仅供内部参考，请勿外传

公司评级	增持（维持）
报告日期	2026 年 09 月 15 日

基础数据

09 月 14 日收盘价（元）	7.15
总市值（亿元）	213.36
总股本（亿股）	29.84

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证环保&海外】兴蓉环境 2026 年半年报点评：26Q2 归母净利润同比增加 5.7%，万兴三期电费收入贡献显著-2026.09.07

分析师：蔡屹
S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：胡冰清
S0190526020002
hubingqing@xyzq.com.cn

分析师：陈雅雯
S0190524010001
chenyawen@xyzq.com.cn

兴蓉环境(000598.SZ)

成都综合性环保龙头，看好高质量运营资产投产带来的业绩与分红同增

投资要点：

- **立足成都、聚焦综合环保业务，历史业绩增长稳健。**公司业务涵盖自来水供应、污水处理、垃圾焚烧发电等领域，截至 2025 年末运营及在建供水规模约 430 万吨/日、污水处理规模约 500 万吨/日、垃圾焚烧发电规模约 1.2 万吨/日，其中 90%在运供水产能、62%在运污水产能、100%在运垃圾焚烧产能位于成都市，区域根基扎实。公司第一大股东为成都市国资委（持股 42.2%）；三峡资本与长江生态环保集团构成一致行动人，合计持有公司股份的 14.8%。2018-2025 年公司营业收入从 41.6 亿元增至 90.7 亿元，归母净利润从 9.9 亿元增至 20.1 亿元，复合年均增长率分别为 11.8%和 10.6%，历史业绩增长稳健。

- **污水业务：产能稳健增长，优质回款能力支撑业绩兑现。处理量端，**公司在建约 40 万吨/日污水处理产能预计 2026 年内集中投运；依托成都常住人口持续净流入，预计产能利用率将逐步回升。**价格端，**成都中心城区污水处理价格实行每 3 年核定一次的定期调价机制，当前执行第五期（2024-2026 年）暂定价格，2027 年将启动第六轮调价；2025 年折旧占污水处理成本比已从 2024 年的 35%升至 41%，高投资额地埋式水厂转固后价格仍有上调可能性。**回款端，**公司 62%污水产能分布于成都，而成都市财政实力雄厚、债务扩张克制，公司回款质量处于行业较好水平，收入增量具备较好的现金回款保障。

- **自来水业务：手握岷江沿线低成本供水资产，供水业务价稳量增。**公司核心水厂依托岷江上游 II 类水源与成都西高东低地势实现重力输水，原水水质优良，供水业务毛利率处于行业领先水平。公司供水量从 2021 年的 11.7 亿吨逐年增长至 2025 年的 13.6 亿吨，售水量从 10.0 亿吨增至 11.8 亿吨，产销率 2025 年改善至 87.2%；**成都人口流入、工业立市战略及智慧水务建设深挖存量效率，有望进一步打开需求天花板。成都市自来水终端价格自 2015 年至今未调整，主城区居民第一阶梯终端价 3.03 元/吨，若启动调价将直接增厚利润。**

- **环保业务：万兴三期投产在即，垃圾焚烧产能释放贡献业绩增量。**万兴三期 5100 吨/日生活垃圾焚烧机组于 2026 年 5 月进入满负荷试运行，配套 800 吨/日污泥及 800 吨/日餐厨协同处置能力，正式投运后公司垃圾焚烧总产能将升至 12000 吨/日，全部位于成都市，对应成都市市占率约 57%，新产能释放有望带来业绩增量。

- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 99 亿元、107 亿元、112 亿元，同比分别增长 8.8%、8.9%、4.7%；归母净利润分别为 21.6 亿元、23.0 亿元、24.7 亿元，同比分别增长 7.7%、6.7%、7.1%。对应最新收盘价 PE 分别为 9.9 倍、9.3 倍、8.6 倍，PB 分别为 1.0 倍、0.9 倍、0.9 倍；假设 DPS 分别为 0.25 元、0.27 元、0.29 元，2026 年 9 月 14 日收盘价对应 2026 年预期股息率约 3.5%。**维持“增持”评级。**

- **风险提示：应收账款回款压力增加的风险；垃圾处理费与污水处理费调价不及预期的风险；产能利用率爬坡不及预期的风险；订单拓展不及预期的风险；环保政策标准收紧的风险。**

主要财务指标

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	9,068	9,867	10,741	11,244
同比增长	0.2%	8.8%	8.9%	4.7%
归母净利润（百万元）	2,005	2,158	2,304	2,467
同比增长	0.4%	7.7%	6.7%	7.1%
毛利率	44.1%	42.8%	41.4%	41.5%
ROE	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
每股收益（元）	0.67	0.72	0.77	0.83
市盈率	10.6	9.9	9.3	8.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，市盈率以 2026 年 9 月 14 日收盘价计算

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 公司概况：立足成都、辐射全国，优质综合环保企业 4
（一） 借壳上市，以“污水处理+供水+环保”为主业 4
（二） 股权结构：成都市国资委控股，信环绿色持续增持 5
（三） 财务分析：业绩稳中有增，资产负债率有望改善 6
（四） 依托成都腹地经济，公司回款质量高，伴随资本开支下行，未来有望持续提升分红 9
二、 污水业务：污水产能投放与高价支撑提供业绩保障 13
三、 自来水业务：手握低成本供水资产，供水业务价稳量增 17
（一） 坐拥岷江沿线规模化水务资产，重力输水形成持续性低供水成本优势 17
（二） 供水量增长稳健，供水价格稳定 18
四、 环保业务：万兴三期已进入试运行阶段，需关注万三垃圾处理费核定结果 22
五、 盈利预测与估值 25
六、 风险提示 27

图目录

图 1、 公司历史发展 4
图 2、 公司业务覆盖区域 5
图 3、 公司股权结构图 6
图 4、 兴蓉环境收入（百万元）及 YOY 7
图 5、 兴蓉环境归母净利润（百万元）及 YOY 7
图 6、 兴蓉环境收入构成（百万元） 7
图 7、 兴蓉环境各业务板块毛利率 7
图 8、 兴蓉环境毛利率 8
图 9、 兴蓉环境三费费率 8
图 10、 兴蓉环境 ROE 8
图 11、 兴蓉环境 ROIC 8
图 12、 兴蓉环境资产负债率（%） 9
图 13、 兴蓉环境借款结构 9
图 14、 成都市 GDP 增速 VS 全国 GDP 增速（%） 10
图 15、 成都市一般公共预算收入增速 VS 全国一般公共预算收入增速（%） 10
图 16、 成都市财政自给率（%） 10
图 17、 成都市地方政府专项债务余额增速 VS 全国政府专项债务余额增速 10
图 18、 环保公司现金收入比（%） 11
图 19、 环保公司应收账款周转天数（天） 11
图 20、 兴蓉环境经营现金流（百万元）及净现比 12
图 21、 兴蓉环境资本开支（百万元） 12
图 22、 兴蓉环境派息额及派息率 12
图 23、 成都市常住人口（万人）及城镇化率（%） 14
图 24、 成都市污水处理量（万立方米） 14
图 25、 兴蓉环境污水产能与产能利用率 14
图 26、 兴蓉环境污水处理量及 YOY 14
图 27、 公司污水处理费定价机制 15

仅供内部参考，请勿外传

图 28、 公司平均污水处理费（元/吨）.....15
图 29、 污水单吨毛利润（元/吨）及污水处理毛利率.....15
图 30、 公司污水处理业务成本构成.....16
图 31、 公司污水处理业务吨成本（元/吨）.....16
图 32、 公司自来水制售业务成本构成.....17
图 33、 公司供水业务毛利率横向对比（%）.....17
图 34、 四川省“十五五”现代化水网布局示意图.....18
图 35、 兴蓉环境自来水产能与产能利用率.....19
图 36、 兴蓉环境供水量、售水量与产销率情况.....19
图 37、 供水单吨价格（元/吨）及 YOY.....21
图 38、 供水单吨毛利润（元/吨）及自来水制售毛利率.....21
图 39、 成都市生活垃圾处理量（万吨）及 YOY.....22
图 40、 成都市生活垃圾焚烧处理量（万吨）及焚烧率.....22
图 41、 成都市生活垃圾焚烧产能（吨/日）及产能利用率.....23
图 42、 公司垃圾焚烧产能（吨/日）及市占率.....23

表目录

表 1、 公司各业务板块简介（截至 2025 年）.....5
表 2、 公司应收账款账龄结构（截至 2025 年末）.....11
表 3、 公司污水处理费调价历史梳理.....15
表 4、 在建污水处理项目投资明细.....16
表 5、 截至 2026 年 3 月底公司投入运营的供水水厂情况.....19
表 6、 截至 2026 年 3 月底成都市主城区、郫都区水价表.....20
表 7、 截至 2026 年 3 月底公司已投入运营和在建的垃圾焚烧发电项目情况23
表 8、 万兴三期垃圾焚烧项目财务数据预测.....24
表 9、 分部盈利预测表.....25
表 10、 行业估值表（截至 2026 年 9 月 14 日）.....26



仅供内部参考，请勿外传

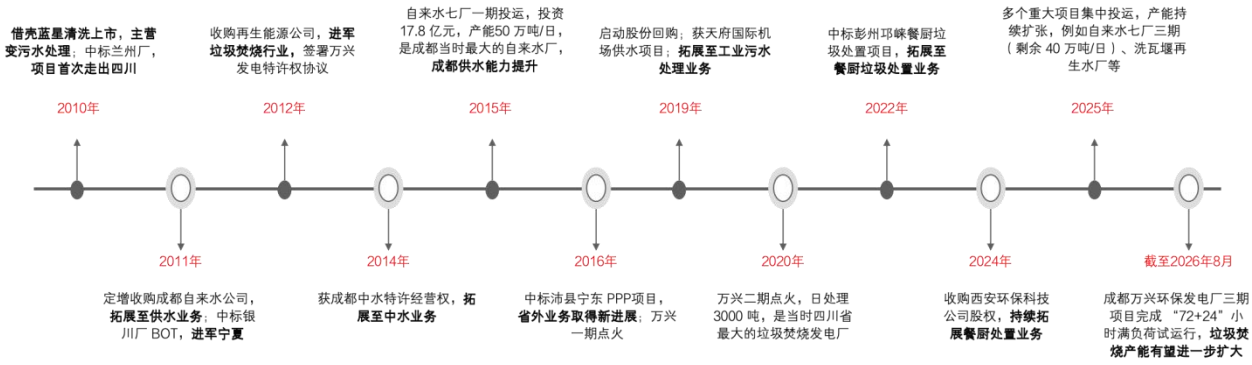
一、公司概况：立足成都、辐射全国，优质综合环保企业

（一）借壳上市，以〝污水处理+供水+环保〞为主业

通过资产与负债置换，实现借壳上市。成都市兴蓉环境股份有限公司原名蓝星清洗股份有限公司[1]。2009 年，蓝星清洗与成都市兴蓉投资有限公司签署了《重大资产置换及发行股份购买资产协议》，兴蓉集团公司以其持有的成都市排水有限责任公司 100%股权与蓝星清洗全部资产与负债进行置换。2010 年 7 月，上述重大资产重组工作完成后，蓝星清洗更名为成都市兴蓉投资股份有限公司，股票简称变更为“兴蓉投资”（2015 年 6 月简称再次变更为“兴蓉环境”）。

