



Research and  
Development Center

# 洪城环境：稳定盈利&持续高分红的南昌综合环境运营商

—洪城环境(600461)公司首次覆盖报告

2024年8月1日

## 证券研究报告

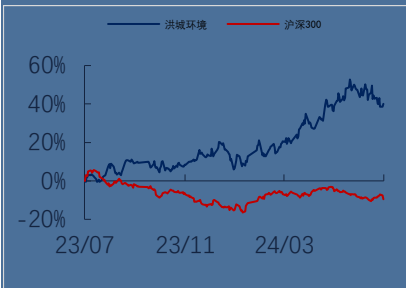
### 公司研究

### 首次覆盖报告

洪城环境 (600461)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师  
 执业编号：S1500518070001  
 联系电话：010-83326712  
 邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师  
 执业编号：S1500522070001  
 联系电话：010-83326723  
 邮箱：lichunchi@cindasc.com

#### 公司主要数据

收盘价(元)	11.67
52周内股价波动区间(元)	12.25-7.98
最近一月涨跌幅(%)	0.78
总股本(亿股)	12.29
流通A股比例(%)	92.96
总市值(亿元)	143.43

资料来源：聚源，信达证券研发中心

## 稳定盈利&持续高分红的南昌综合环境运营商

2024年8月1日

### 本期内容提要：

- **洪城环境作为南昌市综合环境运营商，具备稳定盈利+高分红属性。**公司大股东为南昌水业集团（持股 29.79%），公司充分依托集团资源，先后注入水务、燃气、固废等优质资产，已经成为区域环境综合运营商。公司水务业务运营能力领跑行业，2023 年供水业务毛利率 45%，污水业务毛利率 42%。同时，公司在江西省支持下资产的获利能力较强，公司资产周转率显著高于行业。2023 年公司 ROE 达到 14.4%，位居行业可比公司第一，体现公司突出的盈利能力。公司运营业务毛利占比接近 80%，占抵销前净利润比重近 90%，盈利具有较强的稳定性。同时公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于归母净利润 50%，2023 年静态股息率达到 4.82%，2024 年预测股息率为 4%。
- **水务业务发展稳健，持续贡献稳定现金流。**供水业务：公司目前供水产能 194 万吨/日，在南昌市供水市场处于领先地位，且成本控制能力较强，板块毛利率维持在 45%，在可比公司中排名靠前。当前江西省已有多地开展水价调整，南昌市存在水价上调的可能。我们预计供水业务有望伴随水价改革而带来盈利增厚。同时，公司积极拓展直饮水业务，并目标在 2024 年底建成 100 个直饮水项目，实现直饮日供水量达 400 吨的目标。污水处理业务：公司现有污水处理产能 370 万吨/日，在江西省内市占率超过 80%，产能利用率超过 85%。江西省正在推进水污染治理改革，2022 年江西省城市生活污水收集率不到 50%，不及全国平均水平。公司顺应改革趋势进行厂网一体化投资建设，目前已经完成项目投资 37 亿元，项目内部收益率在 5%-10%，厂网一体化的推进或将为公司带来运营和工程的收入和盈利增量。
- **燃气顺价机制落地有望保障板块盈利稳定性。**公司燃气板块分为燃气销售与燃气工程两部分业务，合计毛利占比 15.67%。公司燃气销售在南昌市具有垄断经营地位，2018-2023 年燃气用户数复合增长率为 9.3%，支撑燃气销售收入稳步增加。2022 年受到上游气价上涨影响，毛利率有所收缩，2023 年恢复至 10%。我们认为伴随天然气价格联动机制调整，上游成本压力有望得到及时疏导，燃气业务经营稳定性或将增强。
- **鼎元生态连续三年完成业绩承诺，近期新注入资产增厚盈利。**2023 年鼎元生态新增光伏发电项目及飞灰填埋业务，全年实现毛利率分别为 67%、81%，有望提高板块综合盈利水平。根据业绩承诺，2024 年鼎元生态完成净利润不低于 1.35 亿元。
- **投资建议：**公司深耕水务环保行业，盈利能力突出。同时，公司做出分红承诺，2024-2026 年将保持 50%以上比例分红，持续为投资者创造分红回报。考虑到公司运营业务较为稳定，且水务、燃气业务有望受益价格改革，而带来盈利增加。我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 84.47/89.05/94.19 亿元，归母净利润 11.69/12.35/12.89 亿元，按 7 月 31 日收盘价计算，对应 PE 为 12.27x/11.61x/11.13x，我们看好公司稳

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

健成长能力及分红潜力，首次覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：** 水价上调不及预期风险；项目进展不及预期；市场拓展风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7,781	8,048	8,447	8,905	9,419
同比(%)	-14.8%	3.4%	5.0%	5.4%	5.8%
归属母公司净利润 （百万元）	962	1,083	1,169	1,235	1,289
同比(%)	-5.8%	12.6%	8.0%	5.7%	4.3%
毛利率(%)	29.8%	30.7%	31.4%	31.4%	31.5%
ROE(%)	13.4%	13.6%	13.3%	12.8%	12.2%
EPS（摊薄）（元）	0.78	0.88	0.95	1.01	1.05
P/E	14.91	13.25	12.27	11.61	11.13
P/B	2.01	1.81	1.64	1.49	1.36
EV/EBITDA	4.74	5.62	7.32	6.86	6.66

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年7月31日收盘价

## 投资聚焦

**洪城环境为江西省龙头综合环境运营商，资产盈利能力业内领先。**公司主营供水、污水处理、燃气、固废处理等业务，公司运营业务毛利占比接近 80%。2023 年公司 ROE 达到 14.4%，位居行业可比公司第一名。公司水务业务运营能力领跑行业，2023 年供水业务毛利率 45%，污水业务毛利率 42%。同时，公司获得江西省大力支持，其资产的盈利能力维持在较强水平，公司资产周转率显著高于同业。

**水务主业稳健运营，受益于公用事业顺价盈利能力有望提升。**当前公司水务业务进入稳定运营期，其中供水业务在南昌市处于领先地位，毛利率维持 45%；污水处理业务在江西省市占率超过 80%，我们预计伴随水价改革及供排水量提升，公司水务业务盈利有望稳步增加。公司燃气销售在南昌市具有垄断经营地位，未来伴随天然气价格联动机制调整，上游成本压力有望得到及时疏导，燃气业务经营稳定性或将增强。

**承诺高比例分红，股息率保持较高水平。**2021-2023 年公司分红率分别为 63.37%、50.18%、50.02%，公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于归母净利润 50%。2023 年静态股息率达到 4.82%。我们假设公司 2024 年分红率为 50%，根据我们的盈利预测，预计 2024 年分红 5.95 亿元，对应 7 月 31 日收盘价的股息率为 4%。分红水平在公用事业板块领先，高股息收益属性凸显。

	目录
投资聚焦 .....	4
一、洪城环境：稳定盈利&持续高分红的南昌综合环境运营商 .....	7
1.1 立足水务主业，打造一流环境产业综合运营商 .....	7
1.2 运营业务毛利占比近 80%，盈利实现稳健增长 .....	8
1.3 重视股东回报，分红能力行业领先 .....	11
二、供水板块：供水业务稳健运营，直饮水拓展业务边界 .....	12
2.1 公司在南昌市具有垄断地位，水价改革或带来盈利增厚 .....	12
2.2 积极拓展直饮水业务，寻求新业绩增长点 .....	14
三、污水处理板块：江西省水污染治理改革有望带来增长动能 .....	16
3.1 公司为江西省最大污水处理企业，提标改造助推单吨收入提升 .....	16
3.2 “厂网一体化”持续推进，带来运营和工程收入增量 .....	17
四、燃气板块：顺价机制落地有望保障盈利稳定性 .....	19
五、固废板块：近期新注入大股东优质资产，连续完成业绩承诺 .....	21
六、盈利预测与估值 .....	23
风险提示 .....	24

	表目录
表 1: 公司产能规模情况（截止 2023 年） .....	8
表 2: 江西省市县自来水调价进展 .....	14
表 3: 管道直饮水与其他饮水方式对比优势 .....	15
表 4: 洪城环境“厂网一体化”项目布局情况 .....	19
表 5: 公司固废业务产能布局情况 .....	22
表 6: 鼎元生态业绩承诺及兑现情况 .....	22
表 7: 鼎元生态分业务应收账款情况（万元） .....	22
表 8: 洪城环境分版块业绩拆分及预测 .....	23
表 9: 可比公司估值比较 .....	24

	图目录
图 1: 公司股权结构图（2024Q1） .....	7
图 2: 洪城环境发展脉络图 .....	7
图 3: 2015-2023 年公司营业收入及增速 .....	8
图 4: 2015-2023 年公司归母净利润及增速 .....	8
图 5: 2016-2023 年公司毛利结构（亿元） .....	9
图 6: 2016-2023 年公司分部利润结构（亿元） .....	9
图 7: 2015-2023 年公司 ROE 与 ROA 情况（%） .....	9
图 8: 2015-2023 年公司负债情况（%） .....	9
图 9: 2015-2023 年公司现金流情况（亿元） .....	10
图 10: 2015-2023 年公司期间费用率（%） .....	10
图 11: 2022-2023 年水务行业主要上市公司 ROE 对比（%） .....	10
图 12: 2023 年水务行业主要上市公司水务业务毛利率对比（%） .....	10
图 13: 2015-2023 年行业可比公司总资产周转率（次） .....	10
图 14: 2015-2023 年行业可比公司权益乘数 .....	10
图 15: 2015-2023 年公司分红比例（%） .....	11
图 16: 2015-2023 年公司静态股息率（%） .....	11
图 17: 南昌市常住人口情况（万人） .....	12
图 18: 南昌市城镇化率与人均 GDP（元/人；%） .....	12
图 19: 洪城环境自来水供应占全市供水超 80% .....	12
图 20: 洪城环境供水业务产能 .....	12
图 21: 南昌市水价上涨带动公司毛利增厚 .....	13
图 22: 洪城环境单吨自来水成本变动情况（元/吨） .....	13
图 23: 水务行业可比公司自来水业务毛利率对比（%） .....	13
图 24: 管道直饮水工艺流程图 .....	14
图 25: 管道直饮水发展历程 .....	15
图 26: 洪城环境管道直饮水集中净化处理机房 .....	16
图 27: 污水处理业务毛利占比约 40%（亿元；%） .....	16
图 28: 污水处理业务毛利率超过 42%（亿元；%） .....	16
图 29: 污水处理业务产能增长情况 .....	17

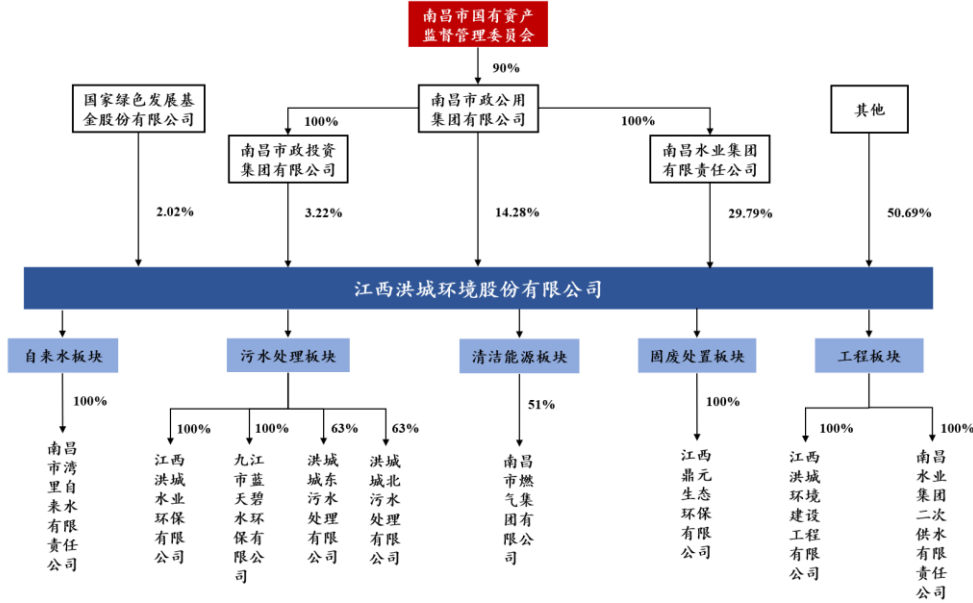
图 30: 公司污水处理量及产能利用率	17
图 31: 污水处理业务单位售价情况 (元/吨)	17
图 32: 污水处理业务单吨成本结构情况 (元/吨)	17
图 33: 2022 年全国城市生活污水收集率	18
图 34: 南昌市污水排放治理进程	18
图 35: 燃气业务销售收入及毛利情况 (亿元)	19
图 36: 燃气工程业务销售收入及毛利情况 (亿元)	19
图 37: 公司燃气销售量及增速 (万立方米)	20
图 38: 公司燃气用户数及增速	20
图 39: 2017-2023 年燃气业务单位售价情况	20
图 40: 2017-2023 年燃气业务单位成本情况	20
图 41: 公司非居民销气量占比超 60% (万立方米)	21
图 42: 天然气顺价助推公司非居民销气价格上涨 (元/方)	21

