

# 洪城环境 (600461.SH)

## 质地优良，静待价值重估

**内生+外延驱动，公司成长性强。**公司是江西环保公用平台，主营省内的供水、污水、天然气业务，过去七年收入复合增速 27.8%、归母净利复合增速 31.1%，业绩持续高增长，内生+外延驱动空间大：**1、污水看量价齐升：**江西近几年 GDP 增速全国领先，基础设施投资仍有较大空间，污水管网漏损率较高，未来投资需求大，且经测算污水产能仍有大量新增空间；另外公司污水厂出水水质仍未全部达到一级 A 标准，提标改造将带来污水结算价格提升。**2、燃气看气化率提升：**当前南昌气化率仅 70%，远期规划城区气化率达到 90%以上，公司的燃气工程端及销售收入有望继续提升。**3、集团注入固废资产：**新增垃圾焚烧等固废业务，江西省固废市场发展潜力大。

**管理层锐意进取，财务指标比肩一流公用事业公司。**2014 年开始集团、上市公司陆续完成管理层的更换。新一批管理团队年富力强、思路灵活、锐意进取：过去七年归母净利润由 1.0 亿增长至 6.6 亿、ROE 由 5.8% 增长至 13.5%，利润与 ROE 逐步提升，显示管理层优异治理水平；且七年来归母净利润/CFO 均高于 2，现金流十分优异，公司各项财务指标行业领先，比肩瀚蓝环境、长江电力等优秀的公用事业公司。此外，公司 2017 年、2019 年两次实施高管股权激励，绑定管理层利益，并承诺 2021-2023 年分红比例不低于 50%，在长期稳健的合理回报率、良好的公司治理保障下，DPS 提升预期逐步明朗，公司具备长期投资价值。

**REITs 上市，公司资产望价值重估。**公司 PE (ttm) 9.7X 为近五年低点，但近期估值层面迎来积极催化：**1、首批 9 只公募 REITs 产品 2021 年 P/FFO 平均值为 17.7 倍，首创水务 REITs 2021P/FFO 10.8X，高于洪城整体估值，REITs 上市望推升公司优异水务运营资产估值；****2、类公用事业如天然气、水电、垃圾焚烧等运营资产龙头公司的 PE 估值 2021 年均 15x 左右，而水务基本 10x。我们预计公司 2021 年净利润增速超 20%，对应 21 年 PE 为 9x，且公司承诺 2021-2023 年分红比例不低于 50%，股息率接近 6%，洪城环境有望价值重估。**

**投资建议：**在污水提标扩容&气化率提升的背景下，公司内生业务成长空间较大，且管理层锐意进取、思路灵活，历史业绩优异，高股息率、低估值提供安全边际，REITs 上市带来积极催化，公司质地优良静待价值重估，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.2/9.7/11.6 亿元，EPS 分别为 0.86/1.03/1.22 元，对应 PE 为 8.7X/7.3X/6.1X，维持“买入”评级。

**风险提示：**提标扩容进度不及预期；燃气气化率提升不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,381	6,601	7,680	8,901	10,272
增长率 yoy (%)	22.9	22.7	16.3	15.9	15.4
归母净利润 (百万元)	489	664	818	974	1,157
增长率 yoy (%)	45.5	35.8	23.2	19.0	18.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	0.70	0.86	1.03	1.22
净资产收益率 (%)	11.2	13.1	14.6	15.1	15.6
P/E (倍)	14.5	10.7	8.7	7.3	6.1
P/B (倍)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0

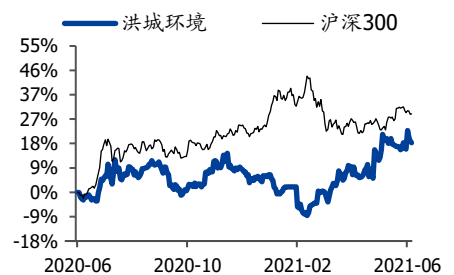
资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 6 月 9 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	水务
前次评级	买入
6月9日收盘价(元)	7.52
总市值(百万元)	7,129.25
总股本(百万股)	948.04
其中自由流通股(%)	96.05
30日日均成交量(百万股)	11.45

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

分析师 崔丰文

执业证书编号：S0680521050002

邮箱：cuifengwen@gszq.com

#### 相关研究

- 《洪城水业 (600461.SH)：业绩持续高增，向城市综合环境服务商转型》2021-04-21
- 《洪城水业 (600461.SH)：增发注入资产，向城市环境综合服务商转型》2021-02-02
- 《洪城水业 (600461.SH)：业绩靓丽，污水板块推动增长》2020-10-28



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,590	5,781	5,500	6,741	6,164	营业收入	5,381	6,601	7,680	8,901	10,272
现金	2,253	4,162	4,162	4,236	4,295	营业成本	4,031	4,960	5,777	6,662	7,671
应收票据及应收账款	646	494	603	1,016	565	营业税金及附加	34	30	35	40	46
其他应收款	102	143	0	356	329	营业费用	190	193	223	249	277
预付账款	116	159	245	645	382	管理费用	235	255	284	329	380
存货	356	248	330	336	431	财务费用	140	145	199	247	276
其他流动资产	117	574	160	152	162	资产减值损失	0	-35	0	0	0
<b>非流动资产</b>	8,239	10,717	11,999	13,445	15,063	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	106	74	53	32	11	投资净收益	9	11	12	12	12
固定资产	3,313	3,591	4,479	5,390	6,359	营业利润	729	957	1,174	1,385	1,634
无形资产	3,492	4,474	4,964	5,407	5,802	营业外收入	9	13	11	11	11
其他非流动资产	1,328	2,577	2,502	2,616	2,891	营业外支出	11	6	5	5	5
<b>资产总计</b>	11,829	16,498	17,499	20,186	21,227	利润总额	726	964	1,180	1,391	1,640
<b>流动负债</b>	4,550	6,285	6,715	8,346	8,261	所得税	146	180	219	259	305
短期借款	1,225	2,176	2,400	2,600	2,800	净利润	581	784	960	1,132	1,335
应付票据及应付账款	1,349	2,135	1,074	2,257	1,311	少数股东损益	92	120	142	159	178
其他流动负债	1,976	1,973	3,240	3,489	4,150	归属母公司净利润	489	664	818	974	1,157
<b>非流动负债</b>	2,108	4,218	4,228	4,354	4,397	EBITDA	1,109	1,744	2,045	2,400	2,801
长期借款	1,921	3,972	3,972	4,088	4,121	EPS (元/股)	0.52	0.70	0.86	1.03	1.22
其他非流动负债	187	246	256	266	276						
<b>负债合计</b>	6,658	10,503	10,943	12,700	12,658						
少数股东权益	421	560	702	861	1,038						
股本	948	948	948	948	948						
资本公积	2,064	2,070	2,070	2,070	2,070						
留存收益	1,739	2,125	2,509	2,962	3,496						
归属母公司股东权益	4,750	5,434	5,854	6,626	7,531						
<b>负债和股东权益</b>	11,829	16,498	17,499	20,186	21,227						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,202	1,372	1,661	2,063	2,469
净利润	581	784	960	1,132	1,335
折旧摊销	249	511	589	718	855
财务费用	140	145	199	247	276
投资损失	-9	-11	-12	-12	-12
营运资金变动	-48	-122	-98	-13	26
其他经营现金流	290	65	21	-9	-10
<b>投资活动现金流</b>	-1,121	-2,160	-1,880	-2,143	-2,451
资本支出	1,188	2,287	1,314	1,448	1,619
长期投资	3	34	21	21	21
其他投资现金流	70	161	-545	-674	-811
<b>筹资活动现金流</b>	967	2,686	220	154	41
短期借款	-95	951	224	200	200
长期借款	291	2,051	-0	115	33
普通股增加	158	0	0	0	0
资本公积增加	726	6	0	0	0
其他筹资现金流	-114	-323	-3	-162	-192
<b>现金净增加额</b>	1,047	1,898	1	73	60

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	22.9	22.7	16.3	15.9	15.4
营业利润 (%)	35.2	31.2	22.7	18.0	18.0
归属于母公司净利润 (%)	45.5	35.8	23.2	19.0	18.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	25.1	24.9	24.8	25.2	25.3
净利率 (%)	9.1	10.1	10.7	10.9	11.3
ROE (%)	11.2	13.1	14.6	15.1	15.6
ROIC (%)	8.0	8.2	8.8	9.2	9.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	56.3	63.7	62.5	62.9	59.6
净负债比率 (%)	27.5	40.0	48.9	49.7	49.3
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
速动比率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.47	0.45	0.47	0.50
应收账款周转率	8.4	11.6	14.0	11.0	13.0
应付账款周转率	3.2	2.8	3.6	4.0	4.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.70	0.86	1.03	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	2.14	1.75	2.18	2.60
每股净资产 (最新摊薄)	5.01	5.43	5.87	6.69	7.64
<b>估值比率</b>					
P/E	14.5	10.7	8.7	7.3	6.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.2	5.9	5.5	5.0	4.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 6 月 9 日收盘价

## 内容目录

1、成长性好，内生+外延业务持续发展.....	5
1.1 污水业务看量价齐升.....	6
1.2 供水业务稳步发展.....	11
1.3 天然气看气化率提升.....	13
1.4 注入固废资产打造综合平台.....	14
1.5 与三峡集团合作值得期待.....	15
2、管理层锐意进取，财务指标优异.....	17
2.1 公司治理良好，财务指标优异.....	17
2.2 运作不断，打造江西公用事业大平台.....	20
3、优质水务资产望迎价值重估.....	23
3.1 REITs上市，望推升优质运营资产估值.....	23
3.2 利率下降周期，望推升水务资产估值.....	24
3.3 横向公用资产对比，估值优势明显.....	25
4、盈利预测与投资建议.....	26
风险提示.....	27

## 图表目录

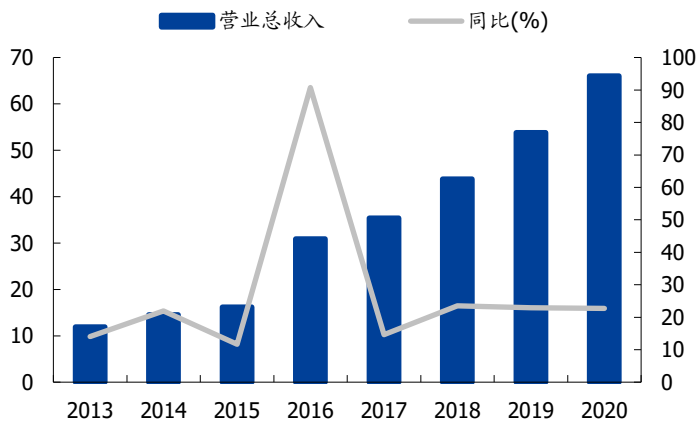
图表 1: 2013-2020 年公司营业总收入 (百万元) 及增速 (%).....	5
图表 2: 2013-2020 年公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%).....	5
图表 3: 2020 年公司各业务营业收入 (亿元) 及占比 (%).....	5
图表 4: 2020 年公司各业务毛利 (万元) 及占比 (%).....	5
图表 5: 公司目前股权结构 (截至 2021Q1).....	6
图表 6: 2019 年地区生产总值指数 (2018 年=100).....	6
图表 7: 2019 年全国城市市政公用设施建设固定资产投资污水处理投资增速.....	7
图表 8: 2020 年各省专项债发行规模统计 (亿元).....	7
图表 9: 全国年供水量、污水处理量、两者占比.....	8
图表 10: 公司污水规模.....	8
图表 11: 各水务公司污水处理量 (万吨).....	8
图表 12: 各水务公司污水处理量增速.....	9
图表 13: 江西省 2025 年污水管网投资额测算.....	9
图表 14: 公司给排水工程历年收入 (百万元).....	10
图表 15: 2010-2020 年公司平均污水结算价格情况 (元/吨).....	10
图表 16: 2018 年 7 月国内部分大城市污水处理费 (元/吨).....	11
图表 17: 水务公司 2020 年污水业务毛利率对比.....	11
图表 18: 公司供水情况.....	12
图表 19: 公司供水厂情况.....	12
图表 20: 全国 28 个大城市自来水价格比较 (元/吨).....	13
图表 21: 水务公司 2020 年供水业务毛利率对比 (%).....	13
图表 22: 公司供水业务毛利率变化 (%).....	13
图表 23: 公司售气量稳步上升.....	14
图表 24: 燃气业务收入情况.....	14
图表 25: 2019 年度交易标的财务数据 (万元).....	15