兴蓉环境自 2010 年借壳上市以来，始终围绕水务、环保主业拓展业务版图与布局区域，逐步从单一的污水处理企业发展成为涵盖污水处理、供水、中水回用、垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处置等多元化业务的综合性环保集团。

图 1、公司历史发展



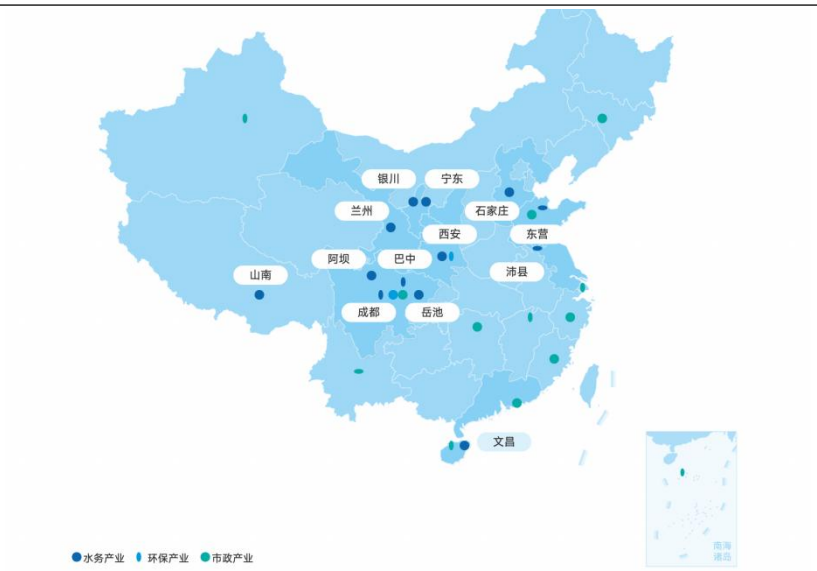
数据来源：立鼎产业研究网、百度百科、公司官网、证券时报网、中国证券报、同花顺、公司公告、格隆汇、成都市自来水有限责任公司网站、每日经济新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

以“污水处理+供水+环保”为主业，过半水务产能位于成都市。兴蓉环境业务聚焦污水处理服务、自来水供应、环保三大赛道，具体业务包括污水处理、自来水制售、垃圾焚烧发电等，项目运营模式以 BOT、BOO、TOT 及委托运营为主。截至 2025 年末，公司**污水处理**的运营及在建的产能规模为 500 万吨/日，业务覆盖四川、甘肃、宁夏、陕西、江苏、河北、山东及西藏，其中 **62%的在运污水产能分布在四川省成都市**；公司运营及在建的**供水项目**产能规模约 440 万吨/日，分布于四川、江苏和海南，其中 **90%的在运供水产能位于四川省成都市**；公司**垃圾焚烧发电**的运营及在建的产能规模为 1.2 万吨/日，全部位于成都市。

[1] 蓝星清洗是中国蓝星（集团）股份有限公司前身中国蓝星（集团）总公司下属的清洗剂总厂，于 1996 年改组设立，并于 1996 年在深圳证券交易所正式挂牌上市交易（股票简称“蓝星清洗”，股票代码：000598.SZ）。

仅供内部参考，请勿外传

图 2、公司业务覆盖区域



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司各业务板块简介（截至 2025 年）

业务大类	细分业务	主要运营模式	项目分布区域	核心盈利来源	运营及在建规模
污水处理服务	污水处理	BOT、BOO、TOT、委托运营	四川、甘肃、宁夏、陕西、江苏、河北、山东、西藏	按特许经营协议向政府收取污水处理服务费(价格按协议约定核定)	约 500 万吨/日
自来水供应	自来水制售、供排水管网工程	BOO、BOT、TOT、委托运营	四川、江苏、海南	向终端用户直接收取水费(水价经政府主管部门批复后执行)	约 440 万吨/日
环保行业	垃圾焚烧发电	BOT、BOO	主要分布于四川	垃圾处理服务费+发电上网收入	12000 吨/日
	垃圾渗滤液处理			按特许经营协议收取渗滤液处理服务费	8430 吨/日
	污泥处置			按特许经营协议收取污泥处理服务费	3116 吨/日
	餐厨垃圾处置			按特许经营协议的约定收取垃圾处理服务费,并通过销售资源化产品获得收入	1950 吨/日
	中水及其他			在特许经营权范围内提供相应服务并收取中水服务费	中水 130 万吨/日

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

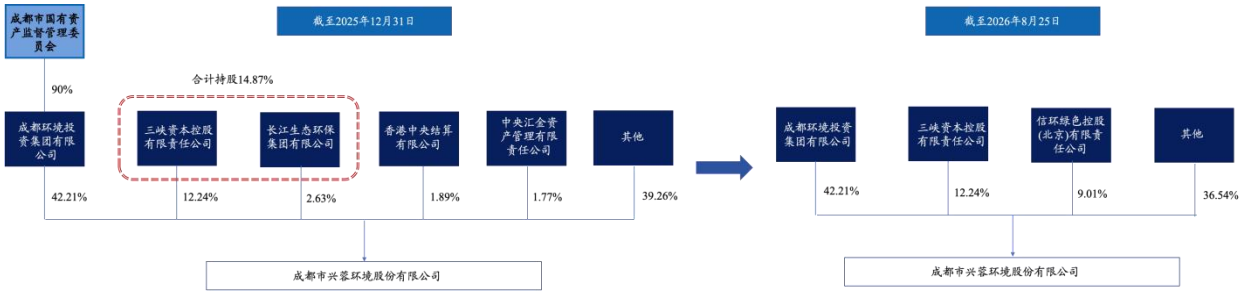
（二）股权结构：成都市国资委控股，信环绿色持续增持

兴蓉环境属地方国有企业，第一大股东为成都市国有资产监督管理委员会，2026 年信环绿色控股（北京）有限责任公司增持至第三大股东。截至 2025 年末，成都环境投资集团有限公司为兴蓉环境第一大股东，持股比例 42.2%（集团 90%股

仅供内部参考，请勿外传

权由成都市国有资产监督管理委员会持有）；三峡资本控股有限责任公司、长江生态环保集团有限公司构成一致行动人，分别持股 12.2%、2.6%。截至 2026 年 8 月 25 日，信环绿色控股（北京）有限责任公司[2]持续增持，为公司第三大股东，持股比例为 9.0%[3]。

图 3、公司股权结构图



数据来源：WIND，信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）财务分析：业绩稳中有增，资产负债率有望改善

2018-2025 年，兴蓉环境营业收入与归母净利润保持双位数复合增长，运营业务产能投放与利用率爬坡为当前增长驱动力。分阶段看：

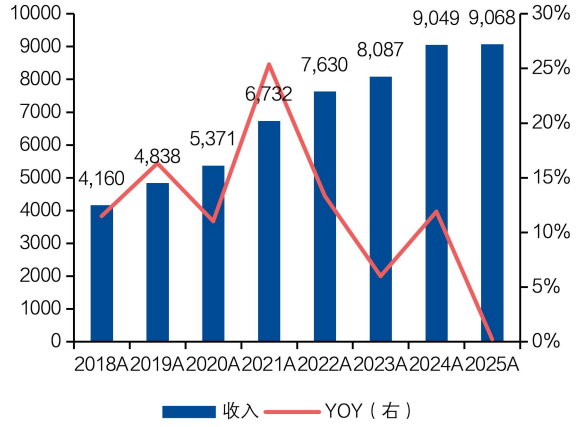
- **2018-2024 年量价齐升。**公司 2018-2024 年营业收入 CAGR 为 13.8%，归母净利润 CAGR 为 12.4%，主要受益于成都市水七厂三期、洗瓦堰再生水厂等运营项目产能释放，以及主要受益于成都污水业务定期调价机制（原则上每 3 年核定一次）。
- **2025 年工程业务收入下降拖累报表增长，运营业务较为稳健。**2025 年公司实现营业收入 90.7 亿元、归母净利润 20.1 亿元，同比分别增长 0.2%和 0.5%，增速放缓的核心原因是供排水管网工程业务收入同比收缩 46.0%（收入由 9.8 亿元降至 5.3 亿元），毛利润同比收缩 34.6%；但运营主业保持韧性，污水处理服务收入 39.6 亿元（同比+8.6%）、自来水制售收入 26.8 亿元（同比+2.3%）。我们判断，伴随公司存量在建项目投产以及产能利用率爬坡，未来 2-3 年运营业务仍将保持稳健增长。

[2]信环绿色控股（北京）有限责任公司由中信环境投资集团下属信环环境投资（广东）有限公司 100%持股，是中信集团专门布局水务、固废赛道的长线产业投资载体

[3]本次增持第一阶段为 2026 年 5 月 11 日至 2026 年 6 月 24 日，公司从 0 持仓起步，通过集中竞价累计买入 1.492 亿股，占公司总股本 5%；6 月 26 日公司正式发布举牌公告，该轮增持合计投入自有资金 10.16 亿元；第二阶段为 2026 年 6 月 29 日至 2026 年 7 月 8 日，信环绿色控股（北京）有限责任公司继续增持 3330.76 万股，对应总股本 1.12%，投入资金 2.18 亿元，增持完成后合计持有 1.825 亿股，持股比例提升至 6.12%。在 7 月 9 日披露的公告中，信环绿色控股（北京）有限责任公司明确增持计划：自公告披露当日起 6 个月内，计划继续增持不少于 7000 万股，增持不设置价格区间

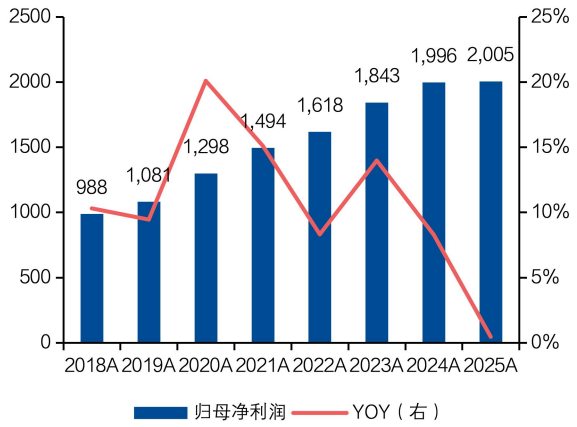
仅供内部参考，请勿外传

图 4、兴蓉环境收入（百万元）及 YOY



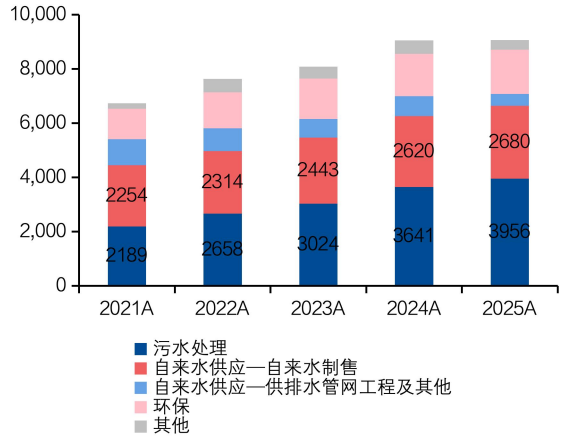
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、兴蓉环境归母净利润（百万元）及 YOY



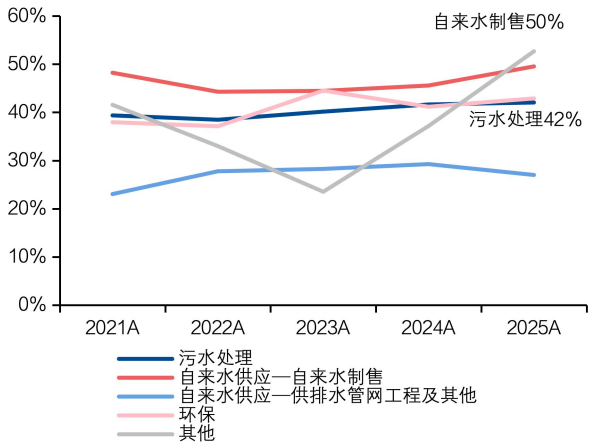
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、兴蓉环境收入构成（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：供排水管网工程及其他为通过自行计算得出

图 7、兴蓉环境各业务板块毛利率

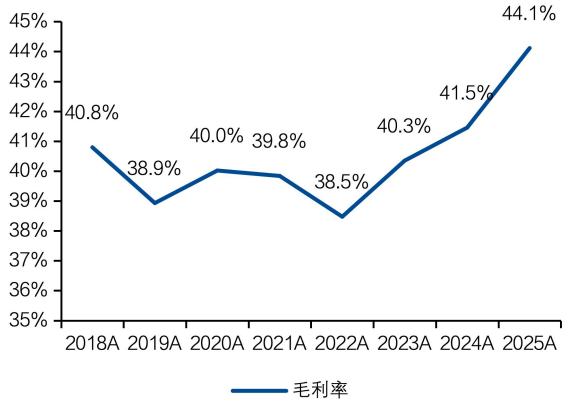


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：供排水管网工程及其他为通过自行计算得出

2018-2025 年，兴蓉环境毛利率稳中有增，财务费率有所提升。毛利率方面，2018-2022 年在 38.5%-40.8%窄幅波动，2023 年起连续上行，至 2025 年综合毛利率已来到 44.1%；主要受益于污水处理服务费上调（由 2024 年的 2.63 元/吨调至 2025 年的 2.74 元/吨），以及垃圾焚烧等环保业务毛利率改善。**三费方面，**销售费率与管理费率保持稳定，财务费率提升主要因 2021 年以来水七厂三期、高新骑龙净水厂、第七再生水厂二期等在建项目陆续投运转固，借款利息停止资本化转为费用化。

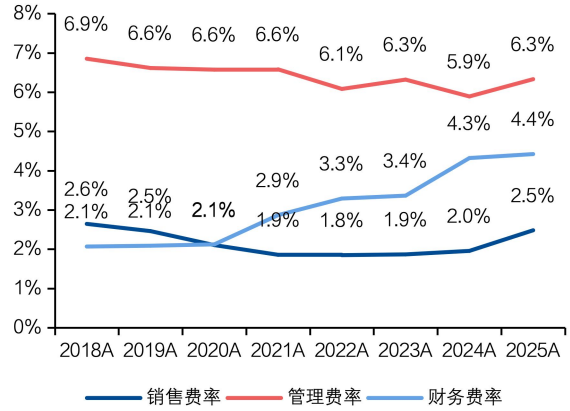
仅供内部参考，请勿外传

图 8、兴蓉环境毛利率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

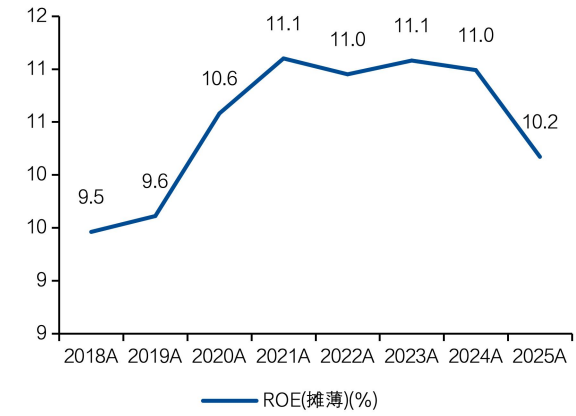
图 9、兴蓉环境三费费率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

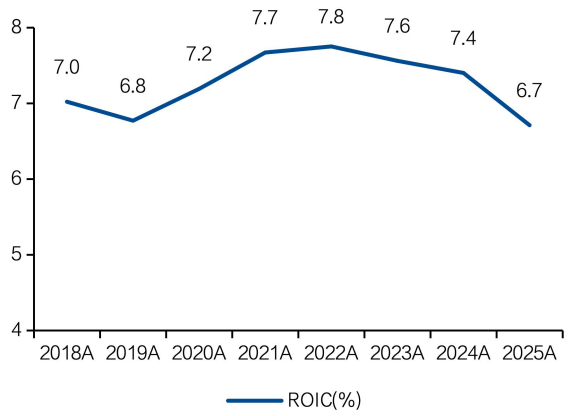
新建资产产能爬坡，短期压制投资回报，长期有望修复。2020-2024 年公司 ROE 稳定在 11%左右，2025 年回落至 10.2%。ROIC 呈先升后降走势，2022 年达到 7.8%高点，2025 年回落至 6.7%，主要源于万兴三期、各地再生水厂大额投入，新项目投产未满负荷拉低整体回报；优质**成熟水务项目 ROIC 或可达到 8%以上，待公司产能爬坡完成后 ROIC 有望回升。**

图 10、兴蓉环境 ROE



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、兴蓉环境 ROIC



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

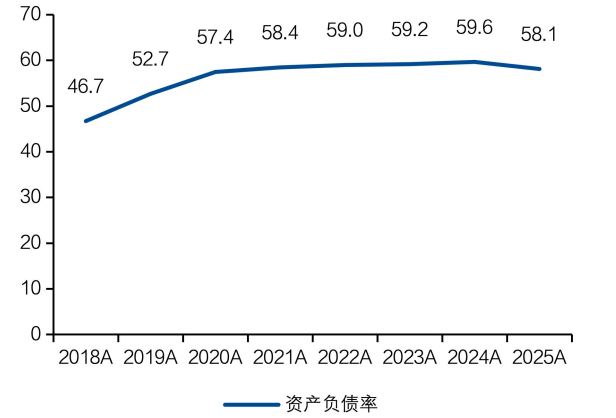
2018-2022 年扩产推高杠杆，后续持续偿债降负债，负债以长期低息贷款为主，短期偿债压力低。

- **杠杆方面，**2018-2022 年，受供水、污水及环保板块扩产驱动，公司资产负债率由 46.7%升至 59.0%；2023 年以来，随着项目逐步投运及经营获现能力增强，公司资产负债率从 2024 年的 59.6%高点回落至 2025 年的 58.1%及 2026 年 3 月末的 57.6%。

仅供内部参考，请勿外传

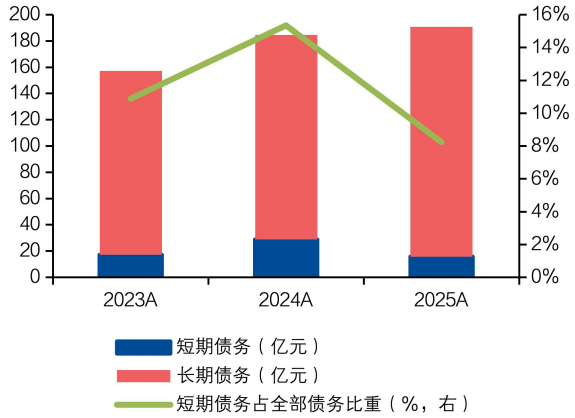
- **债务结构方面，**公司以长期低息融资为主，2025 年末长期债务达 175.1 亿元；短期债务 15.7 亿元，占全部债务的 8.2%，现金短期债务比达 2.98 倍，2026 年 3 月末公司短期债务进一步降至 15.2 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 334.7 亿元，未使用额度为 197.2 亿元，货币资金充裕、融资渠道通畅，公司短期兑付压力较低。