# 一、洪城环境：稳定盈利&持续高分红的南昌综合环境运营商

## 1.1 立足水务主业，打造一流环境产业综合运营商

公司背靠南昌市国资委，是母公司下属唯一公用事业上市平台。截止 2024Q1，母公司南昌水业集团直接持股 29.79%，南昌市政公用集团直接及间接持股 47.29%，实控人为南昌市国资委。南昌水业集团在水务环保产业有 80 余年产业经验，业务涵盖城镇供水，污水处理，清洁能源，固废处理，环境治理等领域。洪城环境作为集团下属唯一上市平台，先后承接母公司及市政公用集团水务、燃气、固废等优质资产，充分依托集团资源，助力打造综合环境运营商。

图 1：公司股权结构图（2024Q1）



资料来源：lfinD，信达证券研发中心 注：各版块列示 2023 年净利润贡献 1000 万以上的核心子公司

立足水务主业，积极开拓环保业务，实现公用事业多领域协同发展。公司 2001 年成立，2004 年在上交所成功上市。公司深耕水务行业，成立初集团将下属青云水厂、朝阳水厂等供水资产注入上市公司，而后公司于 2006 年通过收购股权切入污水处理行业，具有行业领先的水务运营管理能力。同时，公司积极布局公用环保板块，2016 年收购南昌燃气 51% 股权、公用新能源 100% 股权，开始扩展燃气业务；2022 年，公司以发行股份及支付现金并募集配套资金的方式，购买控股股东水业集团持有的固废资产。目前已经形成自来水生产与供应、污水处理、固废处置、清洁能源供应、环境治理等业务完善的产业链。

图 2：洪城环境发展脉络图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司主营业务在南昌市占据优势地位。自来水产能布局：截止 2023 年，公司拥有自来水厂  
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7



11座，在运产能194万吨/日，供水管网8000余公里，服务人口400万，在南昌城区供水市场处于绝对领先地位；**污水产能布局**：公司拥有污水处理厂108座，江西省市场占有率超过80%；**能源产能布局**：公司燃气业务主要覆盖南昌市行政区域，在南昌市燃气市场占有率超90%；**固废产能布局**：公司通过鼎元生态运营生活垃圾焚烧、餐厨垃圾处理、垃圾渗滤液处理等项目，生活垃圾处置业务在南昌市场占有率达60%。

**表 1: 公司产能规模情况 (截止 2023 年)**

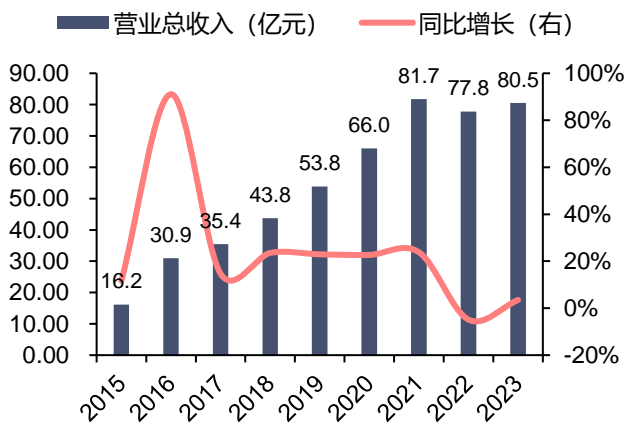
重要指标	业务情况	业务布局区域及市场地位
自来水产能 (万吨/日)	194	南昌市 (覆盖南昌市除南昌县和进贤县以外的全部区域)
自来水售水量 (万吨)	39570	
污水产能 (万吨/日)	369.85	江西省 (市占率超过 80%)
污水处理量 (万吨)	116123	
供气能力 (万立方米/日)	1152	南昌市 (市占率超过 90%)
燃气销量 (万立方米)	52462	
垃圾焚烧发电产能 (吨/日)	2400	南昌市麦园、温州市 (南昌市占率 60%)
渗滤液处置产能 (吨/日)	1400	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 1.2 运营业务毛利占比近 80%，盈利实现稳健增长

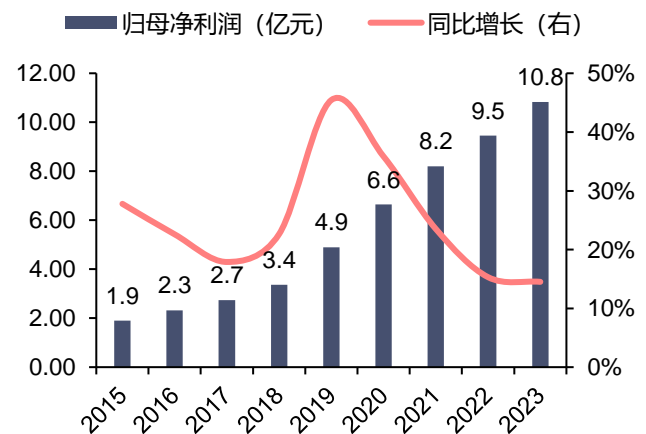
**产能扩张和新业务开拓助力公司业绩稳步增长。**2023 年公司营业收入 80.5 亿元，同比增长 3.43%；归母净利润 10.8 亿元，同比增长 12.59%。伴随公司自来水及污水产能陆续投产运营及固废资产注入，公司盈利水平稳定增加。2017-2023 年公司归母净利润由 2.7 亿元增长至 10.8 亿元，年复合增速达到 26%。2021-2023 年利润增速超过收入增速，主要由于毛利率较低的工程业务收缩，公司“造血”能力进一步增强。

**图 3: 2015-2023 年公司营业收入及增速**



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 4: 2015-2023 年公司归母净利润及增速**



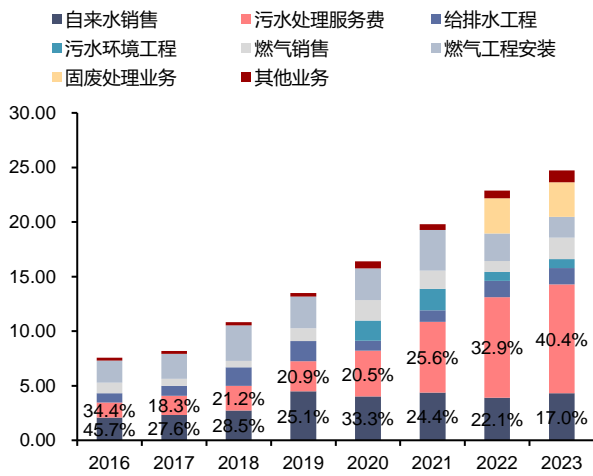
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**分板块来看，公司水务业务毛利占比 57%，运营业务毛利占比近 80%。**公司主要业务为自来水销售、污水处理服务与固废处理业务等运营类业务，2023 年毛利占比分别为 17.4%、40.3%、12.8%，净利润占比分别为 30.7%、34.3%、11%（分部抵销前）。其中，自来水业务板块毛利率达 45%，且净利润占比高于毛利占比，盈利能力较强；污水业务伴随着产能释放以及提标改造项目的推进，利润占比持续提升，目前已经成为公司业绩贡献最大的板块；燃气销售业务受到成本上升影响，毛利率有所收窄，2023 年盈利有所好转，毛利率达到 9.9%。2021 年由于燃气母公司计提子公司的分红款增加，占抵销前净利润比重提升；固废业务于 2022 年并表，毛利率超过 40%。公司水务业务占净利润比重为 65%（抵销前），



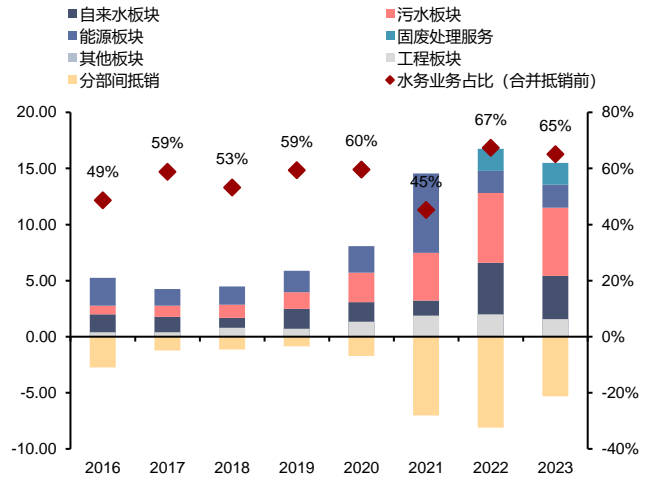
运营类业务占毛利比重近 80%，占净利润（抵销前）比重为 87.5%，因此经营性净现金流具有较高的稳定性。

图 5：2016-2023 年公司毛利结构（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

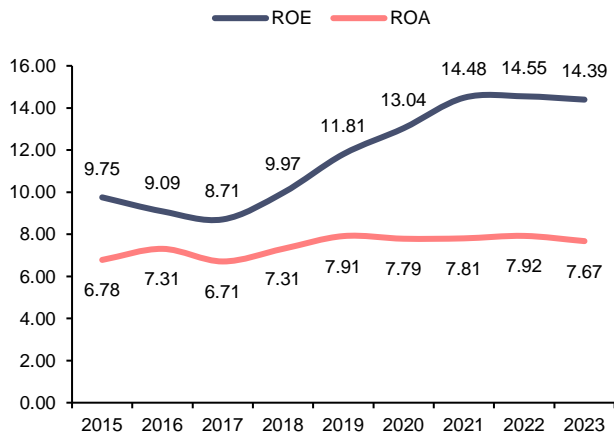
图 6：2016-2023 年公司分部利润结构（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

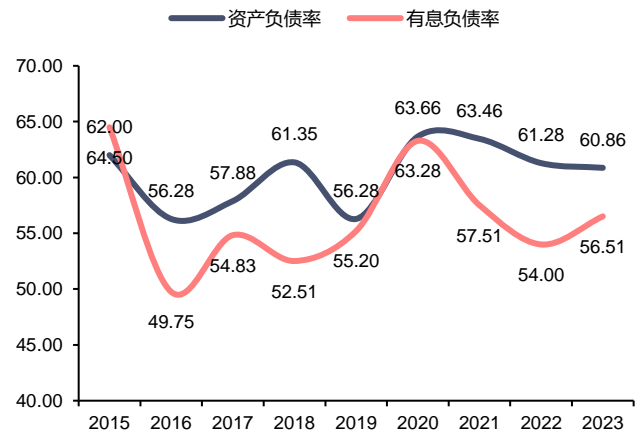
ROE 呈现上升趋势，资产负债率保持相对稳定。自 2017 年开始公司水务产能释放叠加燃气业务并表，ROE 呈现显著上升趋势，2023 年公司的 ROE 与 ROA 分别为 14.39% 与 7.67%，且 ROE 近三年都保持在 14% 之上，体现出公司运营类资产占比高带来的稳健的盈利能力。负债方面，公司因于 2020 年公开发行 18 亿元可转债导致资产负债率出现较大提升，截止 2024 年 6 月 30 日，已经转股 8.37 亿元，占比 46.5%。总体来看，资产负债率虽略有上升但有效控制在 60% 左右。

