香港股市 | 公用事业 | 供水

更新报告

中国水务（855 HK）

经济稳增长，公用红利价值吸引

外资石化项目开始试产，推动污水运营收入

FY25 上半年(2024 年 4 月至 9 月)污水处理运营收入同比上涨 76.8%至 3.2 亿元(港币，下同)，主要归因于惠州埃克森美孚石化污水处理项目。此项目向埃克森美孚(ExxonMobil)位于广东惠州的石化工厂提供污水处理服务。虽然当时埃克森美孚的石化工厂仍未投产，但是仍然按照合约的保底收入条款支付污水处理费用。今年 3 月(本月)该石化项目已经开始试产，随着产能使用率未来爬升，有望推动中国水务的 FY26-27 污水运营收入。

水价上调对应市场化政策原则

2021 年 8 月，国家发改委印发《城镇供水价格管理办法》，确立水费定价将更考虑供水企业的运营成本及效率(见图表 1)。2024 年 4 月，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，其中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，并表示项目需具备一定投资回报的条件。这突显市场化政策原则，足以提供水价上调支持。

事实上，FY25 上半年，公司供水业务中的贵州、湖北、河南三个项目的水价上调申请已通过听证会，而超过 20 个城市也已启动调价程序，展现了水价上调趋势。

分红比率有望上升

由于公司优化发展步伐，建设收入呈现下跌(注：FY25 上半年同比下跌 35.7%至 21.7 亿元)，资本开支预期减少。这提供分红比率上调空间。根据公司指引，分红比率将达到至少 30%。我们预计 FY25-27 分红比率分别为 30.0%、33.0%、33.0%。

上调目标价，重申“买入”评级

我们维持 FY25 股东净利润预测，但分别调升 FY26-27 预测 1.9%及 4.4%(见图表 2、3)。考虑到中国经济稳增长的情况，我们预计分红公用港股的吸引力相对上将提升，公司可获得更高估值。我们将公司目标价由 6.23 港元上调至 7.22 港元，对应 24.1%上升空间及 8.5 倍 FY26 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 2025 年 3 月 11 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	11,534	11,674
增长率（%）	*9.6*	*(9.4)*	*(4.5)*	*(6.1)*	*1.2*
股东净利润	1,857	1,534	1,475	1,383	1,436
增长率（%）	*(1.9)*	*(17.4)*	*(3.8)*	*(6.2)*	*3.8*
每股盈利（港币）	1.14	0.94	0.90	0.85	0.88
市盈率（倍）	5.1	6.2	6.4	6.8	6.6
每股股息（港币）	0.34	0.28	0.27	0.28	0.29
股息率（%）	5.8	4.8	4.6	4.8	5.0
每股净资产（港币）	7.96	7.83	8.77	9.27	9.77
市净率（倍）	0.73	0.74	0.66	0.63	0.60

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

评级：买入

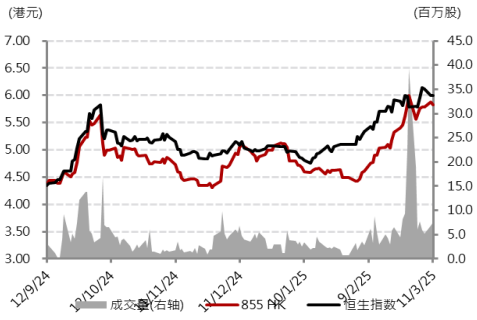
目标价：7.22 港元

股票资料（更新至 2025 年 3 月 11 日）

现价	5.82 港元
总市值	9,472.33 百万 港元
流通股比例	44.75%
已发行总股本	1,627.55 百万
52 周价格区间	4.27-6.58 港元
3 个月日均成交额	27.63 百万 港元
主要股东	段传良 （占 27.18%）
	欧力士(8591 JP) （占 23.05%）
	长城人寿 （占 5.02%）