图 12、兴蓉环境资产负债率（%）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、兴蓉环境借款结构



数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

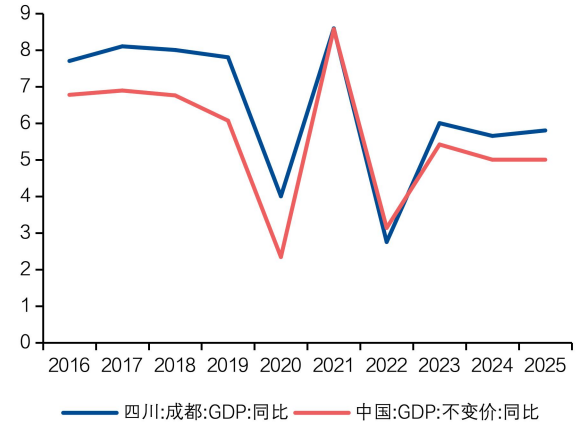
（四）依托成都腹地经济，公司回款质量高，伴随资本开支下行，未来有望持续提升分红

成都市经济增长具备韧性，财政自给率高，为区域内环保企业的回款质量提供一定保障。

- **从经济增长看**，2023/2024/2025 年成都 GDP 增速分别为 6.0%/5.7%/5.8%，全国 GDP 增速分别为 5.4%/5.0%/5.0%。
- **从财政自给能力看**，成都财政自给率长期维持在 70%以上，2018 年为 77.5%，2024 年为 74.7%，在西部属于财政自主支付能力较强的省会城市。（作为对比，重庆市/贵阳市/昆明市/济南市/南京市/杭州市 2024 年财政自给率分别为 46.2%/58.6%/64.9%/77.5%/93.6%/99.6%）
- **从债务扩张节奏看**，2018-2024 年成都市政府性债务余额从 1512 亿元增至 4832 亿元，增幅约 219%，而同期全国地方政府债务增长约 317%、四川省增长约 316%，成都市债务扩张相对克制。

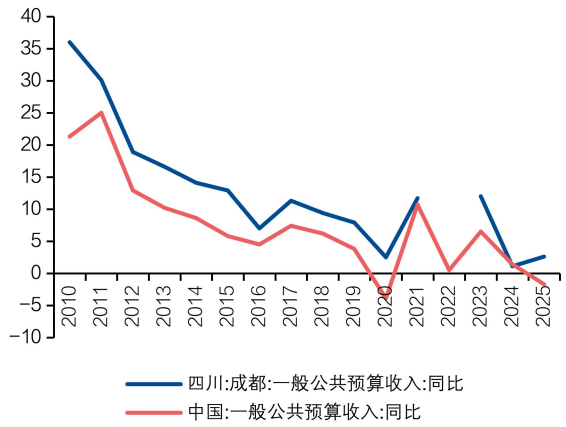
仅供内部参考，请勿外传

图 14、成都市 GDP 增速 VS 全国 GDP 增速(%)



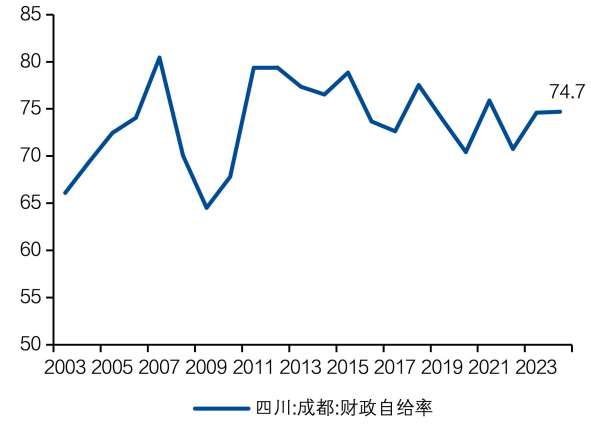
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、成都市一般公共预算收入增速 VS 全国一般公共预算收入增速（%）



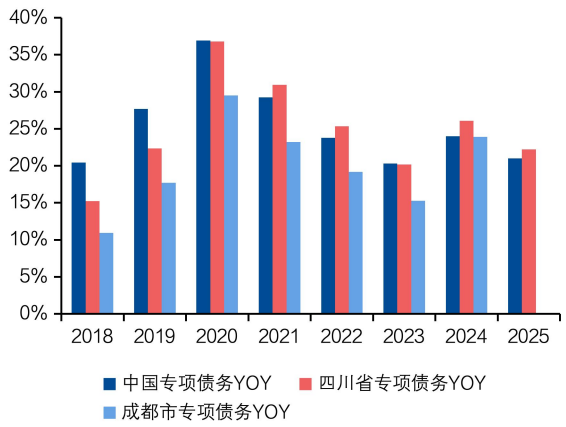
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、成都市财政自给率（%）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

图 17、成都市地方政府专项债务余额增速 VS 全国政府专项债务余额增速



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

得益于较强的本地支付能力，以及总体可控的异地回款情况，兴蓉环境的回款质量在行业内处于较好水平。

- 虽然公司异地项目所在区域整体经济财政实力弱于成都市，但公司已将回款任务纳入核心考核指标，进一步压实各业务主体责任，预计异地项目回款情况整体可控。
- 从账龄结构看，公司 3 年以下账期应收账款占总体 83%，整体回款风险可控。
- 横向对比看，公司 2025 年现金收入比达到 98.2%，在六家可比企业中居第 2，仅低于创业环保的 132.3%。从回款效率来看，兴蓉环境应收账款周转天数为 136 天，回款速度在同行中处于中上游。

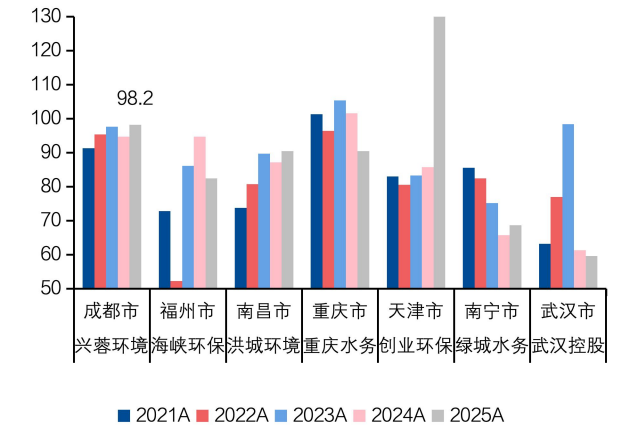
仅供内部参考，请勿外传

表 2、公司应收账款账龄结构（截至 2025 年末）

账龄	期末账面余额（百万元）	占期末账面余额比例（%）
1 年以内（含 1 年）	2,253	50.7
1 至 2 年	929	20.9
2 至 3 年	494	11.1
3 年以上	765	17.2
—3 至 4 年	258	5.8
—4 至 5 年	153	3.4
—5 年以上	352	7.9
合计	**4,441**	**100**

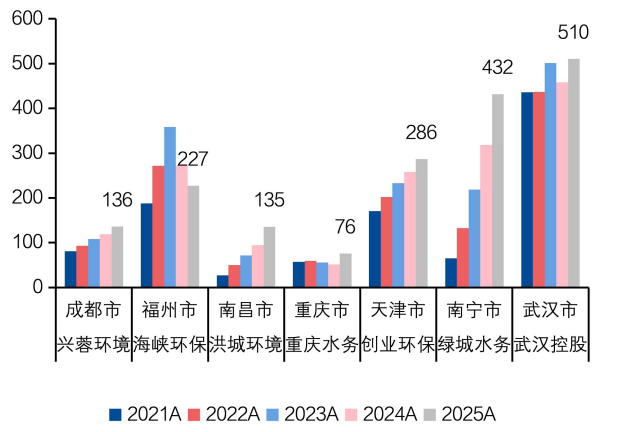
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、环保公司现金收入比（%）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、环保公司应收账款周转天数（天）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

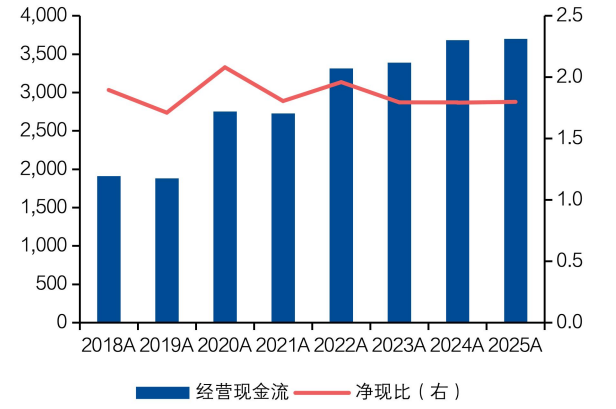
经营现金流稳健，集中投建期结束后，2026 年资本开支有望回落，自由现金流改善将支撑分红比例上行。

- **现金流方面，**2020-2025 年公司经营现金流从 27.5 亿元逐年提升至 37.0 亿元，净现比维持 1.8 左右。2020-2024 年伴随成都市人口规模提升，公司产能进入集中建设期，年均资本开支约 40 亿元；2025 年资本开支降至 33.7 亿元，同比下滑 26.7%，带动自由现金流转正至 3.3 亿元。
- **分红方面，**2025 年公司分红比例已提升至 35%，较 2024 年的 28%同比提升 7 个百分点；2025 年分红总额 7.0 亿元；DPS 为 0.24 元，同比增长 26%。
- **展望未来，**我们预计，在公司在建项目集中完成转固、新建项目节奏放缓后，年度资本开支有望持续回落，公司经营现金流稳定，资本开支下行后自由现

仅供内部参考，请勿外传

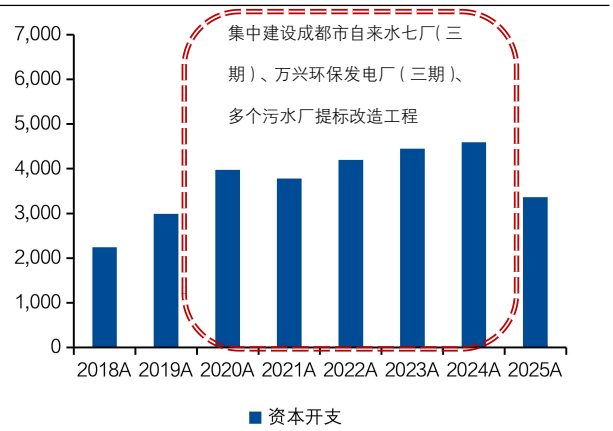
金流规模有望持续扩张。未来现金流持续改善有望为公司提升分红比例打开空间。

图 20、兴蓉环境经营现金流（百万元）及净现比



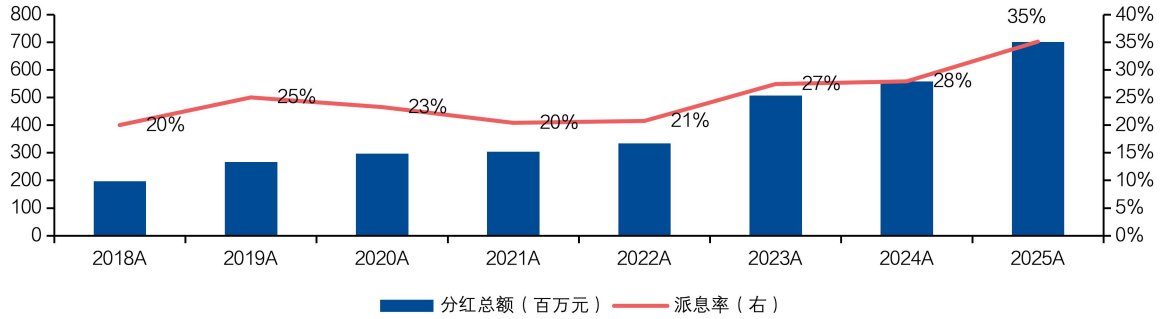
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、兴蓉环境资本开支（百万元）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、兴蓉环境派息额及派息率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

