

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务 (855 HK)

优化发展策略，降低资本开支

暂停分拆上市后调整策略，注重强化运营管理

静默期前我们进行调研，了解到公司因应 9 月宣布暂停分拆自来水及管道直饮水业务上市计划，调整了发展策略，由快速新增项目转变为强化现有运营管理，以降低资本开支。是次策略调整将主要导致自来水及管道直饮水两项业务的非现金流建设收入贡献下跌。我们预计公司建设收入占总收入比例将由 FY24 的 45.5% 分别下跌至 FY25-27 的 42.0%、41.2%、39.8%。

自来水调价流程持续

另一方面，自来水调价流程持续。FY24 公司共有四个项目获得上调价格，其中两个为湖北汉川及湖南怀化的自来水项目，合共投运产能 6.5 万吨/日。公司早前表示超过 20 个自来水项目已启动调价申请，有待政府审查，约占公司自来水项目总产能的三分之一。我们注意到 6 月至今部份地区已经发布价格调整征求意见公示或举行听证会，例如江西铅山县(www.jxyanshan.gov.cn/ysxfgw/gggs/202406/2cb4f37fb6554d89a1fcd2c084115088.shtml)、湖北石首市(https://news.hubeidaily.net/pc/c_3086166.html)。由于调价流程一般需时约一年，FY26 起有望陆续反映水价上调的成果。

提升分红比率上调空间

我们预期 FY25-27 期间公司投资活动现金流出减少。此外境内外利率处于跌势，公司较易获得有利的新增融资成本。例如 8 月公司发行 5 亿元人民币的 3 年期熊猫债，票面利率为 3%。上述因素将给予公司未来更多空间上调分红比率。

维持“买入”评级

综合上述因素，我们分别降低 FY25-26 股东净利润预测 16.6% 及 23.3%，并新增 FY27 预测。考虑到相对上次更新时的市场风险下跌，我们滚动至 7.5 倍 FY26 目标市盈率。我们将目标价由 6.30 港元降低至 6.10 港元，对应 29.1% 上升空间。待自来水调价及分红比率落实情况，我们不排除未来调高估值的可能性。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 11 月 11 日)

年结:3 月 31 日	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	14,195	12,859	11,044	10,991	10,642
增长率 (%)	9.6	(9.4)	(14.1)	(0.5)	(3.2)
股东净利润	1,857	1,534	1,319	1,328	1,307
增长率 (%)	(1.9)	(17.4)	(14.0)	0.7	(1.6)
每股盈利 (港币)	1.14	0.94	0.81	0.81	0.80
市盈率 (倍)	4.2	5.0	5.9	5.8	5.9
每股股息 (港币)	0.34	0.28	0.24	0.24	0.24
股息率 (%)	7.2	5.9	5.1	5.1	5.1
每股净资产 (港币)	7.96	7.83	8.60	9.07	9.48
市净率 (倍)	0.59	0.60	0.55	0.52	0.50

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

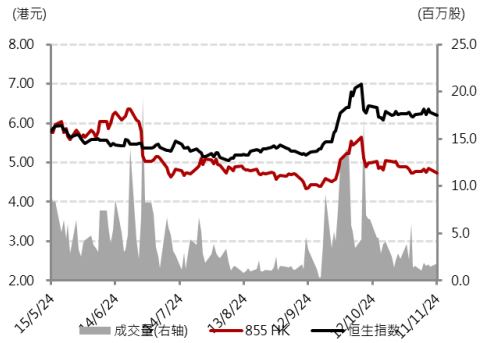
目标价：6.10 港元

股票资料 (更新至 2024 年 11 月 11 日)

现价	4.73 港元
总市值	7,719.09 百万 港元
流通股比例	42.73%
已发行总股本	1,631.94 百万
52 周价格区间	3.76-6.58 港元
3 个月日均成交额	16.15 百万 港元
主要股东	段传良 (占 33.50%) 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

20240628 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：FY24 业绩逊预期

20240417 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：水价上调趋势不变，新增特许经营新法红利

