

兴蓉环境（000598）

成都水务龙头稳健增长，2024 年污水调价在即，长期现金流增厚空间大

买入（首次）

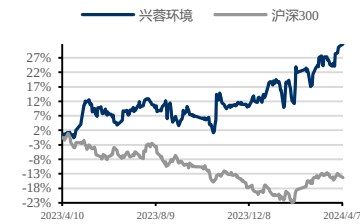
2024 年 04 月 09 日

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,751	7,630	8,087	8,893	9,676
同比	25.64%	13.02%	5.99%	9.96%	8.81%
归母净利润（百万元）	1,494	1,618	1,843	2,082	2,242
同比	15.04%	8.31%	13.95%	12.94%	7.70%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.50	0.54	0.62	0.70	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	13.17	12.16	10.67	9.45	8.77

投资要点

- **成都水务龙头稳健增长，长期自由现金流增厚空间大。**公司掌握成都优质水务资产，延伸拓展固废等环保业务，立足成都向全国扩张。2014-2023 年公司归母净利润复增 10%，成都财政能力强付费及时，2014-2022 年净现比维持 1.5+。截至 2023H1 公司重要在建和拟建项目待投入 139 亿元，待建造高峰过后，自由现金流增厚及分红潜力大。
- **供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定。1）量：截至 2023H1 在建/运营产能比例为 24%。**供水运营产能 334 万吨/日，其中成都市产能占比 87%，在建产能 80 万吨/日。2022 年供水平均产能利用率达 99.51%，随着人口增长&经济发展，成都区域用水需求具备增长潜力。2）价：依托丰富的运营经验+良好的原水水质+有利的地势条件，吨水盈利稳定。公司水厂初始投资及运维成本较低且管控有力，2015-2021 年吨水毛利维持 1.1 元左右，毛利率介于 48~50%，2022 年吨水毛利 1 元，较同业均值高 35%，长期保持稳定且领先的盈利水平。
- **污水：本土+异地拓展成果颇丰，2024 年进入污水调价节点。1）量：截至 2023H1 在建/投运产能比例 15%。**公司污水运营产能 400 吨/日，成都项目占七成，其中成都中心城区 230 万吨/日，在建产能约 60 万吨。2011-2022 年污水处理量复增 9%，2020-2022 年成都中心城区污水项目平均产能负荷率 91%，公司目前在建项目集中于成都，将匹配污水处理需求的提升。2）价：2024 年成都中心城区污水调价在即，运营成本&吨投提升有望带动上调。2017 年以来公司污水处理均价呈上行趋势，毛利率稳定在 40%左右，复盘历史调价，新增资本投入及运营成本提升带来处理费调升。①运营成本：2020-2021 年单吨药剂费复增 33%，单吨折旧、人工、能源成本复合增速均超 20%，污水毛利率从 2020 年 40.20%降至 2022 年 38.47%；②新项目吨投：2023H1 在建项目中有 3 个地埋式污水处理厂属于成都市中心城区特许经营权范围，预计将纳入此次调价考核内。地埋式项目单吨投资超 1.5 万元/（吨/日），约为常规项目单吨投资的 3 倍。假设成都中心城区污水调价幅度在 5%~30%，暂不考虑成本端变化，带来的利润增量较 2023 年归母净利润的增幅为 4%~22%。
- **环保：万兴三期建设助力成都零填埋，渗滤液、污泥及餐厨拓展全面开花。**截至 2023H1，公司垃圾焚烧已投运产能 6900 吨/日，在建万兴三期生活垃圾焚烧规模 5100 吨/日，总投资 57.62 亿元，预计 2025 年底投产。2023 年成都垃圾日处理量 1.95 万吨/日，9 座垃圾焚烧厂处置能力 1.56 万吨/日，待万兴三期投运后将增至 2.07 万吨/日，助力零填埋目标。
- **盈利预测与投资评级：**公司掌握成都优质水务资产，异地扩张+固废多维布局。1）盈利：在建产能投运贡献增量，2024 年污水调价有望带来业绩弹性。2）现金流：长期自由现金流增厚及分红提升潜力大。根据公司业绩快报，2023 年归母净利润 18.43 亿元，我们预计 2024-2025 年归母净利润为 20.82、22.42 亿元，2023-2025 年同比+14%、13%、8%，对应 10.7、9.5、8.8 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设进展不及预期，调价情况不及预期，应收账款期延长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.59
一年最低/最高价	5.05/6.68
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	19,562.92
总市值(百万元)	19,671.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.34
资产负债率(%，LF)	59.17
总股本(百万股)	2,985.00
流通 A 股(百万股)	2,968.58

