

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务（855 HK）

FY25 供水主业符合预期，高分红政策料持续

FY25 股东净利润同比下跌 29.9%

FY25(年结：3 月 31 日)股东净利润同比下跌 29.9%至 10.7 亿元(港币，下同)，低于我们预测 14.8 亿元 27.1%，主因(一)FY25 录得应收帐款的预期信贷亏损约 5.0 亿元，主要涉及一项借出贷款的房地产抵押品减值；(二)接驳收入同比下跌 23.2%至 13.8 亿元；(三)建设收入同比下跌 35.4%至 37.8 亿元；(四)直饮水运营收入逊预期，仅同比增长 7.2%至 3.2 亿元(见图表 1)。另外，其它收益同比上升 98.3%至 3.6 亿元，但是主要归因于非经常事项，包括(一)投资物业重估增值 5,591 万元；(二)码头非核心业务 51%股权出售收益 3,800 万元。

供水主业表现理想，有望更多项目获批上调水价

虽然如此，FY25 供水主业表现理想。供水售水量同比增长 7.4%至 15.0 亿吨，相关供水运营收入同比上升 6.5%至 35.3 亿元，符合我们预期。FY25 期间，两个供水项目获得政府批准上调水价，每日供水能力合共为 17.5 万吨，但仅占 FY25 底公司总供水能力 730 万吨的 2.4%(见图表 2)。可是 2025 年 4 月至今，已经有四个供水项目获批上调水价，每日供水能力合共为 67 万吨，贡献作用将相对较大。另外两个供水项目正在听证会阶段。公司目标 FY26 全年合共八至十个供水项目获批上调水价。

资本开支下跌，支持高分红政策

由于公司加强优化发展步伐，FY25 资本开支同比下跌 36.2%至约 34.0 亿元。公司目标 FY26 资本开支同比大幅降低 41.2%至约 20.0 亿元。这将提供空间维持高分红政策。公司维持 FY25 每股股息为 0.28 元，与 FY24 持平，我们预期 FY26 可延续。

近月持续涨势，调整评级至“增持”

主要基于假设接驳及建设收入将少于原先估算，我们分别降低 FY26-27 预测 11.1%及 10.3%(见图表 3、4)，并相应将目标价由 7.22 港元下调至 6.80 港元，对应 13.0%上升空间及 9.0 倍 FY26 市盈率。经过近月股价持续涨势，上行空间渐收窄，我们将评级由“买入”调整至“增持”。

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 7 月 2 日）

年结:3 月 31 日	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
	实际	实际	实际	预测	预测
收入	14,195	12,859	11,656	10,503	10,460
增长率 (%)	9.6	(9.4)	(9.4)	(9.9)	(0.4)
股东净利润	1,857	1,534	1,075	1,230	1,288
增长率 (%)	(1.9)	(17.4)	(29.9)	14.4	4.7
每股盈利 (港币)	1.14	0.94	0.66	0.76	0.79
市盈率 (倍)	5.3	6.4	9.1	8.0	7.6
每股股息 (港币)	0.34	0.28	0.28	0.28	0.29
股息率 (%)	5.6	4.7	4.7	4.7	4.8
每股净资产 (港币)	7.96	7.83	8.09	9.08	9.99
市净率 (倍)	0.76	0.77	0.74	0.66	0.60

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

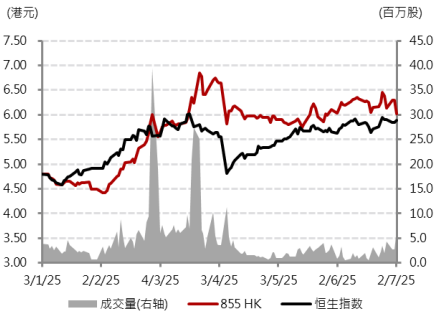
目标价：6.80 港元

股票资料（更新至 2025 年 7 月 2 日）

现价	6.02 港元
总市值	9,792.81 百万 港元
流通股比例	40.31%
已发行总股本	1,626.71 百万
52 周价格区间	4.27-7.05 港元
3 个月日均成交额	15.36 百万 港元
主要股东	段传良（占 27.40%） 欧力士(8591 JP)（占 27.27%） 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