二、污水业务：污水产能投放与高价支撑提供业绩保障

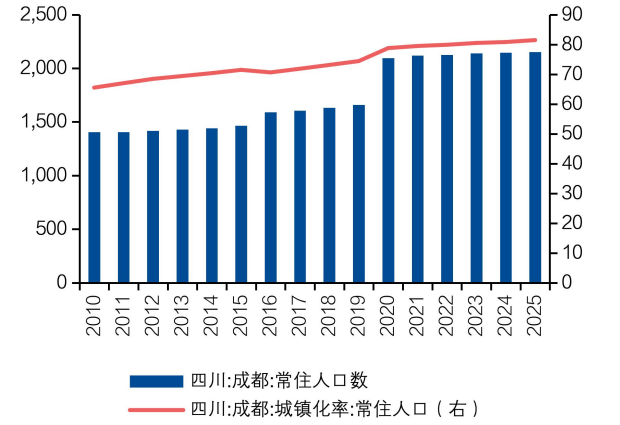
截至 2026 年 5 月，公司污水运营产能 460 万吨/天，在建产能 40 万吨/天。公司核心资产位于成都，成都人口持续流入为污水处理需求提供较强的保障。同时污水处理价格或可维持高位，不排除未来有进一步上调可能。

污水处理产能 2026 年有望投运 40 万吨/日，产能利用率有望波动后回升。

- **成都常住人口持续净流入，为公司存量及增量业务提供坚实的需求基础。**成都市作为人口净流入城市，2020-2025 年均新增常住人口 12 万人，2025 年常住人口城镇化率提升至 81.5%。伴随城市人口规模扩大和城镇化水平提高，近年来污水处理量维持 5%-15%的年均增速，公司污水处理业务具备持续扩容的市场空间。
- **兴蓉环境污水处理产能处于持续扩张期，2026 年在建项目约 40 万吨/日将集中投运。**截至 2026 年 5 月，公司运营及在建的污水处理项目规模约 500 万吨/日，其中在建产能约 40 万吨/日，主要包括成都市第五再生水厂二期、第八再生水厂二期、成都高新西区水质净化中心、成都合作污水处理厂四期等，预计 2026 年内陆续建成投运。
- **新产能集中投运将带来阶段性波动，但依托需求增长有望逐步回升。**公司污水处理产能利用率从 2021 年的 85%稳步提升至 2025 年的 86%。2026 年在 40 万吨/日在建产能集中投运后，产能利用率或将阶段性承压；但考虑到成都常住人口持续净流入带动污水处理需求自然增长，且新污水厂通常在 1-2 年内完成水量爬坡，预计公司产能利用率未来将逐步回升。
- **受益于产能扩张叠加利用率提升，污水处理量有望维持稳中有升。**公司污水处理量从 2021 年的 11.3 亿吨提升至 2025 年的 14.4 亿吨，CAGR 为 6.3%；主要增长来自成都市中心城区项目投产，如第十净水厂（二期）、骑龙净水厂等。展望未来，在污水产能持续释放和产能利用率回升的双重驱动下，公司污水处理量有望继续保持持续增长。

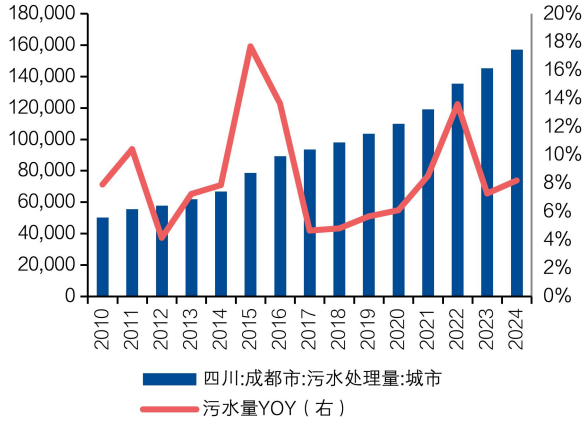
仅供内部参考，请勿外传

图 23、成都市常住人口（万人）及城镇化率（%）



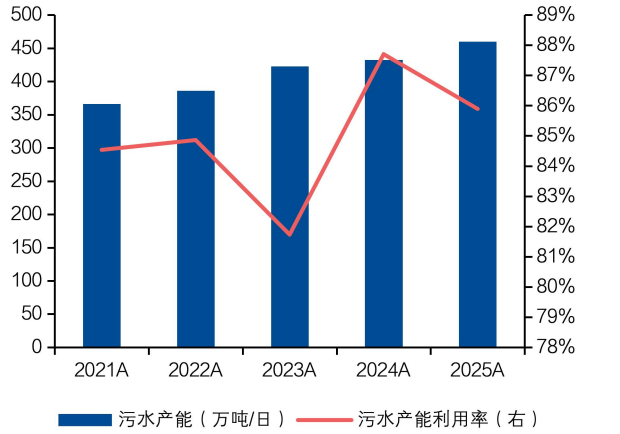
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、成都市污水处理量（万立方米）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

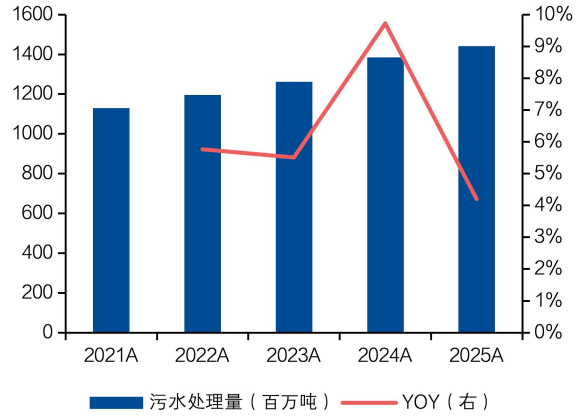
图 25、兴蓉环境污水产能与产能利用率



数据来源：公司公告，信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：污水产能利用率为通过污水处理能力与污水处理量计算得出

图 26、兴蓉环境污水处理量及 YOY

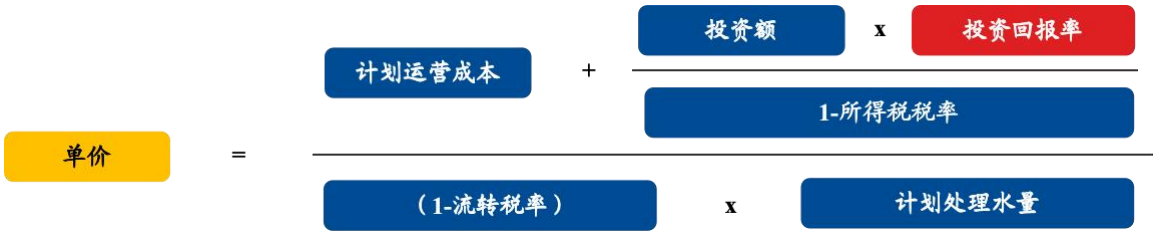


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

污水处理业务定价机制方面，兴蓉环境成都中心城区污水处理价格实行每 3 年核定一次的定期调价机制，当前执行第五期（2024-2026 年）暂定价格/2.6 元每吨。从历史表现看，第三期至第五期调价幅度为+6%至+23%不等，带动公司污水处理费从 2021 年的 1.94 元/吨提升至 2025 年的 2.74 元/吨。

仅供内部参考，请勿外传

图 27、公司污水处理费定价机制



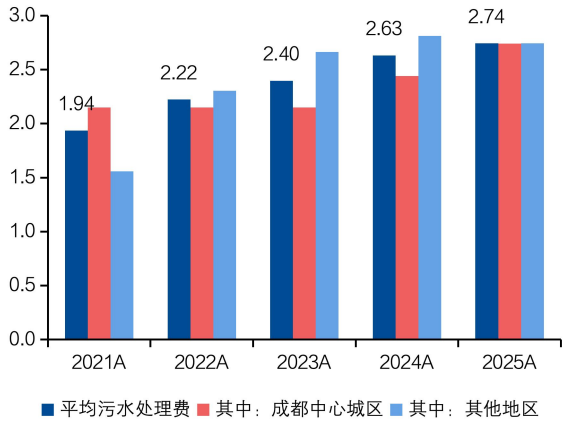
数据来源：《成都市中心城区污水处理服务特许经营权协议》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司污水处理费调价历史梳理

期数	适用时间	价格（元/吨）	较上一轮调价百分比
第一期	2009.1.1-2011.12.31	1.62	
第二期	2012.1.1-2014.12.31	1.53	-5.6%
暂行期	2015.1.1-扩能提标改造工程完成前	1.53	0%
第三期	2017.1.1-2019.12.31	1.63	6.5%
暂行期	2020 年全年	1.83	12.3%
第四期（暂定）	2021.1.1-六七九厂、中和二期项目竣工决算后	2.15	17.5%
第五期（暂定）	2024.1.1-2026.12.31	2.63	22.3%

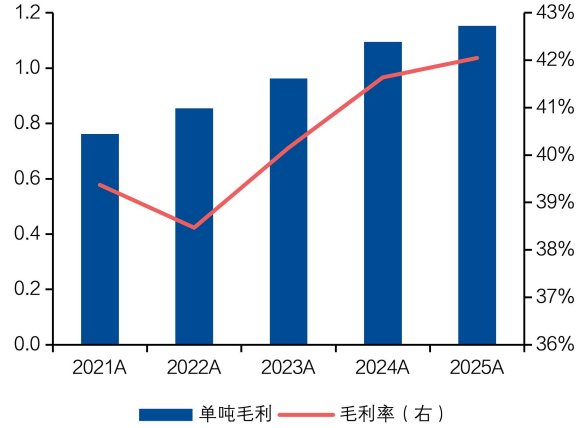
数据来源：公司公告，跟踪评级报告，《成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）募集说明书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、公司平均污水处理费（元/吨）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：平均污水处理费=污水收入/污水处理量；成都中心城区单价为官方披露，其他地区单价为根据成都中心城区单价计算得来

图 29、污水单吨毛利润（元/吨）及污水处理毛利率



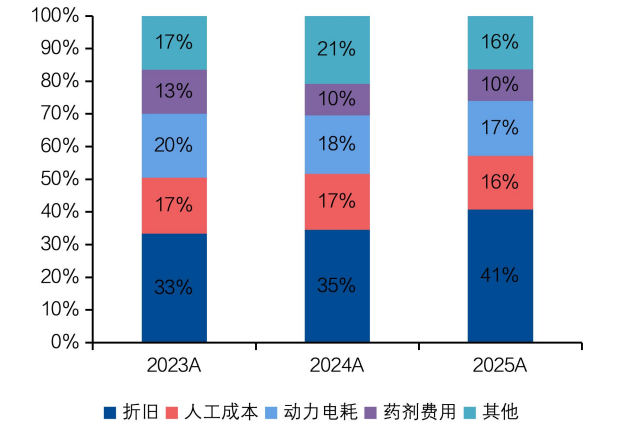
数据来源：公司公告，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：单吨毛利=污水毛利润/污水处理量

由于高质量水厂投建，公司当前存在一定折旧压力，水价维持当前水平具备坚实支撑。2025 年污水处理成本中折旧占比已从 2024 年的 35%升至 41%，同时在

仅供内部参考，请勿外传

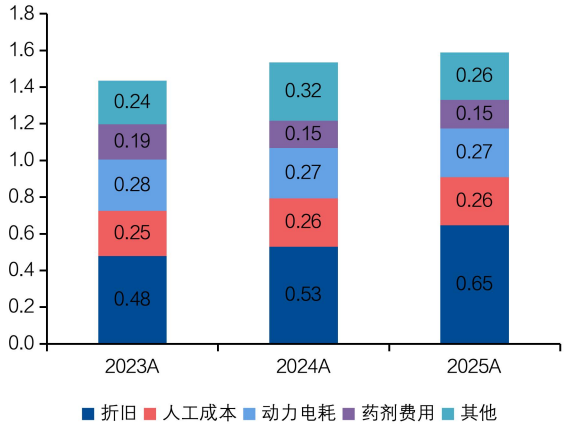
建项目总投资规模与吨投资规模较大[4]，均高于一般的地上污水处理厂建设费用/吨水 2000 元左右、地埋式污水处理厂建设费用/吨水约 4000 元左右，公司的折旧压力或持续增大。

图 30、公司污水处理业务成本构成



数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、公司污水处理业务吨成本（元/吨）



数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、在建污水处理项目投资明细

项目名称	设计规模（万吨/天）	计划总投资（亿元）	吨投资（元/吨）
成都市第八再生水厂二期项目	6	10.57	17,617
成都第五再生水厂二期及调蓄池项目	8	13.38	16,725

数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，污水处理工程网，证券时报网，兴业证券经济与金融研究院整理

[4] 吨投资高的主要原因或在于：1）项目均采用全地下式（地埋式）建设模式，施工难度大、基坑支护及抗浮要求高，土建成本显著上升；2）出水水质执行《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》等高标准，需配置"改良 A²O+高效沉淀池+反硝化滤池"等深度处理工艺；3）项目建设内容除污水厂主体外，通常还包含配套管网工程、调蓄设施等

仅供内部参考，请勿外传

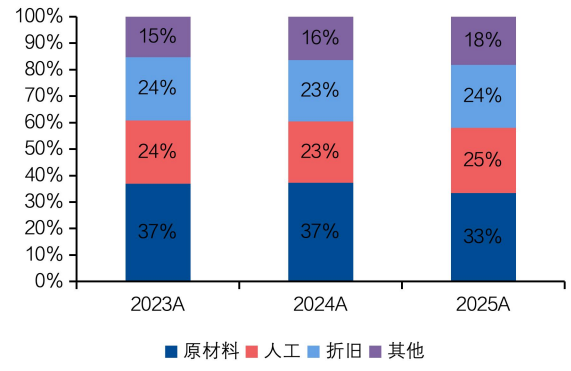
三、自来水业务：手握低成本供水资产，供水业务价稳量增

（一）坐拥岷江沿线规模化水务资产，重力输水形成持续性低供水成本优势

兴蓉环境核心水厂依托岷江优质水源与成都独特的地形条件，药剂、用电等成本低，公司供水毛利率表现优异。

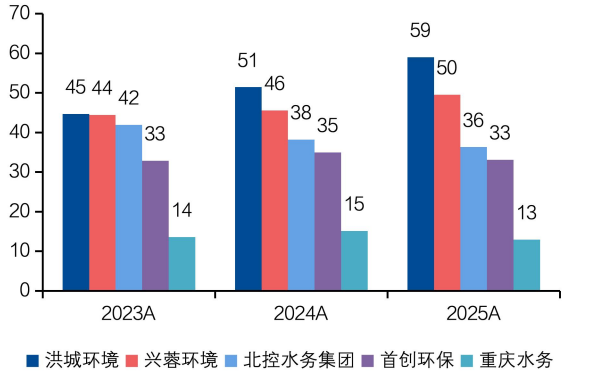
- **从原水水质来看**，成都市自来水主要取自都江堰和岷江上游，原水水质常年稳定在Ⅱ类标准，优于国内多数水源地的Ⅲ类-Ⅳ类水平。Ⅱ类标准水质下，原水浊度低、污染物浓度可控，处理工艺相对简化，节省药剂成本。
- **从水利条件来看**，公司核心水厂均位于成都西侧的郫都区，取水口设于水厂上游（西侧）的柏条河、徐堰河[5]，原水经 2-4 公里短距离即可重力自流入厂；同时，依托成都西高东低的地势，水厂向东部主城区输水亦几乎无需增压。取水、输水两个环节均利用天然重力，降低电耗成本。
- 在优质原水与水利条件双重加持下，成都地区自来水制水成本较全国平均水平低约 15%-20%。兴蓉环境的供水业务毛利率处于行业领先水平。

图 32、公司自来水制售业务成本构成



数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、公司供水业务毛利率横向对比（%）



数据来源：WIND，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

[5] 柏条河、徐堰河是经都江堰分流后的具体取水河道

仅供内部参考，请勿外传

图 34、四川省“十五五”现代化水网布局示意图



数据来源：四川省人民政府，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）供水量增长稳健，供水价格稳定

截至 2026 年 3 月公司在运供水产能 430 万吨/日，在建 10 万吨/日。产能投放、人口流入、工业立市、内部智慧水务建设有望带动公司供水量稳中有增。成都市自来水价格自 2015 年至今未调，但公司仍保持较高盈利水平。

产能投放、人口流入、工业立市、内部智慧水务建设有望带动供水量稳中有增。

- **公司产能储备充足，增量空间明确。**截至 2026 年 3 月底，公司在运供水能力达 430 万吨/日[6]，在建 10 万吨/日。2025 年，成都市第七自来水厂三期完成扩建（40 万吨/日提升至 80 万吨/日），远期来看，三坝水厂一期（7.5 万吨/日，预计 2028 年建成）、新津花源水厂（15 万吨/日）等项目正稳步推进，产能增量有望持续释放。
- **运营效率边际改善。**2021-2025 年，公司供水量从 11.7 亿吨稳步增至 13.6 亿吨，售水量从 10.0 亿吨增至 11.8 亿吨；产销率在经历前期波动后，2025 年回升至 87.2%，经营质效持续改善。
- **居民侧，**成都作为西部经济腹地核心城市，受益于西部大开发、成渝地区双城经济圈等国家战略持续赋能，城市人口长期保持净流入态势，支撑居民生活用水需求。**工业侧，**成都坚持“工业立市、制造强市”战略，已培育形成

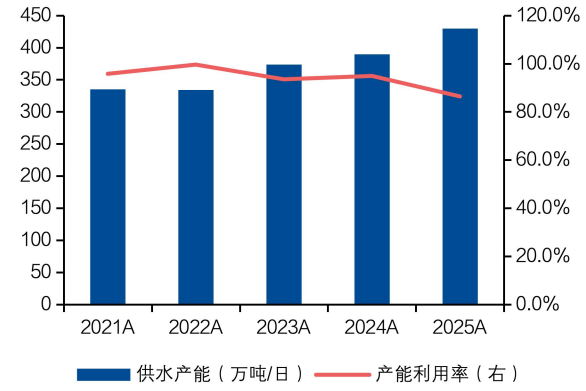
[6]在运供水产能中，92%的产能位于四川省，进一步看，386 万吨/日产能位于成都市，占公司总在运供水产能的 90%。2024 年成都市供水生产能力 782 万吨/日，兴蓉环境市占率 50%

仅供内部参考，请勿外传

电子信息、装备制造两大万亿级产业集群及多条千亿级重点产业链，2025 年规上工业增加值同比增长 7%、工业投资额同比增长 20%，同时规上工业企业 2024 年取水总量同比增长 7%，成都市工业用水需求有望保持稳健增长。

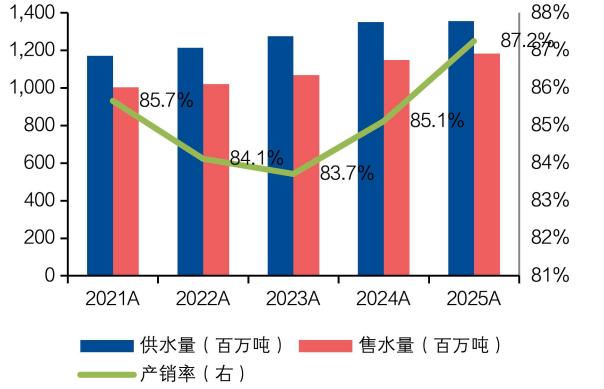
- **智慧水务建设深挖存量效率。**公司通过推进智慧水务建设，供水业务产销率从 2023 年的 83.7%提升至 2025 年的 87.2%，存量产能的运营效率稳步提升，进一步夯实增长质量。

图 35、兴蓉环境自来水产能与产能利用率



数据来源：信用评级报告，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、兴蓉环境供水量、售水量与产销率情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、截至 2026 年 3 月底公司投入运营的供水水厂情况