相关研究

内容目录

1. 成都区域水务龙头，长期现金流增厚空间大	5
1.1. 掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张	5
1.2. 背靠成都国资委，三峡入股彰显价值认可	6
1.3. 业绩稳健增长，长期自由现金流增厚空间大	7
2. 供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定	11
2.1. 在建项目支撑 24% 的产能增量，成都人口流入&经济发展支撑水量提升	12
2.2. 终端水价与上游水价联动，成本优势突出单吨盈利稳定	14
3. 污水：本土+异地拓展成果颇丰，2024 年进入污水调价节点	17
3.1. 占据成都优势区域，异地项目拓展颇丰	18
3.2. 成都中心城区污水调价在即，运营成本&新项目吨投提升有望带动上调	19
4. 环保：万兴三期建设稳步推进，环保业务全面开花	22
5. 盈利预测及投资建议	24
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司业务板块及区域布局拓展情况.....	5
图 2: 公司业务布局.....	6
图 3: 截止 2023Q3 公司股权结构及重要子公司.....	6
图 4: 公司营业收入情况.....	7
图 5: 公司归母净利润情况.....	7
图 6: 2023H1 污水处理和供水运营收入合计占比 70.86%	8
图 7: 公司销售毛利率、净利率与期间费用率.....	8
图 8: 公司分业务毛利率.....	8
图 9: 公司资产负债情况.....	9
图 10: 公司加权平均 ROE.....	9
图 11: 公司经营活动现金流净额与净现比情况.....	9
图 12: 公司应收账款周转天数.....	9
图 13: 公司自由现金流情况.....	10
图 14: 2022 年公司分红比例 20.67%	11
图 15: 2014-2023H1 自来水销售收入和毛利	11
图 16: 2014-2023H1 自来水销售毛利率	11
图 17: 2011-2023H1 已投运供水产能逐步积累	12
图 18: 2011-2022 年公司自来水生产量和销售量	13
图 19: 2011-2022 年公司自来水产能利用率和产销率	13
图 20: 成都市常住人口与年用水量.....	14
图 21: 成都市 2018-2022 年 GDP 复增 7.9%.....	14
图 22: 水务公司自来水平均单吨水价.....	15
图 23: 水务公司自来水销售单吨毛利.....	16
图 24: 水务公司自来水业务毛利率.....	16
图 25: 兴蓉环境自来水业务单吨成本 (元/吨)	17
图 26: 2021 年水务企业自来水业务单吨成本对比 (元/吨)	17
图 27: 2014-2023H1 公司污水处理收入和毛利	17
图 28: 2010-2023H1 已投运污水产能逐步提升	18
图 29: 2011-2022 年污水处理量	19
图 30: 2011-2022 年污水产能利用率	19
图 31: 兴蓉环境污水处理均价及单吨毛利.....	21
图 32: 兴蓉环境污水处理单吨成本 (元/吨)	21
图 33: 成都市垃圾焚烧产能布局.....	23
图 34: 2023 年成都生活垃圾无害化处置结构.....	23
表 1: 公司 2022 年限制性股票激励.....	7
表 2: 截至 2023H1 公司已投运和在建供水项目	12
表 3: 成都市主城区、郫都区水价构成 (单位: 元/吨)	15
表 4: 成都市中心城区污水处理服务费的采购结算价格.....	20
表 5: 截至 2023H1 成都中心城区已投运污水处理厂	21
表 6: 截至 2023H1 公司污水处理在建项目情况.....	22

