

环保

2024 年 11 月 06 日

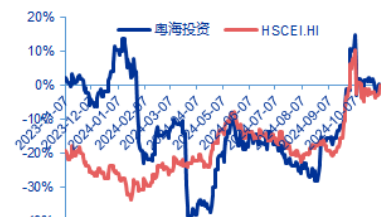
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (上调)

市场数据：2024 年 11 月 06 日

收盘价 (港币)	5.06
恒生中国企业指数	7363.47
52 周最高/最低 (港币)	6.24/3.29
H 股市值 (亿港元)	331
流通 H 股 (百万股)	6538
汇率 (人民币/港币)	1.09

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

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
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

粤海投资 (00270)

——水务主业稳健发展，地产减值压力小于预期

投资要点：

- 事件：**公司发布季度未经审核财务资料，2024 年前三季度，公司营收 181.42 亿港元，同比+10.4%；归属公司所有者溢利约 35.93 亿港元，同比-6.1%，业绩表现略超预期。
- 水务表现稳健，综合税前利润增加 0.3%，但受投资物业公允价值调整影响，归母净利润同比下滑 6.1%。**根据公告，前三季度公司综合税前利润增加 0.3%至 61.67 亿港元，主要由于水资源业务稳定增长（公司东深供水税前利润达 34.61 亿港元，同比+3.8%；其他水务税前利润 16.44 亿港元，同比+0.3%。）。但前三季度公司投资物业公允价值调整净亏损 1.07 亿港元（2023 年同期为+4.87 亿港元），为利润同比下滑主要原因。
- 地产板块表现平稳，前三季度均未发生减值。**2023 年底公司地产存货减值达 18.1 亿元，对当期利润造成较大冲击。今年前三季度公司地产存货未发生减值，同时已签约 21.2 万平方米（去年同期为 20.9 万平方米），反应公司地产韧性表现好于预期。
- 预计今年公司地产存货减值有望减小。**截止 2023 年底，公司地产存货账面资产约 328 亿港元，截止 2024 年前三季度，待售物业为 300 亿港元，其中预收款 104.94 亿港元。公司地产存货减小，叠加宏观政策落地，我们预计今年公司地产存货减值有望同比减小。
- 经营现金流持续向好。**24H1 公司扣除粤海置地的经营现金流为 35.84 亿港元（23H1 为 22.86 亿港元），粤海置地经营现金流为 12.92 亿港元（23H1 为 20.68 亿港元）。
- 24H1 公司分红率 65%，相比 2023 年分红率维持稳定。**2023 年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%。2024 年中报披露的同时，公司公告拟中期派息 23.97 港仙，中期现金分红率 65%，与 2023 年持平。
- 投资分析意见：**考虑水务主业表现稳健，同时今年前三季度公司地产板块均未减值，且地产存货规模减小，叠加宏观政策逐步落地，我们预计今年地产存货减值压力有望减小，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测为 40.03/41.01/41.20 亿港元（上调前为 36.92/37.37/35.12 亿港元），当前市值对应 2024-26 年 PE 为 8.3/8.1/8.0 倍。参照盈利稳定且高分红的可比公司平均 12x 估值，同时考虑公司少量地产业务仍有一定波动风险，给予公司 2024 年 10x 估值，目标市值 410 亿，相比当前市值上涨空间 24%，上调至“买入”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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,196	24,200	29,551	36,594	31,534
同比增长率 (%)	-22	4	22%	24%	-14%
归母净利润 (百万元)	4,764	3,122	4,003	4,101	4,120
同比增长率 (%)	1	-34	28%	2%	0%
每股收益 (元/股)	0.73	0.48	0.61	0.63	0.63
净资产收益率 (%)	10.99	7.47	10.3%	9.7%	9.5%
市盈率	6.9	10.6	8.3	8.1	8.0
市净率	0.8	0.8	0.85	0.78	0.76

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

表 1：可比公司估值表（亿元，%）

证券代码	证券简称	总市值（亿港元）	归母净利（亿元）					PE				PBmrq	分红率	股息率
		2024/11/6	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			2023	2023
0371.HK	北控水务集团	230	19	20	22	23	12	12	11	10	0.74		76	6.86
1816.HK	中广核电力	1,424	107	117	128	136	13	12	11	10	1.08		44	3.66
	平均值						13	12	11	10	1.08			3.66
0270.HK	粤海投资	331	31	40	41	41	11	8	8	8	0.77		65	6.13

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测。股息率按照最新收盘价计算。

合并利润表

报告日期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	24,007	23,178	29,551	36,594	31,534
营业收入	23,196	24,200	29,551	36,594	31,534
营业总成本	17,793	19,090	-17,732	-24,268	-19,380
营业成本	13,373	14,125	-17,732	-24,268	-19,380
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-739	-917	-1,064	-1,354	-1,167
管理费用	-2,820	-2,760	-2,800	-2,800	-2,800
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	1,289	-1,200	-1,100	-1,000
其他收益	-2	-1,022	-1,000	-1,000	-1,000
投资收益	45	193	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	937	330	-	-	-
资产处置收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
营业利润	7,244	4,604	6,448	6,765	6,880
营业外收支	0	0	-	-	-
利润总额	7,244	4,604	6,448	6,765	6,880
所得税	1,719	1,790	-1,739	-1,824	-1,855
净利润	5,524	2,814	4,003	4,101	4,120
少数股东损益	761	-308	706	840	904
归母净利润	4,764	3,122	4,003	4,101	4,120

资料来源：聚源数据，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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

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，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

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。申银万国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：沪深 300 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。

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，任何人均无权在任何情况下使用他们。