

环保高速双主业相辅相成， 垃圾焚烧规模渐长显峥嵘

核心观点

2022年度，公司实现营业收入63.55亿元，同比增长12.56%；归母净利润10.56亿元，同比增长9.09%，公司业绩增长主要系环保业务增长贡献。环保板块，公司依托自建与外购的方式迅速扩张垃圾焚烧产能规模，截至2022年末，垃圾处理能力已达26250吨/日，2022年固废运营业务实现营收20.96亿元，同比增长189%。高速公路业务方面，公司所运营的高速公路区位优势好、运营经验成熟。但2022年由于疫情等因素影响，公司高速公路日均交通流量下滑到3.65万辆次，同比下降27.11%，我们预计23年防疫政策调整后，公路车流量有望逐步恢复。我们预计公司2023年-2025年归母净利润分别为13.15亿元、14.91亿元和15.6亿元，维持“买入”评级。

事件

公司发布2022年年度报告

2022年度，公司实现营业收入63.55亿元，同比增长12.56%；归母净利润10.56亿元，同比增长9.09%；扣非归母净利润10.10亿元，同比增长9.84%；每股净收益1.65元，同比增长0.14元/股。

简评

河南省地方资产运作平台，环保高速双主业快速成长

2022年全年，公司实现营业收入63.55亿元，同比增加12.56%；产生营业成本28.46亿元，同比增长3.39%；实现归母净利润10.56亿元，同比增长9.09%，公司营收及利润增长主要系环保业务规模增长拉动。2022年，公司销售费率、管理费率及财务费率分别0.48%、5.98%和1.22%，同比变化+0.08ppt、+0.52ppt、+1.03ppt。公司财务费率增长主要系在建项目转运营，原利息资本化转为费用化所致。

公司目前主营业务包括环保业务和高速公路业务，2022年环保、高速公路与其他业务分别实现营业收入44.9亿元、13.66亿元、

城发环境 (000885.SZ)

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440519060004

发布日期：2023年04月24日

当前股价：11.17元

目标价格6个月：13元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-0.98/-0.63	11.03/10.71	19.85/13.74
12月最高/最低价(元)			12.68/8.41
总股本(万股)			64,207.83
流通A股(万股)			64,207.83
总市值(亿元)			71.72
流通市值(亿元)			71.72
近3月日均成交量(万)			663.01
主要股东			
河南投资集团有限公司			56.47%

股价表现



相关研究报告

5 亿元，同比变化+19.91%、-4.37%、5.41%，占总营收比例分别为 71%、21%、8%。公司的环保业务快速增长，高速公路业务经营模式成熟稳定，盈利及现金流情况稳中向好，2022 年经营性现金流量净额为 16.45 亿元，同比增长 29.23%。

自建收购多筹并举，焚烧业务迅猛扩张

公司的环保业务可分为固废处理、环保方案集成业务与水处理业务，其中固废处理为核心业务，2022 年实现营收 20.96 亿元，同比增长 189%，占环保业务比例为 46.68%；实现毛利 8.99 亿元，同比增长 217.01%，毛利率为 42.88%。自 2019 年起，公司抓住河南省静脉产业园政策机会，在三年间迅速扩大了垃圾焚烧的项目规模与能力。截至 2022 年末，公司生活垃圾焚烧发电领域在手订单合计规模 30650 吨/日。其中，已运营项目 27 个，2022 年投产 3 个，垃圾处理能力达 26250 吨/日；在建新项目 5 个，规模 4400 吨/日。公司在手订单 30650 吨/日中属于非竞争配置项目的共 26850 吨/日；非竞争配置项目中有 8200 吨/日补贴资金全部由中央承担，其余为央地分摊；26850 吨/日中有 10000 吨/日（其中 2022 年度共 1000 吨/日）已纳入国家可再生能源补贴清单。除了自建，公司也使用收购的方式打开全国其他地区的市场空间，2022 年全年公司已完成郑州启迪零碳公司等 9 个垃圾焚烧项目的收购，合计产能 7900 吨/日，项目地区包含山东、河北、安徽、重庆等省市。

2022 年全年，公司生活垃圾入库量达 835.01 万吨，同比增长 200.69%；吨发电量为 303 千瓦时，吨上网电量为 255 千瓦时。公司当前在手的垃圾焚烧产能充足，收并购扩张意愿与能力均较为可观，后续有望通过自建投产及收并购的方式进一步扩大固废焚烧的业绩规模。

此外，公司也积极拓展危废、水处理等领域，多产业协同发展。2022 年公司危废处理项目 5 个，合计年处理规模 27.95 万吨，其中已运营 2 个，在建 2 个，筹建 1 个；供水项目处理规模 30.5 万吨/日，均已投运；污水项目处理规模 39.18 万吨/日，已投运 6 个，在建 1 个，筹建 5 个。

区位优势显著，经济复苏提供高速公路业务持续成长动力

公司高速业务主要包括通行费和服务区经营及广告。2022 年公司高速公路业务实现营收 13.66 亿元，同比减少 4.37%；其中，高速通行费为 13.56 亿元，同比下降 4.03%，占当期收入的 99.26%；服务区经营及广告业务收入 1007 万元，占当期收入的 0.74%。2022 年由于疫情管控影响，高速公路车流量出现下滑，导致该业务承压较重，日均交通车流量为 3.65 万辆次，同比下降 27.11%，收入降幅较低的差异主要来自于外部环境对客车减少相比货车多，货车通行费收入占比较高。河南省是全国重要的交通枢纽，公司运营有三条高速公路，其中核心路桥资产许平南高速总里程 255 公里，占全省高速公路总里程 3.85%，其养护经验、道路保通、收费服务均达到行业前列，为公司后续发展提供了稳定的现金流。此外，2022 年公司自主研发的“豫上高速”服务平台全省推广，“智慧隧道”管控系统的应用降低巡检量 20%，提升处置效率 30%，实现多方面提质增效。我们预计，随着疫情防控政策优化调整，实体经济逐渐升温复苏，高速公路车流量将回归常态，这为公司高速公路业务提供了较大的成长动力。

焚烧高速双主业相辅相成，业绩高增预期向好

综合来看，公司背靠河南省财政厅的资源优势，在高速公路与垃圾焚烧两个主营业务中协同发力，未来预期较好。公司目前高速公路业务持续产出稳定现金流，为垃圾焚烧业务的投融资起到保驾护航作用；垃圾焚烧业务则依托于现有充足的焚烧产能，不断加大后续投产、建造及收并购力度，利润增长空间较大。我们预计公司 2023 年-2025 年归母净利润分别为 13.15 亿元、14.91 亿元和 15.6 亿元，EPS 分别为 2.05 元/股、2.32 元/股、2.43 元/股，给予“买入”评级。

表 1：城发环境盈利预测（单位：百万元，元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5631.4	6355.8	6200.7	6673.1	6638.4
营业成本	3711.8	3846.2	3475.4	3625.0	3498.8
营业税金及附加	43.8	60.8	59.3	63.8	63.5
销售费用	22.3	30.3	29.6	31.8	31.7
管理费用	308.6	380.4	371.1	399.4	397.3
财务费用	274.8	535.3	522.3	562.1	559.1
资产减值损失	-1.6	-2.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	59.0	67.5	70.0	70.0	70.0
营业利润	10.2	27.6	30.0	30.0	30.0
营业外收入	6.3	8.4	8.4	8.4	8.4
营业外支出	12.2	10.5	10.5	10.5	10.5
利润总额	1320.9	1487.0	1851.0	2098.9	2195.9
所得税	321.7	334.3	416.1	471.9	493.7
净利润	999.2	1152.7	1434.8	1627.0	1702.2
少数股东损益	36.4	96.5	120.1	136.2	142.5
归属母公司净利润	962.8	1056.2	1314.7	1490.8	1559.7
EPS（摊薄）	1.50	1.64	2.05	2.32	2.43

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

公司获取新业务订单不及预期的风险：公司未来获取垃圾焚烧项目订单情况仍具有不确定性，这可能会对公司未来业绩增长情况产生影响。

政策推进力度及落实程度不及预期的风险：公司业务发展受政策指引、驱动属性较为明显，如果相关环保政策发布、推进或落实程度不及预期，则存在企业发展条件不及预期的风险。

环保治理财政资金拨付下滑的风险：环保企业多为针对政府的商业模式，若环境治理的财政资金下滑则企业订单增长或产品销售存在相应下滑的风险，对公司发展产生不利影。

高速公路车流量波动的风险：公司高速车流量受到地域经济、人口数量、社会车辆数量、管控政策等因素的影响，存在车流量或不及预期的风险。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

研究助理

罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk