

2021年07月08日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

renyx@dwzq.com.cn

高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估

买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,601	7,525	9,256	10,802
同比（%）	22.7%	14.0%	23.0%	16.7%
归母净利润（百万元）	664	818	979	1,155
同比（%）	35.8%	23.2%	19.7%	17.9%
每股收益（元/股）	0.70	0.86	1.03	1.22
P/E（倍）	10.40	8.44	7.05	5.98

投资要点

公司作为地方综合环保公用平台，业务涵盖供水、污水、天然气、固废，地区深耕环保资产覆盖江西，迎三大积极变化，发展有望持续加速。

1) 环保督察敲响警钟，战略合作三峡打开 836 亿空间发展加速。南昌水环境防治在中央环保督察中暴露三大问题，流域治理加速。我们预计公司业务范围内长江大保护投资空间可达 836 亿，三峡集团引领长江大保护，公司与长江环保集团签署战略合作协议，积极投身长江大保护，成长加速。

2) 优质固废资产注入，公司业务拓展业绩增厚激发成长潜力。集团培育优质固废资产通过资产重组注入，项目盈利能力&发展潜力俱佳。固废资产注入拓展了公司业务，增厚公司业绩，激发成长的新活力。

3) REITs 上市促运营资产价值重估，高分红&稳增长公司迎业绩估值双升。首批公募 REITs 发售认购火爆，富国首创水务 REITs 21-22 年净现金流分配率达 8.94%/9.06%，21-22 年 PE 为 28x/26x。水务公司动态 PE 普遍在 10x 附近，对比 REITs 折价较为明显。机构的青睐与追捧本质上体现优质运营资产优越性的吸引力，REITs 发行有望带动运营资产价值重估。

■ **地方综合公用事业平台，商业模式稳定现金流优异。**公司多次注入集团核心优质资产，形成供水、污水、燃气、固废的全方位综合公用事业平台。公司业绩增长稳定，20 年营业收入/归母净利润 66.01 亿元/6.64 亿元，同增 22.68%/35.84%；商业模式稳定，20 年运营收入/毛利占比 50%/61%；现金流优异，20 年经营性现金流 13.72 亿元，同增 14.20%。公司承诺分红锁定 21-23 年股息率 5.40%/6.21%/7.14%，有安全边际。

■ **水务：受益地区经济发展与城镇化推动，运营&工程迎来双升。**1) **供水：水量稳定增长，水价提升保障利润率：**南昌人口稳定增长&经济快速发展，供水量稳步提升。供水规模 189.5 万吨/日，待投产 10 万吨/日，毛利率在水价调升中抬升维持高位。2) **污水：先发布局江西全境，扩容提标发展迅速利润增厚：**污水设计规模达 365.2 万吨/日，全省占比达 72%。江西 GDP5 年 CAGR 列全国第 4，城镇化率列 14 位中等偏后，经济高增长&低城镇化率带动处理量快速增长。项目提标逐步投运，运营水价毛利率双升增厚利润。3) **水务工程：提标扩容&二次供水增长强劲：**提标扩容项目均在加紧推动。二次供水业务增长强劲。

■ **燃气：销售与工程共享“气化南昌”红利。**受益“气化南昌”政策，售气量节节攀升，燃气销售稳定增长。燃气工程毛利率较高，提供业绩高弹性。经我们测算，19 年南昌城区气化率约 70%，非城区气化率约 46%，保守估计近期新增户数 18.22 万户，远期新增户数 30.68 万户，带动近期售气量增幅 34.25%，远期售气量增幅 70.15%。

■ **盈利预测：**公司依托地区经济快速发展，供水、污水、燃气三大业务板块稳定增长。不考虑固废资产注入，预计公司 21-23 年 EPS 为 0.86/1.03/1.22 元/股，对应 PE 为 8/7/6 倍。REITs 促运营资产价值重估，公司拥有高分红兼具业绩成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，市场拓展风险，项目进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.28
一年最低/最高价	5.77/7.96
市净率(倍)	1.29
流通 A 股市值(百万元)	6629.45

基础数据

每股净资产(元)	5.66
资产负债率(%)	63.67
总股本(百万股)	948.11
流通 A 股(百万股)	910.64

相关研究

内容目录

1. 地方综合公用事业平台，商业模式稳定现金流优异	5
1.1. 背靠江西，水务&固废&燃气综合公用事业平台形成	5
1.1. 国企控股上市公司平台，核心资产注入助力公司腾飞	6
1.2. 商业模式稳定现金流优异，股权激励绑定新任管理层	8
2. 水务：受益地区经济发展与城镇化推动，运营&工程迎来双升	11
2.1. 供水：水量稳定增长，水价提升保障利润率	11
2.2. 污水：先发布局江西全境，扩容提标发展迅速利润增厚	15
2.3. 给排水工程：提标扩容&二次供水增长强劲	22
3. 燃气：销售与工程共享“气化南昌”红利	24
4. 环保督察敲响警钟，战略合作三峡打开 836 亿空间发展加速	28
4.1. 长江大保护落地投资已达 1423 亿	28
4.2. 共抓大保护，污水处理投资空间达 333 亿	29
4.3. 共抓大保护，管网新建&改造投资空间达 109 亿	30
4.4. 共抓大保护，流域综合治理仅南昌投资预计可达 395 亿	32
4.5. 环保督察敲响警钟，战略合作三峡打开 836 亿投资空间发展加速	32
5. 优质固废资产注入，公司业务拓展业绩增厚激发成长潜力	33
6. REITs 上市促运营资产价值重估，高分红&稳增长公司迎业绩估值双升	37
7. 盈利预测	42
8. 风险提示	44

图表目录

图 1: 全方位综合公用事业平台成就之路	5
图 2: 截止 2021 年 3 月, 公司股权结构及重要子公司	6
图 3: 资产注入后, 营业收入快速增长	7
图 4: 资产注入后, 归母净利润快速增长	7
图 5: 洪城环保净利润情况	7
图 6: 南昌燃气净利润情况	7
图 7: 公用新能源净利润情况	8
图 8: 二次供水净利润情况	8
图 9: 2020 年公司营业收入和毛利率构成	8
图 10: 19-20 年运营业务营收/毛利占比情况	9
图 11: 毛利率与净利率情况	9
图 12: ROE 情况	9
图 13: 14-20 年公司现金流表现优异	10
图 14: 14-20 年经营性现金净流量/净利润高于 2.0	10
图 15: 公司期间费用率持续下降, 总资产周转率持续上升	10
图 16: 供水量稳定增长, 2010-2020 年 CAGR2.52%	12
图 17: 南昌市人口稳定增长, 2010-2020 年 CAGR2.18%	12
图 18: 公司供水产能有计划的进行投放	13
图 19: 供水毛利率随水价调升呈现出周期性抬升	14
图 20: 水价提价带来公司供水业务营业收入和毛利同比大幅上升	14
图 21: 2016 年起公司污水处理业务布局江西全境	15
图 22: 20 年公司江西境内污水规模占比 80.01%	16
图 23: 20 年公司江西污水规模于全省占比达 72.25%	16
图 24: 16-20 年江西经济增长迅速, GDP 增速排名全国前列	16
图 25: 2020 年江西省城镇化率在全国排中等偏后位置	17
图 26: 江西省生活污水排放量和处理率双升	17
图 27: 污水处理业务再迎高成长	18
图 28: 公司污水处理量稳定增长	18
图 29: 公司污水处理规模增长迅速	19
图 30: 污水业务毛利率情况	20
图 31: 工程业务营业收入&毛利大幅增长	22
图 32: 工程毛利率略有下滑	22
图 33: 二次供水公司快速增长	23
图 34: 燃气板块营业收入近几年保持平稳	25
图 35: 燃气板块毛利稳定增长	25
图 36: 燃气业务用户数快速增长	26
图 37: 燃气业务新增用户数稳定增长	26
图 38: 燃气销售量维持稳定增长	26
图 39: 户均年售气量小幅下降	27
图 40: 燃气销售毛利率有所回升	27
图 41: 燃气工程属高毛利率业务	27
图 42: “163 字三峡治水方略”	29

图 43: 鼎元生态控股固废处理资产	34
图 44: 鼎元生态营业收入快速增长	34
图 45: 鼎元生态归母净利润快速增长	34
图 46: 公司历史上分红较多	39
图 47: 十年期国债收益率均 3.00%左右震荡运行	40
图 48: 美国水业市值&估值走势图	41
图 49: 美国水业历史分红情况	41
表 1: 股权激励解锁条件	11
表 2: 公司供水项目情况 (截至 2020 年底)	13
表 3: 2018 年 11 月 1 日南昌执行最新自来水水价	15
表 4: 污水排放标准提标一级 A 政策梳理	20
表 5: 公司污水处理水价 17 年有下降, 系一二期项目水价合并 (单位: 元/吨)	21
表 6: 一级 A 标准仍低于地表 V 类水标准	21
表 7: 二次供水相关政策	24
表 8: 南昌天然气远期新增用户空间保守估计 30.68 万户	28
表 9: 2019 年三峡集团长江大保护试点城市落地投资额与投资内容	29
表 10: 江西省污水处理厂提标扩容投资与建设规模	30
表 11: 江西省集中收集率目标带来 64.09 亿元投资市场空间	31
表 12: 江西省雨污分流管网改造投资市场空间达 44.75 亿元	32
表 13: 河道整治和生态景观治理投资市场空间达 394.56 亿元	32
表 14: 战略合作投资市场空间达 836.46 亿元	33
表 15: 南昌市发改委对垃圾焚烧能力提出近期和远期要求	35
表 16: 洪城康恒垃圾焚烧项目规划	35
表 17: 洪城康恒实现收入 1.29 亿元, 毛利率 64.70%	36
表 18: 宏泽热电业务从疫情影响中恢复, 未来盈利能力强	36
表 19: 公募基础设施领域 REITs 试点项目“三个聚焦”	37
表 20: 首批 REITs 发售认购火爆	38
表 21: 富国首创水务预计净现金流分配率接近 9%	38
表 22: 公司未来三年股息率持续上升	39
表 23: 美国水业分红水平持续提升	40
表 24: 公司营业收入预测	43
表 25: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2021/7/8)	44

1. 地方综合公用事业平台，商业模式稳定现金流优异

1.1. 背靠江西，水务&固废&燃气综合公用事业平台形成

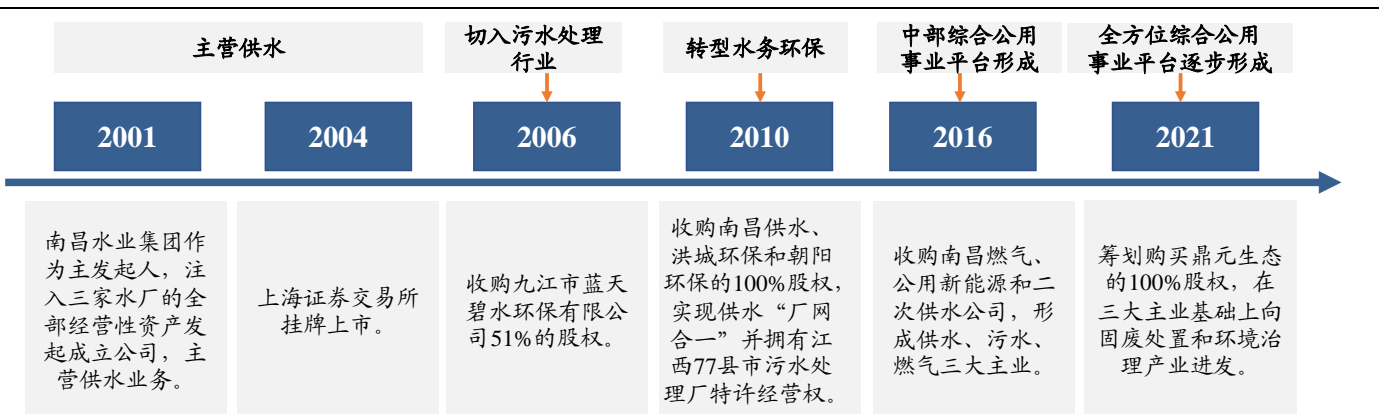
2004年供水企业身份上市，“厂网合一”自然垄断南昌市场。公司成立于2001年，南昌水业集团作为主发起人设立股份有限公司。2004年6月，水业集团以其所属青云水厂、朝阳水厂、下正街水厂的全部经营性资产注入股份公司在上海证券交易所挂牌上市，主营业务为自来水的生产与销售。2010年，公司收购了控股股东水业集团持有的南昌供水有限责任公司，实现供水业务“厂网合一”。2016年，二次供水公司100%股权注入，延伸供水业务至“最后一公里”。

2006年切入污水处理，内增外延布局覆盖江西全省。2006年，公司收购九江市蓝天碧水环保有限公司51%的股权，切入污水处理行业。2010年，公司收购控股股东水业集团持有的江西洪城水业环保有限公司和南昌市朝阳污水处理环保有限公司的100%股权。此次收购，公司拥有江西77县市78家污水处理厂特许经营权，标志公司成为集自来水生产和污水处理为一体的水务上市公司，实现**水务到水务环保**的转型。

2016年燃气资产注入，中部综合公用事业平台形成。2016年，公司完成重大资产重组，注入南昌燃气51%股权和南昌公用新能源100%股份。南昌燃气拥有包括南昌市、及江西省内南昌县、桑海经济开发区和新建县的管道燃气经营权。此次重组，公司实现从**水务环保拓展到燃气能源**的重要转型，形成以供水业务、污水业务和燃气能源业务三大主要业务驱动的中部综合公用事业平台。

2021年固废资产注入，全方位综合公用事业平台逐步形成。2021年，公司筹划通过发行股份的方式购买江西鼎元生态环保有限公司100%的股权，新增固废处理业务板块，优化环保领域的整体业务布局。截止6月8日，涉及的标的资产审计、评估工作已基本完成。公司逐步形成供水业务、污水业务、清洁能源、固废处置、环境治理的全方位综合公用事业平台。

图 1: 全方位综合公用事业平台成就之路

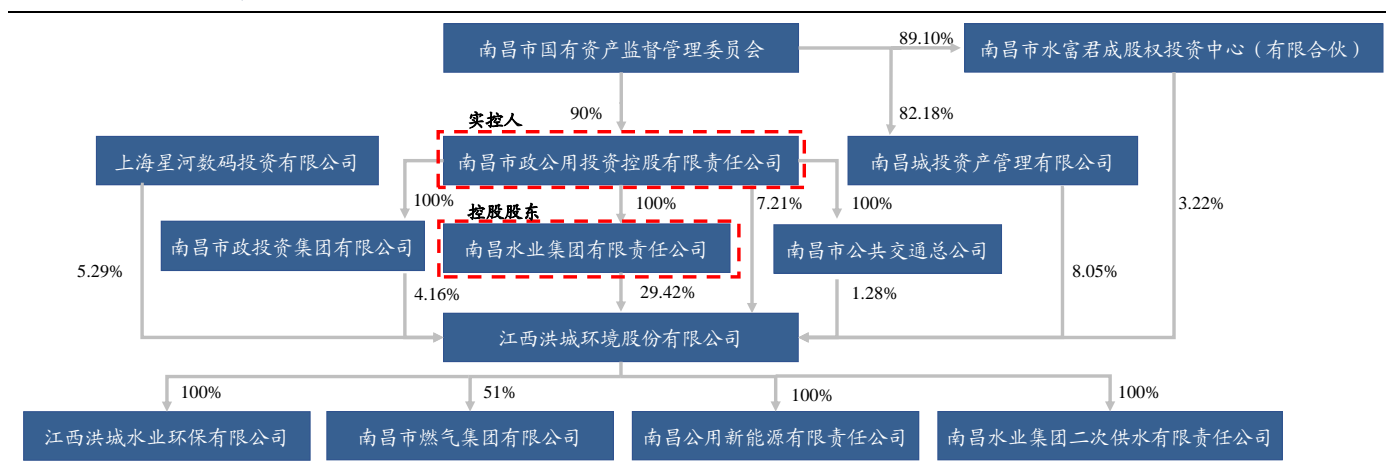


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 国企控股上市公司平台，核心资产注入助力公司腾飞

国企控股股权结构稳定，控股股东增持彰显信心。公司实控人为南昌市市政公用投资控股集团有限公司，控股股东为南昌水业集团有限责任公司，股权结构稳定。2019年11月公司完成定增1.53亿股，财务投资者获配此次发行总量的79.30%，体现公司市场价值，水业集团跟投获配20.70%，锁定期三年，彰显控股股东信心。2020年11月，部分限售股解禁流通。水业集团持股29.42%，市政公用集团直接间接总持股42.08%。公司重要子公司有洪城环保、南昌燃气、二次供水公司以及公用新能源。

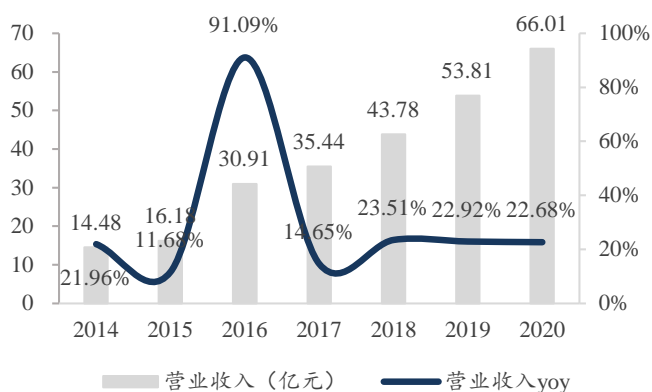
图2：截止2021年3月，公司股权结构及重要子公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

集团旗下环保公用事业上市平台，核心资产注入助力公司腾飞。公司实际控制人市政公用集团旗下拥有洪城环境和江西长运两大上市平台。洪城环境作为集团环保公用事业上市平台，依托集团丰富资源，多次获集团相关核心优质资产注入。从2010年注入的南昌供水公司100%的股权和洪城环保100%的股权，到2016年南昌燃气51%的股权、公用新能源100%的股权以及二次供水100%的股权，集团核心资产的注入，将公司打造成为供水、污水、燃气三大主业驱动的公用事业平台。16年公司注入资产后，当期营业收入踏上30亿新台阶，同比增长91.09%。公司积极整合资源完善管理，业绩保持稳定增长，2020年公司实现营业收入66.01亿元，同比增长22.68%，16-20年营业收入CAGR为20.89%；归母净利润实现6.64亿元，同比增长35.84%，16-20年归母净利润CAGR为30.01%。

图 3: 资产注入后, 营业收入快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

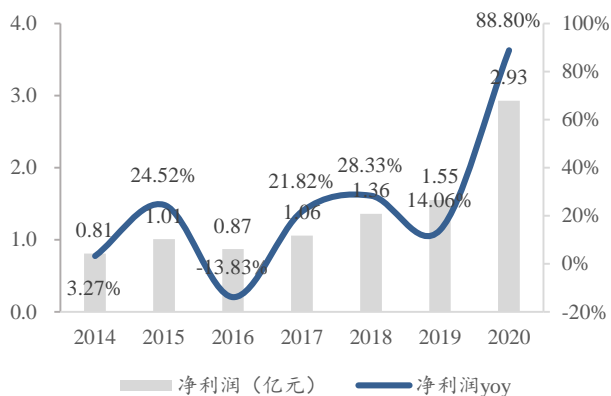
图 4: 资产注入后, 归母净利润快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

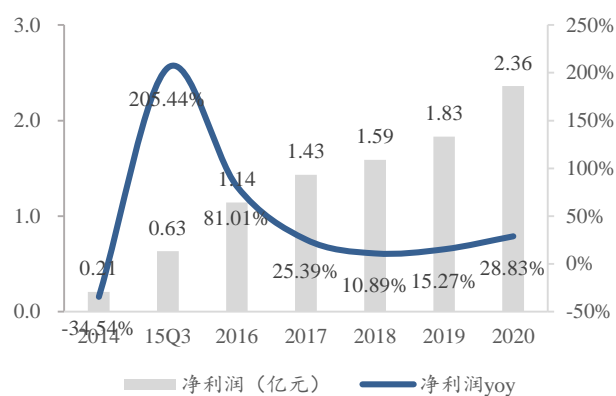
依托资产本身优良质地和上市公司平台优质管理及协同作用, 注入资产快速发展实现双赢。2015-2020, 洪城环保净资产 CAGR25.58%, 南昌燃气净资产 CAGR8.29%, 公用新能源净资产 CAGR9.83%, 二次供水净资产 CAGR23.71%。注入资产净利润规模稳步抬升。2020 年, 洪城环保实现净利润 2.93 亿元, 同比增长 88.80%; 南昌燃气实现净利润 2.36 亿元, 同比增长 28.83%; 公用新能源实现净利润 596 万元, 在 18 年快速增长后, 2020 年同比降低 28.45%。二次供水公司 18 年表现尤其亮眼, 18 年净利润同比增长 139.52%, 净利润规模突破 4000 万, 20 年维持稳定增长, 实现净利润 6700 万元, 同比增长 45.76%。

图 5: 洪城环保净利润情况



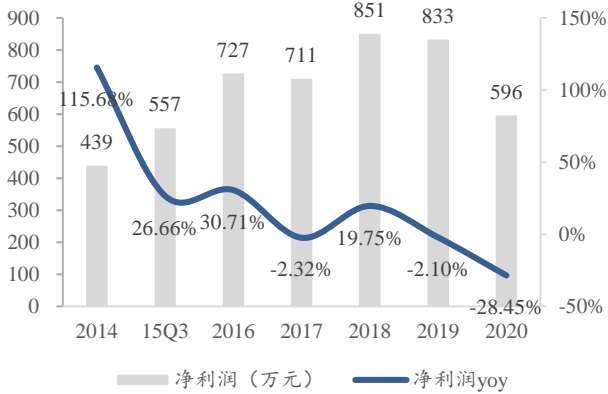
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 南昌燃气净利润情况



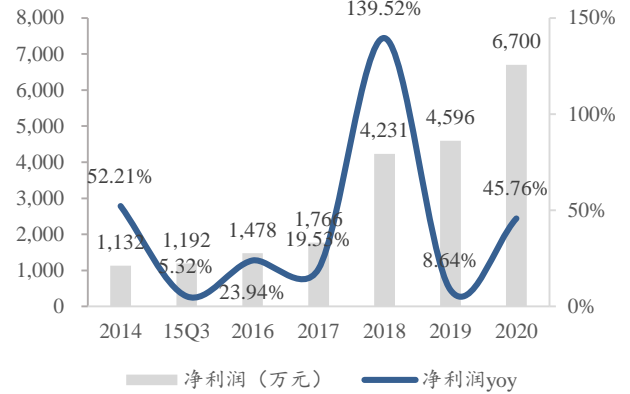
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7：公用新能源净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：二次供水净利润情况

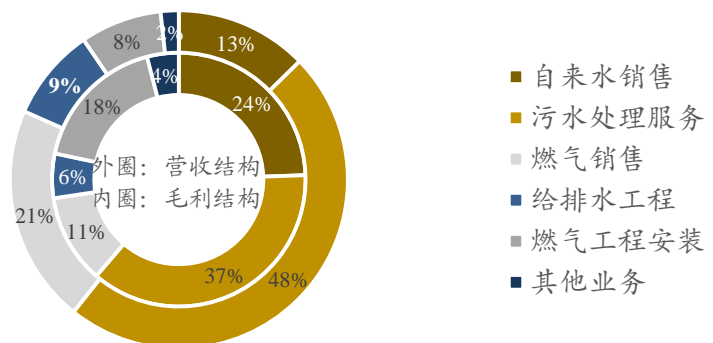


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 商业模式稳定现金流优异，股权激励绑定新任管理层

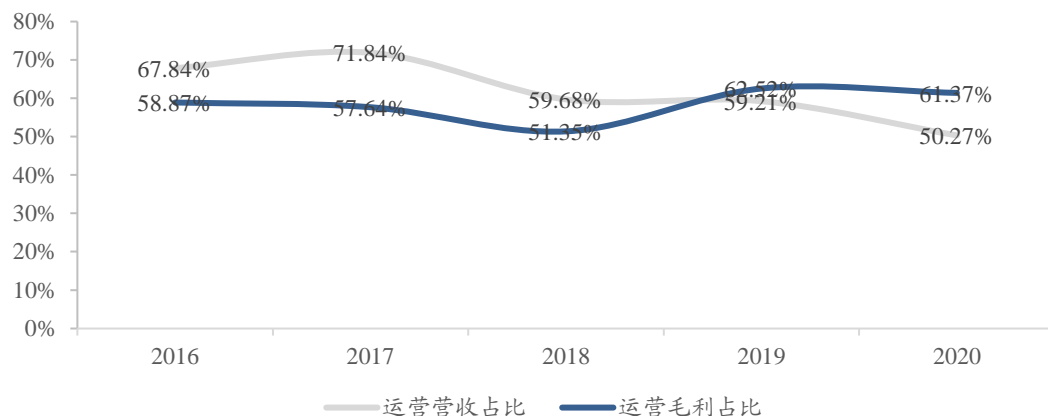
公司商业模式稳定，运营类业务收入/毛利占比 82%/73%。公司业务“3+1”板块布局，其中“3”为公司供水业务、污水处理业务和燃气能源业务，属于运营类业务，“1”为运营类业务伴生的工程类业务，包括给排水工程和燃气工程。2018年，公司工程业务接受在手污水项目提标改造和燃气接驳用户快速增长的影响，工程业务迎来快速增长，19、20年工程业务规模维持稳定，随着工程带来的高毛利率运营项目投运，运营毛利占比持续提升，2020年公司供水、污水、燃气三块运营类业务合计收入占比 50%，合计毛利占比 61%，商业模式稳定。

图 9：2020 年公司营业收入和毛利率构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

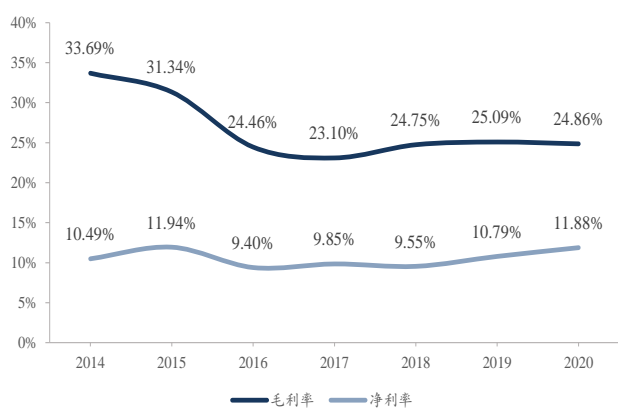
图 10: 19-20 年运营业务营收/毛利占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

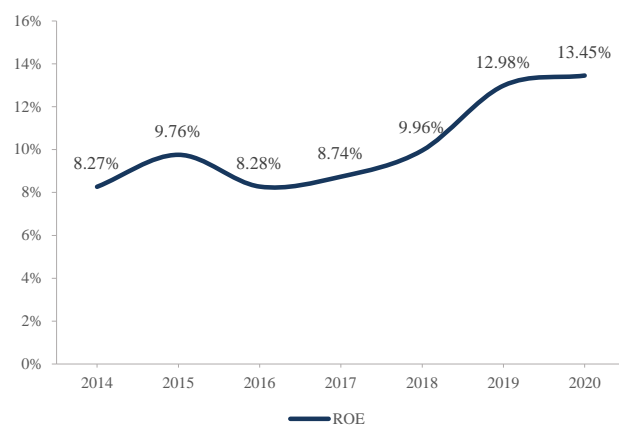
毛利率趋于平稳, 净利率稳中有升, ROE 稳定提升。公司盈利能力稳定, 2016 年由于燃气资产注入, 导致燃气销售业务的人工工资费用增加 10%以上, 毛利率和净利率小幅下滑, 随后趋于平稳或稳中有升。2020 年毛利率 24.86%, 净利率 11.88%。公司 ROE 在 2016 年小幅下滑之后持续提升, 2020 年 ROE13.45%, 增加 0.47pct。考虑公司项目陆续进入运营期, 公司 ROE 有望进一步提升。

图 11: 毛利率与净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: ROE 情况

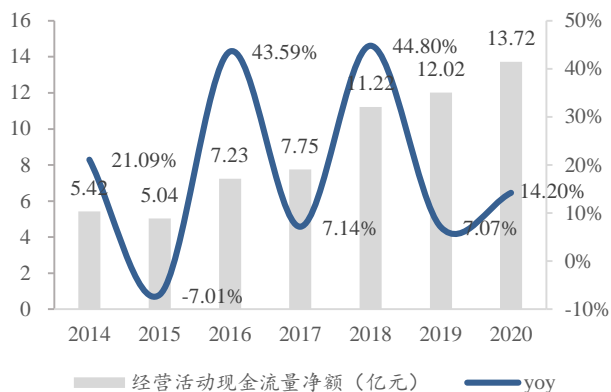


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司现金流表现优异, 公用事业属性商业模式稳定, 在手运营类项目质地优异, 现金流稳中有增。2020 年, 公司分别实现经营性现金流净额 13.72 亿元, 同比增长 14.20%。公司 20 年经营性现金净流量/净利润为 2.07, 高于 13 家可比公司平均水平 1.78。(所选可比公司包括中原环保、兴蓉环境、渤海股份、中山公用、首创环保、武汉控股、国中

水务、钱江水利、创业环保、重庆水务、江南水务、绿城水务、海峡环保)

图 13: 14-20 年公司现金流表现优异



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

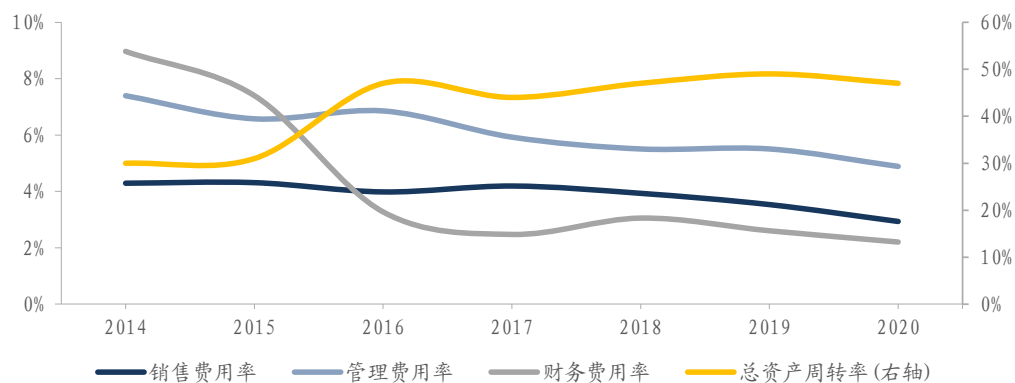
图 14: 14-20 年经营性现金净流量/净利润高于 2.0



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新管理层上任注入新活力，经营效率持续提升。2015 年公司管理层开始发生变动，经过多名高管及核心人员变动，2019 年 2 月，公司董事长邵涛上任，新一代公司管理层形成。新任管理层为公司经营管理带来新的活力，形成过程中，公司在业绩稳步提升的同时，费用管控良好，经营效率不断提高，三项费用均稳定下降，总资产周转率稳中有升，2020 公司期间费用率 10.02%，总资产周转率 0.47。

