

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务 (855 HK)

中期核心业务保增长，项目提价步伐料可超预期

FY26H1 股东净利润同比下跌 24.4%

公司 FY26(年结: 3 月 31 日)上半年总收入及股东净利润分别同比下跌 12.9%及 24.4%至 51.8 亿元及 5.7 亿元(港币, 下同), 主因: (一)受到内地房地产市场波动影响, 供水接驳收入同比下跌 28.6%至 5.6 亿元。(二)公司优化发展步伐, 供水及直饮水建设服务收入分别同比下跌 28.2%及 60.2%至 11.6 亿元及 5,300 万元; (三)直饮水经营服务收入同比下跌 5.6%至 1.9 亿元(见图表 1)。

核心业务收入保增长

虽然如此, 核心供水经营业务保持增长, 相关收入及售水量分别同比增长 4.5%及 5.0%至 18.0 亿元及 7.6 亿吨。此外惠州美孚项目自 FY25 起提供收入, 有效推动公司污水处理业务扩张, FY26H1 污水处理经营服务收入同比上升 14.5%至 3.6 亿元(见图表 1)。

水价调升加快推进, 料可超出全年目标

FY26H1 期间, 公司共有 8 个供水项目获批涨价, 已达 8 至 10 个项目的公司全年目标。获批项目包括湖南宁乡、湖北江陵、湖北石首、江西宜丰、深圳大工业区、河南西华、广东博罗长宁、河南鲁山项目, 每日供水能力合共为 105 万吨, 相等于 2025 年 9 月底公司总供水能力 739 万吨的 14.2%(见图表 2)。由于江西彭泽项目近日已获批涨价, 黑龙江鹤岗及湖南怀化沅辰项目也已进入听证会阶段, 我们相信 FY26 全年获批数目将超出预期。

资本开支下降支持高分红政策

由于公司优化发展步伐, FY26H1 资本开支同比下降 31.8%至 12.4 亿元, 全年目标低于 20.0 亿元, 同比下跌最少约 40.4%。资本开支下降料可支持公司高分红政策。

重申“增持”评级

考虑 FY26H1 业绩及水价上涨因素, 我们分别降低 FY26-28 股东净利润预测 10.8%、14.8%、14.8%(见图表 3、4), 并相应将目标价由 6.90 港元下调至 6.52 港元, 对应 10.1% 上升空间及 9.5 倍 FY27 市盈率。我们重申“增持”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 12 月 1 日)

年结:3 月 31 日	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测
收入	12,859	11,656	9,899	9,443	9,542
增长率 (%)	(9.4)	(9.4)	(15.1)	(4.6)	1.1
股东净利润	1,534	1,075	1,112	1,116	1,156
增长率 (%)	(17.4)	(29.9)	3.5	0.4	3.5
每股盈利 (港币)	0.94	0.66	0.68	0.69	0.71
市盈率 (倍)	6.3	9.0	8.7	8.6	8.3
每股股息 (港币)	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
股息率 (%)	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
每股净资产 (港币)	7.83	8.09	8.95	9.63	10.32
市净率 (倍)	0.76	0.73	0.66	0.61	0.57

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 增持

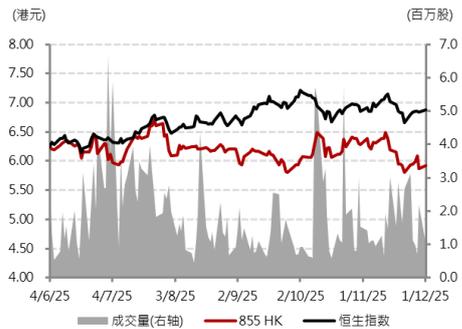
目标价: 6.52 港元

股票资料 (更新至 2025 年 12 月 1 日)

现价	5.92 港元
总市值	9,630.14 百万 港元
流通股比例	39.30%
已发行总股本	1,626.71 百万
52 周价格区间	4.32-7.05 港元
3 个月日均成交额	10.15 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 6.03%)

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

20250818 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: 水价调升保持推进

20250703 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: FY25 供水主业符合预期, 高分红政策料持续

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1: FY26 中期业绩回顾

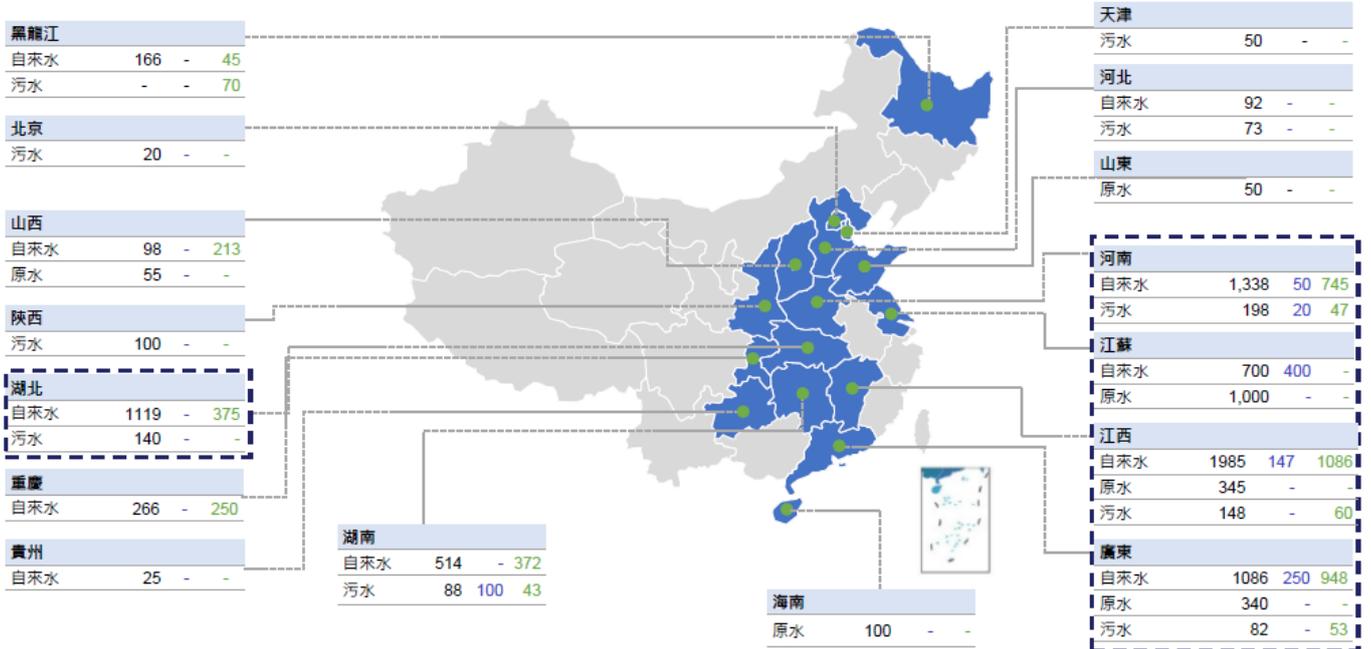
年结: 3 月 31 日 (港币百万元)	2025 年 上半年	2026 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	5,953	5,183	(12.9)	建设收入同比下跌 21.2%至 17.1 亿元, 占总收入比例同比下降 3.5 个百分点至 32.9%
供水				售水量同比增长 5.0%至 7.6 亿吨
- 供水经营服务	1,724	1,801	4.5	受到房地产市场影响
- 供水接驳收入	779	556	(28.6)	优化发展步伐, 推动资本开支下降
- 供水建设服务	1,620	1,164	(28.2)	
直饮水				推动高质量发展
- 直饮水经营服务	196	185	(5.6)	
- 直饮水接驳收入	22	7	(67.6)	优化发展步伐
- 直饮水建设服务	133	53	(60.2)	
污水处理				惠州美孚项目同比上升 11.9%至 9,070 万
- 污水处理及排水经营服务	315	361	14.5	优化发展步伐
- 污水处理及水环境治理建设服务	413	490	18.6	
房地产及其他				非核心资产出售收入减少
- 房地产销售	241	0	(99.9)	
- 其他	509	567	11.3	
销售成本	(3,666)	(3,356)	(8.5)	接驳业务的利润率较高, 但其收入同比降幅扩大
毛利润	2,286	1,827	(20.1)	
其他收入(不含利息收入)	116	118	2.4	
销售及分销成本	(83)	(73)	(12.2)	
行政支出	(397)	(364)	(8.3)	
其他经营支出及收益	0	(10)	不适用	
经营利润	1,922	1,498	(22.0)	
利息收入	97	110	13.2	
利息支出	(427)	(352)	(17.6)	
分占联营公司业绩	45	(39)	不适用	与公司大股东要约收购康达环保(6136 HK)所涉及的一次性 6,420 万元股权摊薄损失
税前利润	1,637	1,218	(25.6)	
税项	(399)	(262)	(34.3)	实际税率由 25.1%下降至 20.9%
税后利润	1,238	956	(22.8)	
少数股东权益	(482)	(384)	(20.3)	
股东净利润	756	571	(24.4)	
每股盈利(港元)	0.46	0.35	(24.1)	
每股股息(港元)	0.13	0.13	0.0	分红比率由 28.1%上升至 37.0%
利润率(%)			增长 (百分点)	
毛利润率	38.4	35.2	-3.2	
经营利润率	32.3	28.9	-3.4	
股东净利润率	12.7	11.0	-1.7	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2：公司供水及污水项目分布