图 7：2015-2023 年公司 ROE 与 ROA 情况（%）



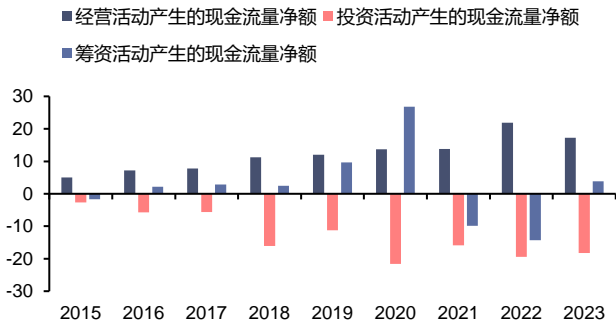
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：2015-2023 年公司负债情况（%）

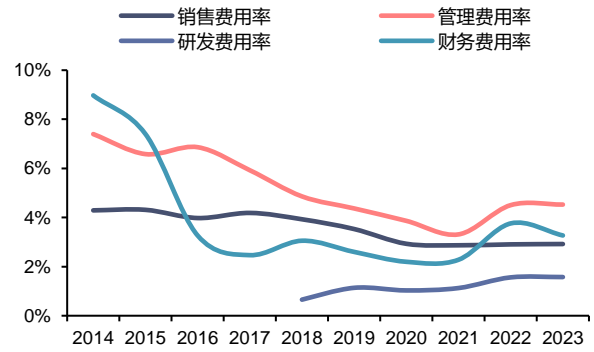


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：有息负债率(%)=带息债务/负债合计

经营性现金流充沛，期间费用率显著下降。伴随公司运营资产占比提高，经营活动产生的现金流量净额呈现上升趋势，2015-2023 年复合增速为 12.4%，公司经营活动现金流净额基本可以满足投资活动所需现金。同时，公司费用控制能力强，期间费用率由 2014 年 20.66% 逐渐下降至 2023 年 12.29%，公司运营效率显著提升。

**图 9：2015-2023 年公司现金流情况（亿元）**


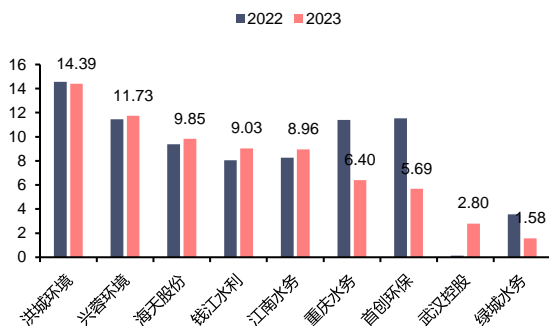
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 10：2015-2023 年公司期间费用率（%）**


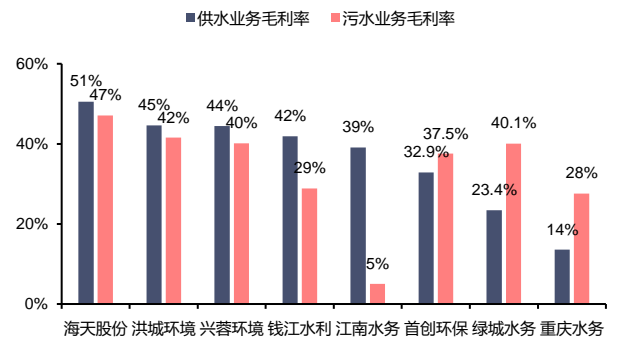
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司盈利能力较强，ROE 位居行业前列。通过比较行业内 9 家 A 股水务上市公司盈利情况发现，洪城环境盈利能力强，2023 年公司 ROE 达到 14.4%，位居行业第一。

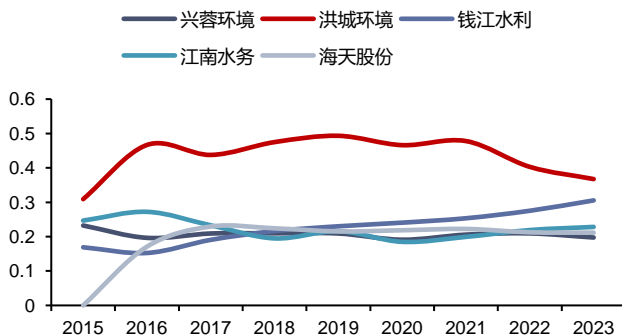
通过杜邦分析，我们认为公司高 ROE 得益于较高的总资产周转率及水务运营毛利率。水务业务毛利率：公司 2023 年供水业务毛利率 45%、污水业务毛利率 42%，处于行业领先地位，且水务毛利占比达到 57%，支撑公司获得持续稳定的盈利。总资产周转率：公司总资产周转率一直高于行业，且保持在较高位置，说明公司有效资产多，在江西省支持之下资产盈利能力好。2016-2021 年，公司毛利率较高的供水及污水业务产能逐年释放，2022-2023 年有所下滑，主要由于水务产能基本投产完成，新增投资还暂未获得收益，总资产周转率有所下滑。权益乘数：公司权益乘数略高于可比公司水平，说明公司合理利用财务杠杆，增强股东回报能力。

**图 11：2022-2023 年水务行业主要上市公司 ROE 对比（%）**


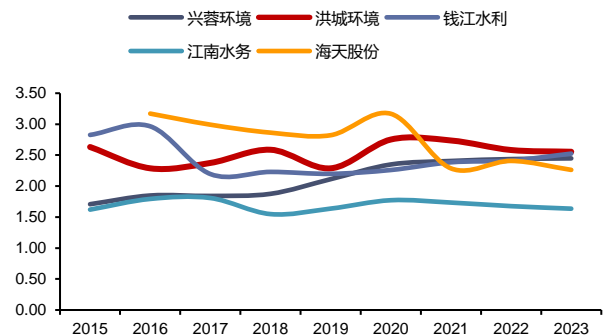
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 12：2023 年水务行业主要上市公司毛利率对比（%）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 13：2015-2023 年行业可比公司总资产周转率（次）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：总资产周转率 = 营业总收入 / 平均总资产

**图 14：2015-2023 年行业可比公司权益乘数**


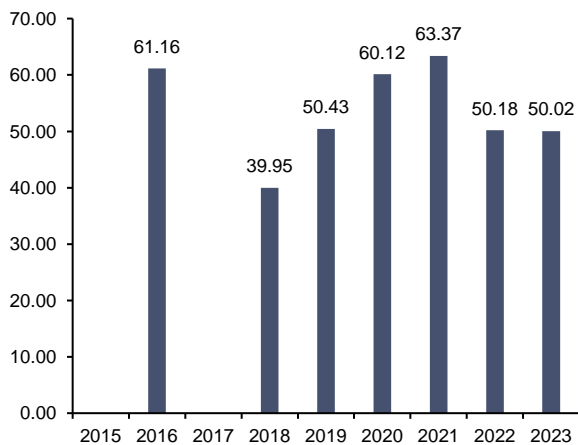
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：权益乘数 = 总资产 / 股东权益

### 1.3 重视股东回报，分红能力行业领先

充分利用多种融资渠道，把握市场机遇，做强水务主业同时拓展业务边界。2016年公司定向增发募集资金5.78亿元，用于购买南昌燃气51%股权、公用新能源100%股权、二次供水公司100%股权，拓展燃气业务；2019年通过定向增发实际募集8.66亿元，用于城北水厂二期项目建设及污水处理厂提标改造项目，助推水务主业规模扩大；2020年发行可转债，募集资金18亿元，用于十余处污水处理厂新建及提标改造工程。2022年4月及10月分别募集资金5.76亿元、3.68亿元，用于购买水业集团持有的鼎元生态100%股权，拓展固废业务。公司融资紧紧围绕水务主业及新业务拓展，均取得较好盈利回报，体现公司合理利用融资渠道促进业务发展。

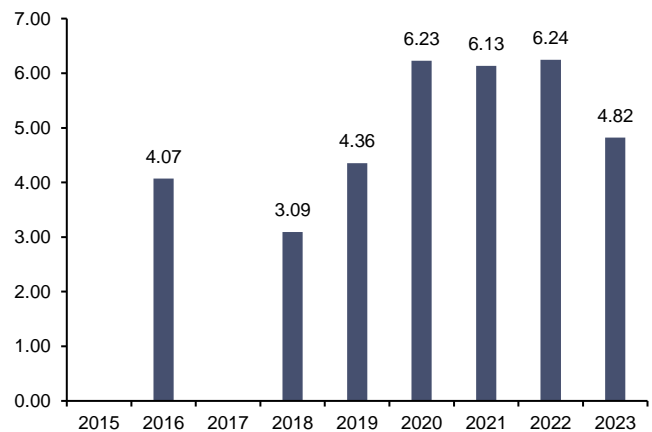
高分红高股息属性突出，分红承诺展期三年。公司重视股东回报，2021年公司发布未来三年分红规划，承诺分红比例不低于归母净利润50%。公司已兑现承诺，近三年分红比例保持在50%以上、对应静态股息率在5%左右，体现公司具有较高的盈利能力和成本管理水平。2024年4月，公司发布《公司未来三年（2024-2026年）分红规划》，承诺分红比例不低于归母净利润的50%，公司高比例分红趋势有望稳定延续。

图 15: 2015-2023 年公司分红比例 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 2015-2023 年公司静态股息率 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

表 2: 2023 年主要 A 股主要水务公司分红比例与股息率对比 (%)

	ROE		现金分红比例 (%)		2018-2022 年累计现金分红额 (亿元)	2023 年静态股息率 (%)	2024 年预测股息率 (%)	
	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年				2023 年
首创环保	11.53	5.69	32.09	30.26	45.70	21.58	3.72	4.84
<b>洪城环境*</b>	<b>14.55</b>	<b>14.39</b>	<b>63.37</b>	<b>50.18</b>	<b>50.02</b>	<b>13.00</b>	<b>4.82</b>	<b>4.04</b>
重庆水务	11.40	6.40	59.38	67.89	74.52	50.35	2.98	3.67
兴蓉环境*	11.46	11.73	20.38	20.67	27.53	10.66	2.99	2.59
江南水务	8.26	8.96	30.45	30.02	30.08	2.99	2.10	/
钱江水利	8.05	9.03	35.12	30.71	34.34	1.06	1.59	/

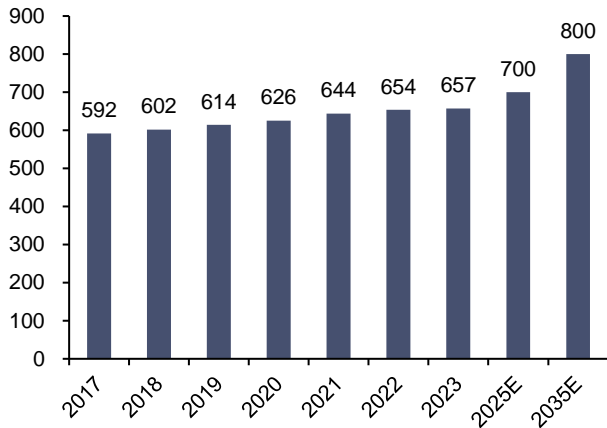
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 市值截止至 2024 年 7 月 31 日; \*公司盈利预测为信达能源预测, 其他均采用同花顺一致预测; 假设分红比例延续 2023 年计算 2024 年股息率

## 二、供水板块：供水业务稳健运营，直饮水拓展业务边界

### 2.1 公司在南昌市具有垄断地位，水价改革或带来盈利增厚

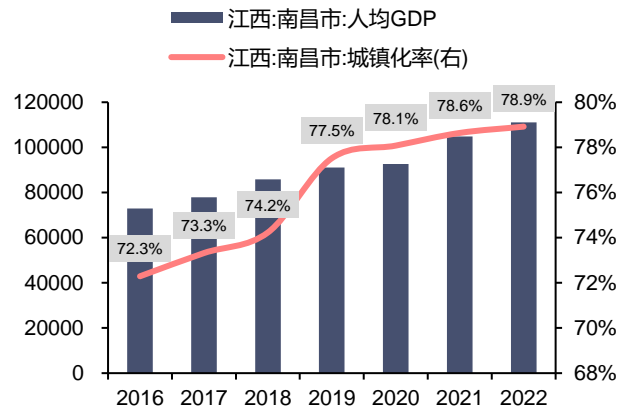
南昌市人口及城镇化率持续增长，支撑公司售水量持续提升。南昌市为长江中游城市群的重要节点，有较为明显的交通和区位优势，近年来，南昌市经济发展速度快，2017-2022 年人均 GDP 复合增速达到 7.3%。同时，南昌市常住人口持续增长。根据《南昌市国土空间总体规划 2021-2035 年》，南昌市预计 2035 年常住人口达到 800 万人，实际管理服务人口达到 1000 万人，有望支撑公司售水量稳定增长。

