香港股市 | 公用事业 | 供水

更新报告

中国水务（855 HK）

2020 年财年业绩优于市场预测；进一步扩展供水核心业务

2020 年财年股东净利润同比增长 19.7%

公司于昨天(6 月 29 日)公布了业绩。2020 年财年(年结：3 月 31 日) 股东净利润同比上升 19.7%至港币 16.39 亿，高于市场预测的 15.65 亿，虽然比我们较乐观估计的 17.85 亿低 8.2%。供水业务收入同比增长 13.0%至 71.0 亿，占总收入的 81.7%。毛利率由 2019 年财年的 41.7%上升至 2020 年财年的 43.2%，因建筑收入占总收入比例相应地由 44.8%下跌至 42.5%(见图表 1)。

康达环保成功融入公司，主力污水处理业务

中国水务于 2019 年入主**康达环保(6136 HK；未评级)**后，成功提升此联营企业的盈利能力。我们相信康达环保已经成为中国水务的污水处理业务主力军 (见图表 2)。

中国水务近月新增多项供水项目，远超市场预期

不计算康达环保，中国水务的水务总处理能力(含在建及拟建项目)由 2019 年 3 月底的 1,481 万吨/日增长至 2020 年 3 月底的 1,519 万吨/日(见图表 3)，期内新增供水项目的处理能力为 33 万吨/日。远超市场预期，公司于今年 4 月起，新增四个位于河南省巩义市、原阳县、镇平县及贵州省玉屏县的供水项目，总处理能力合计为 56.9 万吨/日，已经高于公司 2020 年财年全年新增能力。我们预料公司会进一步扩展供水核心业务。

微调目标价，重申“买入”评级

基于 2020 年财年业绩，我们分别下调 2021-2022 年财年盈利预测 7.5%及 9.1%(见图表 4)，并相应地将由贴现现金流分析(DCF)推算的目标价由 10.80 港元降低至 10.50 港元，这对应 9.7 倍 2021 年财年市盈率和 89.2%上升空间(见图表 5-6)。重申“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。

评级：买入

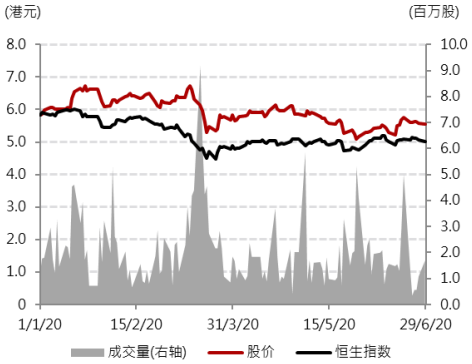
目标价：10.50 港元

股票资料（更新至 2020 年 6 月 29 日）

现价	5.55 港元
总市值	8,902.36 百万 港元
流通股比例	48.10%
已发行总股本	1,604.03 百万
52 周价格区间	5.05-7.72 港元
3 个月日均成交额	9.78 百万 港元
主要股东	段传良 （占 29.36%）
	欧力士(Orix) （占 18.15%）

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

主要财务数据（港币百万元）（更新至 2020 年 6 月 29 日）

年结:3 月 31 日	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 实际	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	7,580	8,302	8,694	9,952	11,197
增长率（%）	*32.8*	*9.5*	*4.7*	*14.5*	*12.5*
股东净利润	1,141	1,369	1,639	1,738	1,967
增长率（%）	*33.6*	*20.1*	*19.7*	*6.0*	*13.2*
每股盈利（港币）	0.73	0.85	1.02	1.08	1.23
市盈率（倍）	7.6	6.5	5.4	5.1	4.5
每股股息（港币）	0.23	0.28	0.30	0.36	0.40
股息率（%）	4.1	5.0	5.4	6.5	7.2
每股净资产（港币）	4.46	4.95	5.30	5.91	6.60
市净率（倍）	1.25	1.12	1.05	0.94	0.84