图 15: 公司期间费用率持续下降，总资产周转率持续上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

历史首次实施股权激励，绑定管理层利益。新任管理层上台后，公司快马加鞭实施公司历史上首次股权激励，绑定高管利益。2019 年 12 月，公司授予公司董事、高管及

核心骨干人 15 人 588.5 万股，授予价格 3.05 元/股。同时设有三年三个解锁期，解锁条件对公司未来三年内的净资产收益率、营业收入及分红比例提出明确要求。股权激励优厚，绑定公司利率的新任管理层有诉求也有能力推动维护公司稳定向上发展。2020 年业绩显示，第一个解锁期各业绩考核指标均已完成。2021 年 4 月，公司发布未来三年分红规划，进一步提升分红承诺比例至 50%，充分考虑投资者回报。

表 1: 股权激励解锁条件

解除限售期	解除限售比例	业绩考核指标
第一个解锁期	40%	<p>2020 年净资产收益率不低于 9% (2020 年实际 ROE 为 13.45%)</p> <p>2018 年为基础，2020 年营业收入复合增长率不低于 10% (2020 年实际复合增长率为 22.80%)</p> <p>2020 年度现金分红比例不低于 40% (2020 年现金分红比例为 60.12%)</p> <p>且前两项指标不低于对标企业 75 分位值 (ROE 位列第一，复合增长率位列第四，31%)</p>
第二个解锁期	30%	<p>前两年年均净资产收益率不低于 9%</p> <p>2018 年为基础，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%</p> <p>2021 年度现金分红比例不低于 40%</p> <p>且前两项指标不低于对标企业 75 分位值</p>
第三个解锁期	30%	<p>前三年年均净资产收益率不低于 9%</p> <p>2018 年为基础，2022 年营业收入复合增长率不低于 10%</p> <p>2022 年度现金分红比例不低于 40%</p> <p>且前两项指标不低于对标企业 75 分位值</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

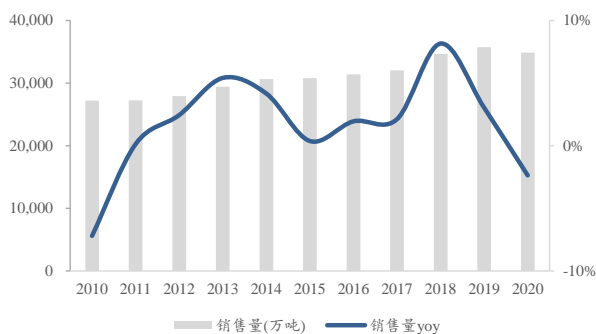
2. 水务：受益地区经济发展与城镇化推动，运营&工程迎来双升

2.1. 供水：水量稳定增长，水价提升保障利润率

扎根南昌地区人口稳定增长和人均用水量提升，带动供水量稳定增长。公司供水业务在南昌市供水市场处于领先地位，具有较强的区域自然垄断性。20 年售水量 34891 万吨，同比稍降 2.35%，2010-2020 年售水量 CAGR 2.52%。1) 南昌人口快速增长，20 年常住人口 625.50 万人，同比增长 11.69%，2010-2020 年常住人口 CAGR 为 2.18%。2) 南昌市经济快速发展带动人均水量提升，20 年 GDP 增速 3.6%，2016-2020 年 GDP CAGR

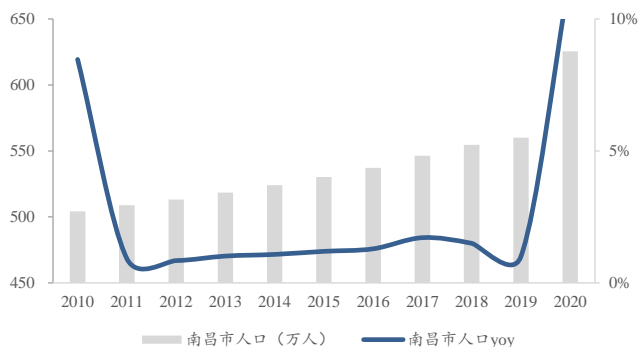
为 7.8%，位列全国省会和计划单列市第二位。依托地区人口稳定增长和人均用水量提升，我们预计未来售水量可以保持稳定增长。

图 16: 供水量稳定增长, 2010-2020 年 CAGR2.52%



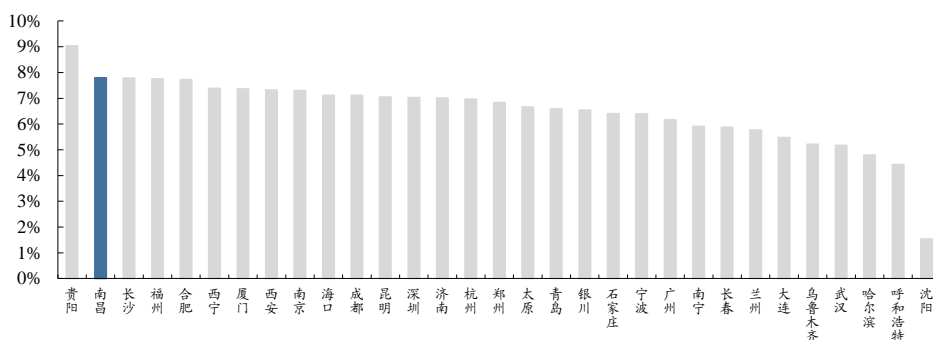
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 17: 南昌市人口稳定增长, 2010-2020 年 CAGR2.18%



数据来源: 南昌市统计局, 东吴证券研究所

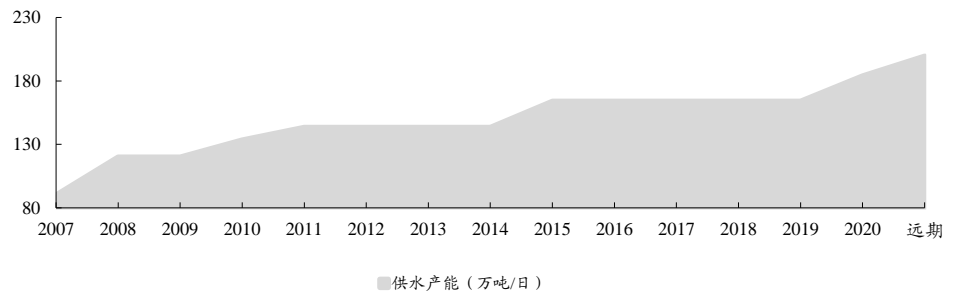
图 15: 南昌市 GDP16-20 年 CAGR 7.8%, 列全国第二位



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

水厂有序新建扩建。通过对市场需求的密切跟踪和精准把握，公司有计划节奏的推进水厂的新建与扩建，做到满足民生需求的同时实现自身业务提升。公司已经从 2008 年之前 120 万吨/日的供水产能规模，发展成为 2020 年规模 189.5 万吨/日（含托管）。公司目前在建待投产产能 10 万吨/日，远期规模达 199.5 万吨/日（含托管），配合满足未来南昌市供水需求增长。

图 18: 公司供水产能有计划的进行投放



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 公司供水项目情况 (截至 2020 年底)

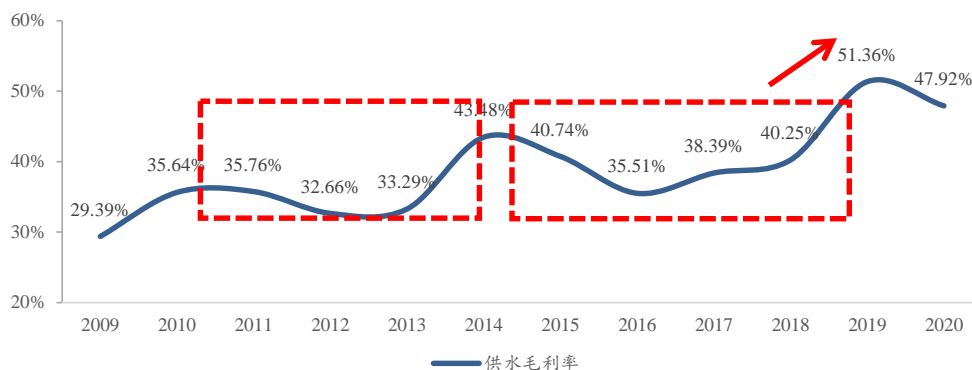
投产情况	项目名称	供水产能 (万吨/日)
已投产	青云水厂	60
	朝阳水厂	30
	下正街水厂	10
	长陵水厂	10
	牛行水厂	20
	双港水厂	10
	湾里公司	4
	红角洲水厂	10
	红角洲水厂二期	10
	城北水厂	10
	城北水厂二期	10
	托管	5.5
已投产产能合计		189.5
待投产	赣江新区空港水厂	10
待投产产能合计		10
远期规模		199.5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

水价调升保证公司供水合理利润率, 供水毛利率在调价周期中波动抬升。供水业务作为典型的公用事业, 拥有合理利润率。公司供水业务利润率随成本上升逐步下降, 当下降到低于合理利润率时, 公司迎来政府的水价调升, 带动利润率再度回升。公司供水

业务毛利率随水价调整呈现周期性波动，且供水毛利率也在多轮水价调升过程中周期性抬高，20 年公司供水受疫情水价下浮影响，毛利率达到 47.92%，仍然维持高位。

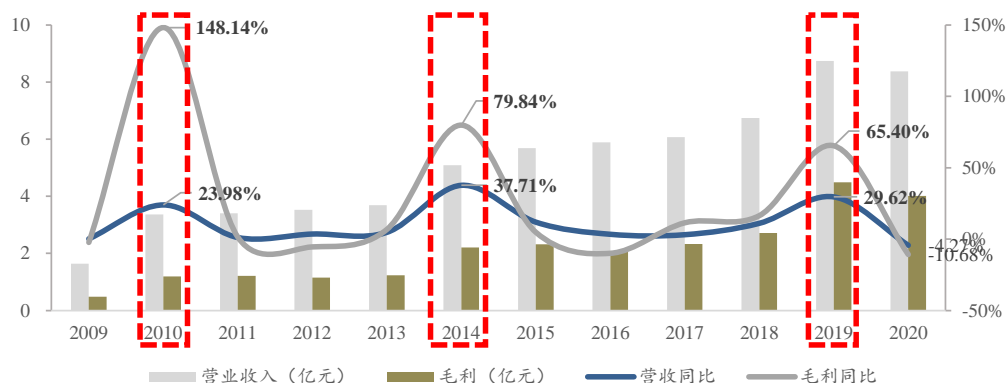
图 19: 供水毛利率随水价调升呈现出周期性抬升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

调价周期 4~5 年，水价调升带动供水营业收入与毛利双升。复盘南昌市于 2009 年、2014 年、2018 年的三次自来水提价，水价的调升均带动公司供水业务营业收入与毛利双升。2009 年 9 月水价调高执行后，2010 年供水营业收入/毛利同比增长 23.98%/148.14%；2014 年 4 月水价调高执行后，2014 年供水营业收入/毛利同比增长 37.71%/79.84%；2018 年 11 月，南昌市水价再次迎来调升，各类水水价平均涨幅 28.5%，供水 19 营业收入/毛利同比增长 29.62%/65.40%。分析南昌历史水价调整情况，调价周期为 4-5 年，我们预计 2022-2023 年会迎来下一阶段水价提升，业务增收值得期待。

图 20: 水价提价带来公司供水业务营业收入和毛利同比大幅上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 2018 年 11 月 1 日南昌执行最新自来水水价

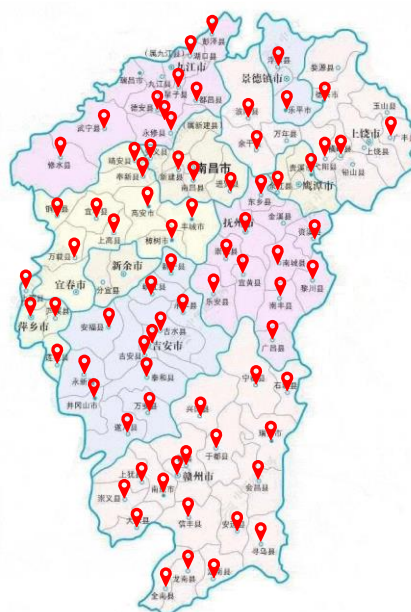
用水类别		调整前水价	调整后水价	涨幅	
一类	居民生活用水	一级用水	1.58	2.03	28.5%
		二级用水	2.37	3.05	28.7%
		三级用水	4.74	6.09	28.5%
		合表用户	1.6	2.05	28.1%
二类	非居民生活用水	2.37	3.05	28.7%	
三类	特种用水	7.9	10.15	28.5%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 污水：先发布局江西全境，扩容提标发展迅速利润增厚

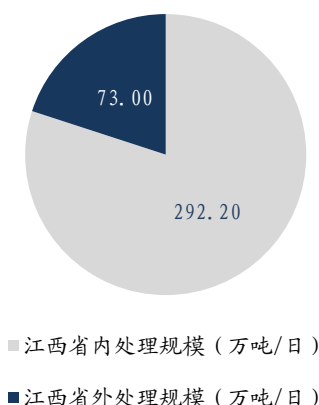
先发布局江西城镇污水，处理规模全省占比超 50%。2006 年公司首次切入污水处理行业。2010 年公司收购洪城环保，并一举获得江西省内 77 县市 78 家污水处理厂特许经营权，先发布局江西全境城镇污水处理厂。2020 年公司污水处理规模（含托管）365.2 万吨/日，其中江西省内规模 292.2 万吨/日，占比 80.01%，剩余污水处理产能布局浙江、辽宁、福建等地。据江西统计局统计，2019 年江西省内城镇污水处理规模约 328 万吨/日，按公司 20 年江西省内污水处理规模 237 万吨/日计算，占比达 72.25%。20 年公司江西省内污水处理规模增速稍微放缓，同比增长 2%，公司于江西城镇污水处理市场的市占率有望进一步提高。

图 21: 2016 年起公司污水处理业务布局江西全境



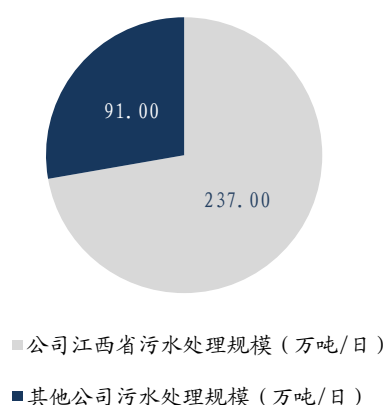
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22: 20 年公司江西境内污水规模占比 80.01%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

