



Research and
Development Center

兴蓉环境：水务主业稳健增长，分红潜力有望提升

—兴蓉环境(000598)公司首次覆盖报告

2024年2月21日

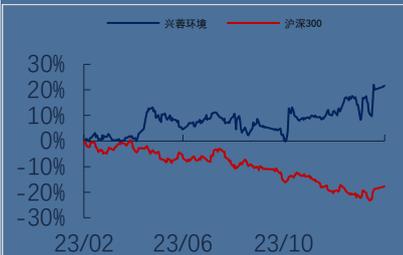
证券研究报告

公司研究

公司首次覆盖报告

兴蓉环境(000598)

投资评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

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

公司主要数据

收盘价(元)	6.18
52周内股价波动区间(元)	6.20-5.05
最近一月涨跌幅(%)	7.29
总股本(亿股)	29.85
流通A股比例(%)	99.43%
总市值(亿元)	184.47

资料来源：聚源，信达证券研发中心

水务主业稳健增长，分红潜力有望提升

2024年2月21日

本期内容提要：

- **背靠成都国资委，盈利能力突出的龙头水务公司。**公司大股东为成都环境投资集团（持股 42.19%），主业聚焦供水及污水处理服务，同时拓展固废运营业务。截至 2022 年，公司自来水产能 334.3 万吨/日、污水处理产能 386 万吨/日，在成都主城区市占率在 100%。公司盈利能力突出，2015-2022 年净利润复合增速 10%，运营类业务毛利占比达到近 90%，保障了较为稳定的业绩及现金流。2023Q3 公司净利率达到 26.81%，位居行业第一；ROE 达到 9.69%，仅次于洪城环境位列行业第二，体现出公司较强的管理水平与盈利能力。
- **自来水业务：成本控制优良，毛利率行业领先。**公司供水区域水质优良，受益于成都西高东低的地势，使得公司可以在重力流的作用下进行引水，同时岷江水源水质优良，大大降低电费及药剂费成本。2022 年板块毛利率 44.28%，高于行业可比公司。成都市人口的快速增长与经济发展水平不断提高支撑公司售水量稳定增长。公司在建七厂（三期）项目 80 万吨/日，我们预计未来两年陆续释放产能。同时，母公司成都环境集团积极落实成都“供排净治”的水务一体化改革，整合二三圈层的供水资源，作为集团核心上市公司，兴蓉环境有望在改革中整合水务资产，扩大经营规模与竞争力。
- **污水业务：2024 年污水有望迎来提价新周期。**量：兴蓉环境 2023 年底污水处理产能 420 万吨/日。同时在建产能 40 万吨/日，预计 2024-2025 年陆续投产，同时公司选择优质异地污水处理项目，有望打开产能空间。价：成都污水三年一核价，2024 年将进入新的调价周期。我们测算假设 2024 年污水处理产能在 440 万吨/日，成都市污水处理价格增长 15%，同时成本上涨 10%，2024 年污水业务毛利 1335 亿元，同比上涨 31%。污水价格调价有望带来毛利增厚。
- **资本开支减缓，自由现金流有望转正，分红能力及分红意愿有望提高。**2018-2022 年公司分红率保持在 20%左右，处于行业可比公司的较低水平。主要由于公司新建产能及对外拓展节奏较快，资金需求量大。而 2023 年以来，水务产能陆续投产，资本开支已经出现下降趋势，且净现比持续提升，公司分红能力有望增强。同时公司正在执行第一期的股权激励计划，管理层分红意愿较强，分红提高的潜力较大。
- **投资建议：**公司深耕水务行业，资产质量较好，盈利能力突出。同时公司供水业务拓展成都二三圈层市场，资产规模有望进一步扩大，且 2024 年污水有望迎来新一轮调价周期。考虑到公司在建供水及污水产能陆续投产，及污水调价带来的盈利增厚，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 82.26/91.71/98.02 亿元，归母净利润 16.33/18.34/19.04 亿元，按 2 月 20 日收盘价计算，对应 PE 为 11.3x/10.06x/9.69x，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，首次

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**市场拓展风险；水价调整风险；分红政策调整不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,751	7,630	8,226	9,171	9,802
同比(%)	25.6%	13.0%	7.8%	11.5%	6.9%
归属母公司净利润 （百万元）	1,494	1,618	1,633	1,834	1,904
同比(%)	15.0%	8.3%	0.9%	12.3%	3.8%
毛利率(%)	39.7%	38.5%	37.5%	37.8%	37.0%
ROE(%)	11.1%	10.9%	10.3%	10.7%	10.3%
EPS（摊薄）（元）	0.50	0.54	0.55	0.61	0.64
P/E	12.35	11.40	11.30	10.06	9.69
P/B	1.37	1.25	1.16	1.07	0.99
EV/EBITDA	8.08	6.09	8.42	8.10	7.64

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年2月20日收盘价

投资聚焦

作为中国大型水务环保综合服务商，公司水务资产运营稳健，盈利能力强。公司自来水产能 334.3 万吨/日、污水处理产能 386 万吨/日，在成都主城区市占率在 100%。公司盈利能力突出，2023Q3 公司净利率达到 26.81%，位居行业第一；ROE 达到 9.69%，仅次于洪城环境位列行业第二。

水务资产优质，量+价增长或将带来盈利增厚。供水业务：受益于成都供水区域内水质优良，且可以在重力流的作用下进行引水，公司单吨供水成本低，毛利率达到 44.28%，高于行业可比公司。同时公司整合二三圈层的供水资源，有望扩大经营规模与竞争力。污水业务：2023 年底污水处理产能 420 万吨/日，在成都主城区市占率为 100%。2024 年有望迎来提价周期，有望增厚公司盈利。

公司分红能力及分红意愿有望提高。2023 年以来，水务产能陆续投产，资本开支已经出现下降趋势，且净现比持续提升，公司分红能力有望不断增强。同时公司正在执行第一期的股权激励计划，管理层分红意愿较强，分红提高的潜力较大。

投资聚焦	4
一、公司简介：中国大型水务环保综合服务商	7
二、水务业务贡献稳定业绩，污水涨价有望增厚利润	11
2.1 自来水业务：成本控制能力强，提供稳定现金流	11
2.2 污水处理业务：2024 年污水有望迎来提价新周期	16
2.3 垃圾焚烧发电业务：万兴三期投产或将成为公司远期业绩增长动力	21
2.4 环保业务：垃圾渗滤液&污泥	22
三、分红能力与分红意愿有望增强	23
3.1 净现比提升，自由现金流有望转正	23
3.2 上市公司为集团核心资产，有一定分红意愿	25
3.3 股权激励下，公司管理层分红意愿加强	25
四、风险提示	27

表目录

表 1: 公司业务分布领域（截止 2022 年）	8
表 2: 兴蓉环境现行供水产能（万吨/日）	12
表 3: 兴蓉环境现行阶梯水价情况（元/吨）	13
表 4: 公司在建污水厂进展情况（截止 2023H）	18
表 5: “十四五”期间成都市污水处理发展规划	18
表 6: 2016 年以来，公司异地拓展污水处理资产情况	19
表 7: 污水价格变动历程（元/吨）	19
表 8: 污水处理单吨价格&成本与污水处理毛利率涨幅间的敏感性分析（2023 年）	21
表 9: 污水处理单吨价格&成本与污水处理毛利率涨幅间的敏感性分析（2024 年）	21
表 10: 在建项目投产情况（亿元）	24
表 11: 上市公司与集团经营情况比较	25
表 12: 兴蓉环境股权激励对象情况	25
表 13: 兴蓉环境股权激励计划解锁条件	26
表 14: 可比公司估值比较	26

图目录

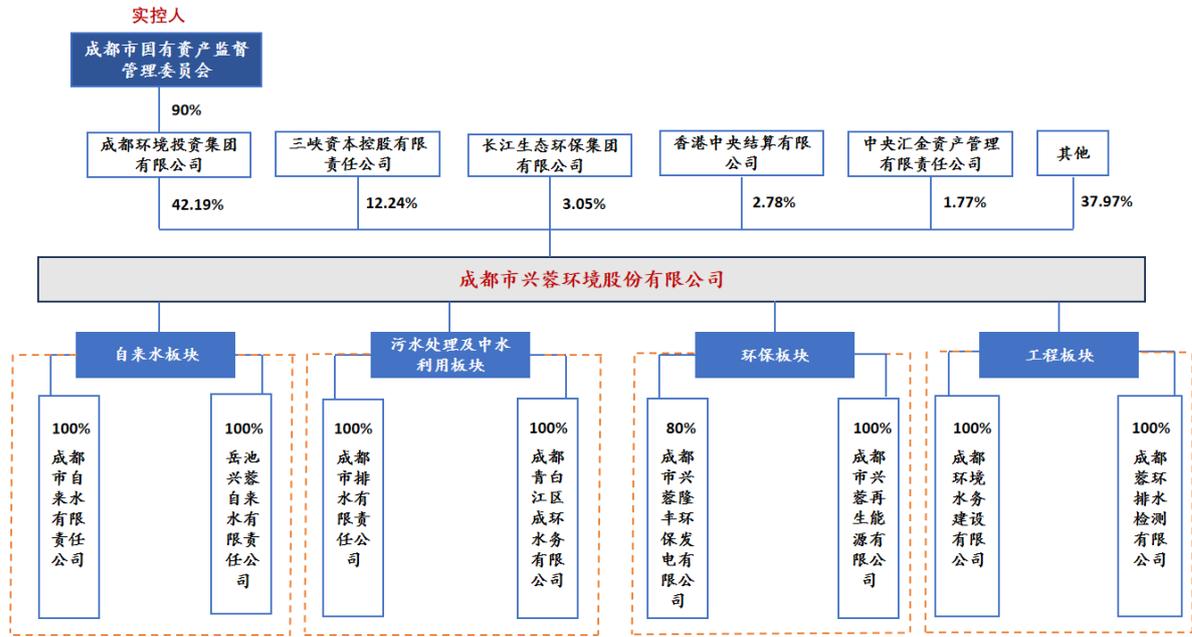
图 1: 公司股权结构图	7
图 2: 兴蓉环境发展脉络图	7
图 3: 水务板块产能分布情况	8
图 4: 2015-2023Q3 公司营业收入及增速	9
图 5: 2015-2023Q3 公司归母净利润及增速	9
图 6: 2015-2023H1 公司收入结构（亿元）	9
图 7: 2015-2023H1 公司毛利结构（亿元）	9
图 8: 2015-2023Q3 公司 ROE 与 ROA 情况（%）	10
图 9: 2015-2023Q3 年公司负债情况（%）	10
图 10: 2015-2023Q3 年公司现金流情况	10
图 11: 2015-2023Q3 年公司期间费用率（%）	10
图 12: 水务行业主要上市公司净利率对比（%）	10
图 13: 水务行业主要上市公司 ROE 对比（%）	10
图 14: 成都市常住人口情况（万人）	11
图 15: 成都市城镇化率与人均 GDP	11
图 16: 2023 年前三季度 GDP 增速（%）	11
图 17: 自来水产能增长（万吨/日）	12
图 18: 自来水产能利用率保持高位（万吨）	12
图 19: 自来水产能利用率高于同行水平	13
图 20: 公司供水单吨成本涨幅快于售价，毛利率缩窄	14
图 21: 岷江水系地势图	14
图 22: 自来水成本构成（元/吨）	14
图 23: 行业主要公司自来水单吨成本结构图（元/吨）	15
图 24: 行业主要公司自来水业务毛利率比较（%）	15
图 25: 成都地区规划范围图	16
图 26: 成都水务一体化改革方案实施机制	16
图 27: 污水处理产能利用率情况	16

图 28: 污水处理业务毛利及毛利率.....	16
图 29: 污水处理产能扩张情况 (万吨/日)	17
图 30: 2022 年全国城市生活污水收集率 (%)	18
图 31: 污水业务单吨价格 (元/吨)	20
图 32: 污水业务单吨成本 (元/吨)	20
图 33: 成都市区污水处理单价与公司污水处理单吨毛利变动幅度对比 (%)	20
图 34: 污水业务单吨收入、成本、毛利情况 (元/吨)	20
图 35: 公司垃圾焚烧发电产能情况 (吨/日)	22
图 36: 垃圾焚烧发电量 (万度)	22
图 37: 成都垃圾焚烧发电项目分布情况	22
图 38: 公司垃圾渗滤液产能情况 (吨/日)	23
图 39: 垃圾渗滤液&污泥业务毛利率情况 (%)	23
图 40: 兴蓉环境历史分红比例 (%)	23
图 41: 2022 年行业主要公司分红比例情况 (%)	23
图 42: 2014-2022 年公司净现比呈上升趋势 (%)	24
图 43: 资本支出/折旧摊销情况 (%)	24
图 44: 2005-2022 年重庆水务自由现金流与分红率情况 (亿元)	24
图 45: 兴蓉环境自由现金流有转正趋势 (亿元)	24
图 46: PE-band	26
图 47: PB-band	26

一、公司简介：中国大型水务环保综合服务商

公司背靠成都市国资委，是成都环境投资集团下属核心上市子公司。截止 2023Q3，兴蓉环境第一大股东成都环境投资集团对其持股 42.19%，实控人为成都市国资委，另有三峡资本、长江生态环保集团控股 15.29%。公司母公司成都环境是一家 70 余年专注于水务环保产业的国有企业，业务覆盖原水、供排水、流域治理、固废治理、城市综合开发等领域，兴蓉环境是集团下属核心上市公司。

图 1：公司股权结构图



资料来源：IFinD，信达证券研发中心

扎根水务，延伸环保业务，成为中国大型水务环保综合服务商。公司 1996 年成立，2010 年借壳蓝星清洗成功上市，2015 年更名为“兴蓉环境”。公司作为中国颇具影响力的水务环保企业之一，拥有 70 余年供水运营经验、30 余年污水处理经验，具有行业领先的运营管理能力。2012 年公司收购集团持有再生能源公司 100% 股权，开始拓展环保板块业务。目前已经形成自来水生产与供应、污水处理、中水利用、污泥处置、垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电等业务完善的产业链。

图 2：兴蓉环境发展脉络图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

立足成都，积极开拓异地市场。公司在运自来水产能 334.3 万吨/日，污水产能 386 万吨/日，在成都主城区（5 城区+高新区+天府新区成都直管区）市占率在 100%，大成都范围业务占比超过 50%，同时积极挖掘成都二三圈层市场及异地项目。截止 2022 年末，公司已

在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北、山东 9 个省份获得 40 余个水务环保特许经营项目。

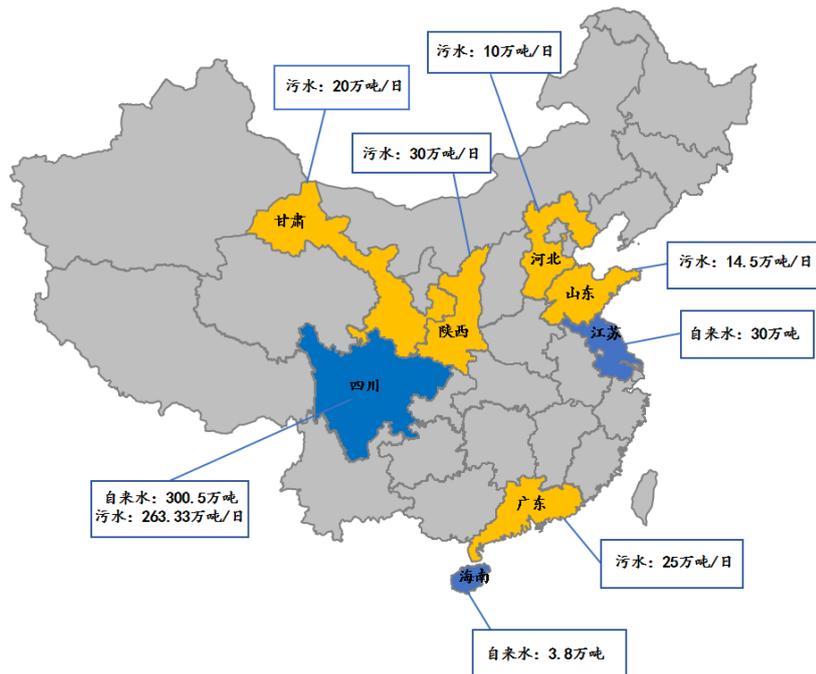
表 1: 公司业务分布领域 (截止 2022 年)

重要指标	业务情况
自来水产能 (万吨/日)	334.3
自来水售水量 (万吨)	102130
污水产能 (万吨/日)	386.02
污水处理量 (万吨)	119564
垃圾焚烧发电厂 (座)	3
垃圾焚烧发电产能 (吨/日)	6900
垃圾渗滤液产能 (吨/日)	5630
污泥处理产能 (吨/日)	1516

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

水务产能布局: 自来水在运产能 334.3 万吨/日, 其中四川地区占比 90%, 江苏占比 9%; 污水产能 386 万吨/日, 其中四川地区产能 263 万吨/日, 占比 68%, 异地产能 123 万吨/日, 占比 32%, 主要分布在山西、广东等地; **环保产能布局:** 目前在运行 3 座垃圾焚烧发电厂, 在运产能 6900 吨/年, 其中万兴二期 (3000 吨/日) 是四川规模最大的垃圾焚烧发电项目 (截至 2023 年)。

图 3: 水务板块产能分布情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产能扩张助力公司业绩稳步增长, 2015-2022 年净利润复合增速 10%。近年来, 伴随公司自来水及污水产能陆续投产运营, 业绩稳步抬升。2015-2022 年公司营业收入复合增速为 14%, 归母净利润年复合增速近 10%; 2023Q3 公司营业收入 56.9 亿元, 同比增长 15%, 归母净利润 14.9 亿元, 同比增长 8.4%, 盈利水平稳定增加。

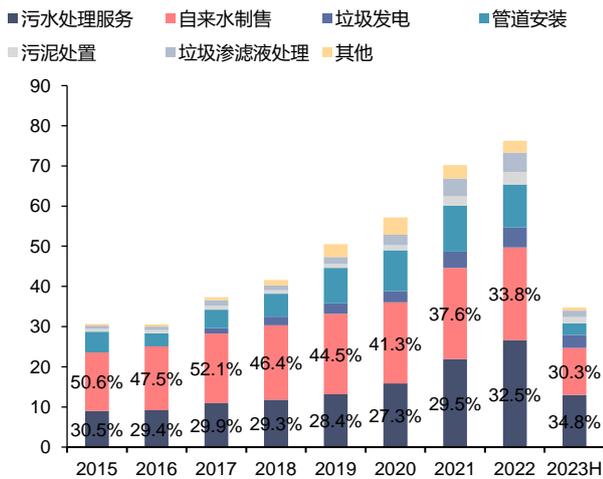
图 4：2015-2023Q3 公司营业收入及增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

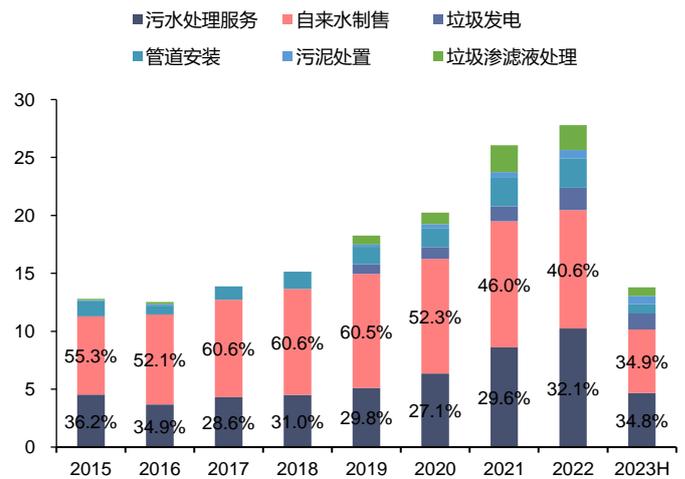
图 5：2015-2023Q3 公司归母净利润及增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

分板块来看，公司以水务业务为支撑，固废业务为补充。公司主要业务为自来水制售、污水处理服务与固废处理。其中自来水+污水业务贡献公司主要营收利润，2022 年水务业务贡献 65.2% 的营业收入与 70% 的毛利润，是公司业绩的主要来源。同时伴随污水业务异地拓展项目增多，污水处理服务板块占毛利润比重呈上升趋势。截止 2023 年上半年，公司运营类业务毛利占比达到近 90%，有利于保障现金流的稳定流入。

图 6：2015-2023H1 公司收入结构（亿元）


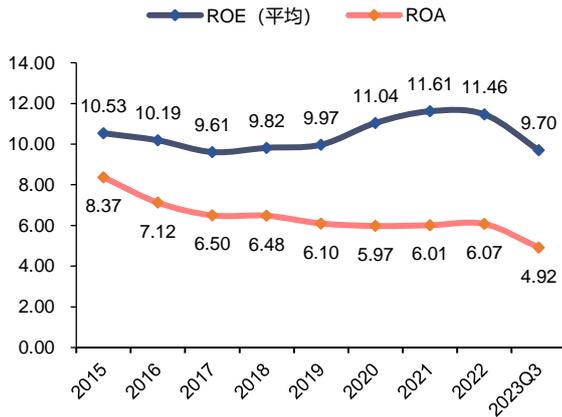
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：2015-2023H1 公司毛利结构（亿元）


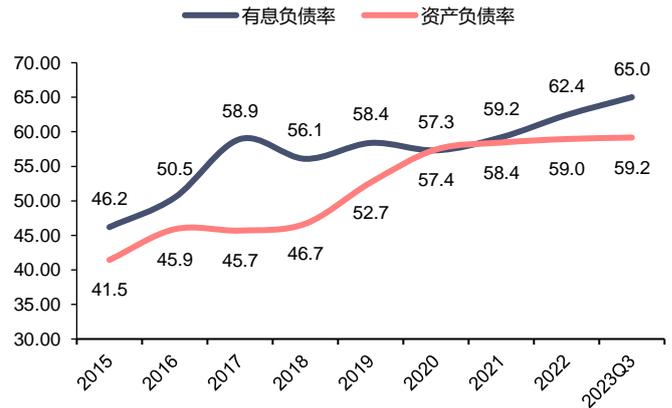
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

ROE 呈现上升趋势，资产负债率保持稳定。2022 年公司的 ROE 与 ROA 分别为 11.46% 与 6.07%，且 ROE 近三年都保持在 11% 之上，体现出公司运营类资产占比高带来的稳健的盈利能力。负债方面，公司在 2015-2022 年间进行较大规模资产与业务扩张，资产负债率略有上升但有效控制在 60% 以内。

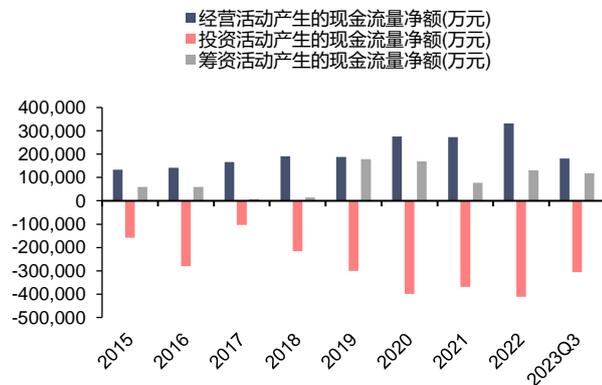
经营性现金流充沛，管理费用率显著下降。经营活动产生的现金流量净额逐年增长，2015-2022 年复合增速为 12.05%；2015-2022 年，期间费用率由 13.45% 下降至 11.28%，运营效率提升明显。

图 8: 2015-2023Q3 公司 ROE 与 ROA 情况 (%)


