

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

污水处理收入占比提升，现金流有望改善

——中原环保(000544)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

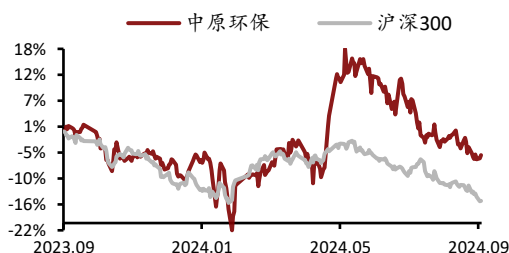
市场数据(2024-09-10)

收盘价(元)	7.05
一年内最高/最低(元)	8.97/5.96
沪深300指数	3,195.76
市净率(倍)	0.86
流通市值(亿元)	68.72

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	8.23
每股经营现金流(元)	-0.40
毛利率(%)	46.64
净资产收益率_摊薄(%)	7.39
资产负债率(%)	73.01
总股本/流通股(万股)	97,468.45/97,468.45
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

发布日期：2024年09月11日

投资要点：

中原环保发布2024年半年报，上半年实现营业收入29.16亿元，同比减少15.67%；归母净利润7.04亿元，同比增加17.77%。其中第二季度实现营业收入13.73亿元，同比减少25.79%；归母净利润2.86亿元，同比减少10.54%。

● 上半年作为基本盘的污水处理业务收入同比增长29%

公司为郑州公用事业投资发展集团控股的水务行业上市企业，主营污水处理、污泥处理、再生水利用业务，2023年3月公司收购净化公司，公司主营业务得到进一步增强。2024年上半年，公司污水处理量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。截至2024年上半年末，公司累计供热面积681万平方米，累计入网面积1275万平方米。

2024年上半年，公司营业收入同比下降主要由于PPP项目在建收入同比减少8.33亿元(-40.41%)。上半年公司污水处理业务收入同比增加2.82亿元(+28.99%)，污水处理、PPP项目收入占比分别为43%、42%，而2023年同期两项业务收入占比分别为28%、60%。上半年污水处理、PPP项目收入毛利率分别为56.41%、38.32%，毛利率较高的污水处理业务收入占比提升，使得公司上半年毛利率达到46.64%，同比提升13.93个百分点。

● 环保行业正向高质量发展转型，公用事业市场化改革利于水务行业发展

我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段。8月11日，中共中央、国务院《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》对我国经济发展全面绿色转型进行了顶层设计，提出到2030年，节能环保产业规模达到15万亿元左右。《关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》中提及“推进公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革。”公用事业行业市场化改革或将推进水价上涨，利于水务行业上市公司提升盈利能力、改善现金流状况。

● 公司持续推进在建污水处理项目，以尽快实现项目投运

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日正式投入商运；郑州新区污水处理厂二期工程污泥处理设施完成土建及设备安装工作；南曹污水处理厂一期工程为全地下污水处理厂，已完成土建和主要工艺路线主要设备安装工作。

● 公司坚持创新驱动、技术引领双轮驱动

2024 年上半年，公司推动与中科院生态中心、中国人民大学等国内知名高校及科研院校联合开展项目研发；成功申报“河南省固体废物(市政污泥及多源有机固废)高值化综合利用工业性试验验证平台”、河南省重点研发专项《城镇污水中新污染物强化去除关键技术开发》。

● 公司回款方面存在一定压力，经营现金流有所改善

截至上半年末，公司应收账款达 55.14 亿元 (+64%)，面临一定回款压力，基于谨慎性原则，公司上半年各类资产减值计提 8007.56 万元。公司出台《应收款项管理办法》，加大应收款项催收考核力度和回款力度。一季度公司经营活动净现金流入由负转正，净流入 0.17 元，上半年公司经营活动净现金流入为-3.94 亿元，较 2023 年同期-13.99 亿元有所改善。

● 盈利预测和估值

作为地方国资控股的环保上市平台，公司以污水处理、污泥处理、再生水利用为重点业务，立足郑州、深耕中原，并布局全国，在河南、山西、海南、深圳等地设立分子公司。环保行业正向高质量发展转型，公司污水处理收入占比提升，盈利能力有望进一步增强。

