

事件: 4 月 28 日，公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 11.28 亿元，同比下降 2.52%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 22.80%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比增长 7.78%；每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。公司发布 2024 年一季报，实现营业收入 2.35 亿元，同比下降 2.48%；归母净利润 0.34 亿元，同比增长 96.90%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比增长 45.92%。

综合毛利率提升叠加政府补贴到位，业绩有所增长: 2023 年，受益于污水处理业务药剂成本下降、水厂节能降耗效果明显，公司综合毛利率为 35.08%，同比增长 3.20pct，盈利能力得到进一步增强；公司实现其他收益 0.47 亿元，同比增长 105.77%，主要由于补贴款增长所致。2024 年一季度，公司归母净利润同比增长 96.90%，主要由于收到大额政府补助，同时财务费用低于同期所致。

供水运营稳步发展，海外项目有条不紊: 截至 2023 年底，公司拥有供水、水处理及资源化相关产能约 270 万 m³/d，其中供水协议规模 210 万 m³/d，建成规模 90.5 万 m³/d。2023 年，公司完成售水量 1.93 亿 m³，同比增长 7.88%；实现供水及衍生业务营业收入 6.17 亿元，同比增长 0.02%；毛利率 39.26%，同比减少 0.96pct，主要因为折旧与摊销、直接材料与职工薪酬金额有所提高。2023 年，公司实现经营活动现金流量净额 3.50 亿元同比增长 29.14%，现金流持续保持良好。乘“一带一路”东风，公司持续加大海外布局，于 2023 年 1 月取得孟加拉国达卡项目一期商业运行证书，并实现一期正式通水投产目标，目前二期工程已进入前期准备阶段，有望进一步增厚公司业绩。

提质增效明显，污水处理业务有望持续贡献增量: 截至 2023 年底，公司在手污水处理协议规模 60 万 m³/d，建成规模 48.3 万 m³/d。2023 年，公司污水处理及资源化结算量达 1.52 亿 m³，同比增长 8.16%；实现污水处理及资源化收入 2.97 亿元，同比增长 13.73%；毛利率 39.12%，同比增长 8.09pct，主要受益于药剂成本下降明显。2023 年，荆州二期提标改造项目已正式投运，污水处理能力由 3.0 万 m³/d 扩容至 5.2 万 m³/d。公司积极推进智慧水务建设，进一步实现节能降耗，增强水务运营管理与维护的效率。另外，公司河湖流域水治理和水生态修复等相关业务实现收入 4484.09 万元，同比增长 8267.85%。

投资建议: 公司供水业务稳步开展，海外项目进展顺利，现金流保持良好；污水处理业务提质增效明显，有望带动公司实现内生增长。结合公司经营情况，维持对公司的盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.49/0.61 元/股，新增 26 年 EPS 为 0.76 元/股，对应 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 29/23/19 倍。给与 24 年 30 倍 PE，目标价 14.70 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示: 行业政策风险；地方财政压力；原材料价格波动；项目拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,128	1,288	1,493	1,745
增长率 (%)	-2.5	14.2	15.9	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	159	209	257	322
增长率 (%)	22.8	31.3	23.1	25.1
每股收益 (元)	0.38	0.49	0.61	0.76
PE	38	29	23	19
PB	3.5	3.2	2.9	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

14.27 元

目标价:

14.70 元


分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

分析师 尚硕

执业证书: S0100524030002

邮箱: shangshuo@mszq.com

相关研究

1. 联合水务 (603291.SH) 首次覆盖报告: 乘“一带一路”东风，水务新扬帆起航-2024/02/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,128	1,288	1,493	1,745
营业成本	732	851	967	1,103
营业税金及附加	10	12	13	16
销售费用	38	40	46	52
管理费用	124	129	149	175
研发费用	2	0	0	0
EBIT	261	305	371	463
财务费用	44	23	25	29
资产减值损失	-4	-3	-3	-4
投资收益	0	0	0	0
营业利润	214	279	343	431
营业外收支	3	6	7	7
利润总额	218	285	350	438
所得税	53	71	88	110
净利润	164	213	263	329
归属于母公司净利润	159	209	257	322
EBITDA	427	474	547	646

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	183	193	133	275
应收账款及票据	322	346	401	469
预付款项	4	5	6	7
存货	38	34	39	45
其他流动资产	175	203	215	235
流动资产合计	721	781	794	1,030
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	694	743	790	913
无形资产	2,064	2,164	2,264	2,364
非流动资产合计	2,914	3,144	3,369	3,591
资产合计	3,635	3,925	4,163	4,621
短期借款	116	116	116	116
应付账款及票据	310	350	398	453
其他流动负债	344	372	247	279
流动负债合计	770	837	760	848
长期借款	526	576	676	776
其他长期负债	584	580	580	580
非流动负债合计	1,110	1,156	1,256	1,356
负债合计	1,880	1,993	2,016	2,204
股本	423	423	423	423
少数股东权益	49	53	59	65
股东权益合计	1,755	1,932	2,147	2,417
负债和股东权益合计	3,635	3,925	4,163	4,621

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.52	14.23	15.89	16.90
EBIT 增长率	11.77	16.45	21.97	24.79
净利润增长率	22.80	31.29	23.06	25.08
盈利能力 (%)				
毛利率	35.08	33.96	35.20	36.78
净利润率	14.13	16.23	17.24	18.45
总资产收益率 ROA	4.38	5.33	6.18	6.97
净资产收益率 ROE	9.34	11.13	12.32	13.69
偿债能力				
流动比率	0.94	0.93	1.04	1.21
速动比率	0.69	0.68	0.75	0.92
现金比率	0.24	0.23	0.18	0.32
资产负债率 (%)	51.72	50.77	48.42	47.69
经营效率				
应收账款周转天数	101.91	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	18.95	16.00	16.00	16.00
总资产周转率	0.32	0.34	0.37	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.49	0.61	0.76
每股净资产	4.03	4.44	4.94	5.56
每股经营现金流	0.83	0.99	1.08	1.25
每股股利	0.15	0.07	0.07	0.07
估值分析				
PE	38	29	23	19
PB	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	15.85	14.27	12.38	10.47
股息收益率 (%)	1.05	0.49	0.49	0.49

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	164	213	263	329
折旧和摊销	165	170	175	183
营运资金变动	-20	2	-17	-24
经营活动现金流	350	418	456	528
资本开支	-304	-383	-386	-391
投资	-9	0	0	0
投资活动现金流	-307	-388	-381	-391
股权募资	220	0	0	0
债务募资	-156	53	-53	100
筹资活动现金流	-26	-19	-134	4
现金净流量	17	10	-59	141

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026