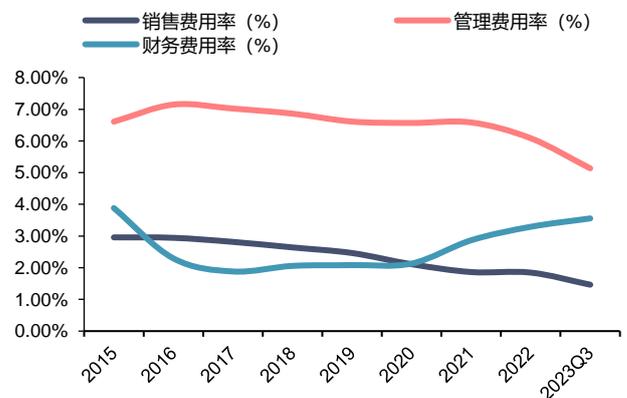
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 未年化

图 9: 2015-2023Q3 年公司负债情况 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 未年化 注: 有息负债率 (%) = 带息债务 / 负债合计

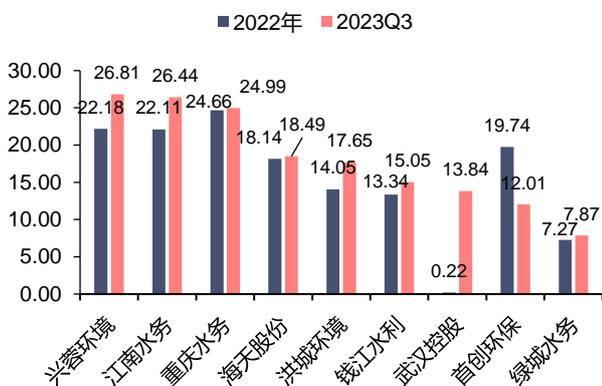
图 10: 2015-2023Q3 公司现金流情况


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

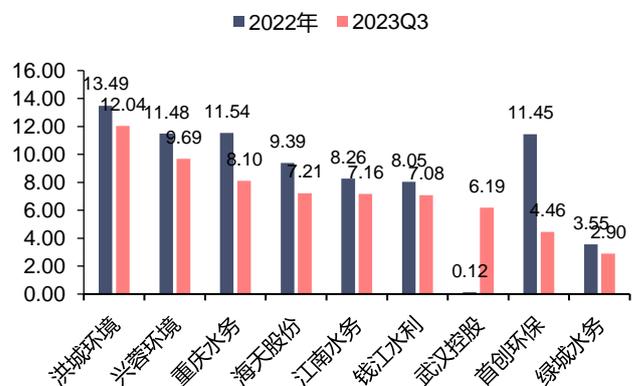
图 11: 2015-2023Q3 公司期间费用率 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 未年化

公司盈利能力较强, 位居行业前列。通过比较行业内 9 家 A 股水务上市公司盈利情况发现, 兴蓉环境盈利能力强且有进一步提升趋势。2023Q3 公司净利率达到 26.81%, 位居行业第一; ROE 达到 9.69%, 仅次于洪城环境位列行业第二, 体现出公司较强的管理水平与盈利能力。

图 12: 水务行业主要上市公司净利率对比 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 未年化

图 13: 水务行业主要上市公司 ROE 对比 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 未年化

二、水务业务贡献稳定业绩，污水涨价有望增厚利润

2.1 自来水业务：成本控制能力强，提供稳定现金流

地处西南重镇成都，用水需求量稳定增长

公司扎根成都，人口的快速增长与经济发展水平不断提高支撑公司售水量稳定增长。（1）人口：根据第七次全国人口普查结果，成都市全市常住人口为 2093.8 万人，成功跻身七大超大城市行列，同时城镇化率不断提高，2015-2022 年人均 GDP 复合增速超过 7%。供水需求有望持续提升。（2）经济发展：西部大开发背景之下，成都市经济保持较快发展，经济总量和增速均位居副省级城市前列。2023 年前三季度成都 GDP 增速在中国万亿城市群中排名第一，增量 1184 亿元排名第五（仅次于上海，北京，深圳，重庆），进一步巩固了 GDP 总量第七的排名。

图 14：成都市常住人口情况（万人）

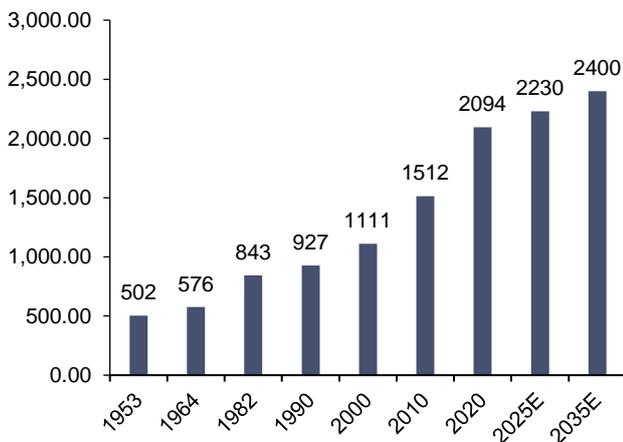
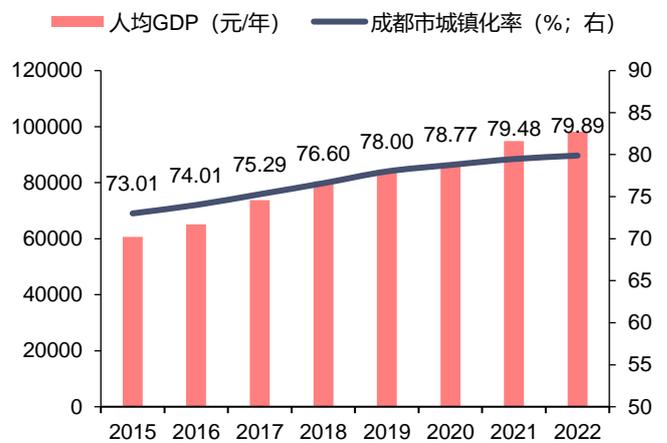


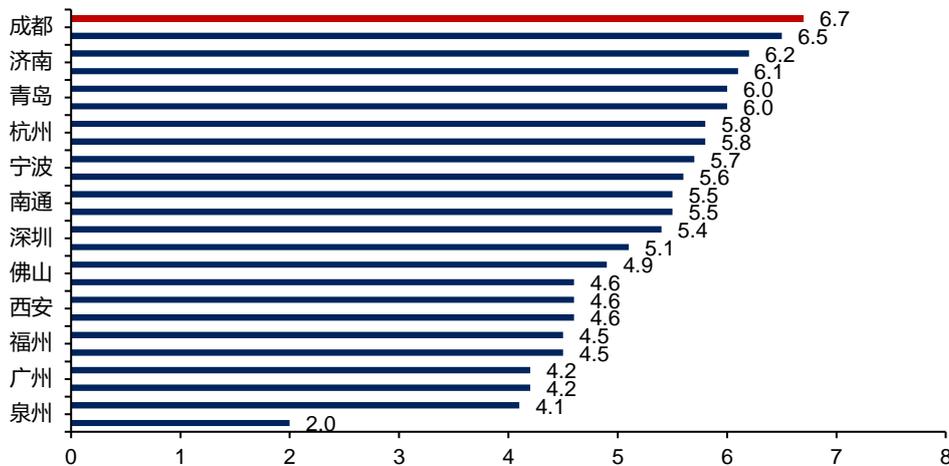
图 15：成都市城镇化率与人均 GDP



资料来源：《成都市“十四五”水务发展规划》，信达证券研发中心
 注：超大城市有上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津 7 城

资料来源：成都市统计局，信达证券研发中心

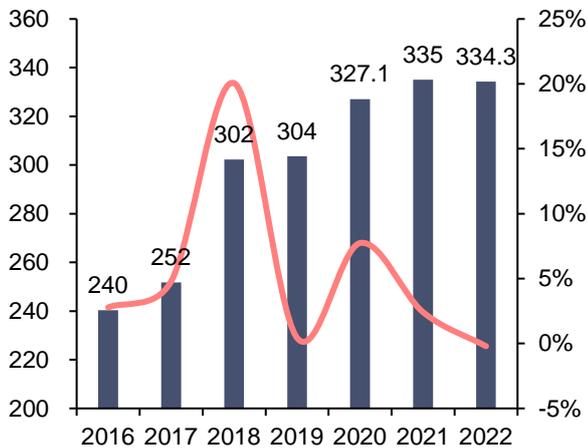
图 16：2023 年前三季度 GDP 增速 (%)



资料来源：科创四川，科创板日报，信达证券研发中心

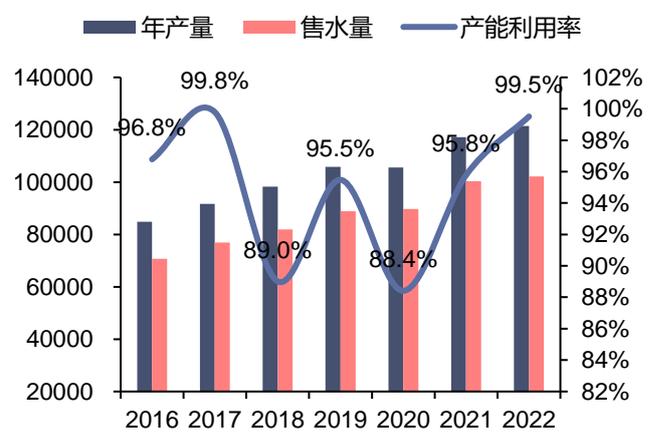
作为成都区域供水龙头公司，兴蓉环境在成都主城区市占率在 100%。近年来，伴随新自来水厂陆续投产，公司供水产能持续增加，从 2016 年 240 万吨/日的产能增长至 2022 年的 334.3 万吨/日，当前在建自来水七厂（三期）规模 80 万吨/日，公司预计陆续释放产能。公司在成都主城区市占率在 100%，大成都范围市占率超过 50%。产能增加同时保持较高的产能利用率水平，2016-2022 年间维持在 90% 左右水平，2022 年已经接近满产，远高于行业可比公司，体现出公司较高的管理效率。

图 17：自来水产能增长（万吨/日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18：自来水产能利用率保持高位（万吨）

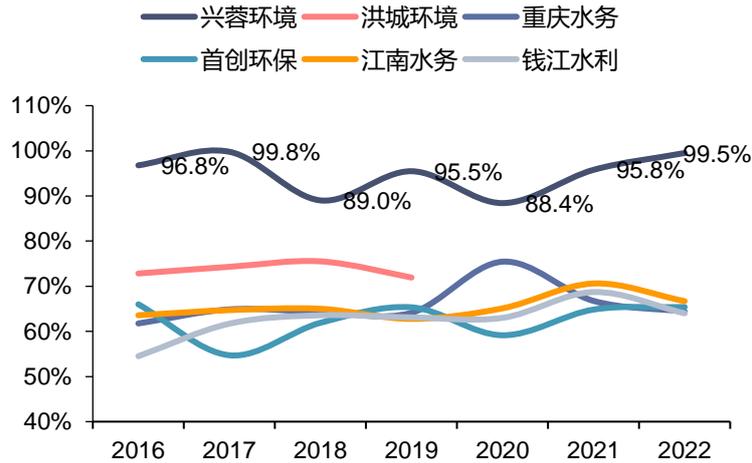


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：兴蓉环境现行供水产能（万吨/日）

供水水厂	供水区域	供水规模（万吨/日）	经营模式
成都市第二自来水厂	成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫都区郫筒镇、犀浦镇等九个镇；夏售龙泉、新都、双流三个区县供水。	23	特许经营
成都市第五自来水厂		15	特许经营
成都市第六自来水厂		140	特许经营
成都市第七自来水厂一期		50	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50	特许经营
天府国际机场专供水厂	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	赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10	特许经营
汶川县自来水厂	汶川县	1	特许经营
理县胆杂木自来水厂	理县	0.5	特许经营
理县打色尔自来水厂	理县	0.5	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	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	沛县	30	PPP
岳池自来水厂一期	岳池	8	特许经营
合计		334.3	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19: 自来水产能利用率高于同行水平


