



增持（维持）

所属行业：公用事业/水务
当前价格(元)：7.91

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

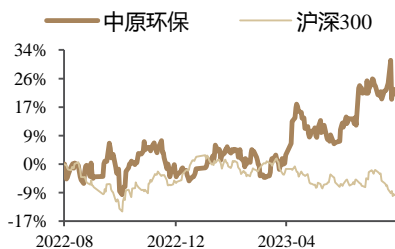
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.89	10.94	11.30
相对涨幅(%)	5.84	14.48	14.98

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《中原环保(000544.SZ)：区域水务龙头，规模扩充增长可期》，2023.7.26

中原环保(000544.SZ)：Q2归母净利润同比+85%，盈利能力边际改善

投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营收34.58亿元，同比增长2.01%(调整后)，归母净利润5.98亿元，同比增长63.4%(调整后)。其中2023Q2，公司实现营收24.07亿元，同比增长8.6%，归母净利润4.39亿元，同比增长85.0%。
- 注入优质污水、污泥处理资产，污水处理业务营收同比+32.4%。**2023年3月，公司完成净化公司股权变更工商登记，净化公司成为公司全资子公司，为公司注入了优质的污水处理资产、污泥处理资产，我们统计公司在郑州市污水处理能力已达到278万吨/日。此外净化公司尚未建成并投运的污水处理设施包括新区污水处理厂(二期)、南曹污水处理厂，总设计处理能力达45万立方米/日，公司有望在2024年将处理能力扩充为323万吨/日。分业务来看，公司PPP项目收缩明显，上半年实现营收20.6亿元，同比-11.1%；污水处理业务实现营收9.71亿元，同比+32.4%。
- PPP项目、污水处理毛利率均大幅提升。**2023H1，公司PPP项目/污水处理收入毛利率分别达到20.2%/56.2%，较去年同期分别增长6.6pct/18.7pct。我们认为PPP项目营收减少但盈利能力提高或可反映公司正在收缩PPP项目的投资力度，并优化项目结构；污水处理业务毛利率提升或得益于公司收购净化公司彻底解决同业竞争问题从而令盈利能力边际改善，后续随着公司智慧水务的不断推进，毛利率有望进一步提高。
- 应收账款大幅增加，地方化债有望化解公司PPP项目债务。**2023H1，公司应收账款达33.7亿元，较2023Q1增长117.7%；财务费用达3.7亿元，同比增长51.2%，主要由于借款增加导致的利息支出提升。我们认为环保PPP项目和应收账款问题将有望成为地方化债的重点方向，公司应收账款减值风险或可被有效控制；同时降低付息成本或成为化解债务的重要途径，公司财务费用开支有望减少，从而提升经营质量，强化盈利能力。
- 投资建议与估值：**公司作为区域水务龙头，并购净化公司实现污水处理能力倍增，充分受益河南水环境投资大潮，兼具较高成长性与较强确定性。预计公司2023年-2025年营收分别为81.50亿元、83.37亿元、85.34亿元，营收增速分别达到31.1%、2.3%、2.4%；归母净利润分别为8.11亿元、10.39亿元、11.67亿元，增速分别达到89.3%、28.1%、12.3%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**有息负债率较高风险、应收账款较高风险、水环境治理投资不及预期风险、污水处理费降低风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	974.68		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	974.68	营业收入(百万元)	6,140	6,217	8,150	8,337	8,534
52 周内股价区间(元):	5.87-8.48	(+/-)YOY(%)	185.6%	1.2%	31.1%	2.3%	2.4%
总市值(百万元):	7,709.75	净利润(百万元)	509	429	811	1,039	1,167
总资产(百万元):	34,871.94	(+/-)YOY(%)	2.5%	-15.7%	89.3%	28.1%	12.3%
每股净资产(元):	7.43	全面摊薄 EPS(元)	0.52	0.44	0.83	1.07	1.20
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.4%	23.2%	25.3%	26.7%	28.2%
		净资产收益率(%)	7.8%	6.4%	10.9%	12.3%	12.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.83	1.07	1.20
每股净资产	6.86	7.62	8.69	9.88
每股经营现金流	-2.38	4.09	0.71	2.30
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	14.36	9.50	7.42	6.61
P/B	0.92	1.04	0.91	0.80
P/S	1.24	0.95	0.92	0.90
EV/EBITDA	11.96	8.72	7.90	6.72
股息率%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.2%	25.3%	26.7%	28.2%
净利润率	7.7%	10.7%	13.5%	14.9%
净资产收益率	6.4%	10.9%	12.3%	12.1%
资产回报率	1.6%	2.6%	3.4%	3.6%
投资回报率	4.2%	5.5%	6.0%	6.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	1.2%	31.1%	2.3%	2.4%
EBIT 增长率	7.5%	38.5%	15.8%	10.8%
净利润增长率	-15.7%	89.3%	28.1%	12.3%
偿债能力指标				
资产负债率	71.6%	73.0%	69.2%	66.7%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.5	0.7	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	57.3	61.0	61.1	62.4
存货周转天数	3.5	4.6	5.7	4.7
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	2.4	3.1	3.1	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	429	811	1,039	1,167
少数股东损益	51	60	88	108
非现金支出	370	291	308	311
非经营收益	526	486	532	526
营运资金变动	-3,697	2,343	-1,278	129
经营活动现金流	-2,321	3,991	689	2,241
资产	-181	-719	-721	-620
投资	0	-0	-0	-0
其他	-1	-840	4	4
投资活动现金流	-182	-1,559	-718	-616
债权募资	3,528	1,112	-64	-233
股权募资	126	79	0	0
其他	-774	-531	-534	-529
融资活动现金流	2,880	660	-598	-762
现金净流量	377	3,091	-626	863

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,217	8,150	8,337	8,534
营业成本	4,775	6,086	6,108	6,127
毛利率%	23.2%	25.3%	26.7%	28.2%
营业税金及附加	37	122	117	111
营业税金率%	0.6%	1.5%	1.4%	1.3%
营业费用	3	5	4	4
营业费用率%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
管理费用	173	236	183	171
管理费用率%	2.8%	2.9%	2.2%	2.0%
研发费用	82	163	167	171
研发费用率%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	1,120	1,551	1,795	1,990
财务费用	497	461	386	396
财务费用率%	8.0%	5.7%	4.6%	4.6%
资产减值损失	-16	-8	-8	-1
投资收益	1	8	4	4
营业利润	608	1,089	1,409	1,594
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	608	1,089	1,409	1,594
EBITDA	1,408	1,834	2,095	2,299
所得税	128	218	282	319
有效所得税率%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	51	60	88	108
归属母公司所有者净利润	429	811	1,039	1,167

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,961	6,052	5,425	6,289
应收账款及应收票据	1,324	1,466	1,399	1,595
存货	42	115	78	82
其它流动资产	1,052	785	901	1,047
流动资产合计	5,379	8,417	7,804	9,013
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	2,555	2,634	2,674	2,695
在建工程	188	113	68	41
无形资产	2,979	3,388	3,787	4,094
非流动资产合计	21,262	22,579	22,991	23,300
资产总计	26,641	30,996	30,795	32,313
短期借款	881	974	910	677
应付票据及应付账款	3,426	5,172	4,169	4,595
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,272	2,430	2,167	2,218
流动负债合计	5,579	8,575	7,246	7,489
长期借款	10,943	10,943	10,943	10,943
其它长期负债	2,566	3,122	3,122	3,122
非流动负债合计	13,508	14,065	14,065	14,065
负债总计	19,087	22,640	21,311	21,554
实收资本	975	975	975	975
普通股股东权益	6,684	7,426	8,465	9,632
少数股东权益	870	930	1,018	1,126
负债和所有者权益合计	26,641	30,996	30,795	32,313

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。