

水固为轮 运营为轂 转动“生态+”协同

——首创环保 (600008.SH)

环保

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

水固为轮, 引领综合发展, “生态+” 增进业务协同。公司以水务起家, 不断扩展业务范围, 形成了城镇水务、固废业务、生态环境综合治理和绿色资源管理四大板块。公司的营收主要来源于水固两部分, 业绩快速增长。2016-2020年, 公司营业收入及归母净利润复合增长率均在 24% 以上。2021 年公司提出“生态+” 战略, 收购首创大气补完“水、固、气、能” 战略布局, 通过增进业务协同带动综合业绩开拓。

运营增效, 护航水务持续增长。

- ◆ 收集率驱动水量增长, 运营放大量价增量收益。“十四五” 首次将污水处理率提升作为规划发展目标, 成为污水处理量提升的又一驱动力。公司“十三五” 期间污水处理产能价格齐增, 运营提升控制成本进一步放大收益, 污水处理营收复合增长率达 33.8%, 毛利率快速回升, 未来成长可期。
- ◆ 供水市场趋于饱和, 水价改革凸显运营价值。在市场饱和的背景下, 公司供水业务着眼运营提升, 产销差快速下降, 成本控制有效, 2020 年受疫情影响的业绩增速已逐步恢复。同时, 水价机制改革明确“优质优价” 激励方向, 有望以运营带动价格, 提升供水营收。

充足储备陆续投入运营, 垃圾焚烧点亮固废未来。经历“十三五” 期间的开拓积累, 公司以生活垃圾为主线, 形成了以焚烧为核心的固废业务布局。储备项目 73 个, 总处理规模 1372 万吨/年。其中垃圾焚烧项目 2020-2021H1 投产焚烧产能 9500 吨/日, 且尚有 1 万吨/日以上的产能计划 2 年内投产。焚烧运营开展顺利, 2020 年上网电量提升至 6.1 亿度, 吨垃圾发电量、上网电量占发电量比率均居行业前列, 固废业务有望在“十四五” 期间进入快速增长期。

REITs 盘活存量资产, 运营为估值注入潜力。2021 年 6 月公司成功发布富国首创 REIT 产品, 是 9 个首批试点中唯一一个污水资产产品。REITs 的发行在盘活存量资产的同时, 还能够反映市场基于管理运营水平对存量资产价值的再评估情况。根据富国首创 REIT 的估值估算公司旗下控股公司已投产产能的估值可达 213.5 亿元, 管理运营对公司估值提升潜力广阔。

投资建议:

我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 243 亿元, 311 亿元, 387 亿元, 归母净利润为 22.9 亿元, 23.5 亿元, 29.98 亿元。对应 PE 分别为 11.14, 10.88, 8.52。首次覆盖公司, 给予“买入” 评级。

风险提示: 项目推进不及预期风险, 水价调价滞后风险, 行业政策不及预期风险。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,907	19,225	24,309	31,126	38,738
增长率 (%)	19.7%	28.96%	26.4%	28%	24.5%
归母净利润 (百万元)	958	1,470	2,293	2,349	2,998
增长率 (%)	33.2%	53.4%	56.0%	2.4%	27.7%
净资产收益率 (%)	4.49%	5.67%	8.36%	8.1%	9.69%
每股收益 (元)	0.17	0.24	0.31	0.32	0.41
PE	20.11	14.06	11.14	10.88	8.52
PB	0.90	0.96	0.93	0.88	0.83

资料来源: 公司公告、申港证券研究所

评级

买入 (首次)

2022 年 03 月 15 日

曹旭特

分析师

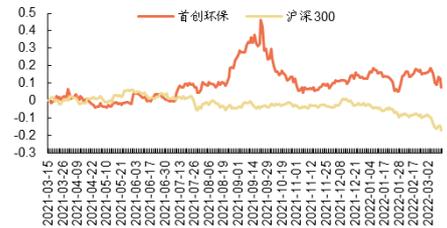
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2022.03.14

总市值/流通市值 (亿元)	236
总股本 (亿股)	73.41
资产负债率	63.91%
每股净资产 (元)	2.37
收盘价 (元)	3.22
一年内最低价/最高价 (元)	2.86/4.56

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 水固为轮引领综合发展 “生态+”增进业务协同	4
1.1 聚焦环保 构建综合生态	4
1.2 水固引领业绩高速发展	5
1.3 精细化管理 收益水平提升	5
1.4 “生态+”战略提升业务协同	6
2. 运营护航水务持续增长	7
2.1 收集率驱动水量增长 运营放大量价增量收益	7
2.2 供水市场趋于饱和 水价改革凸显运营价值	11
2.3 轻资产业务及水环境治理稳固水务建设增长	13
3. 充足储备陆续投产 垃圾焚烧点亮固废未来	14
3.1 固废项目进入运营期 带动营收快速增长	14
3.2 储备充足 运营得力 焚烧点亮固废未来	15
4. REITs 盘活存量资产 为估值注入潜力	17
4.1 首批 REITs 发行 唯一污水资产	17
4.2 盘活存量资产 运营重构估值	18
5. 盈利预测	20
5.1 关键假设	20
5.2 业绩预测	20
5.3 估值	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司业务领域	4
图 3: 2020 年公司的分业务营收占比情况	4
图 4: 2016-2020 公司营收及增速	5
图 5: 2016-2020 公司近年归母净利润及增速	5
图 6: 公司十三五期间分业务营收 (百万元)	5
图 7: 公司十三五期间分业务毛利润 (百万元)	5
图 8: 2016-2021Q3 公司的毛利率与净利率	6
图 9: 2016-2021Q3 公司各项费用率情况	6
图 10: 2016-2020 城镇污水处理能力 (万吨/日)	7
图 11: 2016-2020 年城市和县城污水处理率	7
图 12: 2020 年各省份城市建成区管网密度 (公里/平方公里)	9
图 13: 2016-2020 年城市排水管道长度	9
图 14: 2016-2020 污水管道总长度	9
图 15: 2016-2021H1 公司污水处理营收及增长率	9
图 16: 2016-2021H1 公司污水处理毛利率	9
图 17: 2016-2020 污水处理在建、投产产能	10
图 18: 2016-2020 平均污水处理价格 (元/吨)	10
图 19: 2017-2020 年吨水处理成本与收入	10
图 20: 2017-2020 年吨水处理成本 (元/吨)	10
图 21: 2011-2020 年工业、生活及生态用水量 (亿立方米)	11

图 22: 2016-2021H1 公司自来水生产销售营收及增长率	11
图 23: 2016-2020 年公司自来水生产销售毛利率	11
图 24: 2016-2021H1 公司供水在建与投产产能 (万吨/日)	12
图 25: 2016-2021H1 公司自来水销售量	12
图 26: 2015-2020 年公司产销差变化	12
图 27: 公司与同行业企业产销差对比	12
图 28: 2016-2020 年公司吨售水收入与成本	13
图 29: 公司吨售水成本构成 (元/吨)	13
图 30: 2016-2021H1 公司水务建设营收及增长率	13
图 31: 2016-2021H1 公司水务建设毛利率	13
图 32: 城镇水务建设及水环境综合治理营收 (百万元)	14
图 33: 城镇水务建设及水环境综合治理毛利率	14
图 34: 2016-2021H1 项目储备及投运情况	15
图 35: 2016-2021H1 公司固废营收及增长率	15
图 36: 2016-2021H1 公司固废毛利率	15
图 37: 2017-2020 年公司累计发电量与上网电量	17
图 38: 2020 年公司垃圾焚烧运营情况及同业对比	17
图 39: 富国首创水务 REITs 整体架构	18
表 1: 区域性、平台性、综合性生态环保政策	6
表 2: “十二五”、“十三五”、“十四五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划指标对比	8
表 3: 2020-2021H1 投产焚烧项目及产能	15
表 4: 披露部分在建焚烧项目产能及工程进度	16
表 5: 首批 9 只 REITs 基本信息	17
表 6: 富国首创 REITs 底层资产基本信息	17
表 7: 募集资金投资项目情况	18
表 8: 富国首创资产组账面价值、评估价值、实际发行规模与增值率	19
表 9: 公司营业收入预测	21
表 10: 可比公司 PE 估值	22
表 11: 公司盈利预测表	23

1. 水固为轮引领综合发展 “生态+” 增进业务协同

1.1 聚焦环保 构建综合生态

水务起家，不断开拓业务领域。

- ◆ 公司成立于 1999 年，于 2000 年在上交所挂牌上市。
- ◆ 2001 年，公司进军水务行业。
- ◆ 2011 年，公司进入固废领域。
- ◆ 2016 年，公司通过投资进入再生水、工业废水处理市场。
- ◆ 2017 年，公司与万科子公司合资成立环保平台公司，开展城市水环境治理、土壤修复等业务。
- ◆ 2020 年，公司获得首个钢铁行业工业水处理项目。
- ◆ 2021 年，公司正式更名为首创环保集团，进一步明确战略发展方向。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申港证券研究所

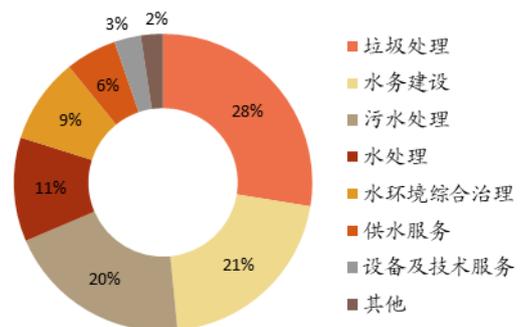
高度聚焦环保，水固气能全覆盖。公司环保类业务营收占营业总收入的比重在 2011-2020 的十年间，从 60% 提升到 95% 以上。通过不断聚焦环保主业，开拓业务领域，公司形成了城镇水务、固废业务、生态环境综合治理和绿色资源管理四大业务板块。2021 年 11 月提出对于首创大气的收购，目前各项程序顺利推进中。公司正逐步完善“水、固、气、能”全领域覆盖的综合业务生态。

图2：公司业务领域



资料来源：公司官网，申港证券研究所

图3：2020 年公司的分业务营收占比情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 水固引领业绩高速发展

“十三五”期间业绩快速增长。“十三五”期间，公司营业收入快速增长，由 2016 年的 79 亿元增长至 2020 年的 192 亿元，期间复合增长率达 24.8%；归母净利润由 6.1 亿元增长至 14.7 亿元，期间的复合增长率达 24.5%。公司于 2022 年 1 月 26 日发布业绩预增公告，2021 年预计实现归母净利润 22-23.5 亿元。

图4：2016-2020 公司营收及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

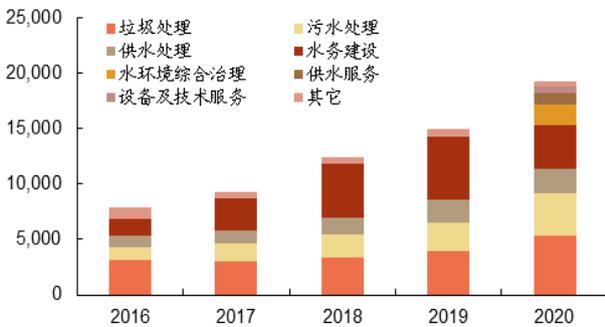
图5：2016-2020 公司近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

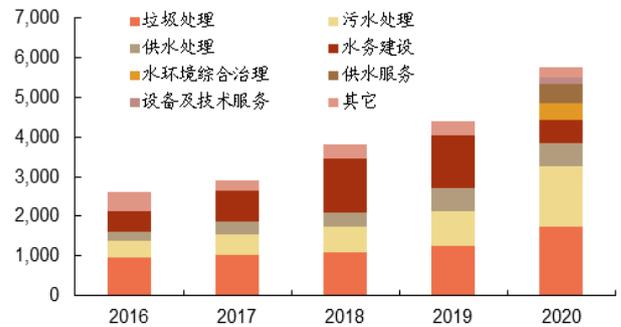
水务固废为主，贡献绝大部分营收与利润。公司的营收主要来源于城镇水务和固废业务两大板块。其中，供水处理、污水处理与垃圾处理三部分业务占 2020 年总营收的近 60%，贡献了毛利润的近 2/3。

图6：公司十三五期间分业务营收（百万元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：公司十三五期间分业务毛利润（百万元）

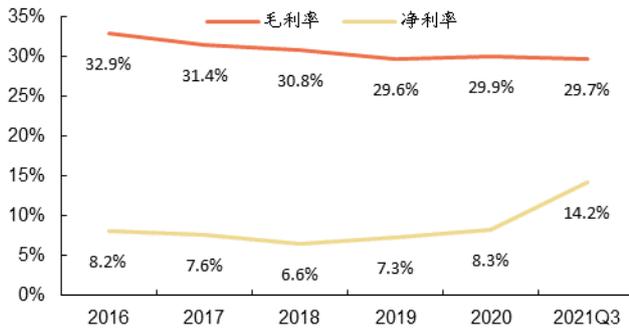


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 精细管理 收益水平提升

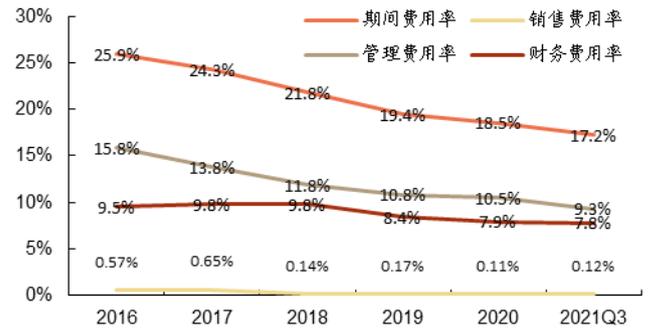
精细管理，费用率持续下降。公司持续推进运营效率改善与管理水平提升，2016 至 2020 年，公司期间费用率持续下降，从 25.9% 下降至 18.5%。这主要源于运营提升带来的管理费用的大幅下降，由 2016 年的 15.8% 下降至 2020 年的 10.5%。2021 年前三季度，公司的费用率仍然保持下降趋势。

图8: 2016-2021Q3 公司的毛利率与净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 2016-2021Q3 公司各项费用率情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

毛利率维持稳定，净利率逐步回升。公司在过去三年中毛利率维持稳定，2021 年前三季度公司毛利率 29.7%。公司净利率从 2018 年的 6.55% 上升至 2020 年的 8.3%。2021 年上半年，公司城镇水务运营业务收入同比增长 24.9%，营业利润同比增长 46.3%；固废业务营业收入同比增长 22.7%，营业利润同比增长 35.2%。在水务和固废两大板块的推动下，加上 2021 年非流动性资产处置损益的影响，第三季度净利率更是上升至 14.2%。

1.4 “生态+”战略提升业务协同

“生态+”战略着眼多业态全面发展，构建环保业务生态迎接“大环保”时代机遇。

- ◆ 行业进入“大环保”时代，区域性、平台性、综合性持续增强。随着中国环保产业的逐步演进，环保政策从末端排放治理，排放总量控制，逐步转向全面的生态环境质量改善。近年来，区域性、平台性、综合性生态环保政策与规划密集出台，规模大、周期长、涉及多行业综合的城市或区域生态环境综合治理项目增多。

表1: 区域性、平台性、综合性生态环保政策

发布时间	部门	政策名称	要点总结
2017.07	环保部、发改委、水利部	长江经济带生态环境保护规划	长江经济带 11 省市区域生态综合治理
2018.12	国务院	“无废城市”建设试点工作方案	城市固体废物源头减量与资源化利用的综合性方案。
2021.04	发改委、生态环境部	关于同意开展生态环境导向的开发(EOD)模式试点的通知	推动公益性强、收益性差的生态环境治理项目与收益较好的关联产业有效融合,将生态环境治理带来的经济价值内部化的项目组织实施方式。
2021.07	发改委	“十四五”循环经济发展规划	城市废旧物资循环利用体系建设、工业园区循环化发展、大宗固废与工业资源综合利用基地等区域性、体系性建设。
2021.10	中共中央、国务院	黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要	黄河流域 9 省区域生态综合治理。
2021.10	中共中央、国务院	关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见	涵盖能源结构、产业结构调整、节能减排、碳排放监测、碳捕集封存利用的综合性政策。

资料来源: 中国政府网, 申港证券研究所

- ◆ 2021 年 8 月 31 日，公司正式发布“首创生态+2025”战略，基于过去“水务+固废”业务布局，积极开拓大气工业和资源能源业务，实现“水、固、气、能”

多业态的“5+4+1”业务组合，包括5项基础业务（城镇水务、固废环境、大气工业、资源能源、生态环境），4项价值链业务（工程技术、环保装备、智慧环保、资产管理）和1项引领业务（科技创新）。多业态全面发展的格局将有助于公司在“大环保”时代捕捉发展机遇。

收购首创大气，丰富“水、固、气、能”业务间协同联动。

- ◆ **收购首创大气，完成生态布局。**2021年11月4日，公司发布公告，拟现金不高于13.6亿元收购首创大气100%股权。截至2020年12月31日，首创大气总资产为19.7亿元，净资产为人民币5.7亿元。首创大气是由北京首都创业集团有限公司控股的大气污染综合防治服务的国家高新技术企业。其主营业务包括环保产品装备、市政综合服务、企业综合服务。公司的业务模式是通过智慧环保云平台，为政府与工业客户提供城市及工业园区大气环境监测预警、技术咨询及治理服务。
- ◆ **业务模式便于协同，客户群体具有重合性。**此次收购，补全了首创环保的业务链，进一步完善首创“水、固、气、能”战略布局。使首创环境拥有了针对城市或特定区域进行水、固、气综合治理的能力。首创大气的依托智慧环保云平台的新业务发展模式，属于轻资产服务类，便于与首创环境现有水务、固废业务协同。首创大气面向政府与工业客户，在客户群体上也与公司具有重合性。在首创环境“生态+”战略和多业态协同开发能力的助推下，业务的协同发展有望提升公司业绩。

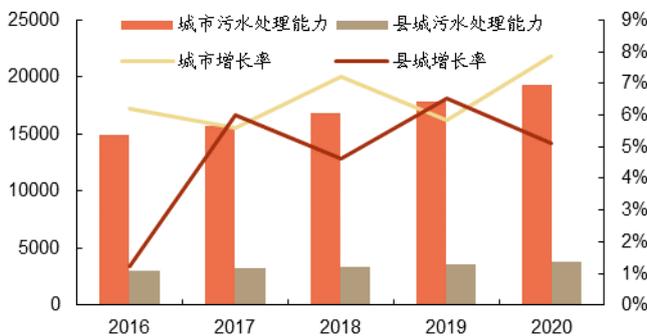
2. 运营护航水务持续增长

作为水务行业的龙头企业，公司2020年水务行业在建、投产产能达到3048万吨/日，其中污水处理产能1591万吨/日，供水处理产能1457万吨/日。在水务行业逐步由投资建设向运营服务过渡的转型期，公司自身20年积累的水务运营经验，成为其在转型期发展的另一重要驱动力。

2.1 收集率驱动水量增长 运营放大量价增量收益

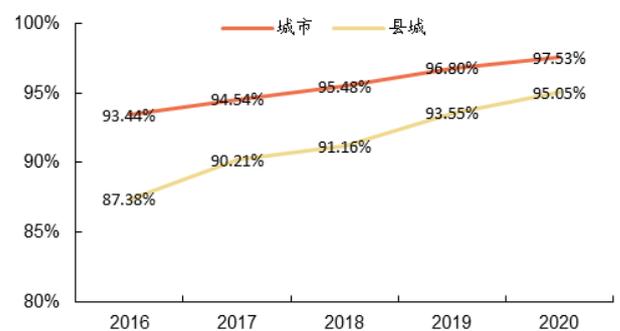
2.1.1 污水处理能力增长放缓 收集率提升成为新驱动力

图10: 2016-2020 城镇污水处理能力 (万吨/日)



资料来源: 住建部, 申港证券研究所

图11: 2016-2020 年城市和县城污水处理率



资料来源: 住建部, 申港证券研究所

处理率达标，规划新增产能收缩，“十四五”期间新增产能对市场驱动力不及以往。

- ◆ 城镇污水处理率基本满足要求。“十三五”期间，城市，尤其是县城污水处理能

力及污水处理率快速增长。2020 年我国城市污水处理率已达 97.5%，县城污水处理率达到 95%。处理率指标已基本满足发改委、住建部的相关规划要求。

- ◆ 规划新增污水处理能力放缓。发改委在《“十四五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中提出，“十四五”期间，规划新增污水能力 2000 万立方米/日，相较“十三五”期间 5022 万立方米/日的规划新增污水处理能力缩减了约 60%，同时，提标改造的力度也逐步减弱。可以判断，“十四五”期间，新建污水处理设施对污水处理市场的拉动将不及“十三五”时期。

表2：“十二五”、“十三五”、“十四五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划指标对比

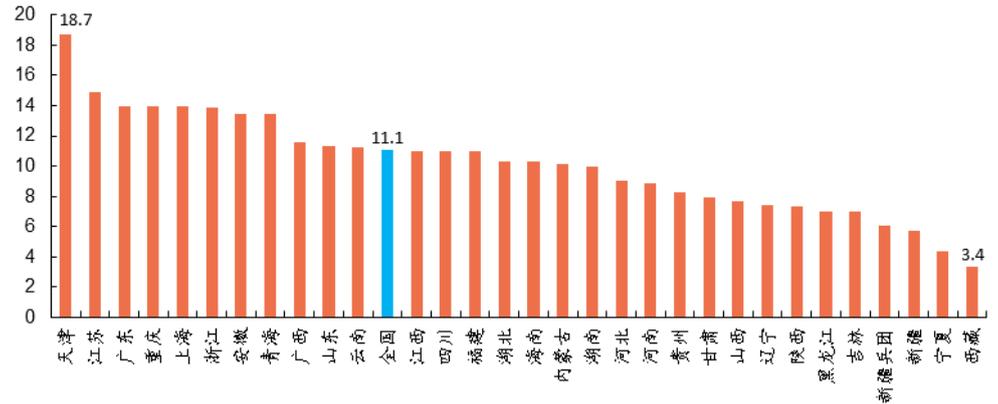
规划指标		“十二五”	“十三五”	“十四五”
污水收集率	城市污水收集率	/	/	70% 或比 2020 年提高 5pct 以上
	新增改造污水收集管网	15.9 万公里	15.56 万公里	8 万公里
	合流制管网改造	/	2.88 万公里	/
污水处理率	城市污水处理率	85%	95%	/
	县城污水处理率	平均 70%	>85%	>95%
污水处理设施	新增污水处理能力	4569 万立方米/日	5022 万立方米/日	2000 万立方米/日
	提标改造污水处理设施	2611 万立方米/日	4220 万立方米/日	/
再生水	城镇再生水利用率	15%	/	/
	地级以上缺水城市再生水利用率	/	≥20%	>25%
	京津冀地区	/	≥30%	>35%
	黄河流域地级以上缺水城市	/	/	>30%
	新建、改建、扩建再生水产能	2675 万立方米/日	1505 万立方米/日	>1500 万立方米/日
污泥	城市污泥无害化处置率	70%	75%	>90%
	新增污泥无害化处置设施规模	7 万吨/日	6 万吨/日	≥2 万吨/日

资料来源：发改委，申港证券研究所

管网建设助推收集率提升成为“十四五”污水行业又一增长点。新增污水处理能力建设放缓的背景下，污水收集率首次成为十四五规划关注的重点指标。通过新建管网、老旧管网改造及雨污分流改造等措施，提升污水收集率及污水收集质量，成为十四五期间城镇污水发展的新逻辑。

- ◆ 污水收集率首次成为明确指标要求。《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》提出，到 2025 年，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上。
- ◆ 管网密度区域发展不平衡，收集率提升空间大。全国各省间管网建设发展不平衡的情况较为突出，全国大部分省份尚未达到 11.1 公里/平方公里的管网密度，据政府披露信息显示，与全国管网密度水平较为接近的云南省，全省 24 个明确污水集中收集率目标的重点城市中，有 18 个收集率低于 50%，还有城市不足 20%，相较 70% 的目标水平仍有较大差距。

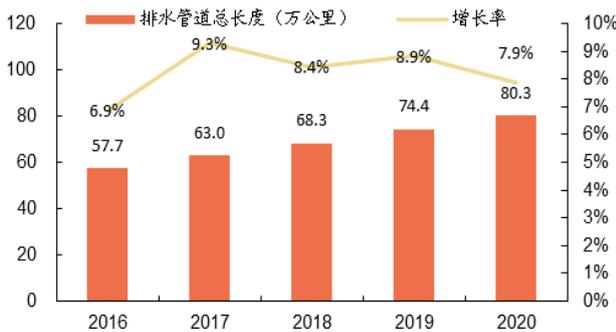
图12: 2020年各省份城市建成区管网密度(公里/平方公里)



资料来源: 住建部, 申港证券研究所

- “十四五”期间污水管网建设增幅可观, 拉动污水收集量提升。根据发改委《关于加快推进城镇环境基础设施建设指导意见》, “十四五”期间规划新增和改造污水收集管网8万公里, 占现有污水收集管网总长度的22%。管网的新建改造将持续提升污水收集量, 带动污水处理营收增长。

图13: 2016-2020年城市排水管道长度



资料来源: 住建部, 申港证券研究所

图14: 2016-2020年污水管道总长度



资料来源: 住建部, 申港证券研究所

2.1.2 产能价格齐增 运营放大收益 污水业务快速增长

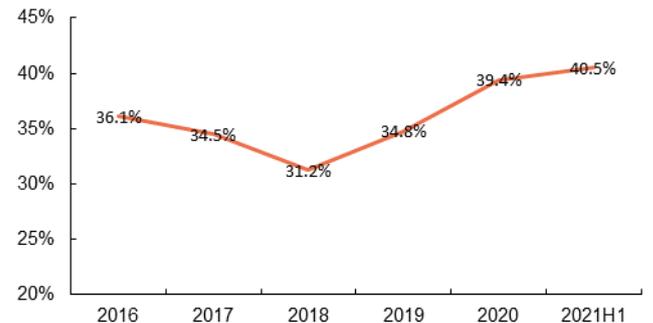
公司污水处理营收加速增长, 毛利率逐步提升。公司污水处理营收从2016年的12亿元增长至2020年的38亿元, 期间的复合增长率高达33.8%。毛利率也从2018年31.2%的低点提升到了2020年的39.4%, 2021H1毛利率继续小幅升高至40.5%。

图15: 2016-2021H1公司污水处理营收及增长率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图16: 2016-2021H1公司污水处理毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

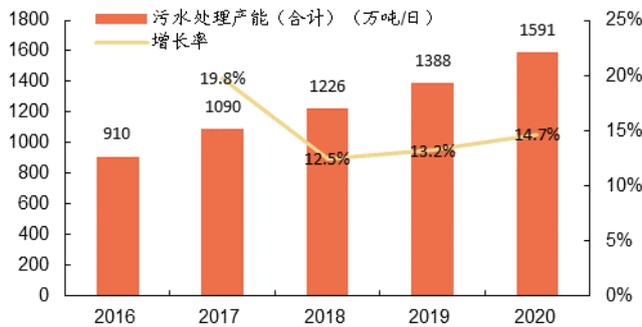
污水处理产能稳步增长，在建产能储备充足。

- ◆ 公司的污水处理产能在“十三五”期间稳步提升，2018-2020 年增长率由 12.5% 提高至 14.7%。在建、投产总产能达 1591 万吨/日，其中控股公司产能 1302 万吨/日。
- ◆ 2020 年公司控股公司已投产污水处理产能约为 779 万吨/日，占控股公司在建、投产产能 1302 万吨/日的 60%。可以估算公司仍有近 40% 的在建产能有待释放。产能储备充足。

污水处理价格在“十三五”末期快速提升。

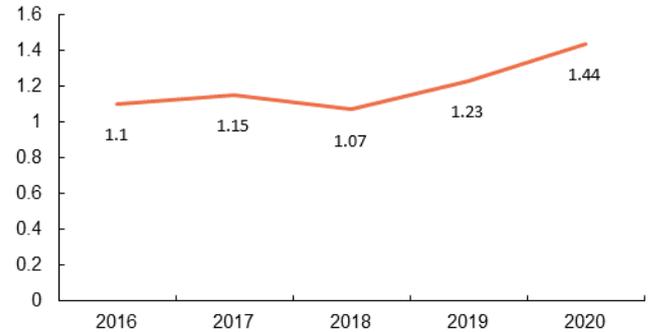
- ◆ 水价方面，“十三五”初期平均污水处理价格维持在 1-1.15 元/吨之间；2018-2019 年，污水处理价格由 1.07 元/吨快速提升至 1.44 元/吨。主要为一批污水厂完成提标改造所致。

图17：2016-2020 污水处理在建、投产产能



资料来源：公司公告，申港证券研究所

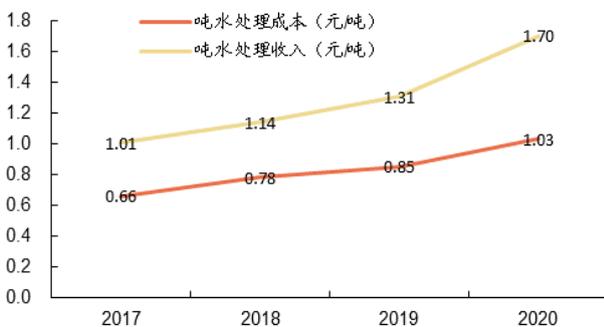
图18：2016-2020 平均污水处理价格（元/吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

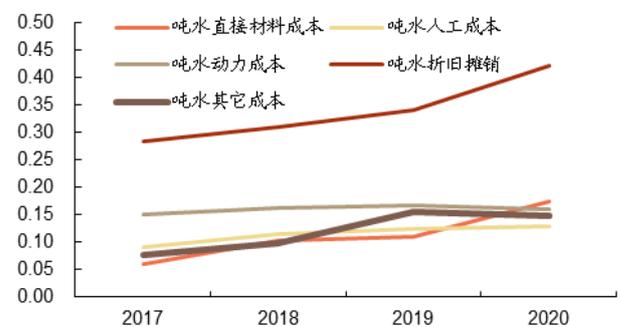
运营质量提升进一步放大污水处理营收增量。2017-2020 年，公司吨水处理单价快速提升，由 1.01 元/吨提升至 1.7 元/吨。2020 年，由于公司通过运营提升、节能降耗，有效管控了吨水动力成本、人工等成本的增长，进一步放大了产能与水价的提升对于收益的影响。

图19：2017-2020 年吨水处理成本与收入



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图20：2017-2020 年吨水处理成本（元/吨）

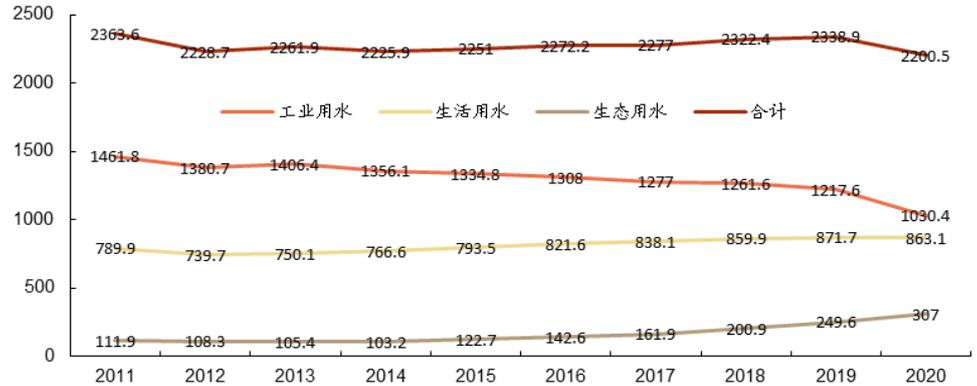


资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

2.2 供水市场趋于饱和 水价改革凸显运营价值

供水处理市场趋于饱和，存量并购与运营提升成为增长关注点。即使不考虑 2020 年疫情对供水量的影响，在我国节水政策不断推进的当下，供水量的增长仍相对有限。新增市场增速下降的情况下，存量资产的并购以及运营管理的提升，成为拉动未来增长的两个关注点

图21：2011-2020 年工业、生活及生态用水量（亿立方米）

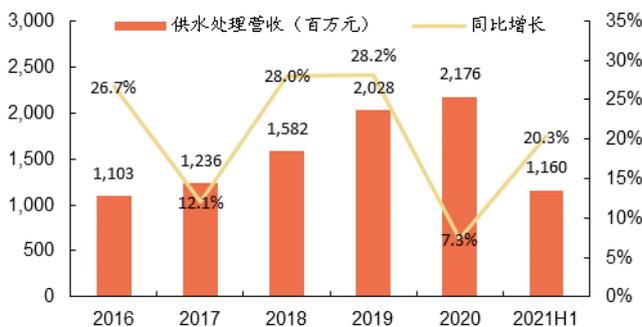


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

疫情影响逐步减退，公司供水处理业务恢复。

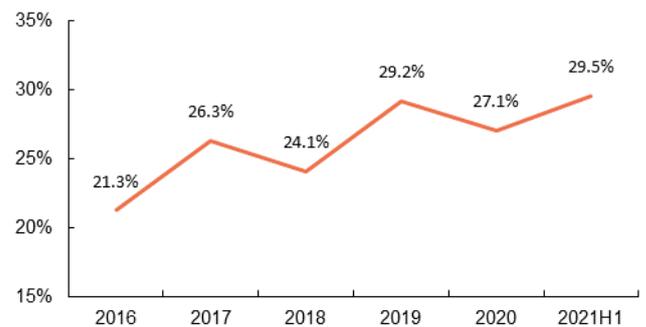
- ◆ “十三五”期间，公司水处理业务营收从 2016 年的 11 亿元增长到 2020 年的 21.8 亿元，期间复合增长率为 18.6%。毛利率逐步提升，在 2019 年达到 29.2% 的高点。
- ◆ 在用水量及用水结构受疫情影响产生较大不利变动的 2020 年，公司营收增速下降至 7.3%，毛利率下降 2.1pct 至 27.1%。
- ◆ 随着我国对疫情的逐步控制，国民生产生活步入正轨，供水业务营收与毛利率均有望逐步恢复。2021 年上半年，公司供水处理营收达到 11.6 亿元，相比去年同期增长 20.3%，毛利率甚至较以往水平有进一步提升。

图22：2016-2021H1 公司自来水生产销售营收及增长率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图23：2016-2020 年公司自来水生产销售毛利率

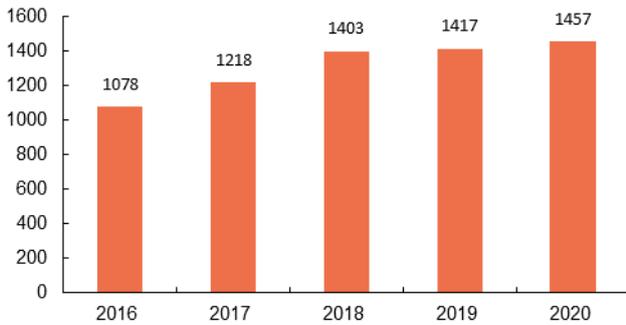


资料来源：Wind，申港证券研究所

公司产能稳步增长，自来水销售量持续提升。

- ◆ 公司“十三五”期间在建与投产产能稳步增加，2020年供水在建与投产产能达1457万吨/日，其中控股公司产能940万吨/日，有586万吨/日的控股公司产能已投产，占控股公司在建、投产总产能的62%，可以估算公司仍有不足40%的在建产能有待释放。
- ◆ 随着产能的稳步增长与陆续投产，自来水销售量持续增高，2018年涨幅达到22.4%的高点，2020年受疫情影响，销售量增速下降至11.7%。

图24: 2016-2021H1 公司供水在建与投产产能 (万吨/日)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图25: 2016-2021H1 公司自来水销售量

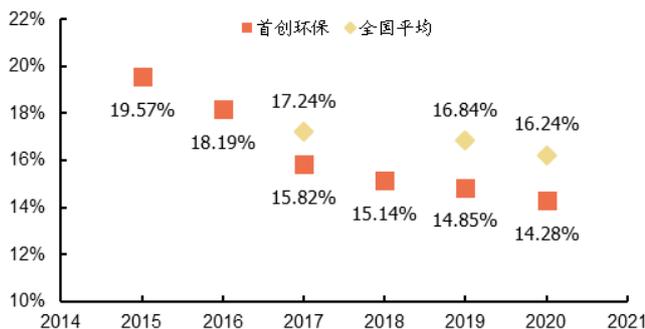


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

运营水平提升, 产销差逐年下降。

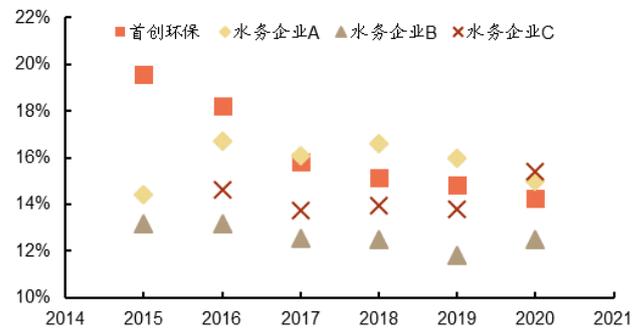
- ◆ 在处理规模快速上升的“十三五”期间, 通过不断提升运营管理, 除折旧摊销与原水成本升高外, 人工、动力等成本稳步下降, 公司吨售水成本整体保持稳定。
- ◆ 产销差作为供水业务水平的重要评价指标之一, 能够反映企业对于供水系统物理与账面漏水量的控制, 是企业对供水设施维护与供水运营管理管控水平的直观体现。2015-2020年, 公司产销差由19.6%下降至14.3%, 显著低于全国平均水准, 体现了公司供水业务运营能力的不断提升, 与同行业企业横向对比亦具有一定的竞争力。

图26: 2015-2020 公司产销差变化



资料来源: 公司公告, 住建部, 申港证券研究所

图27: 公司与同行业企业产销差对比



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

吨水成本保持稳定, 吨水收入提升。

- ◆ 根据自来水销售量与供水处理业务营收计算得出, 公司十三五期间吨售水成本保持稳定; 受益于水价调整, 吨售水收入稳步提升。

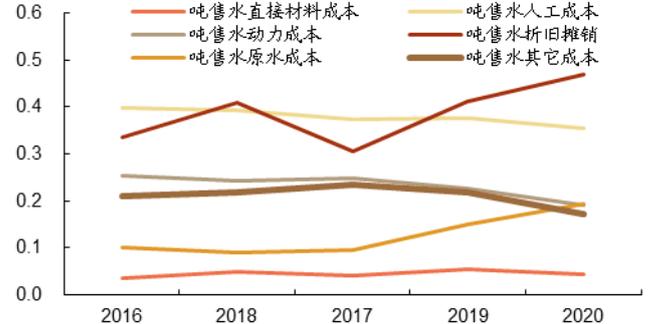
- ◆ 结合公司总营收增速变化可以看出，正是由于吨售水收入，亦即售水水价的提升，导致了 2019 年售水量增速放缓后供水处理业务的持续快速增长。在“十三五”环保设施建设投产高峰期过后，水价的提升为供水处理业绩增长注入了动力。

图28：2016-2020 公司吨售水收入与成本



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图29：公司吨售水成本构成 (元/吨)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

水价机制改革政策落地，以运营质量换激励价格。水价改革政策主要围绕供水服务质量与运营能力构建确定合理收益水平。深耕供水行业，具有丰富运营经验的供水龙头企业未来有望通过高质量的运营服务获取更高定价，助推运营收益增长。

- ◆ 2021 年 8 月，发改委、住建部共同发布了《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，进一步明确了供水价格制定和调整的各项依据。基于成本监审，以“准许成本加合理收益”为核心，分类确定水价。《办法》中还提出，核定供水服务价格应该当充分考虑供水服务的质量因素，并以此确定合理收益，明确了“优质优价”的激励方向。

2.3 轻资产业务及水环境治理稳固水务建设增长

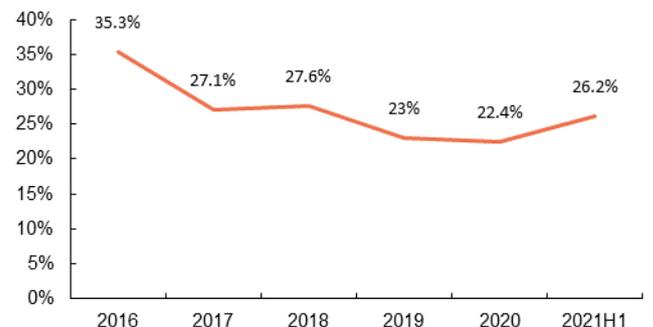
“十三五”建设高峰期后，公司水务建设恢复平稳增长水平。2020 年，公司对环保建设部分业务进行了重新拆分。共分为城镇水务建设、水环境综合治理、供水服务以及设备及技术服务四部分。综合来看，公司环保建设营收在“十三五”水务建设快速发展期间快速增长。度过建设高峰期后，环保建设业务营收在 2019 至 2020 年恢复至平稳增长水平。

图30：2016-2021H1 公司水务建设营收及增长率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图31：2016-2021H1 公司水务建设毛利率

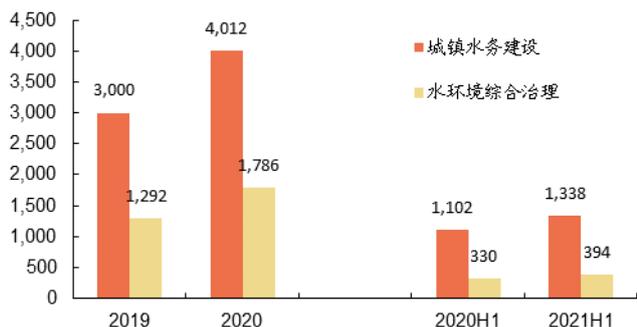


资料来源：Wind，申港证券研究所

新增轻资产项目顺利签约，巩固水务建设整体业务稳定增长。公司积极开拓轻资产 EPCO 项目，2021 年持续推动“轻重并举”战略，轻资产项目比例逐渐提升。截至 2021 年 6 月共签约 3 个 EPCO 轻资产项目，涵盖供排水、水环境治理及污泥三个领域。

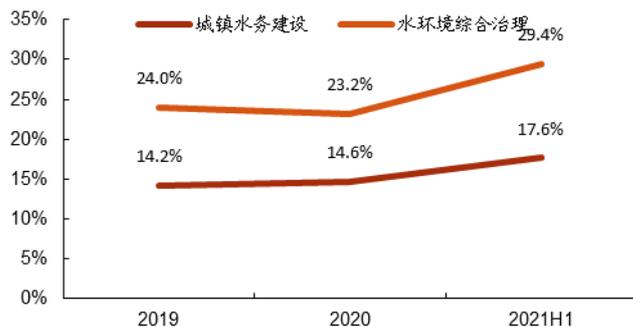
水务建设项目全周期管控能力提升，城镇水务建设及水环境治理业务毛利率水平提升。公司城镇水务建设的毛利率水平由 2020 年的 23.2% 提升至 29.4%，水环境综合治理毛利率由 14.2% 提升至 17.6%。

图32：城镇水务建设及水环境综合治理营收（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

图33：城镇水务建设及水环境综合治理毛利率



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

3. 充足储备陆续投产 垃圾焚烧点亮固废未来

公司的固废部分业务主要依托首创环境（股票代码:3989.HK）平台开展。经历“十三五”期间的开拓积累，公司以生活垃圾为主线，形成了以焚烧为核心的固废业务布局。大量储备项目，尤其是垃圾焚烧项目，陆续投运，且项目运营开展顺利，固废业务有望在“十四五”期间进入快速增长期。

3.1 固废项目进入运营期 带动营收快速增长

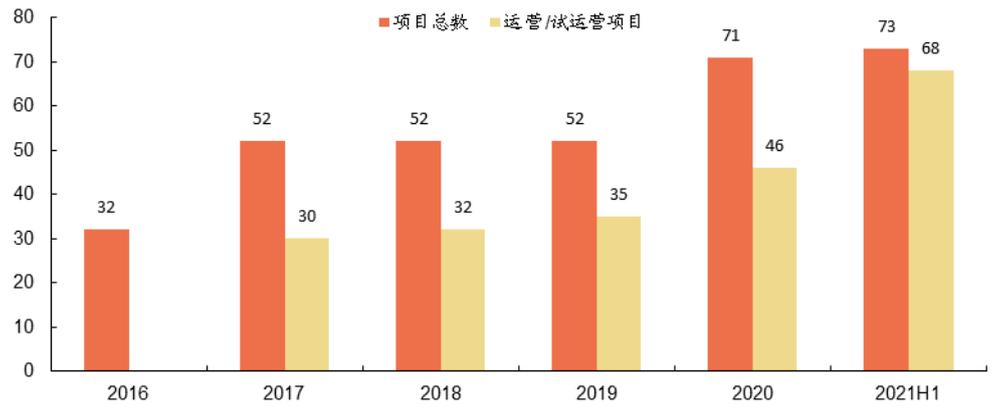
公司以生活垃圾为主线，形成以焚烧为核心的固废业务布局。

- ◆ 公司固废项目储备充足。截至 2021 年 6 月，固废业务子公司首创环境在国内储备了共 73 个项目，总投资额约人民币 178 亿元，总设计规模为年处理垃圾量约 1372 万吨。
- ◆ 储备项目主要围绕垃圾焚烧发电项目，全面布局固废市场重点领域。73 个项目中包括 25 个垃圾发电项目，21 个垃圾收集、储存及输送项目，9 个危废综合处理项目，7 个垃圾填埋项目，7 个厌氧处理项目，2 个废弃电器拆解项目及 2 个生物质发电项目。

