

# 中國水務集團 (855.HK)

## 中國綜合性供水營運商，核心業務維持穩定增長

香港 | 環保公用 | 公司研報

July 19, 2019

### 投資概要

**中國綜合性供水服務提供商，運營規模國內領先**

公司是中國領先的供水業務營運商，也是唯一一家以自來水業務為重心的香港上市水務公司。截止 2018 年 9 月，公司城市供水經營及建設已接駁用戶約為 440 萬，潛在服務人口約為 2,200 萬，水管總長度逾 137,000 公里。截止 2019 年 3 月，公司已投運水處理能力約 894 萬噸/日，在建產能約 224 萬噸/日，未來擴張產能約 362 萬噸/日。

**有機成長與外延併購結合，核心業務保持高速增長**

截止 2019 年 3 月 31 日，公司錄得收益港幣 83.02 億元，較去年之港幣 75.80 億元穩定增長 9.5%。其中，供水業務收入為港幣 63.76 億元，受供水建造收入減少及供水運營收入增速減緩的影響，供水業務收入同比增長 2.77%。環保業務收入為港幣 15.22 億元，受污水處理建造收入大幅增加的影響，環保業務收入同比增加 87.1%。另外，受公司所投資持有之房產公允價值下降的影響，物業開發及投資收入為港幣 2.91 億元，同比下降 39.2%。總體來看，最近四年公司供水經營及環保收入年復合增長率為 22.1%，隨著中國城市化率不斷提升，供水需求不斷加大，公司核心業務得以保持較快增長。另外，公司持續通過外延併購提升公司供水能力，並且通過自身成熟的運作經驗及管理能力的提升，提升新併購水廠的整體運作效率，從而使水廠能夠在短期內得到處理能力的提升。截止 2019 年 3 月，公司每日總設計供水能力為約 1,349 萬噸，污水處理能力為 111 萬噸。

**TOO 模式推動與政府合作，業務範圍覆蓋全價值鏈**

公司大部分項目採用 TOO 模式 (Transfer-Own-Operate)，即由公司投資收購已建成的供水項目並承擔項目的運行、維護等工作，資產的產權 (包括水廠、管網和土地等) 均歸屬為專門設立的項目公司。項目公司通過降低漏損率、提供增值服務等措施以提高資產盈利能力。公司通過對整個價值鏈的縱向整合，從原水管網的鋪設，到城市供水分佈，到排水及污水處理運營，為政府和客戶提供端到端的供水解決方案。

**首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 10.58 港幣**

我們採用剩餘收益估值模型，得到目標價 10.58 港幣，對應 FY20/FY21/FY22 11.87x/10.47x/9.41x PE，較現價 (HKD7.33 as of July 17, 2019) 有 +44.40% 的升幅，首次覆蓋，給予“買入”評級。

### 買入 (首次覆蓋)

現價 HKD 7.33

(現價截至 2019 年 7 月 17 日)

目標價 HKD 10.58 (+44.40%)

### 公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,608.9
市值 (港幣百萬元):	11,793
52 周最高價/最低價 (港幣):	10.62/6.82

### 主要股東

段傳良	29.16%
ORIX Corporation	18.10%

### 股價表現

	1 個月	3 個月	1 年
中國水務集團	-5.78%	-11.04%	-22.81%
恆生指數	3.98%	-4.57%	1.69%

### 收益 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

### 財務資料

mn HKD	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	7,580	8,302	9,395	10,564	11,782
Net Profit for Owners	1,141	1,369	1,466	1,698	1,930
EPS HKD	0.73	0.85	0.89	1.01	1.12
P/E	10.09	8.61	8.22	7.25	6.52
BVPS HKD	4.56	4.95	5.44	6.00	6.62
P/B	1.61	1.48	1.35	1.22	1.11
ROE	17.84%	18.09%	17.33%	17.85%	18.00%