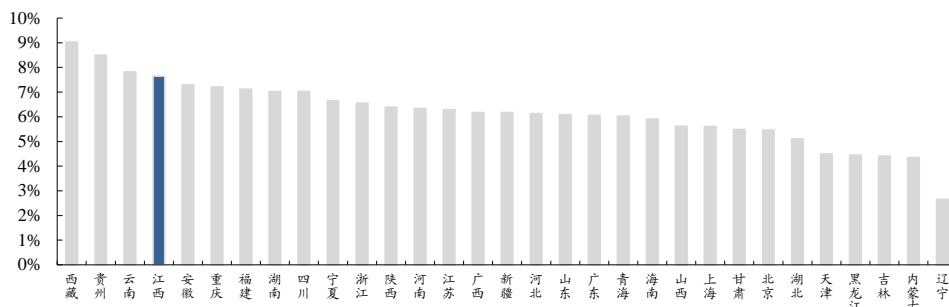
图 23: 20 年公司江西污水规模于全省占比达 72.25%



数据来源: 公司公告, 江西统计局, 东吴证券研究所

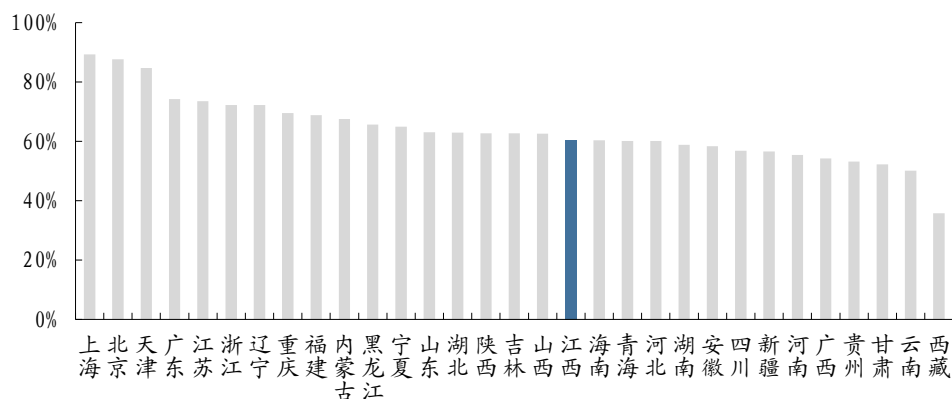
地区经济快速发展城镇化水平提升, 污水排放量和处理率双升。公司污水处理 88.01% 的规模来自于江西。江西经济发展势头强劲, 全省 GDP2016-2020 年 CAGR7.6%, 复合增速在全国省及自治区中排第 4 位。2020 年, 江西省城镇化率 60.44%, 在全国省及自治区中排第 18 位, 属中等偏后位置。地区经济的快速发展带动污水排放量稳定增长, 较低的城镇化率为未来江西全省污水排放量提供了较大空间。2019 年, 江西全省污水排放量 15.26 亿吨, 2013-2019 年 CAGR1.61%, 2019 年, 江西全省生活污水处理量 14.30 亿吨, 2013-2019 年 CAGR6.87%, 处理量复合增速显著快于排放量。江西全省污水处理率一路攀升, 2019 年全省生活污水处理率达 93.73%。2021 年 6 月, 两部委发布《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》, 提出到 2025 年县城污水处理率达到 95% 以上, 江西全省生活污水处理率仍有 1.27% 的提升空间。两部委对城镇污水处理率提出明确要求, 为未来江西省内污水处理量提供了保障。

图 24: 16-20 年江西经济增长迅速, GDP 增速排名全国前列



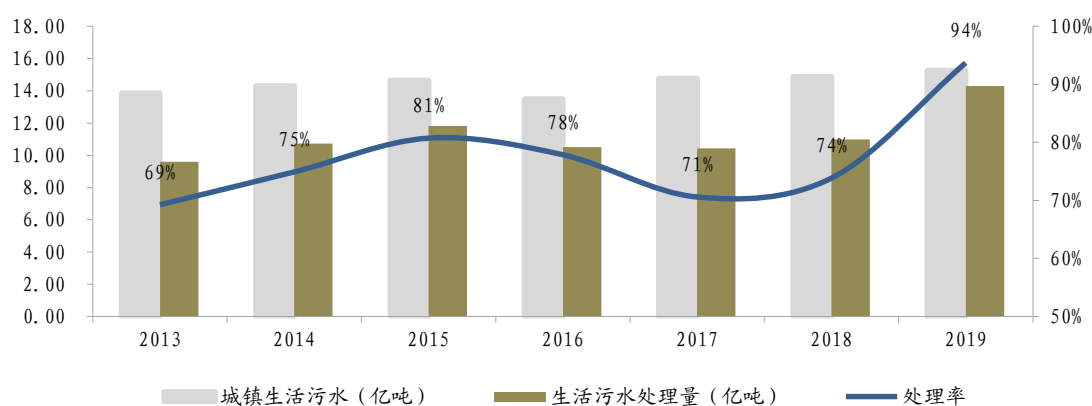
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 25: 2020 年江西省城镇化率在全国排中等偏后位置



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

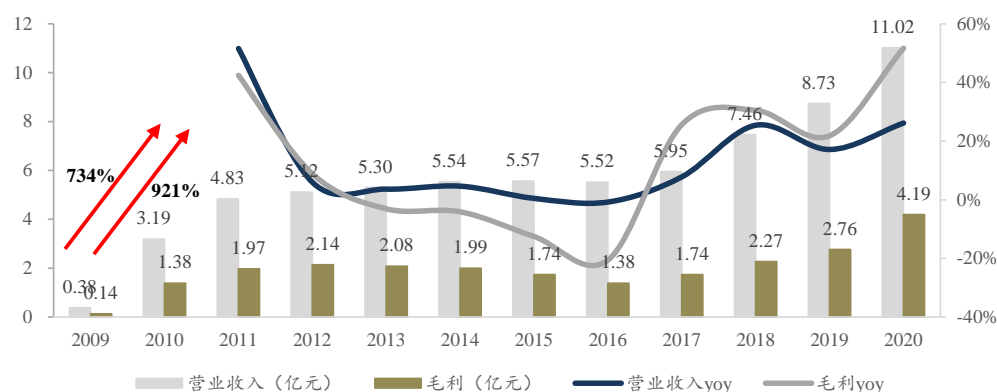
图 26: 江西省生活污水排放量和处理率双升



数据来源：住建部，江西统计局，东吴证券研究所

背靠江西水量水价双升，污水业务再迎高成长。公司 2010 年收购洪城环保，污水业务实现突破，2010 年污水处理业务实现营业收入/毛利 3.19/1.38 亿元，同比增长 734%/921%。踏上新台阶后，公司污水处理业务稳健增长。2018~2020 年公司污水处理业务再次实现较快增长，2020 年污水处理业务实现营业收入/毛利 11.02/4.19 亿元，同比增长 26%/52%。此轮污水处理业务的高速增长主要系公司积极拓展污水规模带来的水量的增长和项目提标带来的污水处理费提升。

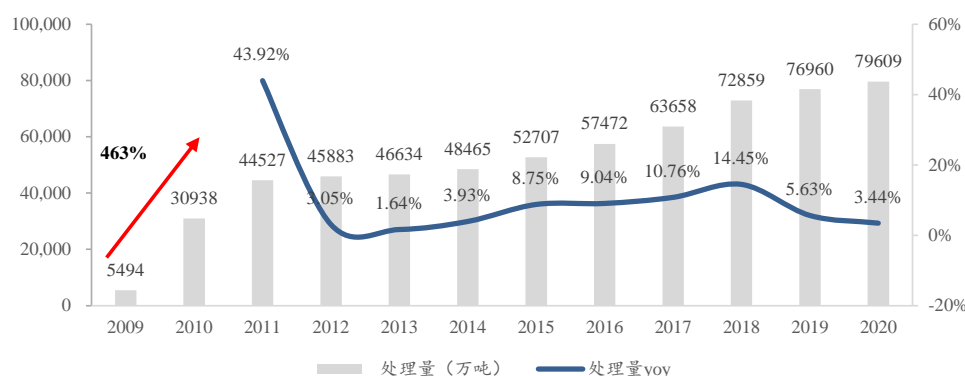
图 27: 污水处理业务再迎高成长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

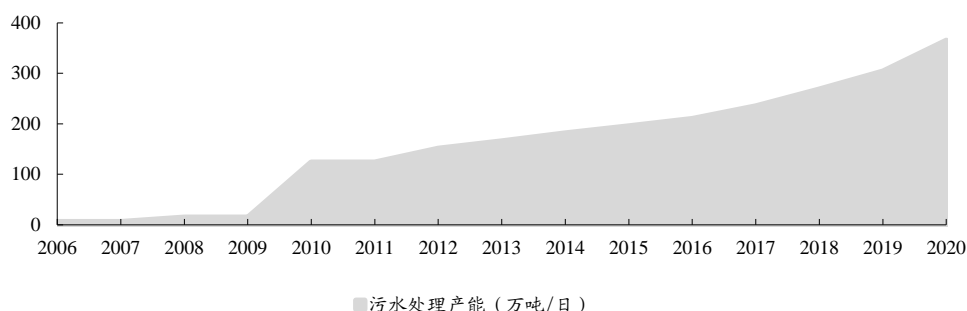
积极拓展污水处理产能，20 年底设计规模已达 365.2 万吨。2010 年，公司收购洪城环保，污水处理规模实现突破，处理规模从 15 万吨/日提升至 123.8 万吨/日，污水处理规模实现 463.12% 的增长。公司污水业务在规模提升的同时，布局了江西全省 78 家城镇污水处理厂，为后期项目扩容和二期建设建立先发优势。另外，公司积极获取拓展新项目，布局浙江、福建、辽宁等地。历经十余年发展，20 年底公司污水设计规模（含托管）已达 365.2 万吨，处理规模再次实现 195.0% 的增长。2020 年全年其他项目新签订特许权协议共 13 个，2020 年 1 月公司最新中标的青山湖污水处理厂扩建 PPP 项目（20 万吨/日）和红谷滩污水处理厂扩建 PPP 项目（20 万吨/日）已于年底进入试运行，总设计规模将再度攀升。

图 28: 公司污水处理量稳定增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

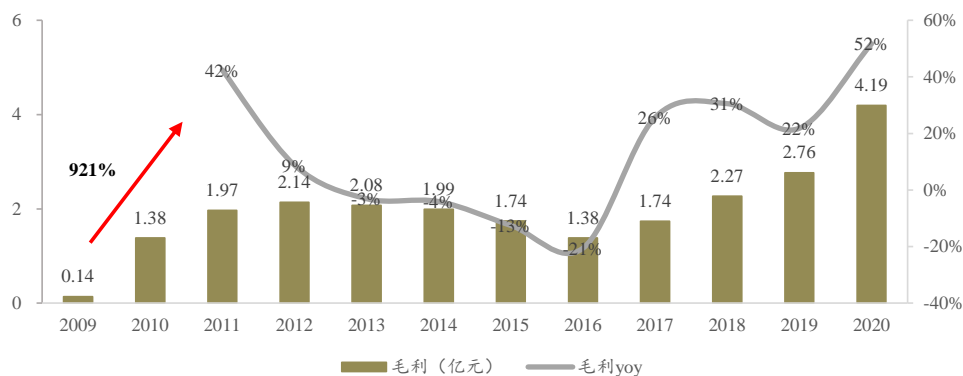
图 29：公司污水处理规模增长迅速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

排放提标一级 A，处理费上升增厚利润。2015 年国务院颁布《水污染防治行动计划》，要求敏感区域城镇污水处理设施应于 2017 年底前全面达到一级 A 排放标准。建成区水体水质达不到地表水 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。全国城镇污水处理厂开始提标排放改造。公司所在江西省更是走在全国前列，2019 年，江西住建厅、省环保厅、省发改委联合发布《江西省城镇生活污水处理提质增效三年行动实施方案（2019-2021 年）》，**要求加快推进县城及以上城镇污水处理厂一级 A 提标改造，力争在 2020 年底前完成。**公司污水处理费通过与政府协定，由签订的特许经营协议决定。分析公司污水处理价格变化情况，处理水价于 2017 年轻微下调，主要系一二期项目水价合并导致。公司在 2020 年加快推进了宁都、浮梁等地污水处理厂提标改造工作，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 50 家，正在建 30 家，另有 5 家在推进前期工作。对比公司 2017 年签订辽宁营口城市污水 PPP 项目（排放标准一级 A，平均水价 1.31 元/吨）、2020 年最新签订的红谷滩、青山湖污水处理厂项目，（排放标准一级 A，项目水价为 1.4923 元/吨和 1.8168 元/吨）。一级 A 排放标准水价显著高于公司在运营项目一级 B 排放标准水价。我们预计随着公司项目提标工程的推进并投入运营期，**处理水价的抬升将带动公司污水处理收入和毛利率双升，增厚公司污水处理利润。**

图 30: 污水业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4: 污水排放标准提标一级 A 政策梳理

年份	文件名	区域	发文单位	相关内容
2015	《水污染防治行动计划》	全国	国务院	敏感区域(重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域)城镇污水处理设施应于 2017 年底全面达到一级 A 排放标准。建成区水体水质达不到地表水 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。
2016	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	全国	发改委、住建部	敏感区域(重点湖泊、重点水库及近岸海域汇水区域)以及建成区水体水质未达到地表水 IV 类标准的城市，现有污水处理设施提标改造达一级 A 排放标准。
2017	《关于加快推进城镇污水处理厂提标改造和污泥处理处置设施建设的通知》	江西	省住建厅、省发改委、省环保厅	强化敏感区域污水处理设施提标改造，2017 年底前，全省敏感区域内城镇污水处理厂完成提标改造，全面达到一级 A 排放标准，其他城镇污水处理厂 2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求
2019	《城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)》	全国	住建部、环保部、发改委	经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019	《江西省城镇生活污水处理提质增效三年行动实施方案》	江西	省住建厅、省环保厅、省发改委	要加快推进县城及以上城镇污水处理厂一级 A 提标改造，力争在 2020 年底前完成

数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所

表 5: 公司污水处理水价 17 年有下降, 系一二期项目水价合并 (单位: 元/吨)

项目	2016	2017	2018	2019	2020
洪城环保江西区域	1.19	1.15	1.15	1.15	1.15
朝阳环保	0.92	0.94	0.94	0.94	0.94
九江环保	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
萍乡环保	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
温州洪城	1.15	1.14	1.14	1.14	1.14
温州清波	2.08	1.37	1.37	1.37	1.37
温州弘业	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
辽宁洪城		1.31	1.31	1.31	1.31
红谷滩 PPP 项目					1.49
青山湖 PPP 项目					1.82

注: 红谷滩、青山湖 PPP 项目水价信息来自公司公告 A 股可转债募集说明书

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

项目提标一级 A 进度过半, 排放持续提标值得期待。2020 年加快推进了宁都、浮梁、樟树、上栗等地污水处理厂提标改造工作, 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 50 家, 30 家正在建设, 5 家正在推进前期工作。对比《城镇污水处理厂污染物排放标准》与《地表水环境质量标准》, 提标过后执行一级 A 标准的出水仍然低于地表 V 类水标准, 不具有水域使用功能。污水排放仍然有提标的空间, 部分城市已经先行提高地方污水排放标准, 根据北京市政府 2012 年 5 月批准的城镇污水处理厂污染物排放标准, 新(改、扩)建城镇污水处理厂根据排入 II、III 类水体和 VI、V 类水体分别执行 A 标准和 B 标准。其中 B 标准主要控制指标项目已经达到地表 VI 类水标准, A 标准已经达到地表 III 类水标准。公司部分项目排放标准已经达到地表 VI 类水标准, 公司已经有准备, 也有技术储备满足污水处理厂下一轮提标, 下一轮污水提标带动公司污水业绩提升值得期待。

