

## 洪城环境（600461）

### 2023 年中报点评：业绩稳健增长，优质运营资产迎价值重估

买入（维持）

2023 年 08 月 17 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

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）	0.86	0.96	1.09	1.16
P/E（现价&最新股本摊薄）	9.52	8.60	7.56	7.08

关键词：#业绩符合预期 #股息率高

#### 投资要点

- **事件：**2023H1 公司实现营业收入 38.72 亿元，同增 0.76%，归母净利润 5.85 亿元，同增 8.95%；加权平均 ROE 较同增 0.39pct 至 7.95%。
- **业绩稳健增长，业务结构改善盈利质量提升。**2023H1 公司综合毛利率 31.89%，较上年同期调整后+1.11pct，主要系运营收入占比提升同时工程业务利润率上升所致；归母净利率 15.10%，较上年同期调整后+1.13pct，公司资产盈利能力和质量显著提升。对比上年同期调整前各业务情况来看，1) **供水：**2023H1 营收 4.43 亿元，同增 10.62%；毛利率同降 0.57pct 至 41.30%。2) **污水：**2023H1 营收 12.18 亿元，同增 14.74%，毛利率同增 3.17pct 至 43.39%，污水提标转运营带来量价齐升。3) **燃气：**2023H1 营收 15.84 亿元，同增 1.51%，毛利率同降 2.54pct 至 12.42%，能源成本上涨盈利承压，期待顺价机制落实带来边际改善。4) **固废：**2023H1 营收 6.71 亿元，毛利率 13.28%，鼎元生态净利润 0.84 亿元，2023 全年业绩承诺约 1.21 亿元。5) **水务工程：**2023H1 营收 3.72 亿元，同减 47.69%，毛利率同增 26.53pct 至 39.51%，主要系提标扩容改造步入尾声，结算期成本导入较少。
- **经营性净现金流持续向好。**2023H1，1) 公司经营活动现金流净额 8.18 亿元，同增 4.72%；2) 投资活动现金流净流出 14.65 亿元，同增 106.62%；3) 筹资活动现金流净额 8.14 亿元，上年同期为-4.18 亿元。
- **稳定增长+优质现金流，低估值+高分红有安全边际，价格改革驱动板块重估。**水务运营资产业绩稳健，2022 年公司运营占比提升+资本开支放缓，自由现金流显著改善。公司承诺 2021-2023 年分红≥50%，当前股息率（TTM）5.3%（对应 2023/8/17），有安全边际。随着供水提价及污水顺价的推进，资产回报稳定性增强，现金流长期向好支撑分红能力，优质水务资产有望迎价值重估。
- **管网投资+直饮水，打开业务空间。**1) **厂网一体化：**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。2023 年以来，公司陆续承接崇仁、安义污水厂网一体化项目，投资合计 11.50 亿元，中标崇仁项目，中标额 4.6 亿元。2) **直饮水：**供水产业链延伸，打造管道直饮水南昌样板，计划完成南昌 50 个管道直饮水项目。
- **盈利预测与投资评级：**综合环保公用平台稳健发展，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 10.47/11.90/12.71 亿元，同比+11%/14%/7%，对应 2023-2025 年 PE 8.6/7.6/7.1 倍（估值日期：2023/8/17），维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期等。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	8.23
一年最低/最高价	6.84/8.61
市净率(倍)	1.29
流通 A 股市值(百万元)	8,272.46
总市值(百万元)	8,998.65

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.36
资产负债率(%，LF)	63.69
总股本(百万股)	1,093.40
流通 A 股(百万股)	1,005.16

#### 相关研究

《洪城环境(600461)：2022 年年报点评：固废并表带动业绩增长，厂网一体化&直饮水拓展可期》  
2023-04-12

《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
<b>流动资产</b>	<b>4,750</b>	<b>4,459</b>	<b>5,556</b>	<b>5,984</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,776</b>	<b>8,787</b>	<b>9,728</b>	<b>10,348</b>
货币资金及交易性金融资产	2,334	1,994	2,874	3,200	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	473	499
其他流动资产	321	340	349	359	研发费用	121	138	156	166
<b>非流动资产</b>	<b>16,149</b>	<b>17,347</b>	<b>18,781</b>	<b>20,155</b>	财务费用	292	293	324	343
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	<b>营业利润</b>	<b>1,309</b>	<b>1,439</b>	<b>1,636</b>	<b>1,747</b>
其他非流动资产	423	423	422	422	营业外净收支	(10)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>20,899</b>	<b>21,805</b>	<b>24,337</b>	<b>26,139</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,300</b>	<b>1,439</b>	<b>1,636</b>	<b>1,747</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,285</b>	<b>7,456</b>	<b>8,513</b>	<b>8,547</b>	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	<b>净利润</b>	<b>1,092</b>	<b>1,209</b>	<b>1,374</b>	<b>1,468</b>
经营性应付款项	3,197	2,888	3,412	2,682	减:少数股东损益	147	162	184	197
合同负债	741	840	922	981	<b>归属母公司净利润</b>	<b>946</b>	<b>1,047</b>	<b>1,190</b>	<b>1,271</b>
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)	0.86	0.96	1.09	1.16
非流动负债	5,523	5,523	5,623	5,923	EBIT	1,584	1,712	1,940	2,069
长期借款	3,641	3,641	3,741	4,041	EBITDA	2,555	3,005	3,296	3,486
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	12.23	12.29
其他非流动负债	229	229	229	229	收入增长率(%)	(14.86)	12.99	10.72	6.37
<b>负债合计</b>	<b>12,808</b>	<b>12,980</b>	<b>14,137</b>	<b>14,471</b>	归母净利润增长率(%)	(7.42)	10.67	13.71	6.83
归属母公司股东权益	7,108	7,680	8,870	10,141					
少数股东权益	983	1,146	1,330	1,527					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,091</b>	<b>8,826</b>	<b>10,200</b>	<b>11,668</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,899</b>	<b>21,805</b>	<b>24,337</b>	<b>26,139</b>					

  

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	3,635	2,624	每股净资产(元)	6.26	6.77	7.85	9.02
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)	1,093	1,093	1,093	1,093
筹资活动现金流	(1,428)	(637)	16	471	ROIC(%)	8.61	9.25	9.64	9.16
现金净增加额	(1,178)	(340)	881	326	ROE-摊薄(%)	13.30	13.63	13.42	12.54
折旧和摊销	970	1,293	1,356	1,416	资产负债率(%)	61.28	59.53	58.09	55.36
资本开支	(1,607)	(2,472)	(2,772)	(2,771)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.52	8.60	7.56	7.08
营运资本变动	(222)	(77)	541	(668)	P/B (现价)	1.31	1.22	1.05	0.91

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>