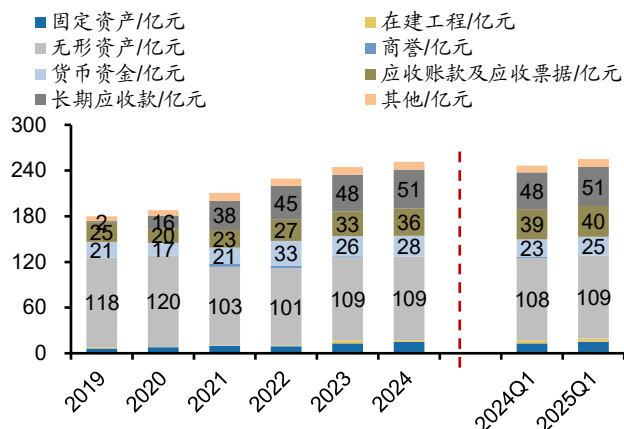


数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

备注: 自由现金流由经营性现金流净额-投资性现金流净额粗略测算

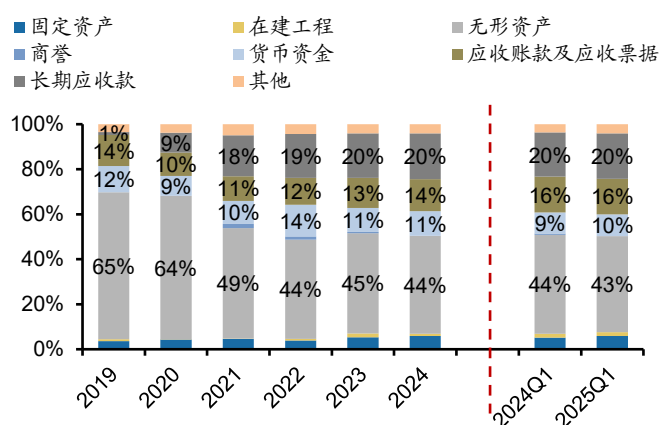
资产负债率持续压降，截至2025Q1公司资产负债率为57%。根据ifind，资产端，截至2025Q1公司总资产规模达255.11亿元，其中主要为无形资产（特许经营权）、应收账款和长期应收款，截至2025Q1规模达到108.78、40.37、51.46亿元。负债端，截至2025Q1公司总负债达144.37亿元，其中主要为匹配水务项目的长期借款。近年来公司资产负债率持续下降，从2019年的60.3%下降至2024年的57.1%，带息负债率基本保持在40%左右，资产负债结构健康。

图 18: 截至2025Q1公司总资产255.11亿元



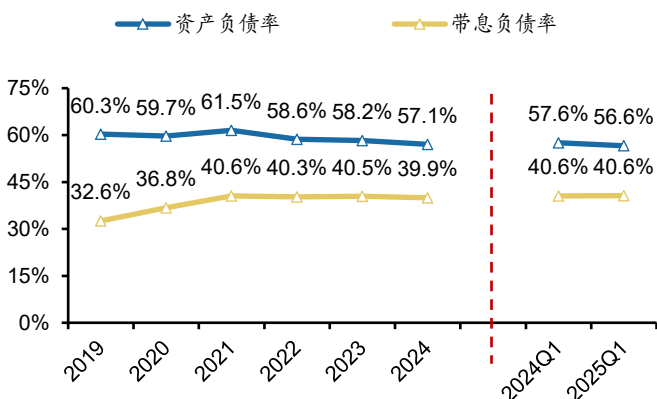
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司资产中主要为无形资产



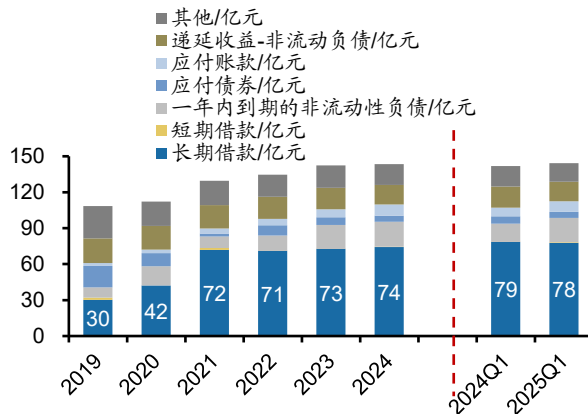
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 20: 近年来公司资产负债率持续下降



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 21: 公司主要负债是长期借款



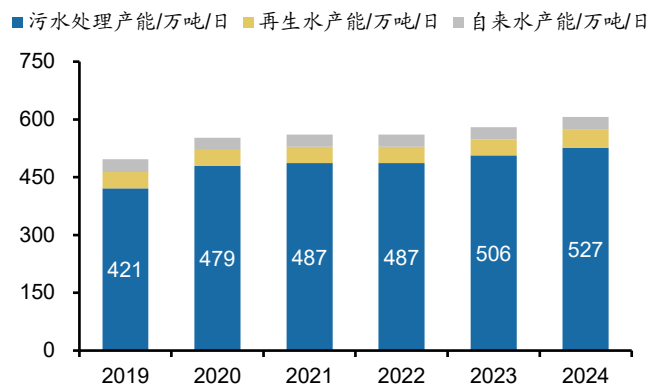
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

二、污水业务立足天津、全国扩张, 稳健、机遇并存

(一) 污水处理: 量、价齐升, 期待污水处理费向用户端理顺

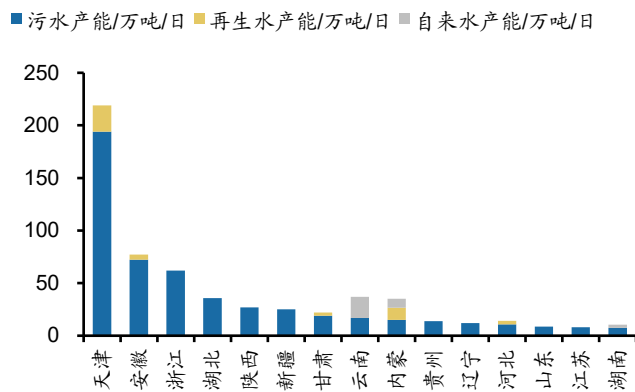
截至2024年底公司在手水务产能合计606.51万吨/日, 公司水务产能中天津占36.1%。根据公司债券跟踪评级报告、债券募集说明书, 历史上公司通过自建+收购积极拓展新增水务产能, 2019-2024年水务产能复合增速为4.1%。截至2024年底公司在手污水处理产能527万吨/日、再生水产能48万吨/日、自来水产能31.5万吨/日, 合计606.51万吨/日。公司污水产能覆盖15个省市自治区, 其中天津污水处理产能194万吨/日、再生水产能25万吨/日, 占公司水务产能的36.1%, 公司在天津市污水市占率55%左右, 其他项目主要分布在安徽、浙江、湖北等省份。截至2025年3月底公司在建项目总投资9.96亿元, 尚需投资4.57亿元, 其中瓮安县三期污水处理厂建设项目二期(2万吨/天)、会泽县城污水处理厂三期建设(扩容, 1.5万吨/日)、克拉玛依市南郊污水处理厂项目(6万吨/日)预计将在2025年投产贡献利润增量。

图 22: 公司通过自建+收购积极拓展新增水务产能



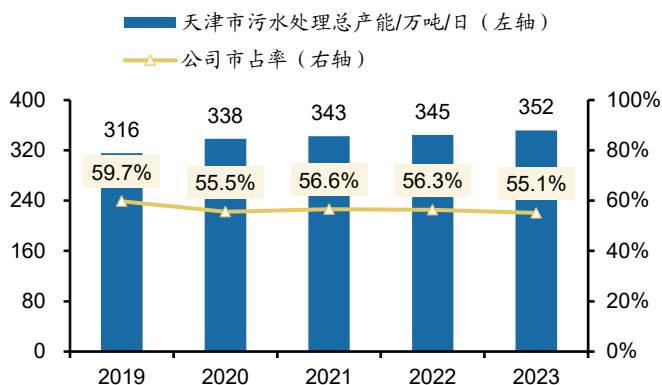
数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

图 23: 公司水务产能中天津占36.1%



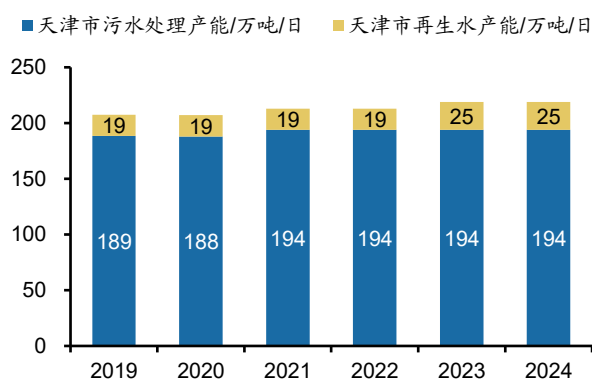
数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 债券募集说明书, 广发证券发展研究中心

图 24: 公司污水产能在天津市的市占率为55%左右



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 住建部《城乡建设统计年鉴》, 广发证券发展研究中心

图 25: 2024年公司天津污水+再生水产能219万吨/日



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

表 2: 截至2024年底公司在手污水处理项目情况

污水处理厂名称	地区	业务规模(万吨/日)	协议签订日期	特许经营期	建设运营模式
东郊污水处理厂	天津东丽	60			
津沽(纪庄子)污水处理厂	天津津南	65			
咸阳路污水处理厂	天津西青	45	2014/2/18	30	特许经营
北辰污水处理厂	天津北辰	15			
静海天宇科技园污水处理厂	天津静海	1	2017/11/24	30	BOT
宁河现代产业区污水处理厂	天津宁河	2	2017/11/17	30	BOT
天津市西青区大寺污水处理厂	天津西青	6	2021/5/21	15	TOT
春柳河污水处理厂(一期)	辽宁大连	12	2017/11/1	20	BOT
河北省石家庄市藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北石家庄	10.71	2019/3/26	30	BOT
文登市污水处理厂	山东文登	8	2007/12/19	30	TOT+BOT
文登市葛家镇污水处理厂	山东文登	0.5	2010/12/30	25	BOT
洪湖市污水处理厂	湖北洪湖	7	2005/12/29	30	TOT+ROT

