

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中原环保(000544)

投资评级 ——

上次评级 ——

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

郭雪 环保联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

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

污水处理业务稳步增长，提标改造持续推进

2025年05月04日

事件: 公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季报, 2024 年公司实现总营业收入 54.43 亿元, 同比减少 30.33%; 实现归母净利润 10.32 亿元, 同比增长 20%; 实现扣非归母净利润 9.54 亿元, 同比增长 36.8%; 基本每股收益 1.0251 元/股, 同比增长 16.16%。2025 年一季度, 公司实现总营业收入 11.47 亿元, 同比减少 25.67%; 实现归母净利润 3.59 亿元, 同比减少 14.07%; 实现扣非归母净利润 3.52 亿元, 同比减少 14.98%; 基本每股收益 0.3601 元/股, 同比减少 16%。

点评:

- **污水处理业务稳步增长, PPP 项目毛利率大幅提升。**2024 年公司全年处理污水 9.36 亿吨, 累计供应再生水 6284.23 万立方米; 污泥处理量 76.8 万吨; 累计供热面积 695 万平方米, 累计入网面积 1305 万平方米。分板块来看, 2024 年公司主营业务中污水处理实现营收 25.24 亿元, 同比+20.11%, 毛利率达 49.62%, 同比-1.46pct; PPP 项目实现营收 22.09 亿元, 同比减少 54.98%, 主要系公司 PPP 项目陆续进入运营期, 建设期收入同比下降, 毛利率为 43.14%, 同比+24.82pct。
- **污水处理提标改造持续推进, 稳妥投资多个项目为公司成长提供动能。**2024 年公司新区污水处理厂污水处理二期工程及 100 万立方米/日提标改造项目进入商业运营; 陈三桥污水处理厂二期提标改造项目进入试运行; 宜阳提标改造项目顺利通过土建工程竣工验收, 提标改造项目有望进一步增强公司的盈利能力。此外, 2024 年公司审议通过投资 6 个项目: 郑州新区污水处理厂再生水+综合智慧能源利用工程项目、郑州新区污水厂及双桥污水厂光伏电站项目、与杭州聚川环保科技股份有限公司成立合资公司、活性焦再生服务项目、公司污水污泥设备更新项目、登封市新区污水处理厂扩建工程特许经营权项目, 为公司持续发展增强动能。
- **经营性现金流显著增加, 应收账款呈上升趋势。**2024 年公司经营产生的现金流净额为-6.09 亿元, 同比增加 69.87%, 主要原因是金融资产模式核算的 PPP 项目本期支出减少; 投资活动产生的现金流量净额为-8.71 亿元, 同比增加 35.37%, 主要原因是无形资产模式核算的 PPP 项目本期支出减少; 筹资活动产生的现金流量净额为 13.74 亿元, 同比增加 40.16%, 主要原因为 2024 年发行永续债、借款及偿还债务同比减少的影响; 现金及现金等价物净增加额变动主要因为经营、投资、筹资活动现金流量变动综合影响。应收账款方面, 截至 2024 年 12 月底, 公司应收账款余额 67.86 亿元, 应收账款余额呈上升趋势; 公司高度重视应收账款回收工作, 出台《应收款项管理办法》, 加大应收款项催收考核力度。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 54.3 亿元、57.99 亿元、62.44 亿元, 增速分别为-0.2%、6.8%、7.7%; 归母净利润

润分别为 11.9、13.59、15.05 亿元，增速分别为 15.3%、14.2%、10.8%。

- **风险因素：**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、PPP 项目运营不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,813	5,443	5,430	5,799	6,244
增长率 YoY %	-0.5%	-30.3%	-0.2%	6.8%	7.7%
归属母公司净利润 (百万元)	860	1,032	1,190	1,359	1,505
增长率 YoY%	20.5%	20.0%	15.3%	14.2%	10.8%
毛利率%	28.2%	44.3%	48.3%	48.9%	49.3%
净资产收益率ROE%	11.5%	10.5%	11.1%	11.6%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.06	1.22	1.39	1.54
市盈率 P/E(倍)	9.24	7.70	6.68	5.85	5.28
市净率 P/B(倍)	1.06	0.81	0.74	0.68	0.63