图 17: 南昌市常住人口情况 (万人)



资料来源: iFinD, 《南昌市国土空间总体规划》, 信达证券研发中心

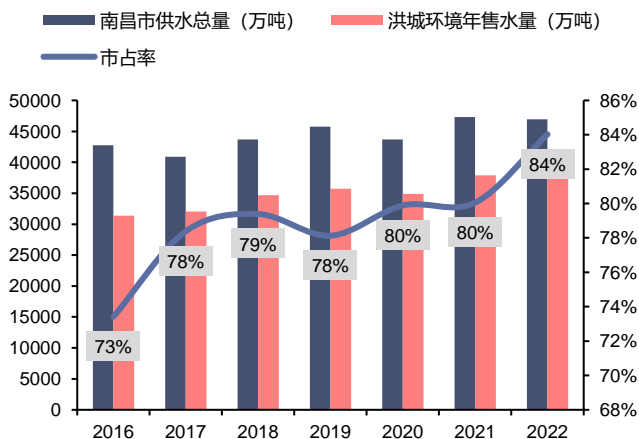
图 18: 南昌市城镇化率与人均 GDP (元/人; %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

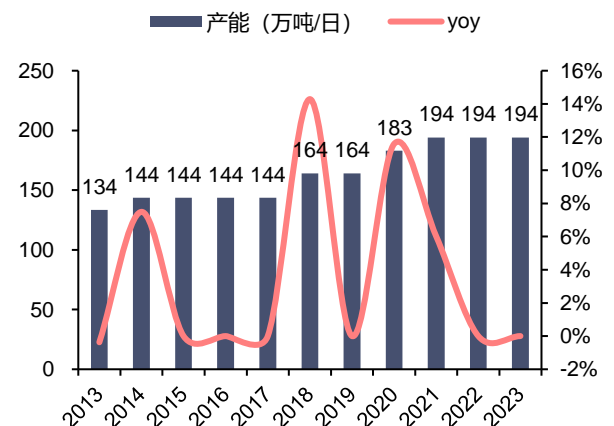
公司在南昌城区供水市场处于领先地位，当前产能保持稳定。近年公司产能扩张支撑售水量稳步提高。供水产能由 2013 年 134 万吨/日增长到 2023 年 194 万吨/日，2017-2023 年复合增速为 5.2%。产能扩张同时售水量增加，2017-2023 年售水量复合增速为 3.6%。公司当前已经覆盖南昌市除南昌县和进贤县以外的全部区域，2022 年公司售水量占南昌市全年总供水量的 84%。我们预计，未来公司供水产能趋于稳定，售水量或将伴随南昌市人口增加而呈现自然增长，为公司贡献稳定现金流入。

图 19: 洪城环境自来水供应占全市供水超 80%



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

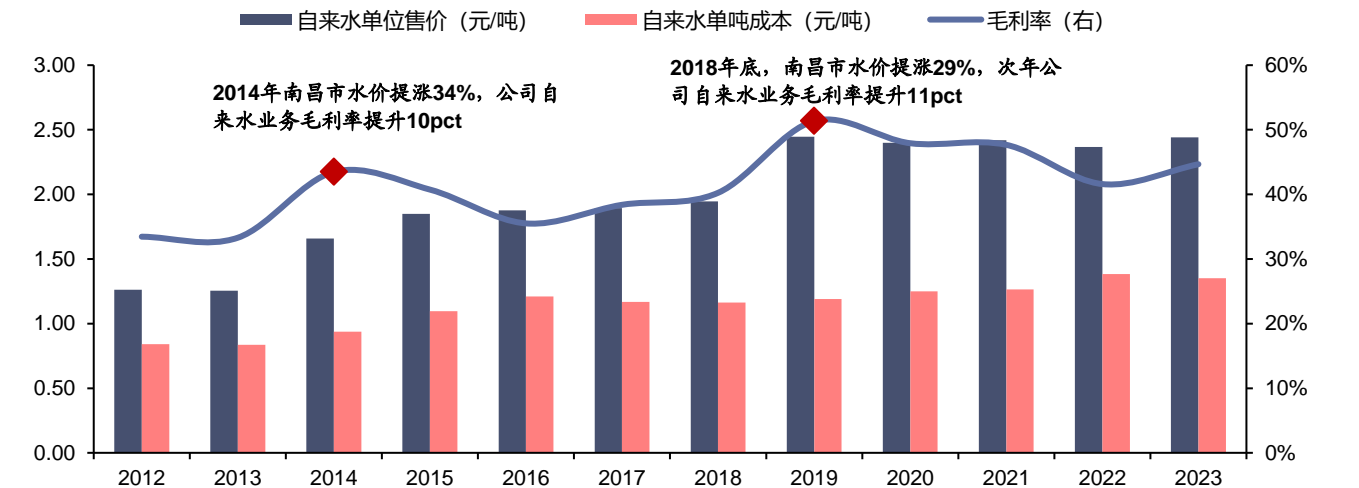
图 20: 洪城环境供水业务产能



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

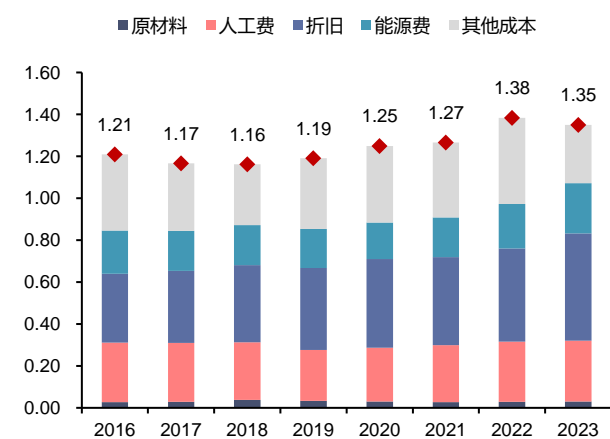
历史上水价调整会带来公司板块毛利率跳升。2014 以及 2018 年南昌市调涨水价带动公司单价及毛利率出现跳涨，而未调价的年份售水单价基本维持不变，但由于人工费、折旧费逐年上涨，所以毛利率在调价后会出现回落，但毛利率整体呈现上升态势。

- 2014年4月1日起，南昌市居民生活用水价格由1.18元/吨，提升至1.58元/吨，同比提升33.9%。洪城环境当年自来水单吨售价同比提升32%，单吨毛利同比提升72.6%。
- 2018年11月1日起，南昌市居民生活用水价格由1.58元/吨提升至2.03元/吨，同比提升28.48%。洪城环境2019年自来水单吨售价同比提升26%，单吨毛利同比提升9.2%。

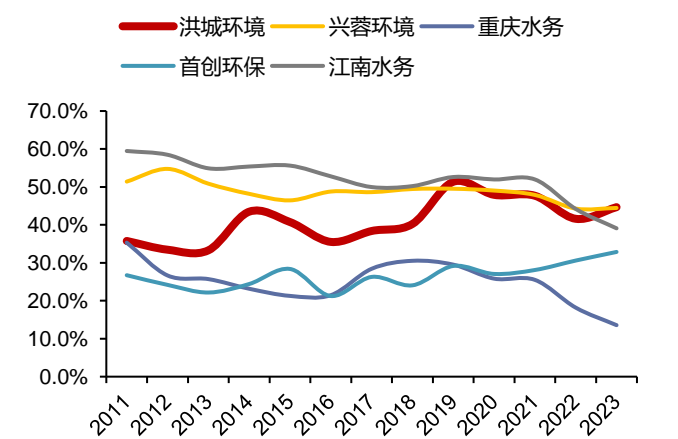
**图 21：南昌市水价上涨带动公司毛利增厚**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司自来水成本控制能力强，板块毛利率行业领先。自来水单吨成本自2016年1.21元/吨上涨至2023年1.35元/吨，增幅11.6%，年复合增长率为1.6%。2023年公司单吨自来水成本1.35元/吨，其中人工费占比22%，折旧费用占比38%，其他费用占比21%，毛利率保持在45%，在行业可比公司中排名靠前。

**图 22：洪城环境单吨自来水成本变动情况（元/吨）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 23：水务行业可比公司自来水业务毛利率对比（%）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

江西省政策要求省内三年未调价地区应启动调价机制，南昌市供水价格存在联动调整可能。2022年5月江西省发改委发布《关于贯彻落实城镇供水价格管理暂行办法的通知》，要求“建立城镇供水价格动态调整机制，价格监管周期原则上为3年。截至2022年12月31日已超过3年未调整城镇供水价格的市、县要及时启动价格调整机制，需要调整的应在2023年底前完成”。南昌市分别于2009/2014/2018年调整自来水价格，最近一次距2022年已有四年，原则上应启动价格调整机制，疏导供水成本压力。



江西省内已有多地开展水价调整。从价格来看，调价城市上调幅度在 0-0.3 元/吨，价格增长较为缓和；从区域来看，南昌市的三个区县（进贤县、安义县、南昌县）纷纷启动价格调整机制，其中南昌县已经执行调整后价格；从调整时间来看，赣州市已近 20 年未调价，而多地 2017 年已经调价，本轮再次启动调价程序。我们认为伴随价格市场化改革推进，水价联动调整机制或将成为常态，南昌市也存在调涨水价可能，有望增厚公司供水业务盈利。

表 3: 江西省市县自来水调价进展

城市	听证会时间	执行时间	原第一阶梯水价 (元/方)	调整后第一阶梯水价 (元/方)	调价幅度 (元/方)	上次调价时间
南昌市南昌县	-	2021/5/1	1.54	1.85	0.3	
吉安市永安县	2022/9/2	2023/3/1	-	1.5	-	
赣州市（五区同价）	2023/1/12	2023/5/1	1.15-1.45	1.45	0-0.3	2005、2008
樟树市	2023/12	2024/3/1	1.2	1.4	0.2	
南昌市进贤县	2022/11	-	1.28	1.74/1.8	0.46/0.52	2017
南昌市安义县	2023/11/23	-	1.55	1.85/1.9	0.3/0.35	2017
上饶市弋阳县	2024/1/5	-	1.2	1.5	0.3	2017

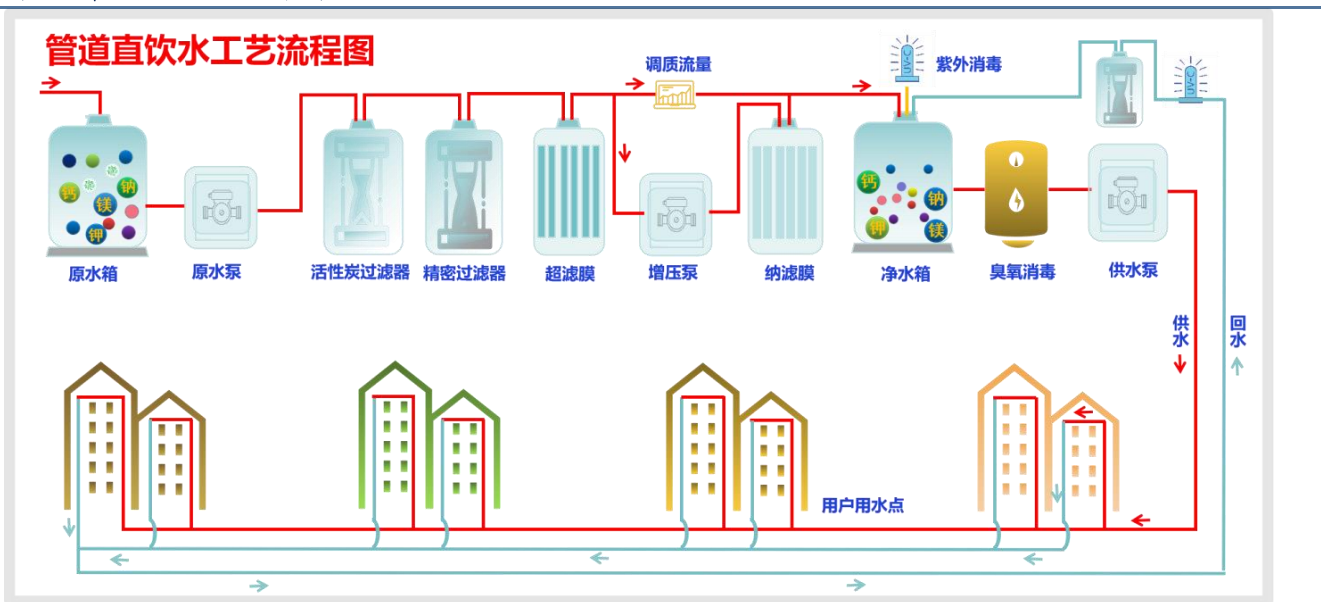
资料来源：政府官网，信达证券研发中心

## 2.2 积极拓展直饮水业务，寻求新业绩增长点

管道直饮水是城市供水系统的延伸和补充，是通过分质供水的方式，在居住小区、学校、医院、酒店、写字楼内设大型智能中央净水机房，并通过对自来水进行深度净化处理，再将净化后的优质水送达用户。

直饮水可以通过深度处理为用户提供高质量饮水。直饮水可以通过膜处理技术，去除水中各种有害物质（包括细菌、病毒及有机和无机化学物质）的同时，保证水中含有适量的微量元素和矿物质，且偏弱碱性，口感好。直饮水管网为全密封性体系，不需要储水池，不存在二次污染的源头，且供水系统循环流动，避免供水过程中的二次污染。

图 24: 管道直饮水工艺流程图



资料来源：南昌市政公用集团公众号，信达证券研发中心

部分地区存在“水质性缺水”现象，发展直饮水有利于保障用水安全。根据陈丽等《包头市管道直饮水管理的现状与建议》，包头市水源有 80% 源自黄河，冬春季水质经常为地表 V 类及劣 V 类水，超出了城市自来水系统常规水处理净化能力，每年都有部分水源臭味、氨氮超标。2004 年，包头市全面实施健康水工程，截至 2022 年，包头市城区管道直饮水



人口覆盖率已上升至 87.53%，受益人口达到 172.68 万人，成为全国首个城区直饮水工程基本全覆盖的城市。

**直饮水相较其他饮水方式经济性更强。**以洪城环境为例，管道直饮水水费 0.3 元/升，桶装水价格约为 1-2.5 元/升，一次性瓶装水价格约为 4 元/升，管道直饮水更具性价比。此外，直饮水兼具环保性，根据公司披露，南昌市市管道直饮水全覆盖后，全市每年可减少约 14 万吨塑料使用，每年可减少约 3 亿度电消耗，相当于年减少 62 万吨 CO<sub>2</sub> 排放。

**表 4：管道直饮水与其他饮水方式对比优势**

	健康性	安全性	经济性	便捷性	智能性
管道直饮水	采用 15 级净水工艺，去除水垢、有毒有害物质，通过专业测水工具调节 PH 值(中性或弱碱性水)、水质硬度专业维护(50-200mg/L)、定期水质检测、定期公布权威检测报告。	全封闭式食品级不锈钢管网输送，24 小时循环杀菌，现产现用新鲜活水，杜绝二次污染。	实行阶梯水价收费，平均水价 0.1-0.3 元/升，更有充值优惠活动，经济实惠，性价比高。	直通厨房，打开水龙头就能饮用。	24 小时水质检测系统；手机缴费智能化。
净水器	储水罐的水存在死水现象无循环系统；滤芯质量参差不齐，过滤性差；使用越久精华效果越难保证。	不及时更换滤芯，水质得不到保证；无权威水质检测报告。	设备投入成本高，使用寿命短；滤芯更换频繁、维护、维修成本高。	水流量小，用水量小时等待时间长；使用不方便，使用时间越顾虑越多。	无预警信息。
社区水站	净化效果，难以掌握；普通五级过滤技术，制造厂家鱼龙混杂；部分厂家无卫生许可证和水批。	无人看管，无人维护，滤芯更换不及时，设备老化易滋生细菌，水质安全性差。	价格一般偏高，纯净水 0.4 元/升，弱碱性水 0.53 元/升。	需自提，不方便，恶劣天气打水对老幼群体安全隐患大。	无健康安全指标。
桶装水	3 天为最佳饮用期，开封需及时饮用完；水桶被多人多次交叉使用，易携带细菌。	水桶质量参差不齐，长期使用，会危害人体健康；运输环节长易造成二次污染。	根据桶装水的品质，1-2.5 元/升；20-50 元/桶。	需自提，等待时间过长，家中有老人和小孩，不能及时用水。	无。

资料来源：深圳市供水行业协会，信达证券研发中心

**深圳、上海等地大力发展直饮水建设。**管道直饮水在美国、德国等国家发展历史悠久，技术成熟，我国从 1996 年上海首先开始推广优质直饮水工程，如今全国已有广州、深圳、济南等多城市大面积推广直饮水。包头直饮水发展领先，如今是我国唯一实现城市直饮水设施全覆盖的城市。直饮水在经济发达地区发展进度较快，如深圳计划 2025 年实现全城直饮、上海要求 2035 年供水水质满足直饮水需求，我们预计未来更多地区有望拓展直饮水建设。

**图 25：管道直饮水发展历程**



资料来源：搜狐网、新浪网、住建部、深圳市政府网、北京包装饮用水行业协会、《城市管道直饮水发展与数字化实践》徐桂祥等，《饮用净水水质标准》、《“十四五”水安全保障规划》、《建筑与小区管道直饮水系统技术规程》，信达证券研发中心

**洪城环境已全面启动管道直饮水业务，南昌直饮水市场开拓有望增厚公司盈利。**2022 年南昌市生活、教育、行政用水共计使用约 2.3 亿吨，一般来说，饮用水占日常用水的 2%，则

约有 460 万吨水用于饮用。若按 0.3 元/升的价格，假设全市 80% 的直饮水替换率，每年直饮水运营将创造约 11 亿元的收入。当前，公司已在部分区域学校、企业等开展直饮试点，还重点推进全市一批意向率较高的 60 个小区直饮宣贯。公司目标在 2024 年底建成 100 个直饮水项目，实现直饮日供水量达 400 吨的目标。开拓直饮水业务有利于公司突破供水板块发展天花板，创造新的盈利增长点。

图 26: 洪城环境管道直饮水集中净化处理机房



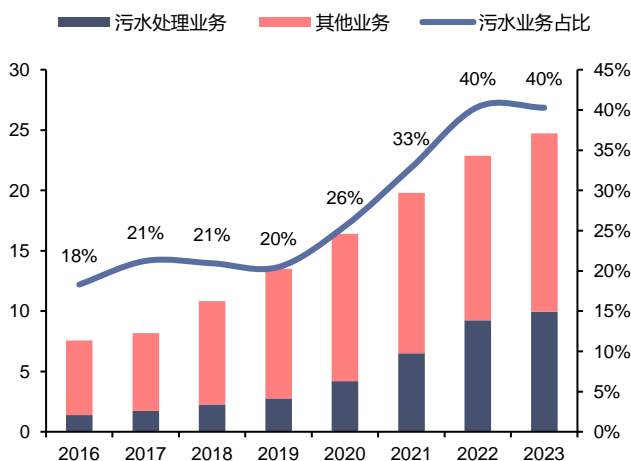
资料来源: 南昌市政公用集团公众号, 信达证券研发中心

### 三、污水处理板块：江西省水污染治理改革有望带来增长动能

#### 3.1 公司为江西省最大污水处理企业，提标改造助推单吨收入提升

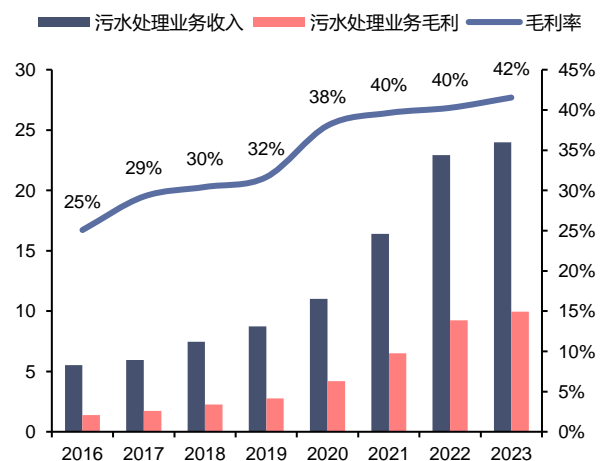
污水处理业务贡献约 40% 毛利，近年毛利率持续提升。2023 年公司污水处理总收入 23.98 亿元，同比增长 5%，占公司总营收 30%；实现毛利 9.96 亿元，同比增长 8%，占公司总毛利 40%。2016-2023 年公司污水处理营收及毛利持续提升，复合增速分别为 23.3%、32.6%。伴随污水处理量不断提高及提标改造，板块毛利率保持上行。

图 27: 污水处理业务毛利占比约 40% (亿元; %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 28: 污水处理业务毛利率超过 42% (亿元; %)

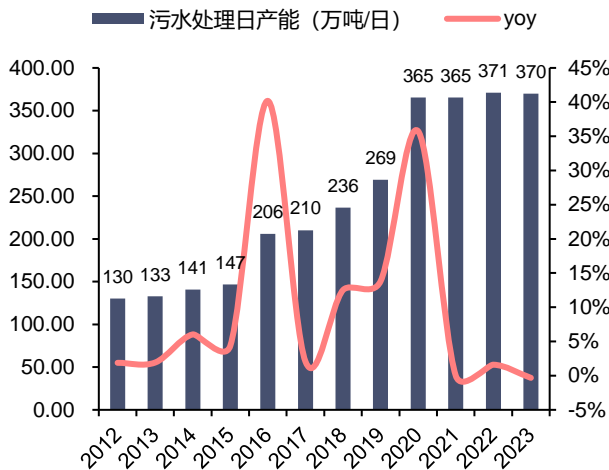


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

2023 年公司污水处理产能近 370 万吨/日，省内市占率超 80%，为江西省最大的污水处理企业。公司拥有 20 年的污水处理运营管理经验，并通过收并购及扩建的方式拓宽产能规模。2009 年收购江西省内 78 家污水处理厂，成为江西省最大的污水处理企业。2016-2019 年公司积极提标扩容，并开拓省外污水市场，收购营口、辽宁省污水企业特许经营权，助推污

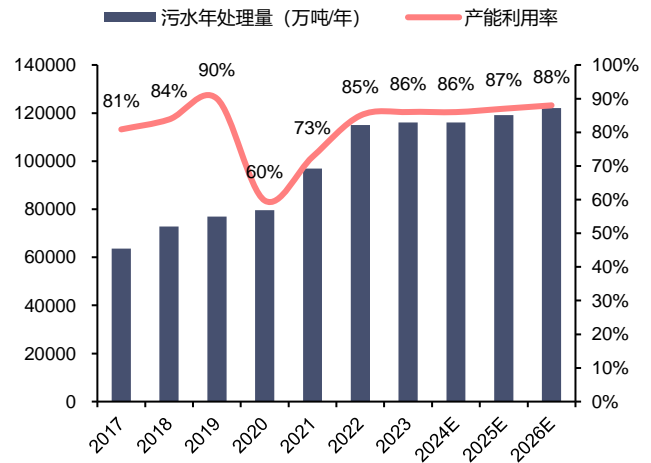
水处理产能快速提升。2020 年公司取得红谷滩及青山湖污水处理厂扩建工程项目，新增总设计规模 40 万立方米/日，同时当年新签订特许权协议共 13 个，污水产能同比提升 36% 至 365.2 万吨/日。截止 2023 年，公司拥有污水处理厂 108 座，污水处理产能 369.85 万吨/日，主要集中在江西地区，辐射浙江、辽宁，在江西地区的市占率超过 80%。我们预计未来公司整体产能保持稳定。我们假设 2024-2026 年产能利用率保持 86%/87%/88%，污水处理量将达到 11.61、11.9、12.2 亿吨。

图 29: 污水处理业务产能增长情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

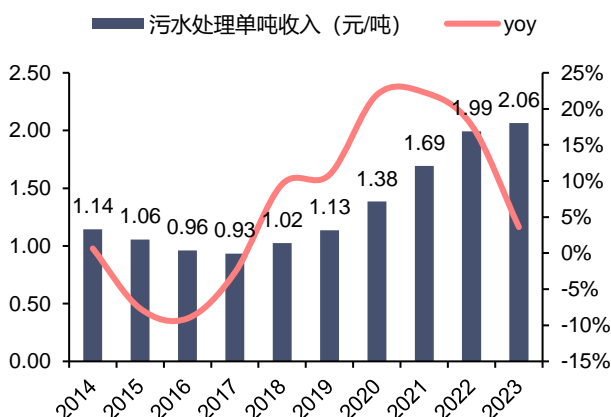
图 30: 公司污水处理量及产能利用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

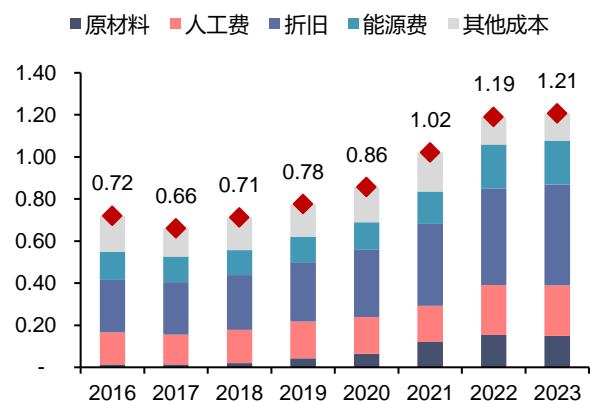
提标改造助推公司污水处理单价上涨。2016 年底，国家发改委出台《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，至 2020 年将现有污水处理设施由一级 B 提标至一级 A。自 2016 年开始，公司陆续承接了 85 家污水处理厂的提标改造项目，使公司污水处理价格由 2017 年 0.93 元/吨提涨至 2023 年 2.06 元/吨，年复合增长率在 14.1%。同期，公司保持较好的成本控制能力，单吨处理成本复合增速为 10.6%。我们认为，伴随公司污水厂提标改造完成，污水处理服务费增速或有下滑，但每年有部分水厂进入调价周期，价格核增有望支撑公司污水处理综合售价上行，支撑公司污水处理业务毛利率提高。

图 31: 污水处理业务单位售价情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 32: 污水处理业务单吨成本结构情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 3.2 “厂网一体化”持续推进，带来运营和工程收入增量

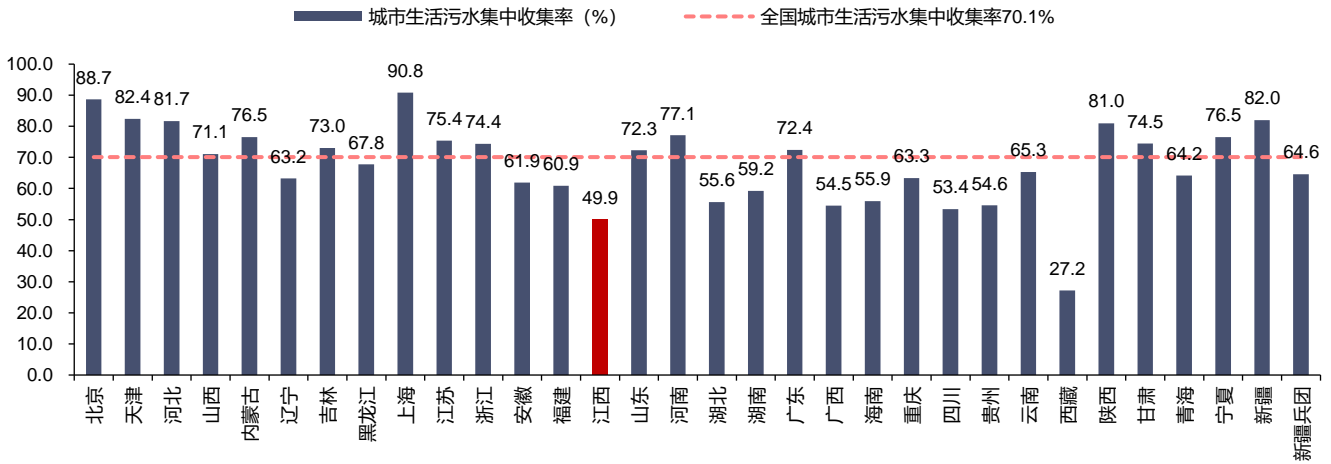
江西省城市生活污水收集率低于全国平均水平。“十三五”期间，江西省污水收集及处理目标进度滞后。2018 年，江西省《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战

的实施方案》请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

施意见》要求 2020 年底前设区市建成区生活污水基本实现全收集、全处理。而实际上，南昌 2020 年建成区污水收集率仅为 50.78%，远未达到目标要求。2022 年江西省城市生活污水收集率不到 50%，远不及全国平均水平。

“十四五”期间，公司有望受益江西省水污染治理改革。2022 年，江西省发改委等发布《江西省城镇生活污水处理提质增效攻坚行动方案（2022-2025 年）》，要求到 2025 年底，全省新建污水管网 2400 公里以上、改造污水管网 1600 公里以上、新增污水处理能力 50 万立方米/日以上，城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上。公司作为省内最大的污水处理企业，有望在政策推进中扩大污水处理规模，提升竞争力。

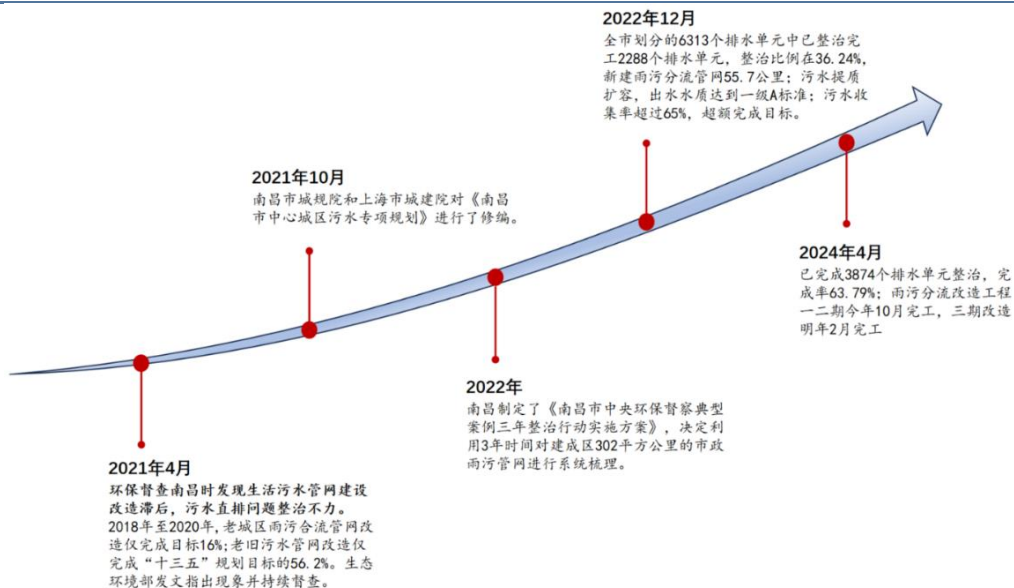
图 33：2022 年全国城市生活污水收集率



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

南昌市污水排放及管网建设的整改压力较大。2021 年环保督查组在江西省南昌市发现生活污水管网建设改造滞后，污水直排问题整治不力。2022 年南昌市制定《南昌市中心城区环保督察典型案例三年整治行动实施方案》，决定利用 3 年时间对建成区 302 平方公里的市政雨污管网进行系统梳理。截止 2024 年 4 月，南昌市排水单元整治已经完成 64%，整治成果显著。2024 年是南昌市城市水环境治理三年攻坚行动的收官之年，仍有 450 多公里的雨污水管网需要整治，整改节奏有望进一步加快。

图 34：南昌市污水排放治理进程



资料来源：政府官网，信达证券研发中心



洪城环境积极推进“厂网一体化”，通过新建管网贡献增量收益同时扩张污水处理潜在需求。截止2023年，公司已完成了进贤县、安义县、崇仁县、南昌县等一批“厂网一体化”网点布局，共计投资额37亿多元，项目内部收益率约在5%-10%。公司积极参与控股股东排水污水处理设施建设与改造项目，厂网一体化有利于实现公司污水处理效率提升，新建管网将有望带来工程业务收入，投运后将有望带来污水业务的盈利增厚。

表 5: 洪城环境“厂网一体化”项目布局情况

时间	项目名称	设计规模 (万吨/日)	投资规模 (万元)	内部收益率	建设内容
2023/1	进贤县污水处理厂网一体化项目	6	70000	9.54% (税后)	在原进贤县污水处理厂基础上新增投资约 220 公里的污水管网、180 公里的雨水管网、21 公里的沟槽箱涵 (TOT)
2023/7	安义县污水处理厂网一体化项目	3	45000	10.73% (税后)	在原安义县污水处理厂基础上新增约 142 公里的雨、污水管网 (TOT)
2023/11	南昌县污水处理厂扩容及配套管网特许经营权出让项目	6 (存量) +4 (扩建)	218606	7% (自有投资收益率)	扩建 4 万吨/日污水处理厂; 新建市政污水管网约 83.7km, 完成现状莲塘、银三角片区管网清淤、检测和修复; 完成莲塘、银三角片区范围内排水单元达标创建
2023/12	崇仁县污水处理一期项目 (BOT)	-	46000	大于 4.5%	新建污水主干道; 雨污分流改造; 配套智慧水务工程

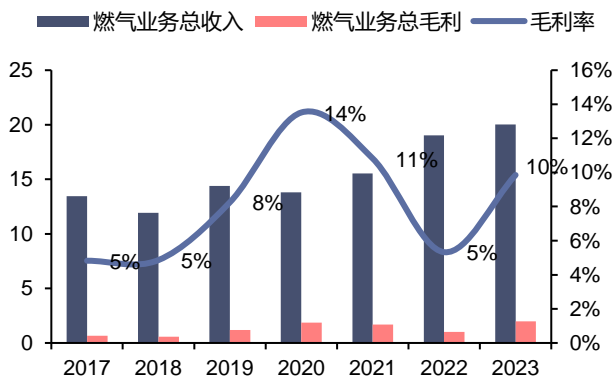
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 四、燃气板块: 顺价机制落地有望保障盈利稳定性

子公司南昌燃气是南昌地区最大的天然气供应商, 市占率超过 90%。2016 年, 公司以发行股份的方式购买了市政公用控股持有的南昌燃气 51% 股权, 引入优质燃气板块业务。南昌燃气自 2012 年以来开始整合收购南昌市其他燃气公司, 目前覆盖区域包括南昌市城区、新建县、南昌县等, 覆盖地区面积及用户数量均占全市县的 90% 以上。同时, 南昌地区天然气管道基本均由南昌燃气建设, 其他燃气公司需要从南昌燃气购气, 公司在南昌市天然气领域已具有垄断经营地位。

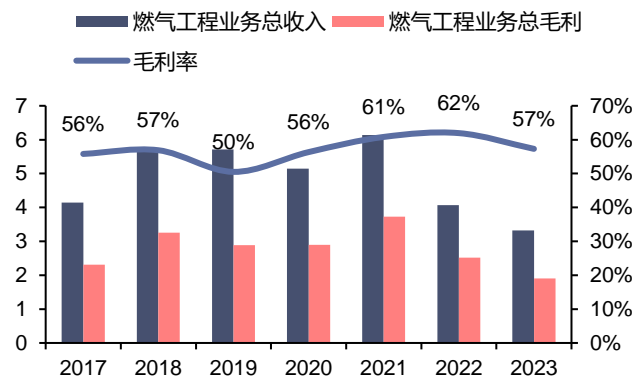
公司燃气板块分为燃气销售与燃气工程两部分业务, 合计毛利占比超过 15%。2023 年公司燃气销售业务收入 20 亿元, 占比 24.9%, 2017-2023 年复合增长率为 7%, 受到上游气价上涨影响, 2022 年毛利率处于较低水平, 2023 年恢复提升至 10%。燃气工程业务主要为居民和工商业用户提供接网送气、安装燃气表及壁挂炉设备等工程安装服务。2023 年燃气安装业务实现收入 3.32 亿元, 占比 4.13%, 受房地产景气度下滑影响, 2022-2023 年营收有所下降, 但趋势减缓, 业务毛利率保持在 50% 以上。2023 年燃气销售与工程毛利分别占比 7.98%、7.69%。

