

减值拖累净利，分红超预期

华泰研究

2025 年 3 月 27 日 | 中国香港

年报点评

环保及水务

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

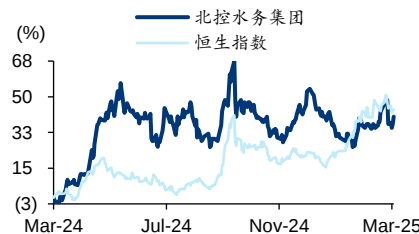
2.74

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
研究员	李雅琳
SAC No. S0570523050003	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 10 6321 1166
研究员	胡知
SAC No. S0570523120002	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	2.74
收盘价(港币 截至 3 月 27 日)	2.33
市值(港币百万)	23,409
6 个月平均日成交额(港币百万)	48.41
52 周价格范围(港币)	1.71-2.80
BVPS(人民币)	2.76

股价走势图



资料来源: S&P

公司公布 2024 年业绩: 收入 242.70 亿元, 同比-1.0%, 主要系建设 BOT 水务项目的贡献下滑; 归母净利 16.78 亿元, 同比-11.5%, 低于我们预期 (18.76 亿元), 主要系确认的减值亏损增加。2024 年 DPS 16.1 港仙, 较 2023 年 (15.7 港仙) 同比+2.5%, 股息率 6.9% (以 2025/3/27 收盘价计算)。考虑轻资产转型下 2025 年资本开支或仍有压降空间, 随化债政策推进回款有望改善, 自由现金流改善为分红提升注入潜力, 维持“买入”评级。

水处理服务实现同比增长, 水治理建造服务营收同比-36%

2024 年污水及再生水处理服务业务收入同比+6%至 91.8 亿元, 主要系年内转商运的水厂贡献新增水量; 其中中国/海外毛利率同比+2/-4pp 至 57/15%, 海外毛利率下降主要系高毛利项目到期退出及葡萄牙人工成本上涨。供水服务业务收入同比+3%至 30.7 亿元, 其中中国/海外毛利率同比-5/-1pp 至 40/28%, 国内毛利率下降主要系年内完成更多水管建设及改造, 折旧额提升。2024 年水治理建造服务营收同比-36%至 34.4 亿元, 其中 BOT 水厂建设营收同比-42%至 26.2 亿元, 主要系公司坚持轻资产战略, 主动缩减投资。未来随低毛利率的建造业务规模进一步减小, 公司整体毛利率有望提升。

轻资产转型及化债政策推动下现金流有望逐年改善, 2024 年派息率达 94%

截止 2024 年底, 北控水务日设计产能达到 4374 万吨/日, 新增设计能力 91 万吨/日, 其中 81 万吨/日为委托运营的轻资产项目, 新增签约水量较历史水平偏低且以委托运营项目为主, 与轻资产转型战略相符。据公司公告, 公司自由现金流已持续三年为正, 且考虑到 1) 使用者付费趋势下, 公司旗下水司水价调涨有望贡献业绩增量; 2) 2024 年公司资本开支同比-41%至 41.1 亿元, 且未来有望进一步压降; 3) 随化债政策推进, 公司回款有望改善, 我们认为未来公司自由现金流或实现逐年改善。此外, 公司实施积极的派息政策, 2021-2023 年 DPS 维持 15.7 港仙, 2024 年 DPS 提升至 16.1 港仙, 全年股息占归母净利 (剔除永续债相关派发后) 的比例为 94%。未来随自由现金流改善, 公司分红仍具备提升潜力。

下调盈利预测, 维持“买入”评级

参考 2024 年经营情况, 下调建设 BOT 水务项目的营收及毛利率预测、供水业务毛利率预测, 我们预计公司 25-27 年归母净利 15.4/16.4/17.2 亿元 (较前值-27.2/-28.4/-%), 对应 2025 年 EPS/BPS 0.15/3.11 元。参考公司三年历史 PE 均值 10x, 考虑公司资本开支规模缩减, 化债政策推进下回款有望改善, 自由现金流改善为分红提升贡献有力支撑, 我们给予 16.5x 2025 年目标 PE, 目标价 2.74 港币 (前值 2.85 港币, 对应 12.7x 2025E PE)。

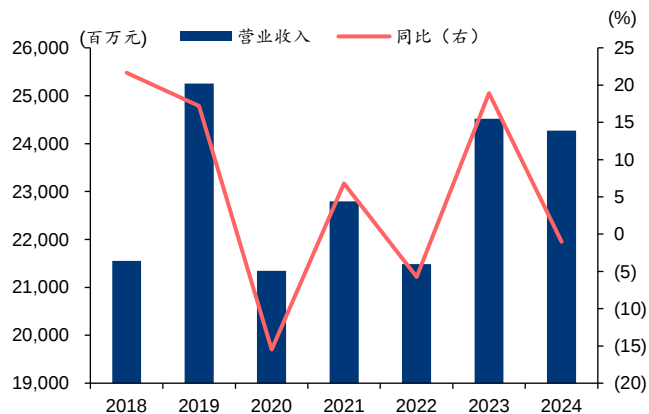
风险提示: 轻资产转型慢于当前预期, 化债政策推进不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	24,519	24,270	24,141	25,037	25,737
+/-%	9.87	(1.02)	(0.53)	3.71	2.79
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,896	1,678	1,543	1,643	1,724
+/-%	60.46	(11.50)	(8.01)	6.44	4.97
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.19	0.17	0.15	0.16	0.17
ROE (%)	6.15	5.36	4.95	5.25	5.48
PE (倍)	11.20	12.88	14.00	13.15	12.53
PB (倍)	0.68	0.69	0.69	0.69	0.68
EV EBITDA (倍)	14.52	15.71	16.36	16.27	16.44

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

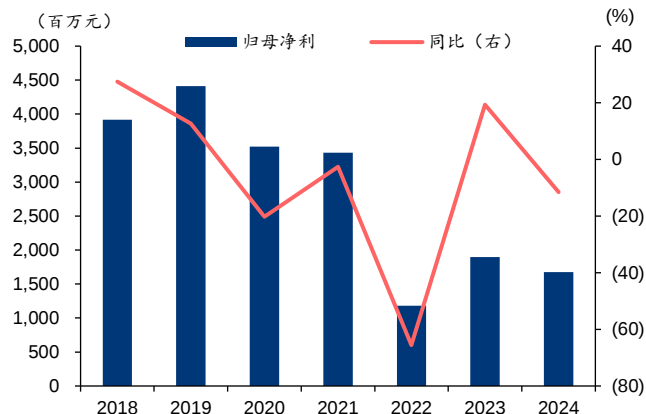
图表1：北控水务：营业收入及同比增速



注：数据为人民币口径

资料来源：Wind，华泰研究

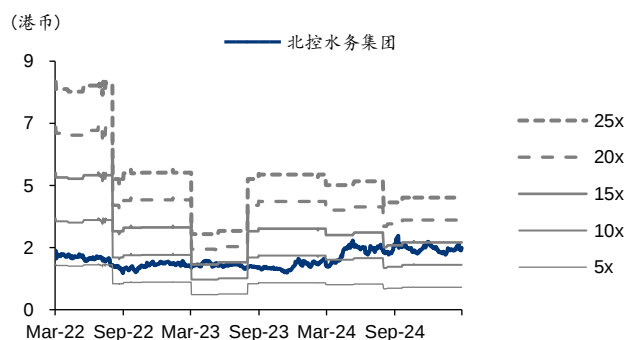
图表2：北控水务：归母净利润及同比增速



注：数据为人民币口径

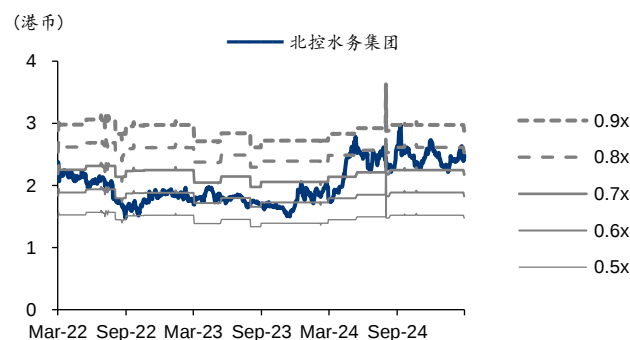
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：北控水务集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4：北控水务集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,519	24,270	24,141	25,037	25,737
销售成本	(15,519)	(15,281)	(14,906)	(15,430)	(15,814)
毛利润	9,001	8,989	9,235	9,607	9,923
销售及分销成本	(3,317)	(3,070)	(3,054)	(3,167)	(3,256)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(892.13)	(1,281)	(1,731)	(1,681)	(1,681)
财务成本净额	(2,383)	(2,297)	(2,385)	(2,490)	(2,550)
应占联营公司利润及亏损	645.03	573.25	573.25	573.25	573.25
税前利润	4,028	3,719	3,443	3,647	3,815
税费开支	(964.11)	(812.08)	(751.86)	(796.43)	(833.01)
少数股东损益	1,076	1,096	1,014	1,074	1,124
归母净利润	1,896	1,678	1,543	1,643	1,724
折旧和摊销	(1,642)	(1,719)	(1,886)	(1,860)	(1,782)
EBITDA	8,053	7,735	7,714	7,997	8,146
EPS (人民币, 基本)	0.19	0.17	0.15	0.16	0.17

