

环保 | 公司研究

2024年3月28日

持有

下调

市场数据：2024年3月27日

收盘价(港币)	3.50
恒生中国企业指数	5728.13
52周最高/最低价(港币)	6.24/3.49
H股市值(亿港元)	229
流通H股(百万股)	6538
汇率(人民币/港币)	1.08

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

水务主业稳健，地产压力影响公司股息

粤海投资 (00270:HK)业绩公告点评

事件：公司发布业绩公告，归母净利润 31.22 亿港元，同比减少 34.5%；每股盈利 0.48 港元，拟派发末期股息每股 0.12 港元，叠加年中派发的 0.19 港元，2023 年全年派发 0.31 港元，全年分红率 65%，业绩及分红表现低于预期。

公司利润下滑主要受地产减值 18 亿影响，目前地产账面价值仍有 328 亿元。2023 年收入 242 亿港元，同比增加 4.3%，收入增长主要得益于地产销售增加，部分增长被水务建设收入下滑所抵消，2023 年公司归母净利润 31.2 亿元，同比下滑 34.5%，利润下滑主要受地产减值 18.1 亿元影响，截止 2023 年底，公司可供出售物业及在建物业合计账面资产约 328 亿。若不考虑减值，公司净利润 49.29 亿元，呈稳中有升趋势。

公司水务主业稳健，税前利润占比约 85%，但未来若地产压力持续，公司利润仍受压制。2023 年公司水务主业税前利润 57.06 亿元，基本与 22 年持平，不考虑地产减值下，公司水务板块税前利润占比 85%，道路占比 6%，地产及物业占比 6%。整体来看，水务发展稳健，地产存在压力，酒店受益疫情后修复、电力受益煤炭价格下跌、路桥业务稳步发展、百货业务有所下滑。

对港供水已顺利调价，内地水务产能快速提升，核心主业水资源发展稳健。1) 东深项目：于 2023 年底公告 2024-26 年的基本水价分别约为 51.36/52.59/53.85 亿港元，年度上涨 2.4%。2) 内地水资源项目：截止 2023 年底，公司内地供水运营产能 854 万吨/天(22 年为 543 万吨/天)，联营供水 195 万吨/天，在建 144 万吨/天；污水运营产能 205 万吨/天(22 年为 192 万吨/天)。

地产压力下，公司重新平衡股东回报及业务发展，采纳新股息政策，分红率由 2022 年的 84% 降低至 2023 年的 65%，未来分红率仍存不确定性。考虑地产压力短期仍然存在，公司发布公告将采纳新股息政策(公司于 2018 年 10 月 26 日公告将“努力延续渐进式的股息政策”)，新股息政策方面，公司提出需在确保股东分享本公司盈利之同时，为业务扩张和营运保留充足资金。需注意的是，公司 2023 年分红节奏为上半年高(DPS 为 0.19 港元，维持 2022 年分红政策)，下半年低(DPS 为 0.12 港元，考虑年底地产减值压力影响)，在地产压力新常态下，公司未来分红率存在不确定性。

下调盈利预测，下调为“持有”评级。考虑地产压力持续，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测为 36.92/37.37 亿港元(下调前为 42.89/44.55 亿港元)，新增 2026 年盈利预测为 35.12 亿港元，当前市值对应 2024-26 年 PE 为 6.2/6.1/6.5 倍，考虑公司短期盈利及分红均受地产影响，下调至“持有”评级。

风险提示。地产销售进度差及地产减值风险、东深项目续约风险、汇兑风险。

财务数据及盈利预测

港币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	232	242	296	366	315
同比增长率(%)	-22%	4%	22%	24%	-14%
净利润(亿元)	47.64	31.22	36.92	37.37	35.12
同比增长率(%)	1%	-34%	18%	1%	-6%
每股收益(元)	0.73	0.48	0.56	0.57	0.54
净资产收益率(%)	11%	7%	8%	8%	7%
市盈率(倍)	4.80	7.33	6.20	6.12	6.51
市净率(倍)	0.53	0.55	0.51	0.48	0.48

注：“每股收益”为归属净利润除以总股本。

附录 – 财务报表

附表 1：公司利润表预测（亿港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	231.96	242.00	295.51	365.94	315.34
营业成本	-133.73	-141.25	-177.32	-242.68	-196.96
毛利	98.23	100.75	118.19	123.26	118.39
其他收入及收益,净额	4.07	5.26	5.00	5.00	5.00
议价收购收益	-	-	-	-	-
其他收入/(支出)净额-经营	4.04	-15.48	-15.00	-15.00	-15.00
其他收入-经营	-	-	-	-	-
投资物业之公允价值变动	9.37	3.30	-	-	-
销售费用	-7.39	-9.17	-10.64	-13.54	-11.67
管理费用	-28.20	-27.60	-28.00	-28.00	-28.00
财务费用	-8.60	-12.89	-12.00	-12.00	-12.00
汇兑净收益	0.48	-0.07	-	-	-
应占联营公司损益	0.45	1.93	1.93	1.93	1.93
除税前溢利	72.45	46.04	59.48	61.65	58.65
所得税	-17.19	-17.90	-16.04	-16.63	-15.82
净利润(含少数股东权益)	55.24	28.14	43.44	45.03	42.83
净利润(不含少数股东权益)	47.64	31.22	36.92	37.37	35.12
少数股东损益	7.61	-3.08	6.52	7.65	7.71

资料来源：公司公告，申万宏源研究

附表 2：公司资产负债表预测（亿港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动资产合计	813.00	846.88	862.80	883.43	899.94
固定资产-物业,厂房及设备	76.00	102.90	76.40	77.23	77.37
投资性房地产	251.00	255.02	250.12	250.12	250.12
预付土地租赁款项	-	-	-	-	-
商誉	8.00	8.52	8.52	8.52	8.52
应收账款-非流动资产	20.00	19.66	19.66	19.66	19.66
按公允价值入账并于其他全面收益内处理之股本投资-非流动资产	1.00	0.57	0.57	0.57	0.57
于联营公司之权益	40.00	37.03	37.03	37.03	37.03
有使用权资产-非流动资产	6.00	10.57	10.57	10.57	10.57
无形资产	7.00	6.60	6.71	6.54	6.36
服务特许权安排应收款项-非流动资产	163.00	171.92	185.50	191.75	198.00
长期按金及预付款项	10.00	5.10	9.18	10.52	9.34
递延税项资产-非流动资产	13.00	12.61	12.61	12.61	12.61
经营许可权-非流动资产	218.00	216.38	245.92	258.31	269.79
流动资产合计	522.00	558.96	476.22	519.96	495.65
可供出售之物业	55.00	92.36	92.36	92.36	92.36
发展中待售物业-流动资产	299.00	235.92	175.92	115.92	55.92
应收税项-流动资产	3.00	6.18	6.18	6.18	6.18
可收回税款	3.00	6.18	6.18	6.18	6.18

存货	3.00	3.56	3.27	4.64	3.59
按公允价值计入损益的金融资产	-	-	-	-	-
按摊销成本计量之其他财务资产-流动资产	-	-	-	-	-
应收账款,按金及预付款项	53.00	66.58	51.01	58.45	51.86
服务特许权安排应收款项-流动资产	4.00	5.78	3.75	3.75	3.75
应收附属公司非控股股东款项	9.00	9.02	9.02	9.02	9.02
已抵押银行存款-流动资产	-	-	-	-	-
受限制银行存款-流动资产	6.00	4.88	4.88	4.88	4.88
货币资金	89.00	125.94	121.10	216.02	259.35
应收款项-流动资产	1.00	2.56	2.56	2.56	2.56
流动负债合计	357.00	456.66	360.45	388.02	362.75
应付账款,应计费用及其他负债	148.00	163.76	138.92	156.94	139.02
应交税费	32.00	26.83	37.98	47.54	40.18
合同负债-流动负债	68.00	108.18	108.18	108.18	108.18
应付附属公司少数股东款项-流动负债	7.00	4.89	4.89	4.89	4.89
短期借款	100.00	152.52	70.00	70.00	70.00
应付股利	-	-	-	-	-
租赁-流动负债	1.00	0.48	0.48	0.48	0.48
非流动负债合计	393.00	362.69	362.69	362.69	362.69
长期借款	307.00	271.75	271.75	271.75	271.75
应付账款-非流动	1.00	0.04	0.04	0.04	0.04
其他非流动负债	14.00	13.83	13.83	13.83	13.83
租赁-非流动负债	6.00	5.58	5.58	5.58	5.58
递延税项负债-非流动	66.00	71.49	71.49	71.49	71.49
股东权益合计(含少数股东权益)	585.00	580.29	615.89	652.71	670.12
股东权益合计(不含少数股东权益)	433.00	418.02	447.11	476.47	481.37
股本及其他法定储备	90.00	89.66	89.66	89.66	89.66
储备	344.00	328.36	357.45	386.81	391.71
少数股东权益	152.00	162.27	168.79	176.24	188.75

资料来源：公司公告，申万宏源研究

附表 3：公司现金流量表（亿港元）

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
除税前(亏损)/溢利	72.00	46.04	59.48	61.65	58.65
营运资本变动前之现金流量	86.00	75.55	92.50	95.99	94.33
(增加)/减少存货	-	0.56	-0.29	1.38	-1.05
(增加)/减少应收账款,按金及预付款项	-14.00	13.58	-15.57	7.44	-6.58
增加/(减少)应付账款,应计负债及其他负债	-42.00	15.76	-24.84	18.01	-17.92
增加/(减少)应付附属公司非控制股东款	-5.00	-2.11	-	-	-
(增加)/减少特许经营权	-	-	-	-	-
(增加)/减少待出售完工物业	9.00	-37.36	-	-	-
(增加)/减少发展中物业	-41.00	63.08	60.00	60.00	60.00
(增加)/减少合同负债-经营活动	36.00	40.18	-	-	-
(增加)/减少受限制现金	-2.00	-1.12	-	-	-
(增加)/减少服务特许权安排应收款项	-25.00	-10.70	-11.55	-6.25	-6.25
经营活动之现金	1.00	157.42	100.25	176.57	122.52

已收利息-经营活动	2.00	2.00	2.20	2.24	2.09
已收联营公司股息-经营	1.00	1.00	1.40	1.48	1.38
已付香港利得税	-	-	-	-	-
已付中国大陆税项	-18.00	-17.90	-16.04	-16.63	-15.82
经营活动产生的现金流量净额	-14.00	142.52	87.81	163.66	110.17
投资活动产生的现金流量净额	-58.00	-41.34	-32.42	-37.32	-37.32
筹资活动产生的现金流量净额	80.00	-9.91	-113.56	-31.41	-29.52
现金及现金等价物净增加额	8.00	91.27	-58.17	94.93	43.32
期初现金及现金等价物余额	88.00	88.00	179.27	121.10	216.02
汇率变动对现金的影响	-8.00	-	-	-	-
期末现金及现金等价物余额	88.00	179.27	121.10	216.02	259.35

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。