

2021 年中报点评：污水运营大增，固废注入 & 长江大保护发展加速

买入（维持）

2021 年 08 月 19 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）	10.80	8.77	6.55	5.62

投资要点

- **事件：**2021 年上半年公司实现营业收入 42.24 亿元，同比增长 52.14%；归母净利润 4.04 亿元，同比增长 23.8%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比增长 28.3%；加权平均 ROE 同比提高 0.61pct，至 7.25%。
- **公司扣非归母净利润同比增长 28.3%。**2021 年上半年公司实现营收 42.24 亿元，同增 52.14%；归母净利润 4.04 亿元，同增 23.8%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同增 28.3%；毛利率 22.17%，同降 3.30pct，主要系工程毛利率下滑所致，**公司聚焦优质运营业务，运营毛利率提升。**
- **污水运营业务毛利大增，运营业务毛利率提升。**1) **供水业务：**2021 年上半年营收/毛利 4.17 亿元/1.84 亿元，同增 13.90%/15.02%，毛利率同增 0.43pct 至 44.23%，供水均价 2.42 元/吨，较 2020 年全年 2.40 元/吨基本持平，供水价格稳定贡献稳健回报。2) **污水业务：**2021 年上半年营收/毛利 7.08 亿元/2.82 亿元，同增 49.68%/53.11%，毛利率同增 0.90pct 至 39.89%，污水处理均价 1.66 元/吨，较 2020 年上半年均价 1.11 元/吨，同增 49.55%，较 2020 年全年均价 1.38 元/吨，增幅达 20.29%。污水处理项目经过过去几年提标改造已经逐步以一级 A 标准投运，**带动水价毛利率双升**，我们预计全年污水水价有望进一步抬升。3) **燃气业务：**2021 年上半年营收 12.77 亿元/2.38 亿元，同增 28.02%/13.84%，毛利率同降 2.32pct 至 18.60%。4) **给排水管道工程：**2021 年上半年营收 20.44 亿元/1.93 亿元，同增 87.14%/51.00%，毛利率同降 2.26pct 至 9.44%。
- **加权平均净资产收益率同增 0.61pct。**2021 年上半年加权平均净资产收益率同增 0.61pct 至 7.25%。采用杜邦分析可得，2021 年上半年销售净利率为 10.89%，同降 2.6pct，总资产周转率为 0.25（次），同比上升 0.03（次），权益乘数从 2020 年上半年的 2.53 上升至 2021 年上半年的 3.12。
- **优质固废注入打造综合公用平台，战略合作三峡长江大保护发展加速。**公司地区深耕环保资产覆盖江西全境，已经形成涵盖供水、污水、天然气、固废四大业务的综合环保公用平台。此次重组注入集团优质固废资产，交易作价合理优质，项目自身质地优良，实现上市公司业务拓展，**激发成长潜力。**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。
- **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。我们维持 2021-2023 年归母净利润 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 9/7/6 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)	7.56
一年最低/最高价	5.44/7.81
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	6884.43

基础数据

每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	65.09
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）：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》2021-08-12
- 2、《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

事件:

2021 年上半年公司实现营业收入 42.24 亿元, 同比增长 52.14%; 归母净利润 4.04 亿元, 同比增长 23.8%; 扣非归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 28.3%; 加权平均 ROE 同比提高 0.61pct, 至 7.25%。

1. 污水运营业务营收毛利大增, 运营业务毛利率提升

公司扣非归母净利润同比增长 28.3%。2021 年上半年公司实现营业收入 42.24 亿元, 同比增长 52.14%; 归母净利润 4.04 亿元, 同比增长 23.8%; 扣非归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 28.3%; 公司毛利率 22.17%, 同比下降 3.30pct, 主要系给排水管道工程毛利率下滑所致, **公司聚焦优质运营类业务, 运营业务毛利率均有所提升。**

污水业务营收毛利大增, 运营业务毛利率提升。分版块来看:

1) 供水业务: 2021 年上半年实现营业收入 4.17 亿元, 同比增长 13.90%, 毛利率同比提升 0.43pct 至 44.23%, 实现毛利润 1.84 亿元, 同比增长 15.02%。根据公司定期公告披露公司报告分部的信息, 2021 年上半年公司供水平均水价 2.42 元/吨, 去年同期供水平均水价为 2.24 元/吨, 同比增长 8.04%, 主要系疫情期间供水价格低基数的影响所致。对比 2020 年全年供水水价 2.40 元/吨, **供水价格稳定贡献稳健回报。**

