

洪城环境 (600461)

2022 年报点评：固废并表带动业绩增长，厂网一体化&直饮水拓展可期

2023 年 04 月 12 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057
chenzw@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,776	8,787	9,728	10,348
同比	-15%	13%	11%	6%
归属母公司净利润 (百万元)	946	1,047	1,190	1,271
同比	-7%	11%	14%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.87	0.96	1.09	1.17
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.28	7.48	6.57	6.16

关键词：#股息率高

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营收/归母 77.76/9.46 亿元，较上年调整前-4.87%/+15.31%；加权平均 ROE 较上年调整前降低 1.10pct 至 13.49%。
- **固废并表贡献利润增量，2022 年归母净利润较上期增长 15%**。2022 年公司综合毛利率 29.41%，较上年调整前+5.21pct，主要系固废并表&运营占比提升抬高整体毛利率。2022 年公司运营收入占比达 77%，业务结构改善盈利质量提升。分业务：**1)供水**：2022 年营收 9.34 亿元，同减 0.82%；毛利率同降 5.92pct 至 41.60%。2022 年售水量 3.94 亿 m³，同增 4.11%，平均水价 2.37 元/吨。**2)污水**：2022 年营收 22.93 亿元，同增 30.14%，毛利率同增 0.19pct 至 40.26%，2022 年污水处理量 11.51 亿 m³，同增 18.73%，平均水价为 1.99 元/吨，同增 17.74%，污水提标带来量价齐升。**3)燃气**：2022 年燃气销售营收 19.03 亿元，同增 22.44%，毛利率同降 5.49pct 至 5.33%，售气量 5.13 亿方，同增 7.05%，能源成本上涨盈利承压，期待后续燃气顺价带来边际改善；燃气工程营收 4.06 亿元，同降 33.73%，毛利率同增 1.13pct 至 61.94%。**4)固废**：2022 年营收 7.36 亿元，毛利率 43.89%，鼎元生态归母净利 1.17 亿元完成业绩承诺。**5)水务工程**：2022 年给排水工程营收 5.51 亿元，同减 25.80%，毛利率同增 12.40pct 至 26.97%；污水环境工程营收 8.34 亿元，同降 68.93%，主要系提标扩容改造步入尾声，后续厂网一体化空间有望释放。
- **经营性净现金流持续向好**。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 21.88 亿元，同比增加 58.39%；2) 投资活动现金流净额-19.38 亿元，同比减少 22.26%；3) 筹资活动现金流净额-14.28 亿元，同比减少 44.53%。
- **南昌市管网投资空间超 200 亿，控股股东积极参与公司有望受益**。南昌市为彻底解决污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近 200 亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务，打开新空间。2023Q1 公司厂网一体化订单陆续落地。
- **供水产业链延伸拓展直饮水，计划完成南昌 50 个管道直饮水项目**。公司打造管道直饮水南昌样板，迅速完成两个试点建设，公司作为南昌供水龙头，具有区域渠道、品牌竞争、管理团队、技术创新等多重优势。
- **盈利预测与投资评级**：公司固废资产已成功注入并表，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们将 2023-2024 年归母净利润从 11.84/13.72 亿元下调至 10.47/11.90 亿元，预计 2025 年归母净利润为 12.71 亿元，2023-2025 年同比+11%/14%/7%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.96/1.09/1.17 元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 7.5/6.6/6.2 倍，公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%，有安全边际。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)	7.03
一年最低/最高价	6.84/8.41
市净率(倍)	1.12
流通 A 股市值(百万元)	6,686.65
总市值(百万元)	7,663.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.26
资产负债率(% ,LF)	61.28
总股本(百万股)	1,090.11
流通 A 股(百万股)	951.16

相关研究

《洪城环境(600461)：2022 年三季报点评：资产并表带动业绩增长，期待燃气顺价&厂网一体化空间释放》

2022-10-29

《洪城环境(600461)：2022 年中报点评：稳健增长现金流持续提升，管网投资建设打开新空间》

2022-08-27

事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 77.76 亿元，较上年调整前口径（不含鼎元生态、安义自来水、蓝天碧水环保和思创机电）减少 4.87%，同比口径下降 14.86%；归母净利润 9.46 亿元，较上年调整前增长 15.31%，同比口径下降 7.42%；扣非归母净利润 8.43 亿元，较上年调整前增长 6.86%，同比口径下降 0.02%；加权平均 ROE 为 13.49%，较上年调整前下降 1.10pct，同比口径下降 2.03pct，略低于此前预期。

1. 运营收入占比提升，固废并表带动利润增长

固废并表贡献利润增量，2022 年归母净利润较上期增长 15%。2022 年公司实现营业收入 77.76 亿元，较上年调整前减少 4.87%，主要系给排水工程收入、污水环境工程收入和燃气工程安装收入减少所致；归母净利润 9.46 亿元，较上年调整前增长 15.31%。公司综合毛利率 29.41%，较上年增长 5.21pct，主要系固废并表及运营占比提升所致。公司供水业务、污水业务和燃气销售业务为主要运营业务，**2022 年公司运营收入占比主营业务收入达 77%，业务结构改善盈利质量提升。**分板块来看：

1) 供水业务：2022 年售水量同增 4%，产业链延伸拓展直饮水。2022 年供水板块营业收入 9.34 亿元，同比减少 0.82%；毛利率同比下降 5.92pct 至 41.60%。2022 年公司自来水售水量 3.94 亿立方米，较上期增长 4.11%，出厂水质综合合格率达 100%，平均水价 2.37 元/吨，较 2021 年平均水价 2.42 元/吨略有下降。随《城镇供水价格管理办法》出台和水价市场化改革逐步推进，供水资产回报市场化程度提升，确定性增加。2023 年 4 月 1 日起，饮用水新国标正式实施，对供水系统运维提出更高要求，推动给水业务的改造升级。公司不断拓展和延伸供水产业链，打造管道直饮水南昌样板，**计划完成南昌市 50 个健康管道直饮水项目，开拓产业新增长点。**

2) 污水业务：2022 年量价双增，污水处理量同增 19%，水价同增 18%至 1.99 元/吨。2022 年污水处理板块营业收入 22.93 亿元，同比增加 30.14%，毛利率同比提升 0.19pct 至 40.26%。2022 年污水处理量 11.51 亿立方米，同比增长 18.73%，平均水价为 1.99 元/吨，2021 年污水处理平均水价为 1.69 元/吨，同比增长 17.74%。公司在手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。

3) 燃气业务：气源成本上行盈利承压，期待顺价疏导成本压力。a) **燃气销售：**2022 年营业收入 19.03 亿元，同比增长 22.44%，毛利率同比下降 5.49pct 至 5.33%。2022 年天然气售气量 5.13 亿立方米，同比增长 7.05%，毛利率承压主要系能源价格上涨，成本上行幅度大于售价上行幅度，2022 年 5 月 1 日起非居民天然气终端价格调整至 4.5 元/方，为当年江西省唯一获取该政策的地市，期待后续燃气顺价带来边际改善。b) **燃气工程：**2022 年营业收入 4.06 亿元，同比下降 33.73%，毛利率同比提升 1.13pct 至 61.94%。

4) 固废业务：固废并表提供业绩增量，完成业绩承诺目标。并表后，2022 年固废

处理业务实现营业收入 7.36 亿元，同比增长 5.01%，毛利率 43.89%，同比下降 1.47pct。固废处理作为运营类资产使得公司运营业务占比进一步提升，盈利质量提升。新收购的标的资产鼎元生态实现营业收入 7.64 亿元，归母净利润 1.17 亿元，高于 1.16 亿元的业绩承诺。