表 7： 成都中心城区污水处理调价弹性测算（暂不考虑成本端的变化） 22

表 8： 垃圾焚烧已投运和在建项目情况..... 23

表 9： 公司业务拆分与盈利预测（货币单位：亿元） 25

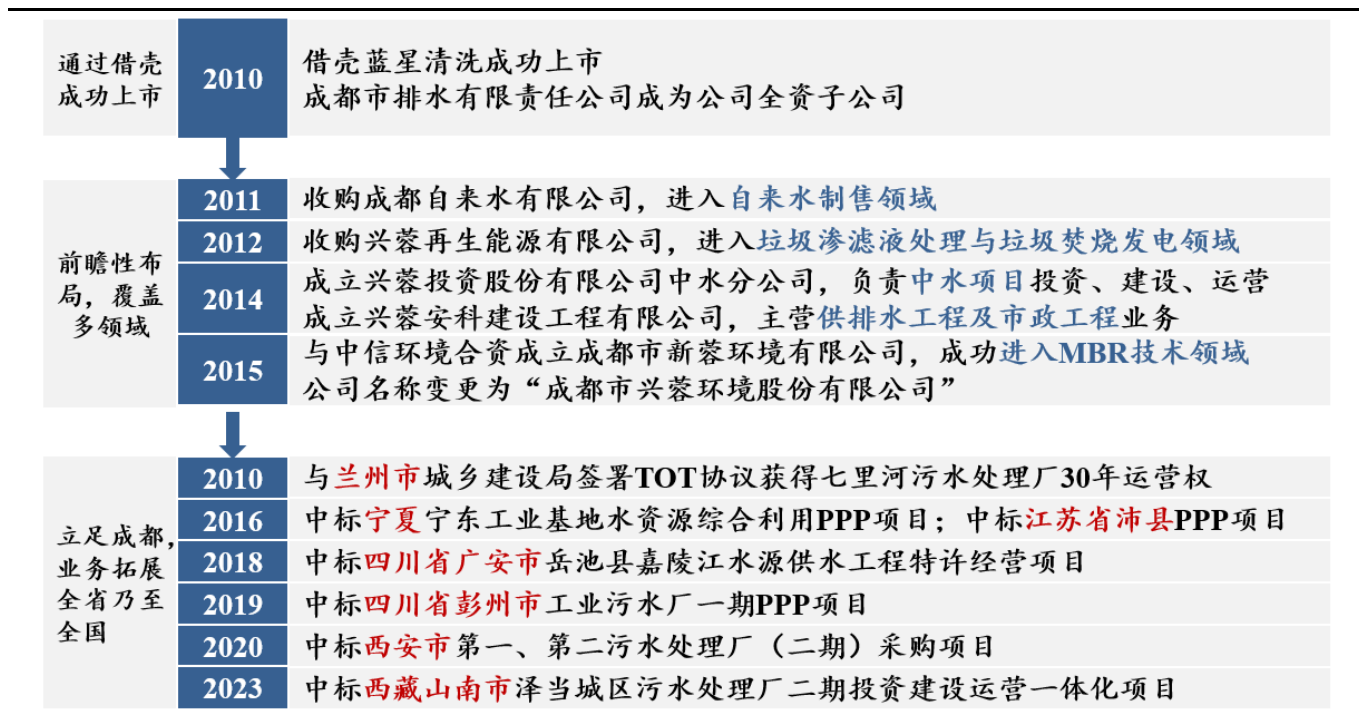
表 10： 可比公司估值（估值日期：2024/4/8） 26

1. 成都区域水务龙头，长期现金流增厚空间大

1.1. 掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张

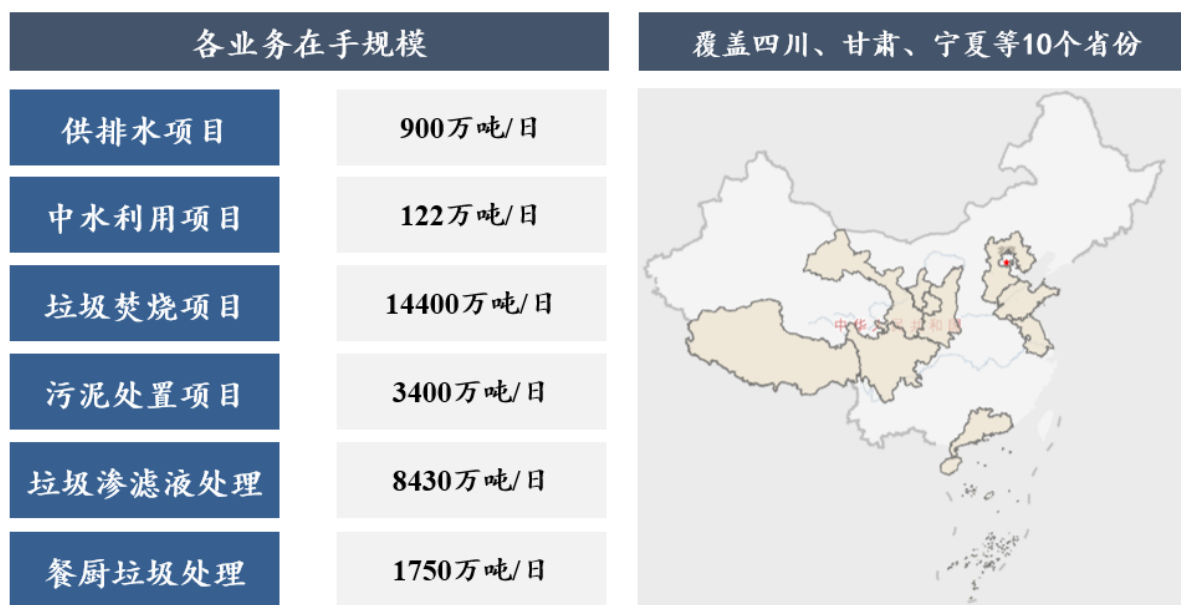
掌握成都优质水务资产，业务版图&区域稳步扩张。1) 前瞻性布局，延伸拓展固废等多维领域。2002年，成都市兴蓉投资有限公司作为成都市水环境整治项目的投融资主体正式成立；2010年借壳蓝星清洗成功上市，原蓝星清洗全部化工类资产、负债、业务置出，成都市兴蓉投资有限公司持有的**成都市排水有限责任公司** 100%股权置入；2011年收购**成都自来水有限公司** 100%股权；2012年收购**成都市兴蓉再生能源有限公司**，进入垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电领域；2014年公司分别成立**兴蓉投资股份有限公司中水分公司**以及**兴蓉安科建设工程有限公司**，业务范围扩大至中水项目建设与市政工程。目前，公司主业以供水、污水处理为核心，并以垃圾渗滤液处理、污泥处置、垃圾焚烧发电等环保业务为补充，截至2023H1，公司运营、在建和拟建的供排水项目规模约900万吨/日、中水利用项目规模122万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模14,400吨/日、污泥处置项目规模逾3,400吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模8,430吨/日，餐厨垃圾处置项目规模1,750吨/日。2) **立足成都，业务区域拓展全省乃至全国。**公司供水业务和污水处理业务在成都市中心城区具有区域垄断地位，规模优势较明显。公司在深耕成都的同时，不断壮大川内业务，积极拓展省外业务，截至2023年底，公司业务已覆盖四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北、山东、西藏共10个省份。

图1：公司业务板块及区域布局拓展情况



数据：公司官网，东吴证券研究所

图2：公司业务布局

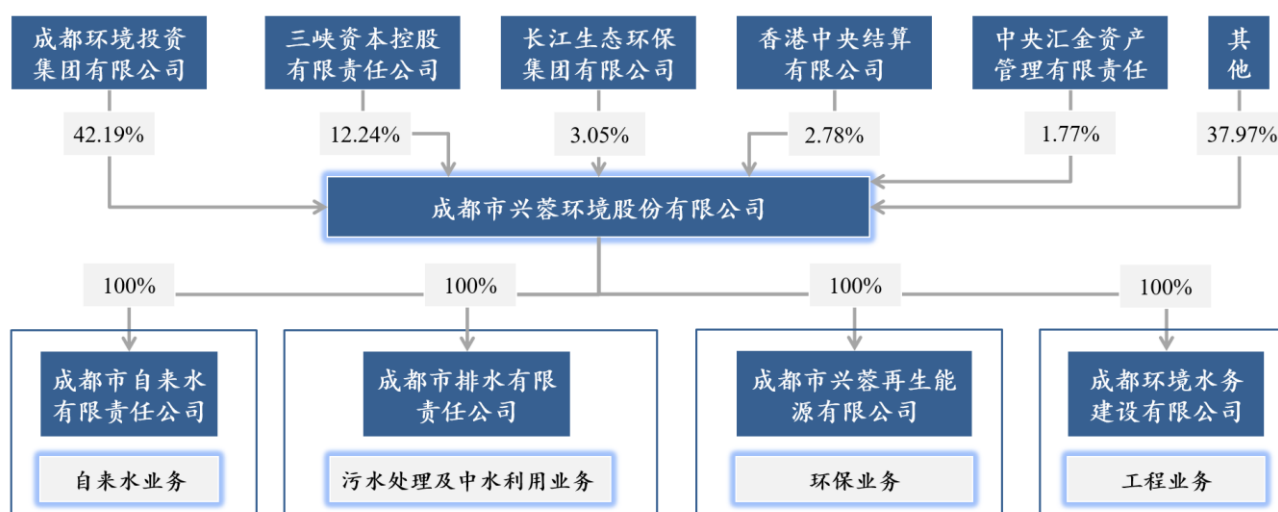


数据：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 背靠成都国资委，三峡入股彰显价值认可

成都国资委控股赋予本土优势，三峡入股彰显价值认可。截至 2023Q3 公司控股股东成都环境投资集团有限公司持股占比为 42.19%，实际控制人为成都市国资委。三峡集团旗下三峡资本控股有限责任公司和长江生态环保集团有限公司曾多次增持兴蓉环境，截至 2023Q3 三峡资本持股 12.24%，长江生态环保持股 3.05%，产业资本的青睐彰显对公司稳定发展的信心和长期价值的认可，同时，三峡集团具备强大资源、资金实力，有望与公司业务产生良好协同效应。