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

相关报告

20200402 - 中国水务（855 HK）更新报告：一石二鸟的潜在交易

20200330 - 中国水务（855 HK）更新报告：肺炎疫情对供水业务的影响渐渐退却

分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

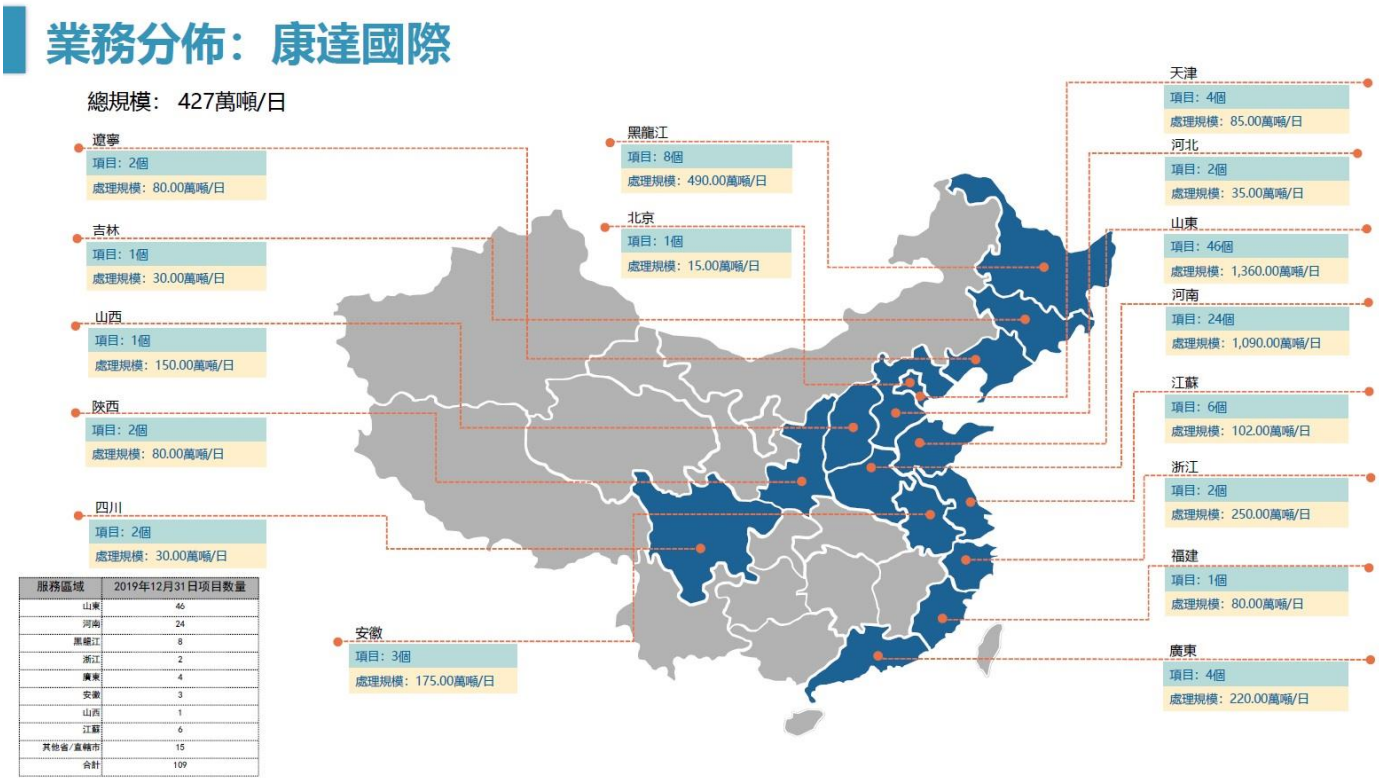
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2020 年财年业绩回顾

