

重组方案调整收益增厚明显，注入资产优质 打造固废新增长极

买入（维持）

2021年08月12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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,601	7,525	9,920	11,478
同比（%）	22.7%	14.0%	31.8%	15.7%
归母净利润（百万元）	664	818	1,095	1,275
同比（%）	35.8%	23.1%	33.9%	16.5%
每股收益（元/股）	0.70	0.86	1.15	1.34
P/E（倍）	10.00	8.12	6.06	5.20

投资要点

- **事件：**公司公告《发行股份及支付现金购买资产并配套募集资金暨关联交易报告书（草案）》，拟以发行股份及支付现金方式购买水业集团持有的鼎元生态 100%股权。通过此次交易方案公司业务拓展至固废板块。
- **方案构成重大重组方案调整，聚焦固废资产注入。**此次重组方案较此前披露方案构成重大调整，主要调整在于 1) **标的资产：**新方案为鼎元生态 100%股权； 2) **对价支付方式：**新方案为发行股份和支付现金购买标的资产 61%和 39%股权，支付现金通过非公开发行股票方式募集。标的资产范围的调整使重组聚焦固废资产注入，对价支付方式的调整修订了配募资金的规模和用途，实现上市公司收益的增厚。
- **交易对价优质，有望增厚每股收益。**鼎元生态 100%股权交易作价为 9.441 亿元，业绩承诺在 2021-2024 年鼎元生态扣非归母净利润分别不低于 1.09 亿元、1.16 亿元、1.21 亿元、1.35 亿元，三年复合增速 7.12%。承诺业绩设定保守，承诺实现确定性强。参照业绩承诺，固废资产注入对应 21 年 PE8.6x，与上市公司估值水平基本保持一致。重组报告书测算，鼎元生态 2021 年每股收益约为 0.85，相比上市公司 2020 年每股收益 0.70 增幅约为 21.42%。资产注入有效提升上市公司盈利能力。
- **切入固废，项目优质打造上市公司新增长极。**鼎元生态包括洪城康恒 60%股权、洪源环境 100%股权、绿源环境 100%股权和宏泽热电 70%股权。1) **洪城康恒、洪源环境、绿源环境**位于南昌市，洪城康恒（垃圾焚烧），设计处理能力 2400 吨/日，2021 年前两个月实际平均入炉垃圾处理量已达 2519 吨/日，投产半年已实现满产。洪源环境（餐厨）与绿源环境（渗滤液浓缩液）目前在建，截至 2021 年 2 月末，餐厨、渗透率、浓缩液项目执行进度分别为 32.70%、25.76%、75.61%，合计未完成投资额 3.97 亿元，有望于年内投运贡献业绩增量。2) **宏泽热电**位于温州滨海工业园区，项目形成独特循环业务模式，处置污泥与工业固废同时服务园区企业，实现售电收入与供热收入。项目设计中工业固废与煤的掺烧质量比为 85%: 15%，2020 年受疫情影响工业固废供给受限，原料中煤占比提升，影响项目盈利能力。截至 2021 年 2 月份，项目已经恢复。项目掺烧工业固废实现固废减量化与资源化，提升非化石能源使用比例降低成本，实现显著减碳，预计掺烧工业固废的热电联产模式有望广泛推广，发展可期。
- **盈利预测：**公司已形成涵盖污水、供水、燃气、固废四大板块的综合公用事业平台，区域快速发展公司发展提速，战略合作三峡打开长江大保护新空间。参考承诺业绩，假设固废资产 2022 年全年并表，我们将 2021-2023 年归母净利润 8.2/9.8/11.6 亿元上调至 8.2/11.0/12.8 亿元，考虑资产重组对总股本的影响，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/1.15/1.34 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 8/6/5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.00
一年最低/最高价	5.44/7.58
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	6374.48

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

- 1、《洪城环境（600461）：高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估》2021-07-08

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	6,238	7,329	8,448	营业收入	6,601	7,525	9,920	11,478
现金	4,162	4,128	4,886	5,795	减:营业成本	4,960	5,567	7,358	8,577
应收账款	494	806	908	1,075	营业税金及附加	30	45	56	62
存货	248	430	466	578	营业费用	193	220	278	298
其他流动资产	877	875	1,069	1,000	管理费用	255	291	357	402
非流动资产	10,717	11,379	13,291	14,380	研发费用	68	75	99	115
长期股权投资	74	50	27	5	财务费用	145	146	151	168
固定资产	3,591	4,446	6,136	7,149	资产减值损失	35	27	40	30
在建工程	2,479	2,196	2,292	2,168	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	17,617	20,620	22,828	营业利润	957	1,236	1,667	1,910
流动负债	6,285	6,172	7,488	7,759	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	1,238	1,670	1,914
应付账款	2,135	1,775	3,393	2,631	减:所得税费用	180	253	329	375
其他流动负债	1,973	2,823	2,436	3,325	少数股东损益	120	167	362	385
非流动负债	4,218	4,866	5,621	6,566	归属母公司净利润	664	818	1,095	1,275
长期借款	3,972	4,620	5,375	6,320	EBIT	1,129	1,406	1,850	2,116
其他非流动负债	246	246	246	246	EBITDA	1,640	1,970	2,548	2,968
负债合计	10,503	11,037	13,109	14,325	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	560	727	1,089	1,474	每股收益(元)	0.70	0.86	1.15	1.34
归属母公司股东权益	5,434	5,853	6,423	7,029	每股净资产(元)	5.43	5.87	6.59	7.36
负债和股东权益	16,498	17,617	20,620	22,828	发行在外股份(百万股)	948	948	1090	1090
					ROIC(%)	11.5%	13.3%	16.1%	16.6%
					ROE(%)	13.1%	15.0%	17.6%	17.6%
现金流量表(百万 元)					毛利率(%)	24.9%	26.0%	25.8%	25.3%
经营活动现金流	1,372	1,807	3,002	2,372	销售净利率(%)	10.1%	10.9%	11.0%	11.1%
投资活动现金流	-2,160	-1,205	-2,583	-1,912	资产负债率(%)	63.7%	62.7%	63.6%	62.8%
筹资活动现金流	2,686	-636	340	450	收入增长率(%)	22.7%	14.0%	31.8%	15.7%
现金净增加额	1,898	-34	758	909	净利润增长率(%)	35.0%	25.5%	36.2%	14.8%
折旧和摊销	511	564	699	852	P/E	10.00	8.12	6.06	5.20
资本开支	2,287	686	1,935	1,111	P/B	1.29	1.19	1.06	0.95
营运资本变动	-122	134	839	-158	EV/EBITDA	6.00	5.05	4.10	3.74

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>