

买入

2024年07月12日

23/24 财年业绩承压，核心业务仍稳健，步入高质量发展

- **23/24 财年归母净利润同比下滑 12.6%:** 期内公司收入同比下降 9.4% 至 128.6 亿港元，剔除汇率波动影响则同比下降 4.1%。EBITDA 利润率同比上升 0.1 个百分点至 40.1%。净利润同比下降 16.1% 至 25.9 亿港元，剔除汇率波动影响的扣非净利润同比下降 4.0%。期内公司业绩下滑主要由于来自非核心业务收入下降及城市供水及环保业务的接驳、建设服务收入减少。公司宣派末期派息每股 15 港仙，全年派息率维持 30%。
- **直饮水业务增速放缓，但前景仍广阔:** 期内公司直饮水业务收入同比增长 31.4% 至 17.2 亿港元，占总收入占比进一步提升至 13.2%。其中直饮水经营服务增长 72.5% 至 2.9 亿港元，供应安装及维护服务增长 17.6% 至 1.3 亿港元，供应建设服务增长 24.2% 至 12.7 亿港元，期内新增超过 3000 个项目。截止期末，公司直饮水业务覆盖 24 个省 306 个县市，项目（已建+在建）超过 7700 个，服务人口超 830 万。由于风险控制因素，期内公司的直饮水业务增速放缓，但中国管道直饮水市场广阔，公司具有超 20 年的技术沉淀，处于直饮水行业领先地位，仍有望保持较快发展。
- **自来水业务稳定发展，环保业务将步入收获期:** 期内公司核心自来水业务收入同比下降 5.8% 至 89.0 亿港元，剔除汇率波动因素，则同比增长 0.3%，主要由于供水接驳收入下降 13.6% 至 16.6 亿港元，而售水量及供水表户数分别增长 2.6% 及 5.0%。期内公司供水调价项目只有 2 个，为历年来最少，但截至目前公司已经有超过 20 个项目启动调价模式，随着相关调价政策落实，有望带动供水业务收入显著增长。截止期末，公司供水业务处理规模达 909 万吨/日（并表口径），在建及拟建规模达 634 万吨/日。期内，公司环保板块收入同比下降 35% 至 10.3 亿港元，主要由于惠州大亚湾美孚等较大型项目已经基本竣工，环保板块的建设收入同比下降 44.9% 至 6.5 亿港元，预计明年公司的美孚项目的投产将带动环保业务收入阶梯式上升，实现板块高质量发展。
- **目标价 6.58 港元，维持买入评级:** 虽然 23/24 财年业绩下滑，但是公司的供水、直饮水及环保的经营服务等核心业务仍保持稳健发展。随着公司供水及环保板块总共约 80 万吨产能的项目相继进入试生产阶段，公司未来的资本开支将明显下降，公司的财务结构及现金流情况将得到进一步改善。供水价格的调整落地、环保项目建成投产、直饮水市场的快速发展，也将为公司的核心业务带来确定性较大的稳步发展。我们预计未来三年公司归母净利润分别为 17.0/19.3/21.2 亿港元。给予目标价 6.58 港元，对应 2024/2025 财年 7 倍 PE，维持买入评级。

罗凡环

+ 852-25321962

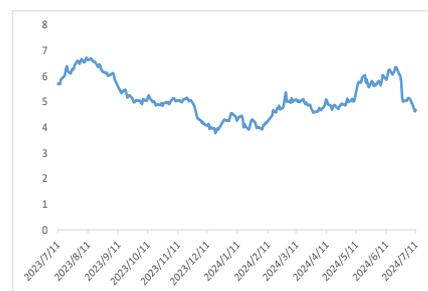
Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	公用事业、环保
股价	4.72 港元
目标价	6.58 港元 (+39.3%)
股票代码	855
已发行股本	16.32 亿股
市值	77.05 亿港元
52 周高/低	6.58/3.63 港元
每股净资产	7.80 港元
主要股东	段传良 28.86%

盈利摘要

截止3月31日财政年度	22/23A	23/24A	24/25E	25/26E	26/27E
收入 (百万港元)	14,194.95	12,858.52	13,247.43	14,464.23	15,905.48
变动 (%)	9.6%	-9.4%	3.0%	9.2%	10.0%
归属股东净利润 (百万港元)	1,856.79	1,533.54	1,697.94	1,927.88	2,116.59
变动 (%)	-1.9%	-17.4%	10.7%	13.5%	9.8%
EPS (港仙)	113.75	93.95	104.02	118.11	129.67
变动 (%)	-1.9%	-17.4%	10.7%	13.5%	9.8%
市盈率 (倍, @4.72港元)	4.15	5.02	4.54	4.00	3.64
每股派息 (港仙)	0.34	0.28	0.31	0.35	0.39
息率 (%)	7.20%	5.93%	6.61%	7.51%	8.24%

股价表现


来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

<港币百万元>, 财务年度截至<三月>

	22/23 历史	23/24年 历史	24/25年 预测	25/26年 预测	26/27年 预测
收入	14,195	12,859	13,247	14,464	15,905
毛利	5,346	4,776	5,111	5,526	5,967
其他收益	427	373	410	451	496
销售及管理费用	-1,239	-1,089	-1,106	-1,172	-1,272
其他费用	0	0	0	0	0
营运收入	4,535	4,060	4,414	4,806	5,191
财务开支	-633	-725	-732	-623	-599
联营公司与共同控制实体	163	44	49	53	59
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	4,064	3,380	3,731	4,236	4,651
所得税	-931	-778	-862	-978	-1,074
少数股东应占利润	1,232	1,058	1,171	1,330	1,460
净利润	1,902	1,544	1,698	1,928	2,117
折旧及摊销	869	911	957	1,004	1,055
EBITDA	4,976	4,598	4,961	5,359	5,749
增长					
总收入 (%)	9.6%	-9.4%	3.0%	9.2%	10.0%
EBITDA (%)	8.8%	-7.6%	7.9%	8.0%	7.3%

资产负债表

<港币百万元>, 财务年度截至<三月>

	22/23 历史	23/24年 历史	24/25年 预测	25/26年 预测	26/27年 预测
现金	6,985	4,805	4,944	5,164	5,947
应收账款与应收工程合约	2,077	2,257	1,693	2,134	1,625
存货	650	667	759	710	1,033
其他流动资产	8,174	9,147	9,543	9,970	10,430
总流动资产	17,886	16,876	16,939	17,978	19,035
固定资产	3,338	3,422	3,422	3,594	3,953
无形资产	30,542	33,218	34,824	36,510	38,280
长期投资	2,403	2,151	2,151	2,151	2,151
其他	6,995	7,574	7,812	8,061	8,322
总资产	61,164	63,242	65,149	68,294	71,741
应付帐款	6,806	7,919	8,604	9,357	10,186
短期抵押银行贷款	8,021	6,972	6,972	6,972	6,972
短期无抵押银行贷款					
其他短期负债	6,352	5,857	5,919	5,982	6,047
总短期负债	21,178	20,747	21,494	22,311	23,205
长期抵押银行贷款	15,607	17,879	16,985	16,985	16,985
长期无抵押银行贷款					
其他负债	3,206	3,163	3,209	3,257	3,306
总负债	39,992	41,790	41,688	42,553	43,496
少数股东权益	8,179	8,666	9,486	10,416	11,438
股东权益	12,993	12,787	13,975	15,325	16,806
每股账面值	8.0	7.8	8.6	9.4	10.3
营运资金	-3,292	-3,872	-4,555	-4,333	-4,170

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	22/23 历史	23/24年 历史	24/25年 预测	25/26年 预测	26/27年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	37.7%	37.1%	38.6%	38.2%	37.5%
EBITDA 利率 (%)	35.1%	35.8%	37.4%	37.0%	36.1%
净利率 (%)	13.4%	12.0%	12.8%	13.3%	13.3%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	8.7%	8.5%	8.4%	8.1%	8.0%
实际税率 (%)	22.9%	23.0%	23.1%	23.1%	23.1%
股息支付率 (%)	29.9%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	31	30	32	30	32
应付账款天数	262	332	371	367	359
应收账款天数	48	62	54	48	43
财务状况					
净负债/股本	3.71	3.95	3.66	3.46	3.27
收入/总资产	0.23	0.20	0.20	0.21	0.22
总资产/股本	4.71	4.95	4.66	4.46	4.27
盈利对利息倍数	5	4	4	5	6

现金流量表

<港币百万元>, 财务年度截至<三月>

	22/23 历史	23/24年 历史	24/25年 预测	25/26年 预测	26/27年 预测
EBITDA	4,976	4,598	4,961	5,359	5,749
融资成本	-633	-725	-732	-623	-599
折旧摊销	869	911	957	1,004	1,055
所得税	-931	-778	-862	-978	-1,074
营运资金变化	-815	719	825	73	757
营运现金流	3,466	4,726	5,149	4,835	5,888
资本开支	-4,292	-2,724	-1,592	-1,672	-1,756
其他投资活动	180	19	-105	-284	-479
投资活动现金流	-4,112	-2,705	-1,698	-1,956	-2,235
银行贷款变化	1,099	1,222	-894	0	0
资本变化	0	0	0	0	0
其他融资活动	767	-5,423	-2,418	-2,658	-2,871
融资活动现金流	1,867	-4,201	-3,312	-2,658	-2,871
现金变化	1,221	-2,180	139	220	782
期初持有现金	6,023	6,985	4,805	4,944	5,164
汇兑变化	-259	0	0	0	0
期末持有现金	6,985	4,805	4,944	5,164	5,947

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。