项目投运加速，固废营收快速增长，毛利率持续提高。

- ◆ 公司 2020-2021 年进入项目集中投运期。2019 年仅有 35 个项目进入运营或试运营；到了 2021 年 6 月，73 个储备固废项目中，已有 68 个项目进入试运营或运营期。

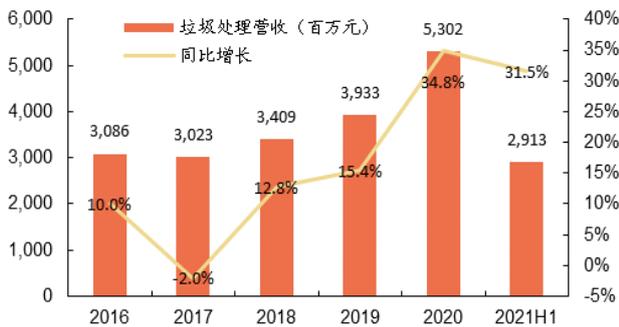
图34: 2016-2021H1 项目储备及投运情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

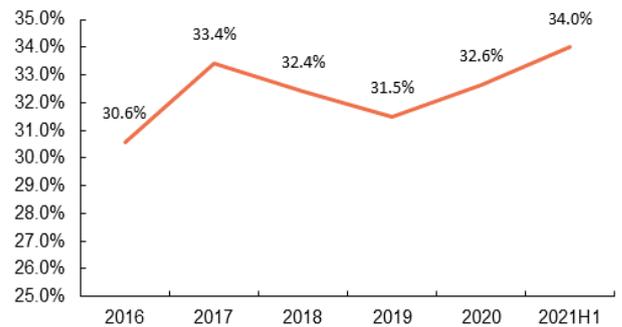
- ◆ 项目的陆续投运推动固废营收快速增长。2016-2021H1, 公司固废业务营收由 2016 年的 31 亿元增长至 2020 年的 53 亿元, 期间复合增长率为 13.6%。而在项目投运加快的 2020 年, 固废营收增长率提高到 34.8%, 2021 年上半年增长率也维持在 30% 以上。
- ◆ 固废业务毛利率随着项目的投运稳步回升。固废业务的毛利率由 2016 年的 30.6% 提升至 2020 年的 32.6%, 2021H1 的毛利率进一步提升至 34%, 为历年最高。

图35: 2016-2021H1 公司固废营收及增长率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图36: 2016-2021H1 公司固废毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2 储备充足 运营得力 焚烧点亮固废未来

近两年垃圾焚烧项目集中投运, 未来项目储备仍然充足。公司 2020 年至 2021 年 6 月末共有 11 个焚烧项目投入运营, 合计投产产能达 9500 吨/日, 且未来已披露的在建项目产能达 10600 吨/日。

- ◆ 2020 年, 公司共有惠州、瑞金、西华、南阳、新乡、睢县、正阳 7 个垃圾焚烧项目进入商业运营阶段, 总计新增焚烧产能达到 6300 吨/日;
- ◆ 2021 年上半年, 公司推动深州焚烧、玉田焚烧、遂川焚烧、永济焚烧完成 72+24 小时试运行, 实现新增焚烧建设转运营规模 3200 吨/日。

表3: 2020-2021H1 投产焚烧项目及产能

年度	项目名称	焚烧产能 (吨/日)
2021H1	永济焚烧	600

	深州焚烧	800
	玉田焚烧	900
	遂川焚烧	900
	合计	3200
2020	惠州焚烧	1600
	瑞金焚烧	400
	西华焚烧	600
	南阳焚烧	1000
	新乡焚烧	1500
	睢县焚烧	600
	正阳焚烧	600
	合计	6300

资料来源：北极星，环卫科技网，地方政府网站，公司公告，首创环境公告，申港证券研究所

- ◆ **在建垃圾焚烧项目储备充足。**公司披露有 9 个项目建设工作目前都在顺利推进，同时另新签焚烧规模 1400 吨/日的广东省英德市生活垃圾焚烧发电项目。披露的部分在建项目总处理规模已超 1 万吨/日。2020 年公司下属固废业务公司首创环境披露焚烧在建、投运产能总储备为 1.9 万吨/日，披露部分在建产能占总产能储备的 50% 以上，陆续投运带来的增长空间十分广阔。

表4：披露部分在建焚烧项目产能及工程进度

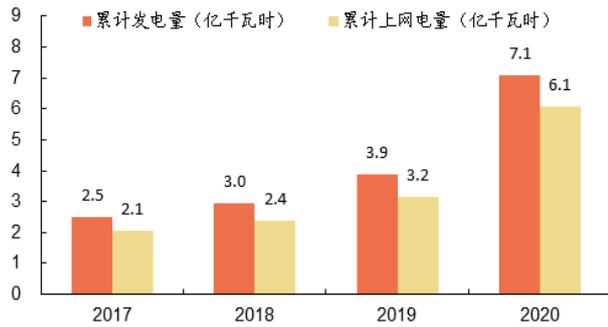
序号	项目名称	处理规模
1	潜江焚烧二期	300 吨/日
2	杞县焚烧	600 吨/日
3	农安焚烧	800+800 吨/日
4	都昌焚烧	800 吨/日
5	南昌焚烧二期	1800 吨/日
6	唐河焚烧	1200 吨/日
7	吉首焚烧	1500 吨/日
8	普洱焚烧	400+400 吨/日
9	南乐焚烧	600 吨/日
10	英德焚烧	1400 吨/日
	合计	10600 吨/日

资料来源：北极星，中国固废网，环卫科技网，国际环保在线，地方政府网站，公司公告，首创环境公告，申港证券研究所

焚烧项目运营开展顺利，处于同行业领先水平。公司在快速推动焚烧项目陆续转入运营的时期，不断提升运营质量，公司运营水平跻身行业前列。

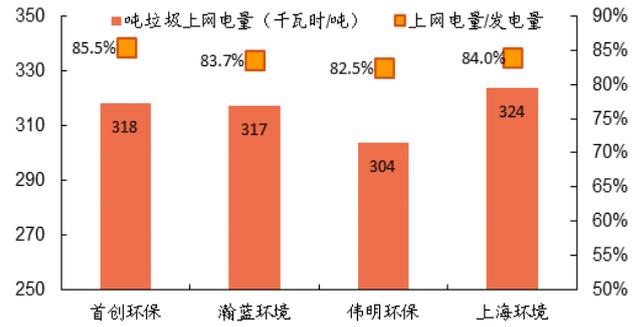
- ◆ 垃圾焚烧项目陆续投运的同时，公司焚烧发电及上网电量快速增长。2020 年累计发电量从 2019 年的 3.9 亿千瓦时提升至 7.1 亿千瓦时，上网电量由 2019 年的 3.2 亿千瓦时提升至 6.1 亿千瓦时。
- ◆ 焚烧项目运营质量处于同行业领先水平。公司吨垃圾上网电量为 318 千瓦时/吨，上网电量在总发电量中占比达 85.5%，属于同行业较高水平。

图37: 2017-2020 年公司累计发电量与上网电量



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图38: 2020 年公司垃圾焚烧运营情况及同业对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. REITs 盘活存量资产 为估值注入潜力

4.1 首批 REITs 发行 唯一污水资产

2020 年 4 月 30 日证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，确定将筛选符合国家政策导向的、资产收益率稳定且运营管理水平较好的项目展开试点。2021 年 6 月，首批 9 只基础设施公募 REITs 顺利发行，涵盖仓储物流、交通、产业园区、污水处理以及垃圾焚烧等类型。

表5: 首批 9 只 REITs 基本信息

资产类型	基金名称	底层资产	项目性质	份额 (亿份)	发行价 (元/份)	规模 (亿元)	封闭期 (年)	预估现金分派率	
								2021	2022
仓储物流	红土创新盐田港仓储物流	物流中心	产权	8	2.3	18.4	36	4.47%	4.75%
	中金普洛斯仓储物流	仓储物流园	产权	15	3.89	58.35	50	4.45%	4.48%
交通	浙商证券沪杭甬高速	高速公路	特许经营	5	8.72	43.6	20	12.4%	10.5%
	平安广州交投广河高速公路	高速公路	特许经营	7	13.02	91.14	99	6.19%	7.2%
环保/市政	中航首钢生物质	垃圾焚烧	特许经营	1	13.38	13.38	21	9.13%	8.17%
	富国首创水务	污水处理	特许经营	5	3.7	18.5	26	8.74%	9.15%
园区	博时招商蛇口产业园	产业园区	产权	9	2.31	20.79	36	4.1%	4.16%
	东吴苏州工业园区产业园	产业园区	产权	9	3.88	34.9	40	4.5%	4.54%
	华安张江光大园	产业园区	产权	5	2.99	14.95	20	4.74%	4.11%

资料来源: 招募说明书, Wind, 申港证券研究所

富国首创水务是其中唯一一只污水处理基础设施为底层资产的基金。富国首创水务 REITs 底层资产主要由深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目构成，总设计规模 67.5 万吨/日。

表6: 富国首创 REITs 底层资产基本信息

项目名称	污水处理厂	设计规模	竣工时间	特许经营期限
深圳项目	公明水质净化厂	12.5 万吨/日	2020.5.8*	2009.2.10-2031.2.9
	福永水质净化厂	15 万吨/日	2019.8.8*	2011.12.20-2033.12.19
	松岗水质净化厂	10 万吨/日	2019.8.13*	2009.2.10-2031.2.9

项目名称	污水处理厂	设计规模	竣工时间	特许经营期限
合肥项目	十五里河一期	5万吨/日	2009.12.22	2018.9.30-2047.9.29
	十五里河二期	5万吨/日	2014.4.20	
	十五里河三期	10万吨/日	2017.10.8	
	十五里河四期	10万吨/日	2020.7.3	

资料来源：招募说明书，申港证券研究所

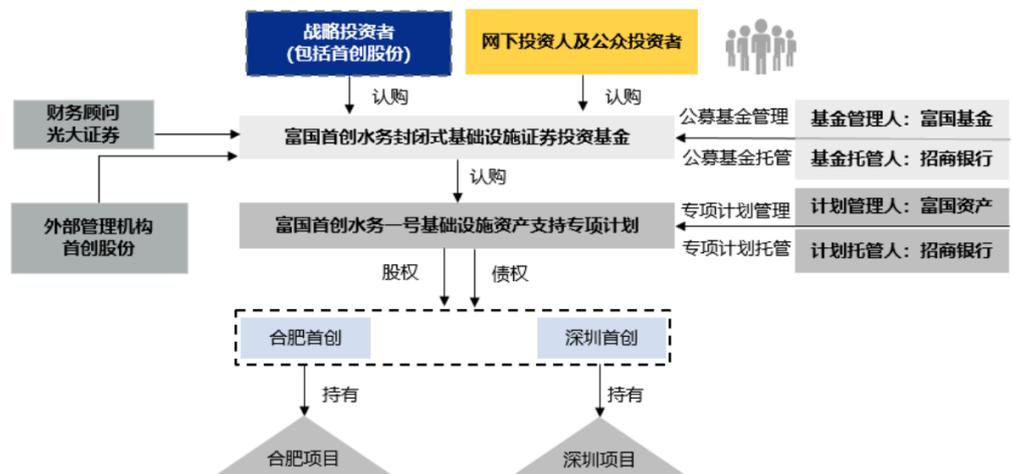
*该日期为水质净化厂完成提标改造的时间。

4.2 盘活存量资产 运营重构估值

REITs 的发行能够帮助公司盘活存量运营资产。

- 富国首创 REITs 中，除去 51% 的份额将由公司持有，且在特许经营期限内不得转让之外，另 49% 的份额将面向其他战略投资者、网下投资人及公众投资者发售。

图39：富国首创水务 REITs 整体架构



资料来源：招募说明书，申港证券研究所

- 根据招募说明书显示，公司从 REITs 回收的资金中有 13.84 亿将被用于支持 9 个城镇水务、水环境综合治理等环保产业项目投资，进而有效盘活公司存量资产。

表7：募集资金投资项目情况

序号	项目名称	总投资	建设内容	开工时间	拟投入资金量
1	广东深圳公明水质净化厂二期工程	2.99 亿元	10 万吨/日污水处理厂设施配套	2021.2.26	0.9 亿元
2	安徽铜陵南部城区污水处理厂及配套管网建设工程 PPP 项目	2.85 亿元	污水处理厂设施配套及管网建设（一期 1 万吨/日，远期 2.5 万吨/日）	2020.3.20	0.51 亿元
3	安徽合肥长岗污水处理厂尾水提标及中水厂 PPP 项目	1.3 亿元	4 万吨/日长岗污水处理厂提标改造	2020.8.20	0.37 亿元
4	安徽宿州泗县城区北污水处理厂及配套管网项目	1.14 亿元	污水厂设施配套及管网建设（一期 1 万吨/日，总计 3 万吨/日，管网 18 公里）	2020.10.1	0.34 亿元
5	陕西铜川漆水河水环境综合治理 PPP 项目	13.4 亿元	污水处理厂设施配套、管网及河道建设	2020.7.25	2.54 亿元
4	河北石家庄栾城区古运粮河生态修复建设 PPP 项目	7.4 亿元	水利工程；水环境工程；智慧水务工程；水景观工程	2020.10.9	1.66 亿元

序号	项目名称	总投资	建设内容	开工时间	拟投入资金量
7	河北定州市污水处理厂扩容提标改造 BOT 项目	1.9 亿元	原有规模 4 万吨/日改扩建至 7 万吨/日	2020.7.1	0.51 亿元
8	河北石家庄晋州市滹沱河流域水污染综合整治工程项目	4.37 亿元	晋州污水水处理厂、晋州第二污水处理厂存量资产转染、提标改造、新建再生水厂	2020.8.15	1.3 亿元
9	江苏省宿迁市中心城市西南片区水环境综合整治 PPP 项目	27 亿元	控源截污、防洪排涝、活水保质、生态治理、再生水回用、智慧水务等	2021.1.4	5.7 亿元

资料来源：招募说明书，申港证券研究所

REITs 的发行促进对于公司运营维护的存量资产价值重新审视。基于未来运营收益情况对富国首创水务底层资产的重新评估结果显示：

- ◆ 深圳项目下的三个水质净化厂的估值均有不同程度的提升，最高增值率达 29.6%；合肥项目的资产评估价值虽较账面价值有了一定程度的下降，但总体来看，评估后的资产价值仍升高了 3.4%。
- ◆ 成功发行后与实际 18.5 亿的发行规模相比，REITs 带来的增值率更是达到了 9.6%。

表8：富国首创资产组账面价值、评估价值、实际发行规模与增值率

项目名称	污水处理厂	资产组账面价值	资产组评估价值	增值率
深圳项目	公明水质净化厂	2.3 亿元	2.64 亿元	14.1%
	福永水质净化厂	2.17 亿元	2.55 亿元	17.3%
	松岗水质净化厂	2.3 亿元	2.98 亿元	29.6%
	合计	6.79 亿元	8.17 亿元	20.4%
合肥项目	十五里河污水厂	10.1 亿元	9.29 亿元	-8%
总计		1.69 亿元	1.75 亿元	3.4%
实际发行规模			18.5 亿元	9.6%

资料来源：招募说明书，申港证券研究所

估值差异缘于历史及未来经营状况。根据招募说明书披露，产生资产估值提升主要根据对资产过往及未来的经营状况评估。

- ◆ 深圳项目的资产组评估价值和账面值存在差异的主要原因包括：三个净水厂已完成提标改造，污水处理费大幅增长；历史经营状况良好，收益现金流稳定；污泥处理能力提高导致污水处理能力提高；工艺优化保证出水质量，提升污水处理量；等；
- ◆ 合肥项目的资产组评估价值和账面值存在差异的主要原因包括：超额水量的具体水量及持久性具有不确定性；水量尚未达到设计产能；等。

据此我们认为，REITs 带来的估值变化主要缘于底层资产运营状况差异，是市场基于管理运营水平对存量资产价值的再评估，体现出公司通过存量资产管理运营提升能够带来的估值潜力。

公司存量运营资产中蕴藏巨大估值提升潜力。按照富国首创底层资产总运营规模 67.5 万吨/日，对应 REITs 18.5 亿的发行规模，可以测算公司将运营资产 REITs 化后带来的估值提升。截止 2020 年末，公司的控股公司中，已投入运营的污水处理产能约为 779 万吨/日。假设现有污水处理产能均与富国首创底层资产处于同一运

营水平，则仅公司旗下控股公司在运营污水业务的估值将达到 213.5 亿元，已接近公司目前市值。

5. 盈利预测

5.1 关键假设

污水处理：建设项目投产节奏逐步恢复“十三五”初期平稳水平，预估提标改造对水价的提升在“十四五”前期陆续释放完毕，叠加污水收集率提升对处理水量增长，预测 2021-2023 年污水运营业务收入增速为 35%，35%，30%。

供水处理：短期内疫情影响逐步消退，供水结构恢复，拉动营收增长与毛利率在“十四五”前期快速回升，水价政策利好逐步释放，中长期维持业绩平稳增长。预测 2021-2023 年供水处理业务营收增速为 20%，15%，15%。