咸宁永安污水处理厂	湖北咸宁	6	2008/10/16	33	BOT+ROT
洪湖市乡镇污水处理厂	湖北洪湖	2.16	2018/12/18	30	TOT+BOT
洪湖市乡镇污水处理厂（二期）	湖北洪湖	0.5	2021/3/18	28	BOT
赤壁市污水处理厂	湖北赤壁	6	2018/11/8	27	BOT
合肥市于湾污水处理厂	安徽合肥	5	2017/6/16	29	BOT
合肥市陶冲污水处理厂	安徽合肥	15	2018/11/28	29	ROT+BOT
阜阳市颍南污水处理厂	安徽阜阳	10	2005/12/18	30	TOT+BOT
阜阳市颍东污水处理厂（一期）	安徽阜阳	3	2009/8/10	30	BOT
阜阳市颍东污水处理厂（二期）	安徽阜阳	6	2019/8/26	20	BOT
界首市污水处理厂	安徽界首	5	2018/3/26		
光武循环经济工业园集中污水处理厂	安徽界首	1.5	TOT+BOT	30	TOT+BOT
界首市东城污水处理厂及配套管网	安徽界首	1	BOT		
界首市污水处理厂（第二批）	安徽界首	1.66	2019/3/2	30	BOT
界首市污水处理厂（第三批）	安徽界首	2	2021/5/13	30	BOT+ROT
安徽省含山县污水处理厂	安徽含山	2	2011/8/25	25	TOT
颍上县城南污水处理厂	安徽颍上	4	2016/6/16	30	BOT
安徽省六安市霍邱县城北第二污水处理厂（一期）	安徽霍邱	4	2020/1/2	30	BOT
宁乡经济技术开发区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	湖南宁乡	5	2017/6/5	30	BOT
宁乡经济技术开发区污水处理及回用工程 PPP 项目	湖南宁乡	2.5	2018/4/27	30	BOT
杭州市七格污水处理厂	浙江杭州	60	2006/11/20	25	TOT+BOT
宝应县仙荷污水处理厂	江苏宝应	8	2018/1/1	28	TOT+BOT
德清县乾元污水处理厂	浙江德清	1.8	2018/11/21	20	TOT
曲靖市西城污水处理厂	云南曲靖	3	2011/8/16	30	TOT
曲靖市两江口污水处理厂	云南曲靖	8	2005/12/25	30	TOT
会泽县城镇污水处理设施建设政府和社会资本合作（PPP）项目	云南会泽	4.33	2020/3/13	21	BOT
贵阳市小河污水处理厂（一期）	贵州贵阳	8	2003/12/10	30	TOT+BOT
施秉县县城及乡镇污水处理工程 PPP 项目	贵州施秉	0.86	2018/7/12	28	BOT
内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化 PPP 项目	内蒙古巴彦淖尔	15	2018/3/1	30	TOT
酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂	甘肃酒泉	10	2019/6/22	30	TOT+BOT
克拉玛依市第二污水处理厂	新疆克拉玛依	15	2016/11/4	27	TOT+DBOT
临夏市污水处理厂改扩建 PPP 项目	甘肃临夏	9	2017/5/13	30	BOT
邓家村污水处理厂	陕西西安	12			
北石桥污水处理厂	陕西西安	15	2008/3/18	25	TOT+BOT
克拉玛依市南郊污水处理厂	新疆克拉玛依	10	2023/3/27	30	TOT+ROT
恩施市大沙坝一期、二期（谭家坝）污水处理厂及配套管网工程特许经营项目	湖北恩施	10	2023/6/17	30	BOT+TOT
含山县污水处理厂二期及水环境综合提升特许经营项目	安徽含山	2	2023/9/25	13	TOT
瓮安县二期、三期污水处理厂	贵州瓮安	5	2024/1/16	30	BOT+TOT
会泽县城污水处理厂三期建设项目	云南会泽	1.5	2024/11/8	29	BOT
霍邱县城北污水处理厂	安徽六安	4	2024/11/8	40	TOT
赤壁市陆水工业园污水处理厂及配套管网项目	湖北赤壁	4	2024/11/15	40	TOT
芜湖市滨江污水处理厂	安徽芜湖	6	2024/12/31	40	BOT
合计				527.02	

数据来源：公司债券跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

表 3: 截至2024年底公司在手再生水处理项目情况

名称	地区	处理能力 (万吨/日)	运营模式
津沽再生水厂		7	自建及商业运营
咸阳路再生水厂		5	自建及商业运营
东郊再生水厂	天津	5	自建及商业运营
北辰再生水厂		2	自建及商业运营
张贵庄再生水厂		6	收购及商业运营
阜阳市中水利用工程水处理部分 TOT 项目	安徽	5	TOT
内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化 PPP 项目	内蒙古	11.5	TOT
河北省石家庄市藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北	3.5	BOT
酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂项目	甘肃	3	BOT
合计		48	

数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

表 4: 截至2025年3月底公司主要在建/拟建项目情况

项目名称	项目类别	总投资额 (亿元)	已投资额 (亿元)	处理能力 (万吨/日)	建设周期
天津市主城区再生水管网连通工程第二批项目	再生水	3.41	1.74	-	2022/10 - 2025/12
恩施市谭家坝污水处理厂及配套管网工程	污水处理	3.62	1.81	5	2023/08 - 2026/07
瓮安县三期污水处理厂建设项目二期工程	污水处理	0.45	0.36	2	2024/05 - 2025/04
会泽县城污水处理厂三期建设 (扩容)	污水处理	0.67	0.4	1.5	2024/05 - 2025/05
克拉玛依市南郊污水处理厂项目	污水处理	1.81	1.08	6	2023/12 - 2025/10
芜湖市滨江污水处理厂二期工程特许经营项目	污水处理	2.77	-	6	拟建 (40 年特许经营期限)
合计		9.96	5.39	14.5	

数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 全国公共资源交易平台, 《关于投资芜湖市滨江污水处理厂二期特许经营项目并设立项目公司的公告》, 广发证券发展研究中心

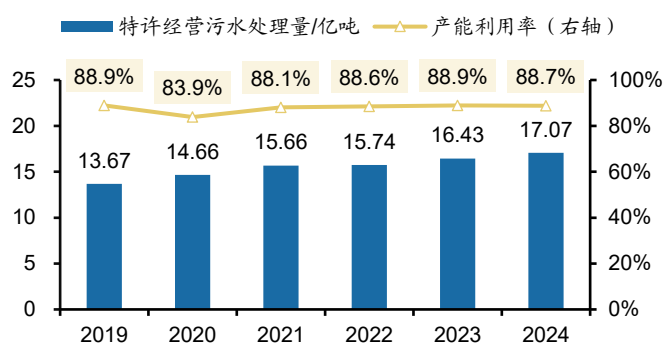
2019-2024年公司特许经营污水处理量、价复合增速4.5%、5.3%，期待污水处理价向用户端理顺。根据公司债券跟踪评级报告，伴随产能投产公司污水处理量持续稳定提升，且产能利用率持续保持89%左右的高位，2019-24年公司特许经营项目污水处理量复合增速4.5%，2024年公司特许经营污水处理量17.07亿吨（同比+3.9%），此外委托运营污水处理量0.47亿吨。从价格来看，伴随新项目投产、提标改造及运营成本提升，公司特许经营项目污水处理单价持续提升，从2019年的1.48元/吨提升至2024年的1.92元/吨，复合增速达到5.3%。2024年水价略有下滑主要由于根据《天津市中心城区四座污水处理厂特许经营水价调整工作备忘录》，2024年1月起公司位于天津市主城区的4座污水处理厂价格从此前的临时单价2.32元/吨调整至2.13元/吨。伴随政策端对于使用者付费的鼓励，期待污水处理价向用户端理顺，改善公司应收账款和现金流。

表 5: 《天津市中心城区四座污水处理厂特许经营水价调整工作备忘录》主要内容

重要信息	具体内容
调价范围及执行时间	自2024年1月1日起, 津沽、北辰、东郊、咸阳路(新厂)及咸阳路(老厂)15万吨/日临时应急项目的污水处理综合服务费率单价统一调整为2.13元/立方米, 原2.32元/立方米的临时单价终止, 不追溯调整此前已执行的价格。
调价依据与政策延续性	本次调价依据《天津市中心城区四座污水处理厂特许经营补充协议(三)》中“临时服务费终止时间”条款, 后续年度调价将按照《天津市纪庄子等四座污水处理厂特许经营协议》7.3条款执行, 即 根据成本核算和行业标准动态调整
老厂临时项目的特殊安排	咸阳路污水处理厂(老厂)15万吨/日临时应急项目同步执行2.13元/立方米单价, 原临时单价终止。该项目因需持续达标运行, 其调价与新厂同步, 但 不影响老厂其他常规业务的定价机制。
财务影响的审慎处理	公司已在2024年第一季度报告中按新单价编制财务数据, 无需追溯调整历史收入 , 避免了对过往业绩的冲击

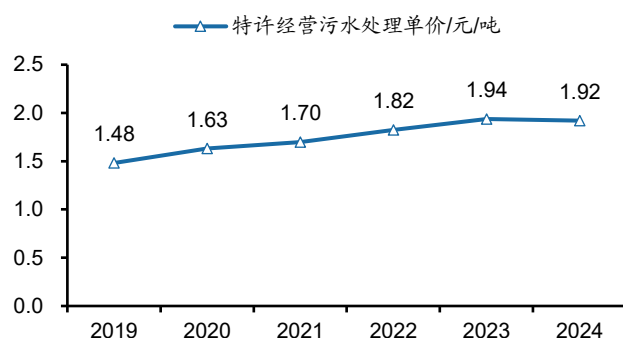
数据来源:《天津市中心城区四座污水处理厂特许经营水价调整工作备忘录》, 广发证券发展研究中心