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

成本控制能力强, 毛利率行业领先

原水费上涨会带动公司水价上涨, 2016 年以来水价保持基本稳定。

- 2013 年由于成都新增 0.06 元/立方米的水资源费、水利工程水费上调 0.03 元/立方米至 0.24 元/立方米, 公司范围内的终端水价自 2013 年 12 月 20 日起终端水价上调 0.09 元/立方米。
- 2015 年 1 月 1 日起上调 0.02 元/立方米, 2015 年 12 月 1 日起再次上调 0.02 元/立方米, 水资源费联动上调 0.04 元/立方米。

2014-2016 年公司受到水价上涨影响, 自来水销售单价有小幅抬升, 2016 年以来售价保持稳定, 波动主要来自供水结构变化影响。

表 3: 兴蓉环境现行阶梯水价情况 (元/吨)

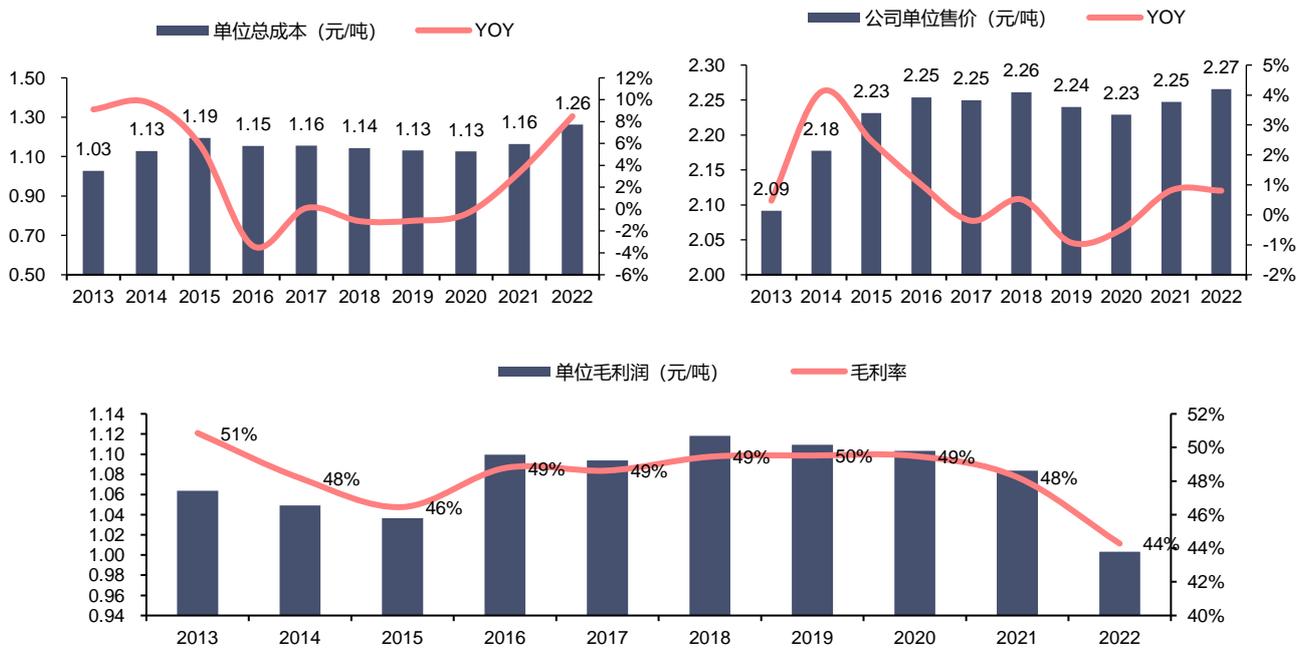
用水类别	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源税	污水处理费	终端价格	
居民生活用水	一户一表执行阶梯水价 (吨/户表·年)	第一阶梯: 0-216 吨	2.08	0.24	0.1	0.95	3.03
		第二阶梯: 217-300 吨	2.95	0.24	0.1	0.95	3.9
		第三阶梯: 301 吨以上	5.56	0.24	0.1	0.95	6.51
	合表 (含居民住宅用水; 学校教学、学生生活用水; 部队、武警的干部家属生活用水)	2.08	0.24	0.1	0.95	3.03	
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	3.03	0.24	0.1	1.4	4.43	
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	10.63	0.24	0.1	4.5	15.13	
	洗车用水	6.73	0.24	0.1	3.4	10.13	
	其他	5.73	0.24	0.1	1.8	7.53	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

成本控制能力在较大程度上影响公司毛利率。回顾公司过去十年水价、成本及毛利率变化情况可以发现, 2013-2015 年水价抬升, 但成本涨幅快于售价, 毛利率下降; 2016 年售价上涨而成本略降, 毛利率增加 3pct; 此后板块毛利率保持在 49%-50% 区间; 2022 年由于成本端电费、能源动力费价格大幅上涨, 毛利率下降至 44%。水价可以一定程度上解释单吨毛利/毛利率的波动, 但在售价端相对稳定的情况下, 成本的波动会较大程度上影响利润, 反映出成本控制能力强的公司将有更好的盈利能力, 体现公司真正的价值。

当前水价低于居民可承受范围下限，具有一定上调空间。根据《水利建设项目经济评价规范》规定，城市居民人均水费支出占可支配收入比例在 1.5%~3% 以内时，为用水户可接受范围。2020 年我国 36 个重点城市水费支出占可支配收入比例介于 0.21%-0.67% 之间，较居民可承受范围仍有一定空间，表明水价的杠杆作用发挥还不够，水价具有一定的上调空间。我们统计到，2023 年以来如江西省赣州市、湖南省常德市、广东省肇庆市等地纷纷召开水价调整听证会，各地水价调整有望陆续启动，水务上市公司盈利有望伴随水价调涨而得到改善。

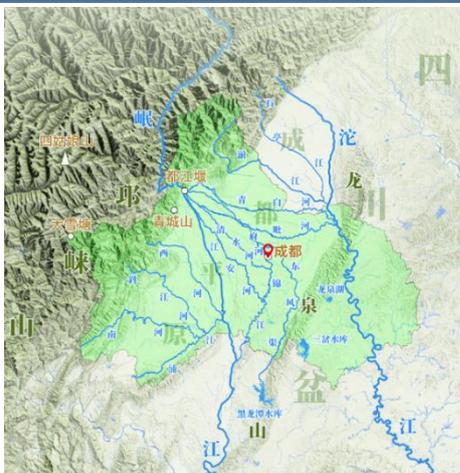
图 20: 公司供水吨成本涨幅快于售价，毛利率缩窄



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

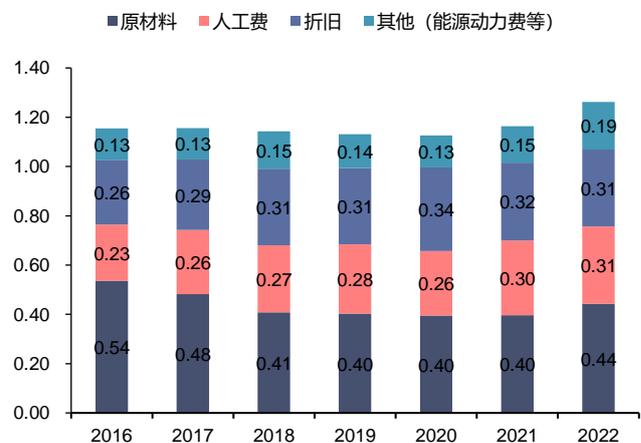
得益于环境禀赋优势，公司成本控制良好。兴蓉环境位于成都市辖区内，区域内水质优良，且主要为地表水，药剂添加少，制水净化成本低；成都市地形具有先天优势，西高东低，公司在成都市范围内的所有水厂的原水均取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河和沙河，重力流作用下大大降低水的运输和管网的维护成本。

图 21: 岷江水系地势图



资料来源: 公众号“好酒地理局”, 信达证券研发中心

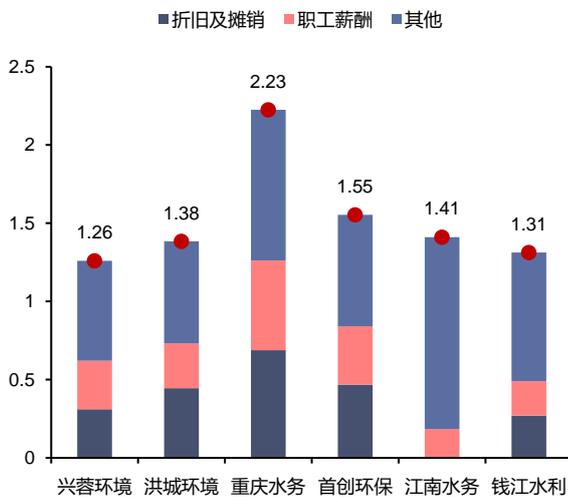
图 22: 自来水成本构成 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

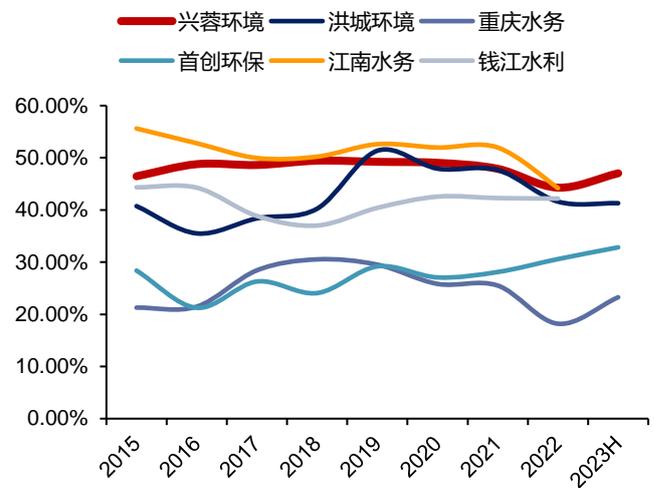
2022 年公司单位供水成本为 1.26 元/吨，板块毛利率 44.28%，为行业五家可比公司最优水平。由于公司重力引水使电费成本减少，同时药剂添加少，使得公司其他成本显著低于重庆水务、首创环保等公司，彰显公司成本控制的优势。

图 23：行业主要公司自来水单吨成本结构图（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：2022 年数据；其他中包含原水费、药剂费、能源动力费、电费等

图 24：行业主要公司自来水业务毛利率比较（%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

成都推动二三圈层水务资产整合，市属国企有望率先受益

内生成长：成都自来水七厂（三期）建成投产预计释放产能 80 万吨/日。项目位于成都市郫都区，设计规模为 80 万吨/天，于 2020 年建设，计划投资规模 13.42 亿元。截止 2023 年底，投资进度过半，已经形成 40 万吨/日的生产能力，公司预计 2024-2025 年产能有望陆续释放。

外延扩张：成都积极推进“供排净治”一体化改革，市属国有企业有望优先收益。2020 年成都市印发《关于优化水务管理体制构建供排净治一体化机制的试行意见》，明确在成都东部新区，四川天府新区开展“供排净治”一体化改革。其中，国有企业将在改革推进中扮演重要角色。政策方案主要有以下三方面：

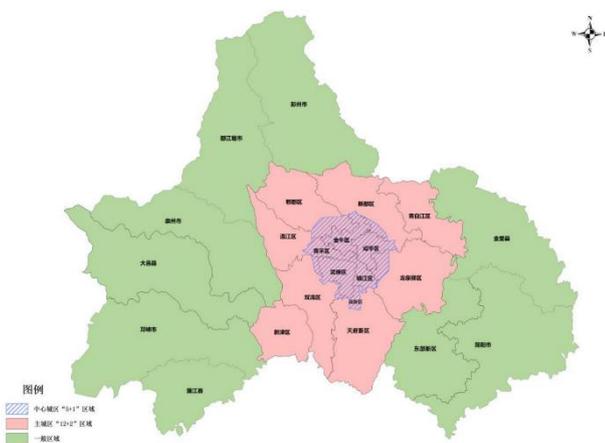
- **变革体制，实现一体化管理。**成都将水务全产业链存量设施以 TOT 模式划转行业国企经营。同时扩大特许经营范围。将市政管网、下穿隧道、河道及附属设施等以 BOT 方式授予行业国企特许经营权，从而，实现了“厂网河”一体化综合治理，“供排净治”一体化闭环管理。
- **整合供水资源。**按照“建大、并中、关小”的思路，支持市属国企以市场化方式整合供水资源，推进城镇大水厂、大管网向周边农村地区覆盖。以成都市郫都区为试点，实现郫都区与中心城区供水“同网、同质、同价”。
- **供水污水产能扩张。**在城市供水方面，成都稳定运营城市自来水厂 4 座，总规模 278 万吨/日（截至 2022 年）。新建自来水厂 3 座，在建 3 座，新增供水规模 168 万吨/日。在污水处理方面，成都新建污水处理设施 9 座，在建 13 座，提标扩能改造 8 座，新增污水处理规模 358.7 万吨/日。启动 4 座地埋式污水处理厂建设，节约土地 33%，破解大型环保项目“邻避效应”。建成再生水利用设施 4 座，新增利用规模 59 万吨/日，再生水利用率达 37.5%。

作为成都市重要的国企水务公司，公司承担推进改革的重要任务，伴随二三圈层拓展供水

产能有望进一步扩张。公司母公司成都环境集团是成都市重要的水环境综合整治的投资和运营主体，产业规模西部第一，全国前列，将成为成都实现“供排净治”一体化改革的主要推动力量。兴蓉环境作为成都环境集团唯一上市公司，其自来水业务全部由兴蓉环境承担，在推进供水市场化整合方面，兴蓉环境将成为重要主体。

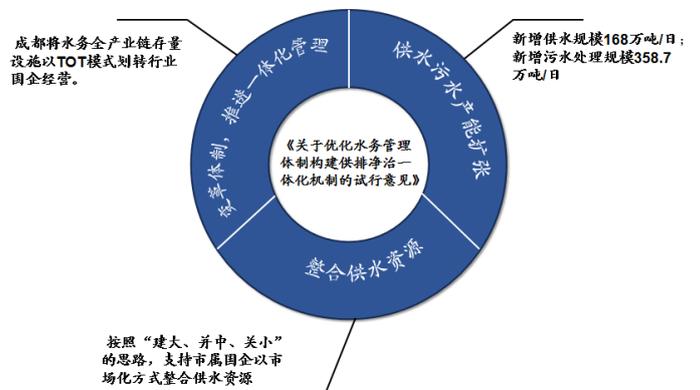
郫都区试点成功，伴随供水整合稳步推进，二三圈层将成为公司供水业务开拓的重要市场。2017年成都环境集团与郫都区政府签订合作协议，由郫都区政府下属投资公司与兴蓉环境成立合资公司，负责郫都区供排水设施的投资、建设、运营或委托运营，供水管网的投资、建设和改造，率先启动“全域供水工程”。目前郫都区九个镇已经实现与主城区同网供水，我们认为，伴随成都市推进“11+2”区域全域供排水一体化工作推进，兴蓉环境将依托70余年的供水经验与成都环境集团支持，积极开拓成都周边区县供水业务，支撑售水量稳健增长。

图 25: 成都地区规划范围图



资料来源:《成都市“十四五”水务发展规划》，信达证券研发中心

图 26: 成都水务一体化改革方案实施机制

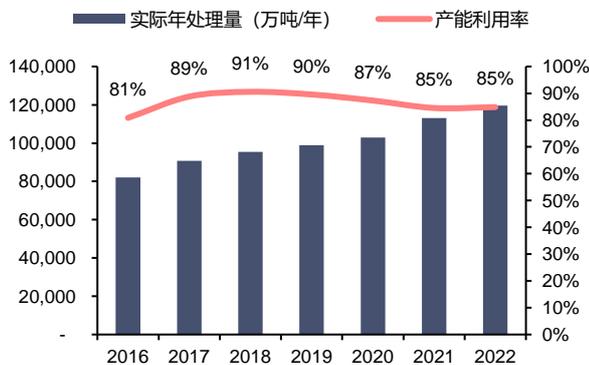


资料来源:《关于优化水务管理体制构建供排净治一体化机制的试行意见》，信达证券研发中心

2.2 污水处理业务：2024 年污水有望迎来提价新周期

2023 年上半年公司污水处理业务贡献约 32% 的毛利，为第二大业绩增长动力。根据公司 2023 年半年报，截至披露日公司运营及在建的污水处理项目规模逾 460 万吨/日，其中在运逾 400 万吨/日，在建 60 万吨/日（另有拟建约 20 万吨/日），公司预计大部分项目在未来两年陆续投运。2017-2022 年，产能增长带动年处理量稳步上升，同时产能利用率保持在 85%-90% 之间。毛利率小幅波动，基本维持在 40% 左右。

图 27: 污水处理产能利用率情况



资料来源:公司公告，信达证券研发中心

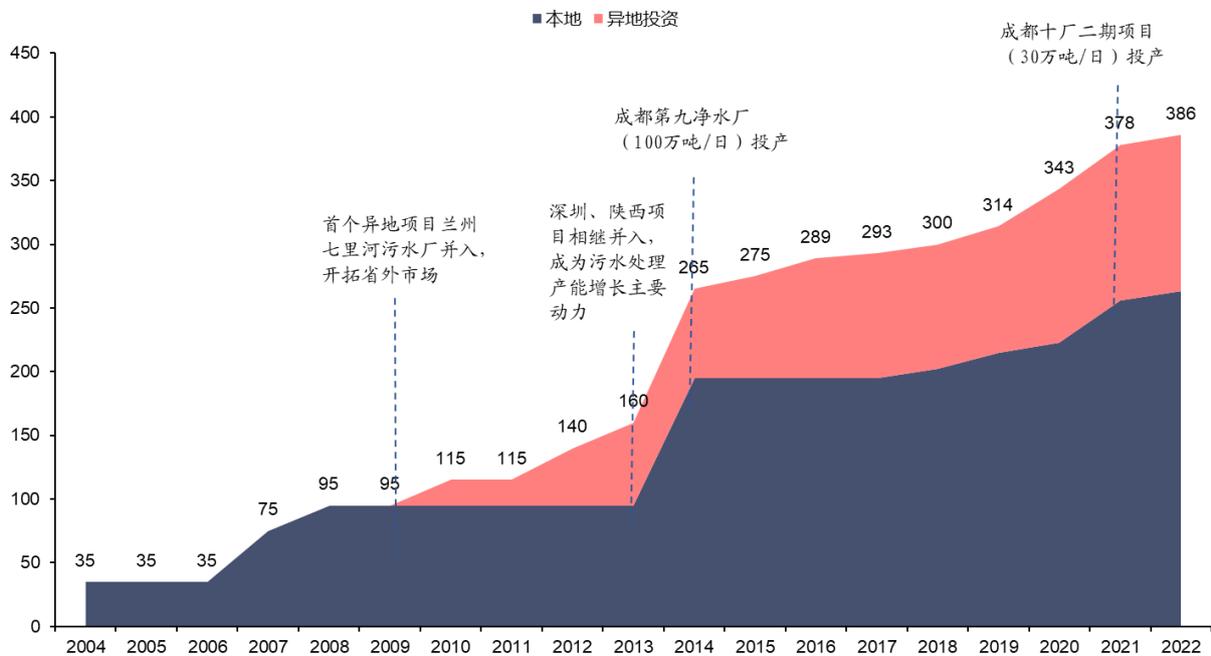
图 28: 污水处理业务毛利及毛利率



资料来源: iFind，信达证券研发中心

成都主城区污水处理市场饱和，跨区拓展异地项目。过去 20 年间，公司自建污水厂的投产为产能增长的主要动力，经过十余年扩张，公司在成都主城区市占率在 100%。为继续扩大规模，公司自 2009 年起开展异地污水项目投资并购，在兰州、深圳、陕西等地成功获得污水厂资产。截止 2022 年，成都市污水处理产能占总产能 68%，异地项目占比 32%。

图 29：污水处理产能扩张情况（万吨/日）

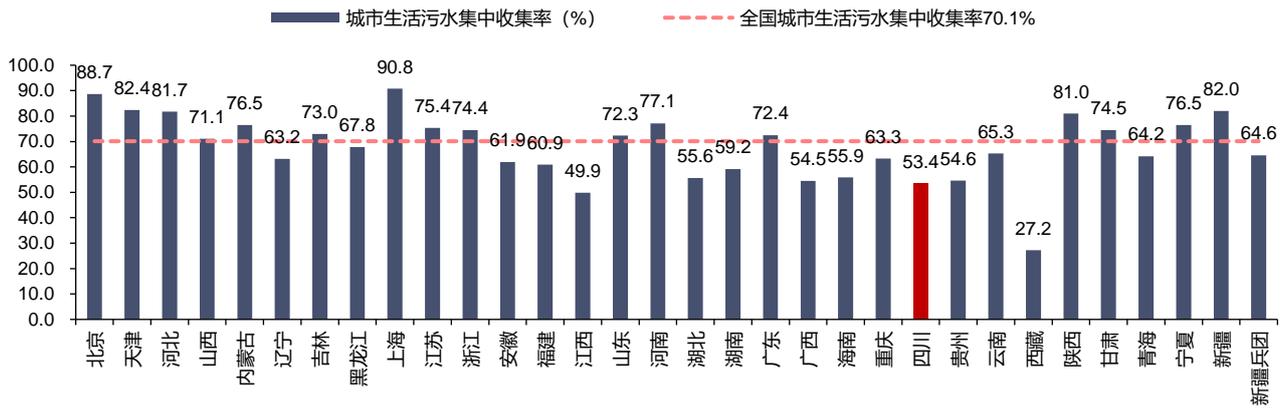


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成都地区污水防治任务紧迫，异地项目拓展带来一定增量

四川地区污水收集率低，2022-2024 年为重点整治时期。2022 年四川省城市污水收集率 53.4%，远低于全国城市生活污水平均收集率 70% 水平。2021 年国家长江经济带生态环境警示片中披露了成都市生活污水直排、雨污混排、雨天污水溢流等众多问题。为了加快问题整改，2022 年成都市出台《污水治理攻坚三年行动方案（2022—2024）》，要求 2024 年成都“5+1”区域污水处理能力达 340 万吨/日，较 2022 年约提升 70 万吨/日，全市污水处理能力达 663 万吨/日，较 2022 年约提升 251 万吨。

截至 2023 年上半年，公司在建污水产能 40 万吨/日，此外另有 20 万吨/日产能处于前期工作中。公司在建水厂中七厂二期、骑龙、凤凰河二沟、洗瓦堰、西区二厂等再生水厂建设，均为成都市污水治理攻坚战的重点设施建设工程，有望在政策推动下尽快投产，补齐城市污水处理能力缺口。

图 30: 2022 年全国城市生活污水收集率 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

表 4: 公司在建污水厂进展情况 (截止 2023H)

项目名称	产能	项目进度(2023 半年报披露)
成都市高新西区第二污水处理厂工程	8 万吨/日	72.09%
骑龙净水厂工程	10 万吨/日	51.49%
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	处理规模为 20 万吨/日、调蓄规模为 16 万吨	20.77%
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	8 万吨/日	36.62%
成都市第七再生水厂二期工程	在一期 10 万吨/天的基础上再新增 8 万吨/天	43.78%

资料来源: 公司公告, 成都高新区管委会, 四川在线, 北极星水处理网, 红星新闻, 成都商报, 成都环境集团, 信达证券研发中心

成都地区县城污水处理为“十四五”期间发展的重点工作任务。《成都市“十四五”水务发展规划》中提到中心城区新规划建设 10 座污水处理厂, 新增污水处理能力 79 万立方米/日, 全市新规划建设 56 座污水处理厂, 新增污水处理能力 225 万立方米/日。县城污水处理率将从 2020 年 91% 提升至 96%、县城生活污水再生利用规模占比将从 12.5% 提升至 25%, 成都周边县城或将成为“十四五”期间污水处理率提高的重点区域。