水厂名称	供水区域	投入运营时间(年)	日供水能力（万吨/日）
成都市第二自来水水厂	成都市五城区、高新区、天府新区成都直管区、郫都区和温江区；趸售新都、双流等区县供水	1958	23
成都市第五自来水水厂		1978	15
成都市第六自来水水厂 A 厂		1998	60
成都市第六自来水水厂 B 厂		2002	40
成都市第六自来水水厂 C 厂		2010	40
成都市第七自来水水厂一期		2014	50
成都市第七自来水水厂二期		2018	50
成都市第七自来水水厂三期		/	80
天府国际机场专供水厂	天府国际机场	2019	2.5
成都高新未来科技城自来水厂	成都高新未来科技城	/	0.5
金堂县自来水一厂	金堂县赵镇、三星、清江、官仓和栖贤	1998	4
金堂县自来水二厂		2016	6
大邑县第四自来水厂	大邑城区	2024	13
三岔、王泗、上安、新场、邛江、西河、雾山、烟霞和石集中供水厂	大邑县王泗、三岔等镇区及片区	2024	1.84
岳池自来水厂一期	广安市岳池县	2021	8
海南省文昌市清澜自来水厂	文昌市新市区（原清澜镇行政区）及周边农村地区	1993	3.8
江苏沛县自来水厂	徐州市沛县城区	2016	30

仅供内部参考，请勿外传

理县自来水厂	阿坝州理县县城	2019	1
汶川自来水厂	阿坝州汶川县城	2020	1
汶川绵虒自来水厂	阿坝州汶川县绵虒镇	2025	0.24
合计			429.88

数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

成都市终端水价自 2015 年以来不曾变化。

- **自来水销售机制方面**，公司自来水销售分为直供模式和趸售模式[7]，以直供模式为主（占总销售额的 80%以上）。收费结算方式上，公司直接向客户收取水费或通过第三方代收协议由第三方代收水费。
- **自来水定价机制上**，自来水公司按用户类别（居民、非居民及特种用水）分类计价，水价的确定和调整在物价听证基础上由政府定价，经行政主管部门批准后执行。主城区居民第一阶梯终端价 3.03 元/吨已多年未作调整；利润表口径，公司自来水平均水价在 2021-2025 年从 2.25 元/吨微增至 2.27 元/吨，价格整体稳定。
- **从历史调价节奏看**，成都市 2010-2015 年间曾完成 3 轮价格调整，但自 2015 年实施居民阶梯水价后，终端居民自来水价已逾数十年未调整，后续调价与公司成本监审结果相关；不排除节水政策导向下，二、三阶梯水价价差拉大。

表 6、截至 2026 年 3 月底成都市主城区、郫都区水价表

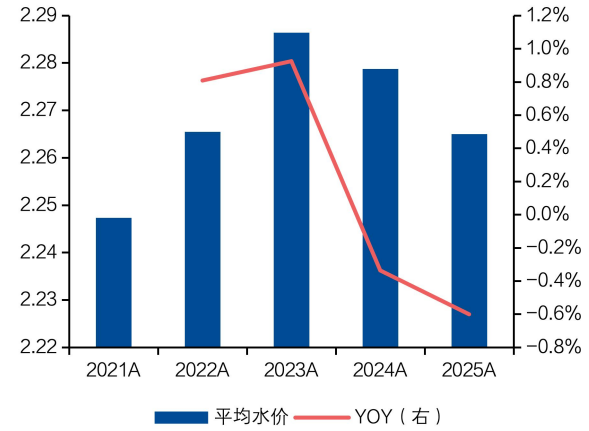
用水类别		包含类型	终端价格（元/m^3）
居民生活用水	一户一表执行阶梯水价	第一阶梯（m^3/户表·年）0-216m^3	3.03
		第二阶梯（m^3/户表·年）217-300m^3	3.9
		第三阶梯（m^3/户表·年）301m^3以上	6.51
非居民生活用水		合表用户及执行居民生活用水价格的非居民用户	3.03
		除居民生活用水、特种行业用水以外的其他用水	4.43
特种行业用水	洗浴行业用水	含洗浴、足浴等洗浴行业用水	15.13
	洗车行业用水	洗车用水	10.13
	其他特种行业用水	以自来水为原料的纯净水生产（含现场制售）、饮料制造、酿酒、水上娱乐场馆（含经营性游泳池）、高尔夫球场及练习场等用水	7.53

数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

[7] 趸售模式指的是向龙泉驿、新都、双流等区县批发供水

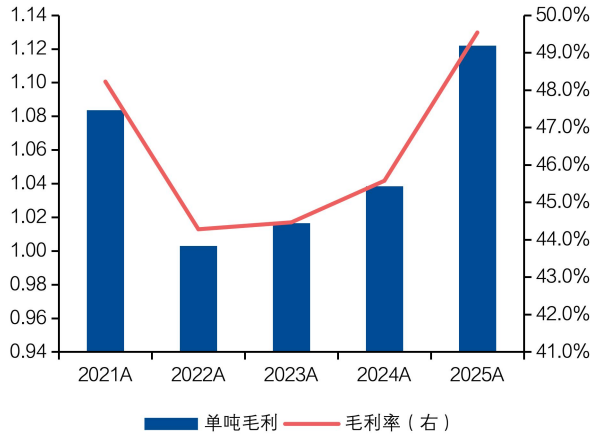
仅供内部参考，请勿外传

图 37、供水单吨价格（元/吨）及 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：平均水价=自来水制售收入/销水量

图 38、供水单吨毛利润（元/吨）及自来水制售毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：单吨毛利=自来水制售毛利润/销水量

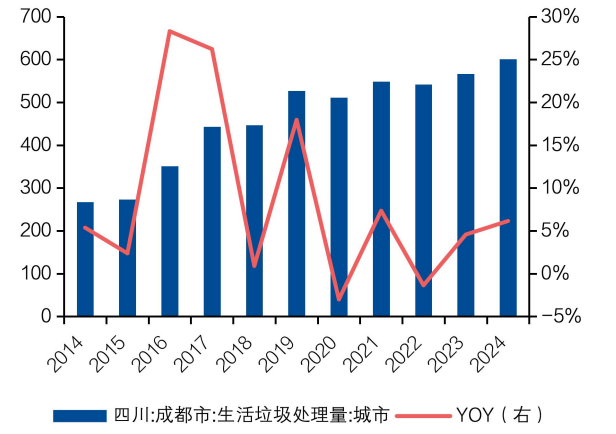
仅供内部参考，请勿外传

四、环保业务：万兴三期已进入试运行阶段，需关注万三垃圾处理费核定结果

2014 至 2024 年成都市生活垃圾处理量、焚烧量均实现快速扩容。成都全市生活垃圾总处理量由 2014 年 267 万吨增长至 2024 年 601 万吨，复合增速约 8.4%；同期垃圾焚烧处理量从 171 万吨攀升至 508 万吨，复合增速达 11.5%，2024 年垃圾焚烧率（焚烧量/总处理量）达到 84.5%；2024 年末成都市已投运焚烧设计产能 15800 吨/日，结合全年焚烧量折算，行业整体产能利用率约 88.1%，存量焚烧设施负荷处于偏高位区间。

兴蓉环境是成都市垃圾焚烧处置龙头，旗下垃圾焚烧项目全部采用 BOT 特许经营模式。公司依托万兴、隆丰等核心焚烧项目实现产能持续扩容，2026 年万兴三期投产后，公司在成都地区垃圾焚烧设计产能将提升至 12000 吨/日。按成都市原有焚烧产能 15800 吨/日叠加万兴三期 5100 吨/日测算，公司本地市占率达 57%，巩固区域龙头地位。公司全部焚烧产能布局于成都市，在 BOT 特许协议框架下，随着成都市生活垃圾产生量提升、入炉焚烧量增长，项目处置量爬坡将带动垃圾处置费与发电收入同步释放，环保业务收入稳中有增。

图 39、成都市生活垃圾处理量（万吨）及 YOY



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

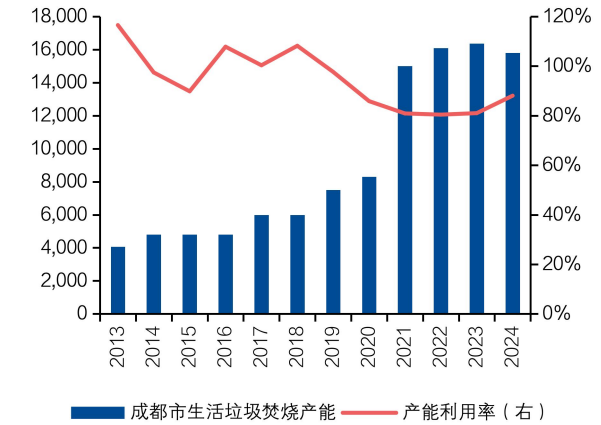
图 40、成都市生活垃圾焚烧处理量（万吨）及焚烧率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：焚烧率=成都市生活垃圾焚烧处理量/成都市生活垃圾处理量

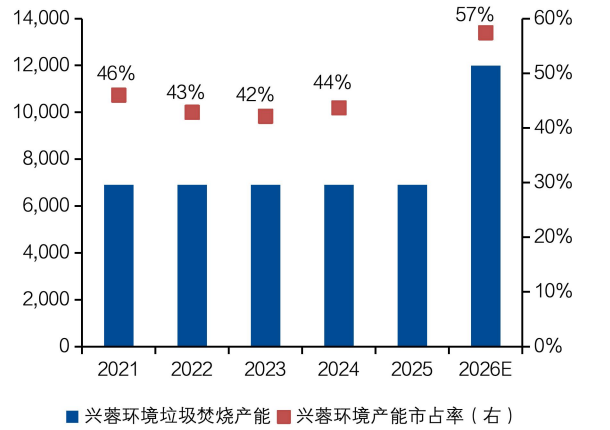
仅供内部参考，请勿外传

图 41、成都市生活垃圾焚烧产能（吨/日）及产能利用率



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：成都市生活垃圾焚烧产能 2021 年提升较大，与此同时成都万兴环保发电厂（二期）于 2021 年正式投产

图 42、公司垃圾焚烧产能（吨/日）及市占率



数据来源：公司公告，WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：市占率=公司垃圾焚烧产能/成都市生活垃圾焚烧产能

万兴三期 5100 吨/日生活垃圾焚烧机组于 2026 年 5 月进入满负荷试运行阶段，配套 800 吨/日污泥、800 吨/日餐厨协同处置能力，正式投运后公司垃圾焚烧总产能将升至 12000 吨/日。

- **垃圾焚烧厂创收模式**：垃圾焚烧发电通过焚烧城市生活垃圾并利用余热发电，收入来自按吨计费的垃圾处理服务费及分段计价的上网电费（280 度/吨以内按 0.65 元/度标杆电价、超出部分按四川省燃煤电价 0.4012 元/度结算，万兴三期全部上网电量统一按四川燃煤基准价 0.4012 元/度结算），同时协同处置污泥和厨余垃圾。
- **目前公司运营的垃圾焚烧产能 6900 吨/日，万兴三期正式投运后公司垃圾焚烧总产能将升至 12000 吨/日。**截至 2026 年 3 月底，公司运营的垃圾焚烧发电项目 3 个[8]，均分布在成都市，设计处理能力合计 6900 吨/日。叠加万兴三期的 5100 吨/日垃圾焚烧产能，公司垃圾焚烧总产能将升至 12000 吨/日。

