



## 增持（维持）

所属行业：环保/环境治理  
当前价格(元)：7.18

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

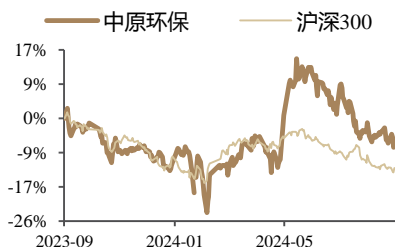
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.90	-8.77	-15.54
相对涨幅(%)	-1.40	-4.72	-8.32

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《中原环保 (000544.SZ)：24Q1 业绩超预期，经营性现金流终转正》，2024.4.30
- 《环保与公用事业周报-中原环保 (000544.SZ)：业绩稳健，资产状况有望修复》，2023.10.30

# 中原环保 (000544.SZ)：业务结构优化，污水处理产能持续提升

## 投资要点

**事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 公司实现营业收入 29.16 亿元，同比-15.67%，归母净利润 7.04 亿元，同比+17.77%。2024Q2 公司实现营业收入 13.73 亿元，同比-25.79%，归母净利润 2.86 亿元，同比-10.54%。

**污水处理业务稳步增长，PPP 项目毛利率提升显著。**2023 年公司完成重大资产购买，以 45.1 亿元收购净化公司，注入优质的污水处理、污泥处理资产，主业优势更加突出。24H1 污水处理量达 4.6 亿立方米，再生水利用 2895.16 万立方米，供应自来水 775 万立方米，污泥处理量 38.9 万吨。24H1 实现污水处理业务营收 12.53 亿元，同比+28.99%，毛利率达 56.41%，同比+0.25pct。PPP 项目方面，随着 PPP 项目陆续转入运营，在建项目减少，24H1 公司 PPP 项目营业收入 12.29 亿元，同比减少 40.41%，但毛利率提升明显，达 38.32%，同比+18.1pct。

**污水处理产能持续提升，多个项目投运可期。**公司所辖郑州新区污水处理厂（二期）污水处理项目（35 万立方米/日）、郑州新区污水处理厂（100 万立方米/日）提标改造项目于 2024 年 1 月 1 日正式商业运营。此外，郑州新区污水处理厂二期工程污泥处理设施已完成土建及设备安装工作，正进行调试；南曹污水处理厂一期工程已完成土建和主要工艺路线主要设备安装工作。

**经营性现金流好转，应收账款显著增加。**24H1 公司经营产生的现金流净额为-3.9 亿元，主要因为公司 PPP 项目在建项目减少，支出变少。应收账款方面，截至 2024 年 6 月底公司应收账款达 55.13 亿元，较 24Q1 增长 15.81 亿元。

**投资建议与估值：**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 77.52 亿元、78.78 亿元、79.80 亿元，增速分别为-0.8%、1.6%、1.3%，归母净利润分别为 11.43 亿元、12.97 亿元、14.07 亿元，增速分别为 32.9%、13.5%、8.5%，维持“增持”评级。

**风险提示：**有息负债率较高风险、应收账款较高风险、水环境治理投资不及预期风险、污水处理费降低风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	974.68		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	974.68	营业收入(百万元)	7,852	7,813	7,752	7,878	7,980
52 周内股价区间(元):	5.83-8.77	(+/-)YOY(%)	27.9%	-0.5%	-0.8%	1.6%	1.3%
总市值(百万元):	6,998.23	净利润(百万元)	714	860	1,143	1,297	1,407
总资产(百万元):	38,540.58	(+/-)YOY(%)	40.4%	20.5%	32.9%	13.5%	8.5%
每股净资产(元):	9.77	全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.88	1.17	1.33	1.44
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.6%	28.2%	31.8%	33.6%	35.1%
		净资产收益率(%)	6.4%	11.5%	11.6%	12.1%	12.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.88	1.17	1.33	1.44
每股净资产	7.70	10.11	11.04	11.98
每股经营现金流	-2.07	0.60	2.41	2.64
每股股利	0.18	0.29	0.40	0.51
价值评估(倍)				
P/E	7.86	6.12	5.40	4.97
P/B	0.90	0.71	0.65	0.60
P/S	0.90	0.90	0.89	0.88
EV/EBITDA	10.79	10.62	9.40	8.48
股息率%	2.6%	4.1%	5.6%	7.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.2%	31.8%	33.6%	35.1%
净利润率	11.6%	15.7%	17.5%	18.7%
净资产收益率	11.5%	11.6%	12.1%	12.1%
资产回报率	2.3%	3.0%	3.3%	3.5%
投资回报率	6.1%	5.4%	5.6%	5.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.5%	-0.8%	1.6%	1.3%
EBIT 增长率	32.1%	3.2%	9.8%	7.2%
净利润增长率	20.5%	32.9%	13.5%	8.5%
偿债能力指标				
资产负债率	77.2%	71.5%	70.0%	68.4%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	142.8	195.3	198.4	196.9
存货周转天数	2.9	3.0	3.0	2.9
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	3.1	3.1	3.0	2.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	860	1,143	1,297	1,407
少数股东损益	45	71	81	83
非现金支出	503	466	493	531
非经营收益	761	553	548	548
营运资金变动	-4,190	-1,646	-69	4
经营活动现金流	-2,022	587	2,350	2,573
资产	-1,343	-813	-698	-799
投资	0	-5	-6	-3
其他	-4	44	0	0
投资活动现金流	-1,347	-775	-704	-802
债权募资	4,250	317	300	200
股权募资	1	6	0	0
其他	-3,270	620	-938	-1,041
融资活动现金流	981	943	-638	-841
现金净流量	-2,389	756	1,007	930

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,813	7,752	7,878	7,980
营业成本	5,612	5,286	5,230	5,178
毛利率%	28.2%	31.8%	33.6%	35.1%
营业税金及附加	53	116	110	104
营业税金率%	0.7%	1.5%	1.4%	1.3%
营业费用	3	3	3	3
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	227	225	228	231
管理费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	113	116	118	120
研发费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	1,899	1,959	2,151	2,305
财务费用	753	531	491	466
财务费用率%	9.6%	6.9%	6.2%	5.8%
资产减值损失	-138	-102	-93	-94
投资收益	-0	1	0	0
营业利润	1,009	1,428	1,660	1,839
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,010	1,428	1,660	1,839
EBITDA	2,305	2,324	2,551	2,742
所得税	105	214	282	349
有效所得税率%	10.4%	15.0%	17.0%	19.0%
少数股东损益	45	71	81	83
归属母公司所有者净利润	860	1,143	1,297	1,407

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,599	2,355	3,362	4,292
应收账款及应收票据	4,112	4,317	4,386	4,362
存货	41	46	42	42
其它流动资产	1,151	948	1,096	1,083
流动资产合计	6,902	7,666	8,886	9,779
长期股权投资	17	22	29	32
固定资产	2,408	2,574	2,711	2,818
在建工程	212	147	108	85
无形资产	9,855	10,090	10,200	10,382
非流动资产合计	29,925	30,249	30,461	30,732
资产总计	36,828	37,915	39,347	40,511
短期借款	606	906	1,206	1,406
应付票据及应付账款	3,859	3,163	3,335	3,321
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,510	3,602	3,573	3,555
流动负债合计	7,975	7,671	8,114	8,281
长期借款	16,272	15,272	15,272	15,272
其它长期负债	4,177	4,151	4,151	4,151
非流动负债合计	20,449	19,423	19,423	19,423
负债总计	28,425	27,094	27,537	27,704
实收资本	975	975	975	975
普通股股东权益	7,503	9,850	10,758	11,673
少数股东权益	900	971	1,051	1,134
负债和所有者权益合计	36,828	37,915	39,347	40,511

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。