

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务 (855 HK)

水价上调趋势不变，新增特许经营新法红利

全国水价普调趋势形成

近日广州宣布就中心城区(包括越秀区、荔湾区、天河区、海珠区、黄埔区、白云区、大学城区域)自来水价调整方案于 5 月 9 日举行听证会。按照两个方案，第一至第三阶梯居民用户水价分别上调 24.2%-31.3%、24.2%-31.3%、86.4%-97.0%。就内地主要城市，年初上海部分区域已经上调自来水价，其中浦东居民用水价格上调 17.2%-62.6%。这些事件反映国家发改委于 2021 年 8 月公布的《城镇供水价格管理办法》有效实施(见图表 1)。

虽然公司在广州及上海没有项目，但仍可受惠于上述全国水价普调趋势。截至 2023 年 9 月 30 日，公司在广东省内(包括深圳、惠州、仁化、河源、雷州)的自来水供水能力达到 94 万吨，占公司自来水总产能的 14.2%，正待未来调价机会(见图表 2)。

《基础设施和公用事业特许经营管理办法》新法所带来的商机

月初国家发改委等六个部委(包括水利部)发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》新法，包含 67 条法规，自今年 5 月起实施，取代自 2015 年 6 月起实施的旧法。新法条款的主要不同包括：(一)第四条指出基础设施和公用事业特许经营是基于用户付费的 PPP 模式；(二)第六条表示项目需具备一定投资回报的条件，不因采取特许经营而额外新增地方财政未来支出责任；(三)第十八条明确鼓励民营企业通过直接投资或者独资、控股、参股等方式积极参与特许经营项目。

我们认为新法为地方政府提供政策支持，可长远推动更多自来水项目授予民企运营，优化公共财政支出。基于用者自付原则，未来自来水定价将更加市场化，提供水价较大上调空间。根据我们所了解，目前内地约 8 成的自来水运营仍是由地方政府或国企负责，显示民企仍有不少发展空间。

维持“买入”评级

我们维持盈利预测，待项目调价落实情况才作出调整。由于公司财政年度已步入 FY25，我们滚动至 5.8 倍 FY25 目标市盈率，并将目标价由 7.00 港元技术性提升至 7.10 港元，对应 51.0% 上升空间。维持“买入”评级。

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 2024 年 4 月 16 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	15,001	15,944	16,961
增长率 (%)	25.2	9.6	5.7	6.3	6.4
股东净利润	1,894	1,857	1,906	1,997	2,171
增长率 (%)	11.9	(1.9)	2.6	4.8	8.7
每股盈利 (港币)	1.17	1.14	1.17	1.22	1.33
市盈率 (倍)	4.0	4.1	4.0	3.8	3.5
每股股息 (港币)	0.34	0.34	0.35	0.37	0.40
股息率 (%)	7.2	7.2	7.4	7.9	8.5
每股净资产 (港币)	7.95	7.96	9.59	10.86	11.87
市净率 (倍)	0.59	0.59	0.49	0.43	0.40

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

目标价：7.10 港元

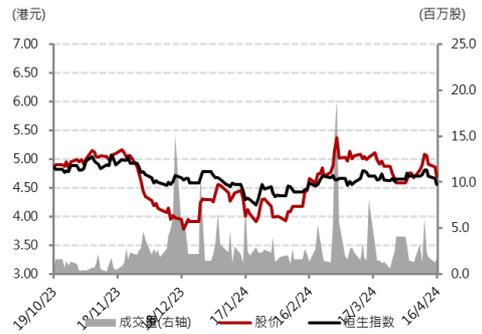
股票资料 (更新至 2024 年 4 月 16 日)

现价	4.70 港元
总市值	7,671.92 百万 港元
流通股比例	47.12%
已发行总股本	1,632.32 百万
52 周价格区间	3.76-6.79 港元
3 个月日均成交额	14.28 百万 港元
主要股东	段传良 (占 28.86%)

欧力士(8591 JP) (占 19.75%)

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

20240108 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：自来水价格上调周期有望展开

20231128 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：中期业绩略逊预期，长远发展升势不变

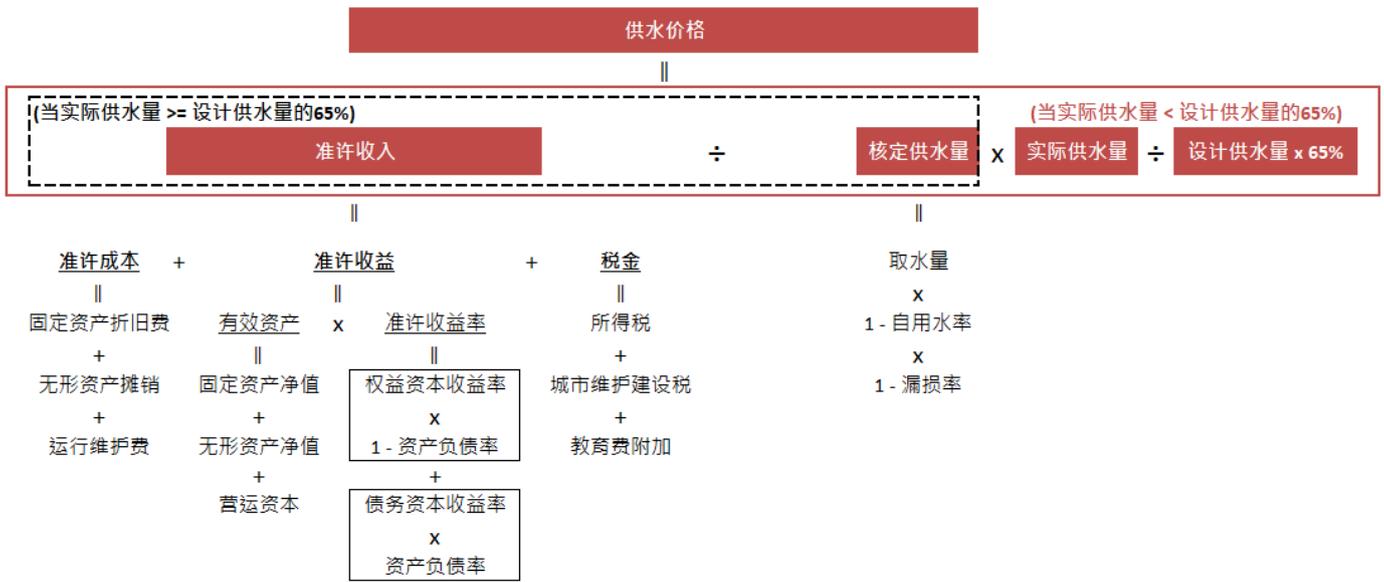
分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1: 《城镇供水价格管理办法》下的水价格计算方法



注:

(一) 当实际供水量 >= 设计供水量的 65%，供水价格 = 准许收入 ÷ 核定供水量；

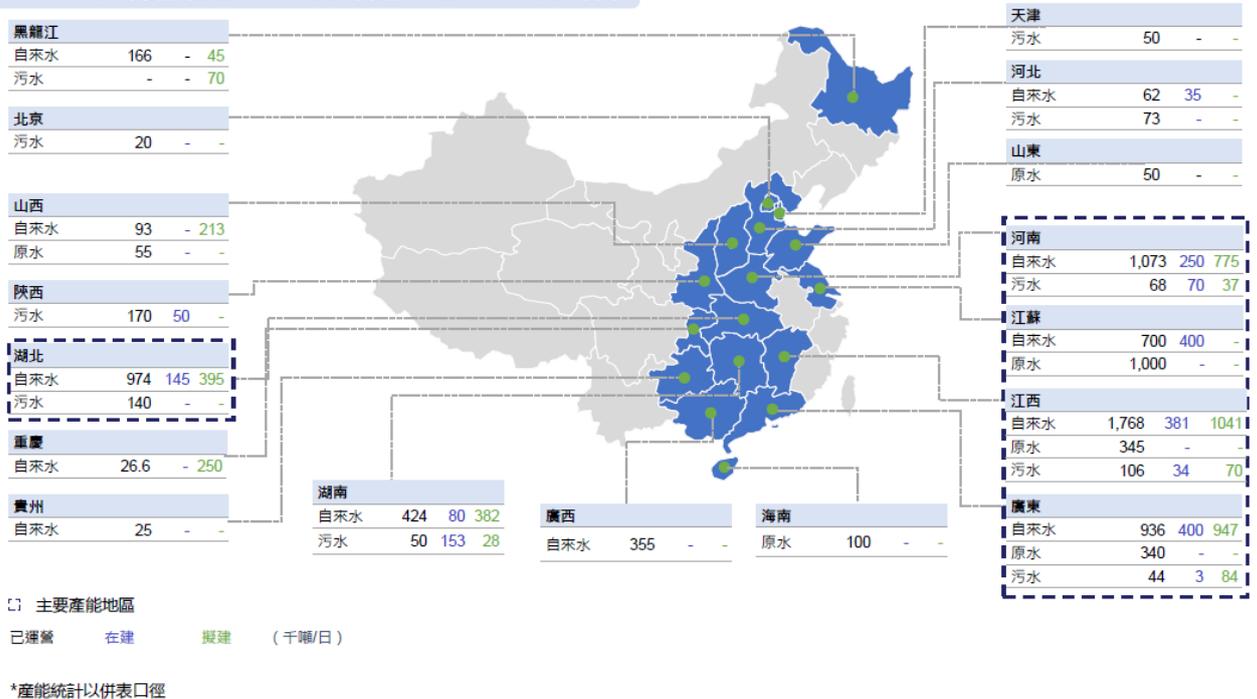
(二) 当实际供水量 < 设计供水量的 65%，供水价格 = 准许收入 ÷ { 核定供水量 ÷ [(实际供水量 ÷ (设计供水量 × 65%))] }

来源: 国家发改委、中泰国际研究部

图表 2: 公司水务项目产能分布 (截至 2023 年 9 月 30 日)

總規模: 1,544萬噸/日*

現有能: ~910萬噸/日, 在建: ~200萬噸/日, 擬建: ~434萬噸/日



来源: 公司资料

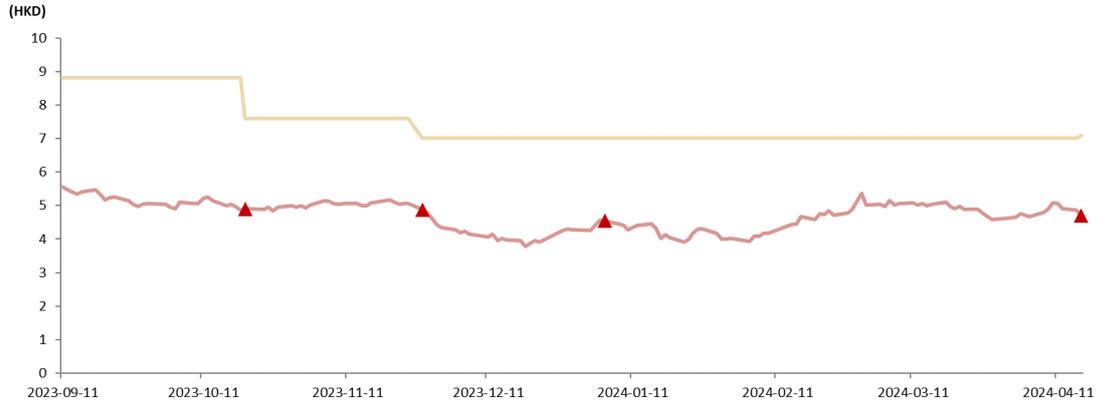
图表 3: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