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

20241202 - 中国水务（855 HK）更新报告： FY25 中期业绩胜预期，运营收入加快增长

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

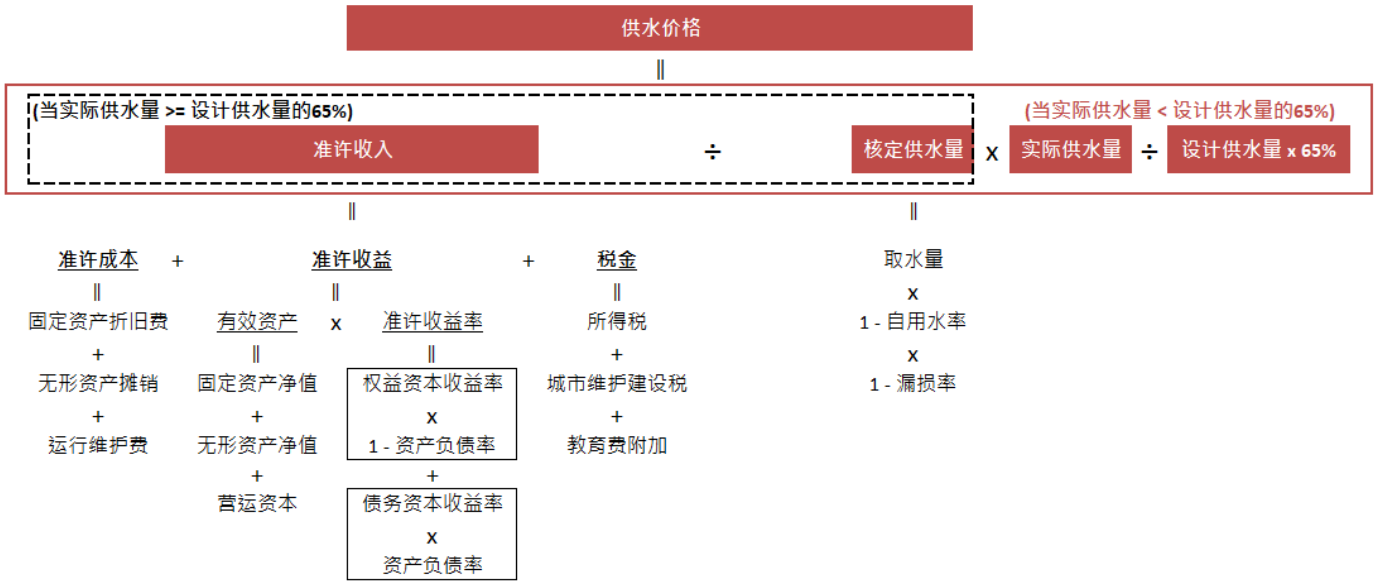
分析师

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 < 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：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**	**4,948**	**5,189**	**9.2**
- 同比增长 (%)	*0.8*	*1.5*	*13.8*	*9.2*	*4.9*	
其中：-						
供水	**3,354**	**3,311**	**3,524**	**3,853**	**4,039**	**6.9**
- 同比增长 (%)	*(0.2)*	*(1.3)*	*6.4*	*9.3*	*4.8*	
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**	**680**	**713**	**23.6**
- 同比增长 (%)	*2.8*	*(5.6)*	*64.8*	*9.3*	*4.8*	
接驳收入	**2,146**	**1,924**	**1,751**	**1,527**	**1,601**	**(5.9)**
- 同比增长 (%)	*(1.2)*	*(10.3)*	*(9.0)*	*(12.8)*	*4.9*	
建设收入	**6,380**	**5,857**	**4,785**	**3,952**	**3,799**	**(13.4)**
- 同比增长 (%)	*20.4*	*(8.2)*	*(18.3)*	*(17.4)*	*(3.9)*	
其他收入	**1,745**	**1,097**	**1,217**	**1,106**	**1,085**	**(0.4)**
- 同比增长 (%)	*10.0*	*(37.2)*	*11.0*	*(9.1)*	*(1.9)*	
公司总收入	**14,195**	**12,859**	**12,284**	**11,534**	**11,674**	**(3.2)**
- 同比增长 (%)	*9.6*	*(9.4)*	*(4.5)*	*(6.1)*	*1.2*	
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*	*33.4*	*34.6*	
- 直饮水	*1.2*	*2.3*	*3.1*	*3.6*	*3.7*	
- 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**	**32.5**	
其他	**12.3**	**8.5**	**9.9**	**9.6**	**9.3**	
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	12,284	11,350	11,264	12,284	11,534	11,674	0.0	1.6	3.6
毛利润	4,730	4,404	4,438	4,730	4,475	4,600	0.0	1.6	3.6
经营利润	3,877	3,643	3,683	3,877	3,702	3,817	0.0	1.6	3.6
税前利润	3,236	2,965	2,979	3,236	3,024	3,114	0.0	2.0	4.5
税后利润	2,487	2,281	2,292	2,487	2,326	2,395	0.0	2.0	4.5
股东净利润	1,475	1,356	1,375	1,475	1,383	1,436	0.0	1.9	4.4
