

## 置出工程业务，轻装再出发

■ 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

#### 基本数据

2023-06-28

|          |      |
|----------|------|
| 收盘价(元)   | 5.84 |
| 流通股本(亿股) | 7.96 |
| 每股净资产(元) | 7.79 |
| 总股本(亿股)  | 7.96 |

#### 最近 12 月市场表现


**分析师** 毕春晖

 SAC 证书编号: S0160522070001  
 bich@ctsec.com

**分析师** 李美岑

 SAC 证书编号: S0160521120002  
 limc@ctsec.com

#### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **事件:** 东湖高新拟将全资子公司湖北路桥控股权转让给公司间接控股股东湖北省联合发展投资集团有限公司, 当前仍处于筹划阶段, 具体交易标的股权比例、交易价格等要素均未最终确定。
- ❖ **工程建设业务子公司控股权置出, 环保科技、科技园区两大板块业务保持不变。** 东湖高新是一家以工程建设、环保科技和科技园区为三大主营板块的高新技术产业投资控股公司。公司 2022 年全年实现营收 139.9 亿元同增 15.2%; 实现归母净利润 5.8 亿元同增 8.5%。从营收占比来看, 2022 年工程建设是公司的主要收入来源, 占比达 72.3%, 环保科技和科技园区业务营收占比分别为 13.5%/14.1%。但是, 工程建设仅贡献了 43.5% 的毛利润, 环保科技和科技园区业务分别贡献 26.2%/30.3% 的毛利润, 以上三项业务毛利率分别为 7.6%/24.4%/27.1%。建筑工程业务子公司控股权置出有利于公司未来综合盈利能力的提升, 以及在业务中的垫资情况或有好转, 现金流量表及资产负债表有望迎来改善。
- ❖ **科技园区坚持“平台+运营+投资+生态”全产业链, 业务规模有序扩张。** 公司围绕智能制造及生命科技两大主题方向, 以武汉为大本营, 瞄准长江经济带、长三角、大湾区、成渝经济圈等重点区域拓展, 2022 年实现签约企业 186 家。开拓方式上, 公司通过轻重配合持续优化投拓结构, 紧跟国家战略进行挖掘; 同时积极开展智慧园区业务, 东湖高新智慧园区平台入选全国 2022 年度智慧城市运营典型案例, 是全国唯一产业园区案例。在产业投资上, 目前公司在管基金数量 4 只, 分别投向智能制造和生命科技两大领域, 基金累计投资项目 27 个, 直投项目 1 个, 其中园区项目 13 个, 2022 年基金投资企业里得电科获得创业板 IPO 注册批文, 达梦数据库科创板首发获批 (国内数据库第一股), 禾元生物科创板申报获批受理。公司园区业务快速增长且潜力足, 2022 年该板块实现营收 19.8 亿元同增 56.1%。全年新增土储 38 万平方米, 新开工 43.97 万平方米, 竣工 50.26 万平方米。截至 2022 年, 公司持有待开发土地面积 116 万平方米, 各类物业载体总在建面积达到 90.35 万平方米, 园区物业总在租面积 44.58 万平方米。
- ❖ **环保科技业务稳步推进。** 公司环保科技业务涵盖 1) 燃煤火力发电机组烟气综合治理: 公司 2022 年累计脱硫电量 650.21 亿 KWh, 实现营收 8.22 亿元, 净利润 1.19 亿元。在市场拓展方面, 中标湖北华电江陵发电厂 2×660MW 运维项目以及新疆天池能源五彩湾电厂 2×660MW 机组烟气脱硫 BOT 项目; 2) 垃圾焚烧烟气治理: 业务向增量行业扩展。泰欣环境 2022 年营收 7.43 亿元, 净利润 0.98 亿元, 完成回款 8.45 亿元, 新签合同 6.03 亿元, 其中: 垃圾焚烧类 2.65 亿元, 非垃圾焚烧类 3.38 亿元, 由单一的垃圾焚烧烟气净化 EP&EPC 向钢铁、水泥、冶炼等行业的烟气净化 EP&EPC 转型; 3) 水务治理业务: 公司水务领域在建项目工程建设及生产运营工作均稳步推进, 在优化运营重资产业务的同时, 大力开展轻资产业务, 2022 年末公司水务治理领域合计处理

规模为 36.6 万吨/日，实现营收 3.27 亿元同增 1.66%，全年落地水处理业务项目合同额约 5.6 亿元。

- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 155.51/171.45/188.55 亿元，归母净利润 6.57/7.55/8.77 亿元（暂不考虑建筑业务子公司控股权置出）。对应 PE 分别为 7.07/6.16/5.30 倍，对应 PB 分别为 0.59/0.53/0.49 倍，目前 PB 只有 0.76 倍具有一定安全边际，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**重大资产出售进展不及预期、新业务开拓不及预期、宏观经济环境波动风险。

#### 盈利预测：

|            | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 12140  | 13986 | 15551 | 17145 | 18855 |
| 收入增长率(%)   | 14.60  | 15.21 | 11.19 | 10.25 | 9.98  |
| 归母净利润(百万元) | 533    | 579   | 657   | 755   | 877   |
| 净利润增长率(%)  | -22.13 | 8.50  | 13.62 | 14.80 | 16.18 |
| EPS(元/股)   | 0.67   | 0.69  | 0.83  | 0.95  | 1.10  |
| PE         | 8.08   | 8.00  | 7.07  | 6.16  | 5.30  |
| ROE(%)     | 8.26   | 7.82  | 8.28  | 8.68  | 9.16  |
| PB         | 0.67   | 0.59  | 0.59  | 0.53  | 0.49  |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          | 2021A           | 2022A           | 2023E           | 2024E           | 2025E           | 财务指标              | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>12139.93</b> | <b>13986.11</b> | <b>15551.23</b> | <b>17144.77</b> | <b>18855.22</b> | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 10465.74        | 12222.14        | 13536.47        | 14888.50        | 16328.56        | 营业收入增长率           | 14.6%        | 15.2%        | 11.2%        | 10.2%        | 10.0%        |
| 营业税费              | 132.92          | 169.27          | 186.61          | 205.74          | 226.26          | 营业利润增长率           | 0.5%         | 7.2%         | 15.1%        | 14.8%        | 16.2%        |
| 销售费用              | 80.65           | 79.06           | 93.31           | 102.87          | 113.13          | 净利润增长率            | -22.1%       | 8.5%         | 13.6%        | 14.8%        | 16.2%        |
| 管理费用              | 208.92          | 271.55          | 279.92          | 308.61          | 339.39          | EBITDA 增长率        | -0.9%        | -1.5%        | 12.6%        | 11.3%        | 11.7%        |
| 研发费用              | 118.46          | 151.96          | 168.97          | 186.28          | 204.87          | EBIT 增长率          | -0.8%        | -1.7%        | 23.3%        | 13.3%        | 13.5%        |
| 财务费用              | 259.85          | 104.71          | 158.95          | 164.22          | 153.86          | NOPLAT 增长率        | -8.4%        | -8.5%        | 24.9%        | 13.3%        | 13.5%        |
| 资产减值损失            | -3.94           | -58.39          | -60.00          | -70.00          | -80.00          | 投资资本增长率           | 8.8%         | 9.8%         | -0.1%        | 4.4%         | 4.9%         |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>-14.88</b>   | <b>12.29</b>    | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | 净资产增长率            | 16.8%        | 20.9%        | 7.1%         | 8.8%         | 9.4%         |
| 投资和汇兑收益           | 97.22           | 80.19           | 93.31           | 102.87          | 113.13          | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>864.98</b>   | <b>927.18</b>   | <b>1067.30</b>  | <b>1225.28</b>  | <b>1423.51</b>  | 毛利率               | 13.8%        | 12.6%        | 13.0%        | 13.2%        | 13.4%        |
| 加:营业外净收支          | -2.80           | -3.57           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业利润率             | 7.1%         | 6.6%         | 6.9%         | 7.1%         | 7.5%         |
| <b>利润总额</b>       | <b>862.18</b>   | <b>923.60</b>   | <b>1067.30</b>  | <b>1225.28</b>  | <b>1423.51</b>  | 净利率               | 5.8%         | 5.0%         | 5.3%         | 5.5%         | 5.8%         |
| 减:所得税             | 158.75          | 221.56          | 245.48          | 281.82          | 327.41          | EBITDA/营业收入       | 10.7%        | 9.2%         | 9.3%         | 9.4%         | 9.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>533.28</b>   | <b>578.63</b>   | <b>657.46</b>   | <b>754.77</b>   | <b>876.88</b>   | EBIT/营业收入         | 8.3%         | 7.1%         | 7.9%         | 8.1%         | 8.4%         |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2021A</b>    | <b>2022A</b>    | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 3559.40         | 5447.40         | 5095.77         | 5786.48         | 6536.76         | 固定资产周转天数          | 21           | 16           | 13           | 10           | 8            |
| 交易性金融资产           | 209.61          | 220.13          | 220.13          | 220.13          | 220.13          | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>72</b>    | <b>59</b>    | <b>72</b>    | <b>80</b>    | <b>82</b>    |
| 应收账款              | 5769.84         | 8045.90         | 8695.56         | 9385.37         | 10122.25        | 流动资产周转天数          | 542          | 548          | 576          | 559          | 554          |
| 应收票据              | 22.92           | 4.41            | 4.90            | 5.40            | 5.94            | 应收帐款周转天数          | 153          | 178          | 194          | 190          | 186          |
| 预付帐款              | 149.07          | 356.70          | 379.02          | 409.43          | 440.87          | 存货周转天数            | 124          | 91           | 83           | 80           | 77           |
| 存货                | 3188.62         | 3006.84         | 3248.92         | 3385.34         | 3554.64         | 总资产周转天数           | 832          | 822          | 823          | 781          | 753          |
| 其他流动资产            | 291.90          | 239.55          | 239.55          | 239.55          | 239.55          | 投资资本周转天数          | 550          | 522          | 491          | 455          | 434          |
| 可供出售金融资产          |                 |                 |                 |                 |                 | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |                 |                 |                 |                 |                 | ROE               | 8.3%         | 7.8%         | 8.3%         | 8.7%         | 9.2%         |
| 长期股权投资            | 2173.06         | 1806.27         | 1806.27         | 1806.27         | 1806.27         | ROA               | 1.8%         | 1.7%         | 1.8%         | 2.0%         | 2.2%         |
| 投资性房地产            | 1380.09         | 1682.38         | 1667.38         | 1652.38         | 1637.38         | ROIC              | 4.3%         | 3.6%         | 4.5%         | 4.8%         | 5.2%         |
| 固定资产              | 658.27          | 606.52          | 531.56          | 456.60          | 381.64          | 费用率               |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 68.61           | 4.10            | -95.90          | -195.90         | -295.90         | 销售费用率             | 0.7%         | 0.6%         | 0.6%         | 0.6%         | 0.6%         |
| 无形资产              | 1587.38         | 1716.79         | 1716.79         | 1716.79         | 1716.79         | 管理费用率             | 1.7%         | 1.9%         | 1.8%         | 1.8%         | 1.8%         |
| 其他非流动资产           | 10.04           | 9.40            | 9.40            | 9.40            | 9.40            | 财务费用率             | 2.1%         | 0.7%         | 1.0%         | 1.0%         | 0.8%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>28909.71</b> | <b>34970.16</b> | <b>36138.19</b> | <b>38271.71</b> | <b>40602.71</b> | 三费/营业收入           | 4.5%         | 3.3%         | 3.4%         | 3.4%         | 3.2%         |
| 短期债务              | 32.41           | 290.00          | 290.00          | 290.00          | 290.00          | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 4989.69         | 8731.70         | 9400.33         | 10132.45        | 10885.71        | 资产负债率             | 71.5%        | 71.5%        | 70.5%        | 69.7%        | 68.7%        |
| 应付票据              | 51.63           | 151.84          | 169.21          | 186.11          | 204.11          | 负债权益比             | 250.9%       | 251.1%       | 238.8%       | 229.6%       | 219.6%       |
| 其他流动负债            | 288.15          | 130.22          | 130.22          | 130.22          | 130.22          | 流动比率              | 1.43         | 1.47         | 1.49         | 1.52         | 1.56         |
| 长期借款              | 4828.83         | 5869.56         | 5869.56         | 5869.56         | 5869.56         | 速动比率              | 0.85         | 0.90         | 0.90         | 0.93         | 0.95         |
| 其他非流动负债           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 利息保障倍数            | 1.94         | 2.06         | 3.60         | 4.08         | 4.63         |
| <b>负债总额</b>       | <b>20670.65</b> | <b>25009.27</b> | <b>25471.67</b> | <b>26661.72</b> | <b>27896.62</b> | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>1779.07</b>  | <b>2564.06</b>  | <b>2728.42</b>  | <b>2917.12</b>  | <b>3136.34</b>  | DPS(元)            | 0.21         | 0.13         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 股本                | 795.55          | 795.62          | 795.62          | 795.62          | 795.62          | 分红比率              |              |              |              |              |              |
| 留存收益              | 2913.54         | 3300.87         | 3856.37         | 4611.15         | 5488.03         | 股息收益率             | 3.9%         | 2.3%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>8239.06</b>  | <b>9960.89</b>  | <b>10666.53</b> | <b>11610.00</b> | <b>12706.10</b> | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2021A</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2021A</b>    | <b>2022A</b>    | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | EPS(元)            | 0.67         | 0.69         | 0.83         | 0.95         | 1.10         |
| 净利润               | 533.28          | 578.63          | 657.46          | 754.77          | 876.88          | BVPS(元)           | 8.12         | 9.30         | 9.98         | 10.93        | 12.03        |
| 加:折旧和摊销           | 290.44          | 288.70          | 219.28          | 219.28          | 219.28          | PE(X)             | 8.1          | 8.0          | 7.1          | 6.2          | 5.3          |
| 资产减值准备            | 176.12          | 212.96          | 220.00          | 240.00          | 260.00          | PB(X)             | 0.7          | 0.6          | 0.6          | 0.5          | 0.5          |
| 公允价值变动损失          | 14.88           | -12.29          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 259.85          | 129.55          | 340.66          | 340.66          | 340.66          | P/S               | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.2          |
| 投资收益              | -97.22          | -80.19          | -93.31          | -102.87         | -113.13         | EV/EBITDA         | 9.1          | 7.9          | 7.0          | 5.8          | 4.8          |
| 少数股东损益            | 170.15          | 123.41          | 164.36          | 188.69          | 219.22          | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | -643.97         | 186.72          | -511.96         | -682.78         | -795.85         | PEG               | —            | 0.9          | 0.5          | 0.4          | 0.3          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>668.17</b>   | <b>1422.55</b>  | <b>980.75</b>   | <b>956.67</b>   | <b>1005.86</b>  | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1746.74</b> | <b>-237.31</b>  | <b>-162.79</b>  | <b>74.70</b>    | <b>85.08</b>    | REP               |              |              |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>261.46</b>   | <b>683.70</b>   | <b>-1167.89</b> | <b>-340.66</b>  | <b>-340.66</b>  |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。