图3：截止 2023Q3 公司股权结构及重要子公司



数据：公司公告，东吴证券研究所

设置股权激励目标,增强团队积极性。公司在 2022 年向 556 名激励对象授予了 1699 万股限制性股票,授予价格为 3.03 元/股。业绩考核期为 2022-2024 年,考核要求为 2022-2024 年每股收益不低于 0.5349/0.5884/0.6531 元/股。股权激励计划的实施有利于充分调动公司核心骨干人才的积极性,公司 2022 和 2023 年均超额完成业绩考核要求。

表1: 公司 2022 年限制性股票激励

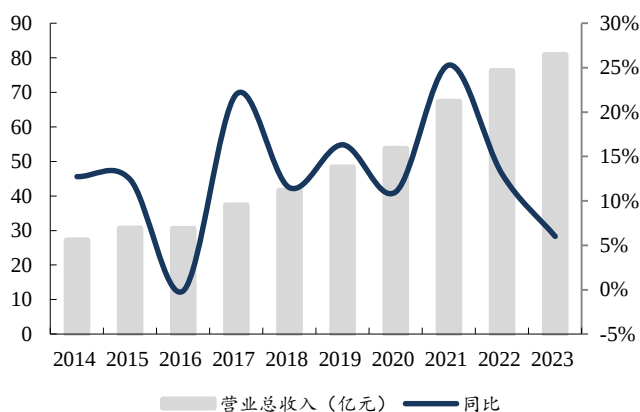
解除限售安排	解除限售时间	业绩考核目标
第一个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至 36 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2022 年度每股收益不低于 0.5349 元/股 , 且不低于同行业均值; (2) 2022 年度营业收入不低于 71 亿元 , 且不低于同行业均值; (3) 2022 年度资产负债率不高于 65% 。
第二个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至 48 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2023 年度每股收益不低于 0.5884 元/股 , 且不低于同行业均值; (2) 2023 年度营业收入不低于 80 亿元 , 且不低于同行业均值; (3) 2023 年度资产负债率不高于 65% 。
第三个解除限售期	自限制性股票登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至 60 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 2024 年度每股收益不低于 0.6531 元/股 , 且不低于同行业均值; (2) 2024 年度营业收入不低于 90 亿元 , 且不低于同行业均值; (3) 2024 年度资产负债率不高于 65% 。

数据 : 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健增长, 长期自由现金流增厚空间大

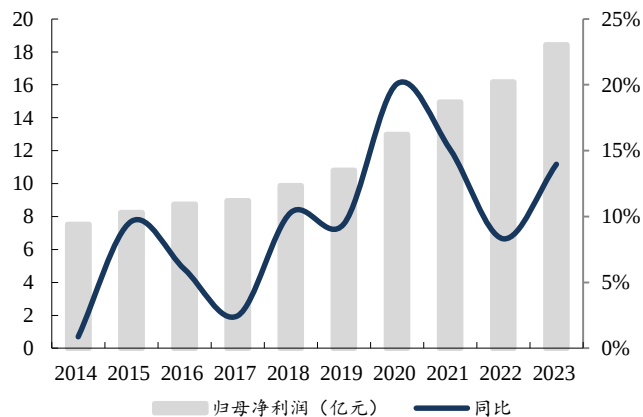
公司营业收入和利润保持稳健增长。根据公司业绩快报, 2023 年公司实现营业收入 80.87 亿元, 同比增长 6%, 归母净利润达到 18.43 亿元, 同比增长 14%。2014-2023 年公司营业收入复合增速 12.85%, 归母净利润复合增速 10.48%, 随着运营项目积累, 收入和利润长期保持稳健增长态势。

图4: 公司营业收入情况



数据 : 公司公告, 东吴证券研究所

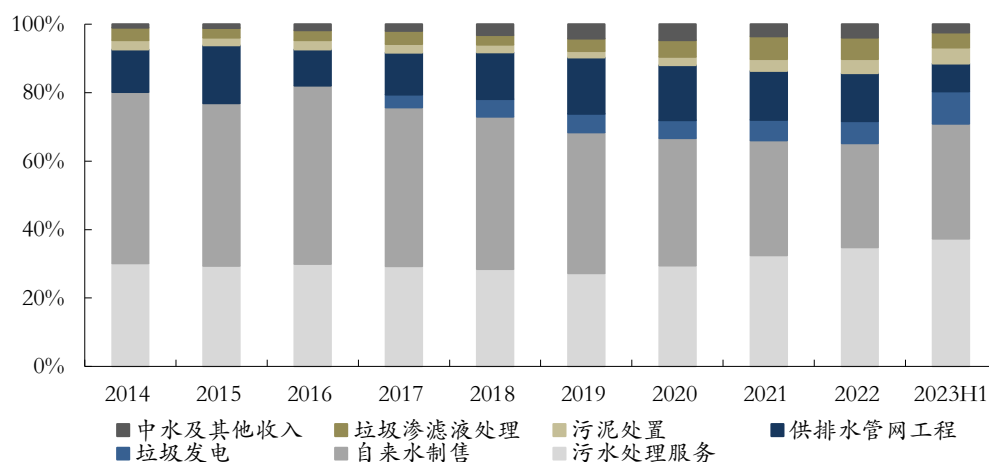
图5: 公司归母净利润情况



数据 : 公司公告, 东吴证券研究所

水务运营收入贡献营收主力，2023H1 污水处理服务和自来水销售收入合计占七成。2023 年上半年，污水处理服务收入 12.99 亿元，占比 37.33%，自来水销售收入达到 11.67 亿元，占比 33.53%，污水和供水运营收入合计占比 70.86%。2023H1 垃圾发电、供排水管网工程、污泥处置、垃圾渗滤液处理、中水及其他收入分别为 3.30 亿元、2.82 亿元、1.64 亿元、1.51 亿元和 0.86 亿元，占比分别为 9.48%、8.10%、4.73%、4.35%、2.47%。

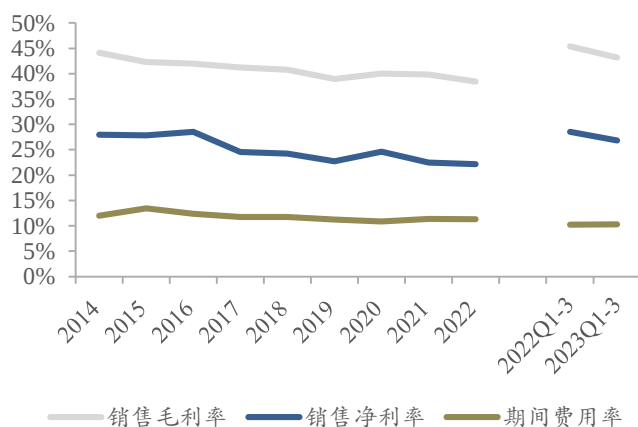
图6：2023H1 污水处理和供水运营收入合计占比 70.86%



数据：公司公告，东吴证券研究所

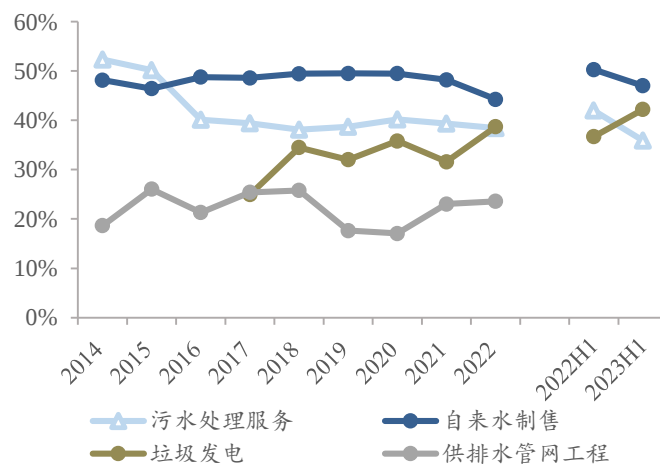
公司利润率保持稳定，自来水销售业务毛利率领先。2014-2022 年公司销售毛利率维持在 40%左右，销售净利率在 25%左右。2023Q1-3，公司销售毛利率 43.18%，同比下降 2.19pct，销售费用率 10.27%，同比增长 0.04pct，销售净利率 26.81%，同比下降 1.71pct。分业务来看，自来水销售业务毛利率领先，污水处理业务毛利率维持 40%左右，随调价周期略有波动，垃圾焚烧业务毛利率呈上升态势。

图7：公司销售毛利率、净利率与期间费用率



数据：Wind，东吴证券研究所

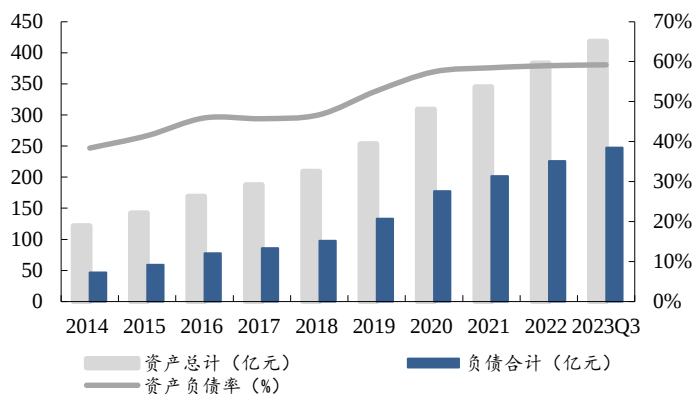
图8：公司分业务毛利率



数据：Wind，东吴证券研究所

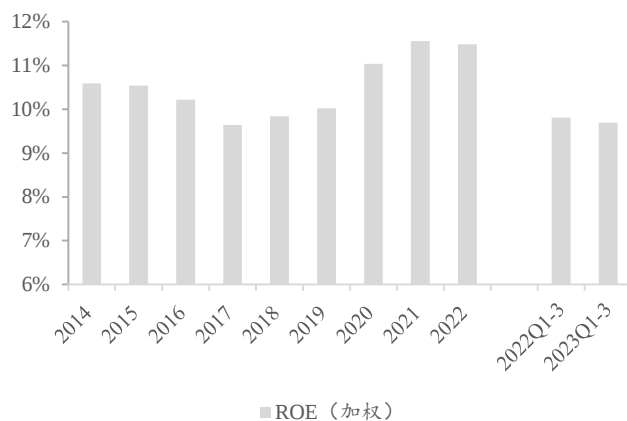
公司资产负债率随业务扩张呈上行趋势。截至 2023 年第三季度末，公司资产总计 418.30 亿元，与 2022 年末相比增加了 34.91 亿元，负债合计 247.49 亿元，与 2022 年末相比增加了 21.46 亿元。资产负债率方面，2023Q3 达到了 59.17%，2014-2023Q3 随业务规模的扩张，资产负债率和加权平均 ROE 总体保持上行趋势。

图9：公司资产负债情况



数据：Wind，东吴证券研究所

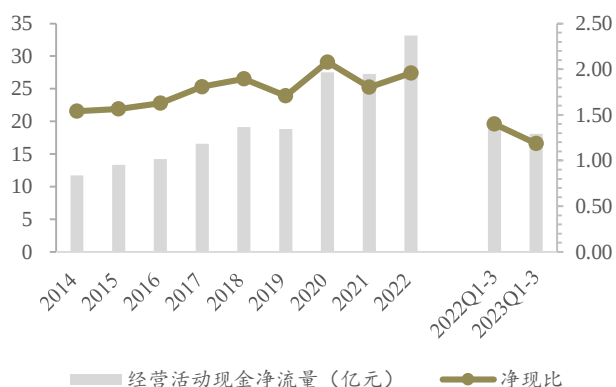
图10：公司加权平均 ROE



数据：Wind，东吴证券研究所

成都财政能力强处理费支付保障度高，2014-2022 年公司净现比维持 1.5 以上。供水业务 C/B 端收费机制通畅，污水处理服务费和垃圾处理费由地方政府支付，成都财政能力较有保障，支付及时。2014-2022 年随着公司成都以外项目规模的扩张，应收账款周转天数略有延长，但基本保持在一个季度以内。2014-2022 年公司净现比介于 1.5~2.1 之间，彰显优质现金流。

图11：公司经营活动现金流净额与净现比情况



数据：Wind，东吴证券研究所

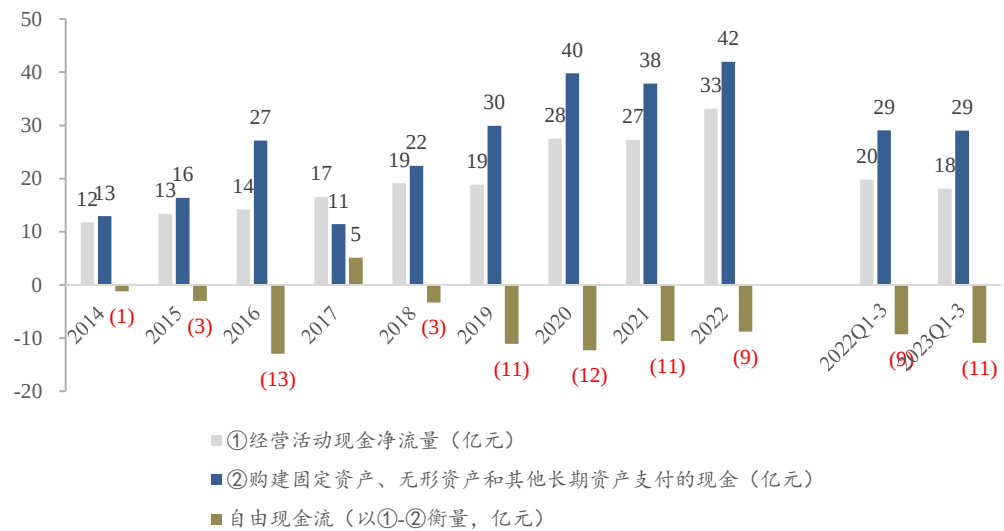
图12：公司应收账款周转天数



数据：Wind，东吴证券研究所

期待资本开支高峰期过后自由现金流的转正。1) 从历史资本支出情况看，2020-2022 年进入资本开支高峰，每年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约 40 亿元，2023Q1-3 为 29 亿元，同比持平。2) 从在筹建项目投资需求来看，截至 2023H1，公司重要在建项目总投资额合计 182.97 亿元，已投资 70.90 亿元，待投入金额 112.07 亿元；公司重要拟建项目总投资 26.66 亿元。预计 2024-2025 年资本开支维持前期水平，待 2026 年建造高峰过后资本开支有望下降。以“经营活动现金流净额-构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”近似衡量自由现金流情况，2020-2022 年自由现金流仍为负数，但随着运营项目的积累，经营性现金流净额的提升，缺口逐步收窄。建造高峰期过后资本开支下降，自由现金流长期增厚空间大。

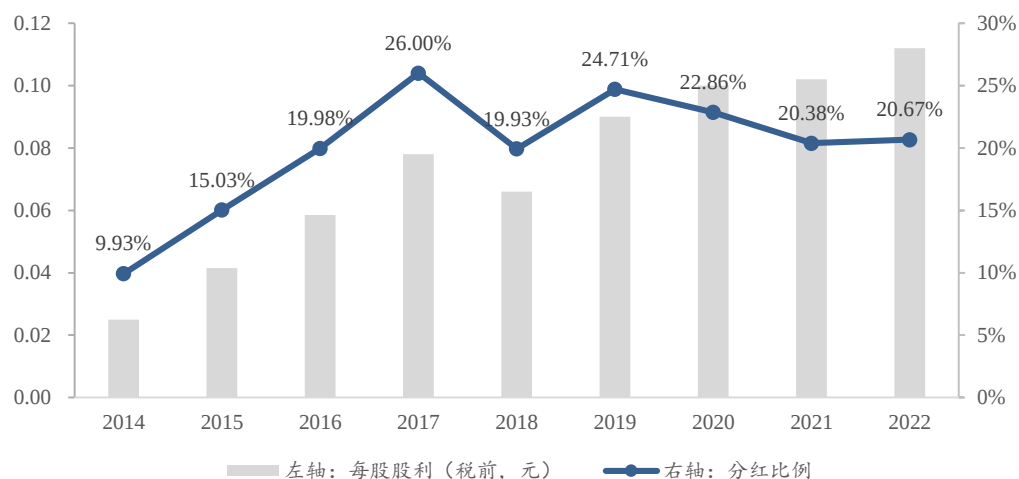
图13：公司自由现金流情况



数据：Wind，东吴证券研究所

2022 年公司分红比例仅 21%，未来分红提升潜力大。2014-2017 年公司分红比例从 10%提至 26%，2018-2022 年分红比例维持在 20%~25%区间内，随着归母净利润的提升，每股股息保持稳定增长，2018-2022 年每股股息复增 14.13%。待公司自由现金流转正后，内生分红能力提升，分红提升潜力大。