图表 26: 三峡集团在长江大保护中试点城市 .....	16
图表 27: 三峡集团组建长江保护集团 .....	16
图表 28: 三峡集团长江大保护试点城市治理进展 .....	16
图表 29: 共抓长江大保护三峡集团在江西省中标项目 .....	16
图表 30: 2013-2020 年公司营业总收入 (百万元) 及增速 (%) .....	17
图表 31: 2013-2020 年公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%) .....	17
图表 32: 洪城环境近年来 ROE 杜邦分析 .....	18
图表 33: 2016-2020 年公司期间费用率情况 (%) .....	18
图表 34: 千吨污水处理药耗 .....	19
图表 35: 吨污水处理折旧 .....	19
图表 36: 各公司经营活动现金流净额/归母净利润比例 .....	19
图表 37: 公司近三年的普通股股利分配方案 .....	20
图表 38: 2010 年以来公司四次定增情况 .....	20
图表 39: 公司 2015 年定增收购资产业绩承诺及业绩完成情况 .....	21
图表 40: 洪城管理层介绍 .....	22
图表 41: 首批 9 只公募 REITs 估值 .....	23
图表 42: 水务板块走势对比 .....	24
图表 43: 利率走势情况 .....	24
图表 44: 水务板块历史估值 .....	25
图表 45: 洪城水业过去五年 pe-band .....	25
图表 46: 板块间估值对比 (TTM) (截至 2021/06/08) .....	25
图表 47: 水电、火电、燃气、水务板块代表公司市盈率 PE (TTM) 及 wind 一致预测 2021 年 PE (截至 2021/06/09) .....	26
图表 48: 公司各业务假设情况 .....	26
图表 49: 洪城环境 pe-band (截至 2021/6/4) .....	27
图表 50: 洪城环境 pb-band (截至 2021/6/4) .....	27

## 1、成长性好，内生+外延业务持续发展

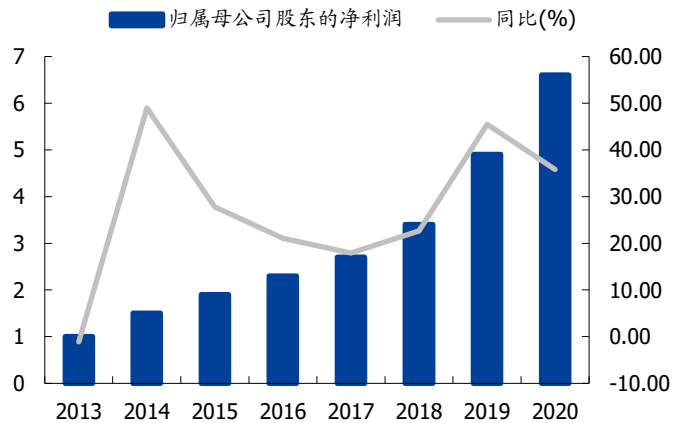
洪城环境是以供水+污水+天然气为主业的江西环保公用平台，涉及的供水、污水、天然气虽然均偏公用事业，但江西地区基础设施仍在大力发展建设，在江西污水提标改造高峰+南昌燃气气化率提升大背景下，公司历史业绩优异，过去七年收入复合增速**27.8%**、归母净利复合增速**31.1%**。

图表 1: 2013-2020 年公司营业总收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

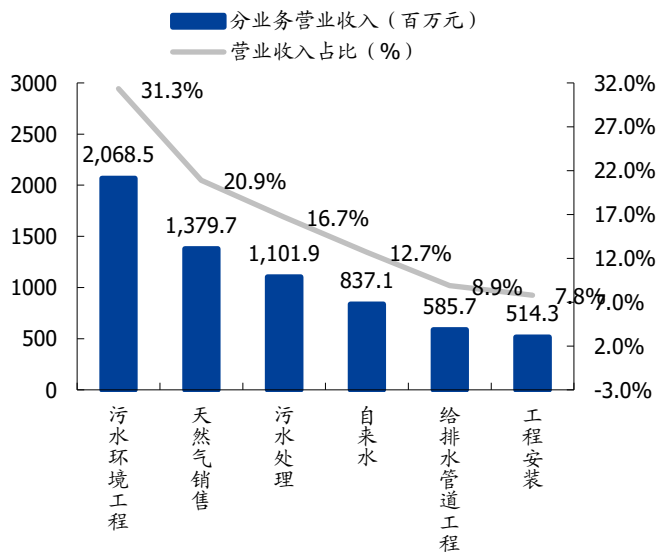
图表 2: 2013-2020 年公司归母净利润 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

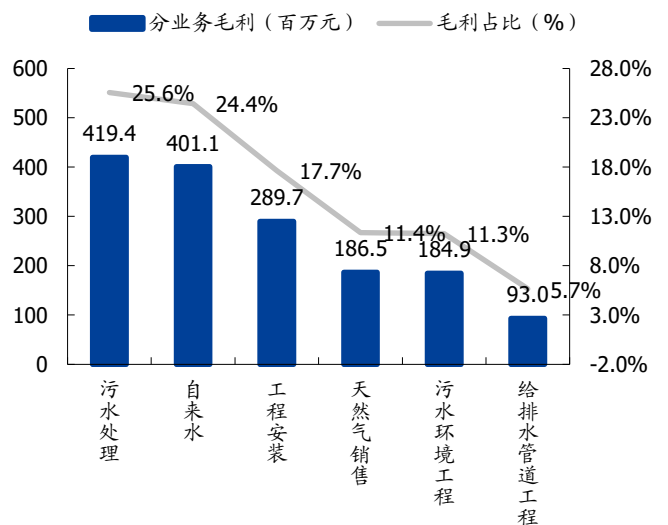
利润以污水处理及自来水供应为主: 2020 年公司污水环境工程、燃气销售、污水处理、自来水、给排水管道工程收入、燃气管道改造及用户安装营业收入占比分别为 32%、21%、17%、13%、9%、8%; 毛利占比分别为 11.3%、11.4%、25.6%、24.4%、5.7%、17.7%。

图表 3: 2020 年公司各业务营业收入 (亿元) 及占比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

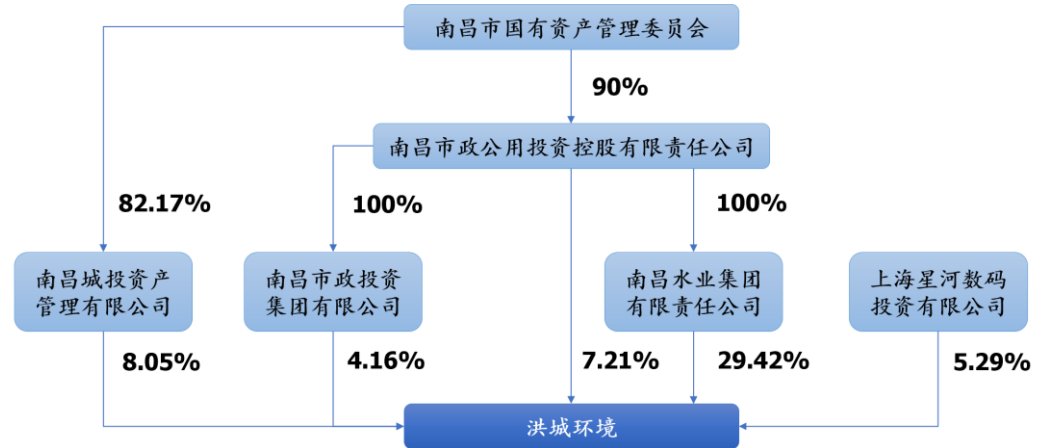
图表 4: 2020 年公司各业务毛利 (万元) 及占比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**背靠南昌市政公用平台：**公司的控股股东为南昌水业集团，持股比例 29.4%，最终控制人为南昌市国有资产管理委员会，持股 43.3%，持股结构稳定。南昌市政公用集团是中国 500 强，是南昌市区城市基础设施建设的主要建设主体，集团在江西地位突出、实力雄厚。公司背靠南昌市政公用集团，作为集团唯一上市平台，是实现集团环保公用资产证券化的突破口。

图表 5: 公司目前股权结构 (截至 2021Q1)

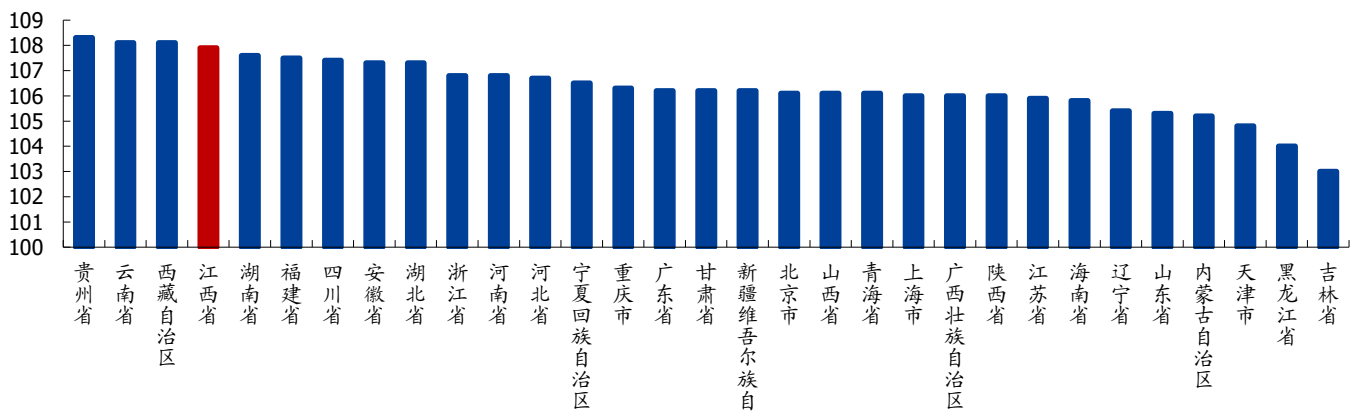


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.1 污水业务看量价齐升

**江西 GDP 及城镇化增速全国领先，公用基建空间更大。**江西省 2019 年地区生产总值指数（2018 年=100）为 107.9，位列全国第四，2019 年江西省市政公用设施建设固定资产投资中污水处理投资增速 110%，位列全国第三，2020 年，江西省发行专项债 1521 亿，位列全国前列。从以上指标可以看出江西省的经济发展及城镇化速度均全国领先，市政领域的污水设施建设及改造需求空间也相对更大，公司作为江西省垄断地位的市政公用平台有望充分受益。

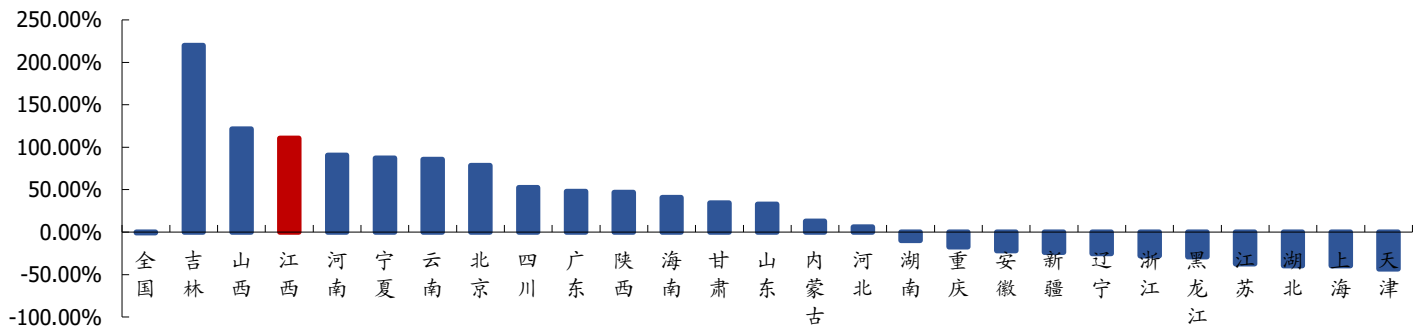
图表 6: 2019 年地区生产总值指数 (2018 年=100)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

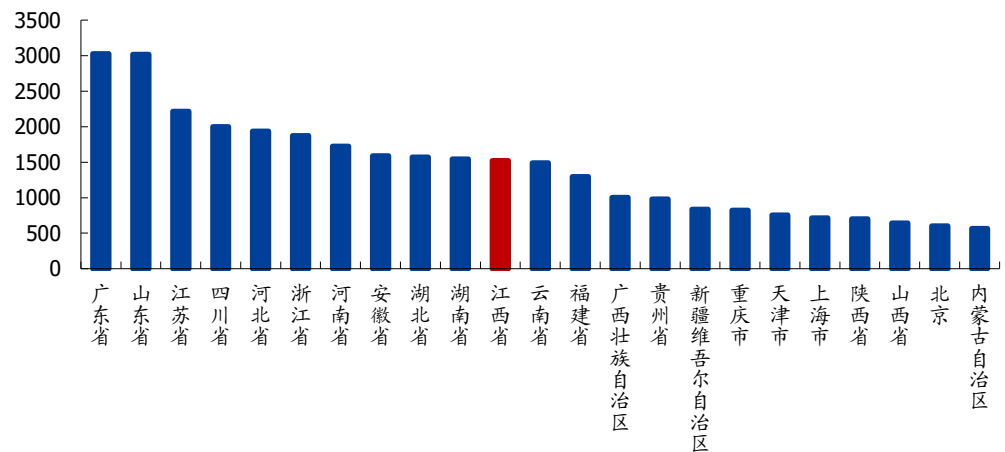


图表 7: 2019 年全国城市市政公用设施建设固定资产投资污水处理投资增速



资料来源: 城乡统计年鉴, 国盛证券研究所

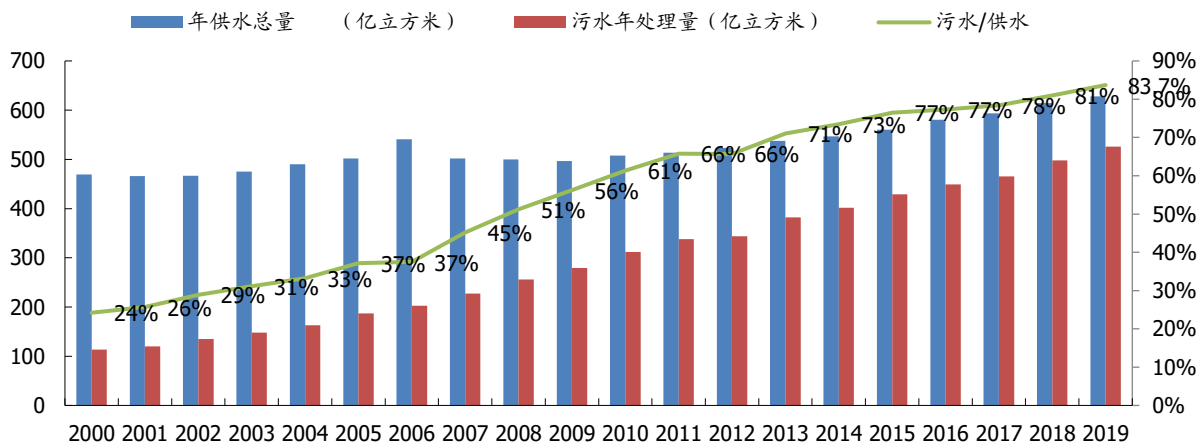
图表 8: 2020 年各省专项债发行规模统计 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

江西省污水处理产能未来仍有较大新增空间, 污水厂扩容需求空间大。2019 年江西省年供水总量为 136140.0 万立方米, 污水处理量 98879.0 万立方米, 污水/供水比例为 72.6%, 低于全国平均水平的 83.7%, 污水处理产能有待进一步提升。2019 年江西省供水产能为 594.3 万立方米/日, 城镇污水处理厂产能为 327.9 万立方米/日, 按照供水 85%转换为污水的比例计算, 江西省未来新增污水处理能力空间为 177.3 万立方米/日, 增长空间为 54%, 江西省污水处理产能增长潜力较大。2020 年公司取得的红谷滩污水处理厂扩建及青山湖污水处理厂扩建工程年底进入试运行, 新增总设计规模 40 万立方米/日, 未来有望继续获取大量订单。

图表 9: 全国年供水量、污水处理量、两者占比



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

**公司污水产能持续增长:** 公司 2009 年成功收购集团下属 77 个县(市) 78 个污水处理厂, 实现污水运营的大幅增长。目前污水处理厂占据整个江西省县级污水市场 80% 以上份额, 处于垄断地位, 2011-2020 年污水产能年均以 9% 的复合增速稳健增长。截至 2020 年年报, 公司污水处理设计规模 365.2 万吨/日, 我们预计 2021 年达到近 400 万吨/日。

图表 10: 公司污水规模

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
污水处理量(万立方米)	44,527	45,883	46,634	48,465	52,707	57,472	63,658	72,859	76,960	79,609
污水处理收入(万元)	48,300	51,150	52,984	55,419	55,651	55,191	59,478	74,584	87,348	110,185
污水处理能力(万吨/日)	128	130	150	150	175	210	235	268	303	365

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 各水务公司污水处理量(万吨)

	2016	2017	2018	2019	2020
洪城环境	57,472	63,658	72,859	76,960	79,609
兴蓉环境	82,031	90,751	95,452	98,840	102,863
武汉控股	56,254	60,283	68,413	72,414	78,296
重庆水务	85,517	91,437	100,043	114,919	124,975
绿城水务	33,396	34,466	37,456	39,826	43,936
海峡环保	21,891	19,914	25,608	29,720	34,169

资料来源: wind, 国盛证券研究所



图表 12: 各水务公司污水处理量增速

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>洪城环境</b>	<b>9.00%</b>	<b>10.80%</b>	<b>14.50%</b>	<b>5.63%</b>	<b>3.44%</b>
兴蓉环境	6.20%	10.60%	5.20%	3.55%	4.07%
武汉控股	7.10%	7.20%	13.50%	5.85%	8.12%
重庆水务	5.80%	6.90%	9.40%	14.87%	8.75%
绿城水务	8.20%	3.20%	8.70%	6.33%	10.32%
海峡环保	5.90%	-9.00%	28.60%	16.06%	14.97%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**江西省管网漏损率高, 污水管网建设愈发重要。**我国当前管网缺口明显, 2020年7月出台的《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》提出将城镇污水收集管网建设作为补短板的重中之重, 目标到2023年, 县级及以上城市生活污水收集效能明显提升, 城市市政雨污管网混错接改造更新取得显著成效。江西省2019年供水漏损率15.3%, 全国平均14.1% (据2018年, 美国犹他州立大学发布的《美国及加拿大水管破裂率综合研究》报告, 经估算美国因渗漏导致的水量损失约为10%); 我国是个水资源匮乏的国家, 我国城市人均日用水量仅180.0升 (2019年统计数据, 美国平均每人每天用水量为519升), 而管道漏损率处于较高水平。对比来看, 我国供水管网基础设施改造还有大量工作需要做。

**未来管网建设投资空间广阔:**根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》, “十三五”江西省新增新增污水管网规模2590公里, 新增污水管网投资33.60亿元, 平均污水管网的单位投资额1297 (元/米)。假设十四五结束, 江西省城市、县城、建制镇的污水收纳率达到90%、89%、80%, 用水人口复合增长率分别为3%、2%、1%, 污水处置率提高至99%、95%、80%, 人均年供水量与2019年保持相当, 污水管网长度增长比例与污水处理量呈线性相关, 污水管网的单位投资额为1297 (元/米), 测算结果到2025年江西污水管网将达约3.1万公里, 其中新增管网约1.2万公里, 对应新增总投资额为155.6亿元。

图表 13: 江西省 2025 年污水管网投资额测算

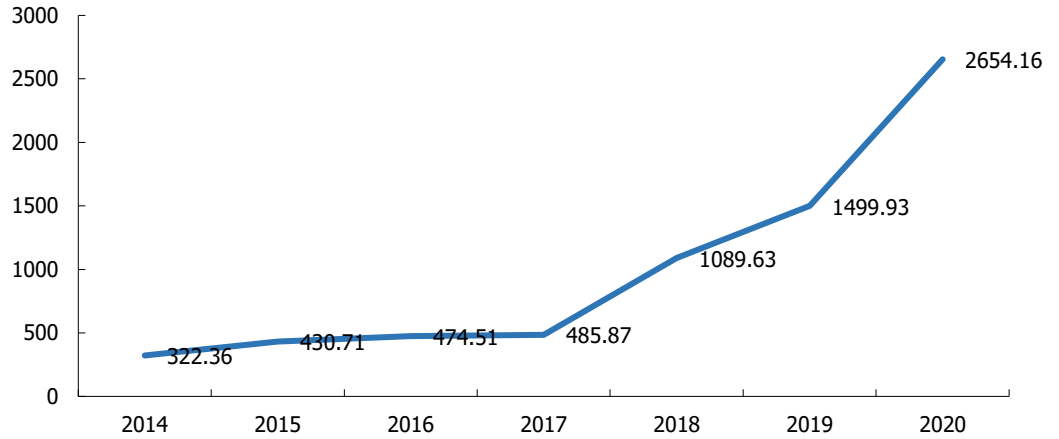
	2019				2025E			
	城市	县城	建制镇	合计	城市	县城	建制镇	合计
用水人口 (万人)	1,223	845	476	2,544	1,461	951	505	2,917
人均年供水量 (立方米/人/年)	111	77	73	93	111	77	73	94
供水量 (万立方米)	136,140	65,250	34,866	236,256	162,558	73,482	37,011	273,052
污水收纳率	76%	75%	65%	74%	90%	89%	80%	88%
污水排放量 (万立方米)	103,662	48,918	22,663	175,243	146,302	65,399	29,609	241,310
污水处置率	95%	90%	53%	88%	99%	95%	80%	96%
污水处理量 (万立方米)	98,879	44,138	12,011	155,028	144,839	62,129	23,687	230,656
污水管网 (公里)	7,277	5,689	6,009	18,975	10,659	8,008	11,849	30,516

资料来源: 城乡统计年鉴, 国盛证券研究所

**提标改造仍有空间, 带来污水价格提升:**公司在全省污水厂的出水水质标准由一级B提高至国家一级A, 公司承接提标改造业务将带来污水结算价格提升, 同时驱动公司污水运营及工程业务持续高增长。政策层面“水十条”提出, 现有城镇污水处理设施, 要因地制宜进行改造, 2020年底前达到相应排放标准或再生利用要求; “十三五”规划要求,

城镇新建污水厂处理标准达到一级 A；公司自 2016 年开始陆续承接了 85 家污水处理厂的提标改造项目，已完成的有 50 家，正在建设的有 30 家，推进前期工作的有 5 家。此外，北京、上海、浙江新出台的标准已经高于一级 A，未来污水处理标准预期将继续提高，行业有望持续生成新增空间。

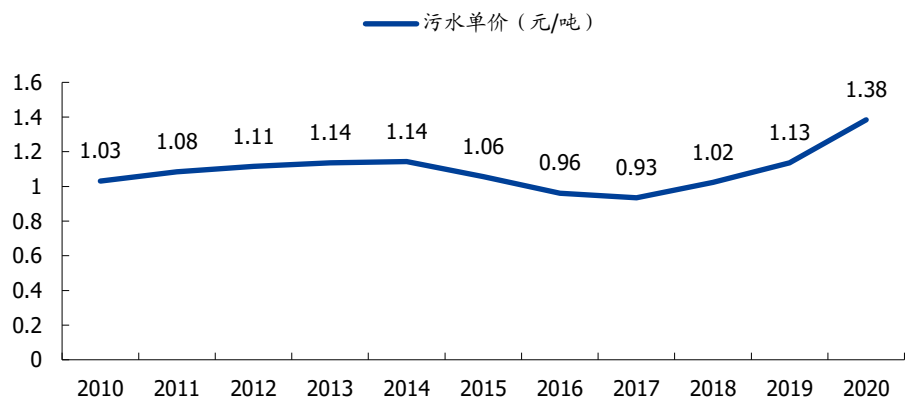
图表 14: 公司给排水工程历年收入 (百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**公司污水价格近年来提升明显:**“十三五”提标改造以来，公司平均污水结算价格由 0.93 元大幅提升至 1.38 元，主要是污水处理服务费价格随着再投资的追加、物价水平的变化而提升，政府以补偿资本开支及合理回报率为原则，公司与政府协商调整定价，无需听证会。随着提标扩容的继续，我们预计公司平均污水处理价格将持续提升，污水处理业务收入随量价齐升继续高增长。

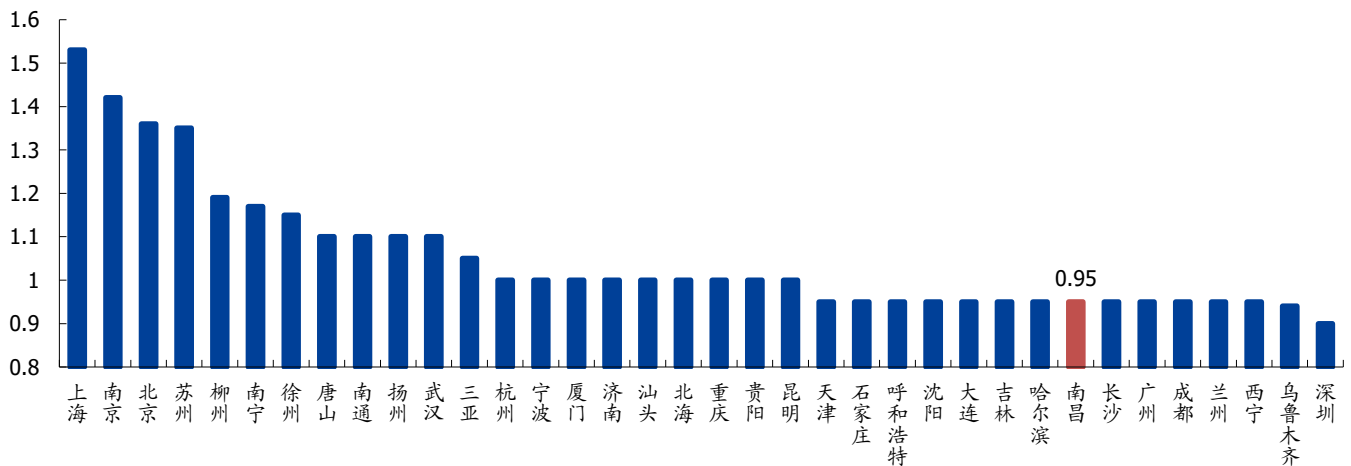
图表 15: 2010-2020 年公司平均污水结算价格情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

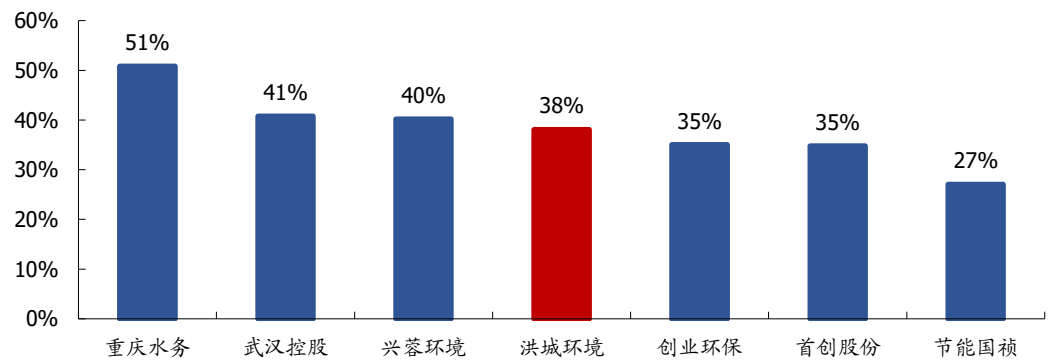
**南昌污水价格仍处于全国中下游水平:**2018 年 7 月，南昌市执行新的城市污水处理收费标准，原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元。居民污水处理费虽然比之前的标准提高 0.15 元，但在省会城市中仍处于中下游水平，截至 2021 年 4 月，36 个大中城市平均居民生活用水污水处理费为 1.01 元。预期未来南昌乃至江西省其他地区污水提价可能性仍然较大，从而提升政府的支付能力，利于洪城环境这类污水运营公司。此外，公司无论是污水业务的毛利率、污水价格均低于同行业。

图表 16: 2018 年 7 月国内部分大城市污水处理费 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 水务公司 2020 年污水业务毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 供水业务稳步发展

**供水产能稳步增长:** 公司供水业务主要集中在南昌地区, 处于垄断地位, 截至 2020 年年报公司供水业务产能 190 万吨/日, 年售水量 3.5 亿立方米左右。从量上看, 红角洲、城东水厂二期总计 20 万立方米/日建设工程于 2020 年 12 月正式运营, 我们认为售水量还将进一步增加。

图表 18: 公司供水情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
自来水售 水量(万 立方米)	27,919	29,434	30,664	30,783	31,386	32,056	34,675	35,732	34,891
供水收入 (万元)	35,229	36,912	50,833	56,911	58,867	60,718	67,463	87,443	83,708
供水能力 (万吨/ 日)	134	144	144	150	150	180	170	170	190

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 19: 公司供水厂情况

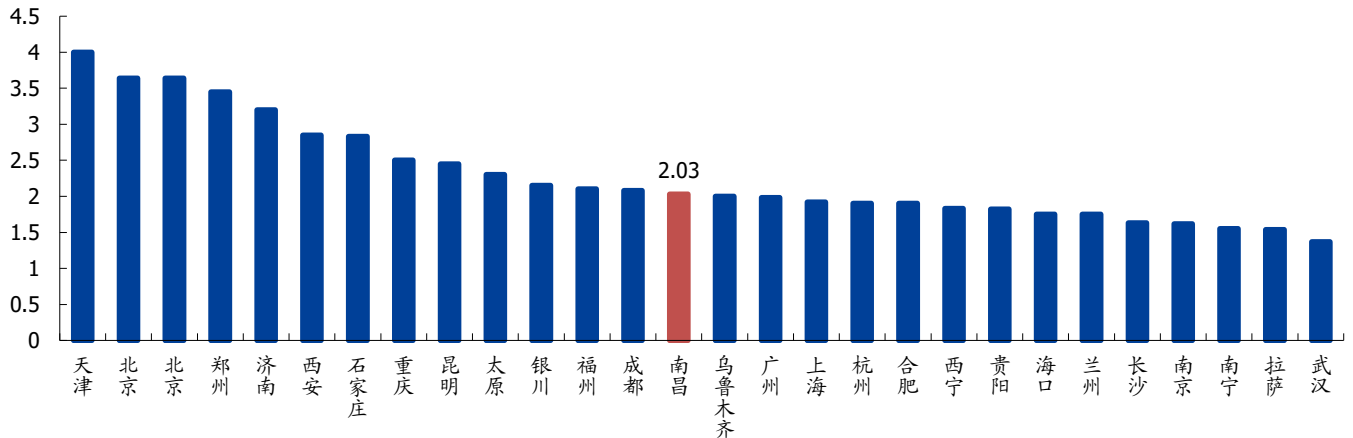
水厂名称	规模(万吨/日)	运营状态
青云水厂	60	投产
朝阳水厂	30	投产
红角洲水厂	10	投产
长堽水厂	10	投产
双港水厂	10	投产
罗亭水厂	0.5	投产
乌井水厂	2.5	投产
牛行水厂一期	10	投产
城东水厂	10	投产
牛行水厂二期	20	投产
红角洲水厂二期	10	投产
城东水厂二期	10	投产
空港水厂一期	10	在建

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

**价格机制迎改革:** 2018年发改委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，提出“逐步将居民用水价格调整至不低于成本水平，非居民用水价格调整至补偿成本并合理盈利水平；近期国家发改委又出台《“十四五”时期深化价格机制改革行动方案》，继续深化“十四五”时期重点领域价格机制改革。我们认为公用服务价格机制迎来市场化改革，确立总体按照补偿成本及合理盈利的原则，明确激励提升供水质量的定价机制和动态调整机制，有助于水务资产的价值重估。

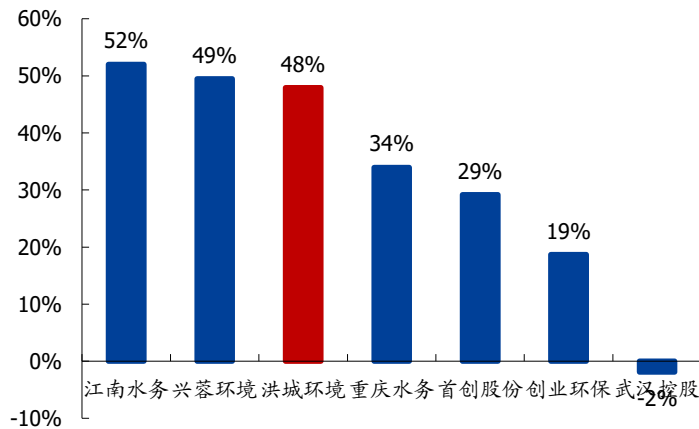
**自来水价格遵循周期，未来提价更顺畅:** 南昌市居民用水价格在 2003、2009、2014、2018 年均有提升，行业 4-6 年一次调价周期。过去自来水调价需要进行听证会，从发起提价到执行往往要 6 个月以上，2018 年南昌市建立了水价与水资源费联动机制，未来水资源费如遇调整则各类用水到户价相应同步调整，不再另行召开价格听证会。取消听证会可提升效率、顺畅调价机制，水价调价机制更透明、可预测，供水企业也更有动力提升供水质量。

图表 20: 全国 28 个大城市自来水价格比较 (元/吨)



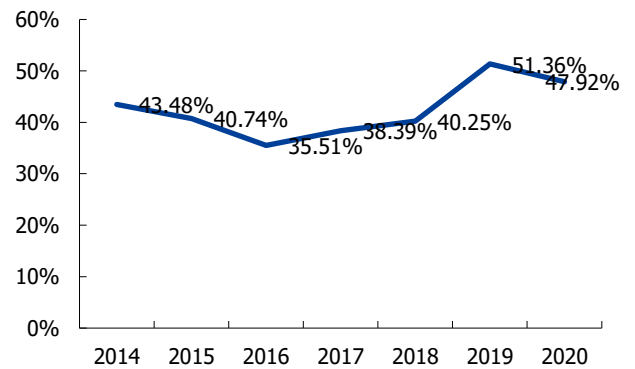
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 水务公司 2020 年供水业务毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司供水业务毛利率变化 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

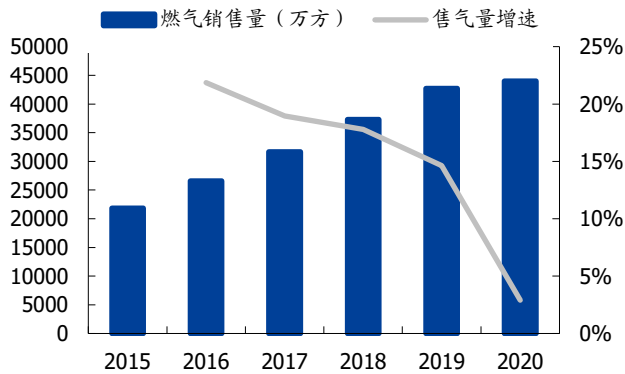
### 1.3 天然气看气化率提升

**江西省天然气发展进入快车道:** 由于尚未发现常规天然气资源, 加上特殊的区域位置, 江西成为全国最晚使用长输管道天然气的省份之一, 川气东送和西二线两条国家天然气管道的建成使得江西拥有较为充足的气源去发展天然气。南昌地区 2010 年开始使用川气东送气源, 2016 年新增西二线气源, 双气源供应充分保障发展。洪城环境 2016 年通过资产注入的方式获取南昌燃气 51% 的股权, 在南昌地区的占有率虽然达到 90% 以上, 是江西省用户规模最大的城市燃气运营商。

**气化率望不断提升:** 南昌市政府《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管网改造”民生工程工作的通知》提出实现城区燃气气化率达到 90% 以上。气化南昌政策目标气化率

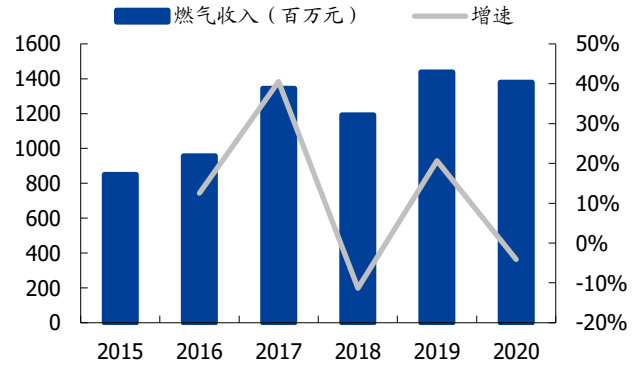
90%驱动下,2017-2020年公司燃气用户量及供气量持续增长,天然气供气量分别为3.17亿方、3.73亿方、4.27亿方、4.40亿方,同比增长19.0%、17.8%、14.6%、3.0%(2020年受疫情影响),2018年南昌市的气化率为70%,距离政策目标仍有提升空间,1、**工程端稳定增长**:根据南昌物价局规定老城区燃气改造2800元/户,对应居民及工商业用户改造空间较大;2、**销售端大幅提升**:充足气量保障销售,新增用户的增加也会逐步增加用气量。此外,江西“十三五”天然气发展规划提出“气化江西、县县通气”的发展目标,南昌燃气作为南昌地区最大的管道天然气供应商,有望借助垄断优势将业务拓展至省内其他县市,实现天然气业务跨越式发展。

图表 23: 公司售气量稳步上升



资料来源:公司公告、国盛证券研究所

图表 24: 燃气业务收入情况



资料来源:公司公告、国盛证券研究所

#### 1.4 注入固废资产打造综合平台

**拟向大股东增发以注入固废、水务资产。**2021年2月公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案,上市公司拟通过发行股份的方式,向大股东南昌水业集团购买其持有的鼎元生态100%股权、蓝天碧水环保100%股权和安义自来水100%股权,2019年三家公司营业收入合计占洪城水业比例8.5%,净资产合计占洪城水业比例为15.0%。并拟向包括水业集团或其关联方在内的合计不超过35名符合条件的特定对象非公开发行的方式募集配套资金,募集资金用于南昌固废处理循环经济产业园餐厨垃圾处理项目、渗滤液处理项目、航空城污水处理厂工业污水扩建工程、新余高新区污水处理厂提标新建工程和安义自来水5万吨水厂的项目建设。拟定本次购买资产股份发行价格为6.14元/股。

**新增固废业务,向城市综合环境服务商转型。**交易标的公司鼎元生态主要从事固体垃圾处理、垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理、渗滤液处理、工业固废处置等业务;蓝天碧水环保在江西南昌和新余两地共有6个污水处理厂,处理规模合计达24.5万吨/日;安义自来水供水设计能力为4万吨/日。此次交易完成后,上市公司将有效融合其与标的公司的优势业务,业务范围将在原有的“供水+污水处理+燃气”三大核心业务基础上,新增固废处理业务,由传统水务处理逐渐延伸至城市综合环境治理服务。



图表 25: 2019 年度交易标的财务数据 (万元)

项目	资产总额	资产净额	营业收入
鼎元生态	207,044.20	58,520.57	26,705.66
蓝天碧水环保	45,701.02	2,719.90	6,321.32
安义自来水	14,816.23	6,774.21	3,515.40
小计	267,561.45	68,014.68	36,542.38
洪城水业	1,182,940.96	517,143.30	538,099.00
占比	22.62%	13.15%	6.79%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

鼎元生态控制的子公司包括洪城康恒、绿源环境、洪源环境及宏泽热电。其中,洪城康恒、绿源环境、洪源环境厂区位于麦园循环经济产业园,主要业务分别为垃圾焚烧发电、渗滤液和浓缩液处理、餐厨垃圾处理。

1. 洪城康恒设计处理生活垃圾 2400 吨/日,目前实际入园垃圾量达约 3000 吨/日,其中约含 600 吨渗滤液。洪城康恒 2020 年 6 月正式实现满负荷生产,业务稳步开展,自 2020 年 6 月起至 2020 年 10 月 31 日期间,洪城康恒实现的营业收入和净利润规模分别为 12908.1 万元和 6044.8 万元,具有较强的盈利能力和未来业绩的可实现性。
2. 绿源环境于 2020 年 12 月设立完成,目前尚未开始正式经营,绿源环境南昌固废处理循环经济产业园渗滤液规模为 1000 吨/日,南昌固废处理循环经济产业园垃圾渗滤液浓缩液处理工程规模为 400m<sup>3</sup>/d。
3. 洪源环境的南昌固废处理循环经济产业园餐厨垃圾处理项目,规模为餐厨垃圾 200 吨/日、垃圾分类后的厨余垃圾 100 吨/日、地沟油 30 吨/日,目前为在建状态。
4. 宏泽热电主要在温州市经济技术开发区内针对皮革等工业固体垃圾及污泥进行焚烧发电供热。宏泽热电已稳定运营多年,年发电量 3 亿度,供热 80 万吨,目前建设污泥处置能力为 50 万吨/年。

江西省垃圾焚烧产能仍有补短板空间。江西垃圾焚烧厂建设起步较晚,2016 年才开始进行生活垃圾焚烧无害化处理,至 2021 年上半年全省垃圾焚烧产能累计投运 30790 吨/日,近两年为投产高峰期。江西省 2019 年末常住人口 4666 万人,假设平均每人每天产生的生活垃圾量为 1-1.5Kg,江西省一年的生活垃圾产生量 1680-2520 万吨,假设按照 80%焚烧化处理比例,对应所需产能 3.7-5.6 万吨/日,江西省垃圾焚烧产能仍有补短板空间,洪城借助麦园产业园成功经验可异地推广攻占市场。

## 1.5 与三峡集团合作值得期待

三峡集团在长江大保护中骨干作用突出。三峡集团是长江经济带中实力最为雄厚、地位最为重要的央企之一,2018 年 7 月,《关于推动三峡集团在长江经济带共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》出台,《指导意见》要求三峡集团以城镇污水处理为切入点先行先试,优先在试点城市按照厂网河(湖)岸一体、泥水并重等模式,全面开展

水环境治理、水生态修复和水资源保护等“三水共治”重点关键性工程。

图表 26: 三峡集团在长江大保护中试点城市



资料来源: 中国水网, 国盛证券研究所

图表 27: 三峡集团组建长江保护集团



资料来源: 中国水网, 国盛证券研究所

搭建“五大平台”，成立国家绿色发展基金。三峡集团搭建了“中国长江生态环保集团有限公司”、“中国长江绿色发展投资基金”、“生态环保产业联盟”、“生态环保专项资金”、“生态环保国家级工程研究中心”五大平台作为行动实施的机构保障，国家绿色发展基金首批规模885亿元于2020年7月开始运营。

图表 28: 三峡集团长江大保护试点城市治理进展

**试点城市治理成效显著**

在重庆、湖北、安徽、江苏业务覆盖范围分别占全省（市）的62%、88%、30%、46%。

芜湖一二期、无为一期、九江一期项目基本完工；

岳阳一期、宜昌一期分别完成工程量85%、79%；

芜湖城东污水处理厂进水浓度提50%基本实现污水全收集；

岳阳纳污片区污水收集率提升至95%；

资料来源: 三峡集团网站, 国盛证券研究所

“十四五”期间三峡集团计划每年投资1000-1200亿用于长江大保护。2018年以来，三峡集团在试点城市开展治理，在江西区域开展九江项目、彭泽项目、万安项目、南昌项目等多个项目。截至2021年3月底，三峡集团参与长江大保护累计落地投资超1400亿，对应污水处理能力达1100万吨，签署战略合作协议120份，根据三峡集团规划，“十四五”期间长江环保集团每年落地投资额力争1000-1200亿元。

图表 29: 共抓长江大保护三峡集团在江西省中标项目

中标时间	项目地	项目类型	投资金额（亿元）
2020年5月	江西万安	万安县城乡水环境综合治理项目，包含污水处理厂建设、雨污管网建设	4.85
2019年11月	江西彭泽	长江最美岸线（彭泽段）示范项目（PPP），生态环境修复、污水处理厂改扩建、管网修复	14.97
2018年7月	江西九江	水环境综合治理	77

资料来源: 三峡集团网站, 国盛证券研究所

长江生态保护公司与洪城环境共同推动艾溪湖治理。2021年南昌市启动艾溪湖流域治

理项目，总投资 49.9 亿元，明确三峡集团长江生态环保公司作为战略合作伙伴，与洪城环境共同建设。建设内容为通过市政管网完善工程、城中村补空白工程、智慧水务工程、青山湖污水处理厂扩容等措施主要对艾溪湖流域、兼顾部分青山湖流域片区进行整治。洪城积极推进艾溪湖流域水环境治理，按进度实施管网排查、市政管网完善、排水达标改造、通沟污泥处理等工程，为公司在水环境治理方面打造新的增长点。

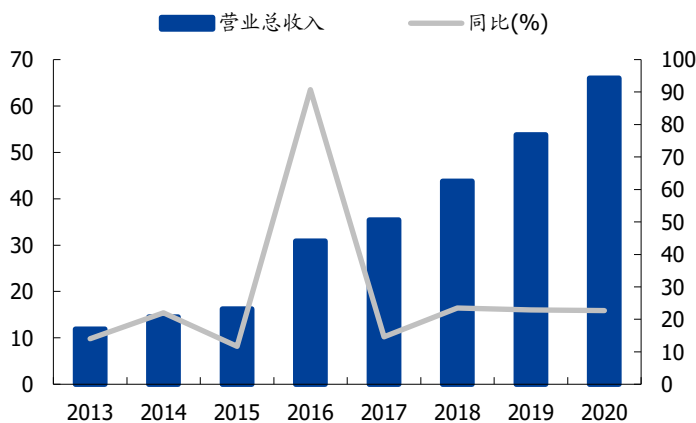
**未来三峡集团与洪城环境的合作值得期待。**今年 3 月长江生态环保集团（三峡集团子公司）与公司签署了《战略合作协议》。未来，双方将通过战略协同、业务合作与共同推进特定项目等方式加强合作，我们认为对洪城而言有望导入更多资源，有利于公司在江西省及周边省份区域范围内积极参与长江大保护，而对于三峡集团，可借助洪城的处理技术、精细化的运营，与其强强联合更好地开展长江大保护，未来三峡集团与洪城环境的合作值得期待。

## 2、管理层锐意进取，财务指标优异

### 2.1 公司治理良好，财务指标优异

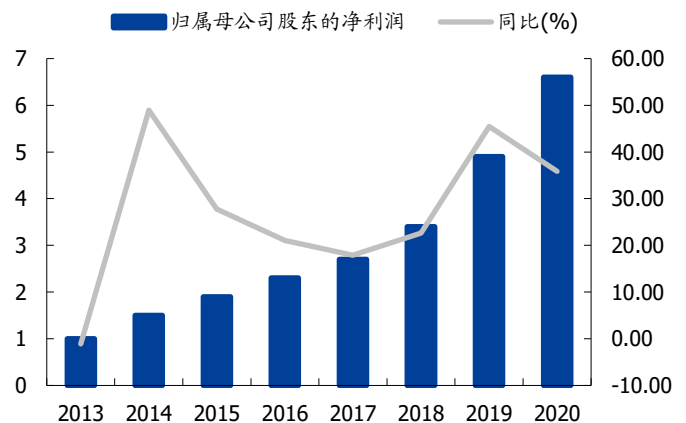
**新管理层锐意进取，公司历史业绩优秀：**2014 年开始，集团、上市公司陆续完成管理层的更换，新管理层年富力强、思路灵活、锐意进取，2015 年即推动完成了南昌燃气、二次供水公司及公用新能源等资产的注入；2017 年底开拓首单省外 PPP 项目（营口 PPP 项目，金额 6.8 亿元）；2021 年着力推动集团固废资产的注入，积极开展与三峡集团战略合作。在新管理层带领下，公司历史业绩优秀，过去七年收入复合增速 27.8%、归母净利润复合增速 31.1%，业绩持续高增长可期。

图表 30: 2013-2020 年公司营业总收入（百万元）及增速（%）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2013-2020 年公司归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**近年来 ROE 持续提升：**2017-2020 年公司的年化 ROE 分别为 8.7%、10.0%、11.8%、13.0%，呈持续上升趋势。通过杜邦分析发现，销售净利率的持续上升是 ROE 提升的主要因素，其主要得益于水价提升以及公司良好费用把控能力。

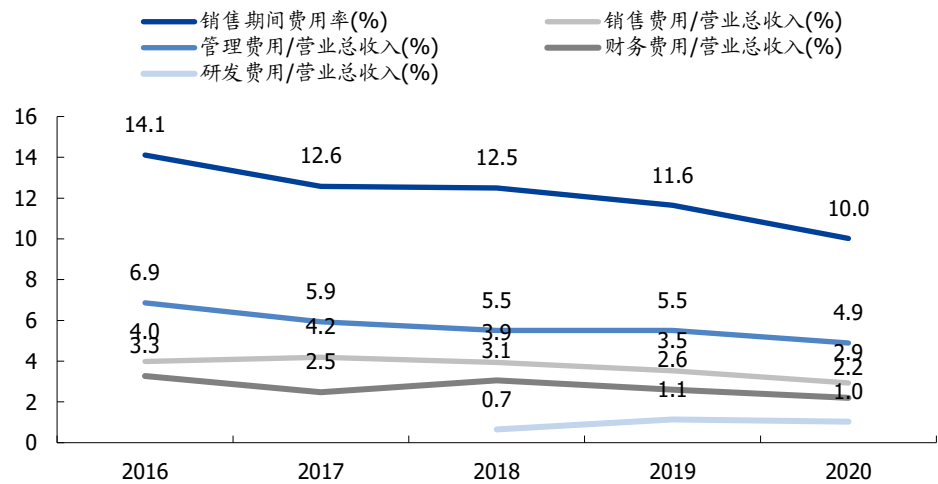
图表 32: 洪城环境近年来 ROE 杜邦分析

杜邦分析	2017	2018	2019	2020
净资产收益率 (ROE) (%)	8.71	9.97	11.81	13.04
因素分解:				
销售净利率	9.85	9.55	10.79	11.88
权益乘数	2.57	2.73	2.63	2.78
资产周转率	0.44	0.47	0.49	0.47

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**期间费用率逐年下降:** 2016-2020 年, 公司期间费用率由 14.1% 逐年下滑至 10.0%, 管理费用下降主要是公司业务逐步扩张产生的规模效益, 财务费用下降主要是公司成功发行可转债进一步实现了低成本融资, 期间费用率持续下降体现出规模效应以及公司优异的治理水平。

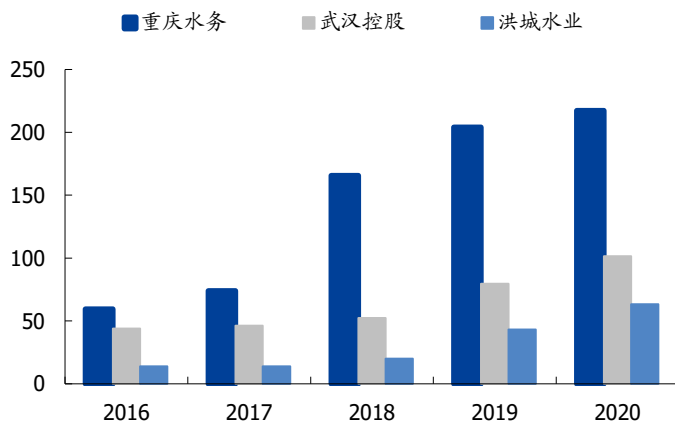
图表 33: 2016-2020 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

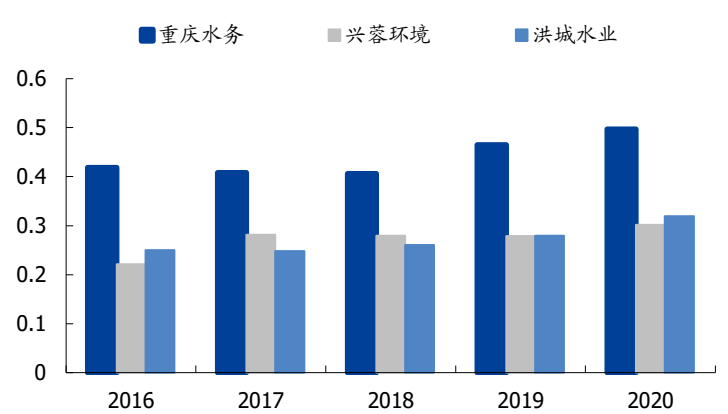
**精细化运营, 细项成本把控良好:** 污水运营成本细项, 主要的差异在于折旧、人工、药剂与电力的成本, 按 2020 年洪城污水处理成本占比, 最高的为折旧成本占比 37.3%, 主要取决于管网资产占比, 其次为人工成本占比 20.6%, 取决于运营区域的平均工资。由于提标改造投资的追加, 行业 2016-2020 年来千吨污水处理药剂、吨污水处理折旧都有显著上升, 但通过对比不同公司的吨水折旧与药耗可发现, 洪城相比重庆水务及武汉控股有成本优势。此外, 公司也积极提升信息化管理, 不断优化供水 SCADA 生产调度、管网 GIS 和 DMA 分区计量、环保中央调度系统等多维度信息化平台建设, 实现各水厂、污水处理厂、二次供水数据远传。通过精细化管理公司有望持续降低成本与费用, 体现良好的运营水平。

图表 34: 千吨污水处理药耗



资料来源: wind, 国盛证券研究所

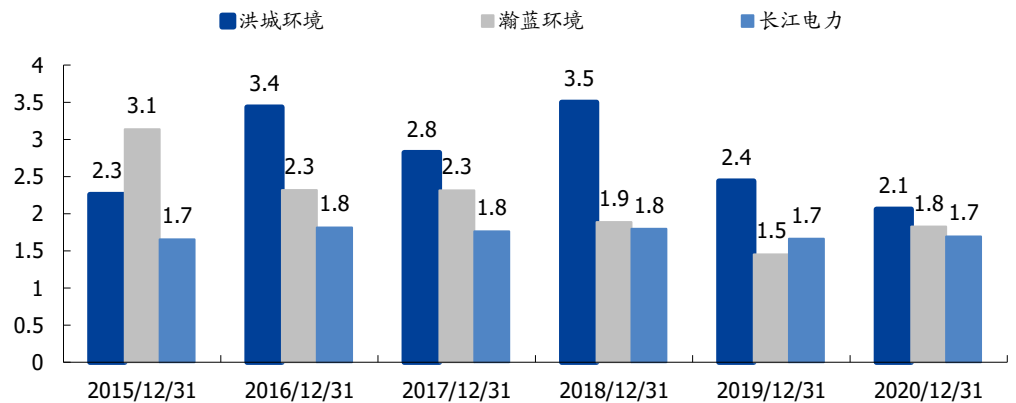
图表 35: 吨污水处理折旧



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**经营性现金流净额高于 2，优异运营公司：**公司水务资产提供稳定、优异现金流，受折旧高影响公司经营性净现金流净额 2015 年以来均为净利润 2 倍以上，同瀚蓝环境、长江电力等优秀的公用资产公司相似，现金流表现优异。

图表 36: 各公司经营活动现金流净额/归母净利润比例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**分红金额不断提升，股息率高：**2021 年 4 月，公司公告未来三年（2021-2023 年）分红规划，提出未来连续三年内，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司股东净利润的 50%，2020 年分红对应当前市值股息率为 5.7%。公司近年来分红意愿不断提升，结合公司的业绩成长持续性及稳健性、公司业务的合理回报率属性、管理层长久良好的治理能力，我们认为未来分红将保持增长，公司具备长期投资价值。



图表 37: 公司近三年的普通股股利分配方案

分红年度	每 10 股派 息数 (元, 含税)	现金分红 (亿 元, 含税)	分红年度归母净利润 (亿元)	占归母净利润的 比率 (%)
2020 年	4.21	3.99	6.64	60.12
2019 年	2.6	2.46	4.89	50.43
2018 年	1.7	1.34	3.36	39.95

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 运作不断, 打造江西公用事业大平台

**运作不断, 打造江西公用事业大平台。**2010 年以来在管理层推动下, 公司通过多次定增, 将优质水务、燃气资产注入上市平台, 转型公用事业大平台, 立足江西将公司做大做强。

1、2015 年, 公司再次启动重大资产重组, 将集团的供水、供气业务整合到上市平台内, 扩张了洪城环境在公用事业领域的经营范围; 2、2019 年公司再次启动定增募集资金净额用于供水及污水项目提标扩容; 3、2020 年公司发行可转债募集资金总额 18 亿元, 用于九龙湖污水处理厂二期扩建、南康生活污水处理厂提标改造等 11 个污水处理项目、红角洲水厂供水项目与补充流动资金。4、2021 年公司拟通过定增注入集团旗下的鼎元生态、蓝天碧水环保和安义自来水公司, 进一步将公司业务扩展至固废处理业务领域。在新一批管理层带领下, 公司未来持续高质发展可期。

图表 38: 2010 年以来公司四次定增情况

时间	定增情况
2010 年 5 月	公司非公开发行 8000 万股, 募集资金收购控股股东南昌水业集团下水务资产, 并取得江西省 77 个县 (市) 78 家污水处理厂的污水处理特许经营权, 实现水业集团的整体上市。
2015 年 10 月	公司以发行价格 9.82 元/股, 向市政控股发行股份购买其持有的南昌燃气 51% 股权, 向公交公司发行股份购买其持有的公用新能源 100% 股权、向水业集团发行股份购买其持有的二次供水公司 100% 股权。将集团的供水、供气业务整合到上市公司平台内, 此外, 向投资集团、李龙萍、国泰君安资管非公开发行股票募集配套资金, 配套资金的发行价格为 10.52 元/股, 募集资金规模为 57675.00 万元。
2019 年 11 月	公司定增发行股票 1.53 亿股, 发行价格 5.86 元/股, 募集资金净额 8.66 亿元, 用于城北水厂二期项目和 9 个污水处理扩容及提标改造项目以及偿还银行贷款, 引入三名战投南城城投、上海星河数码投资、上海上实集团, 大股东南昌水业集团参与 20.70% 并锁三年。
2021 年 2 月	公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案, 上市公司拟通过发行股份的方式, 向大股东南昌水业集团购买其持有的鼎元生态 100% 股权、蓝天碧水环保 100% 股权和安义自来水 100% 股权, 2019 年三家公司营业收入合计占洪城水业比例 8.5%, 净资产合计占洪城水业比例为 15.0%。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**增长迅速, 注入增厚 EPS。**公司 2015 年通过定增收购的二次供水、公用新能源、南昌燃气三家公司均实现业绩高增长。以 2018 年净利润为准二次供水、公用新能源、南昌燃气的收购 PE 估值分别为 9.2X、8.9X、8.7X。注入的资产业绩靓丽、表现优异, 燃气水务业务望持续发力增厚公司业绩。



图表 39: 公司 2015 年定增收购资产业绩承诺及业绩完成情况

业绩承诺及完成情况 (万元)	2015	2016	2017	2018	股份(万股)	资金额(万元)	对应原股东
二次供水	1350	1400	1450	1500	1411	13853	水业集团
业绩完成情况		1478	1766	4231			
公用新能源	810	650	700	750	676	6643	公交公司
业绩完成情况		727	711	851			
南昌燃气	6900	7400	7900	8400	3797	37284	市政控股
业绩完成情况		11433	14336	15897			

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**两次股权激励，高管利益深度绑定。**2017 年公司实行高管股权激励（6.318 元/股增持 3000 万元），此次增持覆盖高管范围广泛（17 名洪城环境高管及部分水业集团高管）。2019 年 11 月，公司再次发布股权激励计划草案，拟向 15 位公司高管授予限制性股票数量 588.5 万股，占公司总股本 0.62%，授予价格 3.05 元/股。同时本次激励方案要求 1、2021-2023 年平均 ROE 不低于 9%；2、以 2018 年为基数，2020-2022 年营收复合增长不低于 10%；3、2020-2022 年分红比例不低于 40%。两次激励将进一步绑定高管和上市公司的利益，有望加速公司固废及水务项目拓展。也显示出管理团队思路灵活、锐意进取，彰显对公司未来发展信心。

图表 40: 洪城管理层介绍

姓名	职务	年龄	个人简历
邵涛	董事长	49	历任江西南昌公共交通运输集团有限责任公司董事, 党委委员, 副总经理; 南昌水业集团有限责任公司党委委员; 江西洪城环境股份有限公司党委委员, 常务副总经理; 江西洪城环境环保有限公司董事长; 江西洪城环境股份有限公司党委副书记, 董事, 总经理; 现任江西洪城环境股份有限公司党委书记, 董事长。
魏桂生	总经理	55	历任江西洪城环境股份有限公司副总经理兼青云水厂厂长, 江西洪城环境股份有限公司副总经理。现任江西洪城环境股份有限公司党委副书记, 总经理。
罗建中	副总经理	55	历任江西洪城环境股份有限公司职工代表监事, 总经理助理; 南昌供水有限责任公司总经理助理; 江西洪城环境股份有限公司副总经理。现任江西洪城环境股份有限公司党委委员, 副总经理。
李秋平	副总经理	49	历任江西洪城环境股份有限公司党委委员, 副总经理, 江西洪城环境环保有限公司党总支书记, 常务副总经理。现任江西洪城环境股份有限公司党委委员, 副总经理, 江西洪城环境环保有限公司党总支副书记, 总经理。
邓勋元	副总经理, 董事会秘书	45	历任南昌市政公用投资控股有限责任公司投资发展部部长助理, 投资发展部副部长; 江西洪城环境股份有限公司党委委员, 财务总监, 副总经理。现任江西洪城环境股份有限公司党委委员, 董事会秘书, 副总经理, 投资发展部部长(兼)。
毛艳平	副总经理	47	历任江西洪城环境股份公司供销部副部长, 部长, 江西洪城环境股份有限公司牛行水厂厂长, 江西洪城环境股份有限公司副总工程师, 江西洪城环境股份有限公司总经理助理。现任江西洪城环境股份有限公司副总经理。
曹名帅	副总经理	41	历任江西洪城环境股份有限公司总经理助理, 南昌水业集团有限责任公司副总经理, 党委委员。现任江西洪城环境股份有限公司党委委员, 副总经理, 江西洪城环境环保有限公司党总支书记, 董事长。
涂剑成	副总经理	40	历任南昌市政公用投资控股有限责任公司企业规划管理部部长助理; 江西洪城环境股份有限公司总经理助理。现任江西洪城环境股份有限公司副总经理, 江西洪城环境环保有限公司副总经理。
王剑玉	财务总监	47	历任南昌双港供水有限公司财务总监; 南昌水业集团有限责任公司财务部部长; 洪城环境计划财务部部长, 副总会计师兼任双港供水财务总监, 董事。现任江西洪城环境股份有限公司财务总监。
程刚	总经理助理	51	历任南昌市自来水有限责任公司, 江西洪城环境股份有限公司设计所所长, 江西绿源给排水工程设计有限公司经理, 江西洪城环境股份有限公司副总工程师。现任江西洪城环境股份有限公司总经理助理。
陶云	总经理助理	53	历任江西洪城环境股份有限公司设施管理中心主任, 副总工程师; 南昌市政公用投资控股有限责任公司工程项目管理分公司总经理助理。现任江西洪城环境股份有限公司总经理助理。
李宽	总经理助理	33	历任江西洪城水业环保有限公司运营四部技术主管, 江西洪城水业股份有限公司综合管理部秘书、副部长, 南昌水业集团有限责任公司办公室副主任, 江西洪城水业环保有限公司运营一部部长, 九江市八里湖洪城水业环保有限公司执行董事, 九江市蓝天碧水环保有限责任公司董事长。现任江西洪城水业股份有限公司总经理助理、客户服务中心主任。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**集团未来产业整合值得期待。**公司背靠南昌市政公用集团, 作为集团唯一上市平台, 是实现集团环保公用资产的突破口(大股东曾提出“32111”计划, 即总资产 300 亿元, 证券化资产 200 亿元, 净资产 100 亿元, 总收入 100 亿元, 利润总额 10 亿元的发展目标, 要转型“环境产业综合运营商”), 公司产业整合值得期待。

### 3、优质水务资产望迎价值重估

**REITs 上市、估值低位，洪城水务资产望价值重估。**公司 PE (ttm) 9.7X 为近五年低点，但近期估值层面迎来积极催化：1、首批 9 只公募 REITs 产品 2021 年 P/FFO 平均值为 17.7 倍，2020 年 PB 平均值为 2.8 倍，远高于洪城估值，REITs 上市望推升公司优异水务运营资产估值；2、类公用事业如天然气、水电、垃圾焚烧等运营资产龙头公司的 PE 估值 2021 年均在 15x 左右，而水务基本 10x。我们预计公司 2021 年净利润增速超 20%，对应 21 年 PE 为 9x，且公司承诺 2021-2023 年分红比例不低于 50%，股息率接近 6%，洪城环境有望价值重估。

#### 3.1 REITs 上市，望推升优质运营资产估值

**REITs 上市，加速水务资产价值重估。**首批 9 只公募 REITs 于 5 月 31 日开售，全部实现多倍超募，首批试点项目落地顺利则后续项目有望加速上马，优质资产 REITs 项目进入常态化、规模化放量阶段。其中包括富国首创水务和中航首钢生物质两个环保类 REITs。首创股份的富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金以公司在深圳、合肥的部分污水项目为标的资产，拟定募集规模约 18.35 亿元。由于 REITs 基于 PPO 进行分红，REITs 公司以股价/每股净运营资金 (P/FFO) 为最主要的估值指标，首批 9 只公募 REITs 产品 2021 年 P/FFO 平均值为 17.7 倍，其中富国首创水务 2021 年 P/FFO 为 10.8X，显著高于洪城水业整体估值 (2021P/FFO 约 7.3X)，REITs 上市，望推升优质运营资产估值。

图表 41: 首批 9 只公募 REITs 估值

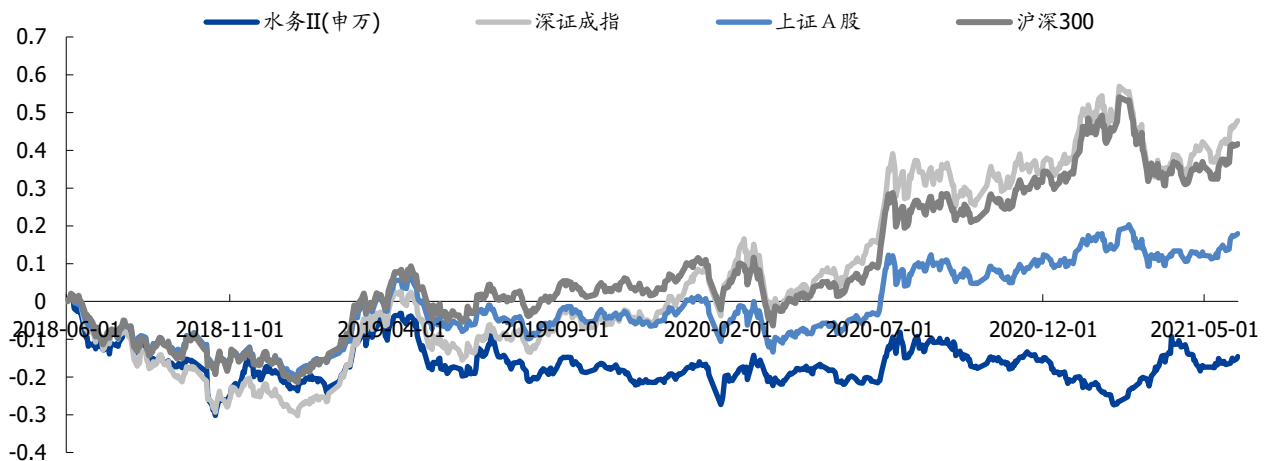
代码	名称	发行规模 (亿元)	标的资产 净利润(万 元)		P/FFO		所有者 权益	PB
			2021E	2022E	2021	2022	2020A	2020A
180101	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	20.8	3,338.9	3,592.0	22.8	22.2	4.50	4.6
508001	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	43.6	-3,749.0	1,852.4	10.5	9.2	22.54	1.9
180801	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	13.4	311.0	2,428.1	13.0	11.7	11.15	1.2
508000	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	15.0	-380.9	-484.0	20.1	20.4	7.24	2.1
508056	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	58.4	3,229.7	3,089.4	20.9	20.9	18.95	3.1
508027	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	34.9	5,336.6	5,916.2	24.8	23.8	11.93	2.9
508006	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	18.5	5,262.5	5,721.9	10.8	10.5	7.68	2.4
180201	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	91.1	23,565.3	29,752.0	14.3	13.6	18.08	5.0
180301	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	18.4	3,579.1	3,663.0	22.1	21.9	9.97	1.8

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 利率下降周期，望推升水务资产估值

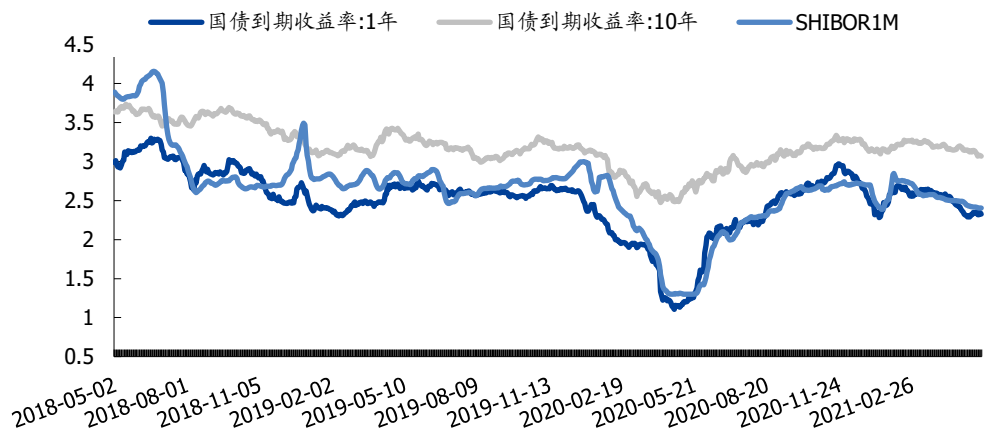
近三年来水务板块涨幅严重滞涨，而同期利率处于下降周期。2018年6月1日至2021年6月1日，水务板块（申万）指数下跌14.6%，严重滞后于上证A股（上涨18.0%）、沪深300指数（上涨36.2%）、深圳成指（上涨47.5%）。而同期国债到期收益率1年、国债到期收益率10年、SHIBOR1M分别下降66.3bp、56.3bp、148.8bp。水务行业是按合理回报率进行核定的，持续性的降息能够提高公司的资本金回报，对应到DCF模型分母上的要求回报降低，最终会推高水务资产的估值。此外，水务行业前期高杠杆重资产建设，降息可以节省水务公司的财务费用。

图表 42: 水务板块走势对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

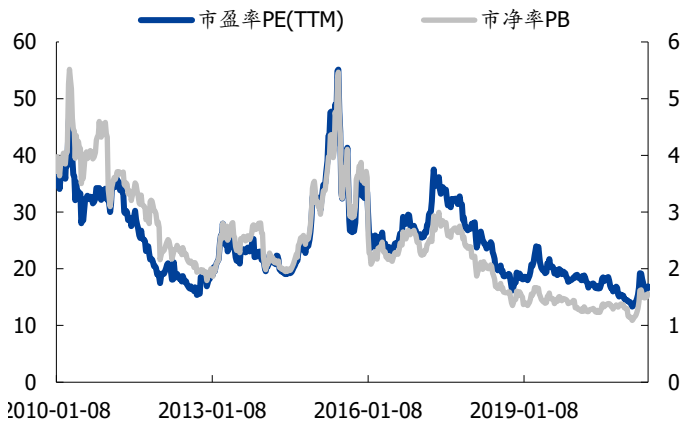
图表 43: 利率走势情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

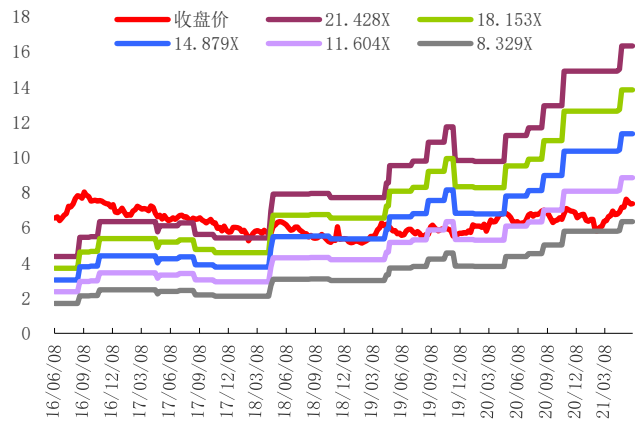
当前水务板块估值水平位于**2010年以来的历史底部**。当前水务板块（申万）PE（TTM）为16.9X，PB（LYR）为1.6X，是十年来的估值底部。

图表 44: 水务板块历史估值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 洪城水业过去五年 pe-band

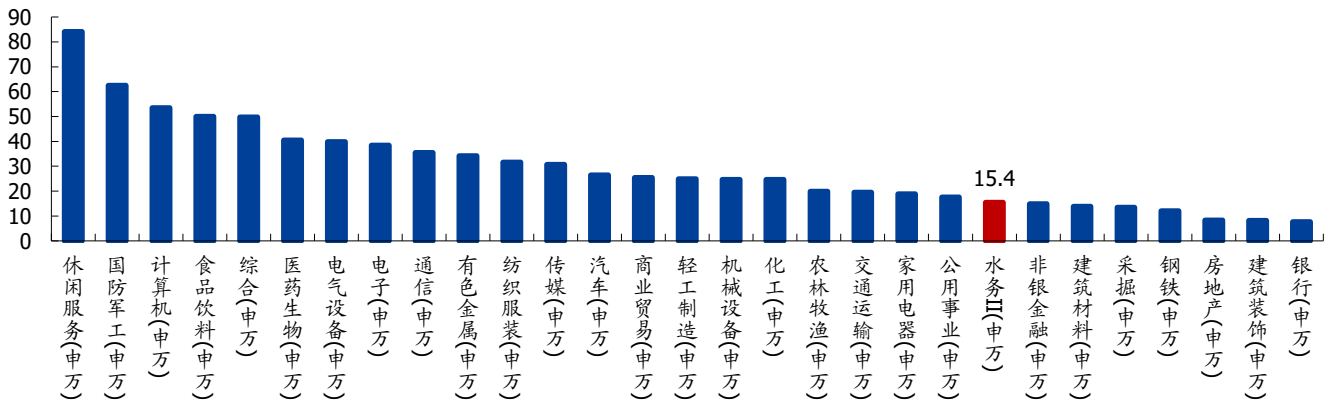


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.3 横向公用资产对比, 估值优势明显

与其他行业对比, 水务估值优势仍较为明显。截至 2021/06/08, 水务板块 PE (TTM) 为 16.9X, 跟所有行业对比, 水务估值位于较低水平。

图表 46: 板块间估值对比 (TTM) (截至 2021/06/08)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

相比其他公用事业公司, 洪城环境估值优势明显: 通过 wind 预期可以看到, 公用事业龙头公司 2021 年 PE 估值 (截止到 2021 年 5 月 28 日) 基本在 15X 左右, 如水电的长江电力 17X、火电的华能国际 12X、燃气的深圳燃气 15X, 而洪城环境只有 10X, 配置性价比较高, 估值优势明显。

图表 47: 水电、火电、燃气、水务板块代表公司市盈率 PE (TTM) 及 wind 一致预测 2021 年 PE (截至 2021/06/09)

	证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM)	wind 一致预测 2021 年 PE
水电	600900.SH	长江电力	17.2	17.8
	600116.SH	三峡水利	21.2	17.6
	600236.SH	桂冠电力	18.0	18.2
火电	600011.SH	华能国际	11.6	8.5
	601991.SH	大唐发电	15.6	/
	600886.SH	国投电力	12.8	11.7
	600795.SH	国电电力	9.6	12.4
燃气	601139.SH	深圳燃气	14.0	12.6
	600917.SH	重庆燃气	37.5	/
水务	601158.SH	重庆水务	12.9	14.2
	601199.SH	江南水务	13.8	/
	000544.SZ	中原环保	11.5	/
	600168.SH	武汉控股	16.4	/
	<b>600461.SH</b>	<b>洪城环境</b>	<b>9.9</b>	<b>8.9</b>
	000598.SZ	兴蓉环境	11.7	11.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

根据公司污水厂、供水厂的投产进度以及燃气气化率提升的速度, 我们预计供水能力提升空间不大, 但产能利用率不断提升; 污水扩容使产能规模变大; 燃气气化率的提升带动销气量的增长。

图表 48: 公司各业务假设情况

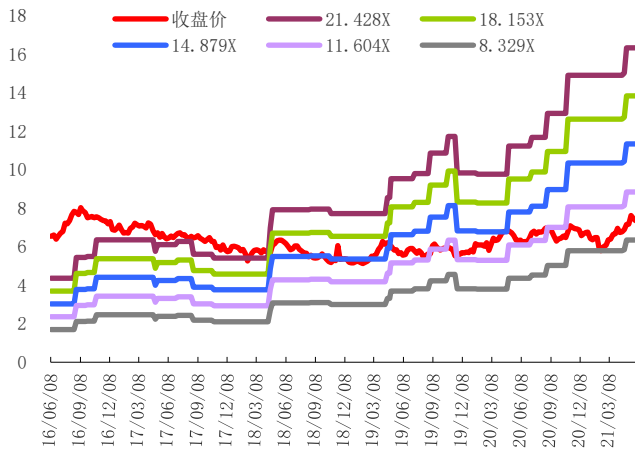
	2017	2018	2019E	2020	2021E	2022E	2023E
自来水售水量 (万吨)	32,056	34,675	35,732	34,891	37,050	40,950	44,000
污水处理量 (万吨)	63,658	72,859	76,960	79,609	94,848	114,804	136,560
供水能力 (万吨/日)	180	170	170	190	190	195	200
污水能力 (万吨/日)	235	268	303	365	395	425	455
天然气售气量 (万立方米)	31,654	37,286	42,737	43,979	54,974	65,969	79,162

资料来源: wind, 国盛证券研究所

根据洪城环境 PE-band, 公司自上市以来伴随公司业绩的增长, PE 水平不断下行, 现处于历史底部区间, 从横向维度上看, 公司作为治理优良的代表亦没有享有溢价, PE(TTM) 估值水平在多数时期低于同业可比公司, 公司的安全边际很高, 估值优势明显。

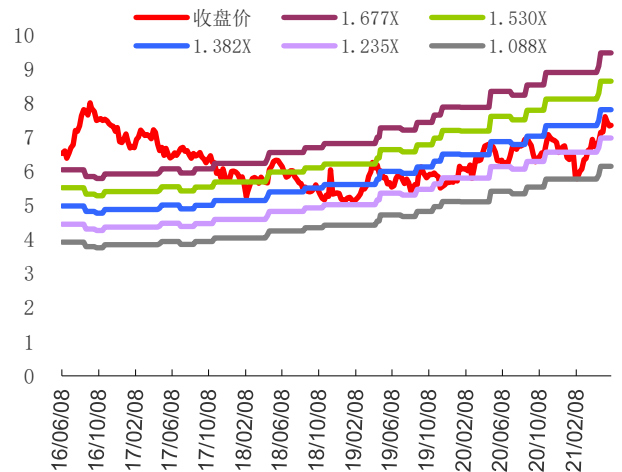


图表 49: 洪城环境 pe-band (截至 2021/6/4)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 洪城环境 pb-band (截至 2021/6/4)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**投资建议:** 在污水提标扩容&气化率提升的背景下, 公司内生业务成长空间较大, 管理层锐意进取、思路灵活, 过去 7 年业绩优异, 高股息率稳健投资, 低估值给足安全边际, REITs 上市带来积极催化, 公司质地优良静待价值重估, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.2/9.7/11.6 亿元, EPS 分别为 0.86/1.03/1.22 元, 对应 PE 为 8.7X/7.3X/6.1X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

**提标扩容进度不及预期:** 公司污水处理项目的提标扩容会受到资金、施工进度等因素影响, 导致进度不达预期。

**燃气气化率提升不及预期:** 公司天然气销售及接驳业务受气化率提升增速影响, 南昌市气化率由政府推动提升, 进度或不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com