表 6: 一级 A 标准仍低于地表 V 类水标准

排放标准	化学需氧量 (mg/L)	五日生化需氧量 (mg/L)	氨氮 (mg/L) (以 N 计)	总磷 (mg/L) (以 P 计)	总氮 (mg/L) (以 N 计)	
地表水环境质量标准	III 类水	20	4	1	0.2	1
	VI 类水	30	6	1.5	0.3	1.5
	V 类水	40	10	2	0.4	2
城镇污水处理厂污染物排放标准	一级 A	50	10	5	0.5	15
	一级 B	60	20	8	1	20
北京市污水综合	A 标准	20	4	1	0.2	10

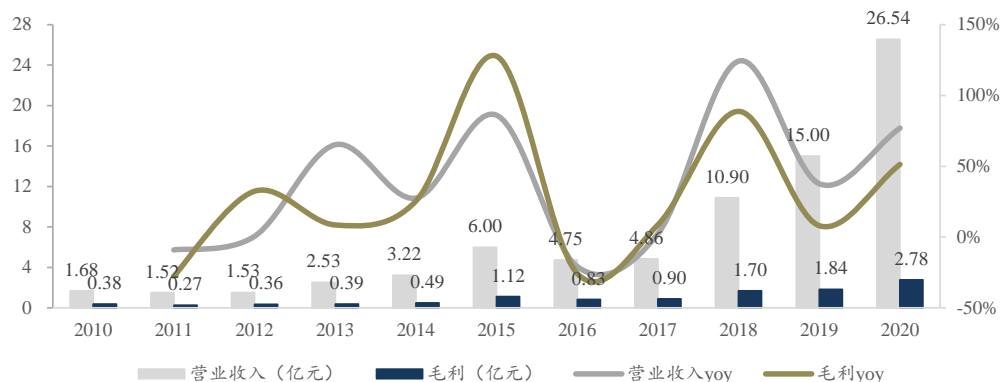
排放标准	B 标准	30	6	1.5	0.3	15
------	------	----	---	-----	-----	----

数据来源：生态环境部，北京市生态环境局，东吴证券研究所

2.3. 给排水工程：提标扩容&二次供水增长强劲

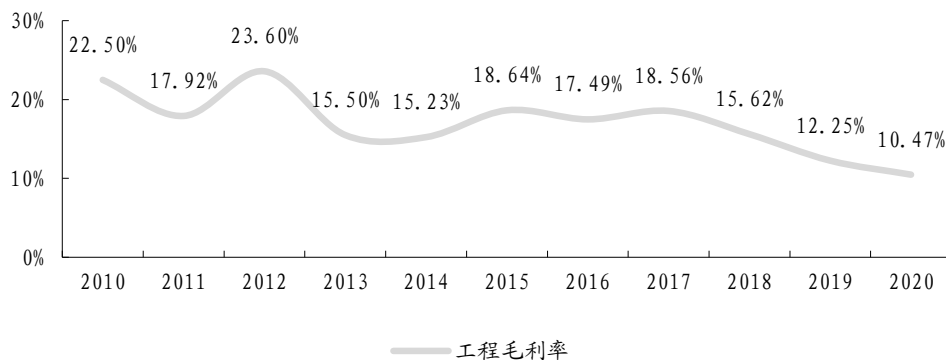
公司工程取得市政公用工程施工总承包一级资质，主要包括水厂、污水厂和管网建设；2016 年公司注入二次供水公司资产，工程业务再增强劲增长点。2020 年业务营业收入和毛利大幅增长，实现营业收入和毛利 26.54/2.78 亿元，同比增长 76.95%/51.27%。公司过去工程业务的快速增长主要系公司在手污水项目提标扩容、新项目获取以及二次供水公司业绩贡献增大。

图 31：工程业务营业收入&毛利大幅增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32：工程毛利率略有下滑

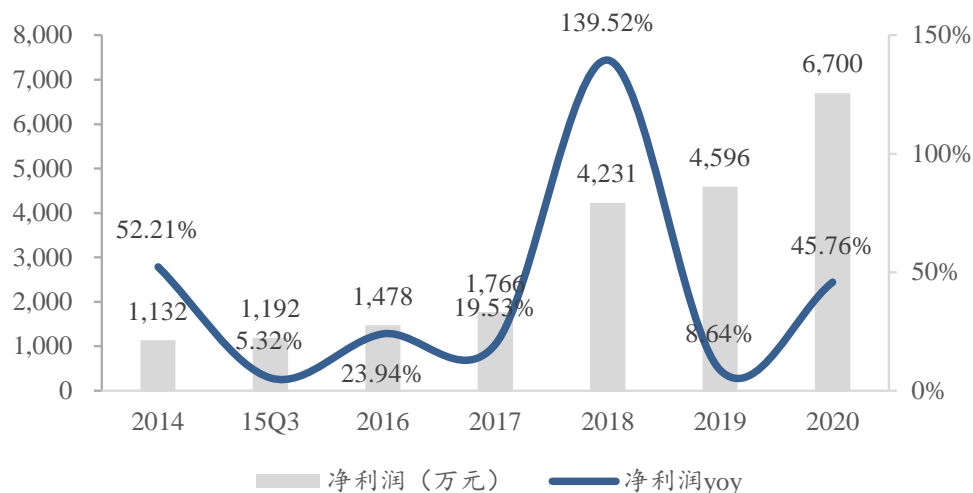


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

提标扩容带动工程业务快速增长，持续提标打开工程业务新空间。根据前文，公司共承接 85 家污水处理厂的提标改造项目，积极响应政府号召，推动在手项目提标扩容，各项目均在持续推动中，工程业务受益明显。2020 年初，中标的青山湖污水处理厂扩建工程和红谷滩污水处理厂扩建工程，合计规模 40 万吨/日，合计投资总额 19.3 亿，已于年底试运行。考虑到未来污水处理厂持续提标，公司工程业务空间值得期待。

二次供水公司延伸供水业务至“最后一公里”。二次供水公司主营业务为二次供水设备安装及附属的二次供水设备的销售，并致力于发展二次供水服务业务。二次供水作为多层和高层建筑的主要加压供水方式，解决供水企业的“最后一公里”难题。自 2016 年二次供水公司注入公司以来，二次供水业务快速发展。2020 年二次供水公司净资产 11276 万元，2015-2020 净资产 CAGR 为 23.71%。2020 年二次供水实现净利润 6700 万元，同比增长 45.76%。

图 33：二次供水公司快速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

政策推动打开二次供水市场空间，二次供水公司具有先发、品牌、技术三大优势。2012 年 8 月，《江西省城镇生活饮用水二次供水管理办法（试行）》发布，管理办法对二次供水的设施建设、设施管理、卫生监督等方面提出了明确要求。2014 年 12 月，《江西省城镇生活饮用水二次供水工程技术规程》发布，技术规程对二次供水的设计、施工和验收进行了规范。2015 年 2 月，住建部等四部委发布《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》，要求加强和改进城镇居民二次供水设施建设和管理工作。政策推动打开二次供水市场空间。南昌市 2020 年 GDP 增速较快，为 3.6%，位列全国省会和计划单列市中第 15 位。作为省会城市，南昌市应匹配较多高楼，提升土地利用效率和城市形象。然而，根据江西省住建厅 2019 年 6 月发布数据，二次供水在南昌市服务人口占比较低，约 30%，二次供水工程市场空间较大。另外，江西省二次

供水管理中，物业管理占比达 70%，供水企业占比仅 10%。二次供水公司作为南昌市唯一供水企业的子公司，在二次供水工程和服务中，均拥有**品牌优势**和**先发优势**。公司格外重视二次供水研发投入，具有**技术优势**。2018 年公司研发支出 2865.17 万元，同比增长 23.50%，主要系二次供水公司新增的项目研发。2018 年 12 月 4 日，二次供水公司取得高新技术企业证书，三年内享受 15%的企业所得税率优惠。2019 年公司研发支出 2835.69 万元，维持 18 年研发支出水平。19 年公司制定二次供水经营计划，力争用三年时间彻底解决南昌市 300 多个老旧小区，1700 多个单元总表，共计 25 万余户供水分户改造工程。二次供水业务有望继续突破，贡献公司工程业绩。

表 7：二次供水相关政策

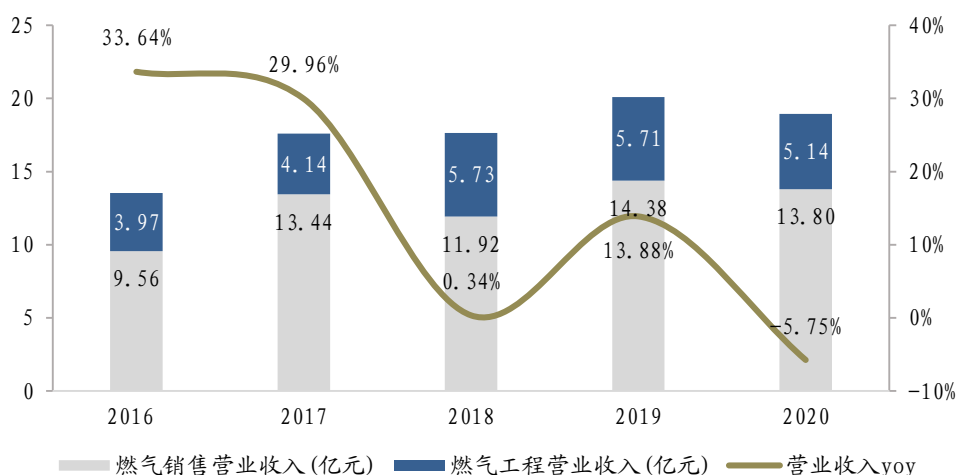
年份	文件名	发文单位	相关内容
2012/8	《江西省城镇生活饮用水二次供水管理办法（试行）》	江西省住建厅	管理办法对二次供水的设施建设、设施管理、卫生监督等方面提出了明确要求
2014/12	《江西省城镇生活饮用水二次供水工程技术规程》	江西省住建厅	技术规程对二次供水的设计、施工和验收进行了规范
2015/2	《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》	住建部、发改委、公安部、卫计委	要求科学规划建设二次供水设备，推进二次供水设备运行维护专业化，政府要充分发挥在二次供水建设与管理中的主导作用
2021/4	《江西省城市功能与品质提升三年行动 2021 年工作方案》	江西省住建厅	要求加强二次供水设施建设运维管理，落实清洗消毒制度，完成设施排查摸底，推进问题隐患整治和设施改造。

数据来源：住建部，江西省住建厅，东吴证券研究所

3. 燃气：销售与工程共享“气化南昌”红利

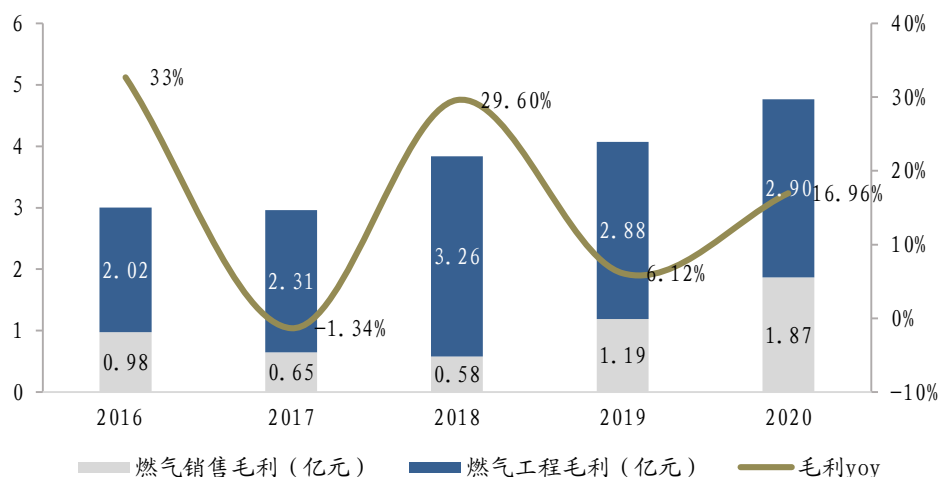
公司燃气板块包括燃气销售业务和燃气工程。2020 年公司燃气业务实现营业收入 18.94 亿元，同比微降 5.75%，实现毛利 4.77 亿元，同比增长 16.96%。拆分公司 2020 年营业收入和毛利结构，燃气销售/工程营业收入占比 72.85%/7.15%，燃气销售/工程毛利占比 39.17%/60.83%。

图 34: 燃气板块营业收入近几年保持平稳



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 35: 燃气板块毛利稳定增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

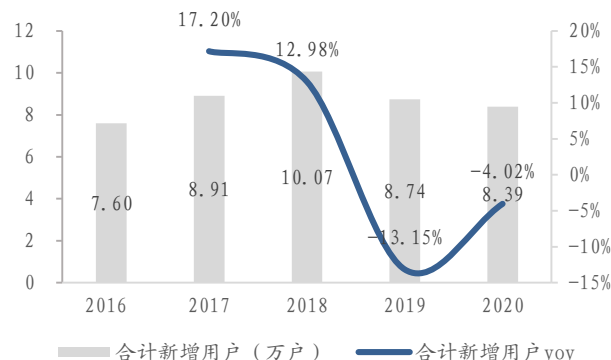
受益“气化南昌”积极拓展用户，利好公司燃气销售与工程。2016年南昌市政办公厅发布了《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管网改造”民生工程工作的通知》明确从2016年起，2019年实现城区燃气气化率达到90%以上。近年来，南昌市一直积极推进“气化南昌”，2018年南昌市政府颁布《南昌市推进燃气事业发展三年行动计划方案》，再次明确“气化南昌”目标。公司积极响应政府“气化南昌”目标，开拓下游燃气用户。公司2016-2020年燃气客户稳定增长，2020年拥有客户104.92万户，同比增长8.70%，2020年新增居民用户8.29万户，新增非居民用户1020户，合计新增燃气用户8.39万户，新增用户略有下降，同比减少4.02%。

图 36: 燃气业务用户数快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

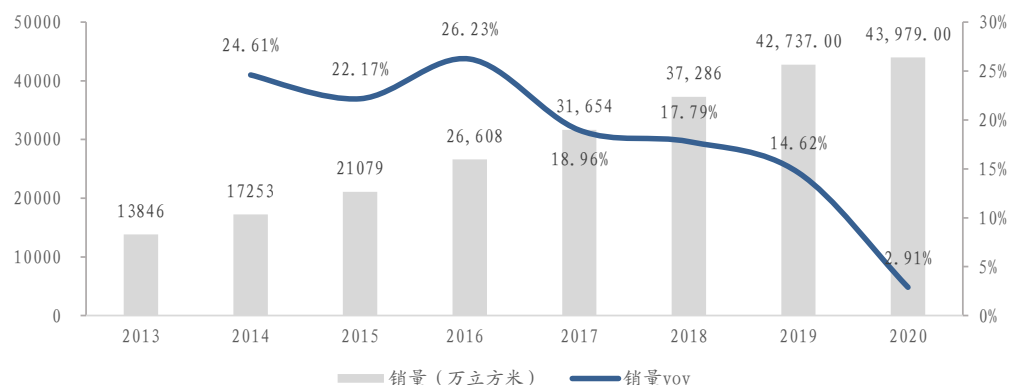
图 37: 燃气业务新增用户数稳定增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

