

香港股市 | 公用事业 | 供水

## 中国水务 (855 HK)

### 业务将逐步改善

#### 公司股价近月受压

近期港元/美元利率上升及人民币贬值导致公司收入增速受限。FY23(年结: 3 月 31 日)公司收入同比增长 9.6%至 142.0 亿元(港币, 下同), 剔除人民币汇率波动影响收入同比增长 16.4%, 但我们认为随着美元利率趋于稳定, 公司风险受控且内地经济恢复及管道直饮水业务爆发将支持公司长远发展。

#### 利率上升及汇率波动短期侵蚀盈利

今年以来, 港元/美元利率上升导致利息支出增加, 但公司持续提升人民币借款占比以获得较低息率。FY23 人民币借款同比上升 26.1%至 119.4 亿元(港币, 下同), 借款占比同比增长 7.2 个百分点至 50.5%。同期港元/美元借款同比下跌 5.7%至 117.0 亿元, 借款占比下跌至 49.5%。相关利息节省效益将在 2H FY24 起对净利润产生正面作用, 我们预计利息净支出同比增长率将由 FY23 的 36.1%分别下跌至 FY24-26 的 31.6%、12.1%、2.5%。

公司财务报表以港元结算, 因此人民币贬值会侵蚀盈利。按市场数字, 人民币兑港元汇率平均由 1H FY23 的 1.17 下跌 5.8%至 1H FY24 的 1.10。我们预料 11 月公布的 1H FY24 业绩会受一定影响。但由于公司业务在内地, 此项利淡宏观因素不影响公司实际运营。

#### 但经济恢复预示自来水使用需求增长

近月内地经济持续恢复, 多项实体统计数字改善。这可预示社会对自来水使用需求增加, 尤其是工商行业的用水需求。2023 年首三季度社会消费品零售总额同比增长 6.8%, 高于去年同期的 0.7%增长。2023 年同期全国发电量同比增长率也达到 4.2%, 同比上升 2.0 个百分点。我们认为用水需求效益将在公司 2H FY24 起逐渐显现。经济恢复也给予政府较大空间调升水价。因疫情反复, FY23 公司仅有四个供水项目获得水价调升, 分别少于 FY21 及 FY22 的 9 个及 10 个。我们期待 2H FY24 起水价调升活动恢复。

综合上述两项因素, 我们预计自来水运营收入将由 FY23 同比下跌 0.2%转变为 FY24-26 分别同比上升 8.4%、2.4%、2.9%至 36.4 亿、37.3 亿、38.4 亿元。

#### 管道直饮水业务正处于爆发期

我们认为公司管道直饮水业务正处于爆发期。自 FY20 此业务正式展开后, 总收入占比持续增长, 由 FY21 的 1.4%分别上升至 FY22-23 的 5.4%及 9.2%。公司已优先分配人力财力资源在此业务上以扩大客户覆盖。根据弗若斯特沙利文报告, 以 2022 年销售金额计算, 公司已成为中国最大的管道直饮水企业, 市占率达 7.3%, 分别高于第二及第三大的 4.1%及 3.1%。居民及来自学校、医院、公共场所、政府机构等非居民需求旺盛。我们预计 FY24-26 管道直饮水收入分别同比上升 72.5%、40.7%、38.5%至 22.6 亿、31.8 亿、44.0 亿元, 总收入占比增长至 14.5%、19.4%、25.7%。

#### 分拆上市计划有望于 2H FY24 内完成

今年 6 月公司已向香港交易所递交主板上市申请, 计划将其自来水及管道直饮水业务分拆, 但维持控股权。我们认为分拆上市计划有望于 2H FY24 内完成, 可释放相关业务的潜在价值, 提升公司整体市值。

#### 重申“买入”评级

考虑到利率上升及汇率波动的影响, 我们分别下调 FY24-Y25 股东净利润预测 8.6%及 13.2%, 并新增 FY26 预测。我们相应将目标价由 8.80 港元降低至 7.60 港元, 对应 6.0 倍 FY24 目标市盈率和 55.1%上升空间, 重申“买入”评级。