20250312 - 中国水务（855 HK）更新报告： 经济稳增长，公用红利价值吸引

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

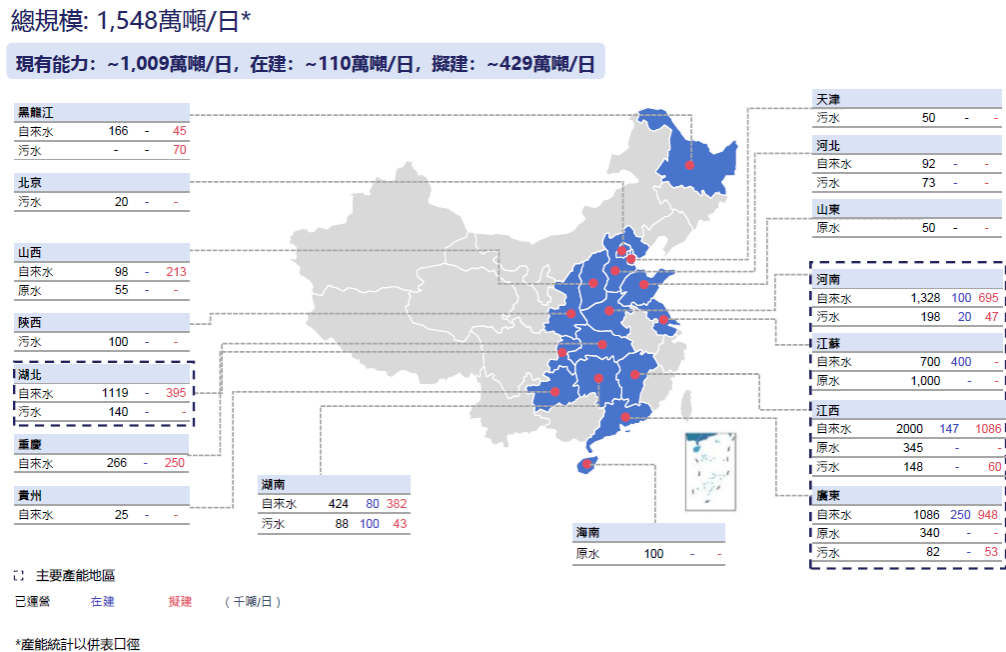
分析师
周健锋（Patrick Chow）
+852 2359 1849
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY25 业绩回顾

年结:3 月 31 日 (港币百万元)	2024 年 实际	2025 年 实际	增长 (同比%)	2025 年 中泰国际预测	实际与 估计之差 (%)	中泰国际评论
收入	12,859	11,656	(9.4)	12,284	(5.1)	
- 运营收入	3,982	4,482	12.6	4,531	(1.1)	
- 供水	3,311	3,526	6.5	3,524	0.0	供水售水量同比上升 7.4%至 15.0 亿吨
- 直饮水	293	315	7.2	385	(18.3)	增长逊预期
- 污水处理	377	641	69.9	622	3.1	新增惠州埃克森美孚石化污水处理项目
- 接驳收入	1,791	1,376	(23.2)	1,751	(21.5)	供水及直饮水接驳收入分别同比下跌 19.7%及 67.4%至 13.2 亿及 4,326 万元
- 建设收入	5,857	3,782	(35.4)	4,785	(21.0)	加强优化发展步伐
- 非核心收入	1,229	2,016	64.0	1,217	65.7	码头业务收入为 6.4 亿元(FY24 约 4.0 亿元)
销售成本	(8,083)	(7,251)	(10.3)	(7,555)	(4.0)	
毛利润	4,776	4,405	(7.8)	4,730	(6.9)	
其他收益净额 (不含利息收入)	181	359	98.3	170	111.8	(一)投资物业增值 5,591 万元(FY24 为零); (二)出售码头业务 51%股权录得 3,800 万元收益
销售成本及行政支出	(1,089)	(924)	(15.1)	(1,012)	(8.7)	有效成本控制
其他	(10)	(498)	4,877.4	(10)	4,964.7	FY25 录得应收帐款的预期信贷亏损 5.0 亿元
经营利润	3,858	3,342	(13.4)	3,877	(13.8)	
利息净支出	(533)	(662)	24.1	(690)	(4.2)	加强人民币债务额资
分占联营公司业绩	44	70	58.0	49	42.5	
税前利润	3,370	2,750	(18.4)	3,236	(15.0)	
税项	(778)	(722)	(7.2)	(749)	(3.6)	实质税率由 23.4%上升至 26.9%
税后利润	2,591	2,028	(21.7)	2,487	(18.4)	
少数股东权益	(1,058)	(953)	(9.9)	(1,012)	(5.8)	
股东净利润	1,534	1,075	(29.9)	1,475	(27.1)	
每股盈利 (港元)	0.94	0.66	(29.8)	0.90	(27.1)	
每股股息 (港元)	0.28	0.28	0.0	0.27	3.7	分红比率由 29.8%上升至 42.4%
利润率 (%)			增长 (百分点)		实际与估计 之差(百分点)	
毛利率率	37.1	37.8	0.7	38.5	-0.7	
经营利润率	30.0	28.7	-1.3	31.6	-2.9	
净利润率	11.9	9.2	-2.7	12.0	-2.8	