總規模: 1,548萬噸/日*

現有能Ⓕ: ~1,018萬噸/日, 在建: ~97萬噸/日, 擬建: ~433萬噸/日



主要產能地區

已運營 在建 擬建 (千噸/日)

*產能統計以供水口徑

注：截至 2025 年 9 月 30 日
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：收入分布预测

年结:3 月 31 日	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	复合年增长率 (FY25-28) (%)
金额 (港币百万元)						
运营收入	3,982	4,482	4,831	5,048	5,317	5.9
- 同比增长 (%)	1.5	12.6	7.8	4.5	5.3	
其中: -						
供水	3,311	3,526	3,808	4,002	4,221	6.2
- 同比增长 (%)	(1.3)	6.5	8.0	5.1	5.5	
直饮水	293	315	297	312	321	0.7
- 同比增长 (%)	72.5	7.2	(5.6)	5.0	3.0	
污水处理	377	641	725	734	774	6.5
- 同比增长 (%)	(5.6)	69.9	13.1	1.2	5.5	
接驳收入	1,791	1,376	891	816	839	(15.2)
- 同比增长 (%)	(11.9)	(23.2)	(35.3)	(8.4)	2.8	
建设收入	5,857	3,782	3,191	2,592	2,397	(14.1)
- 同比增长 (%)	(8.2)	(35.4)	(15.6)	(18.8)	(7.5)	
非核心收入	1,229	2,016	986	987	989	(21.1)
- 同比增长 (%)	(33.8)	64.0	(51.1)	0.1	0.2	
合计	12,859	11,656	9,899	9,443	9,542	(6.5)
- 同比增长 (%)	(9.4)	(9.4)	(15.1)	(4.6)	1.1	
收入分布 (%)						
运营收入	31.0	38.5	48.8	53.5	55.7	
- 供水	25.7	30.2	38.5	42.4	44.2	
- 直饮水	2.3	2.7	3.0	3.3	3.4	
- 污水处理	2.9	5.5	7.3	7.8	8.1	
接驳收入	13.9	11.8	9.0	8.6	8.8	
建设收入	45.5	32.4	32.2	27.4	25.1	
非核心收入	9.6	17.3	10.0	10.4	10.4	
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 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	2028 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测
收入	10,547	10,503	10,540	9,899	9,443	9,542	(6.1)	(10.1)	(9.5)
毛利润	4,092	4,159	4,195	3,613	3,503	3,559	(11.7)	(15.8)	(15.2)
经营利润	3,433	3,536	3,599	3,123	2,970	3,034	(9.0)	(16.0)	(15.7)
税前利润	2,871	3,013	3,115	2,497	2,416	2,494	(13.0)	(19.8)	(19.9)
税后利润	2,212	2,322	2,402	1,948	1,900	1,962	(11.9)	(18.2)	(18.3)
股东净利润	1,247	1,310	1,356	1,112	1,116	1,156	(10.8)	(14.8)	(14.8)
每股盈利 (港币)	0.77	0.81	0.83	0.68	0.69	0.71	(10.8)	(14.8)	(14.8)
每股股息 (港币)	0.28	0.29	0.30	0.28	0.28	0.28	0.0	(3.4)	(6.7)
利润率 (%)							变动 (新/旧) (百分点)		
毛利润率	38.8	39.6	39.8	36.5	37.1	37.3	(2.3)	(2.5)	(2.5)
经营利润率	32.6	33.7	34.2	31.6	31.5	31.8	(1.0)	(2.2)	(2.4)
股东净利润率	11.8	12.5	12.9	11.2	11.8	12.1	(0.6)	(0.7)	(0.8)