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	15,001	15,944	16,961	经营活动现金流	3,662	3,466	3,616	3,142	3,844
销售成本	(7,988)	(8,849)	(9,334)	(9,838)	(10,397)	净利润	1,894	1,857	1,906	1,997	2,171
毛利润	4,962	5,346	5,667	6,107	6,564	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	270	271	271	营运资本变动	(117)	(309)	(766)	(919)	(935)
销售成本及行政支出	(1,171)	(1,239)	(1,305)	(1,371)	(1,425)	其它	1,015	908	1,381	876	1,318
资产公平值收益及其它	(30)	(45)	(48)	(51)	(54)	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	4,584	4,955	5,356	资本性支出净额	(254)	(320)	(153)	(145)	(138)
利息净支出	(345)	(469)	(547)	(648)	(669)	其它	(3,952)	(3,792)	(2,447)	(2,325)	(2,208)
联营及合营公司业绩	235	163	64	33	33	融资活动现金流	2,584	1,867	(233)	(87)	(1,049)
税前利润	3,916	4,019	4,102	4,340	4,721	股本变动	0	0	0	0	0
税项	(939)	(931)	(969)	(1,034)	(1,125)	净债务变动	2,960	2,315	779	915	85
税后利润	2,977	3,088	3,133	3,306	3,596	已派股息	(522)	(294)	(555)	(588)	(637)
少数股东权益	(1,084)	(1,232)	(1,227)	(1,309)	(1,425)	其它	147	(154)	(458)	(415)	(498)
股东净利润	1,894	1,857	1,906	1,997	2,171	净现金流	2,041	1,221	783	584	448
息税折旧摊销前利润	5,238	5,677	5,953	6,407	6,922						
息税前利润	4,384	4,653	4,858	5,219	5,632						
每股盈利(港币)	1.17	1.14	1.17	1.22	1.33						
每股股息(港币)	0.34	0.34	0.35	0.37	0.40						
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	65,794	70,898	75,053	增长率 (%)					
流动资产	16,499	17,886	19,534	21,323	22,162	收入	25.2	9.6	5.7	6.3	6.4
现金及现金等价物	6,023	6,985	7,678	8,089	8,405	经营利润	14.1	7.4	6.0	8.1	8.1
已抵押存款	506	514	510	512	511	息税折旧摊销前利润	13.6	7.0	5.1	7.6	8.0
应收账款	3,946	4,589	5,025	5,341	5,682	息税前利润	12.4	6.1	4.4	7.4	7.9
存货及其它流动资产	6,024	5,798	6,321	7,381	7,563	股东净利润	11.9	(1.9)	2.6	4.8	8.7
非流动资产	40,566	43,278	46,260	49,575	52,891	每股盈利	10.1	(2.8)	2.6	4.8	8.7
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	37.8	38.3	38.7
无形及其它非流动资产	35,794	38,578	41,643	45,055	48,479	经营利润率	31.1	30.5	30.6	31.1	31.6
总负债	36,582	39,992	40,731	42,459	43,529	息税折旧摊销前利润	41.0	40.0	39.7	40.2	40.8
流动负债	19,248	21,178	21,234	22,752	23,612	息税前利润率	33.9	32.8	32.4	32.7	33.2
短期借款	7,692	8,021	8,085	8,758	8,601	股东净利润率	14.6	13.1	12.7	12.5	12.8
应付账款	7,350	8,536	8,401	8,929	9,498	净负债 (%)					
其它流动负债	4,206	4,622	4,748	5,065	5,512	净负债率	122.1	128.1	106.8	97.2	87.7
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	30.2	30.1
权益总额	20,483	21,172	25,063	28,440	31,524	已动用资本回报率	5.0	4.6	4.3	4.1	4.2
股东权益	12,969	12,993	15,657	17,724	19,383	平均净资产收益率	16.1	14.3	13.3	12.0	11.7
少数股东权益	7,514	8,179	9,406	10,716	12,141	平均资产收益率	3.6	3.1	3.0	2.9	3.0
权益及负债总额	57,064	61,164	65,794	70,898	75,053	利息覆盖倍数(倍)	9.4	7.3	6.4	5.9	6.2
净现金/(负债)	(15,841)	(16,643)	(16,729)	(17,234)	(17,002)						

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	2023/10/20	HK\$4.90	买入 (维持)	HK\$7.60
2	2023/11/27	HK\$4.88	买入 (维持)	HK\$7.00
3	2024/1/5	HK\$4.55	买入 (维持)	HK\$7.00
4	2024/4/16	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$7.10

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