表 5: “十四五”期间成都市污水处理发展规划

	2015 年	十三五目标	2020 年	2025 年目标
中心城区“5+1”区域污水处理率	96.60%	98%	98.10%	98.60%
县城区域污水处理率	85%	88%	91%	96%
20 户以上农民集中居住区生活污水设施覆盖率			63.90%	100%
污泥无害化处理率			90%	95%
中心城区生活污水再生利用规模占比			43.60%	45%
县城区域生活污水再生利用规模占比			12.50%	25%

资料来源: 《成都市“十四五”水务发展规划》, 信达证券研发中心

公司通过 BOT、TOT 及收购资产等方式获取异地污水处理项目, 积极开拓异地市场。2016 年以来, 公司拓展的巴中、沛县、东营等项目, 项目质量较优, 且有一定的成长空间。

- 区位优势。**公司在选择项目时, 优先选择成都周边及省会城市, 且多布局东南沿海经济发展实力较强地区。例如 2016 年公司中标江苏沛县供水 PPP 项目, 沛县是首批全国文明县城、全国科技进步先进县, 并于 2015 年位于“全国百强县”第 52 位, 且依托丰富煤炭资源经济发展前景较好, 财政支付能力有较强的保障。
- 产能提高空间及提标空间。**公司巴中经开区污水处理厂、巴中市污水处理厂迁建工程现有污水处理产能约 9.5 亿吨, 远期产能均为 20 万吨/日; 东营污水处理项目存在提标空间, 提标后或带来水价上涨。

(3) **项目资产质量优。**2022 年底，公司以 4.31 亿元收购“东营津膜”、“东营膜天膜”股权及债权（债权规模为 2.57 亿元），其中东营津膜拥有东营市东城南污水处理厂特许经营权 30 年，处理规模 12 万吨，2021 年实现净利润 1085 万元；东营膜天膜拥有项目处理规模 2.5 万吨/日，2021 年实现净利润 216 万元。收购估值约为 13.4x，处于合理水平，且成功进军山东水务环保市场。

表 6: 2016 年以来，公司异地拓展污水处理资产情况

污水处理项目名称	类型	设计日污水处理能力 (万吨/日)	投入运营时间	污水处理价格 (元/吨)	特许经营期限	关注点
巴中经开区污水处理厂 (一期)	BOT	1.99	2016 年	1.5	28 年	远期设计产能 20 万吨/日
巴中市污水处理厂迁建工程	BOT	7.5	2020 年	1.17	28 年	远期设计产能 20 万吨/日
石家庄经济技术开发区污水处理厂	BOT/TOT/ROT	10	2020 年	4.79/2.68/2.10	30 年	2 万吨再生水在建
沛县的污水处理厂 (多个合并)	ROT	3.15	2020-2021 年	1.88	30 年	沛县供水 PPP 项目建设内容: 新建 10 万吨/天的地表水厂、深度处理规模 20 万吨/天, 供水、污水管网, 水源地保护工程, 13 个建制镇污水处理厂、供排水管网及农村饮水安全工程等
东营市东城南污水处理厂	BOT	12	2016 年	1.17	30 年	
东营市五六干合排污水处理厂	BOT	2.5	2017 年	1.57	30 年	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2024 年成都污水调价有望疏导成本，板块盈利或稳中有升

价格端：成都污水三年一核价，2024 年即将进入新的调价周期。公司污水项目为政府给予 30 年特许经营权。污水价格为政府定价，三年一调，当前执行 2021 年订立的第四期污水处理费 2.15 元/方，按调价规律，2024 年应为新一轮调价周期。政府定价原则一般是依据成本核价，成本上涨会触发价格上涨，回顾历次调价发现，除 2012 年由于污水处理量上升导致结算价格下调外，其余几次均为调增价格。

成本端：伴随新购入项目，单吨污水处理成本逐年增加。从结构端看，2022 年单吨污水处理成本为 1.37 元/吨，其中人工费占比 17%、能源动力费占比 18%、折旧占比 33%。2017-2022 年单吨成本增长了 88%，年复合增长率为 13.4%，其中人工费增幅为 131%，其他费用（药剂费、维修费、污泥处置费等）增幅 176%，大幅拉动成本上升。由于近年新收购项目增多导致单吨处理成本增加，污水处理价格上涨概率大。

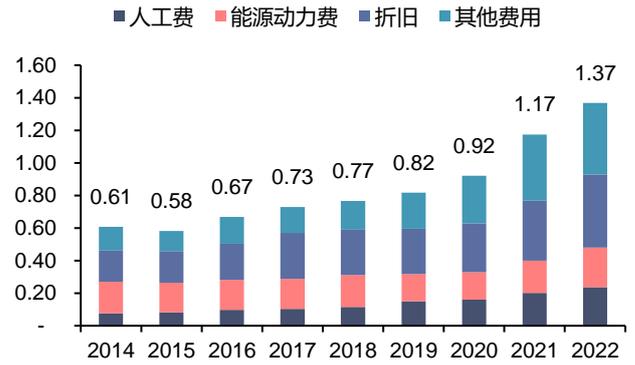
表 7: 污水价格变动历程 (元/吨)

项目	执行期	结算价格
第一期结算价格	2009 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日	1.62
第二期结算价格	2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日	1.53
暂定期	2015 年 1 月 1 日至扩能提标改造工程完成前	1.53
第三期结算价格	2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日	1.63
暂定期	2020 年	1.83
第四期结算暂定价格	2021 年 1 月 1 日至六七九厂、中和污水处理长二期项目竣工决算后; 目前九厂已竣工未结算	2.15

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 污水业务单吨价格 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 32: 污水业务单吨成本 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

近年来, 公司异地项目并购提高平均处理价格, 有效抵御成本上涨, 保障单吨毛利增速快于持续提升。

三次成都调水价下, 公司毛利变化:

- 2017 年成都市污水处理结算价格上涨 6.5%, 公司污水处理单吨毛利上涨 6%
- 2020 年成都市污水处理结算价格上涨 12.3%, 公司污水处理单吨毛利上涨 19.9%
- 2021 年成都市污水处理结算价格上涨 17.5%, 公司污水处理单吨毛利上涨 23.2%

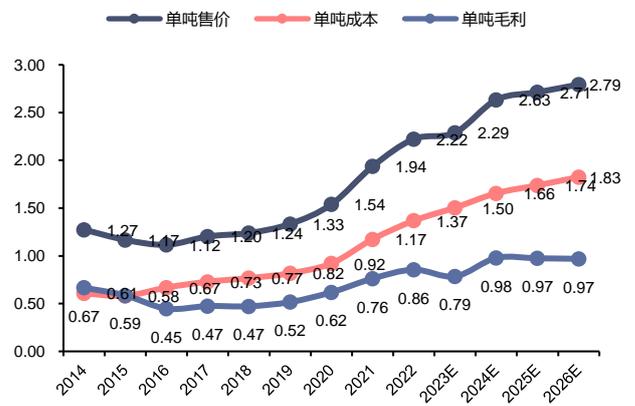
2013-2016 年, 成都市区污水处理结算价格不变, 但新增收购西安、银川、东营的若干污水项目, 合计产能 47 万吨/日, 处理价格均低于成都市区价格, 拉低平均价格;

2018-2022 年, 公司价格涨幅快于成都市价格, 主要由于公司若干自建水厂投产, 合计产能约 60 万吨/日, 价格略高于成都市区价格, 拉高平均价格;

成都市水价上涨可以有效疏导成本上涨带来的盈利压力, 同时公司异地项目的并入一定程度上可以提高污水盈利能力。**价格端**, 我们假设存量异地项目有调价可能叠加新增并入项目提高综合价格, 公司异地污水价格增速为 3%, 2024 年成都地区污水调价使得单吨售价上涨 15%; **成本端**, 假设 2023-2026 年吨水成本涨幅为 10%/10%/5%/5%。单吨毛利或将呈现 2023 年小幅下降后, 2024 年恢复性抬升, 2025-2026 年保持稳定, 2023-2026 年毛利率为 34%/37%/36%/35%。

图 33: 成都市区污水处理单价与公司污水处理单吨毛利变动幅度对比 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 污水业务单吨收入、成本、毛利情况 (元/吨)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们假设，公司 2024 年污水处理量在 440 万吨/日，当不考虑成都地区污水调价（即价格增长 3%），同时成本上涨 10%，2024 年污水业务毛利 960 亿元，同比下降 6%；当考虑成都地区污水调价（即价格增长 15%），同时成本上涨 10%，2024 年污水业务毛利 1335 亿元，同比上涨 31%。污水价格调价有望带来毛利增厚。

表 8: 污水处理单价价格&成本与污水处理毛利率涨幅间的敏感性分析（2023 年）

		污水处理单位成本增幅（2023）						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
污水处理单价 增幅（2023）	-6%	9.4%	0.7%	-8.0%	-16.7%	-25.5%	-34.2%	-42.9%
	-3%	17.9%	9.2%	0.5%	-8.2%	-17.0%	-25.7%	-34.4%
	0%	26.4%	17.7%	9.0%	0.3%	-8.5%	-17.2%	-25.9%
	3%	34.9%	26.2%	17.5%	8.8%	0.0%	-8.7%	-17.4%
	6%	43.4%	34.7%	26.0%	17.3%	8.5%	-0.2%	-8.9%
	9%	51.9%	43.2%	34.5%	25.8%	17.0%	8.3%	-0.4%

资料来源：信达证券研发中心

表 9: 污水处理单价价格&成本与污水处理毛利率涨幅间的敏感性分析（2024 年）

		污水处理单位成本增幅（2024）						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
污水处理单价 增幅（2024）	-5%	9.6%	-0.5%	-10.5%	-20.6%	-30.6%	-40.6%	-50.7%
	0%	24.8%	14.8%	4.8%	-5.3%	-15.3%	-25.4%	-35.4%
	5%	40.1%	30.1%	20.0%	10.0%	0.0%	-10.1%	-20.1%
	10%	55.4%	45.4%	35.3%	25.3%	15.2%	5.2%	-4.8%
	15%	70.7%	60.6%	50.6%	40.6%	30.5%	20.5%	10.4%
	20%	86.0%	75.9%	65.9%	55.8%	45.8%	35.8%	25.7%
	25%	101.2%	91.2%	81.2%	71.1%	61.1%	51.0%	41.0%

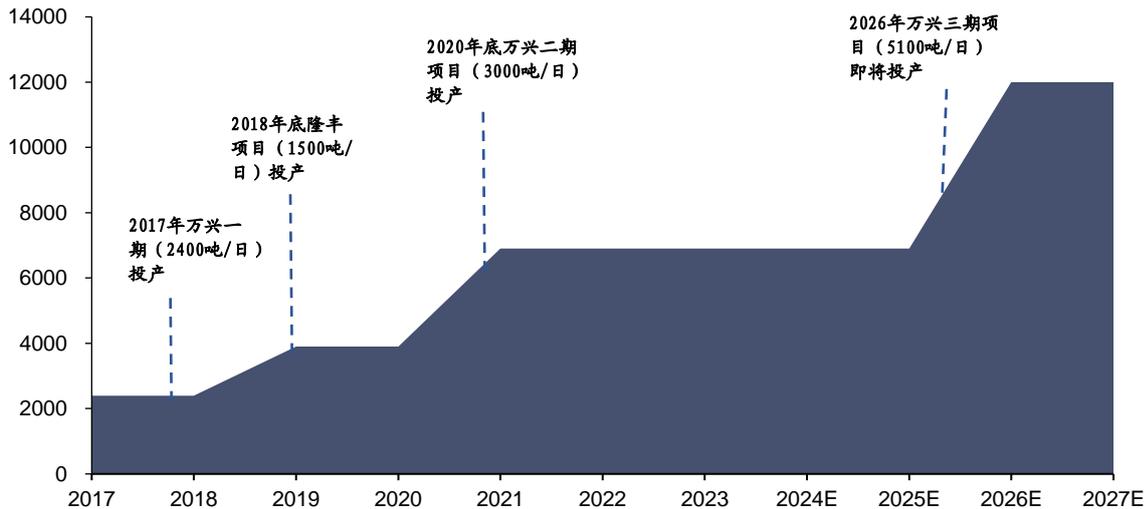
资料来源：信达证券研发中心

2.3 垃圾焚烧发电业务：万兴三期投产或将成为公司远期业绩增长动力

在运垃圾焚烧发电产能 **6900 吨/日**，可处理成都约 **44%** 的垃圾。截止 2023 年上半年，公司在运三座垃圾焚烧发电厂（隆丰 1500 吨/日，万兴一期 2400 吨/日，万兴二期 3000 吨/日），合计产能 6900 吨/日，其中万兴二期是四川规模最大的垃圾焚烧发电项目（截至 2023 年）。万兴一、二期可处理全成都约 30% 的生活垃圾，供电给 80 多万户居民使用。

