

创业环保(600874.SH)/天津创业环保股份(01065.HK)

一次性回收应收账款 20 亿元, 现金流将大幅改善

核心观点:

- **中央经济工作会议指示下, 公司一次性回收应收账款 20 亿元, 现金流将大幅改善。**中央经济工作会议此前提出“积极有序化解地方政府债务风险, 督促各地主动化债”。在化债的背景下, 此次公告天津市水务局于日前一次性向公司支付 19.89 亿元资金以解决公司历史应收账款问题(此前已拨付本年度污水处理服务费)。公司来自天津市的应收账款一年以上的部分列示于“长期应收款”中, 截止 2025H1 账面余额为 31.14 亿元, 此次一次性收回 19.89 亿元占存量“长期应收款”比例为 63.9%, 此次应收账款回收将大幅改善现金流。此外公司“长期应收款”部分计提比例为 0.18%, 测算可冲回减值 358 万元。
- **历史分红比例 30%-40%、期待后续提升。**根据 Wind 公司历史分红比例 30%-40%, 2024 年分红 2.67 亿元, 分红比例 33% (同比+3pct), 对应当前市值 A/H 股息率 2.90%/4.44%, 按 24 年分红比例测算 25 年 H 股息率 5.2%。此次回款大幅改善现金流, 期待未来分红比例提升。
- **2024 年自由现金流转正, 预计 2025 年减值影响消退。**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。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-27 年实现归母净利 9.5/10/10.4 亿元, 对应最新 A 股 PE 9.7/9.2/8.9X, H 股 PE 6.3/5.9/5.7X。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 7.27 元/股, 参考近 3 个月 AH 平均溢价率得 H 股合理价值 4.88 港元/股, 均维持“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:

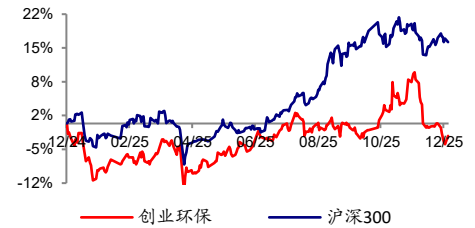
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,665	4,827	4,978	5,068	5,151
增长率 (%)	3.2%	3.5%	3.1%	1.8%	1.6%
EBITDA	2,225	2,386	2,502	2,588	2,670
归母净利润	865	807	951	1,001	1,041
增长率 (%)	15.2%	-6.7%	17.8%	5.3%	4.0%
EPS (元/股)	0.55	0.51	0.61	0.64	0.66
市盈率 (P/E)	10.1	11.6	9.7	9.2	8.9
ROE (%)	9.5%	8.3%	9.3%	9.2%	9.2%
EV/EBITDA	6.3	6.1	4.8	4.5	4.1

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	5.87 元/4.18 港元
合理价值	7.27 元/4.88 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-16

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:

- 创业环保(600874.SH)/天津 2025-10-27
- 创业环保股份(01065.HK): 降本增效、业绩稳健, 关注应收账款改善弹性
- 创业环保(600874.SH)/天津 2025-08-25
- 创业环保股份(01065.HK): 业绩稳健增长, 回款、现金流量明显改善
- 创业环保(600874.SH)/天津 2025-06-08
- 创业环保股份(01065.HK): 稳中求进, 分红可期

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	6,236	6,857	9,691	9,956	10,324
货币资金	2,613	2,757	5,354	5,401	5,550
应收及预付	3,309	3,647	3,864	4,075	4,287
存货	36	41	43	45	47
其他	278	413	430	435	440
非流动资产总额	18,225	18,298	16,677	16,784	16,759
长期股权投资	189	190	190	190	190
固定资产	1,287	1,490	1,669	1,706	1,602
在建工程	421	240	150	80	40
使用权资产	7	4	4	4	4
无形资产	10,895	10,946	10,956	10,896	10,816
其他	5,427	5,429	3,708	3,908	4,108
资产总额	24,461	25,155	26,368	26,740	27,083
流动负债总额	4,307	4,588	4,780	4,993	5,202
短期借款	2	29	0	0	0
应付及预收	1,081	1,169	1,285	1,388	1,487
其他	3,224	3,389	3,495	3,605	3,715
非流动负债总额	9,938	9,770	10,127	9,637	9,147
长期借款	7,258	7,414	7,700	7,200	6,700
应付债券	630	500	500	500	500
其他	2,051	1,856	1,927	1,937	1,947
负债总额	14,245	14,358	14,906	14,629	14,349
股本	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570
其他	7,552	8,098	8,688	9,259	9,800
归母权益合计	9,122	9,669	10,258	10,829	11,370
少数股东权益	1,094	1,128	1,203	1,282	1,364
负债和股东权益	24,461	25,155	26,368	26,740	27,083

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,665	4,827	4,978	5,068	5,151
营业成本	2,845	2,907	2,982	3,023	3,052
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	320	279	251
资产信用减值损失	-245	-242	-126	-145	-170
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-4	2	2	2	2
营业利润	1,103	1,043	1,247	1,313	1,366
营业外收支	4	4	4	4	4
利润总额	1,106	1,047	1,251	1,317	1,370
所得税费用	203	176	225	237	247
合并净利润	903	871	1,026	1,080	1,123
少数股东损益	38	63	75	79	82
归母净利润	865	807	951	1,001	1,041
EPS (元/股)	0.55	0.51	0.61	0.64	0.66

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	992	1,382	2,110	2,196	2,241
合并净利润	903	871	1,026	1,080	1,123
折旧摊销	660	757	810	853	885
营运资金变动	-1,179	-812	-199	-200	-229
其他	0	0	-11	0	0
投资活动现金流净额	-1,643	-745	911	-959	-859
资本性开支	-1,666	-686	-910	-760	-660
投资	0	-9	1,729	-200	-200
其他	23	-50	92	2	2
融资活动现金流净额	34	-543	-333	-1,191	-1,233
股本融资	72	20	0	0	0
债权融资	648	168	322	-440	-440
股利分配与偿付利息	-638	-690	-717	-751	-793
其他	-47	-40	62	0	0
现金净增加额	-617	94	2,688	47	149
期初现金余额	3,188	2,571	2,665	5,354	5,401
期末现金余额	2,571	2,665	5,354	5,401	5,550

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	3.2%	3.5%	3.1%	1.8%	1.6%
营业利润增长率	13.7%	-5.4%	19.5%	5.3%	4.0%
归母净利润增长率	15.2%	-6.7%	17.8%	5.3%	4.0%
获利能力					
毛利率	39.0%	39.8%	40.1%	40.3%	40.8%
净利率	19.4%	18.0%	20.6%	21.3%	21.8%
ROE	9.5%	8.3%	9.3%	9.2%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	57.1%	56.5%	54.7%	53.0%
有息负债率	32.3%	31.6%	31.1%	28.8%	26.6%
流动比率	1.4	1.5	2.0	2.0	2.0
利息保障倍数	4.0	4.3	4.8	5.4	6.1
营运能力					
应收账款周转率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
存货周转率	79.7	71.7	69.2	66.7	64.3
应付账款周转率	4.3	3.1	2.9	2.7	2.5
每股指标					
每股收益	0.55	0.51	0.61	0.64	0.66
每股净资产	5.81	6.16	6.53	6.90	7.24
每股经营现金流	0.63	0.88	1.34	1.40	1.43
估值比率					
PE	10.1	11.6	9.7	9.2	8.9
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.3	6.1	4.8	4.5	4.1

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：资深分析师，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：高级研究员，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。