更新报告

评级: 买入

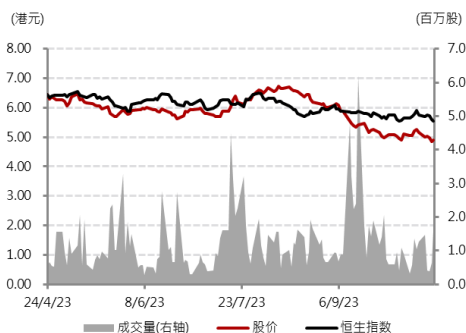
目标价: 7.60 港元

股票资料 (更新至 2023 年 10 月 20 日)

现价	4.90 港元
总市值	7,998.38 百万 港元
流通股比例	49.03%
已发行总股本	1,632.32 百万
52 周价格区间	4.85-7.56 港元
3 个月日均成交额	8.15 百万 港元
主要股东	段传良 (占 28.86%) 欧力士(8591 JP) (占 17.84%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

20230628 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: 业绩略逊预期, 直饮水业务不断扩大

20230215 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: 用水需求增加, 项目加快推进

#### 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

风险提示: (一)水源受到污染、(二)水价提升幅度及进度低于预期、(三)汇率风险。

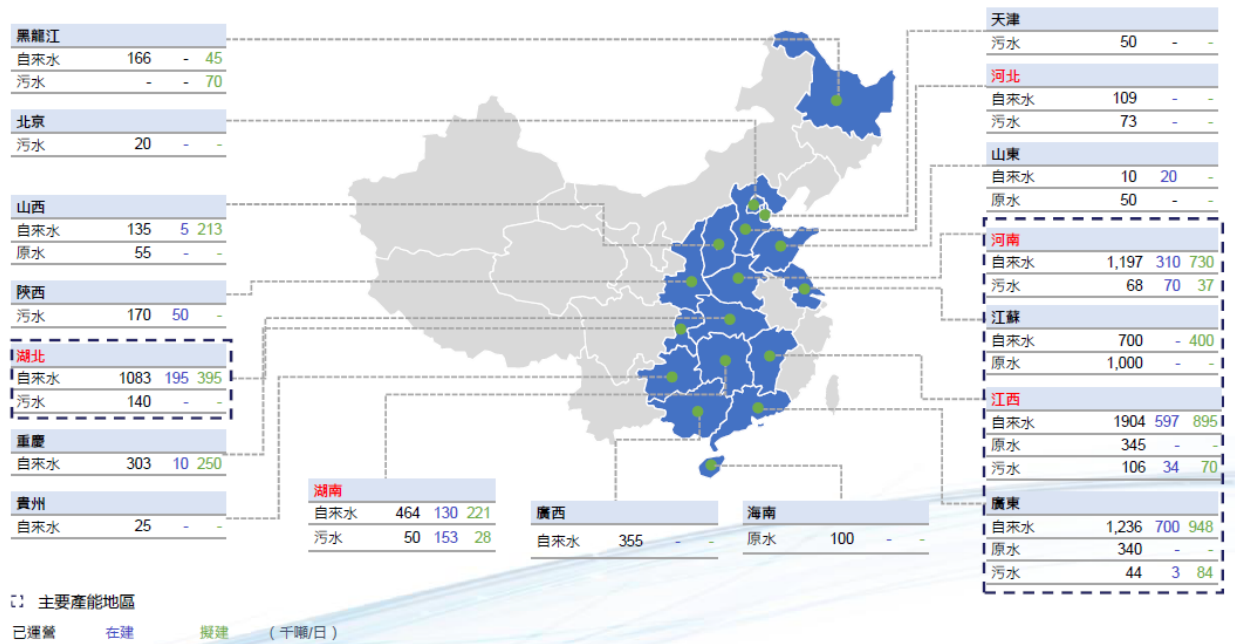
主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2023 年 10 月 20 日)