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：供水及污水项目分布 (截至 2025 年 3 月 31 日)



来源：公司资料

图表 3：收入分布预测

年结:3 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
运营收入	3,924	3,982	4,482	4,944	5,215
- 同比增长 (%)	0.8	1.5	12.6	10.3	5.5
其中：-					
供水	3,354	3,311	3,526	3,890	4,083
- 同比增长 (%)	(0.2)	(1.3)	6.5	10.3	5.0
直饮水	170	293	315	368	412
- 同比增长 (%)	18.2	72.5	7.2	17.1	11.8
污水处理	400	377	641	686	720
- 同比增长 (%)	2.8	(5.6)	69.9	7.0	5.0
接驳收入	2,033	1,791	1,376	1,339	1,340
- 同比增长 (%)	(6.3)	(11.9)	(23.2)	(2.7)	0.1
建设收入	6,380	5,857	3,782	2,956	2,621
- 同比增长 (%)	20.4	(8.2)	(35.4)	(21.8)	(11.3)
非核心收入	1,858	1,229	2,016	1,264	1,283
- 同比增长 (%)	17.2	(33.8)	64.0	(37.3)	1.5
公司总收入	14,195	12,859	11,656	10,503	10,460
- 同比增长 (%)	9.6	(9.4)	(9.4)	(9.9)	(0.4)
收入分布 (%)					
运营收入	27.6	31.0	38.5	47.1	49.9
- 供水	23.6	25.7	30.2	37.0	39.0
- 直饮水	1.2	2.3	2.7	3.5	3.9
- 污水处理	2.8	2.9	5.5	6.5	6.9
接驳收入	14.3	13.9	11.8	12.7	12.8
建设收入	44.9	45.5	32.4	28.1	25.1
非核心收入	13.1	9.6	17.3	12.0	12.3
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 4：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) (%)	
	2026 年 预测	2027 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	11,534	11,674	10,503	10,460	(8.9)	(10.4)
毛利润	4,475	4,600	4,075	4,142	(8.9)	(9.9)
经营利润	3,702	3,817	3,419	3,522	(7.7)	(7.7)
税前利润	3,024	3,114	2,830	2,958	(6.4)	(5.0)
税后利润	2,326	2,395	2,181	2,280	(6.2)	(4.8)
股东净利润	1,383	1,436	1,230	1,288	(11.1)	(10.3)
每股盈利 (港币)	0.85	0.88	0.76	0.79	(11.1)	(10.3)
每股股息 (港币)	0.28	0.29	0.28	0.29	0.0	0.0
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利润率	38.8	39.4	38.8	39.6	0.0	0.2
经营利润率	32.1	32.7	32.6	33.7	0.5	1.0
股东净利润率	12.0	12.3	11.7	12.3	(0.3)	0.0