在建万兴三期（**5100 吨/日**）将成为亚洲最大垃圾协同焚烧处置单体项目，预计 **2026 年建成投产**。正在建设的万兴三期将成为亚洲最大的垃圾协同焚烧处置单体项目，建成投产后，每天能够处理 5100 吨生活垃圾，可发近 400 万度电，能够供近 100 万户家庭日常使用。成都市生活垃圾焚烧率将达 100%，生活垃圾零填埋的目标可完全实现。

新产能投产存在逐步释放过程，目前三座发电厂均处于满产状态。2022 年公司垃圾焚烧发电量 9.27 亿度，同比增速 11%。公司产能利用率在 90%-100% 之间，板块毛利率稳定在 30%-40% 之间。

图 35: 公司垃圾焚烧发电产能情况 (吨/日)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 垃圾焚烧发电量 (万度)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 成都垃圾焚烧发电项目分布情况

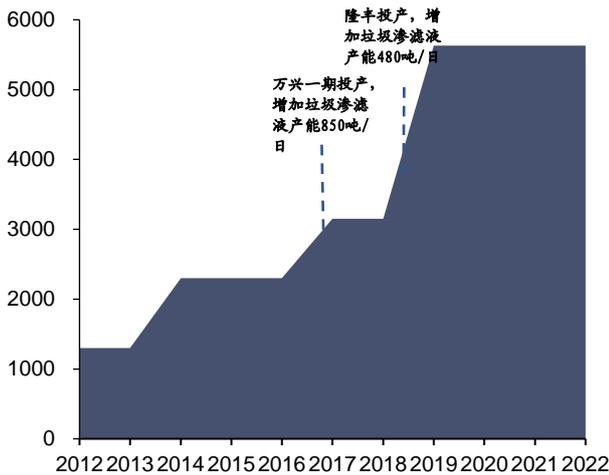

资料来源: 《成都日报》, 信达证券研发中心

2.4 环保业务: 垃圾渗滤液&污泥

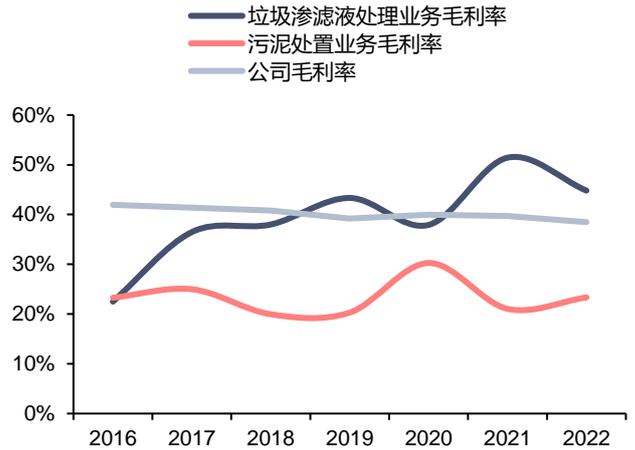
垃圾渗滤液业务: 截止 2023H1, 公司运营及在建的垃圾渗滤液处理项目规模为 8430 吨/日, 其中在运产能 5630 吨/日, 主要增长来自原产能扩容及垃圾焚烧发电厂投运, 我们预计万兴三期投产后, 垃圾渗滤液产能将继续增加。垃圾渗滤液结算价格三年一调整, 历史经验来看核价呈上升趋势, 当前执行价格为 231.8 元/吨;

污泥处置业务: 截止 2023H1, 公司运营及在建的污泥处置项目规模为 2316 吨/日, 其中在运产能 1516 吨/日, 污泥主要来自污水沉淀, 同时可以用于垃圾焚烧发电中协同掺烧。

垃圾渗滤液与污泥为污水及垃圾焚烧业务的副产品, 近年来毛利率保持基本稳定。垃圾渗滤液业务毛利率维持在 45% 左右, 污泥处置业务毛利率在 25% 左右。

图 38: 公司垃圾渗滤液产能情况 (吨/日)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 垃圾渗滤液&污泥业务毛利率情况 (%)


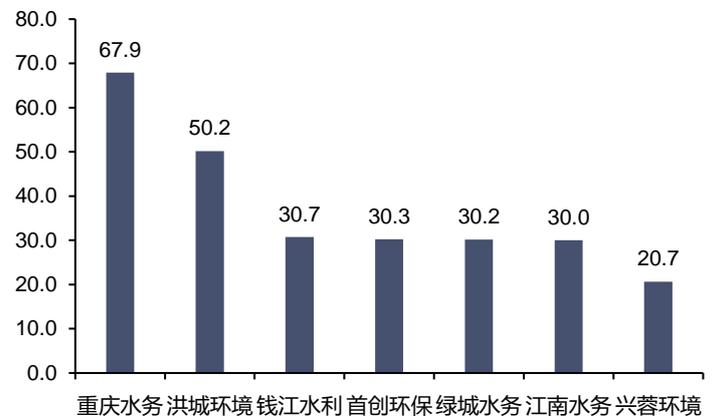
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

三、分红能力与分红意愿有望增强

公司近年分红稳定保持在 20% 左右，提升分红比例的潜力较大。由于兴蓉环境过去几年集中新建投产项目同时积极对外扩张，资本开支处于较高水平，现金分红保持在 20% 左右，低于行业可比公司。我们认为伴随公司资本开支减少，现金流充裕，叠加业绩稳健增长，分红能力将进一步增强；同时公司正在进行股权激励，且作为成都环境集团的核心资产，管理层分红意愿较为强烈，公司提高分红的预期有望加强。

图 40: 兴蓉环境历史分红比例 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

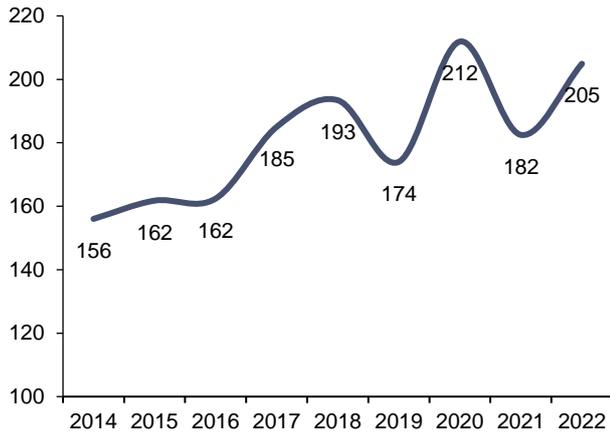
图 41: 2022 年行业主要公司分红比例情况 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

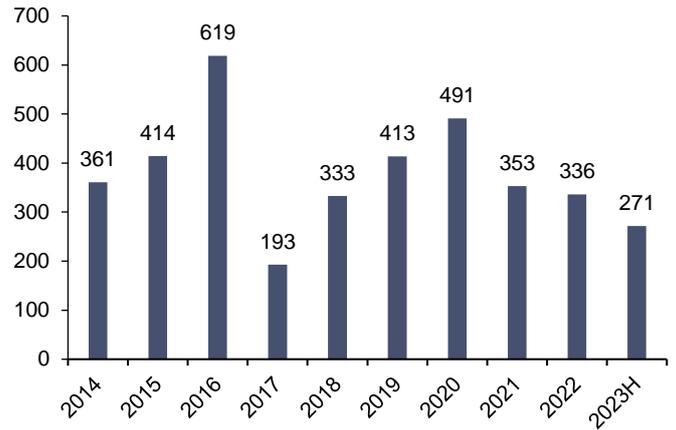
3.1 净现比提升，自由现金流有望转正

公司近年来净现比呈现上升趋势，2022 年已经超过 200%。公司运营类资产利润贡献占比达到 90%，提供稳定现金流入。同时公司对当前并购项目持谨慎态度，偏好“存量+增量”模式，即项目已经在运，同时还有提质增效或扩产计划，能够在收购同时有现金流入。

水务产能大规模扩张时期已过，资本开支趋缓。目前公司自来水自建项目中，投资完成度达到 80%，公司整体在建项目资金投入比将近 50%，未来主要资金流出在于万兴三期投资（待投资 58 亿），将于 2024-2026 年陆续投入。公司资本支出/折旧摊销比值不断下降，说明资本性支出正在减少，维持性资本支出的比例逐渐增多，公司对外投资的节奏放缓。

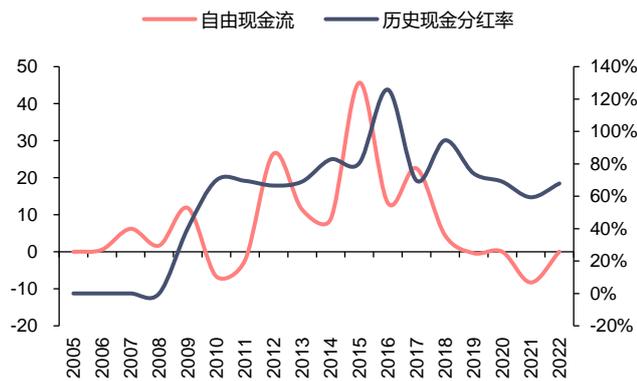
图 42: 2014-2022 年公司净现比呈上升趋势 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

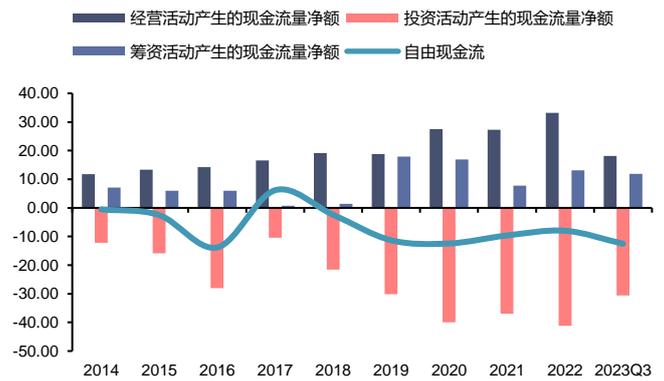
图 43: 资本支出/折旧摊销情况 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

自由现金流有望转正, 伴随资本开支节奏放缓, 现金流充裕后分红能力有望提升。从行业可比公司重庆水务看, 公司 2012-2017 年持续保证大额自由现金流, 支撑稳定分红, 同时分红与自由现金流表现存在一年左右的滞后性。兴蓉环境近年新建及对外投资进程较快, 投资活动现金流出金额大, 伴随未来投资节奏放缓, 自由现金流有望转正。

图 44: 2005-2022 年重庆水务自由现金流与分红率情况 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 45: 兴蓉环境自由现金流有转正趋势 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心 注: 2023Q3 数据未年化

表 10: 在建项目投产情况 (亿元)

项目名称	预计投资 (亿元)	已投资 (亿元)	已投资比例
供水业务板块			
成都市自来水七厂 (三期) 工程	13.42	10.56	79%
成都市绕城高速给水输水管线工程	12.29	9.66	79%
小计	25.71	20.22	79%
污水处理板块			
成都市中和污水处理厂二期工程	17.02	14.19	83%
成都市第九净水厂提标改造项目	11.55	5.66	49%
成都市高新西区第二污水处理厂工程	8.68	4.69	54%
骑龙净水厂工程	13.46	6.3	47%
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	31.84	5.66	18%
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	15.55	4.35	28%
成都市第七再生水厂二期工程	12.87	5.49	43%
第三再生水厂调蓄池工程	1.68	0.13	8%
小计	112.65	46.47	41%
环保业务板块			
成都市兴环发电厂项目二期工程	21.26	18.1	85%