图 35: 燃气业务销售收入及毛利情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

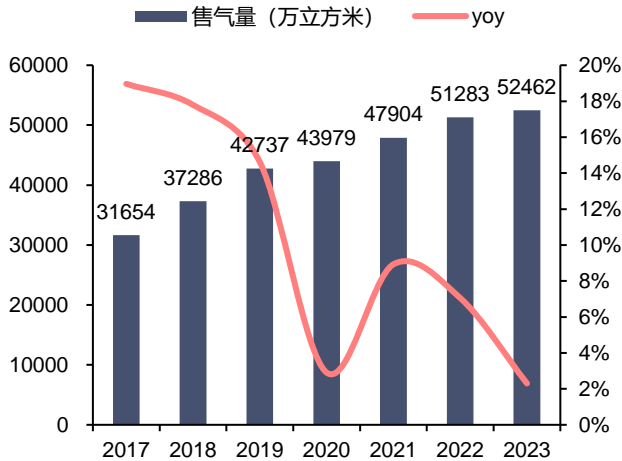
图 36: 燃气工程业务销售收入及毛利情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

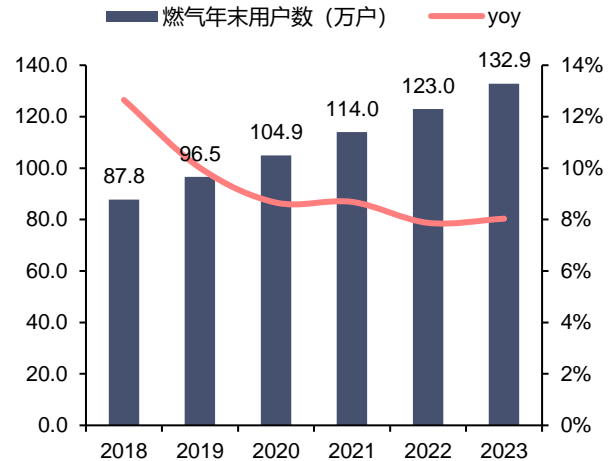
公司燃气用户数逐年增长，燃气销售量逐年提升。2016年南昌市政府发布《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管改造”民生工程工作的通知》，要求南昌市在三年时间内实现城区燃气气化率达到90%以上。受益于南昌市政府对于天然气的大力推广，南昌市范围内气化率稳步提升。截止2023年，公司现有天然气用户132.86万户，2018-2023年燃气用户数复合增长率为9.3%，支撑燃气销售收入稳步增加。

图 37: 公司燃气销售量及增速 (万立方米)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

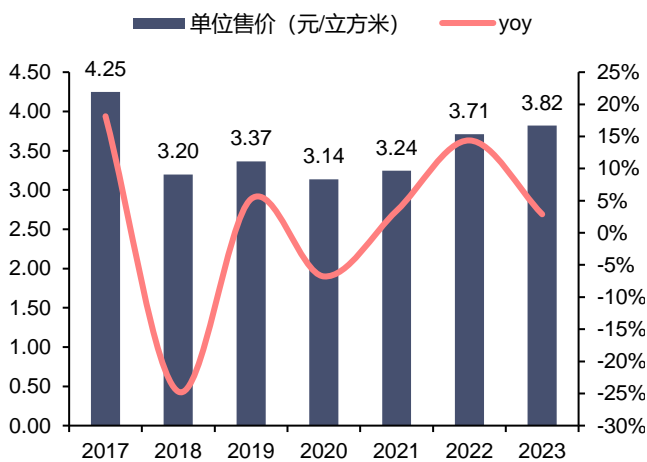
图 38: 公司燃气用户数及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

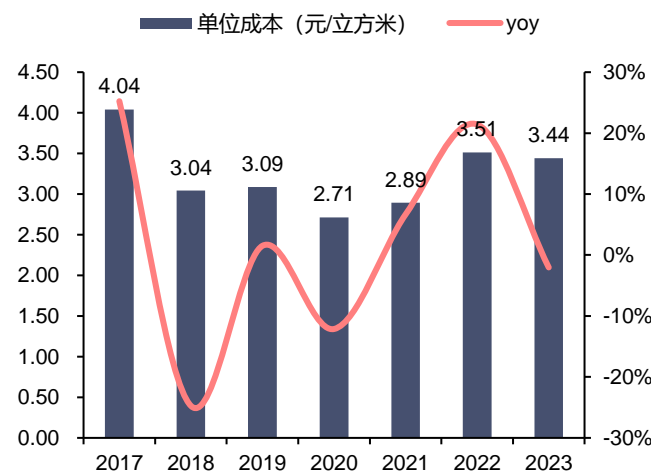
非居民用气价格调涨，用气成本回落，燃气业务盈利能力进一步提升。2022年以来受到地缘政治等因素影响，全球天然气价格剧烈上涨，公司购气成本大幅增加，导致燃气业务毛利率受到压制。2022年6月2日，南昌市发改委发布通知自2022年5月1日起将非居民用天然气销售价格调整至4.5元/方，助推公司当年燃气单位售价提升14%。我们预计伴随上游购气成本回落及顺价改革持续推进，公司燃气业务毛利或将实现恢复式增长。

图 39: 2017-2023 年燃气业务单位售价情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 2017-2023 年燃气业务单位成本情况



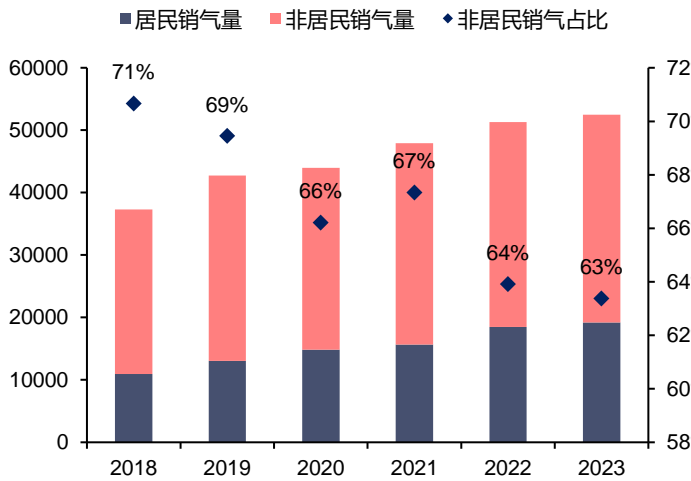
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

南昌市燃气顺价持续推进，价格联动机制出台有望保障盈利稳定性。2024年6月5日，南昌市发改委发布《南昌市管道天然气上下游价格联动机制听证方案》，提出天然气终端销售价格与燃气企业综合采购价格(含运输费用)实行联动，居民用气销售价格联动调整周期不超过12月，单次上涨不超过0.5元/方，非居民用气3个月一调整，调整不设幅度限制。价



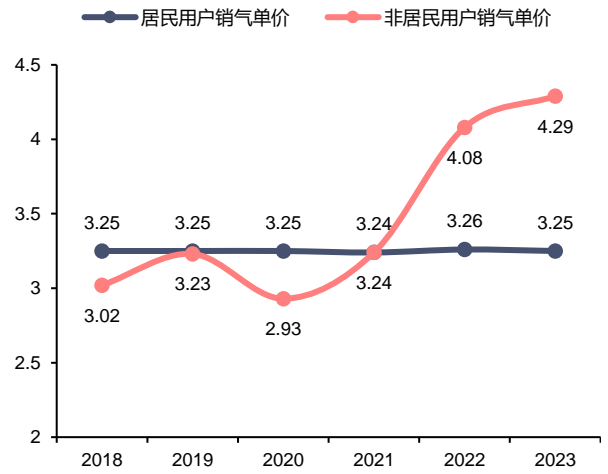
格调整可由城燃企业提出申请，价格主管部门进行成本审核后按机制调整，不再履行价格听证程序。公司非居民销气量占比超过 60%，本次价格联动机制调整有望进一步理顺价格机制，及时疏导成本上涨压力，增强燃气业务经营稳定性。

图 41：公司非居民销气量占比超 60%（万立方米）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：天然气顺价助推公司非居民销气价格上涨（元/方）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 五、固废板块：近期新注入大股东优质资产，连续完成业绩承诺

**大股东固废资产成功注入，打开固废产业链布局。**2021 年 1 月，水业集团为实现固废处理业务统一管理设立鼎元生态，并将所持洪城康恒、绿源环境、洪源环境及宏泽热电股权无偿划转给鼎元生态，打通固废处置上下游全产业链。同年，洪城环境拟以发行股份及支付现金的方式购买控股股东水业集团持有的鼎元生态 100% 股权，交易对价为 9.44 亿元，其中通过发行股份的方式购买 61% 股权，发行价格为 6.66 元/股，并支付现金 3.68 亿元购买 39% 股权，并于 2022 年 4 月办理完毕。至此，洪城环境成功切入固废处理领域，向综合环境运营平台迈进。

**鼎元生态业务覆盖固废处理、热电联产等，新增光伏及飞灰业务盈利能力突出。**2023 年 1 月，鼎元生态利用资源优势新增光伏发电项目，已实现投入运行，全年实现 67% 的毛利率；2023 年底，鼎元生态收购控股股东水业集团飞灰填埋资产，全年实现 82% 毛利率。两项业务将有望提高板块综合盈利水平。

### 鼎元生态子公司业务情况：

- 洪城康恒，鼎元生态持股 60%，主业经营固废垃圾焚烧业务，设计处理产能 2400 吨/日，项目为南昌市目前规模最大的垃圾焚烧发电项目，处理能力占南昌市垃圾焚烧处理量约 66.7%。
- 绿源环境，鼎元生态持股 100%，在运垃圾渗滤液处理规模 1000 吨/日，从处理量看，市占率大概为 55.5%。垃圾渗滤液浓缩液处理项目规模为 400 吨/日，市占率约 100%。
- 洪源环境，鼎元生态持股 100%，餐厨垃圾 200 吨/日，在南昌市占率约 50%；垃圾分类后的厨余垃圾 100 吨/日，南昌市占率约 100%；地沟油 30 吨/日，市占率约 85%。
- 宏泽热电，鼎元生态持股 100%，为温州市经济技术开发区唯一一家热电联产企业，

是温州市唯一一家污泥焚烧处理企业和最大的一般工业固废焚烧处理企业。

**表 6: 公司固废业务产能布局情况**

项目名称	主营业务	鼎元生态持股比例	经营方式	项目所在区域	产能	回款情况
鼎元生态	光伏发电及飞灰填埋	-	市场化经营	南昌市麦园	-	光伏电费回款周期为 1-6 个月内；飞灰填埋服务回款周期为 1-3 个月内
洪城康恒	垃圾焚烧业务	60%	特许经营权	南昌市麦园	2400 吨/日	电费收入回款周期为 1-4 个月内；垃圾处理收入回款周期为月 1-3 个月；炉渣收入回款周期为 1 个月内。
绿源环境	垃圾渗滤液处理与垃圾浓缩液处理	100%	特许经营权	南昌市麦园	垃圾渗滤液处理规模 1000 吨/日 垃圾浓缩液处理规模 400 吨/日	渗滤液浓缩液处理服务费回款周期为 2-3 个月
洪源环境	餐厨垃圾处理、厨余垃圾处理等	100%	特许经营权	南昌市麦园	餐厨垃圾 200 吨/日、厨余垃圾 100 吨/日、地沟油 5 吨/天	餐厨垃圾处理服务费回款周期为 2-6 个月；销售工业级混合油回款周期为 1 个月；上网电费回款周期为 1 个月
宏泽热电	热电联产、污泥焚烧、工业固废焚烧	70%	市场化经营	温州经济技术开发区	3 台汽轮机，合计装机容量 58MW	电费收入回款周期为 1-3 个月；供热收入回款周期为 1 个月；污泥处置回款周期为 1-3 个月。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**连续三年完成业绩承诺，业绩稳中向好。**根据业绩承诺，2021-2024 年，鼎元生态 2021-2024 年实现扣非净利润不低于 1.09/1.16/1.21/1.35 亿元，过去三年均完成业绩承诺，扣非净利润复合增速为 5.5%。

**表 7: 鼎元生态业绩承诺及兑现情况**

	2021	2022	2023	2024
承诺扣非净利润（万元）	10941	11552	12118	13450
实现净利润（万元）	12781.92	11715.13	12620.54	-
实现扣非净利润（万元）	11256.61	11573.1	12527.6	-
业绩承诺兑现率	102.9%	100.2%	103.4%	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**鼎元生态应收账款主要来源垃圾焚烧业务，回款情况良好。**2023 年鼎元生态应收账款规模 2.36 亿元，占公司总应收款比重约 13%，近年来由于特许经营权收入规模在增加，应收账款呈现缓慢增加趋势。鼎元生态应收账款主要来源于垃圾焚烧发电业务，2023 年垃圾焚烧发电业务应收款 1.01 亿元，占比 43%。垃圾焚烧发电业务客户主要为江西省电网公司及南昌市中心管局，电费收入回款周期为 1-4 个月内，垃圾处理收入回款周期为 1-3 个月，参考根据历史回款情况，垃圾焚烧业务主要客户回款情况良好。

**表 8: 鼎元生态分业务应收账款情况（万元）**

	2021 年	2022 年	2023 年	占鼎元生态总应收账款比重
光伏发电及飞灰填埋业务	-	-	363.35	1.5%
垃圾焚烧发电	8,864.48	10,097.42	10119.06	42.9%
污泥焚烧等热电联产	3,293.48	1,326.63	2991.57	12.7%
餐厨垃圾处理	-	922.12	2,526.80	10.7%
垃圾渗滤液	3,098.28	2636.35	4,648.81	19.7%
前五大客户应收总计	15256.24	14982.52	20649.59	87.5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 六、盈利预测与估值

### 核心假设

- 供水业务：售水量：**伴随南昌市人口增长与城镇化率继续提升，我们假设 2024-2026 年公司供水产能保持不变，售水量保持 2%的自然增幅；**水价：**南昌市用水结构变化，工商业用水占比提高，我们假设水价增速为 2%/1%/1%，（未考虑水价机制改革带来的水价调涨）。2024-2026 年供水业务毛利增速为 2.8%/0.5%/0.5%，毛利率为 44%/43%/42%。
- 污水处理业务：污水处理量：**我们假设 2024-2026 年公司有新增收并购的污水处理厂，污水处理产能逐年小幅增加，同时伴随厂网一体化建设，污水收集率有望进一步提高，公司产能利用率或将稳中有升 86%/87%/88%，污水处理量三年增速为 0%/2.5%/2.5%。**污水处理价格：**公司污水项目众多，特许经营权约定的调价周期不同，我们假设未来三年每年均有调价的污水处理厂，拉动污水处理单价保持 5%/5%/5%的增速。2024-2026 年污水业务毛利增速为 8%/10%/10%，毛利率为 43%/44%/45%。
- 燃气销售业务：售气量：**公司拟建天然气利用二期工程，我们预计建设投产后或将带来天然气售气量一定幅度的上升，2024-2026 年售气量增速为 5%/5%/5%。**气价：**南昌市燃气顺价持续推进，公司未来有望及时传导成本端价格变动，保障盈利稳定性。未来三年单位售气价格增速为 0%/2%/3%；单方毛差为 0.41/0.39/0.4 元/方。我们预计 2024-2026 年燃气销售业务毛利率为 11%/10%/10%。
- 固废处理业务：**2023 年公司新增光伏发电及飞灰填埋项目，鼎元生态有望保持持续稳定盈利。我们预计 2024-2026 年固废处理业务收入增速为 4%/4%/4%，毛利率为 41%/40%/40%。

表 9：洪城环境分版块业绩拆分及预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
自来水业务	收入（百万元）	934	966	1000	1028	1057
	yoy	2%	3%	4%	3%	3%
	毛利（百万元）	389	431	443	446	448
	毛利率（%）	42%	45%	44%	43%	42%
污水处理业务	收入（百万元）	2293	2398	2518	2711	2918
	yoy	40%	5%	5%	8%	8%
	毛利（百万元）	923	996	1078	1187	1301
	毛利率（%）	40%	42%	43%	44%	45%
燃气销售业务	收入（百万元）	1903	2003	2106	2258	2438
	yoy	22%	5%	5%	7%	8%
	毛利（百万元）	101	197	229	228	242
	毛利率（%）	5%	10%	11%	10%	10%
固废处理业务	收入（百万元）	736	767	798	830	863
	yoy	0%	4%	4%	4%	4%
	毛利（百万元）	323	317	326	334	342
	毛利率（%）	44%	41%	41%	40%	40%
合计	收入（百万元）	7776	8048	8447	8905	9419
	yoy	-5%	4%	5%	5%	6%
	毛利（百万元）	2287	2473	2654	2797	2965
	毛利率（%）	29.4%	30.7%	31.4%	31.4%	31.5%

资料来源：同花顺，信达证券研发中心

公司为国内优质综合环境运营商，有望稳定盈利并持续创造分红回报。公司运营类业务公司毛利占比接近 80%，占抵销前净利润比重近 90%，有望持续为公司贡献稳定现金流。基于上述核心假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 11.69/12.35/12.89 亿元，按 7 月 31 日收盘价计算，对应 PE 为 12.27x/11.61x/11.13x，同时公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于归母净利润 50%，假设 2024 年分红比例延续去年，则预测股息率为 4%。我们选取重庆水务、首创环保、兴蓉环境作为可比公司，2024 年 PE 均值为 14.39x，高于公司 PE 倍数，我们认为公司高比例运营资产给予公司较强的业绩稳定性，叠加三年分红承诺，公司或将持续创造稳定的现金流和股息回报，且估值有望获得进一步修复。我们看好公司运营稳定性及持续分红能力，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 10: 可比公司估值比较

公司简称	收盘价 (元/ 股)	归母净利润 (亿元)				EPS (元/股)				PE (x)				2023 年 分红比例 (%)	预测股息 率 (2024)
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
重庆水务	5.07	10.89	11.98	13.15	14.22	0.23	0.25	0.27	0.30	25.00	20.28	18.78	16.90	74.5	3.7%
首创环保	2.93	16.06	22.76	25.03	26.91	0.22	0.24	0.26	0.28	12.29	12.21	11.27	10.46	45.7	4.8%
兴蓉环境	8	18.43	22.48	23.63	25.51	0.62	0.75	0.79	0.85	9.22	10.67	10.10	9.36	27.5	2.6%
平均值						0.36	0.41	0.44	0.48	15.50	14.39	13.38	12.24		
洪城环境	11.67	10.83	11.69	12.35	12.89	0.88	0.95	1.01	1.05	9.54	12.27	11.61	11.13	50.0	4.0%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2024 年 7 月 31 日 (\*为信达预测, 其他为同花顺一致预期); 假设分红比例延续 2023 年计算  
2024 年股息率

## 风险提示

- (1) 水价上调不及预期风险。**自来水价格听证程序流程较长，且价格调增或造成舆论压力，水价调整存在阻碍；污水价格调整幅度及调整时间均存在不确定性；
- (2) 项目进展不及预期。**公司正在积极拓展“厂网一体化”和直饮水业务，直饮水目前处于发展初期，存在市场接受度较低、监管机制不完善等问题，可能存在推进难度大、目标完成时间存在不确定性的风险；
- (3) 市场拓展风险。**公司业务主要集中在南昌地区，地区优势较为明显，但可能存在依赖单一市场的情况。水务资产的地方垄断属性较强，因此在开拓异地市场时候可能存在一定阻力导致市场拓展进度有一定滞后。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4,801	5,549	5,439	6,750	6,734
货币资金	2,352	2,635	2,800	4,121	3,836
应收票据	16	13	14	16	15
应收账款	1,399	1,783	1,492	1,456	1,664
预付账款	91	119	110	124	127
存货	331	301	342	303	343
其他	611	697	680	731	749
<b>非流动资产</b>	16,175	17,357	18,959	20,140	21,289
长期股权投资	72	107	117	117	117
固定资产(合计)	4,756	4,790	5,223	5,644	6,055
无形资产	10,145	10,117	10,113	10,313	10,377
其他	1,202	2,343	3,505	4,066	4,740
<b>资产总计</b>	20,975	22,906	24,398	26,891	28,023
<b>流动负债</b>	7,301	8,662	8,868	9,816	9,463
短期借款	1,115	2,085	2,071	2,549	2,781
应付票据	120	93	113	112	122
应付账款	3,085	2,947	2,924	3,266	3,189
其他	2,981	3,537	3,759	3,889	3,372
<b>非流动负债</b>	5,537	5,280	5,571	6,072	6,468
长期借款	3,641	3,522	3,822	4,322	4,722
其他	1,896	1,757	1,749	1,750	1,746
<b>负债合计</b>	12,838	13,941	14,439	15,888	15,932
少数股东权益	983	1,027	1,197	1,375	1,562
归属母公司股东权益	7,153	7,938	8,762	9,627	10,529
<b>负债和股东权益</b>	20,975	22,906	24,398	26,891	28,023

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,781	8,048	8,447	8,905	9,419
同比(%)	-14.8%	3.4%	5.0%	5.4%	5.8%
归属母公司净利润	962	1,083	1,169	1,235	1,289
同比(%)	-5.8%	12.6%	8.0%	5.7%	4.3%
毛利率(%)	29.8%	30.7%	31.4%	31.4%	31.5%
ROE%	13.4%	13.6%	13.3%	12.8%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.88	0.95	1.01	1.05
P/E	14.91	13.25	12.27	11.61	11.13
P/B	2.01	1.81	1.64	1.49	1.36
EV/EBITDA	4.74	5.62	7.32	6.86	6.66

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	7,781	8,048	8,447	8,905	9,419
营业成本	5,466	5,575	5,793	6,108	6,455
营业税金及附加	53	54	57	60	64
销售费用	226	235	247	267	311
管理费用	357	364	388	406	427
研发费用	121	127	133	140	149
财务费用	292	263	282	307	333
减值损失合计	0	-6	0	0	0
投资净收益	5	6	6	6	7
其他	60	67	71	82	94
<b>营业利润</b>	1,331	1,496	1,622	1,704	1,782
营业外收支	-10	-19	-10	-13	-15
<b>利润总额</b>	1,321	1,477	1,612	1,691	1,766
所得税	213	238	273	277	291
<b>净利润</b>	1,108	1,240	1,338	1,414	1,475
少数股东损益	147	157	169	179	186
<b>归属母公司净利润</b>	962	1,083	1,169	1,235	1,289
EBITDA	2,577	2,787	2,745	2,868	2,998
EPS(当年)(元)	0.92	0.99	0.95	1.01	1.05

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2,194	1,729	2,708	3,403	2,660
净利润	1,108	1,240	1,338	1,414	1,475
折旧摊销	971	1,033	1,021	1,048	1,085
财务费用	340	307	295	321	354
投资损失	-5	-6	-6	-6	-7
营运资金变动	-233	-825	150	571	-263
其它	12	-20	-91	55	16
<b>投资活动现金流</b>	-1,939	-1,820	-2,516	-2,269	-2,233
资本支出	-1,608	-1,842	-1,917	-2,215	-2,180
长期投资	-384	3	-11	0	0
其他	53	20	-588	-54	-53
<b>筹资活动现金流</b>	-1,434	381	-27	188	-712
吸收投资	364	70	6	0	0
借款	-1,089	851	286	978	632
支付利息或股息	-757	-783	-646	-692	-740
<b>现金流净增加额</b>	-1,179	290	164	1,321	-285



## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。