表 7、截至 2026 年 3 月底公司已投入运营和在建的垃圾焚烧发电项目情况

项目	投运时间	设计处理能力（吨/日）
已投运		
万兴环保发电厂（一期）[9]	2017 年 3 月	2400
隆丰环保发电厂[10]	2019 年 3 月	1500
万兴环保发电厂（二期）	2021 年 4 月	3000

[8] 2012 年，兴蓉再生能源公司与成都市城市管理局签订《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》，特许经营期 25 年。2015 年，兴蓉再生能源公司与成都环境集团共同出资成立成都市兴蓉隆丰环保发电有限公司，获得隆丰环保发电厂项目 25 年特许经营权。
[9] 位于四川省成都市龙泉驿区
[10] 位于四川省成都市彭州市

仅供内部参考，请勿外传

在建		
成都市万兴环保发电厂项目三期工程	2026 年	5100

数据来源：成都市兴蓉环境股份有限公司 2026 年跟踪评级报告，证券日报网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、万兴三期垃圾焚烧项目财务数据预测

		2026E	2027E	2028E
产能利用假设		45%	100%	105%
垃圾处理单价 200 元/吨	垃圾处理费收入（亿元/吨）	1.6	3.5	3.7
	垃圾发电收入（亿元/吨）	1.5	3.3	3.5
	项目毛利率	26%	0%	5%
垃圾处理单价 210 元/吨	垃圾处理费收入（亿元/吨）	1.7	3.7	3.9
	垃圾发电收入（亿元/吨）	1.5	3.3	3.5
	项目毛利率	28%	2%	7%
垃圾处理单价 220 元/吨	垃圾处理费收入（亿元/吨）	1.7	3.9	4.1
	垃圾发电收入（亿元/吨）	1.5	3.3	3.5
	项目毛利率	30%	5%	9%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理与预测

仅供内部参考，请勿外传

五、盈利预测与估值

三大主营业务协同发力，业绩有望稳健增长。

- **污水处理业务** 2026-2028 年营收预计分别达 43.0 亿元、45.8 亿元、48.3 亿元。营收增长驱动来自三方面：1）产能持续释放，污水处理设计规模将由 2025 年 460 万吨/日提升至 2028 年 510 万吨/日；2）存量项目产能利用率稳步抬升，资产运营效率持续优化；3）污水处理均价预计稳中有升。板块毛利率预计保持 41%-42%区间，小幅下行主要系运营刚性成本持续上涨所致。
- **自来水制售业务** 2026-2028 年营收预计分别实现 27.9 亿元、29.0 亿元、30.0 亿元。公司设计日供水规模将自 430 万吨/日小幅扩容至 440 万吨/日，产能利用率由 86.4%提升至 93.5%；供水均价稳定在 2.27 元/吨，板块毛利率维持稳定。该业务现金流稳健，是公司稳定的利润基本盘。
- **垃圾焚烧发电业务**是未来核心业绩增量，2026-2028 年营收预计分别为 11.0 亿元、15.3 亿元、15.9 亿元，增长核心依托万兴三期项目建成并网。板块毛利率将由 2025 年 45.6%逐年回落至 2028 年 31.5%，一方面受行业补贴退坡、竞价上网政策影响，另一方面新投产项目运营爬坡阶段也会阶段性拉低整体盈利水平。

表 9、分部盈利预测表

	2025A	2026E	2027E	2028E
污水处理				
营业收入（百万元）	3,956	4,298	4,583	4,825
同比增速	8.6%	8.7%	6.6%	5.3%
污水处理能力（万吨/日）	460	484	500	510
产能利用率	85.9%	88.9%	91.6%	94.3%
平均污水处理费（元/吨）	2.74	2.74	2.74	2.75
毛利率	42.0%	41.6%	41.5%	41.3%
自来水制售				
营业收入（百万元）	2,680	2,787	2,896	3,000
同比增速	2.3%	4.0%	3.9%	3.6%
设计日供水能力（万吨/日）	430	430	432.5	440
产能利用率	86.4%	89.4%	92.1%	93.5%
平均水价（元/吨）	2.27	2.27	2.27	2.27
毛利率	49.5%	49.6%	49.6%	49.6%
垃圾焚烧发电				
营业收入（百万元）	752	1,104	1,530	1,587

仅供内部参考，请勿外传

同比增速	-2.8%	46.7%	38.6%	3.7%
毛利率	45.6%	38.5%	30.3%	31.5%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 99 亿元、107 亿元、112 亿元，同比分别增长 8.8%、8.9%、4.7%；归母净利润分别为 21.6 亿元、23.0 亿元、24.7 亿元，同比分别增长 7.7%、6.7%、7.1%。对应最新收盘价 PE 分别为 9.9 倍、9.3 倍、8.6 倍，PB 分别为 1.0 倍、0.9 倍、0.9 倍；假设 DPS 分别为 0.25 元、0.27 元、0.29 元，2026 年 9 月 14 日收盘价对应 2026 年预期股息率约 3.5%。维持“增持”评级。

表 10、行业估值表（截至 2026 年 9 月 14 日）

公司	市值（亿元人民币）	归母净利润（亿元人民币）				PE				PB
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
兴蓉环境	213	20.1	21.6	23.0	24.7	10.6	9.9	9.3	8.6	1.0
粤海投资	500	42.1	42.2	43.6	44.8	11.9	11.9	11.5	11.2	1.4
首创环保	205	17.7	18.7	19.4	20.4	11.6	11.0	10.5	10.0	0.7
重庆水务	197	8.1	8.6	9.0	9.4	24.3	22.8	21.8	20.9	1.1
北控水务集团	139	15.6	14.8	15.4	16.0	8.9	9.4	9.0	8.7	0.5
创业环保	80	8.6	9.2	9.8	10.3	9.3	8.7	8.2	7.8	0.9
中国水务	61	9.9		9.3	9.6	6.1		6.5	6.3	0.5

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

注：兴蓉环境 2026E-2028E 数据为兴业证券经济与金融研究院测算，其余公司 2026E-2028E 数据来自 WIND 一致预期。所有公司市值和 PB 均来自 WIND

仅供内部参考，请勿外传

六、风险提示

（1）应收账款回款压力增加的风险。若地方财政承压，回款周期拉长，公司经营现金流或将承压。

（2）垃圾处理费与污水处理费调价不及预期的风险。若地方财政紧张或调价程序滞后，垃圾处理费及污水处理费调整可能延迟，将对公司盈利产生影响。

（3）产能利用率爬坡不及预期的风险。新项目 2026 年陆续投运，尚需时间达产；若垃圾供应不足或竞争加剧，产能利用率偏低将拖累回报率与盈利稳定性。

（4）订单拓展不及预期的风险。若行业竞争加剧，新增项目获取难度加大，公司订单拓展或不及预期。

（5）环保政策标准收紧的风险。环境治理标准趋严等环保政策收紧将倒逼公司加大技改投入、增加运营成本，短期利润空间或将受到挤压。

仅供内部参考，请勿外传

附表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,591	13,662	17,384	20,625
货币资金	4,675	8,464	12,090	15,341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3,566	3,714	3,681	3,600
预付款项	50	56	63	65
存货	213	235	260	270
其他	1,087	1,193	1,289	1,349
非流动资产	41,445	42,024	41,756	41,126
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	15,416	16,245	16,370	16,282
在建工程	9,555	6,740	4,758	3,363
无形资产	13,146	15,749	17,403	18,313
商誉	2	2	2	2
其他	3,310	3,273	3,207	3,150
资产总计	51,036	55,686	59,139	61,752
流动负债	10,505	11,395	12,434	12,899
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	6,428	7,157	7,973	8,333
其他	4,077	4,239	4,461	4,566
非流动负债	19,141	21,439	22,294	22,771
长期借款	11,294	12,804	13,559	13,936
其他	7,847	8,635	8,735	8,835
负债合计	29,647	32,834	34,728	35,671
股本	2,984	2,984	2,984	2,984
未分配利润	13,841	14,920	16,072	17,305
少数股东权益	1,667	1,725	1,786	1,852
股东权益合计	21,390	22,852	24,411	26,081
负债及权益合计	51,036	55,686	59,139	61,752

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	2,005	2,158	2,304	2,467
折旧和摊销	1,735	2,008	2,096	2,163
营运资金的变动	-596	496	776	308
经营活动产生现金流量	3,701	5,291	5,860	5,643
资本支出	-3,366	-2,600	-1,869	-1,573
长期投资	35	51	50	48
投资活动产生现金流量	-3,157	-2,580	-1,819	-1,524
债权融资	765	2,269	855	478
股权融资	174	0	0	0
融资活动产生现金流量	-198	1,078	-414	-868
现金净变动	345	3,789	3,626	3,251

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	9,068	9,867	10,741	11,244
营业成本	5,068	5,642	6,289	6,575
税金及附加	228	248	264	276
销售费用	225	232	243	249
管理费用	574	584	601	607
研发费用	41	44	46	47
财务费用	401	381	379	362
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-159	-167	-165	-164
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
营业利润	2,444	2,648	2,838	3,053
营业外收支	10	9	9	9
利润总额	2,454	2,657	2,847	3,062
所得税	395	441	482	529
净利润	2,059	2,216	2,365	2,533
少数股东损益	54	58	62	66
归属母公司净利润	2,005	2,158	2,304	2,467
EPS(元)	0.67	0.72	0.77	0.83

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	0.2%	8.8%	8.9%	4.7%
营业利润增长率	1.3%	8.4%	7.2%	7.5%
归母净利润增长率	0.4%	7.7%	6.7%	7.1%
盈利能力				
毛利率	44.1%	42.8%	41.4%	41.5%
归母净利率	22.1%	21.9%	21.4%	21.9%
ROE	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
偿债能力				
资产负债率	58.1%	59.0%	58.7%	57.8%
流动比率	0.91	1.20	1.40	1.60
速动比率	0.79	1.08	1.28	1.48
营运能力				
资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.19
每股资料(元)				
每股收益	0.67	0.72	0.77	0.83
每股经营现金	1.24	1.77	1.96	1.89
估值比率(倍)				
PE	10.6	9.9	9.3	8.6
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，市盈率、市净率以 2026 年 9 月 14 日收盘价计算

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn