

洪城环境 (600461)

2022 年中报点评: 稳健增长现金流持续提升, 管网投资建设打开新空间

买入 (维持)

2022 年 08 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,174	8,266	8,934	9,594
同比	24%	1%	8%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	820	1,095	1,275	1,441
同比	24%	34%	16%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.79	1.05	1.23	1.39
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.47	7.09	6.09	5.39

投资要点

- **事件:** 公司公告 2022 年半年度报告, 按照调整前口径 (不含 2021 年鼎元生态 2021 年半年度数据), 2022 年上半年公司实现营业收入 37.39 亿元, 同比减少 11.49%; 归母净利润 5.14 亿元, 同比增长 27.29%; 扣非归母净利润 4.56 亿元, 同比增长 18.16%; 加权平均 ROE 同比提高 0.31pct, 至 7.56%。
- **收入利润稳健增长, 运营利润占比达 63%。** 2022 年上半年公司实现营收/归母 37.39/5.14 亿元, 同比-11.49%/+27.29%, 符合我们的预期; 扣非归母净利润 4.56 亿元, 同增 18.16%; 毛利率 30.21%, 同增 8.04pct, 主要系固废并表&运营占比提升, 抬高整体毛利率所致。分业务: **1) 供水业务:** 2022 年上半年实现营收 4.01 亿元, 同减 3.82%; 毛利率同降 2.36pct 至 41.87%, 主要系能源价格上涨所致; 实现毛利 1.68 亿元, 同减 8.96%。**2) 污水业务:** 2022 年上半年实现营收 10.62 亿元, 同增 50.01%, 毛利率同增 0.33pct 至 40.22%, 实现毛利 4.27 亿元, 同增 51.26%, 核心增长动力在于污水提标带来的量价齐升。**3) 燃气业务:** 2022 年上半年实现营收 15.60 亿元, 同增 22.17%, 毛利率同下 3.64pct 至 14.96%, 实现毛利 2.33 亿元, 同减 1.75%, 未来燃气顺价将带来边际改善。**4) 固废业务:** 并表后, 2022 年上半年实现营收 3.80 亿元, 实现毛利 1.63 亿元, 毛利率 43.04%, 固废的高毛利率拉高公司整体毛利率, 作为运营类资产使得公司运营业务占比进一步提升, 盈利质量提升。**5) 给排水管道工程:** 2022 年上半年实现营收 7.11 亿元, 同减 65.19%, 提标扩容改造步入尾声, 毛利率同增 3.54pct 至 12.98%。实现毛利 0.92 亿元, 同减 52.11%。我们预计随固废并表, **2022 全年运营利润占比有望继续上升。**
- **经营性净现金流持续向好。** 2022 年上半年公司经营活动现金流净额 8.06 亿元, 同增 127.28%。**2021 年公司自由现金流转正后维持良好趋势。**
- **南昌市管网投资空间超 200 亿, 控股股东积极参与公司有望受益。** 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, 有望为公司工程及后续运营业务打开新空间。
- **盈利预测与投资评级:** 公司固废资产已成功注入并表, 形成涵盖污水、供水、燃气、固废四大板块的综合公用事业平台, 打造新成长极。南昌市管网投资空间超 200 亿, 控股股东积极参与公司有望受益。我们维持 2022-2024 年归母净利润 11.0/12.8/14.4 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.39 元。当前市值对应 2022-2024 年 PE 7.1/6.1/5.4 倍, 公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%, 当前股息率 (TTM) 6.7% (2022/8/25), 有安全边际。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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.47
一年最低/最高价	6.45/8.93
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	6,855.57
总市值(百万元)	7,763.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.86
资产负债率(% ,LF)	65.89
总股本(百万股)	1,039.33
流通 A 股(百万股)	917.75

相关研究

- 《洪城环境(600461): 2021 年年报&2022 一季报点评: 业绩亮眼污水量价齐升, 结构改善盈利&现金流提升》
2022-04-23
- 《洪城环境(600461): 2021 三季报点评: 稳健成长, 盈利质量提升》
2021-10-29
- 《洪城环境(600461): 2021 年中报点评: 污水运营大增, 固废注入&长江大保护发展加速》
2021-08-19

事件:

公司公告 2022 年半年度报告, 按照调整前口径 (不含 2021 年鼎元生态 2021 年半年度数据), 2022 年上半年公司实现营业收入 37.39 亿元, 同比减少 11.49%; 归母净利润 5.14 亿元, 同比增长 27.29%; 扣非归母净利润 4.56 亿元, 同比增长 18.16%; 加权平均 ROE 同比提高 0.31pct, 至 7.56%。

1. 收入利润稳健增长, 运营利润占比达 63%

根据调整前口径, 2022 年上半年归母净利润/扣非归母净利润同增 27%/18%。2022 年上半年公司实现营业收入 37.39 亿元, 同比减少 11.49%, 主要系水务工程收入减少所致; 归母净利润 5.14 亿元, 同比增长 27.29%, 符合我们的预期; 扣非归母净利润 4.56 亿元, 同比增长 18.16%; 公司毛利率 30.21%, 同比增加 8.04pct, 主要系固废业务并表抬高整体毛利率所致, 分板块来看:

1) 供水业务: 2022 年上半年实现营业收入 4.01 亿元, 同比减少 3.82%; 毛利率同比下降 2.36pct 至 41.87%, 主要系能源价格上涨所致; 实现毛利 1.68 亿元, 同比下降 8.96%。随《城镇供水价格管理办法》出台和水价市场化改革逐步推进, 供水资产回报市场化程度提升, 确定性增加。公司供水业务有望稳健增长。

2) 污水业务: 2022 年上半年实现营业收入 10.62 亿元, 同比增长 50.01%, 毛利率同比提升 0.33pct 至 40.22%, 实现毛利 4.27 亿元, 同比增长 51.26%。公司在水污水处理项目经过过去几年提标改造已经逐步以一级 A 标准投运, 带动水价毛利率双升。我们预计提标改造带来的增长动能, 将有望进一步推动公司污水业务高增。

3) 燃气业务: 2022 年上半年实现营业收入 15.60 亿元, 同比增长 22.17%, 毛利率同比下降 3.64pct 至 14.96%, 实现毛利 2.33 亿元, 同比下降 1.75%。主要系能源价格上涨, 成本上行幅度大于售价上行幅度, 未来燃气顺价将带来边际改善。

4) 固废业务: 并表后, 2022 年上半年实现营业收入 3.80 亿元, 实现毛利 1.63 亿元, 毛利率 43.04%, 固废的高毛利率拉高公司整体毛利率, 作为运营类资产使得公司运营业务占比进一步提升, 盈利质量提升。

4) 给排水管道工程: 2022 年上半年实现营业收入 7.11 亿元, 同比减少 65.19%, 系提标扩容改造步入尾声所致, 工程业务占比降低, 业务结构优化; 毛利率同比增加 3.54pct 至 12.98%。实现毛利 0.92 亿元, 同比减少 52.11%。公司借力控股股东水业集团作为南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位的先发优势, 积极探索厂网一体化运营模式, 项目政企联合总投入近 200 亿元, 工程业务有望释放。

2021 年运营收入/毛利占比已达 50%/63%, 业务结构改善盈利质量提升。公司供水业务、污水业务和燃气销售业务为主要运营业务, 2021 年公司运营业务收入占比达 50%,

运营业务毛利占比达 63%，同比提升 3pct。运营毛利占比逐年提升，成为公司业绩增长的主要动能。我们预计随着公司水务项目逐步投运，固废资产并表，2022 年运营利润占比有望进一步提升。业绩稳定增长，盈利质量提升。

由于利息调整增加，财务费用率上升 2.03pct。2022 年上半年公司期间费用同比增长 22.16%至 4.23 亿元，期间费用率上升 3.12pct 至 11.32%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 13.4%、增加 13.63%、增加 18.23%、增加 88.63%至 0.93 亿元、1.38 亿元、0.49 亿元、1.43 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.06pct、上升 1.14pct、上升 0.33pct、上升 2.03pct 至 2.5%、5%、1.3%、3.82%。

2. 资产负债率略升营运效率提高，净资产收益率提升

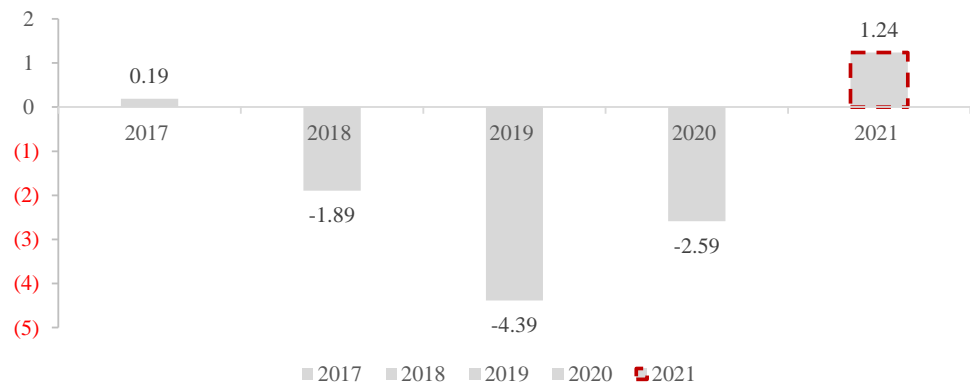
资产负债率略升，营运效率提高。2022 年上半年公司资产负债率为 65.89%，同比上升 0.8pct，较年初上升 2.43pct。2022 年上半年公司应收账款同比增长 88.7%至 12.52 亿元，应收账款周转天数同比增加 23.37 天至 48.04 天；存货同比增长 168.71%至 8.4 亿元，存货周转天数同比增加 26.06 天至 41.41 天；应付账款同比增长 45.05%至 35.66 亿元，应付账款周转天数同比增加 95.69 天至 221.45 天，使净营业周期同比减少 46.25 天至-132 天。

加权平均净资产收益率同增 0.31pct。2022 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.31pct 至 7.56%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年上半年公司销售净利率为 16.6%，同比上升 5.71pct，总资产周转率为 0.19（次），同比下降 0.06（次），权益乘数从 2021 年上半年的 3.12 上升至 2022 年上半年的 3.19。

3. 自由现金流转正后，经营性净现金流持续向好

2021 年自由现金流转正后，经营性现金流持续向好。1) 2022 年上半年公司经营活动现金流净额 8.06 亿元，同比增加 127.28%；2) 投资活动现金流净额-6.79 亿元，同比增加 26.12%；3) 筹资活动现金流净额-4.09 亿元，同比减少 13.7%。

图 1: 2021 年公司企业自由现金流转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 固废资产成功注入，南昌管网建设打开业务空间

固废项目顺利并表，综合环保公用平台发展加速。公司地区深耕环保资产覆盖江西全境，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。截至报告期末，供水产能为 194 万/日（含托管），服务人口 400 万。公司取得的污水特许经营权项目总设计规模为 365.2 万/日（含托管），省内市占率超 80%。公司购买控股股东水业集团持有的固废处理资产，包含**南昌项目**：洪城康恒（2400 吨/日生活垃圾焚烧项目）、洪源环境（餐厨垃圾项目）、绿源环境（建设渗滤液处理 1000 吨/日、垃圾渗滤液浓缩液处理 400 吨/日）和**温州项目**：宏泽热电（独特循环业务模式，处置污泥与工业固废同时服务园区企业，实现售电收入与供热收入）。根据公司公告，固废项目已于 2022 年 4 月 9 日完成资产过户。**固废资产成功并表，公司发展加速。**

南昌市管网投资空间超 200 亿，控股股东积极参与公司有望受益。南昌市委、市政府为彻底解决南昌市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）的先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务。南昌管网投资空间大，控股股东积极参与，有望为公司工程及后续运营业务打开新空间。

盈利预测：公司固废资产已成功注入并表，形成涵盖污水、供水、燃气、固废四大板块的综合公用事业平台，打造新成长极。南昌市管网投资空间超 200 亿，控股股东积极参与公司有望受益。我们维持 2022-2024 年归母净利润 11.0/12.8/14.4 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.39 元。当前市值对应 2022-2024 年 PE 7.1/6.1/5.4 倍，公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%，当前股息率（TTM）6.7%（2022/8/25），有安全边际。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)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,217	4,756	5,178	6,393	营业总收入	8,174	8,266	8,934	9,594
货币资金及交易性金融资产	2,944	2,500	2,770	3,834	营业成本(含金融类)	6,196	5,894	6,272	6,639
经营性应收款项	870	862	928	996	税金及附加	33	41	40	43
存货	360	343	365	386	销售费用	234	257	265	286
合同资产	666	674	728	782	管理费用	271	291	313	336
其他流动资产	376	378	386	395	研发费用	92	91	97	106
非流动资产	12,485	13,422	14,318	15,172	财务费用	186	195	186	180
长期股权投资	69	64	59	53	加:其他收益	39	67	60	63
固定资产及使用权资产	3,757	4,189	4,695	5,239	投资净收益	9	13	13	13
在建工程	583	968	1,238	1,426	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7,585	7,712	7,839	7,966	减值损失	-18	-18	-20	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	8	8	9	10
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	1,201	1,567	1,823	2,070
其他非流动资产	490	488	487	485	营业外净收支	-3	2	2	2
资产总计	17,702	18,179	19,497	21,565	利润总额	1,198	1,569	1,825	2,072
流动负债	6,805	5,864	4,983	5,238	减:所得税	248	311	360	416
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,227	1,487	344	344	净利润	950	1,259	1,465	1,656
经营性应付款项	2,859	2,720	2,894	3,064	减:少数股东损益	130	164	190	215
合同负债	745	709	755	799	归属母公司净利润	820	1,095	1,275	1,441
其他流动负债	974	949	990	1,031	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	1.05	1.23	1.39
非流动负债	4,429	4,579	4,729	4,879	EBIT	1,349	1,693	1,947	2,184
长期借款	2,613	2,763	2,913	3,063	EBITDA	2,002	2,394	2,689	2,969
应付债券	1,521	1,521	1,521	1,521	毛利率(%)	24.21	28.70	29.80	30.80
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	10.03	13.25	14.27	15.02
其他非流动负债	250	250	250	250	收入增长率(%)	23.83	1.13	8.07	7.39
负债合计	11,234	10,444	9,713	10,117	归母净利润增长率(%)	23.52	33.55	16.41	13.02
归属母公司股东权益	5,888	6,991	8,850	10,299					
少数股东权益	580	744	934	1,150					
所有者权益合计	6,468	7,735	9,784	11,448					
负债和股东权益	17,702	18,179	19,497	21,565					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,381	2,015	2,509	2,709	每股净资产(元)	5.88	7.04	8.24	9.64
投资活动现金流	-1,585	-1,615	-1,614	-1,614	最新发行在外股份(百万股)	1,039	1,039	1,039	1,039
筹资活动现金流	-988	-844	-624	-33	ROIC(%)	8.41	10.27	11.10	11.25
现金净增加额	-1,192	-444	270	1,063	ROE-摊薄(%)	13.93	15.66	14.41	13.99
折旧和摊销	653	701	742	785	资产负债率(%)	63.46	57.45	49.82	46.91
资本开支	-1,889	-1,633	-1,633	-1,632	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.47	7.09	6.09	5.39
营运资本变动	-459	-167	65	59	P/B(现价)	1.27	1.06	0.91	0.78

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>