年结:3 月 31 日	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	12,950	14,195	15,529	16,379	17,126
增长率 (%)	25.2	9.6	9.4	5.5	4.6
股东净利润	1,894	1,857	2,065	2,152	2,303
增长率 (%)	11.9	(1.9)	11.2	4.2	7.0
每股盈利 (港币)	1.17	1.14	1.26	1.32	1.41
市盈率 (倍)	4.2	4.3	3.9	3.7	3.5
每股股息 (港币)	0.34	0.34	0.38	0.40	0.42
股息率 (%)	6.9	6.9	7.8	8.2	8.6
每股净资产 (港币)	7.95	7.96	9.71	11.08	12.16
市净率 (倍)	0.62	0.62	0.50	0.44	0.40

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 公司自来水供应及污水处理业务版图 (截至 2023 年 3 月 31 日)

现有能力: ~1,030 萬噸/日, 在建: ~232 萬噸/日, 擬建: ~438 萬噸/日



注: 不包括直饮水业务及联营公司康达环保(6136 HK)

来源: 公司资料、中泰国际研究部

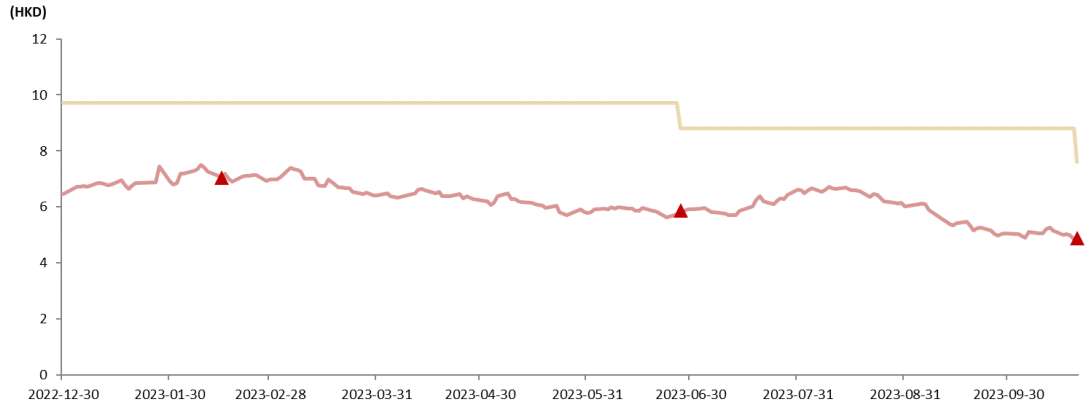
图表 2: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	12,950	14,195	15,529	16,379	17,126	经营活动现金流	3,662	3,466	3,883	3,414	4,137
销售成本	(7,988)	(8,849)	(9,617)	(10,089)	(10,447)	净利润	1,894	1,857	2,065	2,152	2,303
毛利	4,962	5,346	5,912	6,289	6,679	折旧与摊销	871	1,010	1,095	1,188	1,290
其它收入(不含利息收入)	265	263	280	278	274	营运资本变动	(117)	(309)	(688)	(884)	(829)
销售成本及行政支出	(1,171)	(1,239)	(1,351)	(1,409)	(1,439)	其它	1,015	908	1,411	958	1,373
资产公平值收益及其它	(30)	(45)	(50)	(52)	(55)	投资活动现金流	(4,205)	(4,112)	(2,600)	(2,470)	(2,346)
经营利润	4,026	4,326	4,791	5,107	5,460	资本性支出净额	(254)	(320)	(153)	(145)	(138)
利息净支出	(345)	(469)	(617)	(692)	(709)	其它	(3,952)	(3,792)	(2,447)	(2,325)	(2,208)
联营及合营公司业绩	235	163	162	139	137	融资活动现金流	2,584	1,867	(337)	(185)	(1,133)
税前利润	3,916	4,019	4,335	4,553	4,887	股本变动	0	0	0	0	0
税项	(939)	(931)	(1,002)	(1,060)	(1,140)	净债务变动	2,960	2,315	779	915	85
税后利润	2,977	3,088	3,333	3,494	3,747	已派股息	(522)	(294)	(588)	(637)	(669)
少数股东权益	(1,084)	(1,232)	(1,269)	(1,342)	(1,444)	其它	147	(154)	(529)	(463)	(548)
股东净利润	1,894	1,857	2,065	2,152	2,303	净现金流	2,041	1,221	946	759	658
息税折旧摊销前利润	5,238	5,677	6,257	6,669	7,140						
息税前利润	4,384	4,653	5,162	5,481	5,850						
每股盈利(港币)	1.17	1.14	1.26	1.32	1.41						
每股股息(港币)	0.34	0.34	0.38	0.40	0.42						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
