

2023年12月5日

中国水务 (0855.HK)

## 管道直饮水快速增长

事件：中国水务近期公布 FY2023-24 上半年经营业绩。1HFY2023-24 公司收入同比增 0.9%至 68.5 亿港元；毛利同比升 0.6%至 25.2 亿港元，毛利率同比下跌 1 个百分点至 37%；净利润同比跌 14.9%至 8.3 亿港元。剔除一次性、财务费用、汇率等影响，扣非净利润同比增长 9.5%。EPS 同比下降 14.9%至 50.6 港仙。中期派息比例 25%。我们预测 FY2024-26(31/3 年结)公司净利润分别为 19.2 亿、20.8 亿及 22.9 亿港元。我们维持“买入”评级，目标价 7.2 港元，相当于 6 倍 FY2024 市盈率。

### 报告摘要

**FY2023-24H1 人民币计值扣非净利润同比增长 9.5%**。期内公司收入同比增长 0.9%至 68.5 亿港元，归母净利润同比下降 14.9%至 8.3 亿港元。归母净利润下降受多项一次性因素影响：期内人民币汇率平均贬值 5.8%；去年出售联营公司，确认一次性利润 4400 万；今年合营公司康达环保业绩倒退，导致分享利润降低 4100 万；由于加息影响，总借贷下降的情况下，财务费用增加约 1 亿。剔除这些一次性因素影响，以人民币计，公司扣非净利润同比增长 9.5%至 14.2 亿元人民币。公司核心业务经营稳健增长。公司总借贷同比降 3%至 229 亿港元。

**管道直饮水业务快速增长，分部溢利大幅增长 175.2%**。管道直饮水业务在期内继续快速增长，期内直饮水业务收入同比大幅增长 160.6%至 10.3 亿港元。管道直饮水业务分部溢利同比大幅增长 175.2%至 3.35 亿港元。期内业务利润率达 32.6%。从业务发展角度，管道直饮水覆盖用户数量快速增长，半年内新增项目 2200 个，新增用户数 255 万人。管道直饮水覆盖使用客户数达到 800 万人，覆盖已使用客户数同比增长 100%。管道直饮水覆盖客户中有 550 万人位于非中国水务城市供水片区，250 万人来自供水片区外。在公司重点投资的情况下，我们预期管道直饮水业务未来 3 年将保持高速发展，是公司业绩增长主要动力。

**维持买入评级**：我们维持盈利预测 FY2024-26 公司净利润分别为 19.2 亿、20.8 亿及 22.9 亿港元。对应 EPS 分别为 1.2、1.3、1.4 港元。公司目前股价对应 FY2024 预测 PE3.6 倍。我们认为中国水务主业为供水，具备公共事业属性，公司正在致力推动“供水+管道直饮水”板块分拆至港股主板上市，有望释放公司潜在价值。我们维持“买入”评级，目标价 7.2 港元，相当于 6.0 倍 FY2024 预测市盈率。

**风险提示**：管道直饮水业务增长速度慢于预期；竞争激烈，管道直饮水业务利润率低于预期；水价调升进度慢于预期。

(31/3 年结; 百万元 HKD)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	12,950	14,195	15,632	18,168	21,957
增长率(%)	25.2%	9.6%	10.1%	16.2%	20.9%
净利润	1,894	1,857	1,923	2,079	2,293
增长率(%)	11.9%	-1.9%	3.6%	8.1%	10.3%
毛利率(%)	38.3%	37.7%	34.6%	33.0%	30.7%
净利润率(%)	14.6%	13.1%	12.3%	11.4%	10.4%
ROE,平均(%)	10.1%	8.9%	8.6%	9.0%	9.1%
每股盈利(元)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
每股净资产(元)	12.5	13.0	14.5	13.8	17.1
市盈率(x)	5.4	5.3	3.6	3.4	3.1
市净率(x)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
股息收益率(%)	5.4	5.6	8.3	8.9	9.8

数据来源：彭博，安信国际预测；

## 公司动态分析

证券研究报告

公用事业

投资评级： 买入

目标价格： 7.20

现价 (2023-12-4): 4.28 港元

总市值(百万港元)	6,986.34
流通市值(百万港元)	6,986.34
总股本(百万股)	1,632.32
流通股本(百万股)	1,632.32
12个月低/高(港元)	4.26/7.56
平均成交(百万港元)	7.37

### 股东结构

段传良	28.86%
欧力士	17.84%
其他	53.30%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.81	-18.06	-12.98
绝对收益	-14.57	-29.72	-23.84

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 公用事业行业分析师

+852-22131410

lilianluo@eif.com.hk

**表1：同业估值比较 - 港股上市水务企业**

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
<b>中国水务</b>	<b>855 HK Equity</b>	<b>6,986</b>	<b>4.28</b>	<b>03/2023</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>6.8</b>	<b>10.8</b>	<b>8.7</b>	<b>7.24</b>	<b>8.64</b>	<b>9.65</b>	<b>0.54</b>	<b>0.41</b>	<b>0.36</b>	<b>126.0</b>	<b>13.9</b>	<b>2.91</b>
粤海投资	270 HK Equity	34,324	5.25	12/2022	7.2	7.9	7.3	6.8	1.4	-9.0	8.9	7.5	11.68	11.43	11.50	0.79	0.78	0.77	74.9	10.1	3.13
北控水务集团有限公司	371 HK Equity	15,673	1.56	12/2022	11.8	5.9	5.4	4.7	-68.2	100.3	9.1	15.3	10.06	9.94	9.36	0.44	0.45	0.43	195.0	6.8	1.29
天津创业环保集团股份	1065 HK Equity	8,563	2.64	12/2022	4.7	n/a	n/a	n/a	4.1	n/a	n/a	n/a	6.02	n/a	n/a	0.45	n/a	n/a	46.2	9.9	3.51
上海实业环境	807 HK Equity	2,756	1.07	12/2022	n/a	n/a	n/a	n/a	10.7	n/a	n/a	n/a	8.12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	162.6	8.1	1.93
中国光大水务有限公司	1857 HK Equity	3,490	1.22	12/2022	3.5	n/a	n/a	n/a	-15.8	n/a	n/a	n/a	9.50	n/a	n/a	0.32	n/a	n/a	113.2	8.9	3.04
康达环保	6136 HK Equity	535	0.25	12/2022	2.1	n/a	n/a	n/a	-42.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.09	n/a	n/a	159.9	2.1	0.60
滇池水务	3768 HK Equity	607	0.59	12/2022	1.7	n/a	n/a	n/a	-6.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.12	n/a	n/a	118.3	6.5	2.62
兴泸水务	2281 HK Equity	507	0.59	12/2022	2.2	n/a	n/a	n/a	-14.3	n/a	n/a	n/a	9.20	n/a	n/a	0.18	n/a	n/a	68.8	6.1	2.22