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

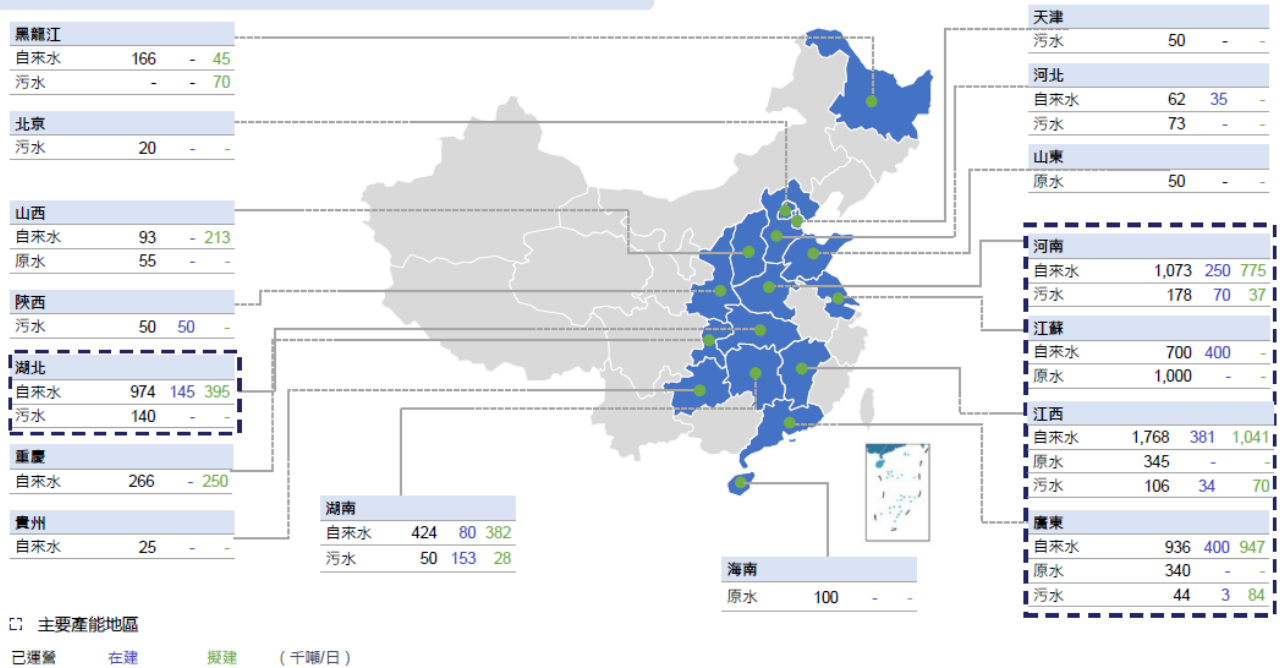
+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：公司水务项目产能分布 (截至 2024 年 3 月 31 日)

總規模: 1,543萬噸/日*

現有能Ⓕ: ~909萬噸/日, 在建: ~200萬噸/日, 擬建: ~434萬噸/日



注：不含管道直飲水
来源：公司資料

图表 2：盈利预测调整

年結:3 月 31 日 (港币百萬元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2025 年(预测)	2026 年(预测)	2025 年(预测)	2026 年(预测)	2025 年(预测)	2026 年(预测)
收入	13,217	14,292	11,044	10,991	(16.4)	(23.1)
毛利润	4,917	5,359	4,175	4,176	(15.1)	(22.1)
经营利润	3,985	4,402	3,408	3,440	(14.5)	(21.9)
税前利润	3,489	3,830	2,900	2,929	(16.9)	(23.5)
税后利润	2,678	2,937	2,227	2,248	(16.8)	(23.5)
股东净利润	1,582	1,732	1,319	1,328	(16.6)	(23.3)
每股盈利 (港币)	0.97	1.06	0.81	0.81	(16.7)	(23.2)
每股股息 (港币)	0.29	0.32	0.24	0.24	(17.2)	(25.0)
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利润率	37.2	37.5	37.8	38.0	0.6	0.5
经营利润率	30.2	30.8	30.9	31.3	0.7	0.5
股东净利润率	12.0	12.1	11.9	12.1	(0.0)	(0.0)