图14：2022 年公司分红比例 20.67%

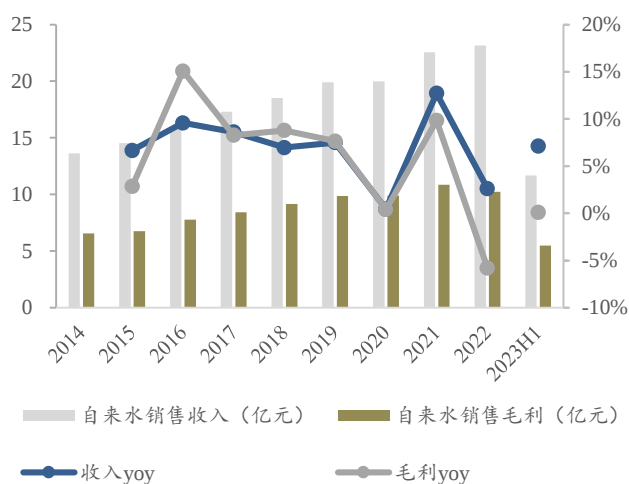


数据：Wind，东吴证券研究所

2. 供水：成都及周边用水具备增长潜力，成本优势突出盈利稳定

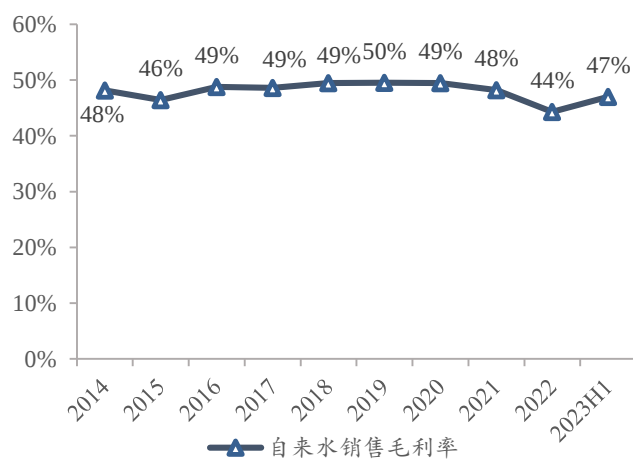
2014-2022 年公司供水业务收入复增 7%，毛利率维持在 44%~50% 相对稳定。2014-2022 年公司自来水销售收入复增 6.83%，毛利复增 5.71%，毛利率维持在 44%~50% 区间，盈利能力保持稳定。2023H1 自来水销售收入 10.89 亿元，同比提升 7.11%，毛利 5.49 亿元，同比提升 0.10%。我们从量和价的角度复盘公司供水业务历史增长，并展望未来增长空间及盈利稳定性。

图15：2014-2023H1 自来水销售收入和毛利



数据：公司公告，东吴证券研究所

图16：2014-2023H1 自来水销售毛利率

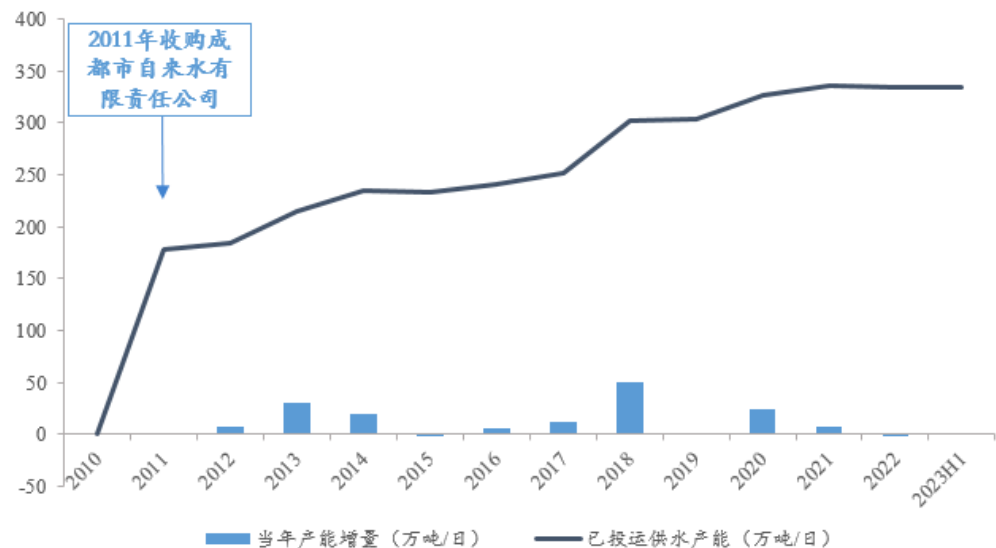


数据：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 在建项目支撑 24%的产能增量，成都人口流入&经济发展支撑水量提升

截至 2023H1 公司供水产能 334 万吨/日，在建/运营产能比例为 24%。2011 年，公司收购成都市自来水有限责任公司 100%股权，自来水公司于 2010 年获授成都市中心城区及郫都区 30 年自来水供应特许经营权，供水能力为 178 万吨/日。公司供水范围逐步向成都市二三圈层及外地层延伸，2011-2022 年公司日供水能力复增 5.90%。截至 2023 H1，公司已投入运营及委托运营的水厂共 16 座，运营产能合计 334 万吨/日，其中成都市范围内产能占比 87%，公司供水能力位居西部首位，在成都市中心城区具有垄断地位；公司在建产能 80 万吨/日，其中已形成 40 万吨/日的生产能力，依托在建项目公司供水运营产能存 24%的增量空间。

图17：2011-2023H1 已投运供水产能逐步积累



数据：公司年报，债券评级报告，东吴证券研究所

表2：截至 2023H1 公司已投运和在建供水项目

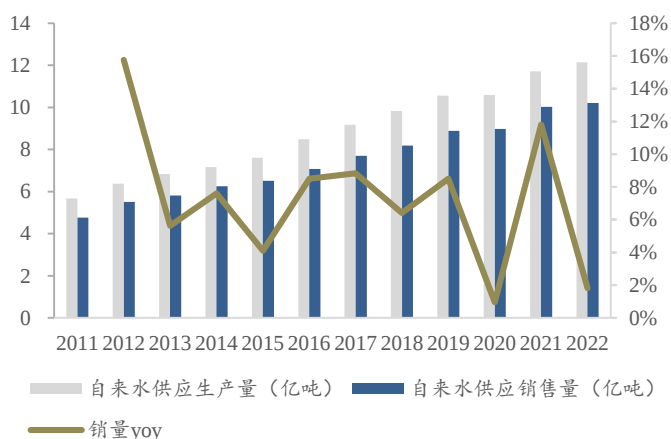
已投运项目	供水区域	供水规模 (万吨/日)	经营模式
成都市第二自来水厂		23.0	特许经营
成都市第五自来水厂	四川省成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫	15.0	特许经营
成都市第六自来水厂	都区郫筒镇、犀浦镇等九个乡镇;趵突龙泉、新都、双流	140.0	特许经营
成都市第七自来水厂一期	三个区县供水	50.0	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50.0	特许经营
天府国际机场专供水厂	四川省成都市东部新区天府国际机场	2.5	自建自营
金堂沱源自来水厂	四川省成都市金堂县赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10.0	特许经营
汶川县自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州汶川县	1.0	特许经营
理县胆杂木自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州理县	0.5	特许经营
理县打色尔自来水厂	四川省阿坝藏族羌族自治州理县	0.5	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	海南省文昌新市区及周边农村地区	3.8	特许经营