来源：中泰国际研究部预测

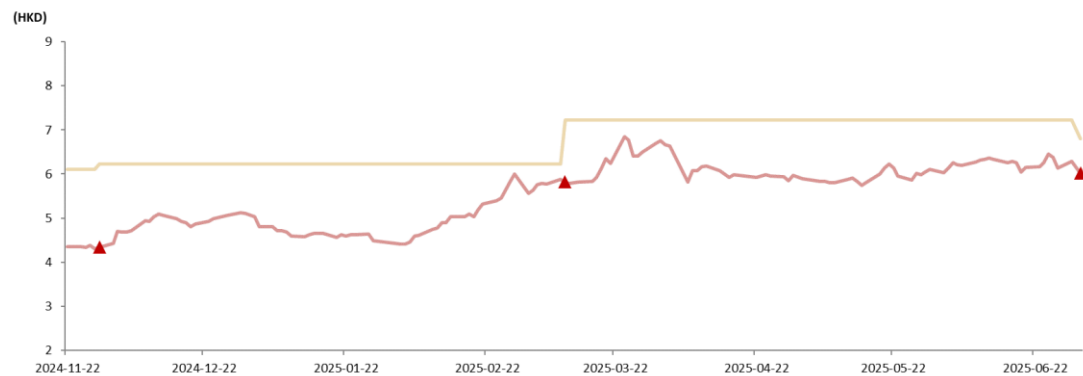
图表 5: 财务摘要（年结：3 月 31 日；港币百万元）

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 估计	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	14,195	12,859	11,656	10,503	10,460	经营活动现金流	3,466	2,777	4,219	4,019	3,472
销售成本	(8,849)	(8,083)	(7,251)	(6,428)	(6,318)	净利润	1,857	1,534	1,075	1,230	1,288
毛利润	5,346	4,776	4,405	4,075	4,142	折旧与摊销	1,010	1,045	1,138	1,213	1,328
其它收益(不含利息收入)	263	181	359	152	149	营运资本变动	(309)	(449)	468	86	156
销售成本及行政支出	(1,239)	(1,089)	(924)	(798)	(758)	其它	908	647	1,538	1,490	700
其它	(45)	(10)	(498)	(11)	(10)	投资活动现金流	(4,112)	(5,434)	(3,514)	(2,425)	(1,609)
经营利润	4,326	3,858	3,342	3,419	3,522	融资活动现金流	1,867	605	(544)	(955)	(921)
利息净支出	(469)	(533)	(662)	(657)	(639)	股本变动	0	0	0	0	0
联营及合营公司业绩	163	44	70	67	75	净债务变动	2,315	1,707	335	(36)	42
税前利润	4,019	3,370	2,750	2,830	2,958	已派股息	(294)	(555)	(456)	(456)	(472)
税项	(931)	(778)	(722)	(649)	(677)	其它	(154)	(547)	(423)	(463)	(492)
税后利润	3,088	2,591	2,028	2,181	2,280	净现金流	1,221	(2,051)	161	639	941
少数股东权益	(1,232)	(1,058)	(953)	(951)	(992)						
股东净利润	1,857	1,534	1,075	1,230	1,288						
息税折旧摊销前利润	5,677	5,189	4,735	4,867	5,098						
息税前利润	4,653	4,094	3,597	3,653	3,770						
每股盈利(港币)	1.14	0.94	0.66	0.76	0.79						
每股股息(港币)	0.34	0.28	0.28	0.28	0.29						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	61,164	63,242	65,892	65,655	68,225	增长率 (%)					
流动资产	17,886	16,876	17,620	15,882	15,432	收入	9.6	(9.4)	(9.4)	(9.9)	(0.4)
现金及现金等价物	6,985	4,805	4,772	5,250	6,014	经营利润	7.4	(10.8)	(13.4)	2.3	3.0
已抵押存款	514	745	678	712	695	息税折旧摊销前利润	7.0	(8.4)	(7.9)	2.8	4.7
应收账款	4,589	4,967	4,952	3,676	3,242	息税前利润	6.1	(12.0)	(12.1)	1.6	3.2
存货及其它流动资产	5,798	6,359	7,218	6,244	5,480	股东净利润	(1.9)	(17.4)	(29.9)	14.4	4.7
非流动资产	43,278	46,366	48,272	49,773	52,793	每股盈利	(2.8)	(17.4)	(29.9)	14.7	4.8
固定资产净额	3,338	3,422	2,533	2,977	3,100	利润率 (%)					
投资物业	1,362	1,306	1,458	1,362	1,362	毛利率	37.7	37.1	37.8	38.8	39.6
无形及其它非流动资产	38,578	41,638	44,282	45,434	48,331	经营利润率	30.5	30.0	28.7	32.6	33.7
总负债	39,992	41,790	44,019	41,227	41,336	息税折旧摊销前利润	40.0	40.4	40.6	46.3	48.7
流动负债	21,178	20,747	21,409	18,207	18,105	息税前利润率	32.8	31.8	30.9	34.8	36.0
短期借款	8,021	6,972	5,736	5,258	5,058	股东净利润率	13.1	11.9	9.2	11.7	12.3
应付账款	8,536	9,535	11,082	9,768	9,727	净负债 (%)					
其它流动负债	4,622	4,241	4,591	3,181	3,319	净负债率	128.1	156.8	155.0	134.7	118.0
非流动负债	18,814	21,042	22,610	23,020	23,231	其他 (%)					
长期借款及票据	15,607	17,879	19,449	19,891	20,134	实际税率	24.1	23.4	26.9	23.5	23.5
其它非流动负债	3,206	3,163	3,160	3,129	3,097	派息比率	29.9	29.8	42.5	37.1	36.6
权益总额	21,172	21,453	21,873	24,428	26,889	已动用资本回报率	4.6	3.6	2.4	2.6	2.6
股东权益	12,993	12,787	13,172	14,777	16,245	平均净资产收益率	14.3	11.9	8.3	8.8	8.3
少数股东权益	8,179	8,666	8,701	9,652	10,644	平均资产收益率	3.1	2.5	1.7	1.9	1.9
权益及负债总额	61,164	63,242	65,892	65,655	68,225	利息覆盖倍数(倍)	7.3	5.7	4.2	4.4	4.6
净现金/(负债)	(16,643)	(20,045)	(20,413)	(19,899)	(19,178)						

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	2024/11/29	HK\$4.34	买入 (维持)	HK\$6.23
2	2025/3/11	HK\$5.82	买入 (维持)	HK\$7.22
3	2025/7/2	HK\$6.02	增持 (下调)	HK\$6.80

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