5) 水务工程：提标改造进入尾声工程收入下降，厂网一体化打开新空间。a) **给排水工程：**2022 年营业收入 5.51 亿元，同比减少 25.80%，毛利率同比提升 12.40pct 至 26.97%；b) **污水环境工程：**2022 年营业收入 8.34 亿元，同比下降 68.93%，，主要系提标扩容改造步入尾声所致，毛利率同比提升 2.46pct 至 9.75%。公司借力控股股东水业集团作为南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位的先发优势，积极探索厂网一体化运营模式，项目政企联合总投入近 200 亿元，工程业务有望释放。

由于利息调整增加，财务费用率上升 2.06pct。2022 年全年公司期间费用同比增长 26.33%至 9.90 亿元，期间费用率上升 3.14pct 至 12.73%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 3.64%、增加 29.38%、增加 31.76%、增加 56.92%至 2.26 亿元、3.50 亿元、1.21 亿元、2.92 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.04pct、上升 1.19pct、上升 0.43pct、上升 1.48pct 至 2.91%、4.50%、1.56%、3.76%。

2. 资产负债率下降，经营性净现金流持续向好

资产负债率下降，加权平均净资产收益率下降 1.1pct。2022 年底公司资产负债率为 61.28%，同比下降 2.18pct。2022 年全年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.1pct 至 13.49%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年全年公司销售净利率为 14.05%，同比上升 2.43pct，总资产周转率为 0.4（次），同比下降 0.08（次），权益乘数从 2021 年的 3.02 下降至 2022 年的 2.97。

2022 年公司经营性现金流净额同增 58%，持续向好。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 21.88 亿元，同比增加 58.39%；2) 投资活动现金流净额-19.38 亿元，同比减少 22.26%；3) 筹资活动现金流净额-14.28 亿元，同比减少 44.53%。

3. 固废资产成功注入，南昌管网建设&直饮水打开业务空间

固废项目顺利并表，综合环保公用平台发展加速。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。2022 年公司供水产能为 194 万立方米/日，供水管网 7933 公里、服务人口 400 万，新建管网 32.65 公里，改造 28.9 公里。公司取得的污水特许经营权项目总设计规模为 371.05 万立方米/日，省内市占率超 80%。全年改造老旧管网 249 公里，为管网升压打下了坚实的基

础。公司购买控股股东水业集团持有的固废处理资产，包含**南昌项目**：洪城康恒（2400吨/日生活垃圾焚烧项目）、洪源环境（餐厨垃圾项目）、绿源环境（建设渗滤液处理1000吨/日、垃圾渗滤液浓缩液处理400吨/日）和**温州项目**：宏泽热电（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）。根据公司公告，固废项目已于2022年4月9日完成资产过户。**固废资产成功并表，公司发展加速。**

南昌市管网投资空间超200亿，控股股东积极参与公司有望受益。南昌市委、市政府为彻底解决南昌市污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近200亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）的先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务。南昌管网投资空间大，控股股东积极参与，有望为公司工程及后续运营业务打开新空间。2023年以来厂网一体化业务加速，2023年1月18日，公司公告拟投资南昌市进贤县污水处理厂网一体化项目，在原进贤县污水处理厂基础上新增投资配套污水收集设施，总投资7亿元，采用TOT模式。2023年2月17日，联合体中标崇仁县城区生活污水处理一期项目(BOT)，涉及污水主干管管道新建和污水主干管管道，中标金额4.6亿元，运维服务费61.57万元/年。

供水产业链延伸拓展直饮水，计划完成南昌50个管道直饮水项目。在政策支持、用水安全、服务升级背景下，直饮水行业前景可观，预计2021-2035年行业复合增速达20%，2035年内我国直饮水市场空间有望超4000亿元。管道直饮水可以理解为市政供水的增值服务，是市政供水产业链的自然延伸，公司打造管道直饮水南昌样板，迅速完成两个试点建设。公司作为本地市场供水龙头，具有区域渠道、品牌竞争、管理团队、技术创新等多重先发优势。公司计划完成南昌市50个健康管道直饮水项目，开拓产业新增长点。