来源：中泰国际研究部预测

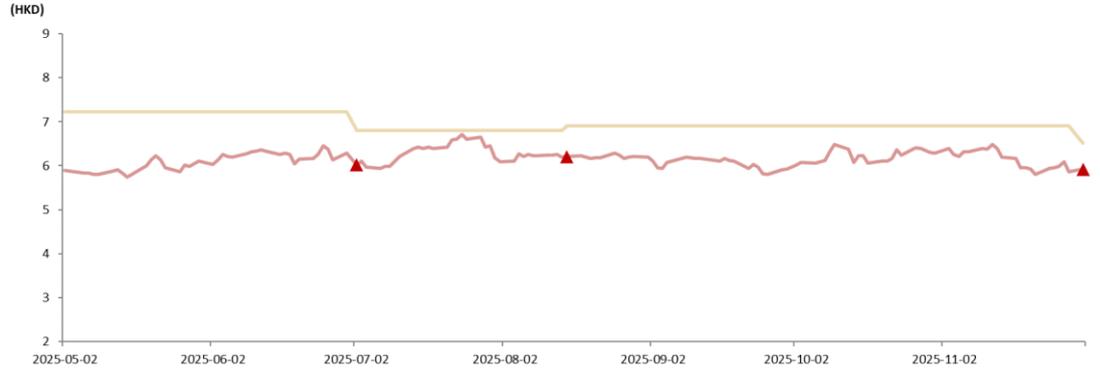
图表 5: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	现金流量表	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测
收入	12,859	11,656	9,899	9,443	9,542	经营活动现金流	2,777	3,394	1,623	2,525	1,931
销售成本	(8,083)	(7,251)	(6,286)	(5,940)	(5,983)	净利润	1,534	1,075	1,112	1,116	1,156
毛利	4,776	4,405	3,613	3,503	3,559	折旧与摊销	1,045	1,123	1,181	1,282	1,392
其它收益(不含利息收入)	181	359	277	189	191	营运资本变动	(449)	(123)	(505)	325	384
销售成本及行政支出	(1,089)	(924)	(757)	(713)	(706)	其它	647	1,320	(164)	(198)	(1,001)
其它	(10)	(498)	(10)	(9)	(10)	投资活动现金流	(5,434)	(2,873)	(1,575)	(1,418)	(1,276)
经营利润	3,858	3,342	3,123	2,970	3,034	融资活动现金流	605	(438)	(1,070)	(2,672)	(1,637)
利息净支出	(533)	(662)	(629)	(627)	(619)	股本变动	0	(28)	0	0	0
联营及合营公司业绩	44	70	3	73	78	净债务变动	1,707	868	(36)	(1,606)	(631)
税前利润	3,370	2,750	2,497	2,416	2,494	已派股息	(555)	(457)	(456)	(455)	(455)
税项	(778)	(722)	(549)	(515)	(531)	其它	(547)	(821)	(578)	(611)	(550)
税后利润	2,591	2,028	1,948	1,900	1,962	净现金流	(2,051)	82	(1,022)	(1,565)	(981)
少数股东权益	(1,058)	(953)	(836)	(784)	(807)						
股东净利润	1,534	1,075	1,112	1,116	1,156						
息税折旧摊销前利润	5,189	4,720	4,484	4,452	4,569						
息税前利润	4,094	3,597	3,303	3,170	3,177						
每股盈利(港币)	0.94	0.66	0.68	0.69	0.71						
每股股息(港币)	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28						
资产负债表	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测	主要财务指标	2024 年 实际	2025 年 实际	2026 年 预测	2027 年 预测	2028 年 预测
总资产	63,242	65,892	63,525	63,811	66,219	增长率 (%)					
流动资产	16,876	17,620	13,792	11,491	10,343	收入	(9.4)	(9.4)	(15.1)	(4.6)	1.1
现金及现金等价物	4,805	4,772	3,628	1,945	843	经营利润	(10.8)	(13.4)	(6.6)	(4.9)	2.2
已抵押存款	745	678	712	695	703	息税折旧摊销前利润	(8.4)	(8.2)	(5.0)	(0.7)	2.6
应收账款	4,967	4,952	3,465	3,258	3,292	息税前利润	(12.0)	(12.1)	(8.2)	(4.0)	0.2
存货及其它流动资产	6,359	7,218	5,987	5,594	5,504	股东净利润	(17.4)	(29.9)	3.5	0.4	3.5
非流动资产	46,366	48,272	49,734	52,319	55,876	每股盈利	(17.4)	(29.9)	3.8	0.4	3.5
固定资产净额	3,422	2,533	2,521	2,506	2,489	利润率 (%)					
投资物业	1,306	1,458	1,558	1,663	1,774	毛利率	37.1	37.8	36.5	37.1	37.3
无形及其它非流动资产	41,638	44,282	45,655	48,150	51,613	经营利润率	30.0	28.7	31.6	31.5	31.8
总负债	41,790	44,019	39,435	37,819	38,297	息税折旧摊销前利润	40.4	40.5	45.3	47.1	47.9
流动负债	20,747	21,409	18,063	16,709	17,649	息税前利润率	31.8	30.9	33.4	33.6	33.3
短期借款	6,972	5,736	6,906	5,531	5,331	股东净利润率	11.9	9.2	11.2	11.8	12.1
应付账款	9,535	11,082	8,414	8,499	8,970	净负债 (%)					
其它流动负债	4,241	4,591	2,743	2,680	3,348	净负债率	156.8	155.0	147.9	137.8	131.4
非流动负债	21,042	22,610	21,372	21,110	20,648	其他 (%)					
长期借款及票据	17,879	19,449	18,243	18,012	17,581	实际税率	23.4	26.9	22.0	22.0	22.0
其它非流动负债	3,163	3,160	3,129	3,097	3,066	派息比率	29.8	42.5	41.0	40.8	39.4
权益总额	21,453	21,873	24,090	25,992	27,922	已动用资本回报率	3.6	2.4	2.4	2.4	2.4
股东权益	12,787	13,172	14,553	15,671	16,794	平均净资产收益率	11.9	8.3	8.0	7.4	7.1
少数股东权益	8,666	8,701	9,537	10,321	11,127	平均资产收益率	2.5	1.7	1.7	1.8	1.8
权益及负债总额	63,242	65,892	63,525	63,811	66,219	利息覆盖倍数(倍)	5.7	4.2	4.1	4.2	4.7
净现金/(负债)	(20,045)	(20,413)	(21,521)	(21,599)	(22,069)						

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	2025/7/2	HK\$6.02	增持 (下调)	HK\$6.80
2	2025/8/15	HK\$6.21	增持 (维持)	HK\$6.90
3	2025/12/1	HK\$5.92	增持 (维持)	HK\$6.52

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 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805