

洪城环境（600461）

2021 年年报&2022 一季报点评：业绩亮眼污水量价齐升，结构改善盈利&现金流提升 买入（维持）

2022 年 04 月 23 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	8,174	8,266	8,934	9,594
同比	24%	1%	8%	7%
归属母公司净利润（百万元）	820	1,095	1,275	1,441
同比	24%	34%	16%	13%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.79	1.05	1.23	1.39
P/E（现价&最新股本摊薄）	9.85	7.37	6.33	5.60

投资要点

- **事件：**2021 年公司实现营收 81.74 亿元，同增 23.83%；归母净利润 8.20 亿元，同增 23.52%；扣非归母净利润 7.89 亿元，同增 28.25%；加权平均 ROE 同比+1.14pct 至 14.59%；向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元人民币（含税）。2022 年一季度公司实现营收 18.09 亿元，同减 12.74%；归母净利润 2.42 亿元，同增 11.73%；扣非归母净利润 2.40 亿元，同增 18.18%；加权平均 ROE 同比+0.12pct 至 4.03%。
- **业绩亮眼，结构改善盈利能力提升。**2021 年公司实现营收/归母 81.74/8.20 亿元，同比+23.83%/+23.52%，扣非归母同比+28.25%，略超我们的预期。2022 年 Q1 公司实现营收/归母 18.09/2.42 亿元，同比-12.74%/+11.73%，扣非归母同比+18.18%，超过我们的预期。2022 年第一季度，公司毛利率/净利率分别为 25.52%/14.21%，毛利率/净利率同比提升 4.10pct/2.49pct，毛利率/净利率较 2021 年提升 2.49pct/1.31pct。项目逐步投运，运营占比提升，盈利能力提升趋势明显。
- **污水业务营收毛利大增，运营毛利占比达 63%。**1)供水业务：2021 年实现营收/毛利 9.16/4.37 亿元，同比+9.39%/+8.83%；毛利率同比-0.24pct 至 47.67%；公司供水 3.79 亿方，同比+8.54%，平均水价 2.42 元/吨，同比+0.79%。2)污水业务：2021 年实现营收/毛利 16.40/6.50 亿元，同比+48.89%/+55.02%，毛利率同比+1.57pct 至 39.63%；公司污水处理量 9.69 亿方，同比+21.75%，平均水价 1.69 元/吨，同比+22.29%，我们预计 2022 年核心增长动力在于污水提标带来的量价齐升。3)燃气业务：2021 年实现营收/毛利 21.68/5.41 亿元，同比+14.46%/+13.65%，毛利率同比-0.17pct 至 24.97%。4)给排水管道工程：2021 年实现营收/毛利 33.34/2.99 亿元，同比+25.60%/+7.72%，毛利率同比-1.49pct 至 8.98%。2021 年运营业务（污水、供水、燃气销售）毛利占比达 63%，同增 3pct。我们预计随项目逐步投运&固废并表，运营利润占比有望继续上升。
- **经营性净现金流稳增，自由现金流首次转正。**2021 年经营性净现金流 13.81 亿元，同增 0.66%。2021 年公司企业自由现金流 1.24 亿元，自由现金流 2018 年以来首次转正。2022 年第一季度经营性净现金流 2.78 亿元，同比增长 111.04%，维持良好趋势。
- **盈利预测与投资评级：**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，打造新成长极。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。我们维持 2022-2023 年归母净利润 11.0/12.8 亿元，预计 2024 年归母净利润 14.4 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.39 元。当前市值对应 2022-2024 年 PE 7.4/6.3/5.6 倍，公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%，当前股息率（TTM）6.4%，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)	7.77
一年最低/最高价	6.26/9.52
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	7,130.71
总市值(百万元)	8,075.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.14
资产负债率(%，LF)	63.67
总股本(百万股)	1,039.31
流通 A 股(百万股)	917.72

相关研究

《洪城环境(600461)：2021 三季报点评：稳健成长，盈利质量提升》

2021-10-29

《洪城环境(600461)：2021 年中报点评：污水运营大增，固废注入&长江大保护发展加速》

2021-08-19

《洪城环境(600461)：重组方案调整收益增厚明显，注入资产优质打造固废新增长极》

2021-08-12

事件:

2021 年公司实现营业收入 81.74 亿元, 同比增长 23.83%; 归母净利润 8.20 亿元, 同比增长 23.52%; 扣非归母净利润 7.89 亿元, 同比增加 28.25%; 加权平均 ROE 同比提高 1.14pct, 至 14.59%; 向全体股东每 10 股派发现金股利 5.00 元人民币 (含税), 股息率 (TTM) 6.4%。

2022 年一季度公司实现营业收入 18.09 亿元, 同比减少 12.74%; 归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 11.73%; 扣非归母净利润 2.40 亿元, 同比增加 18.18%; 加权平均 ROE 同比提高 0.12pct, 至 4.03%。

1. 业绩亮眼污水量价齐升, 运营毛利占比 63%盈利提升

业绩表现亮眼, 2021 年归母净利润/扣非归母净利润同增 24%/28%, 2022Q1 归母净利润/扣非归母净利润同增 12%/18%。2021 年公司实现营业收入 81.74 亿元, 同比增长 23.83%, 主要系污水处理量价齐升、燃气销售量和工程收入增加所致; 归母净利润 8.20 亿元, 同比增长 23.52%, 略超我们的预期; 扣非归母净利润 7.89 亿元, 同比增加 28.25%; 公司毛利率 24.21%, 同比降低 0.65pct, 主要系工程业务和燃气销售业务原材料价格上涨所致。2022 年一季度公司实现营业收入 18.09 亿元, 同比减少 12.74%; 归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 11.73%; 扣非归母净利润 2.40 亿元, 同比增加 18.18%, 超过我们的预期。2022 年第一季度, 公司毛利率/净利率分别为 **25.52%/14.21%**, 毛利率/净利率同比提升 **4.10pct/2.49pct**, 毛利率/净利率较 2021 年提升 **2.49pct/1.31pct**。**项目逐步投运, 运营占比提升, 公司盈利能力提升趋势明显。**

污水营收毛利大增, 运营毛利占比 63%。分版块来看:

1) 供水业务: 2021 年实现营业收入 9.16 亿元, 同比增长 9.39%; 毛利率同比下降 0.24pct 至 47.67%, 主要系能源价格上涨所致; 实现毛利润 4.37 亿元, 同比增长 8.83%。2021 年公司供水 3.79 亿方, 同比增长 8.54%, 平均水价 2.42 元/吨, 2020 年供水平均水价为 2.40 元/吨, 同比增长 0.79%, 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。公司供水业务有望稳健增长。

2) 污水业务: 2021 年实现营业收入 16.40 亿元, 同比增长 48.89%, 毛利率同比提升 1.57pct 至 39.63%, 实现毛利润 6.50 亿元, 同比增长 55.02%。2021 年公司污水处理量 9.69 亿方, 同比增长 21.75%, 平均水价为 1.69 元/吨, 2020 年污水处理平均水价为 1.38 元/吨, 同比增长 22.29%。**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。我们预计提标改造带来的增长动能, 将有望在 2022 年进一步推动公司污水业务高增。**

3) 燃气业务: 2021 年实现营业收入 21.68 亿元, 同比增长 14.46%, 毛利率同比下降 0.17pct 至 24.97%, 实现毛利润 5.41 亿元, 同比增长 13.65%。其中, 燃气销售收入 15.54 亿元, 同增 12.66%, 销售量 4.79 亿方, 同增 8.92%, 毛利率下降 2.70pct 至 10.82%, 主要系能源价格上涨, 成本上行幅度大于售价上行幅度, 未来燃气顺价将带来边际改善; 燃气工程收入 6.13 亿元, 同增 19.28%, 新增居民用户 11.7 万户, 同比增长 7%, 非居民用户 1,871 户, 同比增长 58%, 毛利率上升 4.48pct 至 60.81%。

4) 给排水管道工程: 2021 年实现营业收入 33.34 亿元, 同比增长 25.60%, 毛利率同比下降 1.49pct 至 8.98%。实现毛利润 2.99 亿元, 同比增长 7.72%。

2021 年运营收入/毛利占比已达 50%/63%, 业务结构改善盈利质量提升。公司供水业务、污水业务和燃气销售业务为主要运营业务, 2021 年公司运营业务收入占比达 50%, 运营业务毛利占比达 63%, 同比提升 3pct。运营毛利占比逐年提升, 成为公司业绩增长的主要动能。我们预计随着公司水务项目逐步投运, 固废资产的并表, 运营利润占比有望进一步提升。业绩稳定增长, 盈利质量提升。

