

金科环境 (688466)

2022 年报&2023 一季报点评:2022 年资源化产品收入高增 73%，现金流大幅改善

买入 (维持)

2023 年 05 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书: S0600121070057
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	671	930	1,248	1,663
同比	20%	39%	34%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	77	113	154	207
同比	23%	47%	37%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.75	1.10	1.50	2.02
P/E (现价&最新股本摊薄)	25.27	17.19	12.56	9.37

关键词: #新产品、新技术、新客户 #业绩符合预期

投资要点

- **事件:**2022 年公司营收 6.71 亿元(+20%), 归母净利润 0.77 亿元(+23%), 2023Q1 营收 0.88 亿元 (-10%), 归母净利润 0.07 亿元 (+33%)。
- **2022 年污水资源化产品收入大增 73%，中长期业务占比提升。**2022 年分业务来看，1) 水处理解决方案: 收入 5.00 亿元，同增 13.39%，毛利率 35.14%，同增 5.80pct。2) 污水资源化产品生产和销售: 收入 0.96 亿元，同增 73.35%，毛利率 26.95%，同降 18.67pct。2022 年接收总污水量 5170.68 万 m³，同增 49.69%，再生水销售量及达标排放再生水量 5122.50 万 m³，同增 48.33%。3) 运营服务: 收入 0.74 亿元，同增 18.52%，毛利率 36.41%，同减 5.88pct。中长期业务 (运营服务和污水资源化产品生产与销售) 占总收入比例为 25.41%，同增 4.28pct。
- **To B 和 To G 业务并重，污水资源化领域为营收主力。**按服务行业划分，2022 年 To B 业务收入 3.05 亿元，占比 45.41%，毛利率 38.70%；To G 业务收入 3.66 亿元，占比 54.55%，毛利率 30.29%。按服务领域划分，饮用水深度处理、污水资源化领域收入分别为 1.17、5.53 亿元。
- **在手订单持续积累，2022 年底尚未执行订单同增 33%至 5.77 亿元。**按业务类型划分，水处理技术解决方案/运营服务/污水资源化产品在手订单 2.97/1.00/1.81 亿元，同增 21.03%/ 28.20%/64.89%。按服务行业划分，To B、To G 业务在手订单分别为 2.53、3.24 亿元。按业务领域划分，污水资源化、高品质饮用水领域在手订单分别为 3.86、1.92 亿元。2023Q1 在手订单进一步提升达 5.94 亿元。
- **加大回款&优化供应商管理，现金流安全性提升。**2022 年公司经营性现金流净额 0.84 亿元，同增 352.18%，主要系公司加大回款力度&优化供应商管理，同时收到税费返还 2278.22 万元和政府补助 2019.92 万元。
- **水资源化专家，数字化&切入光伏再生水蓝海。**公司深耕水深度处理及资源化，数字化&产品化应用升级，发布“新水岛”产品颠覆传统工程模式，占地节约 80%，建造周期 1-2 月，智慧生产，无人值守，全成本低。取水&排污约束叠加降本驱动，光伏再生水需求迫切。再生水回用率 70%，以硅片项目测算再生水方案取水成本节省约 9%。以 50%渗透率测算，25 年光伏再生水运营+建造空间为公司 22 年收入体量的 16 倍，公司合作隆基引领光伏再生水，首个项目落地后有望快速渗透市场。
- **盈利预测与投资评级:**污水资源化专家，数字化产品升级，率先切入光伏领域，用水&排污约束及降本增效驱动下，光伏再生水百亿空间释放。我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 1.13/1.54 亿元，预计 2025 年归母净利润为 2.07 亿元，对应 17/13/9 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示:**政策进展不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.88
一年最低/最高价	14.17/22.74
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	871.03
总市值(百万元)	1,940.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.54
资产负债率(% ,LF)	36.64
总股本(百万股)	102.76
流通 A 股(百万股)	46.13

相关研究

《金科环境(688466): 水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇》

2023-04-23

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 6.71 亿元，同比增加 19.91%，归母净利润 0.77 亿元，同比增长 23.25%，符合我们的预期。2023 年一季度实现营业收入 0.88 亿元，同比减少 9.81%，归母净利润 0.07 亿元，同比增长 33.27%。

1. 2022 年资源化收入大增 73%，在手订单同增 33%至 5.77 亿元

污废水资源化产品收入大增 73%，中长期业务占比同增 4.28pct 至 25.41%。2022 年公司实现营业收入 6.71 亿元，同比增加 19.91%，归母净利润 0.77 亿元，同比增长 23.27%，销售毛利率 34.11%，同比增加 1.71pct，销售净利率 11.36%，同比下降 0.50pct。分业务来看，**1) 水处理解决方案：**实现收入 5.00 亿元，同比增长 13.39%，毛利率 35.14%，同比增加 5.80pct。**2) 污废水资源化产品生产和销售：**实现收入 0.96 亿元，同比增长 73.35%，毛利率 26.95%，同比下降 18.67pct。主要系唐山市南堡经济技术开发区污水处理厂提标工程特许经营项目、东莞市桥头镇东部工业园区域污水处理服务以及锡山再生水项目在 2021 年度投产后，本年度全年运营带来收入增加，2022 年接收的总污水量 5170.68 万 m³，同比增长 49.69%，再生水销售量及达标排放再生水量 5122.50 万 m³，同比增长 48.33%。**3) 运营服务：**实现收入 0.74 亿元，同比增长 18.52%，主要系公司致力增加中长期服务业务，运营服务业务项目增加，毛利率 36.41%，同比减少 5.88pct。水处理解决方案收入占总收入比例为 74.55%，中长期业务（运营服务和污废水资源化产品生产与销售）占总收入比例为 25.41%，同比提升 4.28pct。

To B 和 To G 业务并重，污废水资源化领域为营收主力。按服务行业划分，2022 年公司 To B 业务实现收入 3.05 亿元，占总收入比例为 45.41%，毛利率 38.70%；To G 业务实现收入 3.66 亿元，占总收入比例为 54.55%，毛利率 30.29%。按服务领域划分，公司在饮用水深度处理领域实现收入 1.17 亿元，占总收入比例为 17.47%；污废水资源化领域实现收入 5.53 亿元，占总收入比例为 82.48%。

在手订单持续积累，2022 年底尚未执行订单金额同增 33%至 5.77 亿元。截至 2022 年底，公司在手订单尚未执行金额合计 5.77 亿元，同比增长 33.43%。按业务类型划分，水处理技术解决方案在手订单 2.97 亿元，同比增长 21.03%，运营服务在手订单 1.00 亿元，同比增长 28.20%，污废水资源化产品生产与销售在手订单 1.81 亿元，同比增长 64.89%。按服务行业划分，To B 业务在手订单 2.53 亿元，To G 业务在手订单 3.24 亿元。按业务领域划分，污废水资源化领域在手订单 3.86 亿元，高品质饮用水领域在手订单 1.92 亿元。

2023Q1 业绩同比增长 33.27%，在手订单增至 5.94 亿元。2023 年一季度实现营业收入 0.88 亿元，同比减少 9.81%，归母净利润 0.07 亿元，同比增长 33.27%，销售毛利率 32.60%，同比提升 0.82pct，销售净利率 9.34%，同比提升 4.78pct。2023Q1 公司在手

订单尚未执行订单金额进一步增长，达到 5.94 亿元，同比增长 29.12%。

费用管控良好，2022 年期间费用率下降 0.66pct 至 17.17%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 10.41%、增加 18.71%、增加 7.6%、增加 157.34%至 0.2 亿元、0.72 亿元、0.22 亿元、0.02 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.99pct、下降 0.11pct、下降 0.37pct、上升 0.81pct 至 2.92%、10.72%、3.26%、0.26%。

2. 重视现金流安全性，2022 年经营性现金流净额高增 352%

资产负债率提升，营运效率放缓。2022 年公司资产负债率为 40.33%，同比上升 3.08pct。2022 年公司应收账款同比增长 2.93%至 2.45 亿元，应收账款周转天数同比减少 39.12 天至 129.53 天；存货同比减少 9.74%至 0.52 亿元，存货周转天数同比增加 22.33 天至 358.21 天；应付账款同比增长 18.41%至 3.87 亿元，应付账款周转天数同比减少 23.46 天至 290.39 天，使净营业周期同比增加 6.67 天至 197.35 天。

重视现金流安全性，2022 年经营性现金流净额同比增长 352%。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 0.84 亿元，同比增加 352.18%，主要系公司采取各种措施加大回款力度，通过优化供应商管理，减缓供应商款项进度款支付，另外收到税费返还款 2278.22 万元和政府补助 2019.92 万元。2) 投资活动现金流净额-0.87 亿元，同比减少 29348.32%，主要系 2021 年公司收回结构性存款投资，2022 年公司期初期末均无结构性存款；3) 筹资活动现金流净额-0.05 亿元，同比减少 107.51%，主要系本期公司归还银行短期借款 4,834.78 万元，同时支付股票回购款 1,419.61 万元。

3. 水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇

膜技术实力领先，资源化助力双碳发展，数字化&产品化引领业态变革。公司自研膜通用平台技术填补国内空白，降低膜装备成本 20%-40%。污废水资源化减污降碳协同，ToB 商业化运营三方共赢。数字化技术助推产品化应用升级，2023 年 3 月公司发布智能制水机组新产品“新水岛”，颠覆传统工程模式，占地节约 80%，建造周期 1-2 月，实现智慧生产，无人值守，全成本低。新水岛模式下水回用率 70%，排污量降为 30%。2023 年 4 月 26 日，公司与太原尖草坪区政府签署战略合作协议，规划新水岛远期规模 10 万吨/天，为园区内企业提供高品质用水。

我国水资源紧缺&污染严重，取水&排污约束叠加降本驱动，光伏再生水需求迫切。黄河流域水资源超载地区（含甘肃、宁夏、内蒙古等省部分区域）暂停新增取水许可，江浙等水环境敏感区域环境容量管理加强，污水资源化需求迫切受政策有力支持。水为

光伏制造过程必要消耗，三重因素驱动再生水应用。①**用水约束**：硅料硅片产能集中于西部缺水区域。多晶硅产能现集中于疆、川、蒙，未来向内蒙古、宁夏转移，内蒙古包头规划 2023 年底多晶硅产能占比将达 40%。2019 年宁夏和内蒙古单晶硅片产能占比达 64%。②**排污约束**：电池片产能集中于江浙水环境敏感区。2021 年江浙太阳能电池产量占比 55%，环境敏感区域光伏企业需执行更严格的水污染物特别排放限值，单位产品基准排水量收紧 17%~25%。③**降本增效**：高品质再生可实现取水、纯水制备、排污等成本的节约，以硅片项目测算再生水方案较原方案取水成本节省约 9%。

光伏再生水百亿空间释放，公司技术&成本优势显著。光伏产业水&排污紧缺区域产能占比约 50%，我们预计 2025 年光伏再生水潜在运营空间达 12 亿元，2025 年潜在建造空间达 295 亿元，2022-2025 年化建造空间 98 亿元，2025 年潜在运营+建造年化空间达 110 亿元，为公司 2022 年营收的 16 倍。2021 年公司合作行业龙头切入光伏再生水领域占据先机。公司膜通用&浓缩液资源化技术降本增效显著，光伏产业降本动机强烈，首个项目落地后有望迅速渗透。

高品质饮用水兴起，同城同网直饮水模式在终端更具经济性优势。政策支持&用水安全&消费升级，高品质饮用水兴起，组合纳滤技术前景广阔。公司为纳滤净水龙头，首次在张家港现有管网上实现同城同网直饮水，大管网直饮水模式居民端平均用水成本 4.3~7.3 元/吨，较净水器模式低 5%~44%。

盈利预测与投资评级：污废水资源化专家，膜实力领先，数字化产品升级颠覆传统业态。率先切入光伏领域，用水&排污约束及降本增效驱动下，光伏再生水百亿空间释放。我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 1.13/1.54 亿元，预计 2025 年归母净利润为 2.07 亿元，对应 17/13/9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策进展不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧。

金科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
流动资产	1,301	1,620	1,767	2,324	营业总收入	671	930	1,248	1,663
货币资金及交易性金融资产	471	416	140	806	营业成本(含金融类)	442	632	846	1,125
经营性应收款项	274	443	696	499	税金及附加	3	4	5	6
存货	52	105	153	159	销售费用	20	33	44	60
合同资产	417	558	686	748	管理费用	72	100	134	179
其他流动资产	88	98	92	111	研发费用	22	33	44	58
非流动资产	548	699	847	990	财务费用	2	2	3	4
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	2	2
固定资产及使用权资产	98	130	158	183	投资净收益	4	4	6	8
在建工程	4	4	4	4	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	406	525	644	763	减值损失	-26	0	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	90	132	181	242
其他非流动资产	31	31	31	31	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	1,849	2,320	2,614	3,314	利润总额	88	132	181	242
流动负债	603	952	1,078	1,567	减:所得税	12	16	23	31
短期借款及一年内到期的非流动负债	12	12	12	12	净利润	76	116	159	211
经营性应付款项	443	760	850	1,292	减:少数股东损益	-1	3	4	3
合同负债	29	42	56	75	归属母公司净利润	77	113	154	207
其他流动负债	119	138	160	189	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	1.10	1.50	2.02
非流动负债	143	153	163	163	EBIT	88	131	178	238
长期借款	110	120	130	130	EBITDA	129	172	223	287
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.11	32.01	32.22	32.38
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	11.45	12.14	12.38	12.45
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	19.91	38.57	34.21	33.31
负债合计	746	1,105	1,241	1,730	归母净利润增长率(%)	23.25	46.98	36.83	34.12
归属母公司股东权益	1,076	1,184	1,339	1,546					
少数股东权益	27	30	35	38					
所有者权益合计	1,104	1,215	1,374	1,584					
负债和股东权益	1,849	2,320	2,614	3,314					

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	84	133	-94	855	每股净资产(元)	10.48	11.52	13.03	15.04
投资活动现金流	-87	-189	-187	-184	最新发行在外股份(百万股)	103	103	103	103
筹资活动现金流	-5	0	5	-5	ROIC(%)	6.41	8.90	10.89	12.78
现金净增加额	-8	-55	-276	666	ROE-摊薄(%)	7.13	9.53	11.54	13.40
折旧和摊销	40	41	45	49	资产负债率(%)	40.33	47.63	47.46	52.20
资本开支	-91	-192	-192	-192	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.27	17.19	12.56	9.37
营运资本变动	-54	-25	-297	599	P/B(现价)	1.80	1.64	1.45	1.26

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