图 26: 2019-24年特许经营污水处理量复合增速4.5%



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

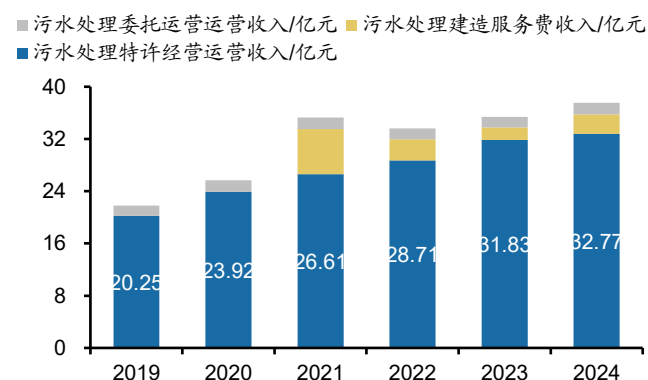
图 27: 2019-24年特许经营污水处理价复合增速5.3%



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

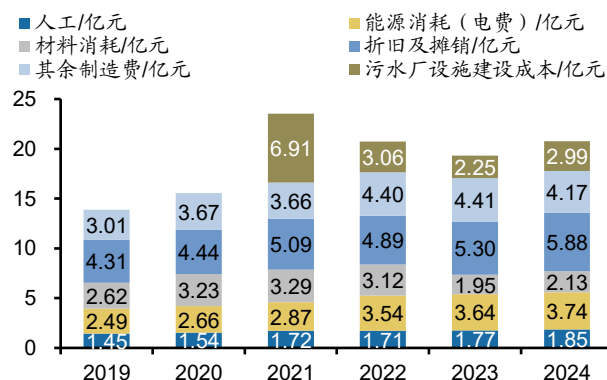
2019-24年污水运营收入复合增速10.1%，毛利率稳中有升，而低毛利的工程收入明显收缩。根据公司债券跟踪评级报告，公司污水业务收入包括特许经营运营、特许经营建造服务费和委托运营，其中污水运营收入伴随水量增长、水价提升稳步增长，2019-24年复合增速10.1%，2024年实现32.77亿元收入，毛利率保持稳定高位，近两年公司通过控制材料成本毛利率持续提升。根据14号会计准则2021年开始公司确认特许经营项目建造收入，而伴随水务行业进入资本开支末期、在手项目减少，建造服务费收入明显收缩，2024年实现3.03亿元建造服务收入，毛利率为1.38%，伴随低毛利的建造收入占比下降公司污水处理业务收入结构逐渐改善。此外委托运营收入保持在1.7亿元左右；

图 28: 2019-24年污水运营收入复合增速10.1%



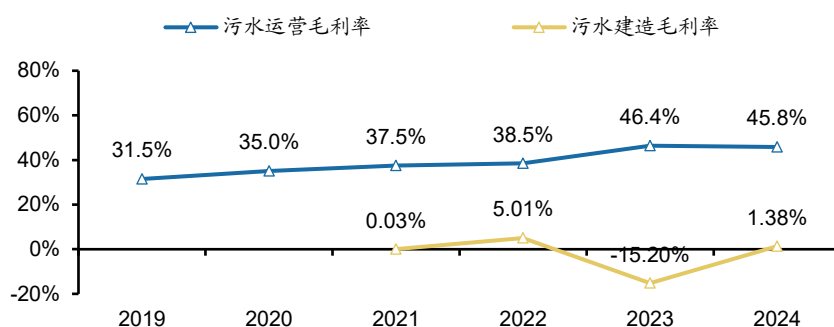
数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

图 29: 公司污水处理业务成本组成情况



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司污水运营业务毛利率保持稳定高位



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

(二) 危废: 约每年 1.5 亿元商誉减值影响消退, 期待盈利修复

截至2024年底公司危废产能18.13万吨/日, 主要位于山东、江苏。根据公司各对外投资、收购公告, 公司2016年正式开始布局危废项目, 投资建设运营山东省临沂市沂水、郯城危险废物综合处置中心项目, 以焚烧、物化、安全填埋等方式处理沂水、郯城化工园区内的工业危险废物。后2020年底收购江苏康博公司、永辉公司拓展江苏危废处置市场。截至2024年底公司拥有包括处置能力共18.13万吨/年的4个项目, 一座规模2万吨/年的收储、转运项目, 一座总库容31.46万吨的填埋项目, 废物综合利用规模7.8万吨/年, 主要分布在山东、江苏两省。

表 6: 截至2024年底公司危废项目情况

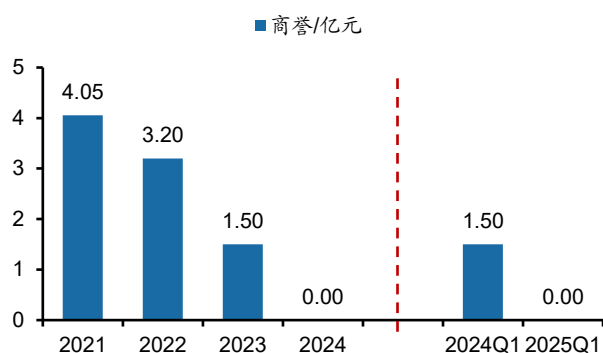
项目名称	地区	处理规模 (万吨/年)	总投资/收购价格 (亿元)	项目来源
沂水危险废物综合处置中心项目	山东临沂	4	3	自投自建
郯城危险废物综合处置中心项目	山东临沂	2.8	-	自投自建
东营危废转运站	山东东营	2	-	自投自建
郯城综合材料生态处置中心	山东临沂	计划 2021 年至 2022 年建设一期 2.05 万立方米填埋场, 处置总量为 2.67 万吨; 2023 年、2027 年计划分别建设二、三期项目, 建设期均为 1 年, 建设总容量为 22.15 万立方米, 处置总量为 28.80 万吨	4.70	自投自建
康博公司	江苏高邮	3	3.83	收购
永辉公司	江苏高邮	3	3.50	收购

数据来源: 公司财报, 《山东创业环保科技发展有限公司投资郯城综合材料生态处置中心的公告》, 《关于收购高邮康博环境资源有限公司 100%股权和江苏永辉资源利用有限公司 100%股权的公告》, 广发证券发展研究中心

危废收购项目2024年计提1.5亿元商誉减值, 预计2025年影响将消退, 此外期待经营性业绩改善。根据公司收购公告, 公司2020年底分别以3.83、3.5亿元收购江苏高邮康博公司、永辉公司各3万吨/日危废处置项目, 合并成本大于标的可辨认净资产公允价值份额的差额共5.05亿元确认为商誉, 后由于危废市场竞争加剧、工业外迁导致废料量下降、危废市场供大于求等影响, 公司危废收料量和处理单价下降, 计提商誉减值损失, 根据ifind, 2023-2024年分别计提1.7、1.5亿元。截至2024年底公司商誉已全部计提完毕直至清零, 预计2025年商誉减值对公司业绩的不利影响将消退, 对业绩有1.5亿元左右的正向影响。同样影响下近年来公司危废营收、业绩有所

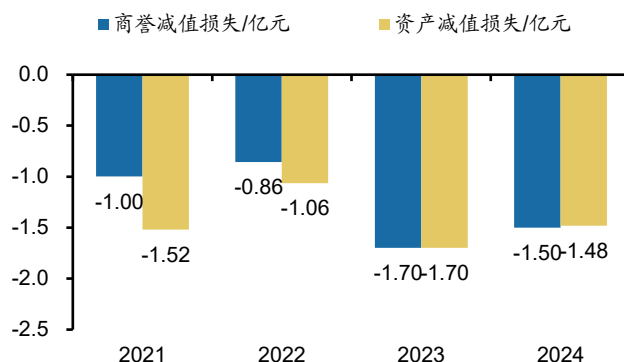
下滑，2024年公司危废业务毛利亏损1972万元，伴随行业部分小产能出清、竞争格局改善，期待毛利转正。

图 31：截至2024年底公司商誉已清零



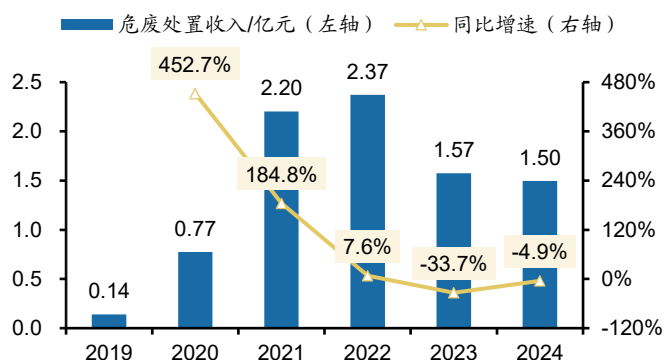
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 32：2024年公司计提1.5亿元商誉减值损失



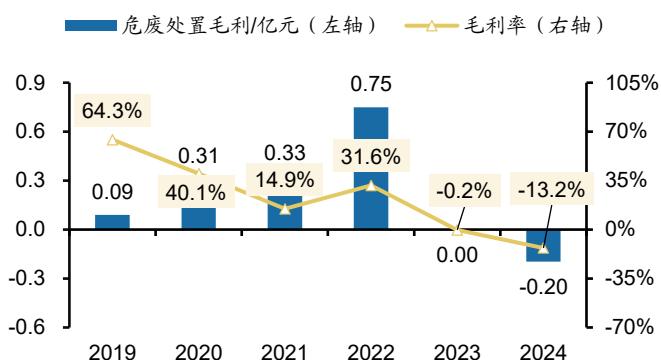
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 33：近年来公司危废业务营收显著下滑



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 34：2024年公司危废业务毛利亏损1972万元



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

（三）新能源：供冷供热为基石，分布式光伏、储能多点开花

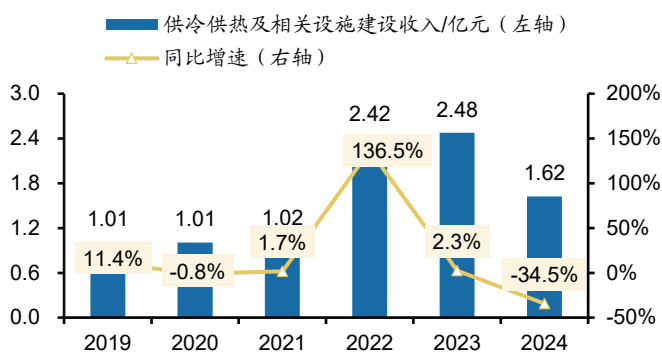
供冷供热：通过地热能等提供供冷供热服务，2024年新签委托运营等项目贡献未来业绩增量。根据公司各收购公告、债券募集说明书，公司以浅层、深层地热及电力等清洁能源为客户提供供冷供热服务，从2011年中标天津文化中心集中能源站特许经营项目开始正式布局，此后在天津陆续获取项目，2024年获得东丽区军粮城供热站委托运营项目和国家清洁能源与安全应急科技产业园可再生能源项目，新增服务面积305.56万平方米，截至2024年底公司总服务面积696万平方米，主要分布在天津和北京。公司历史供冷供热及相关设施建设收入受工程建设影响有所波动，2024年实现营收1.62亿元（同比-34.5%），同比下滑主要由于工程收入下降，同时毛利率相应提升至17%。未来伴随2024年公司新签项目贡献运营业绩增量，公司供冷供热业务仍有业绩弹性。

表 7: 公司部分新能源供冷供热项目情况

项目	项目获得时间	供热面积 (万平方米)	供冷面积 (万平方米)
天津市文化中心集中能源站项目	2011	36.30	36.30
天津黑牛城道 1#、2#能源站特许经营项目	2014	47.65	47.65
天津市侯台风景区 2#能源站特许经营项目	2015	76.96	20.1
天津市滨海新区文化中心 (一期) 能源站特许经营项目	2016	19.49	19.49
天津市侯台公园 1#能源站	2021	106.6	-
天津市金钟河大街南侧片区城市更新能源站项目	2021	50.33	-

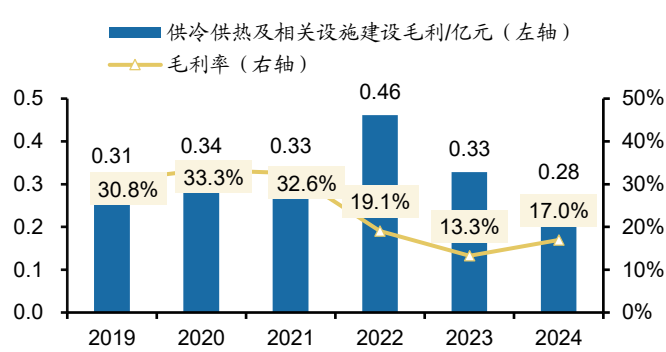
数据来源: 公司债券 2018 年跟踪评级报告, 公司债券募集说明书, 公司财报, 中标公告, 广发证券发展研究中心

图 35: 公司供冷供热收入受工程收入影响有所波动



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 36: 2024 年公司供冷供热业务毛利率回升至 17%



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

分布式光伏: 截至 2024 年底公司分布式光伏装机 38MW, 降低污水处理厂成本的同时余电上网。根据公司各对外投资公告, 公司利用污水处理厂的空间优势, 自 2020 年开始正式投资建设污水厂分布式光伏项目, 截至 2024 年底公司分布式光伏装机 38MW, 主要位于天津、辽宁、大连的污水处理厂。在降低污水处理厂电费成本的同时余电上网获得上网电费收入, 将同时段工业电价价格的 92% 作为计费标准, 目前电价在 0.64-0.65 元/度左右。公司作为天津市污水处理龙头企业, 拥有丰富污水处理厂资源, 后续有望持续开发污水处理厂-分布式光伏协同项目。

表 8: 截至 2024 年底公司分布式光伏装机 38MW

项目名称	项目位置	规划装机 (kW)	年均发电量 (万度)	总投资 (亿元)	定价模式
津沽中水厂分布式光伏发电项目	天津	530.32	55.58		
泰达冷链物流分布式光伏发电项目 (已终止)	天津	950.00	103.60	0.13	市场化定价
大连春柳河污水厂分布式光伏发电项目	辽宁大连	1177.00	132.98		
津沽厂项目	天津	15008.88	1500.33		发自自用、余电上网, 电费单价以同时段工业
咸阳路厂项目	天津	12020.72	1201.62	2.09	电价格的 92% 作为计费标准, 目前为 0.65
北仓厂项目	天津	5058.16	505.63		元/kwh
庐山化工园区危险废物综合处置中心分布式光伏发电项目	山东临沂	583.55	61.10	0.19	发自自用、余电上网, 电费单价以同时段业电价格的 92% 作为计费标准, 目前为 0.64 元
文登污水处理厂分布式光伏发电项目	山东威海	2910.60	284.99		/kwh,
合计		38239.23	3845.83	2.41	

数据来源: 公司财报, 《天津佳源兴创新能源科技有限公司向天津佳源鑫创新能源科技有限公司增资的公告》, 《设立天津天创绿能投资管理有限公司的公告》, 《第九届董事会第十七次会议决议公告》, 广发证券发展研究中心

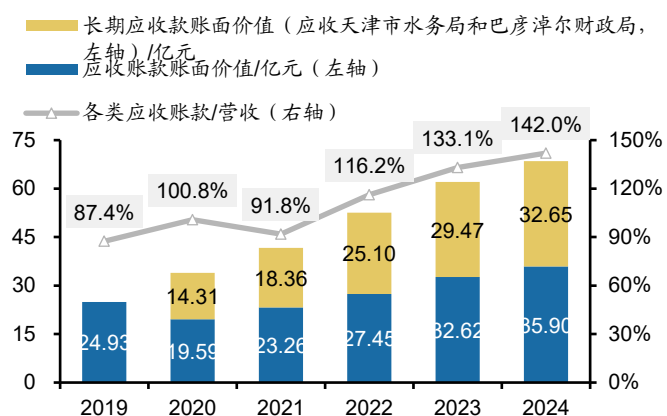
储能:截至2024年底公司储能容量合计22.65MW,未来公司有望积极拓展储能项目。根据公司2024年报,公司积极布局储能业务,2024年公司首个储能项目西安北石桥污水处理厂储能项目投入使用,容量5.5MWh;此外外埠污水厂用户侧储能项目稳步推进,合计容量17.15MWh。截至2024年底公司储能容量合计22.65MW,未来公司有望依托国企优势积极拓展储能项目,寻求新的业绩增长点。

三、关注应收账款改善弹性、分红提升潜力

(一) 应收账款: 2024年各类应收账款68.54亿元,化债下期待改善

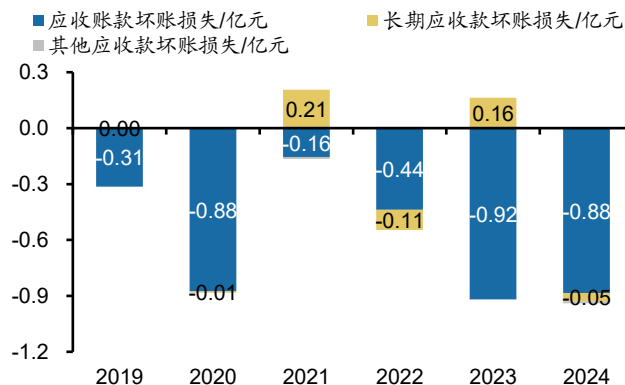
2024年底公司各类应收账款占当前市值比例达75%,化债政策下改善弹性突出。根据公司财报,公司各类应收账款包括应收账款以及长期应收款中来自天津市水务局、巴彦淖尔财政局的部分,2024年公司各类应收账款规模达到68.54亿元,2019-2024年复合增速达到22.4%。2024年公司计提信用减值损失9404万元,各类应收账款规模和营收的比值达到142%,和当前市值的比值达到74%,在各同行业公司中处于前列。但伴随2024年11月8日人大常委会提出“6+4”万亿化债方案,我们期待中央层面滚动化债、持续政策加码,推动相关主体循环起来、恢复发展信心的决心。叠加天津市财政局2025年1月27日发布的《关于天津市2024年预算执行情况和2025年预算草案的报告》中提出的“聚焦全口径化债年度重点任务,加快政策性债券额度发行使用,非标、高息隐性债务全部出清”,化债政策下期待公司应收账款、现金流改善。

图 37: 2024年底公司各应收账款合计68.54亿元



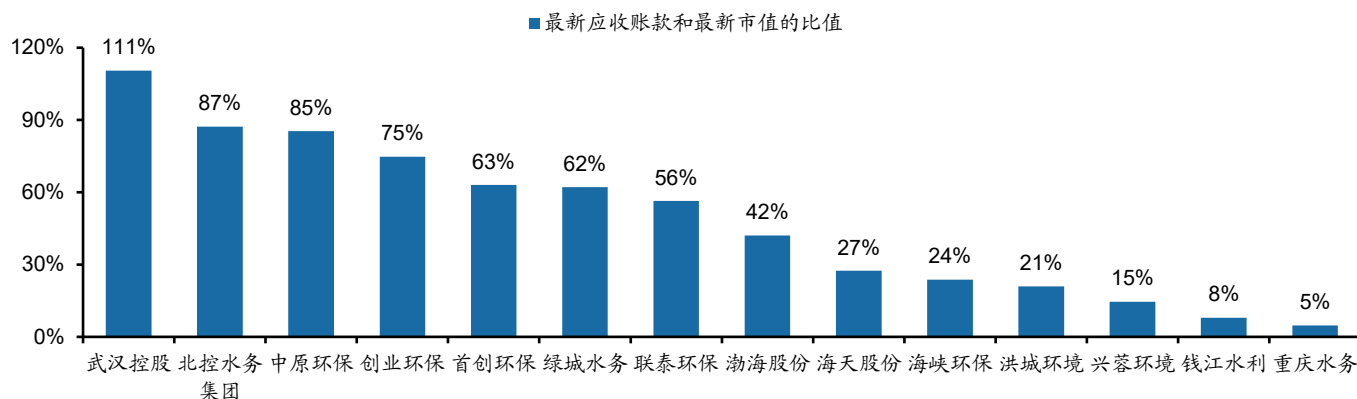
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 38: 2024年公司计提信用减值损失9404万元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 39: 2024年底公司各类应收账款和市值比值为75% (收盘价: 2025/6/6)



数据来源: 公司债券跟踪评级报告, 广发证券发展研究中心

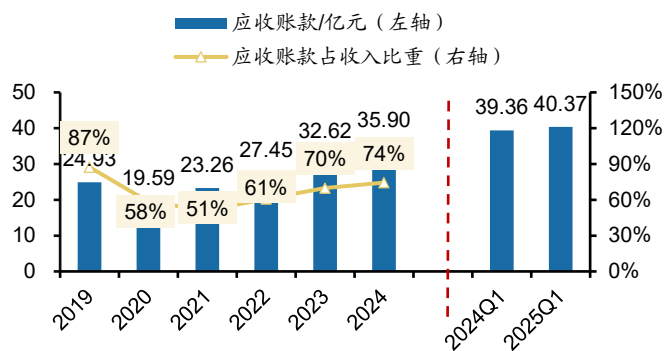
表 9: 《关于天津市2024年预算执行情况和2025年预算草案的报告》主要内容

关键词	内容表述
“三保”	研究建立基层“三保”帮扶机制, 加大财力下沉, 着力增强困难区“三保”保障能力。建立区级财政供养人员和财政运行“自画像”, 开展财政可承受能力评估应用, 创新实施预算动态平衡管控机制, 加强人员类支出分类预警, 将“三保”民生项目监控范围进一步拓展到镇级, 保障重点民生政策及时足额兑现, 坚决兜牢“三保”底线。扎实推进暂付款清理工作 , 坚决控增量、消存量, 2个区实现暂付款清零, 9个区实现三年任务两年完成, 财政暂付款占总支出的比重下降明显, 区级资金流动性得到有效改善。
“两重”	重大项目集中实施。抢抓“两重”政策机遇, 分配下达超长期特别国债资金1415亿元, 集中投向应用基础研究、集成电路、人工智能、高等教育等109个重大项目。
“两新”	消费活力不断释放。 落实落细“两新”政策 , 分配下达超长期特别国债资金413亿元, 支持63个大规模设备更新项目, 实施汽车、家电、家具等消费品以旧换新政策, 拉动消费超过200亿元。
化债	聚焦全口径化债年度重点任务 , 定期开展债务化解条线调度, 推动化债责任落实, 债务期限结构进一步优化, 综合债务率进一步下降。 加快政策性债券额度发行使用, 非标、高息隐性债务全部出清, 有息隐性债务平均利率较上年降低1个百分点。
生态环保	聚焦党中央、国务院决策部署和市委中心工作, 坚持集中财力办大事, 统筹用好本级预算、超长期特别国债、上级转移支付、新增债券等资金, 集中力量保障京津冀协同发展、培育新质生产力、推进乡村振兴、 生态环保 、城市治理维护、基本民生保障等重点领域资金需求。

数据来源: 《关于天津市2024年预算执行情况和2025年预算草案的报告》, 广发证券发展研究中心

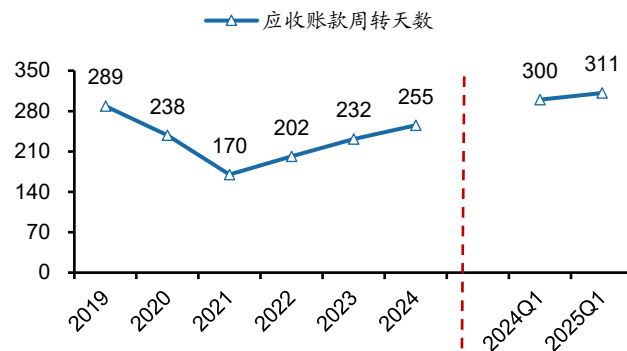
应收账款: 截至2025Q1公司应收账款金额40.37亿元, 2024年底1年内应收账款占比72%。根据公司财报, 伴随公司污水处理规模和收入提升以及地方财政状况的变化, 公司应收账款金额持续快速提升, 其中2020年应收账款金额下降主要由于受到疫情影响天津市水务局回款金额低于预期, 公司结合历史回款情况和对于未来汇款情况的预期将天津市水务局回款时间超过12个月的应收账款重分类至长期应收款, 2020-2024年公司应收账款金额复合增速为16.3%, 截至2024年底公司应收账款金额35.90亿元, 占收入比值达到74.36%, 截至2025Q1公司应收账款金额进一步增加值40.37亿元。同时应收账款周转天数也持续增加, 2024年已达到255.5天。从账龄来看, 公司1年内应收账款比例下降, 2024年下降至72%。

图 40: 2025Q1公司应收账款达到40.37亿元



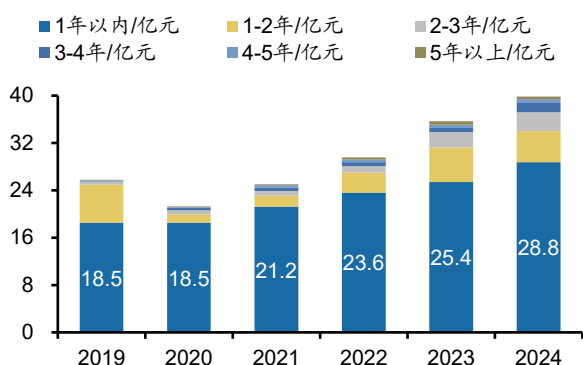
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 41: 近三年公司应收账款周转天数持续上升



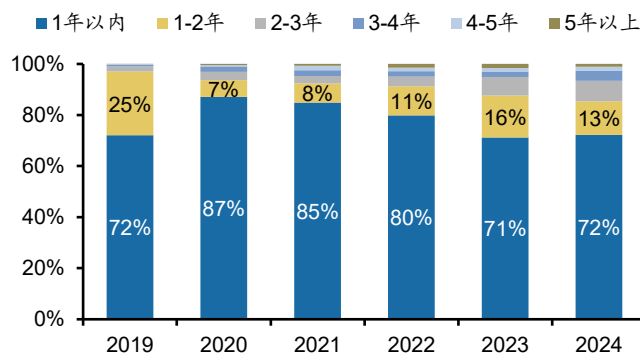
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 42: 2019-24年公司应收账款账龄分布



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

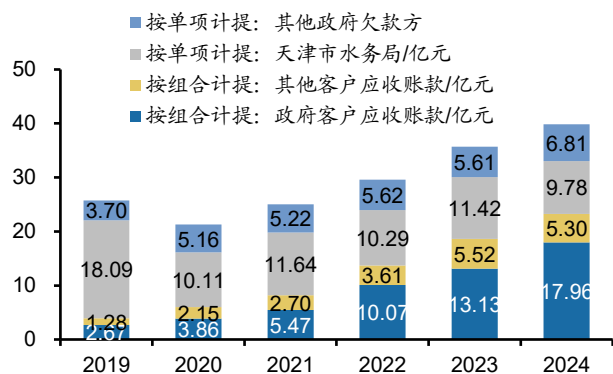
图 43: 公司1年内应收账款比例下降



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

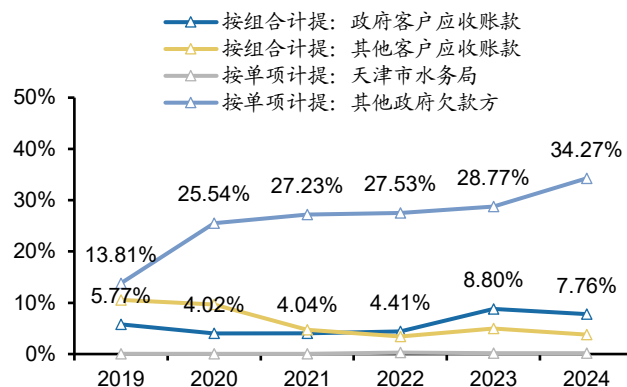
应收账款: 主要来自包括天津市水务局在内的政府客户, 整体计提比例较为合理。根据公司财报, 从结构来看, 公司应收账款主要来自政府客户, 其中: (1) 单项计提的应收账款: 天津市水务局应收账款规模一般在9-12亿元左右, 规模基本保持稳定, 由于公司判断其信用风险较低计提比例仅0.18%左右; 2024年其他单项计提的应收账款规模为6.81亿元, 根据公司对于后续回款情况的判断确定计提比例, 比如回款确定性较高的西安城市基础设施建设投资集团有限公司、贵阳市水务管理局, 计提比例仅0.18%、0.67%。(2) 按组合计提的应收账款: 剩余的来自政府的应收账款贡献近年来的主要增长, 2024年账面余额增长至17.96亿元, 计提比例7.74%; 2024年来自其他客户的应收账款账面余额5.30亿元, 主要在1年以内, 计提比例3.77%。

图 44: 公司应收账款主要来自政府客户



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 45: 公司应收账款分客户计提比例情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 10: 2024年公司按单项计提的主要应收账款坏账计提情况

欠款方名称	应收账款账面余额/亿元	坏账准备/亿元	计提比例
天津市水务局	9.78	0.02	0.18%
曲靖市城市给排水总公司	2.29	0.72	31.66%
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	1.75	0.003	0.18%
静海开发区管委会	0.48	0.41	85.60%
贵阳市水务管理局	0.27	0.002	0.67%
天津市市容环卫建设发展有限公司	0.19	0.12	63.64%
杭州市城市水设施和河道保护管理中心	0.25	0.00	0.04%
天津子牙环保产业园有限公司	0.17	0.17	100.00%
天津市双口生活垃圾卫生填埋场	0.14	0.14	100.00%
乌拉特前旗财政局	0.11	0.11	100.00%
乌拉特后旗财政局	0.10	0.10	100.00%
杭州市排水有限公司	0.10	0.00	0.04%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 11: 2024年公司按组合计提的政府客户应收账款坏账计提情况

	应收账款账面余额/亿元	坏账准备/亿元	计提比例
1年以内(含1年)	11.70	0.22	1.89%
1年至2年(含2年)	4.24	0.49	11.51%
2年至3年(含3年)	1.72	0.48	27.72%
3年至4年(含4年)	0.22	0.13	59.66%
4年至5年(含5年)	0.04	0.04	100%
5年以上	0.03	0.03	100%
合计	17.96	1.39	7.74%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 12: 2024年公司按组合计提的其他客户应收账款坏账计提情况

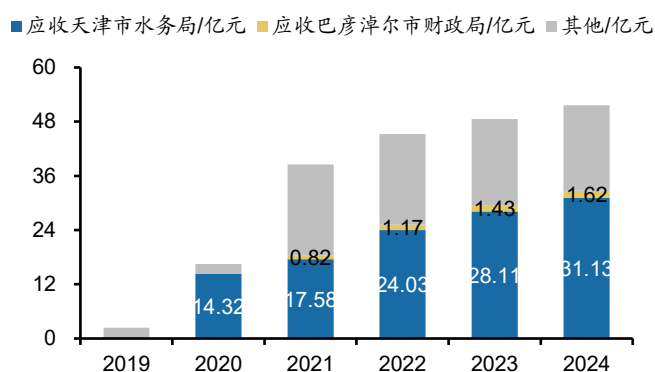
	应收账款账面余额/亿元	坏账准备/亿元	计提比例
1年以内(含1年)	3.94	0.05	1.15%
1年至2年(含2年)	0.73	0.03	4.55%

2年至3年(含3年)	0.32	0.03	8.70%
3年至4年(含4年)	0.20	0.03	17.39%
4年至5年(含5年)	0.08	0.04	45.44%
5年以上	0.02	0.02	100%
合计	5.30	0.20	3.77%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

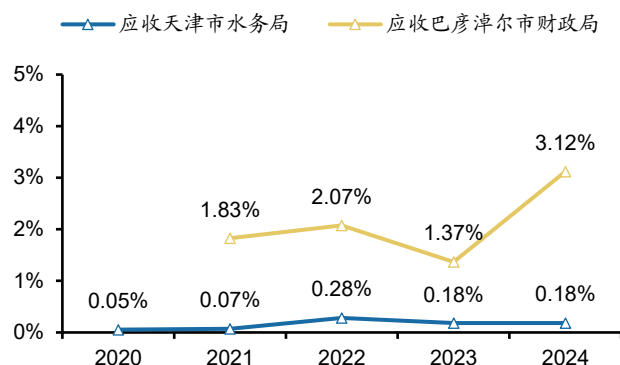
长期应收款：公司2024年长期应收款中32.75亿元为应收水费，计提比例和应收账款相同。根据公司财报，公司2020年开始将应收账款在1年以上来自天津市水务局的应收污水处理费重分类至长期应收款，来自巴彦淖尔市财政局的应收水费2021年开始亦分类至长期应收款。2020-2024年来自天津市水务局的长期应收款复合增速21.4%，2024年规模增长至31.13亿元，此外2024年来自巴彦淖尔市财政局的长期应收款规模1.62亿元，计提比例和应收账款相同。

图 46：2024年长期应收款中32.75亿元为应收水费



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图 47：公司长期应收款计提比例和应收账款相同

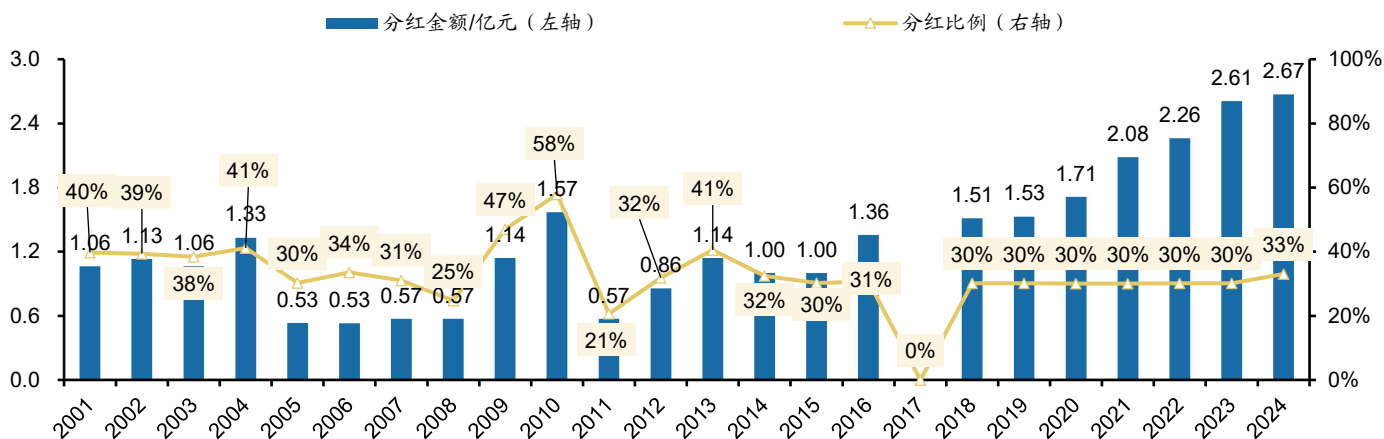


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）分红：测算 2025 年 H 股股息率 6% 以上，仍有提升潜力

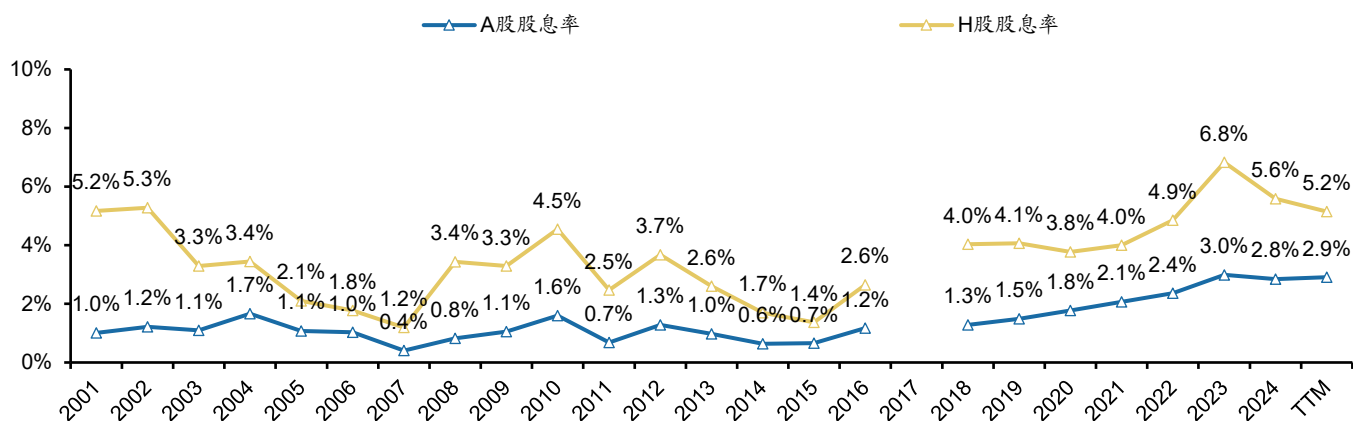
公司2024年分红比例33%，测算2025年H股股息率6%以上，期待未来提升潜力。根据ifind，公司上市以来持续分红，除2017年因当时定增事项导致未分红以外，2001-2024年分红总额29.8亿元，分红比例33%，历史年度分红比例保持在30%-40%左右。公司历史A股股息率在2-3%左右，H股股息率在4-5%左右。公司2024年分红金额2.67亿元，分红比例33.07%（同比+3pct），分红比例已开始提升，对应当前市值股股息率为2.9%、港股股息率为5.15%。若根据我们对于2025年的盈利预测和2024年的分红比例测算，公司2025年A股股息率为3.4%，港股股息率为6.0%，股息价值突出。

图 48: 公司20余年来坚持分红, 2024年分红比例提升3pct



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图 49: 公司历史A股股息率在2-3%左右, H股股息率在4-5%左右

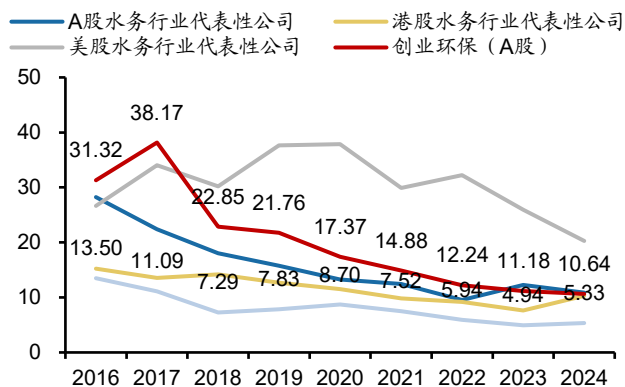


数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

备注: 历年股息率根据年底收盘价计算, TTM 股息率收盘价: 2025/6/6

对标海外, 长期高分红造就更高估值。 由于美股水务行业更早进入成熟期, 且运营模式市场化程度更高, 典型公司已从成长定价切换为分红定价。根据Wind, 2024年海外美股典型公司估值平均在20X左右, 平均分红比例55.1%, 港股平均分红比例53.5%, 均显著高于公司和我国A股, 同时由于较高的资产认可度美股水务公司平均股息率2~3%左右, 美股水务公司高估值主要受益于长期高分红以及其用户付费、提价顺畅。以美国最大的水务上市公司美国水业 (AWK.N) 为例, 2014年以来公司估值不断拔高, 股价涨幅超200%, 当前PE-TTM已经达到25.5倍, 当前股息率TTM为2.23%。