费用管控良好, 期间费用率下降 0.43pct。2021 年公司期间费用同比增长 18.47% 至 7.84 亿元, 期间费用率下降 0.43pct 至 9.59%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 21.24%、增加 6.12%、增加 35.51%、增加 28.51% 至 2.34 亿元、2.71 亿元、0.92 亿元、1.86 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.06pct、下降 0.55pct、上升 0.1pct、上升 0.08pct 至 2.87%、3.31%、1.13%、2.28%。

2. 资产负债率略降营运效率提高, 净资产收益率提升

资产负债率略降, 营运效率提高。2021 年公司资产负债率为 63.46%, 同比下降 0.2pct。2021 年公司应收账款同比增加 50.44% 至 7.44 亿元, 应收账款周转天数同比减少 3.83 天至 27.27 天; 存货同比增加 45.35% 至 3.60 亿元, 存货周转天数同比减少 4.24 天至 17.67 天; 应付账款同比增加 33.66% 至 28.54 亿元, 应付账款周转天数同比减少 2.35 天至 124.08 天, 使净营业周期同比减少 50.67 天至 -124.08 天。

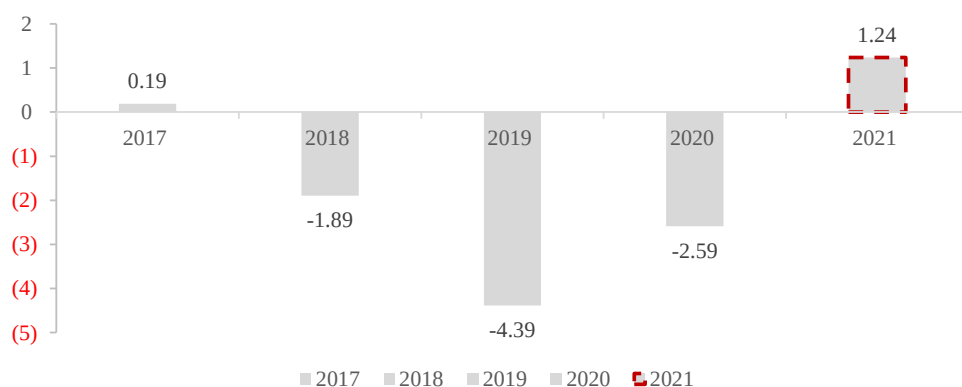
加权平均净资产收益率同增 1.14pct。2021 年公司加权平均净资产收益率同比增加 1.14pct 至 14.59%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2021 年公司销售净利率为 11.62%, 同比下降 0.26pct, 总资产周转率为 0.48 (次), 同比上升 0.01 (次), 权益乘数从 20 年的 2.78 上升至 21 年的 3.02。

3. 经营性净现金流稳增，项目逐步投运自由现金流转正

现金流维持良好表现，2021 年企业自由现金流转正迎拐点。2021 年公司 1) 经营活动现金流净额 13.81 亿元，同比增长 0.66%；2) 投资活动现金流净额-15.85 亿元，同比增加 26.62%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致；3) 筹资活动现金流净额-9.88 亿元，同比减少 136.79%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2021 年公司企业自由现金流 1.24 亿元，2018 年以来自由现金流首次转正，主要系项目提标扩容改造资本开支高峰已过，项目逐步进入运营期享运营红利所致，我们预计公司现金流表现持续向好。

2022 年第一季度，公司现金流情况继续维持良好表现。1) 经营活动现金流净额 2.78 亿元，同比增长 111.04%；2) 投资活动现金流净额-2.69 亿元，同比增长 55.86%；3) 筹资活动现金流净额-1.31 亿元，同比增长 48.23%

图 1：2021 年公司企业自由现金流转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 固废资产成功注入，南昌管网建设打开业务空间

