

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务 (855 HK)

FY25 中期业绩胜预期，运营收入加快增长

1H FY25 股东净利润仅同比下跌 8.5%

FY25 中期业绩优于预期。虽然公司优化发展步伐，导致(非现金流)建设收入同比下跌 35.7%至 21.7 亿元(港币，下同)，但是运营收入同比上升 16.6%至 22.4 亿元。毛利率也同比上升 1.5 个百分点至 38.4%。最终上半年股东净利润仅同比下跌 8.5%至 7.6 亿元。中期派息维持每股 13 港仙，分红比率同比增加 2.4 个百分点至 28.1%(见图表 1)。

部份供水调价申请已通过听证会

上半年供水销量同比上升 6.5%至 7.2 亿吨，供水运营收入同比增长 6.8%至 17.2 亿元。期内贵州、湖北、河南三个项目的水价上调申请已通过听证会，超过 20 个城市也已启动调价程序。我们期待最少 1-2 个项目可于 FY25 期内获得调价批准。我们预期 FY25-27 供水运营收入分别同比增长 6.4%、7.3%、2.5%至 35.2 亿、37.8 亿、38.8 亿元(见图表 2)。

直饮水运营收入持续增长

虽然上半年直饮水建设收入同比大幅下跌 84.0%至 1.3 亿元，但是运营收入同比上升 57.1%至 2.0 亿元，服务人口覆盖同比增长 42.5%至 1,140 万人。我们预期 FY25-27 直饮水运营收入分别同比增长 31.2%、8.0%、5.0%至 3.9 亿、4.2 亿、4.4 亿元(见图表 2)。

惠州石化污水项目推动运营收入

上半年污水处理运营收入同比上涨 76.8%至 3.2 亿元，主因惠州埃克森美孚石化污水处理项目已投运。此项目包含保底收入条款，可稳固公司利益。我们预期 FY25-27 污水处理运营收入分别同比增长 64.8%、7.3%、2.5%至 6.2 亿、6.7 亿、6.8 亿元(见图表 2)。

上调盈利预测，重申“买入”评级

公司期望资本开支由 FY24 的 53.3 亿元分别下降至 FY25-26 的约 36 亿及 20 亿元，提升分红比率至最少 30%。综合中期业绩，我们分别上调 FY25-27 股东净利润预测 11.9%、2.1%、5.2%(见图表 3)，并相应将目标价由 6.10 港元提升至 6.23 港元，对应 43.6%上升空间及 7.5 倍 FY25 目标市盈率。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 29 日)

年结:3 月 31 日	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	12,284	11,350	11,264
增长率 (%)	9.6	(9.4)	(4.5)	(7.6)	(0.8)
股东净利润	1,857	1,534	1,475	1,356	1,375
增长率 (%)	(1.9)	(17.4)	(3.8)	(8.0)	1.3
每股盈利 (港币)	1.14	0.94	0.90	0.83	0.84
市盈率 (倍)	3.8	4.6	4.8	5.2	5.2
每股股息 (港币)	0.34	0.28	0.27	0.25	0.25
股息率 (%)	7.8	6.5	6.2	5.8	5.8
每股净资产 (港币)	7.96	7.83	8.75	9.22	9.66
市净率 (倍)	0.55	0.55	0.50	0.47	0.45

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

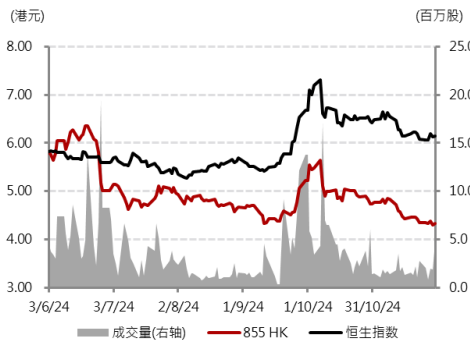
目标价：6.23 港元

股票资料 (更新至 2024 年 11 月 29 日)

现价	4.34 港元
总市值	7,082.63 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	16.58 百万 港元
主要股东	段传良 (占 27.18%) 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

20241112 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：优化发展策略，降低资本开支

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1: FY25 中期业绩回顾

年结: 3 月 31 日 (港币百万元)	2024 年 上半年	2025 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	6,846	5,953	(13.0)	建设收入同比下跌 35.7%至 21.7 亿元
供水				售水量同比增长 6.9%至 7.2 亿吨, 由于增长主要来自低水价地区, 公司综合水价同比轻微下跌
- 供水经营服务	1,615	1,724	6.8	房地产市场不理想
- 供水接驳收入	923	779	(15.6)	优化发展步伐
- 供水建设服务	2,084	1,620	(22.3)	
直饮水				服务人口覆盖同比增长 42.5%至 1,140 万人
- 直饮水经营服务	125	196	57.1	
- 直饮水接驳收入	58	22	(61.1)	
- 直饮水建设服务	832	133	(84.0)	优化发展步伐
污水处理				广东惠州埃克森美孚石化污水项目 2024 年 3 月投运
- 污水处理及排水经营服务	178	315	76.8	优化发展步伐
- 污水处理及水环境治理建设服务	450	413	(8.3)	
房地产及其他				持续出售非核心资产
- 房地产销售	75	241	222.1	
- 其他	507	509	0.4	
销售成本	(4,322)	(3,666)	(15.2)	
毛利润	2,524	2,286	(9.4)	
其他收入(不含利息收入)	104	116	11.0	
销售及分销成本	(129)	(83)	(35.3)	
行政支出	(442)	(397)	(10.2)	
其他经营支出及收益	(19)	0	不适用	
经营利润	2,039	1,922	(5.7)	
利息收入	88	97	10.4	
利息支出	(377)	(427)	13.5	
分占联营公司业绩	42	45	8.7	
税前利润	1,792	1,637	(8.6)	
税项	(414)	(399)	(3.6)	实际税率由 23.7%上升至 25.1%
税后利润	1,378	1,238	(10.1)	
少数股东权益	(552)	(482)	(12.6)	
股东净利润	826	756	(8.5)	
每股盈利(港元)	0.51	0.46	(8.5)	
每股股息(港元)	0.13	0.13	0.0	分红比率由 25.7%上升至 28.1%
利润率(%)			增长 (百分点)	
毛利润率	36.9	38.4	1.5	建设收入占比同比下跌 12.8 个百分点至 36.4%
经营利润率	29.8	32.3	2.5	
股东净利润率	12.1	12.7	0.6	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2：收入分布预测

年结:3 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	复合年增长率 (FY24-27) (%)
运营收入	3,924	3,982	4,531	4,864	4,996	7.9
- 同比增长 (%)	0.8	1.5	13.8	7.3	2.7	
其中：-						
供水	3,354	3,311	3,524	3,781	3,875	5.4
- 同比增长 (%)	(0.2)	(1.3)	6.4	7.3	2.5	
直饮水	170	293	385	416	437	14.2
- 同比增长 (%)	18.2	72.5	31.2	8.0	5.0	
污水处理	400	377	622	667	684	21.9
- 同比增长 (%)	2.8	(5.6)	64.8	7.3	2.5	
接驳收入	2,146	1,924	1,751	1,502	1,544	(7.1)
- 同比增长 (%)	(1.2)	(10.3)	(9.0)	(14.2)	2.8	
建设收入	6,380	5,857	4,785	3,891	3,668	(14.4)
- 同比增长 (%)	20.4	(8.2)	(18.3)	(18.7)	(5.7)	
其他收入	1,745	1,097	1,217	1,093	1,057	(1.2)
- 同比增长 (%)	10.0	(37.2)	11.0	(10.2)	(3.3)	
公司总收入	14,195	12,859	12,284	11,350	11,264	(4.3)
- 同比增长 (%)	9.6	(9.4)	(4.5)	(7.6)	(0.8)	
收入分布 (%)						
运营收入	27.6	31.0	36.9	42.9	44.4	
- 供水	23.6	25.7	28.7	33.3	34.4	
- 直饮水	1.2	2.3	3.1	3.7	3.9	
- 污水处理	2.8	2.9	5.1	5.9	6.1	
接驳收入	15.1	15.0	14.3	13.2	13.7	
建设收入	44.9	45.5	39.0	34.3	32.6	
其他	12.3	8.5	9.9	9.6	9.4	
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：盈利预测调整