来源：中泰国际研究部预测

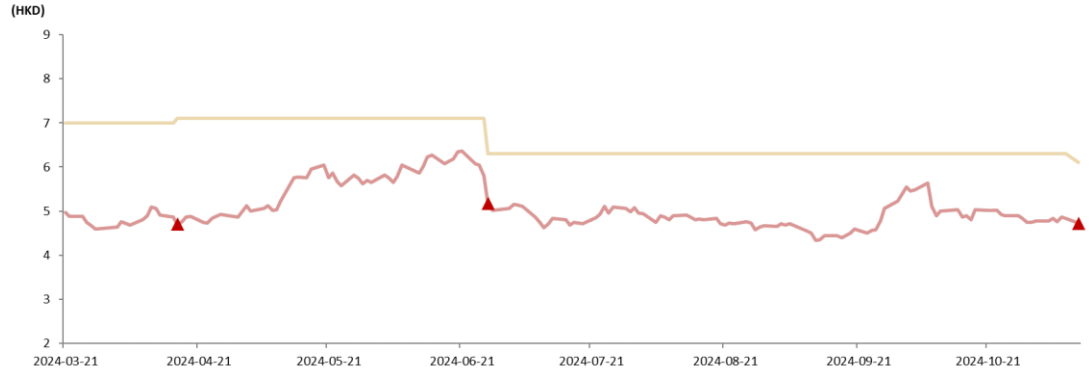
图表 3: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	14,195	12,859	11,044	10,991	10,642	经营活动现金流	3,466	2,777	3,868	3,244	2,664
销售成本	(8,849)	(8,083)	(6,869)	(6,814)	(6,534)	净利润	1,857	1,534	1,319	1,328	1,307
毛利润	5,346	4,776	4,175	4,176	4,108	折旧与摊销	1,010	1,045	1,138	1,238	1,348
其它收入(不含利息收入)	263	181	152	152	147	营运资本变动	(309)	(449)	(432)	40	28
销售成本及行政支出	(1,239)	(1,089)	(910)	(879)	(851)	其它	908	647	1,844	638	(19)
资产公平值收益及其它	(45)	(10)	(9)	(9)	(9)	投资活动现金流	(4,112)	(5,434)	(4,456)	(3,810)	(3,217)
经营利润	4,326	3,858	3,408	3,440	3,395	资本性支出净额	(320)	(408)	(356)	(305)	(257)
利息净支出	(469)	(533)	(546)	(543)	(538)	其它	(3,792)	(5,026)	(4,099)	(3,505)	(2,960)
联营及合营公司业绩	163	44	38	32	29	融资活动现金流	1,867	605	1,352	368	500
税前利润	4,019	3,370	2,900	2,929	2,885	股本变动	0	0	0	0	0
税项	(931)	(778)	(673)	(681)	(671)	净债务变动	2,315	1,707	2,028	1,085	1,242
税后利润	3,088	2,591	2,227	2,248	2,214	已派股息	(294)	(555)	(424)	(392)	(392)
少数股东权益	(1,232)	(1,058)	(909)	(920)	(907)	其它	(154)	(547)	(252)	(325)	(351)
股东净利润	1,857	1,534	1,319	1,328	1,307	净现金流	1,221	(2,051)	765	(197)	(53)
息税折旧摊销前利润	5,677	5,189	4,713	4,853	4,904						
息税前利润	4,653	4,094	3,576	3,614	3,556						
每股盈利(港币)	1.14	0.94	0.81	0.81	0.80						
每股股息(港币)	0.34	0.28	0.24	0.24	0.24						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	61,164	63,242	63,098	65,852	68,397	增长率 (%)					
流动资产	17,886	16,876	15,498	14,996	14,350	收入	9.6	(9.4)	(14.1)	(0.5)	(3.2)
现金及现金等价物	6,985	4,805	5,376	5,018	4,787	经营利润	7.4	(10.8)	(11.7)	0.9	(1.3)
已抵押存款	514	745	630	688	659	息税折旧摊销前利润	7.0	(8.4)	(8.3)	3.0	1.1
应收账款	4,589	4,967	3,700	3,682	3,565	息税前利润	6.1	(12.0)	(12.7)	1.1	(1.6)
存货及其它流动资产	5,798	6,359	5,792	5,609	5,339	股东净利润	(1.9)	(17.4)	(14.0)	0.7	(1.6)
非流动资产	43,278	46,366	47,600	50,856	54,046	每股盈利	(2.8)	(17.4)	(14.0)	0.7	(1.6)
固定资产净额	3,338	3,422	3,486	3,530	3,555	利润率 (%)					
投资物业	1,362	1,306	1,362	1,362	1,362	毛利率	37.7	37.1	37.8	38.0	38.6
无形及其它非流动资产	38,578	41,638	42,752	45,964	49,129	经营利润率	30.5	30.0	30.9	31.3	31.9
总负债	39,992	41,790	39,491	40,555	41,525	息税折旧摊销前利润	40.0	40.4	42.7	44.2	46.1
流动负债	21,178	20,747	18,238	18,092	17,850	息税前利润率	32.8	31.8	32.4	32.9	33.4
短期借款	8,021	6,972	8,758	8,601	8,601	股东净利润率	13.1	11.9	11.9	12.1	12.3
应付账款	8,536	9,535	6,185	6,155	5,960	净负债 (%)					
其它流动负债	4,622	4,241	3,296	3,336	3,290	净负债率	128.1	156.8	153.2	155.0	157.8
非流动负债	18,814	21,042	21,253	22,464	23,675	其他 (%)					
长期借款及票据	15,607	17,879	18,121	19,363	20,605	实际税率	24.1	23.4	23.5	23.5	23.5
其它非流动负债	3,206	3,163	3,132	3,100	3,069	派息比率	29.9	29.8	29.7	29.5	30.0
权益总额	21,172	21,453	23,607	25,296	26,872	已动用资本回报率	4.6	3.6	2.9	2.8	2.6
股东权益	12,993	12,787	14,033	14,802	15,471	平均净资产收益率	14.3	11.9	9.8	9.2	8.6
少数股东权益	8,179	8,666	9,574	10,494	11,401	平均资产收益率	3.1	2.5	2.1	2.1	1.9
权益及负债总额	61,164	63,242	63,098	65,852	68,397	利息覆盖倍数(倍)	7.3	5.7	5.3	5.3	5.3
净现金/(负债)	(16,643)	(20,045)	(21,503)	(22,946)	(24,419)						

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	2024/4/16	HK\$4.70	买入 (维持)	HK\$7.10
2	2024/6/27	HK\$5.17	买入 (维持)	HK\$6.30
3	2024/11/11	HK\$4.73	买入 (维持)	HK\$6.10

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