年结:3 月 31 日 (港币百万元)	2019 年 实际	2020 年 实际	增长 (同比%)	2020 年 中泰国际预测	实际与估计之差 (%)	中泰国际评论
收入	**8,302**	**8,694**	**4.7**	**9,590**	**(9.3)**	(一)2020 年财年污水处理建筑收入同比下跌 43.5%至港币 6.14 亿；(二)供水业务收入同比增长 13.0%至港币 71.0 亿
销售成本	(4,838)	(4,936)	2.0	(5,581)	(11.6)	
毛利润	**3,464**	**3,758**	**8.5**	**4,009**	**(6.2)**	
其他收入(不含利息收入)	204	251	23.3	192	30.8	20 年财年政府补贴同比上升 26.8%至港币 1.81 亿
销售成本及行政支出	(847)	(934)	10.4	(916)	2.0	
其他经营支出	(13)	(13)	0.4	(16)	(18.0)	
其他	118	(0)	不适用	113	不适用	
经营利润	**2,926**	**3,062**	**4.7**	**3,381**	**(9.4)**	
利息净支出	(223)	(310)	39.1	(299)	3.6	
分占联营公司业绩	69	413	497.6	307	34.4	扣除港币 2.1 亿负面商誉收益后，康达环保(6136 HK；未评级)的应占实际利润为港币 1.1 亿
税前利润	**2,772**	**3,165**	**14.2**	**3,389**	**(6.6)**	
税项	(642)	(657)	2.4	(740)	(11.2)	实质税率由 23.8%轻微增加至 23.9%
税后利润	**2,130**	**2,507**	**17.7**	**2,650**	**(5.4)**	
少数股东权益	(761)	(868)	14.0	(865)	0.3	
股东净利润	**1,369**	**1,639**	**19.7**	**1,785**	**(8.2)**	
每股盈利 (港元)	0.85	1.02	20.0	1.11	(8.0)	
每股股息 (港元)	0.28	0.30	7.1	0.37	(18.9)	派息比率由 32.9%下跌至 29.4%
利润率 (%)			**增长 (同比%)**		**实际与估计之差 (%)**	
毛利润率	41.7	43.2	1.5	41.8	1.4	建筑收入占总收入比例由 44.8%下跌至 42.5%
经营利润率	35.2	35.2	-0.0	35.3	-0.0	
净利润率	16.5	18.9	2.4	18.6	0.2	

来源：公司资料、中泰国际研究部

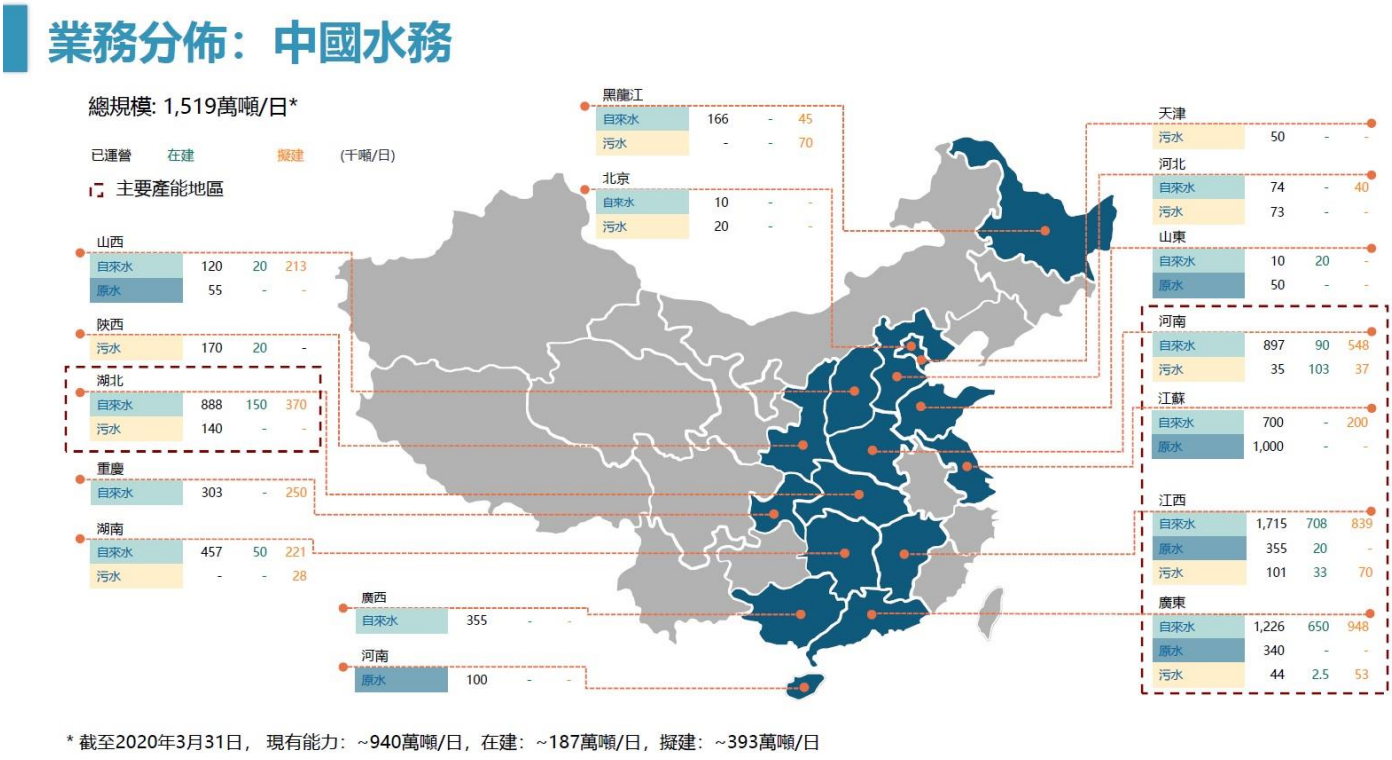
图表 2：康达环保项目分布



服務區域	2019年12月31日項目數量
山東	46
河南	24
黑龍江	8
浙江	2
廣東	4
安徽	3
山西	1
江蘇	6
其他省/直轄市	15
合計	109

来源：公司资料

图表 3：中国水务项目分布(不含康达环保)



* 截至2020年3月31日， 現有能力：~940萬噸/日，在建：~187萬噸/日，擬建：~393萬噸/日

来源：公司资料

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) (%)	
	2021 年 预测	2022 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	**10,904**	**12,095**	**9,952**	**11,197**	**(8.7)**	**(7.4)**
销售成本	(6,302)	(6,943)	(5,523)	(6,181)	(12.4)	(11.0)
毛利润	**4,601**	**5,153**	**4,429**	**5,016**	**(3.8)**	**(2.6)**
其他收入(不含利息收入)	207	218	289	314	39.3	44.0
销售成本	(224)	(242)	(204)	(224)	(8.7)	(7.4)
行政支出	(774)	(810)	(746)	(784)	(3.6)	(3.3)
其他经营支出	(17)	(18)	(16)	(17)	(8.7)	(7.4)
投资物业公平值收益	0	0	0	0	不适用	不适用
其他资产公平值收益	(14)	(9)	0	0	不适用	不适用
其他	132	136	20	21	(84.9)	(84.9)
经营利润	**3,912**	**4,426**	**3,771**	**4,326**	**(3.6)**	**(2.3)**
利息收入	81	131	169	98	109.0	(24.8)
利息支出	(420)	(460)	(420)	(466)	0.0	1.2
分占联营公司业绩	166	200	187	223	12.7	11.1
税前利润	**3,739**	**4,297**	**3,707**	**4,181**	**(0.9)**	**(2.7)**
税项	(858)	(983)	(845)	(950)	(1.5)	(3.4)
税后利润	**2,881**	**3,314**	**2,862**	**3,231**	**(0.7)**	**(2.5)**
少数股东权益	(1,003)	(1,149)	(1,124)	(1,263)	12.1	9.9
股东净利润	**1,879**	**2,164**	**1,738**	**1,967**	**(7.5)**	**(9.1)**
息税折旧摊销前利润	4,828	5,491	4,797	5,381	(0.7)	(2.0)
息税前利润	4,158	4,757	4,127	4,647	(0.8)	(2.3)
每股盈利 (港币)	1.17	1.35	1.08	1.23	(7.5)	(9.1)
每股股息 (港币)	0.39	0.44	0.36	0.40	(7.7)	(9.1)
利润率 (%)					**变动 (新/旧) (百分点)**	
毛利润率	42.2	42.6	44.5	44.8	2.3	2.2
经营利润率	35.9	36.6	37.9	38.6	2.0	2.0
股东净利润率	17.2	17.9	17.5	17.6	0.2	(0.3)

