

2023 年报点评：业绩稳健增长，分红承诺展期

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,781	8,048	8,534	8,831	9,158
同比	-14.80%	3.43%	6.03%	3.48%	3.71%
归母净利润(百万元)	961.76	1,082.87	1,163.34	1,224.90	1,288.93
同比	-5.84%	12.59%	7.43%	5.29%	5.23%
EPS-最新摊薄(元/股)	0.78	0.88	0.95	1.00	1.05
P/E(现价&最新摊薄)	13.02	11.56	10.76	10.22	9.72

投资要点

- **事件：**2023 年公司实现营业收入 80.48 亿元，同增 3.43%；归母净利润 10.83 亿元，同增 12.59%；加权平均 ROE 同增 0.83pct 至 14.44%。
- **水务运营稳健增长，布局直饮水+厂网一体化增量。**1) **供水：**2023 年公司供水营收 9.66 亿元，同增 3.37%；毛利率同增 2.71pct 至 44.67%，自来水售水量 3.96 亿立方米，同增 0.37%，平均水价 2.44 元/吨，同增 2.99%。公司布局直饮水新赛道，谋求供水新增长。公司计划争取在 2024 年底建成 100 个直饮水项目，实现直饮日供水量达 400 吨的目标。2) **污水：**2023 年公司污水营收 23.98 亿元，同增 4.56%，毛利率同增 0.31pct 至 41.54%，污水处理量 11.61 亿立方米，同增 0.91%，平均水价 2.06 元/吨，同增 3.61%。公司布局了进贤县、安义县、崇仁县、南昌县等一批“厂网一体化”网点，投资额合计 37+亿元。
- **燃气成本端压力缓解，盈利修复。**1) **燃气销售：**2023 年营收 20.03 亿元，同增 5.25%，毛利率同增 4.53pct 至 9.85%，天然气售气量 5.25 亿立方米，同比增长 2.30%，平均气价 3.82 元/立方米，同增 2.88%。2023 年南昌市燃气集团（公司持股 51%）净利润 1.46 亿元，同增 43.13%，燃气销售盈利修复；2) **燃气工程：**2023 年营收 3.32 亿元，同降 18.30%，毛利率同降 4.65pct 至 57.29%。
- **固废板块完成业绩承诺目标。**2023 年公司固废处理营收 7.67 亿元，同增 4.18%，毛利率 41.38%，同降 2.51pct，垃圾焚烧量 94.83 万吨，同降 1.31%，发电量 4.39 亿度，同降 6.30%，热电联产发电量 1.05 亿度，同增 7.54%，供热量 105.67 万吨，同增 32.29%；餐厨垃圾处理量 8.24 万吨，同增 39.42%；垃圾渗滤液、浓缩液处理量 41.59 万吨，同增 22.25%。2023 年鼎元生态实现归母净利润 1.26 亿元，扣非归母净利润 1.25 亿元，业绩承诺完成率为 103.38%。
- **净现比回归至 1.4，厂网一体化投入加大带来资本开支上行。**2023 年公司经营活动现金流净额 17.29 亿元，同降 21.20%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增加，净现比 1.39，同比回落；投资活动现金流净额 -18.20 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 18.72 亿元，同增 15.30%，主要系厂网一体化投入加大。
- **2023 年分红比例 50.02%，分红承诺展期三年。**2023 年公司每股派息 0.479 元（含税），分红比例 50.02%。同时，公司发布 2024-2026 年分红规划，每年以现金形式分配的利润不少于当年归母净利润的 50%。
- **盈利预测与投资评级：**水务运营资产稳定增长，直饮水+厂网一体化打开业务空间，水价市场化改革&污水顺价推进，板块迎价值重估。考虑内生增长潜力，我们将 2024-2025 年归母净利润预测从 11.90/12.71 亿元下调至 11.63/12.25 亿元，预计 2026 年归母净利润为 12.89 亿元，2024-2026 年同比+7.4%/5.3%/5.2%，对应 PE 为 11/10/10，公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于 50%，对应 2024 年股息率 5%（估值日期：2024/4/12）。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。

2024 年 04 月 12 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.21
一年最低/最高价	7.00/10.30
市净率(倍)	1.50
流通 A股市值(百万元)	11,639.89
总市值(百万元)	12,522.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.80
资产负债率(% ,LF)	60.86
总股本(百万股)	1,226.52
流通 A股(百万股)	1,140.05

相关研究

《洪城环境(600461): 2023 年三季报点评：2023Q3 业绩同增 28%，控股股东控制力提升》

2023-10-26

《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》

2023-08-18

事件：公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 80.48 亿元，同比增长 3.43%；归母净利润 10.83 亿元，同比增长 12.59%；扣非归母净利润 10.27 亿元，同比增长 20.65%；加权平均 ROE 为 14.44%，同比提升 0.83pct。

1. 业绩稳健增长，布局直饮水+厂网一体化增量

2023 年公司实现营业收入 80.48 亿元，较上年增长 3.43%，归母净利润 10.83 亿元，同比增长 12.59%。公司综合毛利率 30.73%，同比提升 1.32pct，销售净利率 15.40%，同比提升 1.35pct。**2023 年公司运营收入占比主营业务收入达 78%，运营占比进一步提升，夯实业绩基础。**分板块来看：

1) 供水业务：2023 年售水量同增 0.37%，供水+直饮水双轮驱动挖掘供水领域新增量。2023 年供水板块营业收入 9.66 亿元，同比增长 3.37%；毛利率同比提升 2.71pct 至 44.67%。2023 年公司自来水售水量 3.96 亿立方米，较上期增长 0.37%，出厂水质综合合格率达 100%，平均水价 2.44 元/吨，较 2022 年平均水价 2.37 元/吨提升 2.99%。公司为布局直饮水新赛道，谋求供水新增长，积极推动老旧小区户表改造及农改水项目，下沉式挖掘供水潜力。

2) 污水业务：2023 年污水处理量同增 0.91%，水价同增 4.54%。2023 年污水处理板块营业收入 23.98 亿元，同比增长 4.56%，毛利率同比提升 0.31pct 至 41.54%。2023 年污水处理量 11.61 亿立方米，同比增长 0.91%，平均水价为 2.06 元/吨，同比增长 3.61%。公司布局了进贤县、安义县、崇仁县、南昌县等一批“厂网一体化”网点，共计投资额 37 亿多元，待项目投运有望带来业绩增量。

3) 燃气业务：成本端压力缓解，盈利修复。2023 年燃气业务营业收入合计 23.35 亿元，同比增长 1.10%。**a) 燃气销售：**2023 年营业收入 20.03 亿元，同比增长 5.25%，毛利率同比增加 4.53pct 至 9.85%。2023 年天然气售气量 5.25 亿立方米，同比增长 2.30%，平均售气价格 3.82 元/立方米，同比增长 2.88%。2023 年南昌市燃气集团有限公司（公司持股 51%）实现净利润 1.46 亿元，同比增长 43.13%，燃气销售盈利修复；**b) 燃气工程：**2023 年营业收入 3.32 亿元，同比下降 18.30%，毛利率同比下降 4.65pct 至 57.29%。

4) 固废业务：维持稳健运营，完成业绩承诺目标。2023 年固废处理业务实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 4.18%，毛利率 41.38%，同比下降 2.51pct。垃圾焚烧量 94.83 万吨，同比下降 1.31%；垃圾焚烧发电量 4.39 亿度，同比下降 6.30%；热电联产发电量 1.05 亿度，同比增长 7.54%；供热量 105.67 万吨，同比增长 32.29%；餐厨垃圾处理量 8.24 万吨，同比增长 39.42%；垃圾渗滤液、浓缩液处理量 41.59 万吨，同比增长 22.25%。**2023 年鼎元生态实现归母净利润 1.26 亿元，扣非归母净利润 1.25 亿元，业绩承诺完成率为 103.38%。**公司保持垃圾焚烧、热电联产、浓缩液、渗滤液、餐厨垃圾处理等各项

业务联动机制，挖掘出新的增长空间；同时积极对外寻求新的固废项目，完善固废产业体系。

5) 水务工程：提标改造基本完成，厂网一体化打开新空间。a) 给排水工程：2023年营业收入 6.61 亿元，同比提升 20.12%，毛利率同比下降 4.14pct 至 22.83%；**b) 污水环境工程：**2023 年营业收入 7.44 亿元，同比下降 10.80%，毛利率同比提升 1.16pct 至 10.91%。

经营效率提升，2023 年期间费用率同比下降 0.52pct 至 12.29%。2023 年公司期间费用同比减少 0.78%至 9.89 亿元，期间费用率下降 0.52pct 至 12.29%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 4.01%、增加 2.02%、增加 4.42%、减少 10.06%至 2.35 亿元、3.64 亿元、1.27 亿元、2.63 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.02pct、下降 0.06pct、上升 0.01pct、下降 0.49pct 至 2.92%、4.53%、1.58%、3.27%。

2. 净现比回归至 1.4，分红承诺展期

2023 年资产负债率为 60.86%，同比下降 0.42pct。2023 年公司应收账款同比增长 27.44%至 17.83 亿元，应收账款周转天数同比增加 21.56 天至 71.16 天；存货同比减少 7.57%至 3.01 亿元，存货周转天数同比减少 12.25 天至 40.77 天；应付账款同比减少 4.23%至 29.47 亿元，应付账款周转天数同比减少 0.02 天至 194.48 天，使净营业周期同比增加 9.32 天至 -82.55 天。

净现比回归至 1.4，厂网一体化投入加大带来资本开支上行。2023 年，1) 公司经营活动现金流净额 17.29 亿元，同比降低 21.20%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增加，**2023 年净现比 1.39**，较 2022 年净现比 2.00 有所回落，与 2021 年净现比 1.45 相当。2) 投资活动现金流净额-18.20 亿元，上年同期为-19.39 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 **18.72 亿元，同比增长 15.30%**，主要系厂网一体化投入加大。3) 筹资活动现金流净额 3.81 亿元，上年同期为-14.34 亿元。

2023 年分红比例 50.02%，分红承诺展期三年。2023 年公司每股派息 0.479 元（含税），分红比例 50.02%。同时，公司发布 2024-2026 年分红规划，为保持利润分配政策的连续性与稳定性，若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，未来连续三年内，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司股东净利润的 50%。

3. 高分红兼具稳定增长，综合公用事业平台迎价值重估

水务稳定增长+高分红，价格改革理顺商业模式，价值重估空间开启。水务运营资

产需求稳定逆周期，直饮水+厂网一体化提供增量，运营期商业模式佳，优质现金流保分红，低通胀+财政缺口顺价+市场化价格改革可期。公司承诺 2024-2026 年分红比例 50%+，对应 24 年股息率 5%（估值日期：2024/4/12）。

立足南昌、深耕江西，综合环保公用平台稳健发展。公司立足南昌、深耕江西，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，具有强劲的区域竞争优势。截至 2023 年底，**1) 供水：**公司供水产能为 194 万立方米/日，供水管网 8000 余公里、服务人口 400 万，在南昌城区供水市场处于绝对领先地位；**2) 污水：**污水处理总设计规模达到 369.85 万立方米/日，江西省市场占有率超 80%。**3) 天然气：**公司天然气用户 132.86 万户、燃气管网长 7414 公里、气化率 82.3%，在南昌市燃气市场占有率已超 90%；**4) 固废：**公司旗下负责固废处置业务的洪城康恒运营南昌市最大垃圾焚烧发电项目，处置能力达 2400 吨/日在南昌市场占有率达 60%，宏泽热电处置废皮革及污泥等多类固废，是温州经开区唯一的公用热源点，洪源环境占据全国首批餐厨试点城市区位，实现收运、处置一体化运行，绿源环境负责建设渗滤液处置 1000 吨/日、垃圾渗滤液浓缩液处置 400 吨/日，助力掌握多种类固废处置的综合服务能力。

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，公司承接了进贤县、安义县、崇仁县、南昌县等一批“厂网一体化”项目，共计投资额 37 亿多元。**2) 直饮水：**2023 年，公司全面启动管道直饮水业务，打造直饮水样板工程，已在部分区域学校、企业等开展直饮试点，还重点推进全市一批意向率较高的 60 个小区直饮宣贯。公司计划争取在年底建成 100 个直饮水项目，实现直饮日供水量达 400 吨的目标。

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，考虑内生增长潜力，我们将 2024-2025 年归母净利润预测从 11.90/12.71 亿元下调至 11.63/12.25 亿元，预计 2026 年归母净利润为 12.89 亿元，2024-2026 年同比 +7.4%/5.3%/5.2%，对应 2024-2026 年 PE 11/10/10 倍（估值日期：2024/4/12），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)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,549	5,664	6,655	7,621	营业收入	8,048	8,534	8,831	9,158
货币资金及交易性金融资产	2,635	2,874	3,556	4,631	营业成本(含金融类)	5,575	5,925	6,108	6,311
经营性应收款项	1,915	1,671	2,033	1,807	税金及附加	54	58	60	62
存货	301	371	322	394	销售费用	235	248	252	259
合同资产	371	393	407	422	管理费用	364	387	397	412
其他流动资产	326	355	337	367	研发费用	127	135	138	142
非流动资产	17,357	18,434	19,470	20,465	财务费用	263	272	282	290
长期股权投资	107	141	176	210	加:其他收益	83	85	84	83
固定资产及使用权资产	4,865	5,120	5,248	5,285	投资净收益	6	5	5	5
在建工程	717	506	379	303	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	10,117	11,117	12,117	13,117	减值损失	(28)	(10)	(10)	(10)
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	5	6	6	6
长期待摊费用	26	26	26	26	营业利润	1,496	1,595	1,679	1,766
其他非流动资产	1,455	1,455	1,455	1,455	营业外净收支	(19)	(10)	(10)	(10)
资产总计	22,906	24,098	26,125	28,087	利润总额	1,477	1,585	1,669	1,756
流动负债	8,662	8,422	8,947	9,333	减:所得税	238	254	267	281
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,950	3,150	3,350	3,550	净利润	1,240	1,332	1,402	1,475
经营性应付款项	3,040	2,453	2,700	2,800	减:少数股东损益	157	168	177	187
合同负债	805	855	882	911	归属母公司净利润	1,083	1,163	1,225	1,289
其他流动负债	1,867	1,963	2,014	2,071					
非流动负债	5,280	5,380	5,480	5,580	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	0.95	1.00	1.05
长期借款	3,522	3,622	3,722	3,822					
应付债券	1,406	1,406	1,406	1,406	EBIT	1,754	1,877	1,970	2,065
租赁负债	73	73	73	73	EBITDA	2,787	2,949	3,084	3,219
其他非流动负债	278	278	278	278					
负债合计	13,941	13,802	14,426	14,912	毛利率(%)	30.73	30.57	30.83	31.08
归属母公司股东权益	7,938	9,101	10,326	11,615	归母净利率(%)	13.45	13.63	13.87	14.07
少数股东权益	1,027	1,196	1,373	1,559					
所有者权益合计	8,965	10,297	11,699	13,174	收入增长率(%)	3.43	6.03	3.48	3.71
负债和股东权益	22,906	24,098	26,125	28,087	归母净利润增长率(%)	12.59	7.43	5.29	5.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,729	2,413	2,870	3,285	每股净资产(元)	6.80	7.22	8.22	9.27
投资活动现金流	(1,820)	(2,149)	(2,149)	(2,148)	最新发行在外股份 (百万股)	1,227	1,227	1,227	1,227
筹资活动现金流	381	(25)	(39)	(61)	ROIC(%)	9.18	8.89	8.53	8.20
现金净增加额	290	239	682	1,076	ROE-摊薄(%)	13.64	12.78	11.86	11.10
折旧和摊销	1,033	1,072	1,114	1,155	资产负债率(%)	60.86	57.27	55.22	53.09
资本开支	(1,842)	(2,118)	(2,118)	(2,118)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.56	10.76	10.22	9.72
营运资本变动	(825)	(325)	5	285	P/B (现价)	1.50	1.41	1.24	1.10

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提供。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>