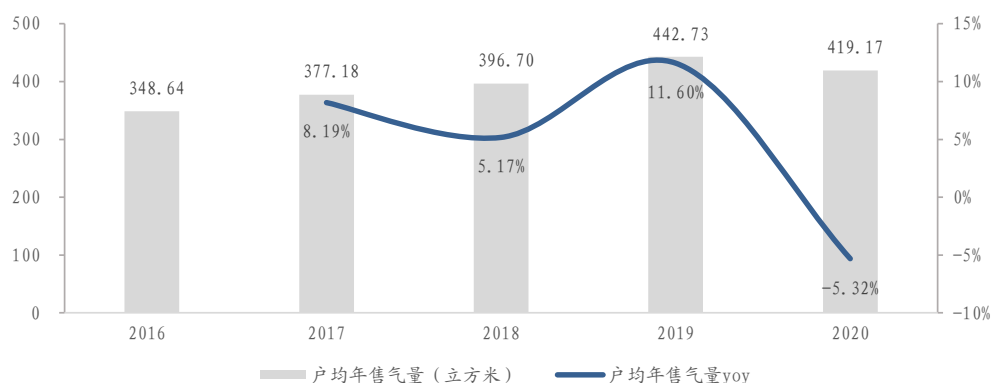
公司售气量攀升, 带动燃气销售业务稳定增长。2020 年全年售气 43979 万立方米, 同比增长 2.91%。公司售气量的提升来自下游新客户的大幅度拓展, 抵消了户均年售气量的下降。2020 年公司户均年售气量 419.17 立方米/户, 同比下降 5.32%。公司燃气销售毛利率有所回升, 2020 年燃气销售毛利率 13.52%, 比去年增加 5.27pct, 毛利率水平仍然较低。随着未来燃气销售业务毛利率提升, 叠加地区稳定攀升的售气量, 燃气销售业绩提升空间较大。

图 38: 燃气销售量维持稳定增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 39: 户均年售气量小幅下降



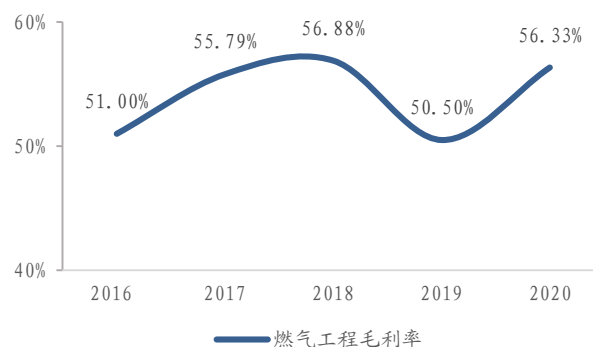
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 40: 燃气销售毛利率有所回升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 41: 燃气工程属高毛利率业务



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

燃气工程属高毛利率业务, 业绩弹性较大。公司燃气工程业务同时益于“气化南昌”的推进, 工程直接受益于新用户的拓展。燃气工程是公司的高毛利率业务, 2020 年毛利率 56.33%。伴随气化率推动, 新增燃气用户的增加, 公司燃气工程业绩弹性较大。

保守估计公司近期新增燃气户数 18.22 万户, 用气量增幅 34.25%; 远期新增户数 30.68 万户, 用气量增幅 70.15%。截至 2019 年 12 月 31 日, 南昌城区范围内天然气气化率约为 70%。2019 年江西城区户数和非城区户数约为 91.08 万户和 70.50 万户。按南昌市燃气总用户 96.53 万户计算, 城区气化率 70% 计算, 非城区气化率约为 46%。南昌户数近年增长比较平稳, 2015-2020 年户数 GAGR 为 3.64%。我们保守估计不考虑南昌市户数增加与城区范围扩大的前提下, 近期假设城区气化率达到 90%, 不考虑非城区用户, 我们预计可新增用户 18.22 万户。远期假设南昌城区非城区气化率均达 90%, 以 18 年非城区 46% 的气化率为基础, 我们预计可新增用户 30.68 万户。假设户均年用气量 500

立方米/户,近期年售气量较2019年增长**34.25%**,远期年售气量较2019年增长**70.15%**。叠加考虑南昌市户数增加和市区范围扩大,燃气板块发展空间再度打开。

表 8: 南昌天然气远期新增用户空间保守估计 30.68 万户

	2019	近期	远期
城区户数(万户)	91.08	91.08	91.08
非城区户数(万户)	70.50	70.50	70.50
燃气用户(万户)	96.53	114.75	145.43
城区气化率	70%	90%	90%
城区燃气用户(万户)	63.76	81.97	81.97
非城区气化率	46%	46%	90%
非城区燃气用户(万户)	32.77	32.77	63.45
新增户数(万户)		18.22	30.68
用气量增幅		34.25%	70.15%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 环保督察敲响警钟, 战略合作三峡打开 836 亿空间发展加速

4.1. 长江大保护落地投资已达 1423 亿

央企引领长江大保护, 三峡集团落地投资已达 1423 亿。2018 年 4 月 26 日, 总书记在武汉深入推动长江经济带发展座谈会上提出“三峡集团要发挥好应有作用, 积极参与长江经济带生态修复和环境保护建设。”同年 7 月, 推动长江经济带发展领导小组办公室印发《关于支持三峡集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》, 形成以央企带头引领的长江大保护模式, 通过探索实践, 三峡集团已形成较为完善的治水方略。三峡集团的投资力度不断加大, 2019 年三峡共抓长江大保护落地投资额 589.4 亿, 截至 2021 年 3 月, 落地投资额已达 1423 亿。2019 年, 首批四个试点城市九江、芜湖、岳阳、宜昌落地投资额均不低于 70 亿, 截至 2020 年底, 九江落地投资额已达 238.85 亿元。

图 42: “163 字三峡治水方略”



方向原则

以城镇污水处理为切入点，以摸清本底为基础，以现状问题为导向，以污染物总量控制为依据，以总体规划为龙头，坚持流域统筹、区域协调、系统治理、标本兼治的原则

模式机制

遵循“一城一策”，突出整体效益和规模化经营，通过“厂网河（湖）岸一体”、“泥水并重”、资源能源回收、建设养护全周期等模式开展投资建设和运营

实现目标

促进城镇污水全收集、收集全处理、处理全达标以及综合利用，保障城市水环境质量整体根本改善

数据来源：《三峡集团 2019 年共抓长江大保护可持续发展报告》，东吴证券研究所

表 9: 2019 年三峡集团长江大保护试点城市落地投资额与投资内容

试点城市	项目个数	投资 (亿元)	污水处理能力 (万吨/日)	管网修复 (km)	管网新建 (km)
九江	16	160.2	35.1	247.5	608.1
芜湖	46	69	78.2	1003	308.7
岳阳	46	152.6	54.5	9.4	234
宜昌	36	70.8	16.9	-	252.5

数据来源：《三峡集团 2019 年共抓长江大保护可持续发展报告》，东吴证券研究所

江西综合环保公用平台，战略合作三峡共抓大保护发展加速。分析三峡落地项目与集团治水方略，长江大保护将主要围绕厂（污水处理厂提标、扩建、配套管网、泵站、智慧管控等）、网（污水管道、雨水管道的新建与改造）、环境综合治理（生态景观治理）等。2021 年 3 月，公司与三峡集团子公司长江环保集团签署战略合作框架协议，协议提到，双方积极发挥各自优势，近期重点在南昌等地的水环境综合治理项目，将在江西省及周边省份区域开展深入合作。公司作为南昌地方国企，环保资产布局江西全境，战略合作三峡集团，发展有望加速。

4.2. 共抓大保护，污水处理投资空间达 333 亿

江西省内污水处理投资市场空间达 333 亿元。污水处理是长江大保护的基本任务，我们对江西省污水处理投资规模市场空间进行测算，关键假设如下：1) 单位投资额：参考三峡部分首批试点城市的芜湖市、无为县、九江市水处理项目，每日污水处理厂单位水量修复投资额（含提标改造、新建扩建水量、新建管网项目）为 8919 元/吨/日；2) 新建规模：以芜湖市、无为县项目为基数所得总水量与存量水量之比为 1.39。依据江西

省扩建后的水量叠加单位水量修复投资额，江西省污水处理投资规模市场空间约为 333.06 亿元。

表 10: 江西省污水处理厂提标扩容投资与建设规模

项目		投资额 (万元)	存量水量 (万吨/日)	新/扩建水量 (万吨/日)	新建管网 (公里)
芜湖市城区污水系统提质增效一期 PPP 项目		451017.94	44	17.5	149.8
无为县城乡污水处理一体化 PPP 项目		116733.76	5.5	2.04	180
九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目	芳兰区域污水处理综合治理一期工程	54021.42	-	3	53.7
	白水湖区域污水处理综合治理一期工程	34117.02	-	1.5	23.1
合计		655890.14	49.5	24.04	406.6
总水量/存量水量		1.39			
江西省目前水量 (万吨/日)		267.74			
江西省扩建后水量 (万吨/日)		373.43			
江西省扩建水量 (万吨/日)		105.69			
单位水量修复投资额 (元/吨/日)		8918.82			
江西省污水处理厂提标扩容投资 (亿元)		333.06			

注：单位水量修复投资额为长江流域提标改造、新建扩建水量、新建管网项目的平均单吨投资额；

总水量/存量水量计算以芜湖及无为县项目为基数所得平均值；

江西省扩建后总水量=江西省日处理量×总水量/存量水量；

江西省污水处理厂提标扩容投资=江西省扩建水量×单位水量修复投资额。

数据来源：住建部，招标网，公司公告

4.3. 共抓大保护，管网新建&改造投资空间达 109 亿

污水收集率提升至 70%，管网新建改造投资空间 64 亿。江西省 2020 年污水收集率平均值仅为 40%，污水管道长度为 7277 km，根据发改委和住建部发布的《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，2025 年全国城市污水集中收集率要达到 70%，我们预计管网仍存在 8603 km 的增长空间，建成后，江西省污水管道长度为 15880 km。根据三峡集团控股管网修复运营战略合作公司纳川股份公司公告，我们假设单位重量管道长度为 20 米/吨、管道单价 1.49 万元/吨、改造所需管材/新建所需管材比为 0.5，可以推算污水管网新建改造投资空间约为 64.09 亿元。

表 11: 江西省集中收集率目标带来 64.09 亿元投资市场空间

城市	2020 年污水 集中收集率目标	2021 年污水 集中收集率目标	污水管道长度 (km)	新建污水管道长度 (km)	预计投资额 (亿元)
九江市	43%	80%	715	615.23	4.58
新余市	50%	70%	335	134.00	1.00
南昌市	42%	70%	1072	714.67	5.32
景德镇市	36%	70%	523	493.94	3.68
宜春市	43%	70%	540	339.07	2.53
吉安市	40%	70%	491	368.25	2.74
萍乡市	28%	70%	79	118.50	0.88
上饶市	33%	70%	585	655.91	4.89
鹰潭市	33%	70%	220	246.67	1.84
抚州市	29%	70%	524	740.83	5.52
赣州市	20%	70%	896	2240.00	16.69
庐山市	80%	85%	59	3.69	0.03
共青城市	83%	85%	31	0.75	0.01
瑞昌市	82%	84%	44	1.07	0.01
井冈山市	44%	70%	56	33.09	0.25
乐平市	38%	70%	104	87.58	0.65
樟树市	32%	70%	180	213.75	1.59
丰城市	28%	70%	189	283.50	2.11
贵溪市	22%	70%	104	226.91	1.69
高安市	25%	70%	277	498.60	3.71
瑞金市	20%	70%	154	385.00	2.87
德兴市	23%	70%	99	202.30	1.51
合计 (平均)	40% (平均)	72% (平均)	7277	8603.31	64.09

数据来源：住建部，东吴证券研究所测算

考虑雨污分流改造，投资空间达 44.75 亿。以南昌市为例，对标已经经过改造且气候与南昌类似的城市（九江市雨污合流管道占污水管道长度的 **30.9%**）对管网进行雨污分流改造，长期来看，雨污分流工程将拓展到江西省的其他城市，根据南昌改造的投资额和江西省城市数量（不包括九江，共有 21 个），可计算出江西省的雨污分流工程投资额，同样假设单位重量管道长度为 20 米/吨、管道单价 1.49 万元/吨、改造所需管材/新建所需管材比为 0.5，**雨污分流工程投资额达 44.75 亿元。江西省内合计管网投资金额预计可达 109 亿。**

表 12: 江西省雨污分流管网改造投资市场空间达 44.75 亿元

城市名称	排水管道长度 (km)			雨污合流管道长度/污水管道长度
	污水管道	雨水管道	雨污合流管道	
九江市	714.7	796.2	220.8	30.9%
南昌市	1071.7	1087.9	801.6	74.8%
将污水集中收集目标带来的污水管道增量 715 km 加入到污水管网长度, 南昌市总污水管道长度为 1787 km; 按照雨污合流管道长度/污水管道长度为 0.309 进行改造, 改造过程:				
改造前	1786.7	1087.9	801.6	44.87%
改造过程	改造增加 190.7	新建增加 190.7	改造减少 190.7	—
改造后	1977.4	1278.6	610.9	30.90%
投资额测算	0.71	1.42	合计	2.13

数据来源: 住建部, 东吴证券研究所

4.4. 共抓大保护, 流域综合治理仅南昌投资预计可达 395 亿

流域综合治理, 南昌市投资空间达 394.56 亿元。对标试点城市九江的两河(十里河、濂溪河)流域综合整治工程, 该工程总投资额为 36.7 亿; 扣除用于扩建 7 万吨/日、新建 13 万吨/日处理规模的污水处理厂、新建管道 33.9 公里和改造管道 8.5 公里的投资额; 用于调蓄池建设、补水工程、河道整治工程和生态景观节点工程的投资额约为 18.62 亿元, 共整治河道 41 km, 计算可得河道综合治理工程的**单位长度投资额为 0.45 亿元。**根据南昌市城市管理发展规划(2020-2025)草案, 南昌市 2021 年重点推进老城区水环境治理, 新建区、经开区、红谷滩新区前湖、沙河、赣江岸线、艾溪湖、瑶湖和莲溪河等水环境综合治理, 根据河道及沿岸长度(869 km)计算出的投资额为 **394.56 亿元。**

表 13: 河道整治和生态景观治理投资市场空间达 394.56 亿元

规划治理区域	河道/河岸长度(km)	投资额测算(亿元)
红谷滩新区前湖	14	6.36
乌沙河	40	18.16
赣江岸线	766	347.80
艾溪湖	8	3.63
瑶湖	40	18.16
莲溪河	1	0.45
合计	869	394.56

数据来源: 南昌市政府, 百度地图, 东吴证券研究所测算

4.5. 环保督察敲响警钟, 战略合作三峡打开 836 亿投资空间发展加速

环保督察敲响警钟，公司战略合作三峡打开 836 亿投资空间发展加速。江西省位于长江流域重要区位，在长江大保护中占据重大地位。2021 年 4 月，中央第四生态环境督察组督察江西南昌，发现南昌市存在三大主要问题，包括 1) 思想认识不到位，水污染防治工作不力；2) 生活污水直排，黑臭水体呈反弹趋势；3) 雨污混流问题突出，污水处理厂低效运行。省会水环境防治不利敲响警钟，南昌市及江西省全境流域治理亟待加速。根据上文预估投资规模，江西全省叠加南昌市流域综合治理空间合计可达 836.46 亿元。公司作为南昌市国资委控股国企，环保水务资产覆盖江西省全境，有望通过与三峡集团战略合作，发挥自身优势积极投身江西共抓长江大保护。投资空间可观，公司发展有望实现进一步加速。