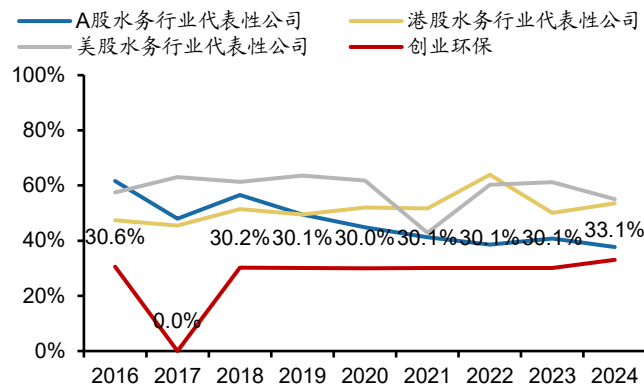
图 50: A股、港股、美股水务行业公司PE比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 部分异常值已剔除, 单位: 倍

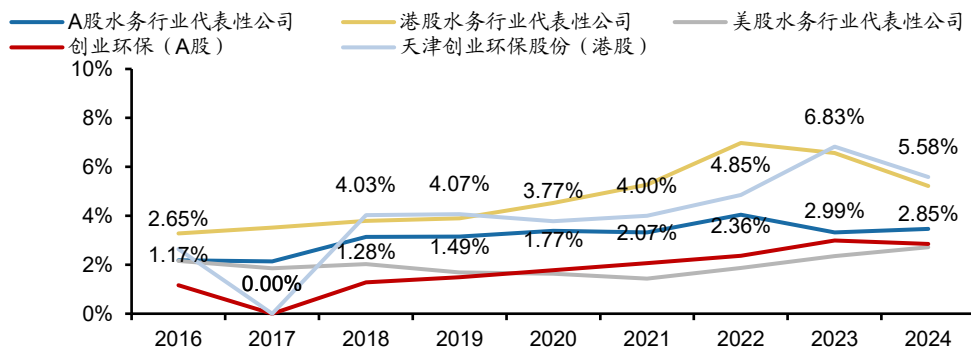
图 51: A股、港股、美股水务行业公司分红比例比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 部分异常值已剔除

图 52: A股、港股、美股水务行业公司股息率比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 部分异常值已剔除; 股息率=当年分红金额/当年年底市值。

表 13: A股、港股、美股水务行业公司样本 (收盘价: 2025/6/6)

公司名称	股票代码	上市地点	PE-TTM
美国水业	AWK.N	美国	25.50
美国水务公司 (ESSENTIAL UTILITIES)	WTRG.N	美国	17.21
美洲国家水务	AWR.N	美国	24.75
加州水务	CWT.N	美国	20.25
米德尔赛克斯水务公司	MSEX.O	美国	23.34
统一水务	CWCO.O	美国	15.34
自流资源	ARTNA.O	美国	15.92
创业环保	600874.SH	中国 A 股	11.32
重庆水务	601158.SH	中国 A 股	27.83
洪城环境	600461.SH	中国 A 股	10.14
兴蓉环境	000598.SZ	中国 A 股	10.96
首创环保	600008.SH	中国 A 股	6.59
中原环保	000544.SZ	中国 A 股	8.17
江南水务	601199.SH	中国 A 股	12.23

天津创业环保股份	1065.HK	中国香港	6.44
北控水务集团	00371.HK	中国香港	15.43
粤海投资	00270.HK	中国香港	13.61
中国水务	00855.HK	中国香港	6.91
中国光大水务	01857.HK	中国香港	3.90
上海实业环境	00807.HK	中国香港	3.74

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；美股 PE-TTM 收盘时间为当地 2025/6/4

四、盈利预测及投资建议

公司主营业务分为污水处理及水厂设施建设业务、再生水处理及再生水配套工程业务、自来水供水及水厂设施建设业务、道路收费业务、供冷供热及相关设施建设业务、科研成果转化、危废处置业务、其他业务。重要假设：

污水处理及水厂设施建设业务：根据公司债券跟踪评级报告，截至2024年底公司在建产能14.5万吨/日预计将在2025-2026年投产，此外公司2025年1月公告中标6万吨/日的芜湖市滨江污水处理厂二期工程特许经营项目，水务项目建设期在1-2年左右，假设2025-2027年公司新增产能为9.5、5、6万吨/日。同时伴随人口提升、经济水平提升预计污水处理量将持续提升，假设2025-2027年产能利用率为89.5%、90%、90.5%。从水价来看，2017-2023年水价均伴随提标改造和新增产能投产等逐年提升，复合增速7.5%，2024年平均水价略下滑0.9%至1.92元/吨，主要由于2024年1月起公司位于天津市主城区的4座污水处理厂价格从此前的临时单价2.32元/吨调整至2.13元/吨，假设未来政策支持下水价仍将伴随成本提升保持合理增长，假设2025-2027年水价同比增速为1%。此外伴随在手项目减少，预计建设收入将有所下降，假设2025-2027年建设收入同比增速为-5%、-10%、-20%。成本端，公司历史吨人工、吨电费、吨材料费用基本保持稳定，假设未来仍然保持2024年左右水平，吨折旧摊销将有所增长，整体来看降本增效下假设2025-2027年毛利率为44.6%、45.0%、45.6%。

再生水处理及再生水配套工程业务：截至2024年底公司没有在手在建再生水项目，假设2025-2027年仍保持稳定。公司2024年加快推进再生水管网建设，积极推动断点连通工程，拓展再生水使用范围和用户，已累计连通110个再生水管网点位，预计再生水销售量将持续提升，假设2025-2027年产能利用率为55%、57%、59%，假设2025-2027年水价保持稳定。此外由于新增接驳量下降，预计建设接驳收入将有所下降，假设2025-2027年建设接驳收入同比增速为-15%。成本端，公司历史吨人工、吨电费基本保持稳定，吨材料费用、吨折旧摊销费用逐年下降，假设未来仍然保持2024年左右水平，整体来看假设2025-2027年毛利率为36.3%、36.3%、36.2%。

自来水供水及水厂设施建设业务：截至2024年底公司没有在手在建自来水项目，假设2025-2027年仍保持稳定。同时伴随人口提升、经济水平提升预计自来水供水量将持续提升，假设2025-2027年产能利用率为51%、51.5%、52%。从水价来看，2024年公司平均水价下降至1.09元/吨，同比下降30%，主要由于曲靖公司因特许经营协议甲方主体变化，自来水水价中不再包含原水费，假设2025-2027年水价保持稳定。成本端，假设未来历史吨人工、吨电费、吨材料费用、吨折旧摊销费用仍然保持2024

年左右水平，整体来看假设2025-2027年毛利率为22.2%。

道路收费业务: 2000年天津市政投资有限公司将其拥有的中环线东南半环城市道路、外埠进津车辆通行费收费站、污水处理厂等资产与渤海化工的相关资产进行置换，道路业务按照2003年8月25日公司与“天津市排水公司”签署的贷款道路通行费收费《合作协议》收费，每年均按照协议规定的金额按时收费。历史收入、成本保持绝对稳定，假设2025-2027年仍保持同样水平。

供冷供热及相关设施建设业务: 公司历史供冷供热收入波动主要来自于工程收入的确认，2024年公司获得东丽区军粮城供热站委托运营项目和国家清洁能源与安全应急科技产业园可再生能源项目，新增服务面积305.56万平方米，截至2024年底公司总服务面积696万平方米，同比增长78.26%，预计将贡献收入利润增量。假设2025-2027年供冷供热营收增速为20%、10%、10%，伴随低毛利的工程收入占比下降预计毛利率将有所提升，假设2025-2027年毛利率为17%、18%、19%。

科研成果转化: 公司近两年科研成果转化收入基本保持稳定，假设2025-2027年收入同比增速为0%，毛利率为23.3%。

危废处置业务: 目前危废市场竞争仍较为激烈，假设2025-2027年公司危废收入同比增速为-5%，毛利率为-13%。此外由于截至2024年底公司收购危废项目形成的商誉已经计提完毕，预计2025年开始公司资产减值损失金额将大幅下降。

其他业务: 其他业务包括分布式光伏、储能等，近年来公司积极布局，预计将贡献新的业绩增长点，假设2025-2027年营收增速为10%，毛利率保持2024年水平，假设为23.7%。

表 14: 创业环保收入拆分 (单位: 亿元)

	合计					
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/亿元	45.22	46.65	48.27	49.78	50.68	51.51
营收增速/%	-0.3%	3.2%	3.5%	3.1%	1.8%	1.6%
营业成本/亿元	29.86	28.45	29.07	29.82	30.23	30.52
毛利润/亿元	15.36	18.21	19.21	19.96	20.45	20.99
毛利率/%	34.0%	39.0%	39.8%	40.1%	40.3%	40.8%
其中: 污水处理及水厂设施建设业务						
营业收入/亿元	31.93	33.78	37.06	38.12	38.69	39.10
营收增速/%	-4.7%	5.8%	9.7%	2.9%	1.5%	1.1%
营业成本/亿元	20.72	19.31	20.76	21.12	21.29	21.27
毛利润/亿元	11.21	14.47	16.30	17.00	17.40	17.84
毛利率/%	35.1%	42.8%	44.0%	44.6%	45.0%	45.6%
其中: 再生水处理及再生水配套工程业务						
营业收入/亿元	3.90	4.33	3.82	3.73	3.62	3.55
营收增速/%	15.6%	11.0%	-11.7%	-2.4%	-2.8%	-2.1%
营业成本/亿元	2.45	2.55	2.40	2.37	2.31	2.26
毛利润/亿元	1.45	1.78	1.42	1.35	1.31	1.29
毛利率/%	37.3%	41.0%	37.1%	36.3%	36.3%	36.2%