环保建设：业务拆分为水务建设、水环境综合治理、供水服务、设备及技术服务。

- ◆ **水务建设**业务度过“十三五”爆发期，增速恢复稳定，考虑到“十四五”时期新增产能空间逐步收紧，预测 2021-2023 年营收增速为 20%，15%，15%；
- ◆ **水环境综合治理**项目进度陆续确认，短期内收入增速较快。预测 2021-2023 年营收增速为 35%，35%，25%。

固废处理：充足项目储备进入快速投运期，运营开展顺利，未来两年预计有超 1 万吨/日焚烧产能陆续投产。预测 2021-2023 年垃圾处理业务收入增速为 35%，35%，35%。

5.2 业绩预测

根据相关假设，我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 246.74 亿元，318.15 亿元，393.75 亿元，归母净利润为 22.93 亿元，23.48 亿元，29.98 亿元。

表9: 公司营业收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
整体营收	营业收入(百万元)	14907	19225	24309	31126	38738
	YOY	19.69%	28.96%	26.45%	28.04%	24.45%
	营业成本(百万元)	10492	13468	16812	21143	25872
	毛利率	29.6%	29.94%	30.84%	31.89%	33.21%
污水处理	主营业务收入(百万元)	2573	3868	5223	7050	9165
	YOY	28.89%	50.35%	35%	35%	30%
	主营业务成本(百万元)	1677.87	2344.02	3112	4201	5370
	毛利率	34.79%	39.41%	40.41%	40.41%	41.41%
供水处理	主营业务收入(百万元)	2028	2176	2612	3003	3454
	YOY	28.2%	7.07%	20%	15%	10%
	主营业务成本(百万元)	1437	1587	1879	2130	2415
	毛利率	29.18%	27.07%	28.07%	29.07%	30.07%
水务建设	主营业务收入(百万元)	-	4012	4814	5777	6355
	YOY	-	33.72%	20%	20%	10%
	主营业务成本(百万元)	-	3424.58	4013	4758	5234
	毛利率	-	14.64%	16.64%	17.64%	17.64%
水环境综合治理	主营业务收入(百万元)	-	1786	2412	3256	4069
	YOY	-	38.27%	35%	35%	20%
	主营业务成本(百万元)	-	1372	1756	2305	2882
	毛利率	-	23.19%	27.19%	29.19%	29.19%
供水服务	主营业务收入(百万元)	-	1068	1281	1537	1768
	YOY	-	41.72%	40%	30%	15%
	主营业务成本(百万元)	-	554	677	813	917
	毛利率	-	48.13%	47.13%	47.13%	48.13%
设备及技术服务	主营业务收入(百万元)	-	552	579	608	638
	YOY	-	-14.27%	5.00%	5.00%	5.00%
	主营业务成本(百万元)	-	404	430	458	481
	毛利率	-	26.65%	25.65%	24.65%	24.65%
垃圾处理	主营业务收入(百万元)	3932.90	5302	7158	9663	13045
	YOY	15.37%	35.65%	35%	35%	35%
	主营业务成本(百万元)	2694.50	3572	4751	6317	8397
	毛利率	31.49%	32.63%	33.63%	34.63%	35.63%
京通快速路通行费	业务收入(百万元)	336.92	244	231	231	243
	YOY	-3.24%	-27.70%	-5.00%	0.00%	5.00%
	业务成本(百万元)	137.17	127	146	160	176
	毛利率	59.29%	48%	48%	48%	48%
其他业务	其他业务收入(百万元)	271.30	217	228	239	239
	YOY	2.85%	-20.09%	5.00%	5.00%	0.00%
	其他业务成本(百万元)	108.17	83	64	49	37
	毛利率	60.13%	61.71%	59.71%	57.71%	55.71%

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 部分数据为申港证券研究所测算

5.3 估值

公司 2021-2023 年对应 PE 分别为 11.14, 10.88, 8.52。考虑公司水务业务的龙头地位, 固废业务的成长性, 以及未来多业务联动协同战略的发展空间, 给予公司 2022 年 14 倍 PE 的估值, 对应股价 4.48 元, 市值 328.87 亿元。首次覆盖公司, 给予“买入”评级。

表10: 可比公司 PE 估值

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601158.SH	重庆水务	6.2	297.6	13.60	12.97	11.71	0.46	0.48	0.53
000598.SZ	兴蓉环境	5.28	157.7	-	9.71	8.41	-	0.54	0.63
600461.SH	洪城环境	7.4	70.5	8.57	6.95	5.95	0.86	1.07	1.24

资料来源: Wind, 申港证券研究所

6. 风险提示

项目推进不及预期风险, 水价调价滞后风险, 行业政策不及预期风险。

表11: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14907	19225	24309	31126	38738	流动资产合计	13473	20346	25886	32797	40474						
营业成本	10492	13468	16764	21143	25873	货币资金	3750	8919	11781	15191	18800						
营业税金及附加	282	271	401	476	616	应收账款	3771	4782	6098	7775	9697						
营业费用	26	22	35	40	53	其他应收款	1566	711	899	1151	1432						
管理费用	1563	1926	2492	3155	3949	预付款项	196	340	368	464	567						
研发费用	48	90	120	150	180	存货	1125	1170	1627	1944	2445						
财务费用	1256	1524	2306	3499	4692	其他流动资产	2203	3104	3759	4813	5990						
资产减值损失	0	-19	-10	-14	-12	非流动资产合计	66400	80222	92462	107047	123030						
公允价值变动收益	0	-21	-10	-16	-13	长期股权投资	2690	2876	2876	2876	2876						
投资净收益	196	211	873	207	205	固定资产	5819	6569	6748	6844	6899						
营业利润	1587	2238	3463	3504	4447	无形资产	26936	32839	39552	46910	54885						
营业外收入	51	23	37	30	34	商誉	2966	2905	2905	2905	2905						
营业外支出	40	21	30	26	28	其他非流动资产	1062	19883	25142	32193	40066						
利润总额	1599	2240	3470	3508	4453	资产总计	79872	100568	118348	139844	163504						
所得税	507	638	1045	1028	1323	流动负债合计	18166	31135	51629	71861	93540						
净利润	1092	1602	2425	2481	3130	短期借款	1368	2334	20171	36866	54738						
少数股东损益	133	132	132	132	132	应付账款	8382	10837	13257	16720	20460						
归属母公司净利润	958	1470	2293	2349	2998	预收款项	1600	0	1680	1831	1652						
EBITDA	4573	6040	8133	9773	12302	一年内到期的非流动负债	2915	11083	11083	11083	11083						
EPS (元)	0.17	0.24	0.31	0.32	0.41	非流动负债合计	33491	34039	30127	30127	30127						
主要财务比率						长期借款	22080	22436	22436	22436	22436						
						应付债券	7080	6196	6374	6374	6374						
成长能力						负债合计	51658	65174	81756	101987	123667						
营业收入增长	19.69%	28.96%	26.45%	28.04%	24.45%	少数股东权益	6893	9454	9587	9719	9851						
营业利润增长	18.93%	41.00%	54.75%	1.17%	26.92%	实收资本 (或股本)	5685	7341	7341	7341	7341						
归属于母公司净利润增长	33.22%	53.42%	55.96%	2.42%	27.65%	资本公积	2393	4477	4477	4477	4477						
获利能力						未分配利润	2171	2641	3882	5123	6615						
毛利率(%)	29.62%	29.94%	31.04%	32.07%	33.21%	归属母公司股东权益合计	21322	25940	27356	28753	30444						
净利率(%)	7.32%	8.33%	9.83%	7.80%	7.95%	负债和所有者权益	79872	100568	118699	140459	163961						
总资产净利润(%)	1.20%	1.46%	1.93%	1.67%	1.82%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	4.49%	5.67%	8.36%	8.10%	9.69%	经营活动现金流	3333	4454	6178	8492	10367						
偿债能力						净利润	1092	1602	2425	2481	3130						
资产负债率(%)	65%	65%	69%	73%	75%	折旧摊销	1730	2278	2364	2770	3163						
流动比率		0.65	0.50	0.46	0.44	财务费用	1256	1524	2306	3499	4692						
速动比率		0.62	0.47	0.43	0.41	应付帐款减少	-900	-1012	-1316	-1677	-1922						
营运能力						预收帐款增加	355	-1600	0	0	0						
总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.24	0.26	投资活动现金流	-11315	-12059	-13741	-17162	-18958						
应收账款周转率	4	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	-21	-10	-16	-13						
应付账款周转率	2.02	2.00	2.02	2.08	2.08	长期股权投资减少	-110	-186	0	0	0						
每股指标 (元)						投资收益	196	211	873	207	205						
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.24	0.31	0.32	0.41	筹资活动现金流	5588	12858	10802	12414	12148						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.72	0.39	0.46	0.49	应付债券增加	1234	-885	179	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.53	3.73	3.95	4.22	长期借款增加	3723	357	0	0	0						
估值比率						普通股增加	0	1655	0	0	0						
P/E	20.11	14.06	11.14	10.88	8.52	资本公积增加	2	2083	0	0	0						
P/B	0.90	0.96	0.93	0.88	0.83	现金净增加额	-2393	5253	2862	3409	3610						
EV/EBITDA	10.71	9.61	9.08	8.91	8.24												

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上