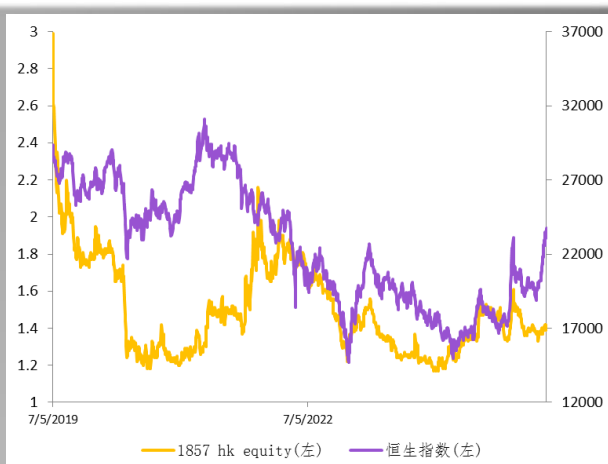


公司研究 | 业绩报告总结 (持有, 目标价 1.57 元)

光大水务(1857 HK)

2024 年纯利下跌 14%；派息率提高



主要数据

2025E 平均市盈率 (x)	3.6
2025E 平均市净率 (x)	0.37
2025E 平均股息收益率 (%)	8.5

资料来源：彭博

股价表现 (%)

1 个月	1.4
3 个月	2.9
今年以来	-0.7

资料来源：彭博

光银国际研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

陈义昌

William.chen@cebi.com.hk

2024 年盈利同比下跌 14%。光大水务公布 2024 年业绩，期内收入 68.5 亿港元，同比增长 2%，归属于母公司盈利 10.2 亿港元，同比减少 14%，每股中期股息 5.81 港仙，全年派息 11.9 港仙，派息比率由 30%提高至 33%。收入增长惟盈利下跌主要因为 1) 建造服务收入比重增加及建造服务成本增加，令整体毛利率下调 4 个百分点至 38%；2) 行政开支同比增长 10%。

建造收入占比上升至 39%。由于期内筹建项目先后开工，年内建设项目增加，建造服务收入同比上升 28%，并占整体收入的 39%；营运收入则同比下降 9%，占整体收入的 41%；财务收入占整体收入 16%；建造合约收入及技术服务收入占 4%。

期内落实投资 5 个新项目。2024 年上半年集团共投资落实 5 个新项目及签署 2 份现有项目的补充协议，涉及总投资额 8.96 亿元人民币；新承接外部委托运营等轻资产业务，涉及合同金额 10.33 亿元人民币。截至去年底，集团共投资并持有 171 个环保项目，涉及总投资约 316.75 亿元人民币，设计水处理及供水总规模约为每日 766 万立方米。

业绩会重点。以下为光大水务业绩会重点。1) 2024 年运营现金流为 18.5 亿港币，同比增长 40%。应收账款回款率在 2024 年接近 80%，在 2023 年为 73%，在 2022 年为 72%。2) 公司 2024 年资本开支为 22 亿至 24 亿左右。2025 年资本开支预计为 17 亿至 20 亿。预计 2026 年及 2027 年资本开支与 2025 年持平。3) 管现金流和资本开支的差额正在收窄，预计 2025 年或 2026 年自由现金流可以转正。过去 3 年公司的派息率维持在 30%左右，2024 年为 33%，未来将保持稳中有升的派息政策。

目标价 1.57 港元。我们预测 2025 年光大水务营业收入为 73.9 亿港元，同比增长 7.9%，盈利为 12.1 亿港元，同比增长 18.7%。根据我们现金流折现模型，目标价 1.57 元，相当于 2025 年预测市盈率 4.1 倍，预测股息率 7.7%，持有评级。

财务简表：

	营业收入 (百万港元)	同比 (%)	纯利 (百万港元)	同比 (%)	每股盈利 (港元)	市盈率	市帐率	股息率 (%)	ROE (%)
2022	6,728	-2.7%	1,010.6	-15.8%	0.35	4.0	0.39	6.8%	8.9%
2023	6,705	-0.3%	1,187.4	17.5%	0.38	3.7	0.39	8.1%	10.6%
2024	6,852	2.2%	1,019.6	-14.1%	0.32	4.5	0.38	7.4%	8.8%
2025E	7,396	7.9%	1,209.9	18.7%	0.39	3.6	0.37	8.5%	9.9%
2026E	7,888	6.7%	1,325.3	9.5%	0.42	3.3	0.38	9.1%	10.6%