盈利预测：公司固废资产已成功注入并表，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，南昌市管网投资&直饮水打开业务新空间。我们将2023-2024年归母净利润从11.84/13.72亿元下调至10.47/11.90亿元，预计2025年归母净利润为12.71亿元，2023-2025年同比提升11%/14%/7%，对应2023-2025年EPS分别为0.96/1.09/1.17元。当前市值对应2023-2025年PE 7.5/6.6/6.2倍，公司2022-2023年承诺分红不低于50%，有安全边际。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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,750	4,933	6,031	6,459	营业总收入	7,776	8,787	9,728	10,348
货币资金及交易性金融资产	2,334	2,468	3,349	3,675	营业成本(含金融类)	5,489	6,226	6,835	7,268
经营性应收款项	1,505	1,349	1,597	1,541	税金及附加	53	62	68	72
存货	326	477	405	533	销售费用	226	281	311	331
合同资产	264	298	330	352	管理费用	350	422	486	513
其他流动资产	321	340	349	359	研发费用	121	138	156	166
非流动资产	16,149	17,347	18,781	20,155	财务费用	292	293	310	329
长期股权投资	72	75	78	81	加:其他收益	51	54	54	57
固定资产及使用权资产	4,834	5,497	5,990	6,358	投资净收益	5	6	6	7
在建工程	592	323	161	64	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,144	10,944	12,044	13,144	减值损失	-3	0	0	0
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	12	14	14	14
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	1,309	1,439	1,636	1,747
其他非流动资产	423	423	422	422	营业外净收支	-10	0	0	0
资产总计	20,899	22,280	24,812	26,614	利润总额	1,300	1,439	1,636	1,747
流动负债	7,285	7,456	8,513	8,547	减:所得税	208	230	261	279
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,700	1,900	2,200	2,800	净利润	1,092	1,209	1,375	1,468
经营性应付款项	3,197	2,888	3,412	2,682	减:少数股东损益	147	162	185	197
合同负债	741	840	922	981	归属母公司净利润	946	1,047	1,190	1,271
其他流动负债	1,647	1,828	1,978	2,085	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	0.96	1.09	1.17
非流动负债	5,523	5,523	5,623	5,923	EBIT	1,584	1,712	1,927	2,055
长期借款	3,641	3,641	3,741	4,041	EBITDA	2,555	3,005	3,283	3,471
应付债券	1,575	1,575	1,575	1,575	毛利率(%)	29.41	29.15	29.74	29.77
租赁负债	79	79	79	79	归母净利率(%)	12.16	11.91	12.24	12.28
其他非流动负债	229	229	229	229	收入增长率(%)	-14.86	12.99	10.72	6.37
负债合计	12,808	12,980	14,137	14,471	归母净利润增长率(%)	-7.42	10.67	13.75	6.78
归属母公司股东权益	7,108	8,155	9,345	10,616					
少数股东权益	983	1,146	1,330	1,527					
所有者权益合计	8,091	9,300	10,675	12,143					
负债和股东权益	20,899	22,280	24,812	26,614					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,188	2,768	3,636	2,624	每股净资产(元)	6.26	7.22	8.31	9.48
投资活动现金流	-1,938	-2,471	-2,771	-2,769	最新发行在外股份(百万股)	1,090	1,090	1,090	1,090
筹资活动现金流	-1,428	-163	16	471	ROIC(%)	8.61	9.11	9.31	8.88
现金净增加额	-1,178	134	881	326	ROE-摊薄(%)	13.30	12.83	12.74	11.97
折旧和摊销	970	1,293	1,356	1,416	资产负债率(%)	61.28	58.26	56.98	54.37
资本开支	-1,607	-2,472	-2,772	-2,771	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.28	7.48	6.57	6.16
营运资本变动	-222	-77	541	-668	P/B(现价)	1.15	0.99	0.86	0.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