2) 污水业务: 2021 年上半年实现营业收入 7.08 亿元, 同比增长 49.68%, 毛利率同比提升 0.90pct 至 39.89%, 实现毛利润 2.82 亿元, 同比增长 53.11%。根据公司定期公告披露公司报告分部的信息, 2021 年上半年公司污水处理平均水价为 1.66 元/吨, 去年同期污水处理平均水价为 1.11 元/吨, 同比增长 49.55%。对比 2020 年全年污水处理水价 1.38 元/吨, 增幅 20.29%。**公司在水污水处理项目经过过去几年提标改造已经逐步以一级 A 标准投运, 带动水价毛利率双升, 我们预计 2021 年全年污水处理水价有望进一步抬升。**

3) 燃气业务: 2021 年上半年实现营业收入 12.77 亿元, 同比增长 28.02%, 毛利率同比下降 2.32pct 至 18.60%, 实现毛利润 2.38 亿元, 同比增长 13.84%。

4) 给排水管道工程: 2021 年上半年实现营业收入 20.44 亿元, 同比增长 87.14%, 毛利率同比下降 2.26pct 至 9.44%。实现毛利润 1.93 亿元, 同比增长 51.00%。

费用管控良好, 期间费用率下降 1.73pct。2021 年上半年公司期间费用同比增长 25.67% 至 3.46 亿元, 期间费用率下降 1.73pct 至 8.2%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 32.73%、增加 19.53%、增加 50.82%、增加 15.94%至 1.08 亿元、1.22 亿元、

0.41 亿元、0.76 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.37pct、下降 0.79pct、下降 0.01pct、下降 0.56pct 至 2.55%、2.88%、0.98%、1.79%。

2. 资产负债率略增营运效率提高，净资产收益率提升

资产负债率略增，营运效率提高。2021 年上半年公司资产负债率为 65.09%，同比上升 7.73pct，较年初上升 1.43pct。2021 年上半年公司应收账款同比增长 53.85%至 6.63 亿元，应收账款周转天数同比减少 10.25 天至 24.67 天；存货同比减少 52.78%至 3.13 亿元，存货周转天数同比减少 28.95 天至 15.35 天；应付账款同比增长 61.71%至 24.58 亿元，应付账款周转天数同比增加 0.97 天至 125.76 天，使净营业周期同比减少 40.17 天至 -85.74 天。

加权平均净资产收益率同增 0.61pct。2021 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.61pct 至 7.25%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年上半年公司销售净利率为 10.89%，同比下降 2.6pct，总资产周转率为 0.25（次），同比上升 0.03（次），权益乘数从 2020 年上半年的 2.53 上升至 2021 年上半年的 3.12。

3. 现金流表现较好，经营性净现金流略减

2021 年上半年公司 1) 经营活动现金流净额 3.55 亿元，同比减少 13.69%；2) 投资活动现金流净额-9.2 亿元，同比增加 12.76%，主要系主要为收到其他与投资活动有关的现金增加所致；3) 筹资活动现金流净额-3.6 亿元，同比减少 175.6%，主要系为偿还债务支付的现金增加所致。

4. 优质固废注入打造综合公用平台，战略合作三峡长江大保护发展加速

优质固废资产注入，激发综合公用事业平台成长潜力。公司地区深耕环保资产覆盖江西全境，已经形成涵盖供水、污水、天然气、固废四大业务的综合环保公用平台。此次重组注入集团优质固废资产，交易作价合理优质，项目自身质地优良，实现上市公司业务拓展，激发成长潜力。此次重组交易标的为鼎元生态，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）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。

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。考察包括污水处理、管网新建与改造和流域治理三个维度，我们预计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 1：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

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。我们维持 2021-2023 年归母净利润 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 9/7/6 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

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%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	10.1%	10.9%	11.0%	11.1%
经营活动现金流	1,372	1,807	3,002	2,372	资产负债率(%)	63.7%	62.7%	63.6%	62.8%
投资活动现金流	-2,160	-1,205	-2,583	-1,912	收入增长率(%)	22.7%	14.0%	31.8%	15.7%
筹资活动现金流	2,686	-636	340	450	净利润增长率(%)	35.0%	25.5%	36.2%	14.8%
现金净增加额	1,898	-34	758	909	P/E	10.80	8.77	6.55	5.62
折旧和摊销	511	564	699	852	P/B	1.39	1.29	1.15	1.03
资本开支	2,287	686	1,935	1,111	EV/EBITDA	6.32	5.32	4.31	3.92
营运资本变动	-122	134	839	-158					

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>