总资产	57,064	61,164	66,484	71,699	75,774	增长率 (%)					
流动资产	16,499	17,886	20,020	21,953	22,821	收入	25.2	9.6	9.4	5.5	4.6
现金及现金等价物	6,023	6,985	7,841	8,427	8,953	经营利润	14.1	7.4	10.7	6.6	6.9
已抵押存款	506	514	510	512	511	息税折旧摊销前利润	13.6	7.0	10.5	6.6	7.1
应收账款	3,946	4,589	5,202	5,487	5,737	息税前利润	12.4	6.1	10.9	6.2	6.7
存货及其它流动资产	6,024	5,798	6,466	7,527	7,619	股东净利润	11.9	(1.9)	11.2	4.2	7.0
非流动资产	40,566	43,278	46,464	49,746	52,954	每股盈利	10.1	(2.8)	11.2	4.2	7.0
固定资产净额	3,373	3,338	3,293	3,237	3,172	利润率 (%)					
投资物业	1,399	1,362	1,324	1,283	1,241	毛利率	38.3	37.7	38.1	38.4	39.0
无形及其它非流动资产	35,794	38,578	41,847	45,225	48,541	经营利润率	31.1	30.5	30.9	31.2	31.9
总负债	36,582	39,992	41,185	42,828	43,695	息税折旧摊销前利润	41.0	40.0	40.3	40.7	41.7
流动负债	19,248	21,178	21,689	23,121	23,778	息税前利润率	33.9	32.8	33.2	33.5	34.2
短期借款	7,692	8,021	8,085	8,758	8,601	股东净利润率	14.6	13.1	13.3	13.1	13.4
应付账款	7,350	8,536	8,696	9,172	9,590	净负债 (%)					
其它流动负债	4,206	4,622	4,908	5,192	5,586	净负债率	122.1	128.1	104.5	93.4	82.9
非流动负债	17,333	18,814	19,497	19,707	19,918	其他 (%)					
长期借款及票据	14,171	15,607	16,322	16,564	16,807	实际税率	25.5	24.1	24.0	24.0	24.0
其它非流动负债	3,162	3,206	3,174	3,143	3,111	派息比率	29.0	29.9	30.0	30.3	29.8
权益总额	20,483	21,172	25,299	28,870	32,079	已动用资本回报率	5.0	4.6	4.6	4.4	4.4
股东权益	12,969	12,993	15,851	18,081	19,845	平均净资产收益率	16.1	14.3	14.3	12.7	12.1
少数股东权益	7,514	8,179	9,448	10,790	12,234	平均资产收益率	3.6	3.1	3.2	3.1	3.1
权益及负债总额	57,064	61,164	66,484	71,699	75,774	利息覆盖倍数(倍)	9.4	7.3	6.2	5.9	6.1
净现金/(负债)	(15,841)	(16,643)	(16,566)	(16,895)	(16,454)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

中国水务(855 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 公司资料、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2023/2/14	HK\$7.04	买入 (维持)	HK\$9.70
2	2023/6/27	HK\$5.88	买入 (维持)	HK\$8.80
3	2023/10/20	HK\$4.90	买入 (维持)	HK\$7.60

来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805