来源：中泰国际研究部预测

图表 5：贴现现金流估值

年结: 3 月 31 日 (港币百万元)	2021 预测	2022 预测	2023 预测	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2029 预测	2030 预测
息税前利润	**4,127**	**4,647**	**4,767**	**4,755**	**4,721**	**4,678**	**4,604**	**4,505**	**4,344**	**4,189**
加：折旧及摊销	**670**	**734**	**634**	**533**	**445**	**372**	**308**	**254**	**206**	**167**
减：税费	(845)	(950)	(1,049)	(1,046)	(1,039)	(1,029)	(1,013)	(991)	(956)	(921)
营运资金变动	1,430	(108)	(279)	(293)	(307)	(320)	(331)	(341)	(320)	(297)
资本开支	(113)	(108)	(161)	(169)	(177)	(185)	(191)	(197)	(173)	(149)
自由现金流	**5,268**	**4,215**	**3,912**	**3,779**	**3,644**	**3,516**	**3,377**	**3,229**	**3,101**	**2,988**
永续增长率	**1.0%**									
贝塔系数	1.20									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	13.9%									
权益成本	20.7%									
债务成本	3.5%									
债务/权益	55.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	**10.8%**									
股权价值 (港币百万元)	**16,850**									
每股价值 (港元)	**10.50**									
目标价 (港元)	**10.50** (四舍五入，精确至 0.01)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 6：每股股权价值的敏感性分析

港币		**永续增长率 (%)**				
		0.0%	**0.5%**	**1.0%**	**1.5%**	**2.0%**
加权平均资金成本 (%)	**9.7%**	11.81	12.27	12.77	13.34	13.99
	10.2%	10.75	11.14	11.58	12.06	12.60
	10.8%	9.80	10.13	**10.50**	10.91	11.37
	11.3%	8.93	9.22	9.54	9.89	10.28
	11.8%	8.14	8.39	8.67	8.97	9.31

来源：中泰国际研究部预测

图表 7：财务摘要（年结：3 月 31 日；港币百万元）

损益表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测
收入	**7,580**	**8,302**	**8,694**	**9,952**	**11,197**
销售成本	(4,310)	(4,838)	(4,936)	(5,523)	(6,181)
毛利润	**3,271**	**3,464**	**3,758**	**4,429**	**5,016**
其它收入	121	204	251	289	314
销售成本及行政支出	(808)	(847)	(934)	(950)	(1,008)
其它经营支出	(12)	(13)	(13)	(16)	(17)
资产公平值收益及其它	(7)	118	(0)	20	21
经营利润	**2,563**	**2,926**	**3,062**	**3,771**	**4,326**
利息净支出	(161)	(223)	(310)	(251)	(368)
联营及合营公司业绩	60	69	413	187	223
税前利润	**2,462**	**2,772**	**3,165**	**3,707**	**4,181**
税项	(701)	(642)	(657)	(845)	(950)
税后利润	**1,762**	**2,130**	**2,507**	**2,862**	**3,231**
少数股东权益	(621)	(761)	(868)	(1,124)	(1,263)
股东净利润	**1,141**	**1,369**	**1,639**	**1,738**	**1,967**
息税折旧摊销前利润	3,195	3,617	4,204	4,797	5,381
息税前利润	2,751	3,091	3,594	4,127	4,647
每股盈利(港币)	0.73	0.85	1.02	1.08	1.23
每股股息(港币)	0.23	0.28	0.30	0.36	0.40

现金流量表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年估计	2021 年预测	2022 年预测
经营活动现金流	**1,330**	**1,018**	**3,081**	**2,213**	**3,593**
净利润	1,141	1,369	1,639	1,738	1,967
折旧与摊销	444	514	610	670	734
营运资本变动	(803)	(1,330)	1,410	(1,430)	108
其它	548	465	(578)	1,234	784
投资活动现金流	**(2,167)**	**(3,370)**	**(2,985)**	**(2,949)**	**(2,263)**
资本性支出净额	(198)	(179)	(119)	(113)	(108)
其它	(1,969)	(3,191)	(2,866)	(2,836)	(2,155)
自由现金流	**3,099**	**4,115**	**2,018**	**5,268**	**4,215**
融资活动现金流	**(1,054)**	**3,809**	**1,576**	**(1,637)**	**(1,022)**
股本变动	412	0	0	0	0
净债务变动	(802)	3,894	2,457	(749)	23
已派股息	(383)	(434)	(482)	(497)	(610)
其它	(281)	350	(399)	(390)	(436)
净现金流	**(1,891)**	**1,458**	**1,672**	**(2,373)**	**308**

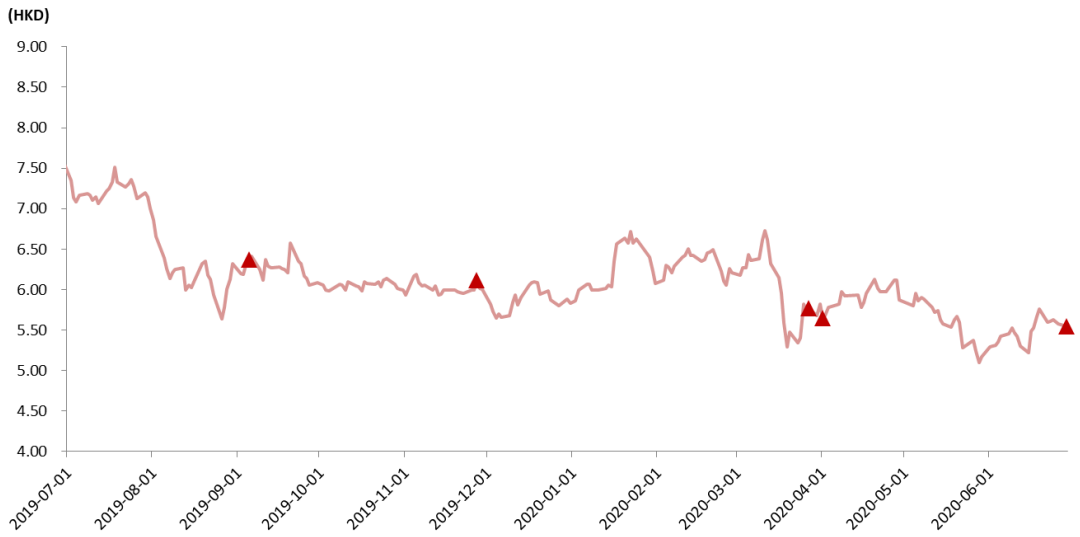
资产负债表	2018 年实际	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测
总资产	**28,589**	**35,825**	**41,903**	**42,889**	**46,257**
流动资产	**9,008**	**11,332**	**13,289**	**12,230**	**13,218**
现金及现金等价物	2,511	3,973	5,641	3,273	3,588
已抵押存款	570	645	963	804	884
应收账款	2,348	2,793	2,922	3,334	3,751
存货及其它流动资产	3,579	3,921	3,763	4,819	4,996
非流动资产	**19,581**	**24,493**	**28,614**	**30,659**	**33,039**
固定资产净额	2,533	2,921	2,224	3,281	3,413
投资物业	909	912	1,031	1,034	1,126
无形及其它非流动资产	16,139	20,659	25,359	26,344	28,500
总负债	**17,435**	**22,922**	**27,804**	**26,697**	**27,686**
流动负债	**8,649**	**10,019**	**12,336**	**12,185**	**13,173**
短期借款	3,450	3,437	4,091	4,277	4,277
应付账款	3,932	4,389	5,590	5,374	6,046
其它流动负债	1,267	2,192	2,655	2,535	2,850
非流动负债	**8,786**	**12,903**	**15,468**	**14,511**	**14,513**
长期借款及票据	7,432	11,494	13,298	12,363	12,386
其它非流动负债	1,354	1,409	2,170	2,149	2,127
权益总额	**11,154**	**12,902**	**14,099**	**16,192**	**18,571**
股东权益	7,169	7,970	8,508	9,477	10,593
少数股东权益	3,986	4,932	5,591	6,714	7,978
权益及负债总额	**28,589**	**35,825**	**41,903**	**42,889**	**46,257**
净现金/(负债)	(8,371)	(10,958)	(11,748)	(13,366)	(13,075)

主要财务指标	2018 年实际	2019 年实际	2020 年实际	2021 年预测	2022 年预测
增长率 (%)					
收入	32.8	9.5	4.7	14.5	12.5
经营利润	19.3	14.1	4.7	23.2	14.7
息税折旧摊销前利润	23.2	13.2	16.6	14.1	12.2
息税前利润	24.3	12.4	16.3	14.8	12.6
股东净利润	33.6	20.1	19.7	6.0	13.2
每股盈利	28.0	17.2	20.0	6.1	13.2
利润率 (%)					
毛利率	43.1	41.7	43.2	44.5	44.8
经营利润率	33.8	35.2	35.2	37.9	38.6
息税折旧摊销前利润	42.2	43.6	48.4	48.2	48.1
息税前利润率	36.3	37.2	41.3	41.5	41.5
股东净利润率	15.0	16.5	18.9	17.5	17.6
净负债 (%)					
净负债率	116.8	137.5	138.1	141.0	123.4
其他 (%)					
实际税率	29.2	23.7	23.9	24.0	24.0
派息比率	31.7	32.9	29.4	33.2	32.6
已动用资本回报率	5.7	5.3	5.5	5.7	5.9
平均净资产收益率	17.8	18.1	19.9	19.3	19.6
平均资产收益率	4.2	4.3	4.2	4.1	4.4
利息覆盖倍数(倍)	9.5	9.7	8.4	9.8	10.0

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/1/26	HK$7.63	增持 (首次覆盖)	HK$8.80
2	2018/4/26	HK$7.73	增持 (维持)	HK$8.80
3	2018/6/28	HK$8.03	增持 (维持)	HK$9.16
4	2018/8/3	HK$9.28	增持 (维持)	HK$10.61
5	2018/10/30	HK$6.98	买入 (上调)	HK$10.76
6	2018/11/29	HK$8.77	买入 (维持)	HK$10.76
7	2019/4/4	HK$8.49	买入 (维持)	HK$10.50
8	2019/5/24	HK$7.84	买入 (维持)	HK$10.50
9	2019/6/27	HK$8.10	买入 (维持)	HK$10.60
10	2019/9/5	HK$6.37	买入 (维持)	HK$10.50
11	2019/11/27	HK$6.12	买入 (维持)	HK$10.50
12	2020/3/27	HK$5.77	买入 (维持)	HK$10.80
13	2020/4/1	HK$5.65	买入 (维持)	HK$10.80
14	2020/6/29	HK$5.55	买入 (维持)	HK$10.50

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 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 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（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。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。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。本公司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、状况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投资银行业务关系。

（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）中泰国际证券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