成都市兴环发电厂项目三期工程	57.62	7.41	13%
小计	78.88	25.51	32%
合计	217.24	92.2	42%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：截止 2023 年 3 月

3.2 上市公司为集团核心资产，有一定分红意愿

利润角度：大股东持股上市公司 42% 股权，上市公司给母公司贡献 70% 收入，超 100% 的净利润，集团优质资产主要在上市公司，为母公司重要的利润来源。

现金流角度：2022 年集团公司经营活动现金净流 83% 来自上市公司，且集团投资项目多，且前期孵化项目较多，现金回收慢导致近年自由现金流金额下滑。

负债率角度：集团资产负债率、有息负债率均高于上市公司，偿债压力较大。

表 11：上市公司与集团经营情况比较

	资产负债率 (%)		有息负债率 (%)		净利润 (亿元)			经营活动现金净流 (亿元)			自由现金流 (亿元)	
	兴蓉环境	成都环境集团	兴蓉环境	成都环境集团	兴蓉环境	成都环境集团	比例	兴蓉环境	成都环境集团	比例	兴蓉环境	成都环境集团
2014	38.35	52.40	60.12	84.52	7.61	7.25	105%	11.73	14.15	83%	-0.51	-1.27
2015	41.45	54.21	46.20	76.80	8.52	7.83	109%	13.34	15.72	85%	-2.51	-2.85
2016	45.90	55.74	50.49	77.15	8.72	8.42	103%	14.20	16.39	87%	-13.81	-21.62
2017	45.70	58.22	58.94	70.60	9.16	7.61	120%	16.57	14.92	111%	6.18	-2.92
2018	46.69	60.46	56.08	70.21	10.09	8.64	117%	19.11	16.73	114%	-2.40	-16.59
2019	52.66	64.92	58.39	69.35	11.01	9.49	116%	18.81	15.04	125%	-11.30	-32.87
2020	57.44	68.53	57.32	69.23	13.23	10.34	128%	27.51	33.35	82%	-12.43	-42.50
2021	58.44	69.64	59.20	70.36	15.12	12.47	121%	27.27	23.40	117%	-9.63	-52.73
2022	58.96	69.65	62.43	71.22	16.93	14.70	115%	33.15	40.05	83%	-7.99	-36.69

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 股权激励下，公司管理层分红意愿加强

股权激励计划助推管理层提高分红意愿。2022 年 5 月 24 日，兴蓉环境发布第一期股权激励计划，向符合授予条件的 556 名激励对象授予 1699 万股限制性股票，授予价格为 3.03 元/股。从业绩考核来看，目标中对于 2022-2024 年的营业收入、每股收益、资产负债率作出考核规定，反映出公司对于中远期业绩的信心和对经营质量管控的决心。2022 年实际完成营业收入 76.3 亿元，每股收益 0.54 元/股，资产负债率为 59%，均符合业绩考核要求。我们认为在股权激励政策下，公司管理质量有望进一步提高，同时管理层与投资者利益高度一致，有分红诉求，公司分红意愿有望增强。

表 12：兴蓉环境股权激励对象情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	获授权益占授予总量比例	获授权益占公司股本总额比例
杨磊	董事、总经理	10	0.59%	0.0033%
兰彭华	副总经理	7	0.41%	0.0023%
邹佳	副总经理	7	0.41%	0.0023%
王强	副总经理	7	0.41%	0.0023%
刘杰	董事、副总经理、财务总监	7	0.41%	0.0023%
赵璐	董事、董事会秘书	7	0.41%	0.0023%
核心骨干员工 (共 550 人)		1,654	97.35%	0.55%
合计 (共 556 人)		1,699	100.00%	0.57%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 13: 兴蓉环境股权激励计划解锁条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(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	(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	(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%。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

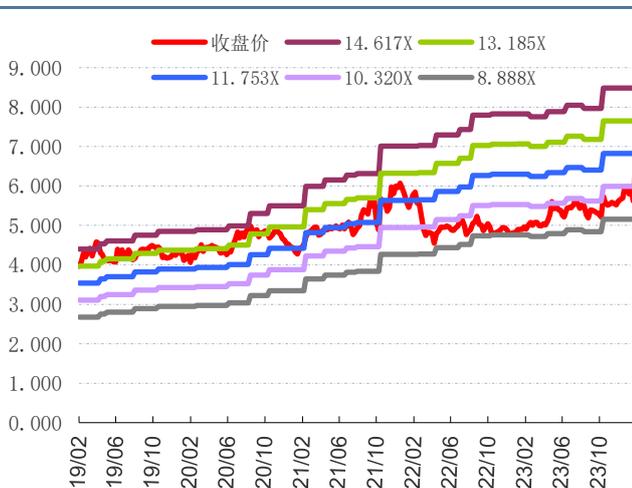
公司相较于行业可比公司, 估值较低、修复空间较大。公司盈利稳定且现金流充裕, 2024 年污水价格大概率上涨有望带动公司业绩上涨; 同时具备较强的分红能力与分红潜力, 提高分红的空间较大, 我们预计伴随公司资本开支逐步减少, 公司有望提高分红回馈股东。

对比公司历史数据, 当前估值处在低位。截至 2 月 20 日, 公司收盘价为 6.18 元, PE (TTM) 为 10.64x, 处于 2019 年以来 30% 的分位数; PB 为 1.157x, 处在 34% 分位数, 且低于行业可比公司水平。总体看, 公司当前估值较低, 伴随公司业绩稳健增长, 且分红潜力不断提高, 公司估值有望获得进一步提升。我们看好公司稳健成长能力及分红潜力, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

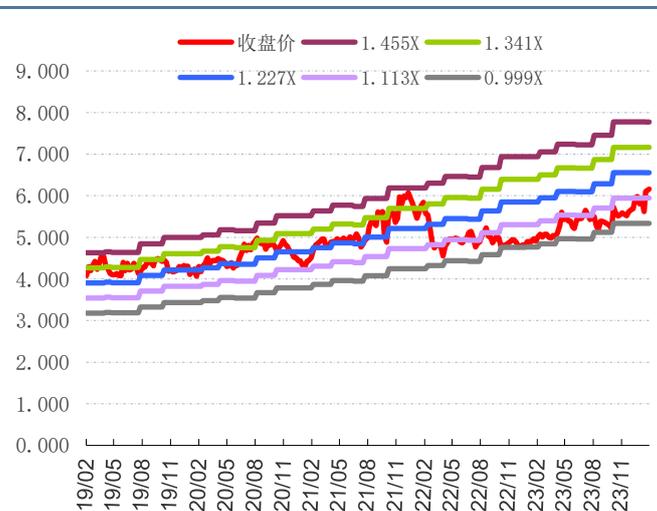
表 14: 可比公司估值比较

公司简称	净利润 (亿元)					PE					PB	股息率
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
重庆水务	20.78	19.09	17.39	19.09	20.54	12.63	9.03	16.50	15.05	13.92	1.64	4.56
首创环保	22.87	31.54	16.88	18.35	20.55	14.81	12.90	12.13	11.18	10.06	1.09	4.61
洪城环境	8.20	9.46	10.78	12.13	12.98	10.94	6.59	10.25	9.09	8.51	1.52	4.58
江南水务	2.76	2.80	3.52	4.24	5.09	11.80	22.34	12.18	10.11	8.42	1.17	1.97
平均值						12.55	12.71	12.77	11.35	10.23	1.36	3.93
兴蓉环境	14.94	16.18	16.33	18.34	19.04	11.31	10.45	11.30	10.06	9.69	1.16	1.81

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 截止 2024.2.20

图 46: PE-band


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 47: PB-band


资料来源: wind, 信达证券研发中心

四、风险提示

(1) 市场拓展风险。公司业务主要集中在成都地区，地区优势较为明显，但可能存在依赖单一市场的情况。水务资产的地方垄断属性较强，因此在开拓异地市场时候可能存在一定阻力导致市场拓展进度有一定滞后；

(2) 水价调整风险。自来水价格听证程序流程较长，且价格调增或造成舆论压力，水价调整存在阻碍；污水价格由政府进行核定，核定价格与出台时间均存在不确定性；

(3) 分红政策调整不及预期。公司经营情况向好，存在提高分红的预期，但调整分红事项需上报董事会商定，调整幅度及时间存在不确定性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,177	7,417	7,907	8,045	8,640	
货币资金	3,208	3,744	4,255	3,656	4,383	
应收票据	1	21	2	13	3	
应收账款	1,782	2,131	2,154	2,625	2,493	
预付账款	24	31	32	36	39	
存货	203	230	214	281	288	
其他	959	1,261	1,249	1,433	1,434	
非流动资产	28,334	30,922	34,541	37,361	39,577	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	9,475	10,154	10,765	11,385	11,966	
无形资产	10,739	11,458	12,623	14,652	16,104	
其他	8,120	9,310	11,153	11,324	11,506	
资产总计	34,511	38,339	42,447	45,406	48,217	
流动负债	8,283	8,149	10,041	10,632	11,026	
短期借款	436	0	100	200	300	
应付票据	142	140	169	174	197	
应付账款	5,148	5,293	6,145	6,538	7,204	
其他	2,558	2,715	3,628	3,720	3,324	
非流动负债	11,884	14,454	15,446	16,447	17,443	
长期借款	3,049	5,738	6,738	7,738	8,738	
其他	8,835	8,717	8,708	8,709	8,706	
负债合计	20,168	22,603	25,487	27,079	28,469	
少数股东权益	886	958	1,033	1,118	1,206	
归属母公司股东权益	13,458	14,778	15,927	17,209	18,542	
负债和股东权益	34,511	38,339	42,447	45,406	48,217	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	6,751	7,630	8,226	9,171	9,802	
同比(%)	25.6%	13.0%	7.8%	11.5%	6.9%	
归属母公司净利润	1,494	1,618	1,633	1,834	1,904	
同比(%)	15.0%	8.3%	0.9%	12.3%	3.8%	
毛利率(%)	39.7%	38.5%	37.5%	37.8%	37.0%	
ROE%	11.1%	10.9%	10.3%	10.7%	10.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.54	0.55	0.61	0.64	
P/E	12.35	11.40	11.30	10.06	9.69	
P/B	1.37	1.25	1.16	1.07	0.99	
EV/EBITDA	8.08	6.09	8.42	8.10	7.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	6,751	7,630	8,226	9,171	9,802	
营业成本	4,070	4,694	5,142	5,702	6,179	
营业税金及附加	65	75	79	161	139	
销售费用	125	141	146	160	172	
管理费用	443	464	477	523	549	
研发费用	3	5	3	6	14	
财务费用	193	251	390	431	479	
减值损失合计	0	-19	-30	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	-82	-8	24	40	43	
营业利润	1,770	1,972	1,981	2,227	2,314	
营业外收支	3	-9	0	-2	-4	
利润总额	1,773	1,963	1,981	2,225	2,310	
所得税	262	270	273	306	318	
净利润	1,511	1,693	1,708	1,918	1,992	
少数股东损益	17	75	75	85	88	
归属母公司净利润	1,494	1,618	1,633	1,834	1,904	
EBITDA	3,035	3,474	3,112	3,431	3,608	
EPS(当年)(元)	0.50	0.54	0.55	0.61	0.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,730	3,315	4,078	3,107	4,406	
净利润	1,511	1,693	1,708	1,918	1,992	
折旧摊销	1,072	1,248	817	859	907	
财务费用	224	290	409	453	497	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-157	62	1,153	-147	1,026	
其它	80	23	-8	24	-16	
投资活动现金流	-3,693	-4,114	-4,367	-3,703	-3,107	
资本支出	-3,748	-4,191	-3,769	-3,623	-3,047	
长期投资	17	31	-79	-20	0	
其他	38	47	-520	-60	-60	
筹资活动现金流	775	1,306	800	-3	-572	
吸收投资	44	3	6	-2	0	
借款	3,734	3,944	1,100	1,100	1,100	
支付利息或股息	-712	-770	-898	-1,003	-1,068	
现金流净增加额	-188	508	511	-599	727	

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，中国注册会计师协会会员，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，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，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。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、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，从事煤炭行业研究。

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硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	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了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。