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	355.32	359.49	337.77	383.98	355.74
应收账款和票据	17,786	19,135	15,577	20,145	15,575
现金及现金等价物	10,215	9,009	8,289	8,391	8,711
其他流动资产	12,029	12,868	12,868	12,868	12,868
总流动资产	40,385	41,372	37,072	41,789	37,510
固定资产	8,360	9,246	12,762	14,507	16,361
无形资产	10,925	11,631	10,167	9,741	9,285
其他长期资产	105,823	104,323	104,904	105,478	106,051
总长期资产	125,108	125,200	127,834	129,726	131,697
总资产	165,493	166,572	164,906	171,515	169,207
应付账款	28,773	26,681	20,787	23,205	16,611
短期借款	12,431	15,185	17,157	19,157	21,157
其他负债	1,359	1,445	1,445	1,445	1,445
总流动负债	42,499	43,269	39,389	43,807	39,213
长期债务	62,053	60,505	61,491	62,476	63,462
其他长期债务	6,982	6,981	6,981	6,981	6,981
总长期负债	68,861	67,340	68,472	69,457	70,443
股本	834.25	834.25	834.25	834.25	834.25
储备/其他项目	30,548	30,337	30,405	30,536	30,712
股东权益	31,382	31,171	31,239	31,371	31,547
少数股东权益	22,751	24,791	25,806	26,880	28,004
总权益	54,133	55,962	57,045	58,251	59,550

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11.20	12.88	14.00	13.15	12.53
PB	0.68	0.69	0.69	0.69	0.68
EV EBITDA	14.52	15.71	16.36	16.27	16.44
股息率 (%)	6.60	6.83	7.00	7.17	7.34
自由现金流收益率 (%)	17.03	(5.25)	4.71	6.25	7.64

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	8,053	7,735	7,714	7,997	8,146
融资成本	2,383	2,297	2,385	2,490	2,550
营运资本变动	231.12	(3,446)	(2,314)	(2,196)	(1,995)
税费	(964.11)	(812.08)	(751.86)	(796.43)	(833.01)
其他	(7,081)	(3,758)	(3,092)	(3,197)	(3,257)
经营活动现金流	2,622	2,016	3,941	4,298	4,611
CAPEX	(3,070)	(4,110)	(3,110)	(3,110)	(3,110)
其他投资活动	1,548	3,561	1,200	900.00	600.00
投资活动现金流	(1,522)	(549.47)	(1,910)	(2,210)	(2,510)
债务增加量	911.35	1,206	2,958	2,986	2,986
权益增加量	(63.18)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,396)	(1,425)	(1,475)	(1,512)	(1,548)
其他融资活动现金流	(1,795)	(1,799)	(4,889)	(3,459)	(3,219)
融资活动现金流	(2,343)	(2,018)	(3,406)	(1,985)	(1,781)
现金变动	(1,243)	(551.77)	(1,374)	102.35	319.58
年初现金	11,543	10,215	9,663	8,289	8,391
汇率波动影响	(98.95)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	10,215	9,663	8,289	8,391	8,711

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	9.87	(1.02)	(0.53)	3.71	2.79
毛利润	2.42	(0.13)	2.73	4.03	3.28
营业利润	49.10	(3.21)	(4.05)	6.94	4.77
净利润	60.46	(11.50)	(8.01)	6.44	4.97
EPS	60.46	(11.50)	(8.01)	6.44	4.97
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	36.71	37.04	38.25	38.37	38.55
EBITDA	32.84	31.87	31.96	31.94	31.65
净利润率	7.73	6.91	6.39	6.56	6.70
ROE	6.15	5.36	4.95	5.25	5.48
ROA	1.15	1.01	0.93	0.98	1.01
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	204.79	213.92	225.22	233.47	240.62
流动比率	0.95	0.96	0.94	0.95	0.96
速动比率	0.94	0.95	0.93	0.95	0.95

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
应收账款周转天数	269.42	273.82	258.82	256.82	249.82
应付账款周转天数	677.81	653.20	573.20	513.20	453.20
存货周转天数	8.17	8.42	8.42	8.42	8.42
现金转换周期	(400.23)	(370.96)	(305.96)	(247.96)	(194.96)

每股指标 (人民币)

EPS	0.19	0.17	0.15	0.16	0.17
每股净资产	3.12	3.10	3.11	3.12	3.14

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司