表 14: 战略合作投资市场空间达 836.46 亿元

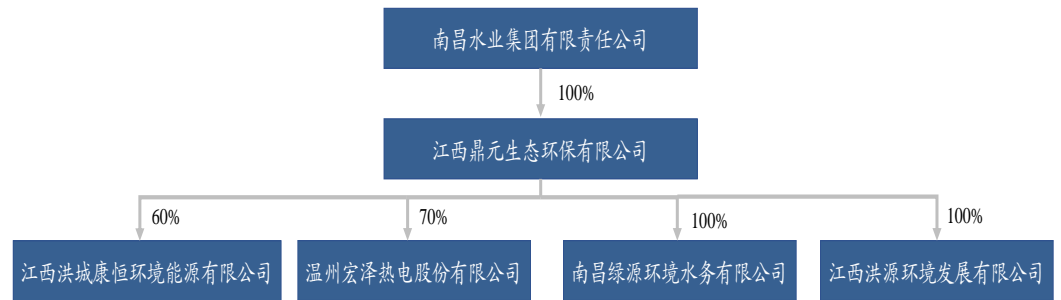
项目		数值	预计投资额 (亿元)	投资额合计 (亿元)	
污水处理厂提标、扩建	提标扩容水量 (万吨/日)	105.69	94.26	333.06	836.46
管网新建、改造	集中收集率目标 (km)	8603.31	64.09	108.84	
	雨污分流 (km)	4004.46	44.75		
河道整治和生态景观治理	长度 (km)	869	394.56	394.56	

数据来源：发改委，住建部，东吴证券研究所测算

5. 优质固废资产注入，公司业务拓展业绩增厚激发成长潜力

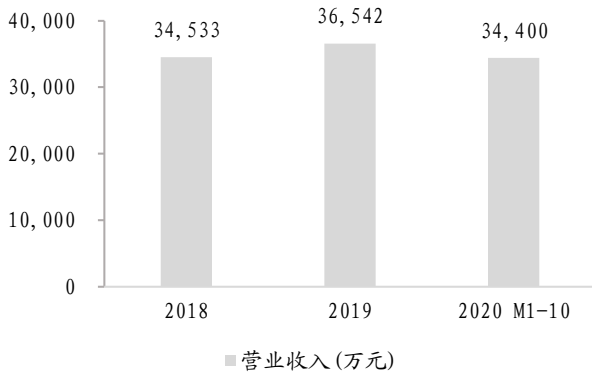
固废资产注入，全方位综合环保公用平台逐步形成。2021 年 1 月，公司筹划通过发行股份的方式购买江西鼎元生态环保有限公司 100% 的股权，新增固废处理业务板块，优化环保领域的整体业务布局。截止 5 月 8 日，南昌水业集团持有的固废处理相关资产已无偿划转至鼎元生态。无偿划转完成后，鼎元生态将成为一家控股型平台公司，其业务主要由下属控股子公司实施；其中，洪城康恒、绿源环境、洪源环境主要业务分别为垃圾焚烧发电、渗滤液和浓缩液处理、餐厨垃圾处理；宏泽热电主要业务为工业固废处理、电力、热力生产和销售。公司重要子公司为洪城康恒和宏泽热电。公司通过引入固废处理业务，逐步形成供水业务、污水业务、清洁能源、固废处置和环境治理的全方位综合公用事业平台。根据资产划转后编制的模拟数据，鼎元生态 2020 年 1~10 月营业收入达 3.4 亿元，归母净利润达 2785 万元，主要受疫情影响所致，注入项目盈利能力与发展潜力俱佳。固废资产的注入拓展了公司业务，增厚公司业绩，激发成长的新活力。

图 43: 鼎元生态控股固废处理资产



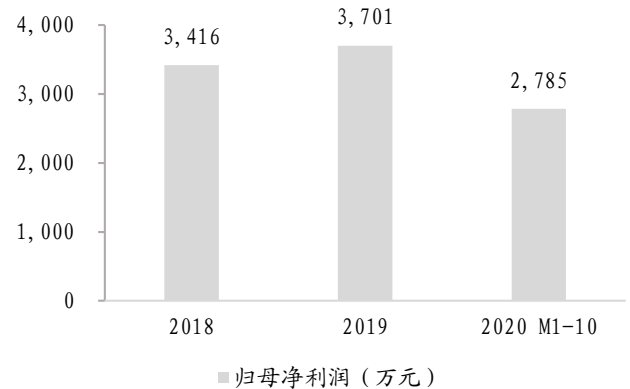
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 44: 鼎元生态营业收入快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 45: 鼎元生态归母净利润快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

南昌项目被列入发改委近远期规划, 规模有望大幅提升。2019 年, 南昌市发改委上报《南昌市生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018~2030 年)》, 对生活垃圾无害化处理率、焚烧发电装机容量、处理能力和焚烧处理率提出 2020 年和 2030 年要求。为达成目标, 政府规划在南昌市建设 2 座生活垃圾焚烧发电厂项目; 其中的南昌固废处理循环经济产业园生活垃圾发电项目建设单位为洪城康恒; 2020 年规划建设规模为 2400 吨/天, 2030 年建设规模为 800 吨/天; 我们预计到 2030 年, 该生活垃圾焚烧发电项目总规模将达到 3200 吨/天。

表 15: 南昌市发改委对垃圾焚烧能力提出近期和远期要求

指标	2020 年目标	2030 年目标
城镇生活垃圾无害化处理率(%)	100	100
乡村生活垃圾无害化处理率(%)	80	100
生活垃圾焚烧发电装机容量(MW)	84	149
日处理能力(吨/天)	3600	6200
年处理能力(万吨)	131.4	226.3
生活垃圾焚烧处理率(%)	68	100

数据来源: 南昌市发改委, 东吴证券研究所

表 16: 洪城康恒垃圾焚烧项目规划

项目	近期规划建设规模 (2020 年) (t/d)	远期规划扩建规 模(2030 年)(t/d)	服务范围	应急填埋场
南昌固废处理 循环经济产业 园生活垃圾发 电项目	2400	800	南昌市中心城区、红谷 滩新区、新建区、湾里 区、经济开发区、桑海 开发区、安义县	麦园垃圾填埋场设计库 容 1793 万 m ³ , 设计使 用年限 31.5 年, 预期至 2020 年剩余库容约 1000 万 m ³ 。

数据来源: 南昌市发改委, 东吴证券研究所

垃圾焚烧项目投产运营良好, 渗滤液、浓缩液项目即将投运。洪城康恒已于 2020 年 6 月投产, 截止 2020 年 10 月末已实现收入 1.29 亿元, 毛利率高达 64.70%。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, 实际处理量未超过设计处理能力。鼎元生态子公司洪源环境和绿源环境即将投运, 业务涉及餐厨垃圾和城市建筑垃圾的处置, 所建设的南昌固废处理循环经济产业园餐厨垃圾处理项目, 建设规模为餐厨垃圾 200 吨/日、垃圾分类后的厨余垃圾 100 吨/日、地沟油 30 吨/日, 餐厨垃圾和厨余垃圾经预处理后进行协同厌氧, 厌氧产生的沼气经净化后进行发电自用, 脱水沼渣外运至焚烧厂焚烧处置; 绿源环境业务涉及危险废物经营, 运营的项目主要包括南昌固废处理循环经济产业园渗滤液处理项目, 处理的渗滤液规模为 1000 吨/日; 以及南昌固废处理循环经济产业园垃圾渗滤液浓缩液处理项目, 浓缩液处理工程规模为 400m³/d; 两个子公司共同扩展公司固废业务范围, 未来期间具有较强的持续盈利能力。

表 17: 洪城康恒实现收入 1.29 亿元, 毛利率 64.70%

项目	2020 年 M1-10	2019 年	2018 年
营业收入 (万元)	12,908.10	-	-
利润总额 (万元)	6,046.94	-32.6	-5.52
净利润 (万元)	6,044.79	-32.6	-5.9
毛利率	64.70%	-	-
经营性活动现金净流量 (万元)	3,451.12	1,418.20	-16.49

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

优质热电联产项目获温州政策支持。宏泽热电位于温州经济技术开发区, 经营项目为电力、热力, 污泥处置, 灰渣利用以及热力管网的建设和维护。公司目前申报的温州经济技术开发区污泥综合利用热电项目, 已投入运行; 温州经济技术开发区热电联产二期扩建项目、工业固废资源综合利用热电联产项目均被列入温州市“十三五”重大能源项目表, 分别获 3.87 亿元和 2.56 亿元投资。2020 年 4 月温州市生态环境局发布《温州市打赢蓝天保卫战 2020 年工作计划》, 鼓励具备条件的地方, 发展生物质热电联产生物天然气项目, 全市非化石能源消费总量同比增长 10% 以上, 占比达到省定要求。作为温州市目前唯一一家热电联产企业和国家级开发区温州经济技术开发区唯一的公共热源点将会通过政策导向和独有业务优势受益, 为母公司增收。2018 年和 2019 年分别实现净利润 2,997.44 万元和 3,276.45 万元; 2020 年 1-10 月, 受新冠疫情影响, 实现净利润 -1,202.21 万元。伴随着中美贸易政策影响逐步降低, 国内整体经济运行情况的逐步好转以及加工业务由国外转向国内, 宏泽热电业务将持续好转。2021 年 1 月, 宏泽热电收益扭亏为盈实现净利 593.92 万元, 未来宏泽热电收入水平和盈利能力将持续提升。

表 18: 宏泽热电业务从疫情影响中恢复, 未来盈利能力强

项目	2021 年 M1	2020 年 M1-10	2019 年	2018 年
营业收入 (万元)		21,482.02	26,705.66	25,204.58
利润总额 (万元)		-1,175.01	3,661.39	3,715.04
净利润 (万元)	593.92	-1,202.21	3,276.45	2,997.44
毛利率		0.15	0.35	0.36
经营性活动现金净流量 (万元)		8,851.71	10,316.23	6,960.39

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. REITs 上市促运营资产价值重估，高分红&稳增长公司迎业绩估值双升

REITs 首批试点优中选优，环保行业契合。2020 年 8 月，发改委在《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》中重点强调试点项目“三个聚焦”要求，要求聚焦重点区域，聚焦重点行业，聚焦优质项目。环保行业涵盖了 7 大重点行业中的 2 个席位，公用事业属性全地区范围内布局，多年发展已在各区域沉淀了大量基础建设项目，是首批 REITs 试点鼓励的方向。此外，首批公募 REITs 试点项目优中选优，对于基础建设项目本身质地提出更高要求，重点关注商业模式优越性与项目盈利能力、现金流情况。首批 9 个试点项目中包含 2 个环保项目（富国首创水务、中航首钢绿能），环保行业有望在 REITs 推进过程中大放异彩。

表 19: 公募基础设施领域 REITs 试点项目 “三个聚焦”

三个聚焦	具体内容
聚焦重点区域	优先支持京津冀、雄安新区、长江经济带、粤港澳大湾区、长江三角洲、海南自由贸易港等国家重点战略区域范围内的基础设施项目。支持位于国务院批准设立的国家级新区、国家级经济技术开发区范围内的基础设施项目。
聚焦重点行业	1) 仓储物流; 2) 收费公路、铁路、机场、港口项目; 3) 城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目; 4) 城镇供水、供电、供气、供热项目; 5) 数据中心、人工智能、智能计算中心项目; 6) 5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目; 7) 智能交通、智慧能源、智慧城市项目。
聚焦优质项目	1) 项目权属清晰、资产范围明确，收入来源以使用者付费为主; 2) 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，运营时间原则上不低于 3 年; 3) 现金流持续稳定，近 3 年总体保持盈利或经营性净现金流为正，预计未来 3 年净现金流分配率原则上不低于 4%; 4) 运营管理机构具备丰富的同类项目运营管理经验，公司治理与财务状况良好，具有持续经营能力; 5) 发起人、基金管理人、运营管理机构近 3 年无重大违法违规记录，运营期间未出现安全、质量、环保等方面的重大问题。

数据来源：国家发改委，东吴证券研究所

首批 REITs 发售认购火爆，展现优质资产稳定现金流魅力。5 月 31 日，首批 9 只公募 REITs 产品迎来发售，呈现出机构火爆认购的现象，9 只产品在线下机构认购环节

均实现了超比例认购，提前完成募集，平均有效认购倍数近 8 倍。作为 REITs 底层项目的资产均为商业模式成熟、运营稳定、现金流良好的优质资产，并且发行对净现金流分配率提出不低于 4% 的最低要求。火爆的认购展现了机构对于首批 REITs 的青睐与追捧，从根本上彰显了对于优质稳定运营资产价值的认可。首创股份深圳、合肥项目作为底层资产的首创水务公募 REITs 认购价格接近询价上限，有效认购倍数达 8.35 倍。根据基金募集说明书对应底层资产 2021 年、2022 年财务数据的预测，此次发行对应的 21-22 年净现金流分配率预计可达 8.94%、9.06%，21-22 年发行 PE 为 28.0x、26.4x。对比单个水务项目通过 REITs 上市匹配的估值，二级市场水务公司动态 PE 普遍在 10x 附近，折价较为明显。REITs 资产的吸引力本质上即为优质运营资产优越性的吸引力，有望带动运营资产价值重估。

表 20: 首批 REITs 发售认购火爆

公募 REITs 简称	询价区间 (元/份)	认购价格 (元)	有效认购倍数	预计募集金额 (亿元)
张江 REITs	2.78~3.20	2.99	8.85	14.95
浙江杭徽	8.27~9.511	8.72	4.86	43.60
东吴苏园	3.558~4.094	3.88	3.61	34.92
普洛斯	3.70~4.26	3.89	5.85	58.35
盐港 REITs	2.163~2.381	2.30	8.47	18.40
首钢绿能	12.50~14.00	13.38	11.13	13.38
首创水务	3.491~4.015	3.70	8.35	18.50
广州广河	12.471~13.257	13.02	4.56	91.14
蛇口产业园	2.10~2.42	2.31	15.31	20.79

数据来源：中国基金报，东吴证券研究所

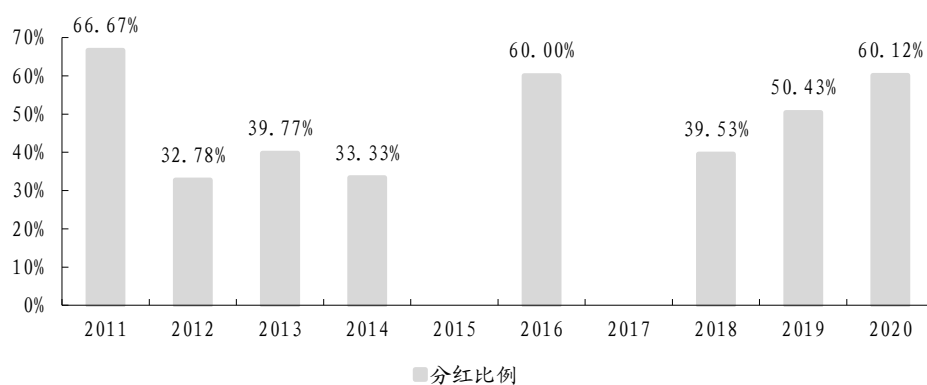
表 21: 富国首创水务预计净现金流分配率接近 9%

	2021	2022
预计营业收入 (亿元)	2.95	3.00
预计经营性净现金流 (亿元)	2.20	1.82
预计年度可分配现金流 (公募基金层面) (亿元)	1.60	1.68
预计净利润 (亿元)	0.66	0.70
发行规模 (亿元)	18.50	
预计净现金流分配率	8.64%	9.06%
对应 PE	28.0	26.4

数据来源：基金募集说明书，东吴证券研究所

对比公募 REITs 项目，公司 50% 分红承诺锁定可观股息，稳定受益兼具成长。公司新一任管理层上台之后，公司 2019 年 12 月实施股权激励计划，计划设置有三个解锁期，并分别设定了业绩考核标准，标准要求 2020-2022 三年，公司年现金分红比例不低于 40%。对于现金分红比例的规定，让公司在未来三年成为可以提供稳定股息的投资标的。公司历史上分红较多，2020 年现金分红比例为 60.12%，对应报告发布日收盘价（2021/7/8），股息率达到 5.78%。2021 年 4 月，公司发布未来三年分红规划，进一步提升分红承诺比例至 50%。20-22 年按现金分红比例最低 50%，业绩复合增速保守按照 15% 计算，公司 21-23 年股息率为 5.40%/6.21%/7.14%。截至报告发布前一日最新十年期国债收益率为 3.06%，2018 至今的十年期国债收益率均在 3.00% 左右震荡运行。公司本身质地优异，本身拥有 15% 的复合增长，匹配高于十年期国债收益率的稳定股息，公司是拥有安全边际的优质投资标的。

图 46: 公司历史上分红较多



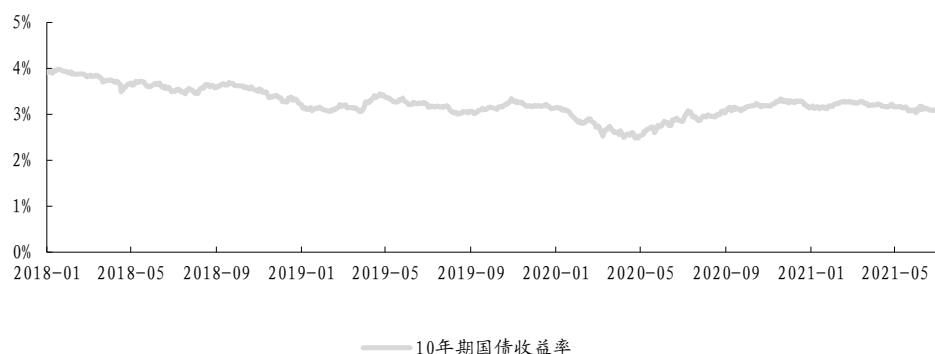
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 22: 公司未来三年股息率持续上升

	2020	2021E	2022E	2023E
分红 (元/股)	0.42	0.40	0.46	0.53
分红比例	60.12%	50%	50%	50%
股息率	5.64%	5.40%	6.21%	7.14%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 47: 十年期国债收益率均 3.00%左右震荡运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

对标海外高分红标的, 期待高分红标的市值估值双升。美国水业分红水平持续提高, 从 2011 年的 0.91 美元/股提升至 2020 年的 2.20 美元/股, 较 2011 年提升 141.76%, 分红比例始终保持在约 50%以上的高位, 2018 到 2020 年分红比例升至 57%左右水平, 同时 EPS 也从 2011 年 1.76 美元/股提升至 2020 年的 3.91 美元/股, 10 年提升 122.16%。高分红能力和盈利能力带动股价估值双升, 总市值从 11 年初的 44.26 亿美元提升至 20 年末的 279.70 亿美元, 增长 5.32 倍; PE 从 11 年初的 16.52x 提升至 20 年末的 42.25x。公司作为高分红标的, 市值估值有望迎来双升。

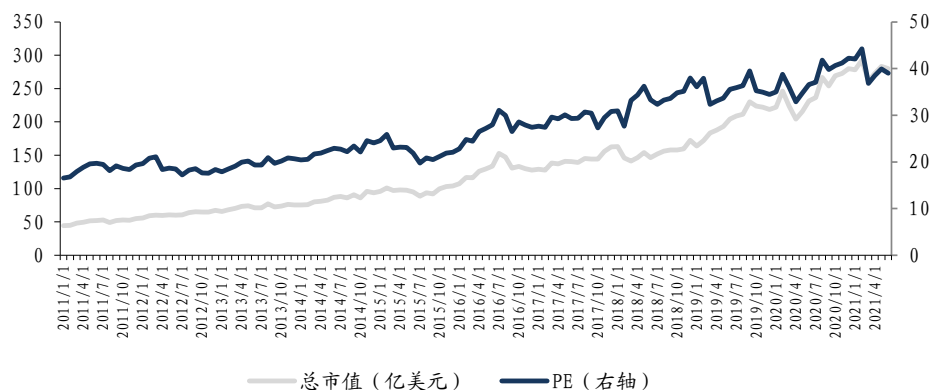
表 23: 美国水业分红水平持续提升

美国水业	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
分红(\$/股)	0.91	0.98	1.12	1.24	1.36	1.5	1.66	1.82	1.955	2.2
同比		7.69%	14.29%	10.71%	9.68%	10.29%	10.67%	9.64%	7.42%	12.53%
EPS(\$/股)	1.76	2.03	2.08	2.36	2.66	2.63	2.39	316.00%	3.44	3.91
同比		15.34%	2.46%	13.46%	12.71%	-1.13%	-9.13%	32.22%	8.86%	13.66%
分红比例	51.70%	48.28%	53.85%	52.54%	51.13%	57.03%	69.46%	57.59%	56.83%	56.27%
股息率	3.60%	3.08%	3.02%	2.93%	2.55%	2.51%	2.29%	1.99%	2.15%	1.79%

备注: 分红情况以公告日按年统计

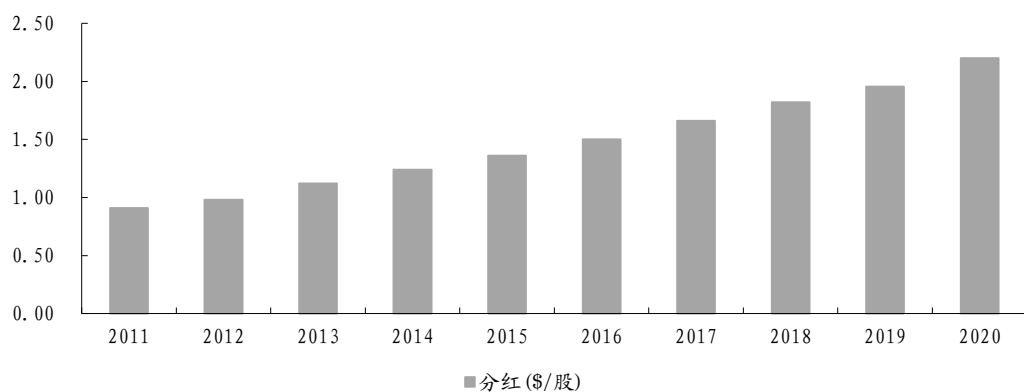
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 48: 美国水业市值&估值走势图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 49: 美国水业历史分红情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 盈利预测

通过以上分析，我们认为

- 1) 供水业务：公司积极加强水损治理，增强经营效率，我们预计未来供水业务以平稳增长为主，2021-2023 年供水营业收入增速在 5%左右。2021-2023 年供水毛利率可以保持在 48%左右水平，2023 年有望迎来新一轮水价上升周期，带动供水业务毛利率上行。
- 2) 污水业务：依托地区经济发展，我们预计公司 21-23 年污水处理量增速在 7%左右，考虑公司在手污水运营项目于 2018 年起逐步进行提标改造并逐步投产运营，带动水价与毛利率双升，公司 2021-2023 年污水处理营收增速 25%、17%、7%，毛利率维持 42%并有望提升。
- 3) 水务工程业务：公司积极推进在手项目提标扩容，二次供水提供工程新增量，战略合作三峡集团长江大保护空间广阔，我们预计 2021-2022 年水务工程业务维持 20%左右增速，2023 年增速趋缓。水务工程毛利率维持在 13%左右水平。
- 4) 燃气业务：随着“气化南昌”推进，公司燃气售气量与下游接驳客户稳步提升，我们预计 21-23 年燃气销售营业收入增速维持 10%左右，毛利率维持 13%左右水平。21-23 年燃气工程收入规模维持 5 亿元左右，毛利率维持在 55%左右水平。

公司为地方综合公用事业平台，扎根江西，依托地区经济快速发展，供水、污水、燃气三大业务板块稳定快速增长，集团注入危废资产贡献新增量。不考虑固废资产对于业绩的增厚，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.86/1.03/1.22 元/股，对应 PE 为 8/7/6 倍。REITs 上市促优质运营资产价值重估，公司拥有高分红（5%以上股息）兼具稳定业绩成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 24: 公司营业收入预测

单位: 亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
供水					
营业收入	8.74	8.37	9.02	9.29	9.83
同比	29.62%	-4.27%	7.72%	3.00%	5.80%
毛利率	51.36%	47.92%	47.00%	46.00%	49.00%
毛利	4.49	4.01	4.24	4.27	4.81
同比	65.40%	-10.68%	5.66%	0.81%	12.70%
污水					
营业收入	8.73	11.02	13.81	16.22	17.35
同比	17.11%	26.15%	25.34%	17.44%	7.00%
毛利率	31.65%	38.06%	41.28%	42.96%	42.96%
毛利	2.76	4.19	5.70	6.97	7.46
同比	21.84%	51.68%	35.96%	22.22%	7.00%
水务工程					
营业收入	15.00	26.54	30.00	43.00	55.00
同比	37.66%	76.95%	13.03%	43.33%	27.91%
毛利率	12.25%	10.47%	13.43%	12.93%	13.35%
毛利	1.84	2.78	4.03	5.56	7.34
同比	7.98%	51.27%	45.00%	37.97%	32.01%
燃气销售					
营业收入	14.38	13.80	16.28	17.91	19.70
同比	20.66%	-4.07%	18.00%	10.00%	10.00%
毛利率	8.25%	13.52%	13.50%	14.00%	16.00%
毛利	1.19	1.87	2.20	2.51	3.15
同比	104.77%	57.17%	17.83%	14.07%	25.71%
燃气工程					
营业收入	5.71	5.14	5.00	5.00	5.00
同比	-0.24%	-9.98%	-2.78%	0.00%	0.00%
毛利率	50.50%	56.33%	55.00%	55.00%	55.00%
毛利	2.88	2.90	2.75	2.75	2.75
同比	-11.44%	0.42%	-5.08%	0.00%	0.00%
合计					
营业收入	53.81	66.01	75.25	92.56	108.02
同比	22.92%	22.68%	13.99%	23.00%	16.71%
毛利率	25.09%	24.86%	26.02%	24.55%	24.23%
毛利	13.50	16.41	19.58	22.72	26.17
同比	24.61%	21.52%	19.33%	16.04%	15.21%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 25: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2021/7/8)

可比公司	收盘价 (元)	2021E		2022E		2023E	
		EPS (元/股)	PE	EPS (元/股)	PE	EPS (元/股)	PE
瀚蓝环境 (600323.SH)	20.52	1.65	12.44	1.97	10.42	2.26	9.08
重庆水务 (601158.SH)	5.24	0.39	13.44	0.42	12.48	0.47	11.15
兴蓉环境 (000598.SZ)	5.12	0.47	10.89	0.54	9.48	0.60	8.53
首创环保 (600008.SZ)	2.99	0.23	13.00	0.26	11.50	0.31	9.65
平均			12.44		10.97		9.60
洪城环境 (600461.SH)	7.28	0.86	8.47	1.03	7.17	1.22	6.11

注: 同业可比 13 家水务公司中, 重庆水务、兴蓉环境、首创环境盈利预测存在 Wind 一致预期, 故采用 Wind 一致预期。洪城环境、瀚蓝环境盈利预测来自东吴证券研究所测算

注: 公司业务拓展至固废板块, 业务结构与瀚蓝环境接近, 故可比公司添加瀚蓝环境

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

8. 风险提示

- 1) 政策风险: 供水及污水处理设施的建设和发展是城市发展的基础, 随着国家经济实力增强, 自来水水质和污水排放标准要求越来越高, 国家可能随之提高相关质量标准, 使公司面临产业升级的风险。天然气行业气源供应、管道建设、市场销售、定价机制等环节均对产业政策具有较强的依赖性。若国家产业政策发生调整, 将对行业经营造成影响, 进而影响公司业绩。
- 2) 市场拓展风险: 公司自来水、燃气等板块业务局限于南昌地区, 存在过度依赖单一市场的风险。特别是自来水、燃气行业受传统体制的影响, 普遍以单一城市为单位, 具有显著的地域性垄断特征。因此, 水务燃气板块的异地拓展阻力较大。
- 3) 项目进度不及预期: 公司积极推进在手污水处理项目提标扩容, 若项目建设投产进度不及预期, 会使公司未来业绩增长受到影响。

洪城环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,781	6,228	7,352	8,695	营业收入	6,601	7,525	9,256	10,802
现金	4,162	4,117	5,122	6,047	减:营业成本	4,960	5,567	6,984	8,185
应收账款	494	806	793	1,073	营业税金及附加	30	45	52	58
存货	248	430	420	576	营业费用	193	220	250	281
其他流动资产	877	875	1,016	999	管理费用	255	291	333	378
非流动资产	10,717	11,379	12,704	13,814	研发费用	68	75	88	92
长期股权投资	74	50	27	5	财务费用	145	146	149	162
固定资产	3,591	4,446	5,697	6,705	资产减值损失	35	40	40	30
在建工程	2,479	2,196	2,144	2,047	加:投资净收益	11	9	10	10
无形资产	4,474	4,588	4,737	4,959	其他收益	48	60	58	55
其他非流动资产	99	99	99	99	资产处置收益	25	13	17	18
资产总计	16,498	17,607	20,056	22,510	营业利润	957	1,222	1,445	1,700
流动负债	6,285	6,172	7,113	7,741	加:营业外净收支	8	2	2	4
短期借款	2,176	1,574	1,659	1,803	利润总额	964	1,225	1,448	1,704
应付账款	2,135	1,775	3,131	2,618	减:所得税费用	180	251	286	334
其他流动负债	1,973	2,823	2,323	3,320	少数股东损益	120	156	183	215
非流动负债	4,218	4,866	5,621	6,566	归属母公司净利润	664	818	979	1,155
长期借款	3,972	4,620	5,375	6,320	EBIT	1,129	1,393	1,624	1,898
其他非流动负债	246	246	246	246	EBITDA	1,640	1,957	2,308	2,719
负债合计	10,503	11,037	12,733	14,307	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	560	716	899	1,114	每股收益(元)	0.70	0.86	1.03	1.22
归属母公司股东权益	5,434	5,853	6,424	7,089	每股净资产(元)	5.43	5.87	6.47	7.17
负债和股东权益	16,498	17,607	20,056	22,510	发行在外股份(百万股)	948	948	948	948
					ROIC(%)	11.5%	13.2%	14.7%	15.6%
					ROE(%)	13.1%	14.8%	15.9%	16.7%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	24.9%	26.0%	24.5%	24.2%
经营活动现金流	1,372	1,796	2,645	2,315	销售净利率(%)	11.9%	10.9%	10.6%	10.7%
投资活动现金流	-2,160	-1,205	-1,981	-1,902	资产负债率(%)	63.7%	62.7%	63.5%	63.6%
筹资活动现金流	2,686	-636	342	513	收入增长率(%)	22.7%	14.0%	23.0%	16.7%
现金净增加额	1,898	-45	1,005	925	净利润增长率(%)	35.0%	24.2%	19.3%	17.9%
折旧和摊销	511	564	684	821	P/E	10.40	8.44	7.05	5.98
资本开支	2,287	686	1,348	1,133	P/B	1.34	1.24	1.12	1.01
营运资本变动	-122	134	677	-10	EV/EBITDA	6.16	5.22	4.46	3.95

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>