每股盈利 (港币)	0.90	0.83	0.84	0.90	0.85	0.88	0.0	1.9	4.4
每股股息 (港币)	0.27	0.25	0.25	0.27	0.28	0.29	0.0	12.0	16.0
利润率 (%)							**变动 (新/旧) (百分点)**		
毛利润率	38.5	38.8	39.4	38.5	38.8	39.4	0.0	0.0	0.0
经营利润率	31.6	32.1	32.7	31.6	32.1	32.7	0.0	0.0	0.0
股东净利润率	12.0	12.0	12.2	12.0	12.0	12.3	0.0	0.0	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
收入	**14,195**	**12,859**	**12,284**	**11,534**	**11,674**
销售成本	(8,849)	(8,083)	(7,555)	(7,059)	(7,074)
毛利润	**5,346**	**4,776**	**4,730**	**4,475**	**4,600**
其它收入(不含利息收入)	263	181	170	159	161
销售成本及行政支出	(1,239)	(1,089)	(1,012)	(923)	(934)
资产公平值收益及其它	(45)	(10)	(10)	(9)	(9)
经营利润	**4,326**	**3,858**	**3,877**	**3,702**	**3,817**
利息净支出	(469)	(533)	(690)	(732)	(759)
联营及合营公司业绩	163	44	49	54	55
税前利润	**4,019**	**3,370**	**3,236**	**3,024**	**3,114**
税项	(931)	(778)	(749)	(698)	(719)
税后利润	**3,088**	**2,591**	**2,487**	**2,326**	**2,395**
少数股东权益	(1,232)	(1,058)	(1,012)	(943)	(959)
股东净利润	**1,857**	**1,534**	**1,475**	**1,383**	**1,436**
息税折旧摊销前利润	5,677	5,189	5,193	5,141	5,365
息税前利润	4,653	4,094	4,056	3,903	4,017
每股盈利(港币)	1.14	0.94	0.90	0.85	0.88
每股股息(港币)	0.34	0.28	0.27	0.28	0.29

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
经营活动现金流	**3,466**	**2,777**	**3,320**	**2,084**	**1,400**
净利润	1,857	1,534	1,475	1,383	1,436
折旧与摊销	1,010	1,045	1,138	1,238	1,348
营运资本变动	(309)	(449)	(396)	19	42
其它	908	647	1,103	(556)	(1,425)
投资活动现金流	**(4,112)**	**(5,434)**	**(3,564)**	**(2,133)**	**(1,544)**
资本性支出净额	(320)	(408)	(356)	(305)	(257)
其它	(3,792)	(5,026)	(3,208)	(1,829)	(1,287)
融资活动现金流	**1,867**	**605**	**1,176**	**126**	**186**
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变动	2,315	1,707	2,028	1,085	1,242
已派股息	(294)	(555)	(457)	(441)	(473)
其它	(154)	(547)	(396)	(519)	(583)
净现金流	**1,221**	**(2,051)**	**931**	**76**	**42**