年结:3 月 31 日 (港币百万元)	旧预测			新预测			变动(新/旧) (%)		
	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	11,044	10,991	10,642	12,284	11,350	11,264	11.2	3.3	5.8
毛利润	4,175	4,176	4,108	4,730	4,404	4,438	13.3	5.4	8.0
经营利润	3,408	3,440	3,395	3,877	3,643	3,683	13.8	5.9	8.5
税前利润	2,900	2,929	2,885	3,236	2,965	2,979	11.6	1.2	3.2
税后利润	2,227	2,248	2,214	2,487	2,281	2,292	11.7	1.5	3.5
股东净利润	1,319	1,328	1,307	1,475	1,356	1,375	11.9	2.1	5.2
每股盈利(港币)	0.81	0.81	0.80	0.90	0.83	0.84	11.9	2.1	5.2
每股股息(港币)	0.24	0.24	0.24	0.27	0.25	0.25	12.5	4.2	4.2
利润率 (%)							变动(新/旧)(百分点)		
毛利润率	37.8	38.0	38.6	38.5	38.8	39.4	0.7	0.8	0.8
经营利润率	30.9	31.3	31.9	31.6	32.1	32.7	0.7	0.8	0.8
股东净利润率	11.9	12.1	12.3	12.0	12.0	12.2	0.1	(0.1)	(0.1)

来源：中泰国际研究部预测

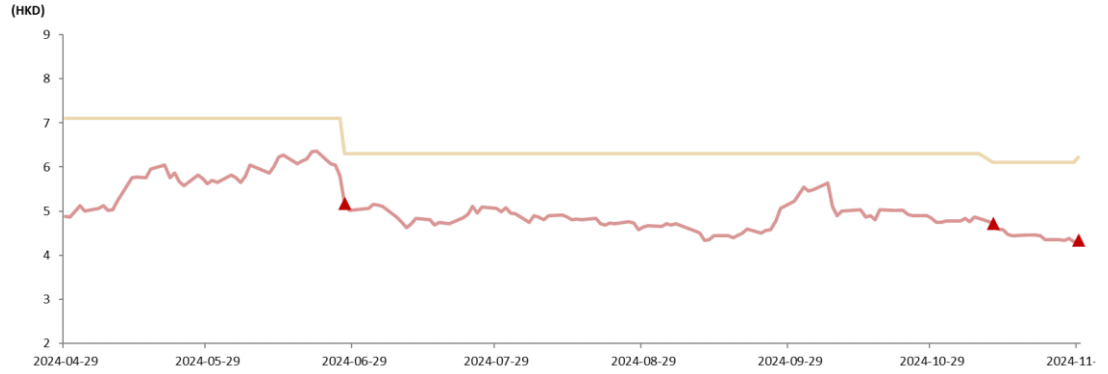
图表 4: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