注：\*净负债比率为负数代表净现金

数据来源：彭博

## 附表：财务报表预测

(31/3 年结; 百万元港币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>损益表</b>					
营业额	12,950	14,195	15,632	18,168	21,957
销售成本	(7,988)	(8,849)	(10,227)	(12,165)	(15,210)
毛利	4,962	5,346	5,405	6,003	6,746
其他营运收入	389	427	387	387	387
分销成本	(290)	(283)	(297)	(345)	(417)
行政管理开支	(881)	(956)	(1,016)	(1,145)	(1,339)
其他经营支出	(24)	(45)	(14)	(16)	(19)
其他亏损/收益	(6)	0	0	0	0
经营溢利	4,026	4,326	4,301	4,720	5,193
融资收入	123	164	176	164	164
融资费用	(468)	(633)	(753)	(852)	(899)
应佔合营/联营企业溢利	235	163	171	179	188
除税前溢利	3,916	4,019	3,895	4,211	4,646
所得税	(939)	(931)	(900)	(973)	(1,073)
期内持续经营净溢利	2,977	3,088	2,995	3,239	3,573
少数股东权益	1,084	1,232	1,073	1,160	1,279
净利润	1,894	1,857	1,993	2,079	2,293
每股盈利 (EPS), 元	1.17	1.14	1.18	1.27	1.40
每股股利 (DPS), 元	0.34	0.34	0.35	0.38	0.42
<b>同比增长 (%)</b>					
收益	25.2%	9.6%	10.1%	16.2%	20.9%
毛利	14.4%	7.7%	1.1%	11.1%	12.4%
经营溢利	14.1%	7.4%	-0.6%	9.7%	10.0%
除税前溢利	11.0%	2.6%	-3.1%	8.1%	10.3%
股东应占溢利	11.9%	-1.9%	3.6%	8.1%	10.3%
<b>资产负债表</b>					
<b>非流动资产</b>					
无形资产	26,504	29,123	34,786	42,021	51,836
商誉	1,476	1,419	1,419	1,419	1,419
固定资产	4,739	4,641	5,177	5,884	6,873
投资物业	1,399	1,362	1,301	1,301	1,301
联营公司权益	2,744	2,403	2,573	2,753	2,941
特许经营权下应收账款	1,195	1,788	1,967	2,164	2,380
合约资产	1,306	1,358	1,426	1,355	1,328
<b>流动资产</b>					
应收贸易账款及票据	1,562	1,954	2,032	2,362	2,855
预付款项按金及其他应收款项	2,725	3,156	2,735	2,762	2,735
存货	832	650	1,032	1,228	1,535
发展中物业	2,066	1,236	336	0	0
持做出售物业	676	1,134	1,190	782	311
现金及现金等价物	6,023	6,985	4,677	2,783	5,187
合约资产	880	1,482	1,407	1,267	1,140
总资产	57,064	61,164	64,466	70,426	84,131
<b>流动负债</b>					
借贷	7,692	8,021	8,422	8,843	8,401
应付贸易账款及票据	4,674	5,404	5,960	7,557	9,343
应付负债按金及其他应付款项	3,016	3,287	2,908	2,763	2,486
合约负债	1,232	1,402	1,402	1,402	1,402
<b>非流动负债</b>					
借贷	14,171	15,607	15,923	21,146	28,327
合约负债	328	318	318	318	318
总负债	36,582	39,992	40,875	47,961	56,200
股本	16	16	16	16	16
储备	12,953	12,977	14,323	15,778	17,383
股东权益	12,969	12,993	14,339	15,794	17,400
非控股权益	7,514	8,179	9,252	6,671	10,531
总权益	20,483	21,172	23,591	22,465	28,791
净负债/(现金)	16,216	17,024	19,674	24,926	27,931
资产负债率 (%)	64.1%	65.4%	63.4%	68.1%	66.8%

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/3 年结; 百万元港币)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>现金流量表</b>					
经营活动现金流量	3,728	4,162	8,464	2,509	8,856
投资活动现金流量	(4,216)	(6,065)	(7,293)	(8,572)	(11,604)
融资活动现金流量	2,533	582	(614)	4,168	5,152
净资金流入/(出)	2,045	(1,903)	558	(1,895)	2,404
<b>财务及估值比率</b>					
P/E (x)	3.7	3.8	3.6	3.4	3.1
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	7.9	7.9	8.3	8.9	9.9
Gross margin (%)	38.3%	37.7%	34.6%	33.0%	30.7%
Pre-tax profit margin (%)	30.2%	28.3%	24.9%	23.2%	21.2%
Net margin (%)	14.6%	13.1%	12.3%	11.4%	10.4%
SG&A/sales (%)	9.0%	8.7%	8.4%	8.2%	8.0%
Effective tax rate (%)	24.0%	23.2%	23.1%	23.1%	23.1%
ROE (%)	10.1%	8.9%	8.6%	9.0%	9.1%
ROA (%)	5.7%	5.2%	4.8%	4.8%	4.6%
Current ratio (x)	0.86	0.84	0.68	0.53	0.61
A/R turnover days (s)	37.1	45.2	46.5	44.1	43.4
A/P turnover days (s)	192.7	207.8	202.8	202.8	202.8
Total asset to equity ratio (x)	2.79	2.89	2.73	3.13	3.01
Dividend payout ratio (%)	29.3%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源: 公司资料; 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010