

2026年06月06日

兴蓉环境(000598.SZ)

投资评级：买入（首次）

——成都优质水务固废资产，经营质量持续提升

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

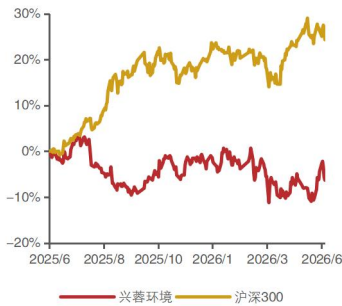
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年06月05日

收盘价(元)	6.87
一年内最高/最低(元)	7.64/6.47
总市值(百万元)	20,500.14
流通市值(百万元)	20,467.29
总股本(百万股)	2,984.01
资产负债率(%)	57.64
每股净资产(元/股)	6.79

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 污水：成都优质污水资产，量价齐升逻辑清晰。**截至2026年5月，公司污水运营产能460万吨/天，在建产能40万吨/天，在建项目预计主要在2026年内投运。公司核心资产位于成都，人口流入及项目回款均有较强的保障，同时公司成都中心城区污水价格约定每3年核定一次，约定投资回报率为10%。2025年成都中心城区污水处理结算单价已从2.44元/吨上调至2.74元/吨，下一轮调价工作计划预计于2027年启动。随着高投资额的地理式水厂等新项目转固，未来价格仍有上调基础。
- 供水：成都BOO供水资产，看好量价提升空间。**公司自来水主要以BOO模式运行，截至2025年底，运营及在建的供水项目规模约440万吨/日。成都人口与经济增长韧性较强，有望支撑供水业务量稳步提升。成都市自来水价格上一轮调整为2014年，至今已逾十年，未来具备调价预期。
- 环保：万兴三期投产在即，协同空间广阔。**目前运营的成都垃圾焚烧产能6900吨/天，截至2026年5月，成都万兴环保发电厂三期（5100吨/日）所有机组已完成试运行并网发电，吨垃圾发电效率较万兴一二期更高，合计规模12000吨/天。截至2025年底，公司运营及在建的垃圾渗滤液处理规模为8,430吨/日；运营及在建的污泥处置规模为3,116吨/日；运营及在建的餐厨垃圾处置项目为1,950吨/日。
- 资本开支拐点信号已现，自由现金流转正，分红有望稳步提升。**2025年公司经营现金流净额达37.01亿元（2024年为36.81亿元），Capex达33.66亿元（2024年为45.95亿元），简易自由现金流实现同比转正（3.35亿元）。伴随多个重大项目预计将陆续于2026年投产，公司自由现金流有望进一步改善。在此背景下，公司2025年度分红比例提升至35%（2024年为28%），未来仍有较大提升空间。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2026–2028年归母净利润分别为21.09/22.73/24.52亿元，同比增速分别为5.2%/7.78%/7.86%，当前股价对应PE分别为10、9、8倍。低于可比公司（重庆水务、洪城环境、瀚蓝环境）2026年15倍平均PE，考虑公司水务资产有望量价齐升，固废项目即将投产，未来分红比例有望逐步提升。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：项目投产不及预期风险；应收账款增长风险；调价不及预期风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,049	9,068	9,648	10,455	11,033
同比增长率(%)	11.90%	0.21%	6.40%	8.36%	5.53%
归母净利润(百万元)	1,996	2,005	2,109	2,273	2,452
同比增长率(%)	8.28%	0.45%	5.20%	7.78%	7.86%
每股收益(元/股)	0.67	0.67	0.71	0.76	0.82
ROE(%)	10.99%	10.17%	9.97%	10.03%	10.12%
市盈率(P/E)	10.27	10.22	9.72	9.02	8.36

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,675	5,687	7,049	8,781
应收票据及账款	4,279	4,813	5,502	5,988
预付账款	50	58	67	74
其他应收款	99	98	102	100
存货	213	222	232	235
其他流动资产	275	272	295	311
流动资产总计	9,591	11,150	13,246	15,489
长期股权投资	16	56	96	136
固定资产	15,464	19,588	23,923	23,739
在建工程	9,555	6,244	1,733	1,167
无形资产	13,146	12,450	11,754	11,059
长期待摊费用	51	45	25	23
其他非流动资产	3,212	3,099	2,999	2,900
非流动资产合计	41,445	41,482	40,530	39,023
资产总计	51,036	52,632	53,777	54,512
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	6,428	6,864	7,362	7,692
其他流动负债	4,077	3,589	3,200	2,807
流动负债合计	10,505	10,453	10,562	10,499
长期借款	14,190	14,390	13,890	13,090
其他非流动负债	4,951	4,918	4,878	4,838
非流动负债合计	19,141	19,308	18,768	17,928
负债合计	29,647	29,761	29,330	28,427
股本	2,984	2,984	2,984	2,984
资本公积	2,222	2,317	2,422	2,511
留存收益	14,517	15,846	17,255	18,739
归属母公司权益	19,723	21,147	22,661	24,234
少数股东权益	1,667	1,724	1,785	1,852
股东权益合计	21,390	22,871	24,447	26,086
负债和股东权益合计	51,036	52,632	53,777	54,512

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	2,059	2,057	2,218	2,393
折旧与摊销	1,735	2,131	2,445	2,497
财务费用	401	387	379	355
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-596	-599	-626	-574
其他经营现金流	102	131	163	174
经营性现金净流量	3,701	4,107	4,578	4,845
投资性现金净流量	-3,157	-2,003	-1,374	-889
筹资性现金净流量	-198	-1,092	-1,843	-2,224
现金流量净额	345	1,012	1,361	1,732

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,068	9,648	10,455	11,033
营业成本	5,068	5,398	5,790	6,049
税金及附加	228	270	308	331
销售费用	225	280	324	353
管理费用	574	617	680	728
研发费用	41	46	60	52
财务费用	401	387	379	355
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	-159	-176	-209	-232
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	74	81	90	99
营业利润	2,444	2,553	2,795	3,031
营业外收入	14	55	57	59
营业外支出	4	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,454	2,604	2,847	3,086
所得税	395	437	513	568
净利润	2,059	2,166	2,335	2,518
少数股东损益	54	57	62	66
归属母公司股东净利润	2,005	2,109	2,273	2,452
EPS(元)	0.67	0.71	0.76	0.82

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	0.21%	6.40%	8.36%	5.53%
营业利润增长率	1.27%	4.46%	9.46%	8.47%
归母净利润增长率	0.45%	5.20%	7.78%	7.86%
经营现金流增长率	0.54%	10.98%	11.47%	5.83%
盈利能力				
毛利率	44.11%	44.05%	44.62%	45.18%
净利率	22.70%	22.45%	22.33%	22.82%
ROE	10.17%	9.97%	10.03%	10.12%
ROA	3.93%	4.01%	4.23%	4.50%
估值倍数				
P/E	10.22	9.72	9.02	8.36
P/S	2.26	2.12	1.96	1.86
P/B	1.04	0.97	0.90	0.85
股息率	3.42%	3.81%	4.21%	4.72%
EV/EBITDA	7	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。