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,902	9,831	12,551	14,550	16,587	
货币资金	1,599	1,509	4,094	5,581	6,969	
应收票据	5	5	5	6	7	
应收账款	4,106	6,786	6,938	7,410	7,978	
预付账款	18	6	8	9	9	
存货	41	21	20	21	23	
其他	1,132	1,504	1,485	1,523	1,601	
非流动资产	29,925	30,231	30,068	29,766	29,468	
长期股权投资	17	16	23	26	31	
固定资产	2,408	2,319	2,294	2,227	2,123	
无形资产	9,855	10,095	9,905	9,687	9,496	
其他	17,645	17,801	17,846	17,826	17,818	
资产总计	36,828	40,062	42,619	44,316	46,055	
流动负债	7,975	7,723	8,274	8,355	8,546	
短期借款	606	538	508	488	478	
应付票据	53	49	47	49	53	
应付账款	3,806	3,653	3,587	3,621	3,738	
其他	3,510	3,484	4,133	4,197	4,277	
非流动负债	20,449	21,612	22,670	23,270	23,770	
长期借款	16,272	18,447	19,447	20,047	20,547	
其他	4,177	3,165	3,223	3,223	3,223	
负债合计	28,425	29,335	30,945	31,625	32,316	
少数股东权益	900	891	955	1,020	1,090	
归属母公司	7,503	9,836	10,719	11,670	12,649	
负债和股东权益	36,828	40,062	42,619	44,316	46,055	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	7,813	5,443	5,430	5,799	6,244	
同比 (%)	-0.5%	-30.3%	-0.2%	6.8%	7.7%	
归属母公司净利润	860	1,032	1,190	1,359	1,505	
同比	20.5%	20.0%	15.3%	14.2%	10.8%	
毛利率 (%)	28.2%	44.3%	48.3%	48.9%	49.3%	
ROE%	11.5%	10.5%	11.1%	11.6%	11.9%	
EPS (摊薄)(元)	0.88	1.06	1.22	1.39	1.54	
P/E	9.24	7.70	6.68	5.85	5.28	
P/B	1.06	0.81	0.74	0.68	0.63	
EV/EBITDA	10.79	12.44	10.41	9.27	8.51	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	7,813	5,443	5,430	5,799	6,244	
营业成本	5,613	3,031	2,807	2,963	3,166	
营业税金及附加	53	50	42	46	52	
销售费用	1	1	2	2	2	
管理费用	227	272	271	290	312	
研发费用	113	115	109	116	127	
财务费用	753	762	761	780	786	
减值损失合	-138	-105	-93	-94	-96	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	94	17	41	42	0	
营业利润	1,009	1,124	1,386	1,551	1,702	
营业外收支	1	1	1	1	1	
利润总额	1,010	1,124	1,387	1,552	1,703	
所得税	105	53	133	128	128	
净利润	905	1,071	1,254	1,424	1,575	
少数股东损	45	39	64	65	70	
归属母公司	860	1,032	1,190	1,359	1,505	
EBITDA	2,305	2,394	2,710	2,944	3,102	
EPS (当年)(元)	0.88	1.03	1.22	1.39	1.54	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-2,022	-609	2,373	2,349	2,492	
净利润	905	1,071	1,254	1,424	1,575	
折旧摊销	406	474	561	612	613	
财务费用	769	770	619	632	658	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-4,190	-3,022	-151	-411	-448	
其它	88	98	90	93	95	
投资活动现金流	-1,347	-871	-489	-403	-410	
资本支出	-1,343	-872	-397	-398	-403	
长期投资	0	1	-9	-6	-8	
其他	-4	0	-82	1	0	
筹资活动现金流	981	1,374	701	-460	-695	
吸收投资	1	1,500	0	0	0	
借款	3,359	2,107	970	580	490	
支付利息或股息	-891	-958	-916	-1,040	-1,185	
现金流净增加额	-2,389	-105	2,585	1,487	1,388	

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、下属煤矿副矿长，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、钢铁及上下游领域研究。

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。

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，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

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。

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。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。