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

研究分析員

段煉 (+852 2277 6515)

leonduan@phillip.com.hk

## 行業分析

### 中國水務行業需求強勁

根據國家統計局數據顯示，2017 年中國城鎮人口佔比為 59%，且呈現逐年升高態勢。中國城市化的增長，創造了長期的水務和污水處理業務需求。根據《2018 年城鄉建設統計年鑒》數據顯示，截至 2017 年底，城市用水普及率已達到 98.3%，縣城用水普及率也達到 92.87%。近幾年供水設施建設已趨近飽和，全國城鎮供水總量保持基本穩定，保持 1%-3% 的增長速度。污水處理方面，截至 2017 年底，中國設市城市、縣城及建制鎮累計建成污水處理廠 8591 座，污水處理能力約 2.07 億立方米/日，近年增長速度在 4%-6% 之間。

圖-1: 城鎮人口佔總人口百分比

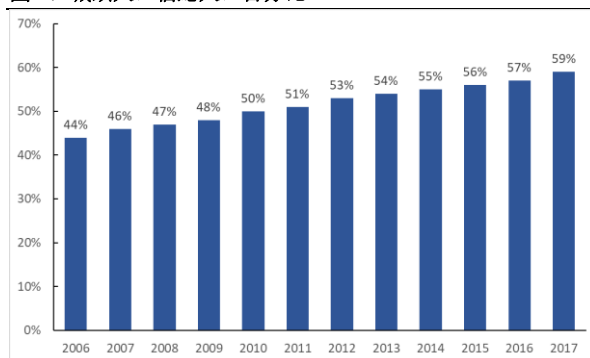
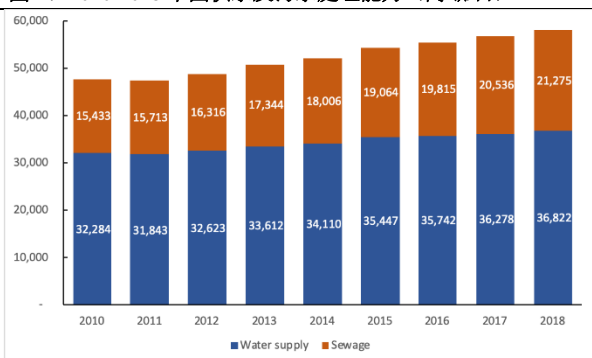


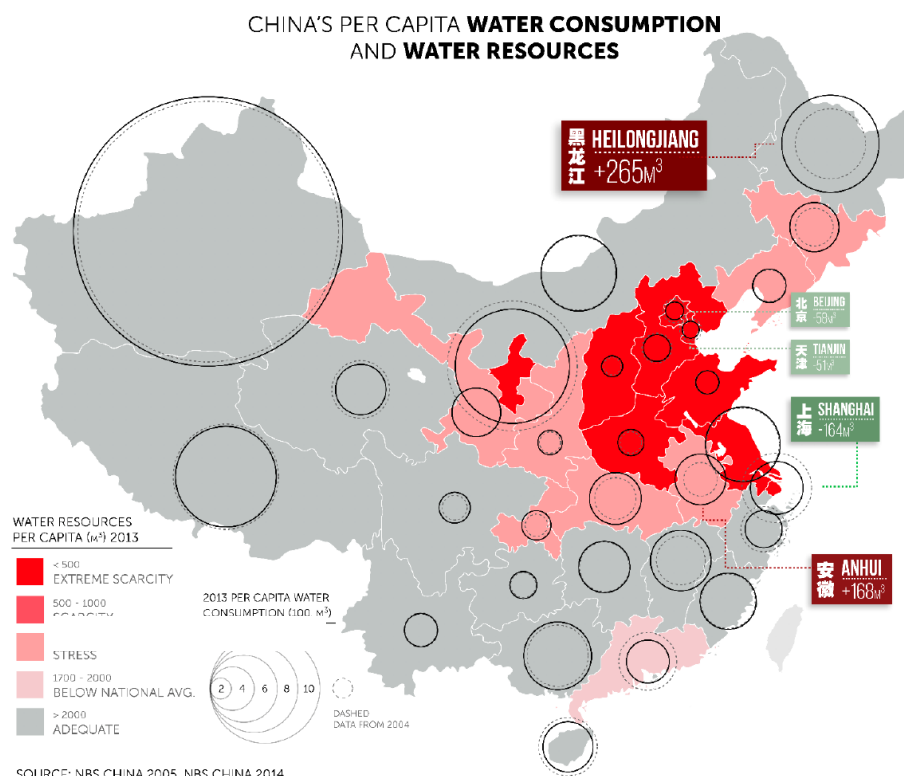
圖-2: 2010-2018 中國供水及污水處理能力 (萬噸/日)



Source: Phillip Securities (HK) Research, National Bureau of Statistics of China, Ministry of Housing and Urban-Rural Development

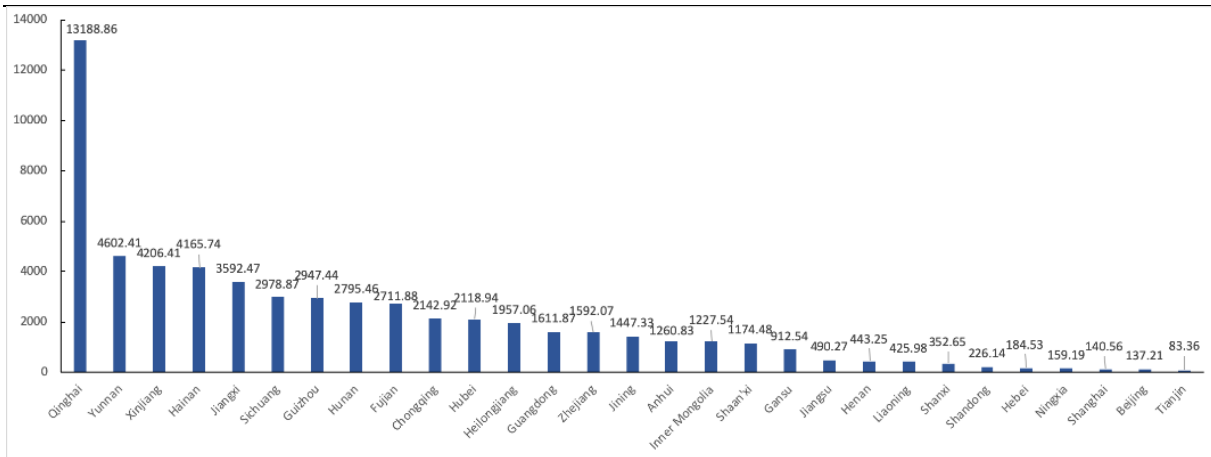
中國為聯合國 13 個貧水國家之一，660 個城市中超過 400 個城市水資源短缺，尤其是北部和部分東部城市為水資源嚴重短缺。根據國家統計局的數據，近幾年中國人均水資源量逐年減少，2018 年人均水資源量為 2007.57 立方米/人，同比降 3.2%，且僅為世界平均水平的三分之一。

圖-3: 中國人均水資源量及消費量



Source: Phillip Securities (HK) Research, National Bureau of Statistics of China

圖-4: 2017年各省(直轄市、自治區)人均水資源量(立方米/人)



Source: Phillip Securities (HK) Research, National Bureau of Statistics of China

城市化以及工業化的急速發展導致中國水資源需求急劇增加。與此同時，工業化進程導致水資源污染加劇。根據生態環境部發佈的《2018 中國生態環境狀況公報》顯示，全國地表水 I~III 類比例為 74.3%，劣 V 類比例為 6.9%；河流域 I~III 類、IV~V 類和劣 V 類比例分別為 74.3%、18.9%和 6.9%；湖泊水 I~III 類、IV~V 類和劣 V 類比例分別為 66.6%、25.2%和 8.1%；地下水 I~III 類、IV 類和 V 類比例分別為 13.8%、70.7%和 15.5%，水質情況不容樂觀。根據 China Water Risk 的預測，至 2030 年中國水資源供應量將遠遠低於需求量，甚至造成 1990 億立方米的短缺。綜合來看，中國供水市場及污水處理市場需求強勁而供應不足，未來仍存在許多長期機遇。