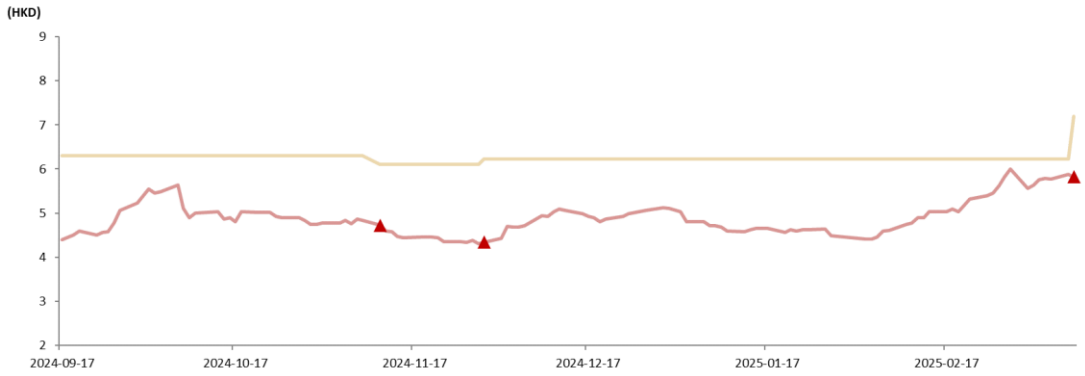
资产负债表	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测	2026 年预测	2027 年预测
总资产	**61,164**	**63,242**	**64,512**	**66,658**	**69,815**
流动资产	**17,886**	**16,876**	**16,498**	**15,801**	**15,579**
现金及现金等价物	6,985	4,805	5,542	5,457	5,322
已抵押存款	514	745	630	688	659
应收账款	4,589	4,967	4,115	3,864	3,911
存货及其它流动资产	5,798	6,359	6,211	5,792	5,687
非流动资产	**43,278**	**46,366**	**48,014**	**50,857**	**54,236**
固定资产净额	3,338	3,422	3,486	3,530	3,555
投资物业	1,362	1,306	1,362	1,362	1,362
无形及其它非流动资产	38,578	41,638	43,166	45,965	49,319
总负债	**39,992**	**41,790**	**40,559**	**40,944**	**42,335**
流动负债	**21,178**	**20,747**	**19,307**	**18,480**	**18,660**
短期借款	8,021	6,972	8,758	8,601	8,601
应付账款	8,536	9,535	6,879	6,459	6,537
其它流动负债	4,622	4,241	3,669	3,420	3,522
非流动负债	**18,814**	**21,042**	**21,253**	**22,464**	**23,675**
长期借款及票据	15,607	17,879	18,121	19,363	20,605
其它非流动负债	3,206	3,163	3,132	3,100	3,069
权益总额	**21,172**	**21,453**	**23,953**	**25,714**	**27,480**
股东权益	12,993	12,787	14,275	15,094	15,900
少数股东权益	8,179	8,666	9,677	10,620	11,580
权益及负债总额	**61,164**	**63,242**	**64,512**	**66,658**	**69,815**
净现金/(负债)	(16,643)	(20,045)	(21,336)	(22,507)	(23,884)

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
增长率 (%)					
收入	9.6	(9.4)	(4.5)	(6.1)	1.2
经营利润	7.4	(10.8)	0.5	(4.5)	3.1
息税折旧摊销前利润	7.0	(8.4)	1.0	(1.0)	4.4
息税前利润	6.1	(12.0)	(0.9)	(3.8)	2.9
股东净利润	(1.9)	(17.4)	(3.8)	(6.2)	3.8
每股盈利	(2.8)	(17.4)	(3.7)	(6.1)	3.8
利润率 (%)					
毛利率	37.7	37.1	38.5	38.8	39.4
经营利润率	30.5	30.0	31.6	32.1	32.7
息税折旧摊销前利润	40.0	40.4	42.3	44.6	46.0
息税前利润率	32.8	31.8	33.0	33.8	34.4
股东净利润率	13.1	11.9	12.0	12.0	12.3
净负债 (%)					
净负债率	128.1	156.8	149.5	149.1	150.2
其他 (%)					
实际税率	24.1	23.4	23.5	23.5	23.5
派息比率	29.9	29.8	30.0	33.0	33.0
已动用资本回报率	4.6	3.6	3.3	2.9	2.8
平均净资产收益率	14.3	11.9	10.9	9.4	9.3
平均资产收益率	3.1	2.5	2.3	2.1	2.1
利息覆盖倍数(倍)	7.3	5.7	4.9	4.4	4.4

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	2024/11/11	HK$4.73	买入 (维持)	HK$6.10
2	2024/11/29	HK$4.34	买入 (维持)	HK$6.23
3	2025/3/11	HK$5.82	买入 (维持)	HK$7.22

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