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	12,284	11,350	11,264	经营活动现金流	3,466	2,777	3,320	2,034	1,229
销售成本	(8,849)	(8,083)	(7,555)	(6,946)	(6,826)	净利润	1,857	1,534	1,475	1,356	1,375
毛利润	5,346	4,776	4,730	4,404	4,438	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	170	157	155	营运资本变动	(309)	(449)	(396)	14	36
销售成本及行政支出	(1,239)	(1,089)	(1,012)	(908)	(901)	其它	908	647	1,103	(574)	(1,529)
资产公平值收益及其它	(45)	(10)	(10)	(9)	(9)	投资活动现金流	(4,112)	(5,434)	(3,564)	(2,133)	(1,544)
经营利润	4,326	3,858	3,877	3,643	3,683	资本性支出净额	(320)	(408)	(356)	(305)	(257)
利息净支出	(469)	(533)	(690)	(732)	(760)	其它	(3,792)	(5,026)	(3,208)	(1,829)	(1,287)
联营及合营公司业绩	163	44	49	54	55	融资活动现金流	1,867	605	1,176	142	252
税前利润	4,019	3,370	3,236	2,965	2,979	股本变动	0	0	0	0	0
税项	(931)	(778)	(749)	(684)	(687)	净债务变动	2,315	1,707	2,028	1,085	1,242
税后利润	3,088	2,591	2,487	2,281	2,292	已派股息	(294)	(555)	(457)	(424)	(408)
少数股东权益	(1,232)	(1,058)	(1,012)	(924)	(917)	其它	(154)	(547)	(396)	(519)	(583)
股东净利润	1,857	1,534	1,475	1,356	1,375	净现金流	1,221	(2,051)	931	43	(63)
息税折旧摊销前利润	5,677	5,189	5,193	5,082	5,230						
息税前利润	4,653	4,094	4,056	3,844	3,882						
每股盈利(港币)	1.14	0.94	0.90	0.83	0.84						
每股股息(港币)	0.34	0.28	0.27	0.25	0.25						
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	64,512	66,427	69,238	增长率 (%)					
流动资产	17,886	16,876	16,498	15,644	15,164	收入	9.6	(9.4)	(4.5)	(7.6)	(0.8)
现金及现金等价物	6,985	4,805	5,542	5,424	5,183	经营利润	7.4	(10.8)	0.5	(6.0)	1.1
已抵押存款	514	745	630	688	659	息税折旧摊销前利润	7.0	(8.4)	1.0	(2.1)	2.9
应收账款	4,589	4,967	4,115	3,802	3,773	息税前利润	6.1	(12.0)	(0.9)	(5.2)	1.0
存货及其它流动资产	5,798	6,359	6,211	5,730	5,549	股东净利润	(1.9)	(17.4)	(3.8)	(8.0)	1.3
非流动资产	43,278	46,366	48,014	50,783	54,074	每股盈利	(2.8)	(17.4)	(3.8)	(8.0)	1.3
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	38.5	38.8	39.4
无形及其它非流动资产	38,578	41,638	43,166	45,891	49,157	经营利润率	30.5	30.0	31.6	32.1	32.7
总负债	39,992	41,790	40,559	40,773	41,950	息税折旧摊销前利润	40.0	40.4	42.3	44.8	46.4
流动负债	21,178	20,747	19,307	18,309	18,275	息税前利润率	32.8	31.8	33.0	33.9	34.5
短期借款	8,021	6,972	8,758	8,601	8,601	股东净利润率	13.1	11.9	12.0	12.0	12.2
应付账款	8,536	9,535	6,879	6,356	6,308	净负债 (%)					
其它流动负债	4,622	4,241	3,669	3,352	3,367	净负债率	128.1	156.8	149.5	149.7	152.3
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	30.0	30.0	30.0
权益总额	21,172	21,453	23,953	25,654	27,288	已动用资本回报率	4.6	3.6	3.3	2.8	2.7
股东权益	12,993	12,787	14,275	15,052	15,769	平均净资产收益率	14.3	11.9	10.9	9.3	8.9
少数股东权益	8,179	8,666	9,677	10,602	11,519	平均资产收益率	3.1	2.5	2.3	2.1	2.0
权益及负债总额	61,164	63,242	64,512	66,427	69,238	利息覆盖倍数(倍)	7.3	5.7	4.9	4.4	4.3
净现金/(负债)	(16,643)	(20,045)	(21,336)	(22,540)	(24,023)						

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	2024/6/27	HK\$5.17	买入 (维持)	HK\$6.30
2	2024/11/11	HK\$4.73	买入 (维持)	HK\$6.10
3	2024/11/29	HK\$4.34	买入 (维持)	HK\$6.23

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