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。报告期内，供水产能为 194 万/日（含托管），响应南昌快速发展，全年共计新建管网 26.66 公里，改造 8.46 公里，进一步提高供水保障能力；公司取得的污水特许经营权项目总设计规模为 365.2 万/日（含托管），2021 年全年新签订特许权协议的项目共 10 个，投资估算 6.9 亿元；报告期内，完成燃气老旧管网改造 48.23 公里，新建高压管网 28.37 公里，确保安全供气及气源充足；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（渗滤液浓缩液项目）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。2021年，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，将先期启动近200亿元，通过公司控股股东南昌水业集团成立南昌市城市排水有限公司，主要经营雨&污水管网和泵站、污水处理厂等排水污水设施的建设&改造&维修，地下综合管廊的运营维护，以及水环境治理工作。本次设立的排水公司，主要用于逐步承接南昌建成区排水设施的运维服务，以及未来新建改造项目。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。

盈利预测：公司已形成涵盖污水、供水、燃气、固废四大板块的综合公用事业平台，区域快速发展公司发展提速。我们维持2022-2023年归母净利润11.0/12.8亿元，预计2024年归母净利润14.4亿元，对应2022-2024年EPS分别为1.05/1.23/1.39元。当前市值对应2022-2024年PE 7.4/6.3/5.6倍，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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,217	4,756	5,178	6,393	营业总收入	8,174	8,266	8,934	9,594
货币资金及交易性金融资产	2,944	2,500	2,770	3,834	营业成本(含金融类)	6,196	5,894	6,272	6,639
经营性应收款项	870	862	928	996	税金及附加	33	41	40	43
存货	360	343	365	386	销售费用	234	257	265	286
合同资产	666	674	728	782	管理费用	271	291	313	336
其他流动资产	376	378	386	395	研发费用	92	91	97	106
非流动资产	12,485	13,422	14,318	15,172	财务费用	186	195	186	180
长期股权投资	69	64	59	53	加:其他收益	39	67	60	63
固定资产及使用权资产	3,757	4,189	4,695	5,239	投资净收益	9	13	13	13
在建工程	583	968	1,238	1,426	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7,585	7,712	7,839	7,966	减值损失	-18	-18	-20	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	8	8	9	10
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	1,201	1,567	1,823	2,070
其他非流动资产	490	488	487	485	营业外净收支	-3	2	2	2
资产总计	17,702	18,179	19,497	21,565	利润总额	1,198	1,569	1,825	2,072
流动负债	6,805	5,864	4,983	5,238	减:所得税	248	311	360	416
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,227	1,487	344	344	净利润	950	1,259	1,465	1,656
经营性应付款项	2,859	2,720	2,894	3,064	减:少数股东损益	130	164	190	215
合同负债	745	709	755	799	归属母公司净利润	820	1,095	1,275	1,441
其他流动负债	974	949	990	1,031	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	1.05	1.23	1.39
非流动负债	4,429	4,579	4,729	4,879	EBIT	1,349	1,693	1,947	2,184
长期借款	2,613	2,763	2,913	3,063	EBITDA	2,002	2,394	2,689	2,969
应付债券	1,521	1,521	1,521	1,521	毛利率(%)	24.21	28.70	29.80	30.80
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	10.03	13.25	14.27	15.02
其他非流动负债	250	250	250	250	收入增长率(%)	23.83	1.13	8.07	7.39
负债合计	11,234	10,444	9,713	10,117	归母净利润增长率(%)	23.52	33.55	16.41	13.02
归属母公司股东权益	5,888	6,991	8,850	10,299					
少数股东权益	580	744	934	1,150					
所有者权益合计	6,468	7,735	9,784	11,448					
负债和股东权益	17,702	18,179	19,497	21,565					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,381	2,015	2,509	2,709	每股净资产(元)	5.88	7.04	8.24	9.64
投资活动现金流	-1,585	-1,615	-1,614	-1,614	最新发行在外股份(百万股)	1,039	1,039	1,039	1,039
筹资活动现金流	-988	-844	-624	-33	ROIC(%)	8.41	10.27	11.10	11.25
现金净增加额	-1,192	-444	270	1,063	ROE-摊薄(%)	13.93	15.66	14.41	13.99
折旧和摊销	653	701	742	785	资产负债率(%)	63.46	57.45	49.82	46.91
资本开支	-1,889	-1,633	-1,633	-1,632	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.85	7.37	6.33	5.60
营运资本变动	-459	-167	65	59	P/B(现价)	1.32	1.10	0.94	0.81

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>