江苏沛县自来水厂	江苏省徐州市沛县	30.0	
岳池自来水厂一期	四川省广安市岳池县	8.0	特许经营
已投运合计		334.3	
在建项目	供水区域	供水规模 (万吨/日)	预计投产 时间
成都市自来水七厂（三期）	四川省成都市中心城区（含高新区）、成都天府 新区直管区及郫都区相关地区	80.0	2024-2025
在建合计		80.0	

数据：公司债券评级报告，东吴证券研究所

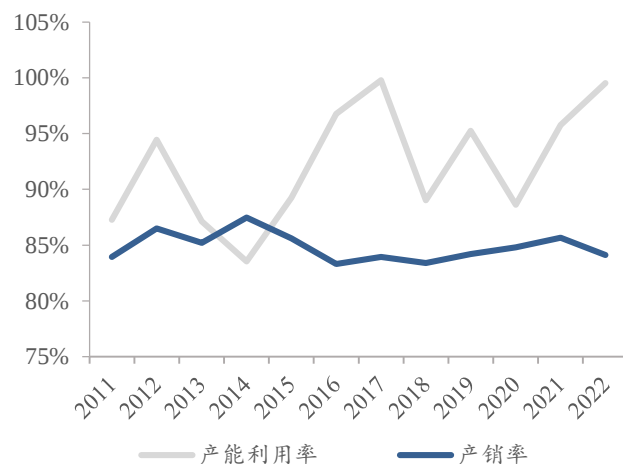
自来水销售量匹配产能增长趋势，2022 年供水平均产能利用率达 99.51%。2011-2022 年公司自来水销售量复增 7.19%，产销率维持在 85%左右，平均产能利用率介于 84%~100%，随新增产能投放略有波动。2022 年公司供水项目平均产能利用率提至 99.51%，处于满负荷运营状态。成都市自来水七厂（三期）产能投运有望缓解供应压力，匹配城市发展带来的用水需求增长。

图18：2011-2022 年公司自来水生产量和销售量



数据：公司公告，东吴证券研究所

图19：2011-2022 年公司自来水产能利用率和产销率

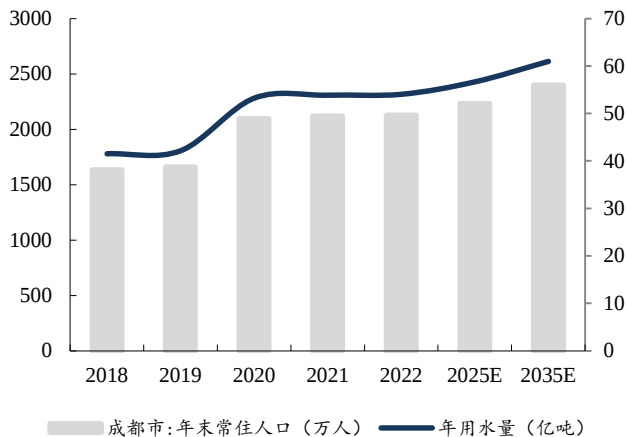


数据：公司公告，东吴证券研究所

随着人口增长&经济发展，成都区域用水需求具备增长潜力。用水需求与项目覆盖区域人口数量和经济发展水平紧密相关。1) **成都市人口预计持续净流入：**根据第七次全国人口普查结果，2020 年成都市全市常住人口为 2093.8 万人。《成都市“十四五”水务发展规划》中预计 2025 年成都常住人口将达到 2230 万人，2035 年常住人口将达到 2400 万人。假设成都市人均用水量维持 2022 年 254 吨的水平不变，我们测算 2025 年成都年用水量将达到 56.64 亿吨，与 2022 年相比增加了 2.62 亿吨，2022-2025 年成都居民生活用水量复合增速为 1.59%。2) **成都市经济发展带动人均用水量&工业用水需求提升：**2018-2022 年成都市 GDP 复合增速 7.9%，居于全国省会和计划单列市靠前水平，

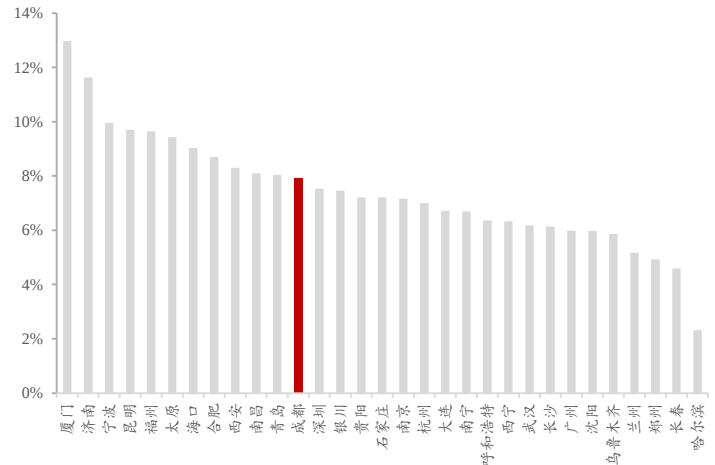
2023 年成都市 GDP 增速 6.0%。依托地区人口稳定增长和经济发展水平的提升，我们预计成都区域项目售水量有望保持稳定增长。

图20：成都市常住人口与年用水量



数据：公司公告，东吴证券研究所

图21：成都市 2018-2022 年 GDP 复增 7.9%



数据：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 终端水价与上游水价联动，成本优势突出单吨盈利稳定

建立终端供水价格与上游水价联动调整，保障供水业务盈利水平。成都市自来水终端价格主要由城市供水运营水费、水利工程水费、水资源税和污水处理费四部分构成。2010 年，根据《关于调整中心城区居民生活用水和特种行业用水价格的通知》（成价农[2010]84 号）的相关规定，成都市中心城区居民生活用水价格每吨上调 0.6 元，分两步调整到位。2013 年和 2014 年，成都市对上游水资源税和原水费进行了上调，同时，自来水终端价格按规定实施同步同幅度联动调整。2015 年，成都市实施中心城区居民用水阶梯价格，原居民水价调整为第一阶梯水价。总体来看，成都市终端供水价格与上游水价的联动调整机制一定程度上保障了公司供水业务的盈利水平。截至 2023 年底，成都市主城区自来水终端价格 3.03 元/吨，其中居民第一阶梯供水运营水费 2.08 元/吨。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/875130143214011140>