其中：自来水供水及水厂设施建设业务						
营业收入/亿元	1.18	0.97	0.64	0.64	0.65	0.65
营收增速/%	-21.1%	-18.0%	-34.4%	1.1%	1.0%	1.0%
营业成本/亿元	0.84	0.59	0.49	0.50	0.50	0.51
毛利润/亿元	0.34	0.38	0.14	0.14	0.14	0.15
毛利率/%	29.1%	39.4%	22.4%	22.2%	22.2%	22.2%
其中：道路收费业务						
营业收入/亿元	0.62	0.63	0.62	0.62	0.62	0.62
营收增速/%	-0.2%	1.7%	-2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本/亿元	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
毛利润/亿元	0.55	0.56	0.55	0.55	0.55	0.55
毛利率/%	88.6%	88.8%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%
其中：供冷供热及相关设施建设业务						
营业收入/亿元	2.42	2.48	1.62	1.95	2.14	2.36
营收增速/%	136.5%	2.3%	-34.5%	20.0%	10.0%	10.0%
营业成本/亿元	1.96	2.15	1.35	1.62	1.76	1.91
毛利润/亿元	0.46	0.33	0.28	0.33	0.39	0.45
毛利率/%	19.1%	13.3%	16.9%	17.0%	18.0%	19.0%
其中：科研成果转化						
营业收入/亿元	0.47	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
营收增速/%	-11.8%	-48.6%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本/亿元	0.39	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
毛利润/亿元	0.07	0.02	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率/%	15.2%	8.6%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
其中：危废处置业务						
营业收入/亿元	2.37	1.57	1.50	1.42	1.35	1.28
营收增速/%	7.6%	-33.7%	-4.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
营业成本/亿元	1.62	1.58	1.69	1.61	1.53	1.45
毛利润/亿元	0.75	0.00	-0.1972	-0.18	-0.18	-0.17
毛利率/%	31.6%	-0.2%	-13.2%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
其中：其他业务						
营业收入/亿元	2.33	2.65	2.78	3.06	3.37	3.70
营收增速/%	-9.9%	13.6%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本/亿元	1.81	1.99	2.12	2.34	2.57	2.83
毛利润/亿元	0.52	0.66	0.66	0.73	0.80	0.88
毛利率/%	22.4%	25.1%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%

数据来源：Wind，定期报告，招股说明书，广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议： 预计2025-2027年实现归母净利润9.47、9.77和10.25亿元，同比增长17.3%、3.1%和4.9%，对应最新A股PE估值9.68、9.39、8.95倍，H股PE估值5.47、5.30、5.05倍。考虑到商业模式、业务属性相似性等因素，我们选取同样具有地方国资背景的典型水务公司洪城环境（南昌市）、首创环保（北京市）、粤海投资（广东省，H股）、北控水务集团（北京市，H股）为可比公司，2025年平均PE估值11.87倍。公司为天津市国资污水处理企业，立足污水+危废+新能源“一

体两翼”布局，此前对业绩影响1.5亿元左右的危废商誉减值已全部计提完毕，2024年公司各类应收账款规模达到68.54亿元，和当前市值的比值达到75%，化债政策下改善弹性突出，同时2024年公司自由现金流转正，2024年分红比例33%(同比+3pct)，测算2025年公司H股股息率在6%以上，股息价值突出。参考可比公司给予公司2025年12倍PE，对应A股合理价值为7.24元/股，参考近3个月AH平均溢价率得H股合理价值4.13港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15: 创业环保同业估值对比 (收盘价: 2025/6/6)

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600461.SH	洪城环境	121.48	9.46	11.90	12.56	13.24	13.85	10.74	9.67	9.17	8.77
600008.SH	首创环保	234.90	3.20	35.28	18.07	19.40	20.57	6.82	13.00	12.11	11.42
00270.HK	粤海投资	427.57	6.54	31.42	43.32	44.44	45.59	13.96	9.87	9.62	9.38
00371.HK	北控水务集团	239.20	2.38	16.78	16.03	16.80	17.59	13.92	14.92	14.23	13.60
平均值								11.36	11.87	11.29	10.79

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 备注: 盈利预测来自 wind 一致预期, 粤海投资单位为港元, 其他公司单位均为人民币

五、风险提示

应收账款风险。由于污水处理项目准经营性特点，污水处理服务费的资金主要来源于政府通过自来水销售收取的污水处理费专用账户，不足部分由地方财政予以补足。现行推广特许经营项目，多包含管网等基础设施的投资建设，社会资本的投资较大，投资收益依赖于政府污水处理服务费的支付。因此，资金来源的唯一性，决定了政府信用重要性与关键性。水务企业能否如期收回投资，取得预期收益，取决于政府财政收支情况与信用的高低。一旦出现政府信用风险，将直接影响项目公司现金流，有可能派生财务风险和融资风险等资金风险。

水价调整风险。公司收入主要来源于污水处理服务费等，相关服务价格对于公司收入有重要影响。若公司经营成本受宏观经济影响大幅上升而服务价格不能相应调整，或受政府审批程序等因素的影响服务价格不能及时得到调整，公司将面临盈利水平下降的风险。

政策与市场风险。我国正处于全面深化改革和推动高质量发展的关键阶段，这一进程将长期持续，在这一过程中，政策将根据国内外经济形势、社会需求和改革进展不断优化调整，政策变更涉及产业结构调整、金融监管、税收、环保等多个领域。例如《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》及《基础设施和公用事业特许经营管理办法》的陆续出台对公用事业、水务环保行业的商业模式产生了重大影响；另外，诸如危废处置等业务虽然以企业作为服务对象，但是其也可能受到区域性产业政策的冲击，即区域产业升级与跨区域产业转移可能导致该区域所产生的危险废弃物数量发生变化；市场方面，进入十四五后期，受经济下行、有效需求不足、地方政府支付能力不足等因素影响，环保行业增速显著放缓，依赖政府政策补贴大量投资建设的模式将逐渐被以运营为主的盈利模式所取代，加之地方水务行业集团化与规模化趋势愈发明显，市场竞争加剧，行业结构将随之变化，具体将表现为企业的淘汰、整合、转型、升级。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,236	6,857	7,278	7,492	7,655
货币资金	2,613	2,757	3,037	3,196	3,319
应收及预付	3,309	3,647	3,774	3,815	3,844
存货	36	41	43	45	47
其他流动资产	278	413	424	436	446
非流动资产	18,225	18,298	18,842	18,941	18,879
长期股权投资	189	190	190	190	190
固定资产	1,287	1,490	1,818	1,984	2,076
在建工程	421	240	245	172	136
无形资产	10,895	10,946	10,884	10,700	10,446
其他长期资产	5,433	5,433	5,705	5,895	6,031
资产总计	24,461	25,155	26,120	26,433	26,535
流动负债	4,307	4,588	4,704	4,810	4,896
短期借款	2	29	49	29	14
应付及预收	669	947	1,052	1,150	1,229
其他流动负债	3,636	3,611	3,603	3,631	3,653
非流动负债	9,938	9,770	9,918	9,418	8,718
长期借款	7,258	7,414	7,714	7,214	6,714
应付债券	630	500	370	370	170
其他非流动负债	2,051	1,856	1,834	1,834	1,834
负债合计	14,245	14,358	14,622	14,229	13,614
股本	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570
资本公积	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115
留存收益	6,437	6,983	7,609	8,239	8,874
归属母公司股东权益	9,122	9,669	10,294	10,925	11,560
少数股东权益	1,094	1,128	1,203	1,280	1,361
负债和股东权益	24,461	25,155	26,120	26,433	26,535

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4665	4827	4978	5068	5151
营业成本	2845	2907	2982	3023	3052
营业税金及附加	47	61	65	66	67
销售费用	11	10	10	10	10
管理费用	240	249	256	261	265
研发费用	53	65	67	69	70
财务费用	213	345	341	326	292
资产减值损失	-170	-148	-10	-15	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	2	1	2	2
营业利润	1103	1043	1242	1281	1344
营业外收支	4	4	4	4	4
利润总额	1106	1047	1246	1285	1348
所得税	203	176	224	231	243
净利润	903	871	1022	1054	1105
少数股东损益	38	63	75	77	81
归属母公司净利润	865	807	947	977	1025
EBITDA	2150	2292	2420	2503	2590
EPS (元)	0.55	0.51	0.60	0.62	0.65

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	992	1,382	2,233	2,379	2,453
净利润	903	871	1,022	1,054	1,105
折旧摊销	660	757	833	892	949
营运资金变动	-1,179	-812	-85	-32	-55
其它	607	566	463	465	453
投资活动现金流	-1,643	-745	-1,377	-997	-897
资本支出	-1,666	-686	-1,099	-799	-749
投资变动	0	-9	-250	-200	-150
其他	23	-50	-28	2	2
筹资活动现金流	34	-543	-575	-1,222	-1,433
银行借款	161	184	320	-520	-515
股权融资	72	20	0	0	0
其他	-199	-746	-895	-702	-918
现金净增加额	-617	94	280	159	122
期初现金余额	3,188	2,571	2,665	2,945	3,105
期末现金余额	2,571	2,665	2,945	3,105	3,227

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.2%	3.5%	3.1%	1.8%	1.6%
营业利润	13.7%	-5.4%	19.0%	3.2%	4.9%
归母净利润	15.2%	-6.7%	17.3%	3.1%	4.9%
获利能力					
毛利率	39.0%	39.8%	40.1%	40.3%	40.8%
净利率	19.4%	18.0%	20.5%	20.8%	21.5%
ROE	9.5%	8.3%	9.2%	8.9%	8.9%
ROIC	6.0%	6.1%	6.0%	6.0%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	57.1%	56.0%	53.8%	51.3%
净负债比率	139.4%	133.0%	127.2%	116.6%	105.4%
流动比率	1.45	1.49	1.55	1.56	1.56
速动比率	1.38	1.41	1.47	1.48	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19
应收账款周转率	1.55	1.41	1.36	1.36	1.37
存货周转率	85.13	76.28	71.33	68.38	65.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.51	0.60	0.62	0.65
每股经营现金流	0.63	0.88	1.42	1.52	1.56
每股净资产	5.81	6.16	6.56	6.96	7.36
估值比率					
P/E	10.09	11.71	9.68	9.39	8.95
P/B	0.96	0.97	0.89	0.84	0.79
EV/EBITDA	7.45	7.27	6.74	6.24	5.71

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：联席首席分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 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。