资料来源：公司资料、光银国际预测

1) 估值

我们估值假设基于目前金融市场表现及整体环保行业表现。我们假设公司 WACC 及永续增长率分为 6.3%及 1%。以下为我们的主要假设。

图表 1: 加权平均资金成本估算

加权平均资金成本	
资本结构	
负债占比 (D/V)	60.0%
股本占比 (E/V)	40.0%
债务成本	
债务成本	3.3%
有效税率	24.0%
税后债务成本	2.5%
股本成本	
无风险利率	3.0%
市场溢价	9.0%
無槓桿 Beta	1.0
槓桿 Beta	1.0
股本成本 (CAPM)	12.0%
WACC	6.3%

资料来源：彭博、光银国际预测

我们预测光大水务 2025 年每股盈利为 0.39 港元。基于现金流折现模型，我们给予公司目标价为 1.57 港元，给予持有评级。

图 2：财务报表

收益帐					
截至12月31日止年度 (千港元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
收益	6,727,967	6,704,684	6,851,918	7,395,809	7,888,347
直接成本及经营开支	(4,163,980)	(3,882,301)	(4,234,456)	(4,412,744)	(4,673,944)
毛利	2,563,987	2,822,383	2,617,462	2,983,064	3,214,403
其他收入及收益净额	53,793	46,007	65,187	69,303	73,918
行政开支及其他经营开支	(730,683)	(641,273)	(702,557)	(739,581)	(788,835)
融资成本	(544,615)	(590,921)	(541,076)	(558,021)	(577,401)
分占联营公司溢利	11,226	3,269	(6,485)	(6,485)	(6,485)
除税前溢利	1,382,010	1,666,123	1,446,060	1,768,923	1,937,618
所得税	(315,101)	(404,910)	(319,066)	(424,542)	(465,028)
年内溢利	1,066,909	1,261,213	1,126,994	1,344,382	1,472,589
应占非控股股东权益	82,657	56,344	73,801	107,385	134,438
应占公司股东权益	1,010,565	1,187,412	1,019,609	1,209,943	1,325,330
每股盈利 (港元)	0.35	0.38	0.32	0.39	0.42
资产负债表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产					
其他流动资产	6,085,632	7,719,951	8,110,321	8,851,165	9,331,404
现金及现金等价物	2,845,907	1,881,401	1,847,805	1,537,989	2,210,131
	8,931,539	9,601,352	9,958,126	10,389,153	11,541,535
总流动资产					
其他流动资产					
物业、厂房及设备	994,950	970,663	989,156	1,109,371	1,183,252
无形资产	2,369,863	2,156,026	2,318,584	2,263,137	2,262,845
其他非流动资产	21,149,799	21,492,620	22,623,496	23,441,042	23,944,845
总非流动资产	24,514,612	24,619,309	25,931,236	26,813,551	27,390,942
总资产	33,446,151	34,220,661	35,889,362	37,202,704	38,932,477
流动负债					
银行负债	5,686,435	4,606,893	4,181,329	4,108,783	4,382,415
其他流动负债	3,232,097	3,331,558	3,340,082	3,771,862	4,023,057
	8,918,532	7,938,451	7,521,411	7,880,645	8,405,472
总流动负债					
非流动负债					
银行负债	9,575,700	10,798,480	12,208,281	12,326,348	13,147,245
其他非流动负债	1,951,041	2,031,388	2,167,992	2,207,577	2,350,414
总非流动负债	11,526,741	12,829,868	14,376,273	14,533,925	15,497,659
总负债	20,445,273	20,768,319	21,897,684	22,414,570	23,903,131
总权益	13,000,878	13,452,342	13,991,678	14,788,134	15,029,346
总负债及权益	33,446,151	34,220,661	35,889,362	37,202,704	38,932,477
现金流量表					
截至12月31日止年度 (千港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营运净现金流	(639,629)	(528,783)	28,970	94,642	407,349
投资净现金流	(353,944)	(16,641)	(296,431)	(482,773)	(245,104)
融资净现金流	1,785,383	(379,285)	358,231	(911,782)	79,769

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其联属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)、陈义昌(香港证监会中央编号: BVI289)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。