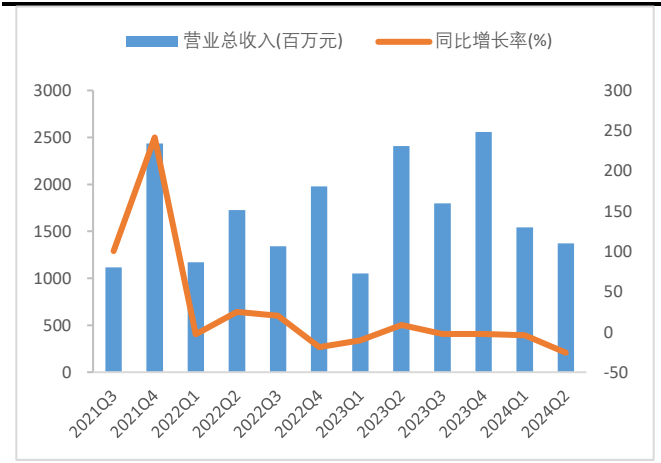
预计公司 2024-2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 11.10 亿元、12.38 亿元和 13.29 亿元，对应每股收益为 1.14、1.27 和 1.36 元/股，按照 9 月 10 日 7.05 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 6.19X、5.55X 和 5.17X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：宏观经济波动风险；行业政策变动风险；市场竞争加剧；应收账款回款不及预期；系统风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,852	7,813	7,623	7,733	7,813
增长比率(%)	27.87	-0.50	-2.44	1.45	1.03
净利润(百万元)	714	860	1,110	1,238	1,329
增长比率(%)	40.36	20.47	29.04	11.51	7.43
每股收益(元)	0.73	0.88	1.14	1.27	1.36
市盈率(倍)	9.62	7.99	6.19	5.55	5.17

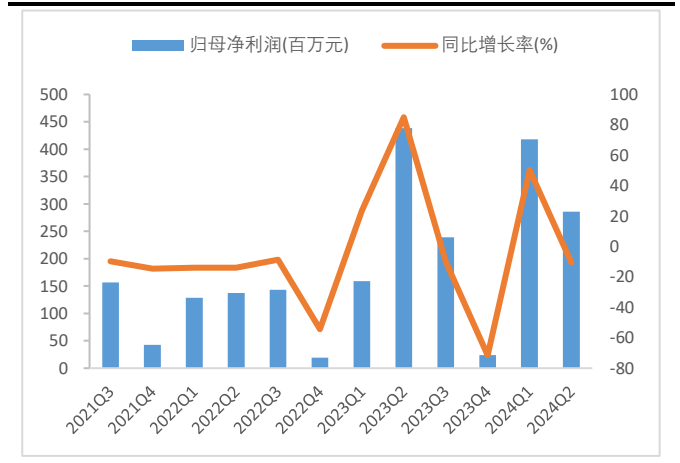
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营业总收入情况



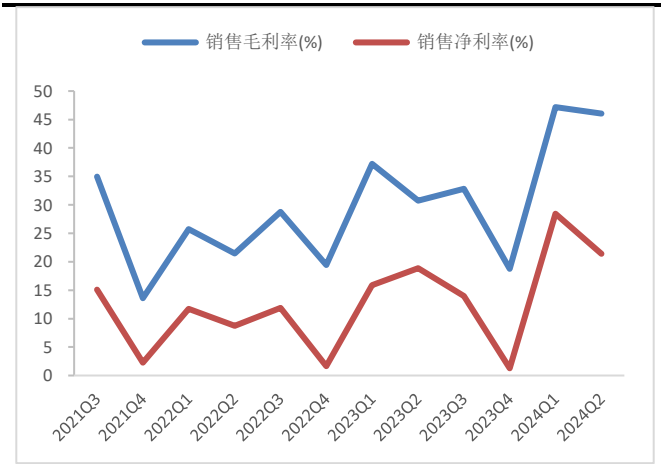
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润情况



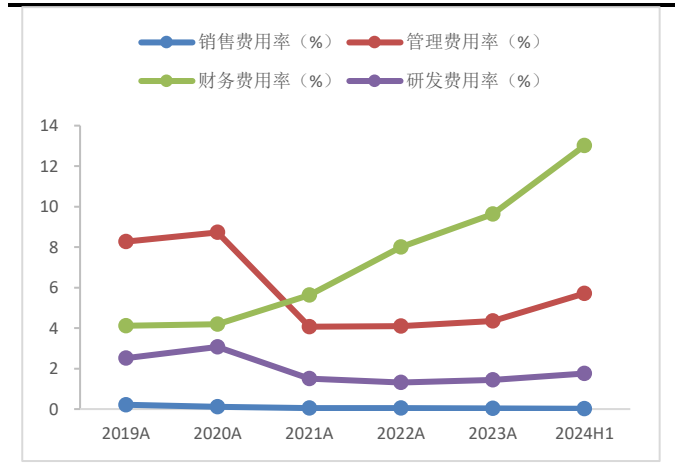
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司单季度盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,242	6,902	8,822	9,171	9,472
现金	3,971	1,599	2,567	2,961	3,277
应收票据及应收账款	2,102	4,112	4,944	4,842	4,783
其他应收款	131	42	108	125	141
预付账款	19	18	20	25	30
存货	51	41	58	61	65
其他流动资产	968	1,091	1,125	1,156	1,175
非流动资产	26,658	29,925	30,017	30,054	30,424
长期投资	19	17	16	19	20
固定资产	2,577	2,408	2,527	2,707	3,181
无形资产	7,918	9,855	9,840	9,673	9,467
其他非流动资产	16,144	17,645	17,633	17,655	17,756
资产总计	33,900	36,828	38,839	39,225	39,896
流动负债	6,422	7,975	6,426	6,208	6,031
短期借款	881	606	420	470	487
应付票据及应付账款	3,859	3,859	3,603	3,349	3,160
其他流动负债	1,683	3,510	2,403	2,388	2,384
非流动负债	15,381	20,449	21,530	21,031	20,693
长期借款	12,638	16,272	17,885	17,935	17,948
其他非流动负债	2,742	4,177	3,646	3,095	2,745
负债合计	21,803	28,425	27,956	27,239	26,724
少数股东权益	880	900	980	1,068	1,164
股本	975	975	975	975	975
资本公积	8,361	3,941	3,947	3,947	3,947
留存收益	1,823	2,537	3,447	4,462	5,552
归属母公司股东权益	11,216	7,503	9,903	10,918	12,008
负债和股东权益	33,900	36,828	38,839	39,225	39,896

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2,418	-2,022	-1,014	2,306	2,528
净利润	766	905	1,190	1,326	1,425
折旧摊销	483	406	361	404	477
财务费用	558	769	800	805	812
投资损失	-1	0	-1	0	0
营运资金变动	-4,346	-4,190	-3,348	-223	-178
其他经营现金流	123	88	-16	-7	-8
投资活动现金流	-1,077	-1,347	-439	-434	-839
资本支出	-1,008	-1,343	-483	-432	-838
长期投资	-68	0	1	-3	-1
其他投资现金流	-1	-4	44	0	0
筹资活动现金流	3,395	981	2,421	-1,477	-1,373
短期借款	-728	-275	-186	50	16
长期借款	5,861	3,633	1,613	51	12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4,509	-4,421	6	0	0
其他筹资现金流	-6,248	2,043	988	-1,578	-1,402
现金净增加额	-100	-2,389	969	394	316

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,852	7,813	7,623	7,733	7,813
营业成本	6,155	5,612	5,116	5,087	5,053
营业税金及附加	55	53	53	54	55
营业费用	3	3	3	3	3
管理费用	227	227	225	228	230
研发费用	88	113	114	116	117
财务费用	535	753	776	781	787
资产减值损失	-17	-138	-2	7	6
其他收益	212	52	46	46	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	887	1,009	1,379	1,518	1,623
营业外收入	4	3	2	1	3
营业外支出	4	1	2	1	1
利润总额	887	1,010	1,380	1,518	1,624
所得税	121	105	191	192	200
净利润	766	905	1,190	1,326	1,425
少数股东损益	52	45	80	89	95
归属母公司净利润	714	860	1,110	1,238	1,329
EBITDA	1,919	2,305	2,518	2,703	2,889
EPS (元)	0.73	0.88	1.14	1.27	1.36

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	27.87	-0.50	-2.44	1.45	1.03
营业利润 (%)	35.62	13.75	36.76	10.07	6.87
归属母公司净利润 (%)	40.36	20.47	29.04	11.51	7.43
获利能力					
毛利率 (%)	21.61	28.17	32.88	34.21	35.33
净利率 (%)	9.09	11.01	14.56	16.00	17.02
ROE (%)	6.37	11.46	11.21	11.34	11.07
ROIC (%)	4.46	6.05	5.71	6.05	6.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.32	77.18	71.98	69.44	66.98
净负债比率 (%)	180.24	338.27	256.89	227.25	202.88
流动比率	1.13	0.87	1.37	1.48	1.57
速动比率	0.97	0.72	1.19	1.28	1.36
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.22	0.20	0.20	0.20
应收账款周转率	5.70	2.52	1.69	1.58	1.63
应付账款周转率	2.00	1.47	1.39	1.49	1.58
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.88	1.14	1.27	1.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.48	-2.07	-1.04	2.37	2.59
每股净资产 (最新摊薄)	11.51	7.70	10.16	11.20	12.32
估值比率					
P/E	9.62	7.99	6.19	5.55	5.17
P/B	0.61	0.92	0.69	0.63	0.57
EV/EBITDA	9.32	10.79	10.31	9.29	8.47

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。