

联合水务（603291.SH）

水价调整方案落地或改善盈利，海外业务值得关注

持有（维持评级）

投资要点：

➤ **事件：**4 月 24 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 11.40 亿元，同比+1.12%；归母净利润 1.50 亿元，同比-5.89%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比-21.37%。1Q25，公司实现营业收入 2.53 亿元，同比+7.47%；归母净利润 0.13 亿元，同比-62.76%；扣非归母净利润 0.08 亿元，同比-52.09%。2024 年，公司拟每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

➤ **短期承压，期待水价调整方案落地。**2024 年，公司经营性现金流净额 2.84 亿元，同比-18.86%；1Q25 经营性现金流净额为 0.22 亿元，同比+4.76%。毛利率方面，2024 年公司整体毛利率为 31.91%，同比下降 3.17pct；1Q25 毛利率为 28.87%，同比下降 4.91pct。整体上，1Q25 现金流有转好趋势，受荆州中联和桐乡中和污水处理厂提标改造影响，折旧摊销增加且水价调整方案未落地，盈利能力受到影响。公司正推进污水处理费调价申请工作，业绩有望实现好转。

➤ **降本增效成果显著，持续关注“量价齐升”。**2024 年，公司实现自来水售水量 1.95 亿立方米，同比增长 1.02%；污水处理与资源化利用业务的结算量 1.60 亿立方米，同比增长 4.78%。目前，宿迁二水厂五期正在建设中，投运后，宿迁区域供水能力将由 43 万 m³/日提升至 55 万 m³/日，供水量将获得进一步提升。同时，公司推广精准加药系统，在 2024 年污水处理量同比提升 4.78%的情况下，药剂成本同比下降 5.56%，成本结构占比由 21.23%下降为 18.77%，降本增效成果显著。2023 年 11 月至今，上海、广州、长沙、南京已进行或拟进行水价调整，相关水企业有望迎来量价齐升。

➤ **乘“一带一路”东风，海外业务持续推进。**公司积极在南亚、东南亚和中东区域开拓海外市场。南亚、东南亚地区人口密集，水务行业尚处发展初期，供水及污水处理市场空间广阔；中东地区淡水资源匮乏，在供水和园区的工业污水处理方面颇具前景。目前，孟加拉达卡项目一期正常运营中，项目二期 DMA 管网、泵房设计工作基本完成、采购招投标等前期工作正在准备，共分四期建设完成。公司积极配置资源致力于新的海外水务项目持续落地，有望乘“一带一路”东风，开启第二成长曲线。

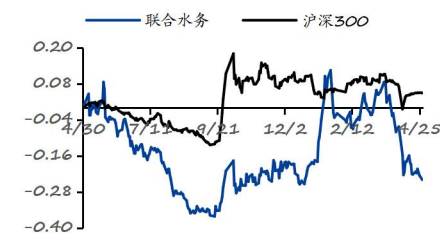
➤ **盈利预测与投资建议。**水价调整方案有望落地，业绩将有所改善；降本增效成果显著，受益“量价齐升”；海外业务有条不紊，有望开启第二成长曲线。结合公司整体经营情况，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.70/1.97 亿元（前值 2.07/2.39 亿元），新增 2027 年归母净利润 2.16 亿元；2025-2027 年 EPS 分别为 0.40、0.47、0.51 元/股（前值 25-26 年为 0.49、0.56 元/股），对应 PE 分别为 26.9、23.2、21.2 倍，维持“持有”评级。

➤ **风险提示：**行业政策风险；地方财政压力；原生垃圾内生增长存在不确定性。

基本数据

日期	2025-04-29
收盘价:	10.80 元
总股本/流通股本(百万股)	423.22/129.94
流通 A 股市值(百万元)	1,403.39
每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	51.45
一年内最高/最低价(元)	16.10/8.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn	
分析师:	尚硕(S0210524050023)
ss30574@hfzq.com.cn	

相关报告

1、深耕水务二十载，乘“一带一路”东风前行——2024.12.17

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,128	1,140	1,160	1,261	1,366
增长率	-3%	1%	2%	9%	8%
净利润（百万元）	159	150	170	197	216
增长率	23%	-6%	13%	16%	9%
EPS（元/股）	0.38	0.35	0.40	0.47	0.51
市盈率（P/E）	28.7	30.5	26.9	23.2	21.2
市净率（P/B）	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	126	232	252	273
应收票据及账款	343	303	322	346
预付账款	10	4	4	4
存货	29	31	33	35
合同资产	85	75	82	89
其他流动资产	187	172	188	205
流动资产合计	695	742	799	864
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	732	757	780	801
在建工程	6	16	26	36
无形资产	2,110	2,184	2,255	2,322
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	134	136	138	140
非流动资产合计	3,020	3,131	3,237	3,337
资产合计	3,715	3,873	4,036	4,201
短期借款	171	136	114	79
应付票据及账款	268	306	329	354
预收款项	0	0	0	0
合同负债	65	81	88	96
其他应付款	31	31	31	31
其他流动负债	226	227	231	235
流动负债合计	761	781	793	794
长期借款	545	565	575	585
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	583	583	583	583
非流动负债合计	1,128	1,148	1,158	1,168
负债合计	1,889	1,929	1,951	1,962
归属母公司所有者权益	1,776	1,889	2,022	2,171
少数股东权益	50	56	62	68
所有者权益合计	1,827	1,944	2,084	2,239
负债和股东权益	3,715	3,873	4,036	4,201

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	284	502	417	437
现金收益	380	385	419	443
存货影响	9	-1	-2	-3
经营性应收影响	-24	46	-19	-25
经营性应付影响	-45	38	23	25
其他影响	-36	34	-4	-4
投资活动现金流	-293	-280	-286	-287
资本支出	-236	-283	-283	-283
股权投资	-38	0	0	0
其他长期资产变化	-19	3	-3	-4
融资活动现金流	-56	-116	-111	-129
借款增加	76	-16	-11	-26
股利及利息支付	-112	-109	-120	-127
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-20	9	20	24

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,140	1,160	1,261	1,366
营业成本	777	765	823	886
税金及附加	13	10	12	13
销售费用	38	38	42	45
管理费用	116	128	139	150
研发费用	3	3	3	4
财务费用	36	37	36	36
信用减值损失	-14	-15	-5	-5
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1
其他收益	53	52	52	52
营业利润	191	216	253	279
营业外收入	29	29	29	29
营业外支出	11	11	11	11
利润总额	209	234	271	297
所得税	53	59	68	74
净利润	156	175	203	223
少数股东损益	6	5	6	7
归属母公司净利润	150	170	197	216
EPS（按最新股本摊薄）	0.35	0.40	0.47	0.51

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	1.1%	1.8%	8.7%	8.3%
EBIT 增长率	-6.1%	10.2%	13.5%	8.2%
归母公司净利润增长率	-5.9%	13.5%	15.9%	9.5%
获利能力				
毛利率	31.9%	34.1%	34.8%	35.2%
净利率	13.6%	15.1%	16.1%	16.3%
ROE	8.2%	8.8%	9.5%	9.6%
ROIC	7.3%	7.8%	8.6%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	50.8%	49.8%	48.4%	46.7%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	102	99	89	88
存货周转天数	16	14	14	14
每股指标（元）				
每股收益	0.35	0.40	0.47	0.51
每股经营现金流	0.67	1.19	0.99	1.03
每股净资产	4.20	4.46	4.78	5.13
估值比率				
P/E	30	27	23	21
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA				

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn