

洪城环境 (600461.SH)

固废新添增长，水务待估值重塑

转型升级，快速成长。公司于2022H1实现营收37.4亿元，yoy-11.5%（同比不含鼎元生态2021H1数据）；其中，自来水板块4.0亿元（yoy-3.8%）；污水板块10.6亿元（yoy+50.0%）；能源板块15.6亿元（yoy+22.2%）；工程板块7.1亿元（yoy-65.2%）；新增固废处理3.8亿元。归母净利润实现5.1亿元，yoy+27.3%（同比不含鼎元生态2021H1数据）。Q2单季看，营收实现19.3亿元（yoy-10.3%），归母净利润实现2.7亿元（yoy+45.3%）。Q2营收增速为负主要系给排水管道营收以及污水处理毛利率下滑，利润高增主要系公司增发切入高成长固废产业，快速构建垃圾焚烧、餐厨及渗滤液和热电联产的全链条协同成长产业新格局，盈利能力提升。

资产重组完成，固废处理资产注入迎新发展。公司已完成购买鼎元生态100%股权，半年报合并口径已包含鼎元生态。旗下拥有洪城康恒（持股60%，垃圾焚烧发电处理能力2400吨/日），以及宏泽热电（持股70%）、洪源环境（持股100%）、绿源环境（持股100%）等多类固废项目，固废资产2022H1实现营收3.8亿元，净利润1.0亿元，我们预计约为公司贡献6000万利润。鼎元生态承诺实现净利润为：2022/2023/2024年不低于11552/12118/13450万元，公司已由传统水务处理逐渐延伸至城市综合环境治理服务商。

费用管控得当，毛利率提升，经营活动现金流大幅改善。2022H1公司三费管控情况较好；其中，销售/管理/研发费率分别为2.5%/3.7%/1.3%，-0.1pct/+0.8pct/+0.3pct。毛利率看，综合毛利率提升8.0pct至30.2%，主要系新增固废板块毛利较高。其中，自来水/污水/能源/工程/固废处理分别实现41.9%/40.2%/15.0%/13.0%/43.0%，yoy-2.3pct/0.3pct/-3.3pct/+3.4pct/+0pct。经营活动现金流实现8.1亿元（yoy+127.3%），主要系公司着力加大应收账款回收力度所致。

供水、污水、燃气等子板块业务能力不断提升。公司2021年底供水产能194万立方米/日，全年新建管网26.7公里、改造8.5公里；污水处理能力总规模365.2万立方米/日，2021全年新签特许经营协议项目10个，投资估算6.9亿元，共承建全省城镇污水处理厂提标改造BOT项目86个，总投资71.6亿元；燃气居民用户同比增长7%，非居民用户同比增长58%，完成老旧管网改造48.23公里，新建高压管网28.4公里。

投资建议：公司内生业务成长空间较大，高股息率、低估值提供安全边际。在污水提标扩容&气化率提升、水价及燃气价格上调背景下，公司质地优良静待价值重估，预计2022-2024年归母净利润为10.5/13.0/15.8亿元，EPS分别为1.0/1.3/1.5元/股，对应PE为7.5X/6.1X/5.0X，维持“买入”评级。

风险提示：提标改造进度不及预期、气化率提升进度不及预期、政策推进进度不及预期等

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,601	8,174	10,240	12,577	14,636
增长率 yoy (%)	22.7	23.8	25.3	22.8	16.4
归母净利润（百万元）	664	820	1,051	1,299	1,580
增长率 yoy (%)	35.8	23.5	28.1	23.6	21.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.64	0.79	1.01	1.25	1.52
净资产收益率 (%)	13.1	14.7	17.0	18.4	19.2
P/E (倍)	11.9	9.6	7.5	6.1	5.0
P/B (倍)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为2022年8月25日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	7.58
总市值(百万元)	7,878.15
总股本(百万股)	1,039.33
其中自由流通股(%)	88.30
30日日均成交量(百万股)	4.54

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 《洪城环境(600461.SH): 业绩高增长，布局固废领域迎新发展》2022-04-22
- 《洪城环境(600461.SH): 业绩持续高增，固废资产注入迎新发展》2021-10-28
- 《洪城环境(600461.SH): 业绩持续增长，固废注入提供新动能》2021-08-19



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5781	5217	6173	6171	7500	营业收入	6601	8174	10240	12577	14636
现金	4162	2944	2937	3126	3619	营业成本	4960	6196	7746	9466	11000
应收票据及应收账款	495	744	1266	1061	1503	营业税金及附加	30	33	56	64	70
其他应收款	143	109	232	189	302	营业费用	193	234	358	465	476
预付账款	159	126	303	205	373	管理费用	255	271	410	503	585
存货	248	360	500	536	629	研发费用	68	92	112	139	161
其他流动资产	574	933	933	1053	1073	财务费用	145	186	106	149	160
非流动资产	10717	12485	14782	16956	18439	资产减值损失	-35	-74	-64	-89	-104
长期投资	74	69	58	52	41	其他收益	48	39	0	0	0
固定资产	3591	3702	4743	5844	6724	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	4474	7585	8981	9877	10374	投资净收益	11	9	6	6	5
其他非流动资产	2577	1130	999	1182	1301	资产处置收益	25	8	8	8	8
资产总计	16498	17702	20954	23126	25939	营业利润	957	1201	1530	1894	2302
流动负债	6285	6805	9644	11215	13384	营业外收入	13	6	11	10	10
短期借款	2176	1883	3000	4500	5500	营业外支出	6	9	9	9	9
应付票据及应付账款	2135	2859	2368	2891	2609	利润总额	964	1198	1532	1895	2303
其他流动负债	1973	2064	4276	3824	5275	所得税	180	248	307	384	464
非流动负债	4218	4429	4007	3589	2895	净利润	784	950	1225	1511	1838
长期借款	3972	4134	3817	3369	2651	少数股东损益	120	130	174	212	258
其他非流动负债	246	295	190	219	244	归属母公司净利润	664	820	1051	1299	1580
负债合计	10503	11234	13651	14804	16280	EBITDA	1744	2149	2013	2533	3080
少数股东权益	560	580	754	967	1225	EPS (元)	0.64	0.79	1.01	1.25	1.52
股本	948	953	1039	1039	1039						
资本公积	2070	2101	2101	2101	2101						
留存收益	2125	2546	3067	3700	4469						
归属母公司股东权益	5434	5888	6549	7356	8435						
负债和股东权益	16498	17702	20954	23126	25939						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1372	1381	1757	2285	2723
净利润	784	950	1225	1511	1838
折旧摊销	511	653	290	383	476
财务费用	145	186	106	149	160
投资损失	-11	-9	-6	-6	-5
营运资金变动	-122	-459	149	256	262
其他经营现金流	65	60	-8	-8	-8
投资活动现金流	-2160	-1585	-2573	-2663	-1966
资本支出	2287	1909	2732	2172	1495
长期投资	34	0	11	6	11
其他投资现金流	161	324	169	-485	-460
筹资活动现金流	2686	-988	809	567	-264
短期借款	951	-294	1117	1500	1000
长期借款	2051	162	-317	-448	-718
普通股增加	0	5	86	0	0
资本公积增加	6	30	0	0	0
其他筹资现金流	-323	-891	-78	-485	-546
现金净增加额	1898	-1192	-7	189	493

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	22.7	23.8	25.3	22.8	16.4
营业利润(%)	31.2	25.6	27.4	23.8	21.5
归属于母公司净利润(%)	35.8	23.5	28.1	23.6	21.6
获利能力					
毛利率(%)	24.9	24.2	24.4	24.7	24.8
净利率(%)	10.1	10.0	10.3	10.3	10.8
ROE(%)	13.1	14.7	17.0	18.4	19.2
ROIC(%)	8.3	9.5	9.6	10.5	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	63.5	65.1	64.0	62.8
净负债比率(%)	42.6	55.8	68.5	72.3	61.2
流动比率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	11.5	13.2	10.2	10.8	11.4
应付账款周转率	2.8	2.5	3.0	3.6	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.79	1.01	1.25	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.33	1.69	2.20	2.62
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.39	5.95	6.72	7.76
估值比率					
P/E	11.9	9.6	7.5	6.1	5.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.3	5.6	6.7	5.8	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2022 年 8 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One561号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com