圖-5: 2015-2018 年全國地表水水質類別比例

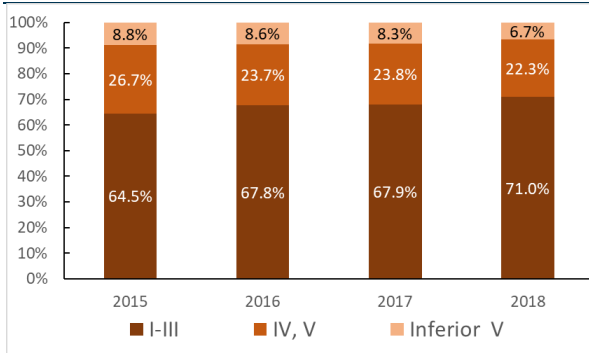
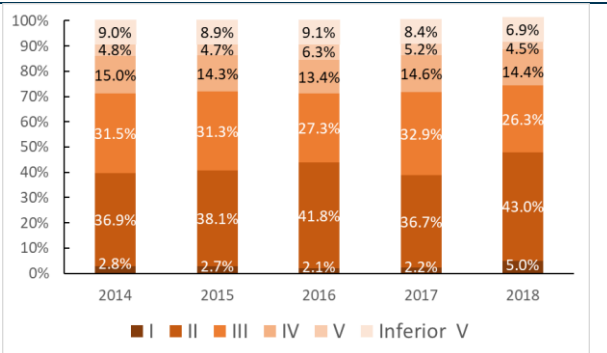


圖-6: 2014-2018 年全國流域水水質類別比例



Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Ecology and Environment

圖-7: 2014-2018 年全國湖泊水水質類別比例

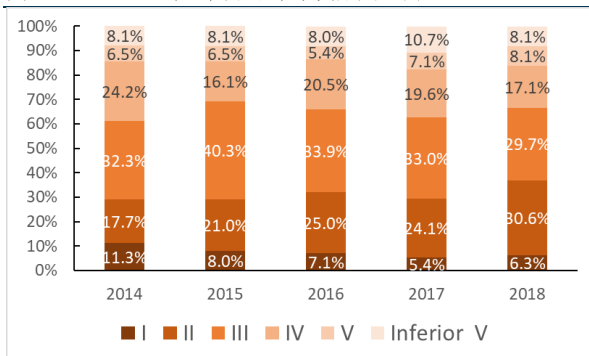
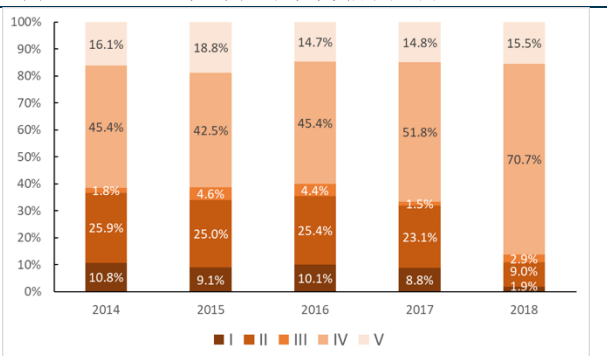
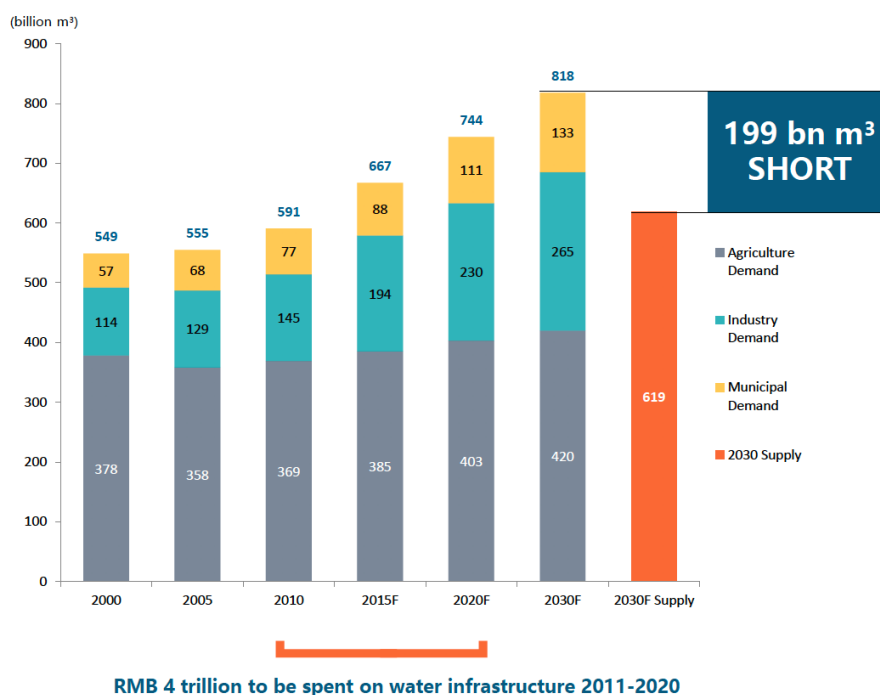


圖-8: 2014-2018 年全國地下水水質類別比例



Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Ecology and Environment

圖-9: 中國水需求及供應量



Source: Phillip Securities (HK) Research, China Water Risk

另一方面，中國水價處於較低水平。根據 GWI 發佈的 2017 年度全球水價白皮書，中國水價遠低於世界其他國家，中國最貴的城市水價還不及全球最貴城市水價的十分之一，污水處理費也遠低於全球水價最貴十大城市，中國水價及污水處理費還有很大提升空間。

圖-10: 全球十大水費最貴城市及其污水處理費 (美元)

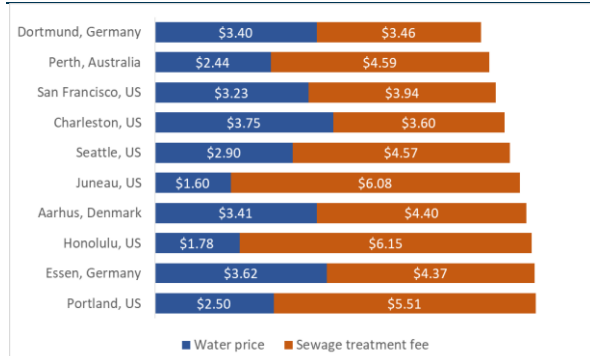
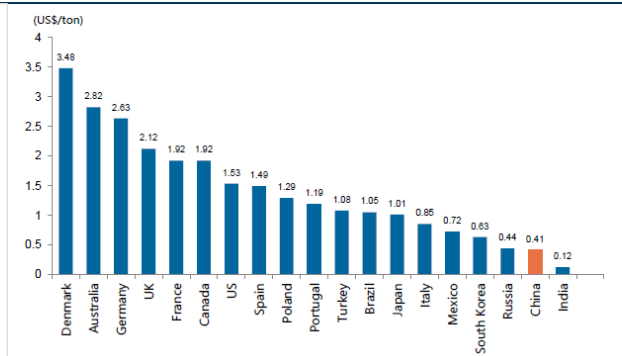


圖-11: 世界主要經濟體水費比較 (美元/噸)



Source: Phillip Securities (HK) Research, GWI, Wind

### 政策推動，水務市場仍存較大發展空間

根據 2016 年 11 月國務院印發的《“十三五”生態環境保護規劃》指出，到 2020 年，地級及以上城市集中式飲用水水質達到或優於Ⅲ類比例高於 93%；全國地下水污染加劇趨勢得到初步遏制，質量極差的地下水比例控制在 15% 左右；地級及以上城市建成區黑臭水體比例均控制在 10% 以內，其他城市力爭大幅度消除重度黑臭水體；沿海省（區、市）入海河流基本消除劣 V 類的水體；到 2020 年，全國所有縣城和重點鎮具備污水收集處理能力，城市和縣城污水處理率分別達到 95% 和 85% 左右，地級及以上城市建成區基本實現污水全收集、全處理；提升污水再生利用和污泥處置水準，大力推進污泥穩定化、無害化和資源化處理處置，地級及以上城市污泥無害化處理處置率達到 90%，京津冀區域達到 95%；實現缺水城市再生水利用率達到 20% 以上，京津冀區域達到 30% 以上；推進海綿城市建設，能夠將 70% 的降雨就地消納和利用的土地面積達到城市建成區面積的 20% 以上，地級及以上缺水城市全部達到國家節水型城市標準要求，京津冀、長三角、珠三角等區域提前一年完成。“十三五”生態環境保護水環境質量主要包含以下指標：

表-1: “十三五”生態環境水質量指標

指標	2015年	2020年
地表水品質達到或好於Ⅲ類水體比例 (%)	66	>70
地表水品質劣Ⅴ類水體比例 (%)	9.7	<5
重要江河湖泊水功能區水質達成率 (%)	70.8	>80
地下水品質極差比例 (%)	15.7	~15
近岸海域水質優良 (一、二類) 比例 (%)	70.5	~70

Source: Phillip Securities (HK) Research, “13th Five-Year” Ecological Environmental Protection Plan

另據 2016 年 12 月國家發展改革委會同住房城鄉建設部共同編制的《“十三五”全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》指出，截至 2015 年，全國城鎮污水處理能力已達到 2.17 億立方米/日，城市污水處理率達到 92%，縣城污水處理率達到 85%；“十三五”期間規劃新增污水管網 12.59 萬公里，其中，設市城市 6.62 萬公里，縣城 2.92 萬公里，建制鎮 3.05 萬公里；老舊污水管網改造 2.77 萬公里，其中，設市城市 1.58 萬公里，縣城 0.73 萬公里，建制鎮 0.46 萬公里；合流制管網改造 2.88 萬公里，其中，設市城市 1.70 萬公里，縣城 1.17 萬公里；新增污水處理設施規模 5022 萬立方米/日，其中，設市城市 2856 萬立方米/日，縣城 1071 萬立方米/日，建制鎮 1095 萬立方米/日；提標改造污水處理設施規模 4220 萬立方米/日，其中設市城市 3639 萬立方米/日，縣城 581 萬立方米/日；新增污泥（以含水 80%濕污泥計）無害化處置規模 6.01 萬噸/日，其中，設市城市 4.56 萬噸/日，縣城 0.92 萬噸/日，建制鎮 0.53 萬噸/日；新增再生水利用設施規模 1505 萬立方米/日，其中，設市城市 1214 萬立方米/日，縣城 291 萬立方米/日。

投資方面，“十三五”城鎮污水處理及再生利用設施建設共投資約 5644 億元。其中，各類設施建設投資 5600 億元，監管能力建設投資 44 億元。設施建設投資中，新建配套污水管網投資 2134 億元，老舊污水管網改造投資 494 億元，雨污合流管網改造投資 501 億元，新增污水處理設施投資 1506 億元，提標改造污水處理設施投資 432 億元，新增或改造污泥無害化處理處置設施投資 294 億元，新增再生水生產設施投資 158 億元。“十三五”期間地級及以上城市黑臭水體整治控源截污涉及的設施建設投資約 1700 億元，已分項計入規劃重點建設任務投資中。

表-2: “十三五”城鎮污水處理及再生利用設施建設目標

指標	2015年	2020年	新增
污水處理率 (%)	91.9	95	3.1
	城市	其中：地級及以上城市建成區基本實現全收集、全處理	
	縣城	≥85 其中：東部地區縣城力爭達到90	
	建制鎮	70 其中：中西部地區建制鎮力爭達到50	
污泥無害化處置率	53	75	22
	城市	其中：地級及以上城市90	
	縣城	力爭達到60	35.7
	重點鎮	提高5個百分點	5
再生水利用率	京津冀地區	≥30	
	缺水城市	≥20	7.9
	其他	力爭達到15	11.6
污水管網規模 (萬公里)	29.65	42.24	12.59
污水處理設施規模 (萬立方米/日)	21744	26766	5022
污泥無害化處置設施規模 (萬噸/日)	3.74	9.75	6.01
再生水生產設施規模 (萬立方米/日)	2653	4158	1505

Source: Phillip Securities (HK) Research, “13th Five-Year Plan” for Urban Wastewater Treatment and Recycling Facilities Construction

另外，2016 年 12 月，發改委發佈了《水利改革發展“十三五”規劃》，該規劃指出，到 2020 年，全國年供用水總量控制在 6700 億立方米以內，萬元國內生產總值用水量、萬元工業增加值用水量較 2015 年分別降低 23% 和 20%，全國城市公共供水管網漏損率控制在 10% 以內，城鎮和工業用水計量率達到 85% 以上。農村方面，農村自來水普及率達到 80% 以上，農村集中式供水工程供水率 85% 以上，水質達成率和供水保障程度進一步提高。水價方面，全面實行城鎮居民用水階梯價格制度、非居民用水超定額累進加價制



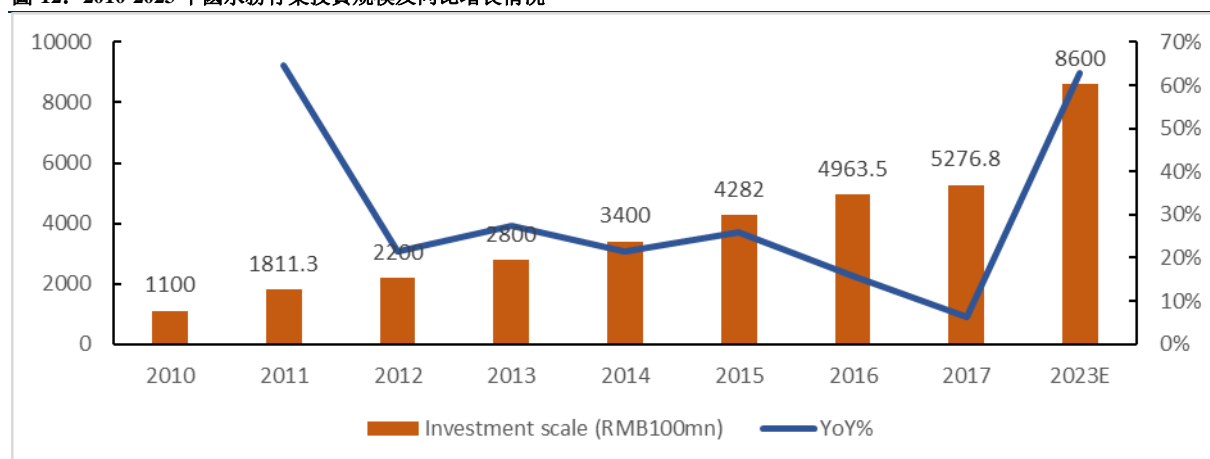
度，拉開高耗水行業與其他行業的水價差價。建立鼓勵非常規水資源利用的價格激勵機制。

### 水務行業集中度較低，市場容量仍不斷擴大

根據前瞻產業研究院研究顯示，中國現有自來水廠 4000 多家，污水處理廠 3500 多座，水務企業眾多但行業集中度較低：CR5 已運營規模市佔率為 11%，CR10 已運營規模市佔率為 16.5%，供水領域的市場集中度相對較低。在污水處理行業，CR5 污水處理企業市佔率為 19%，CR10 市佔率為 27.2%，相對於供水市場，污水處理市場的集中度相對較高。市場過度分散制約了水務行業的技術進步及服務的集約化，預計未來行業龍頭將進行較多的並購整合，通過外延式擴張，打破技術及地域的限制，形成幾大水務集團主導市場的競爭格局。

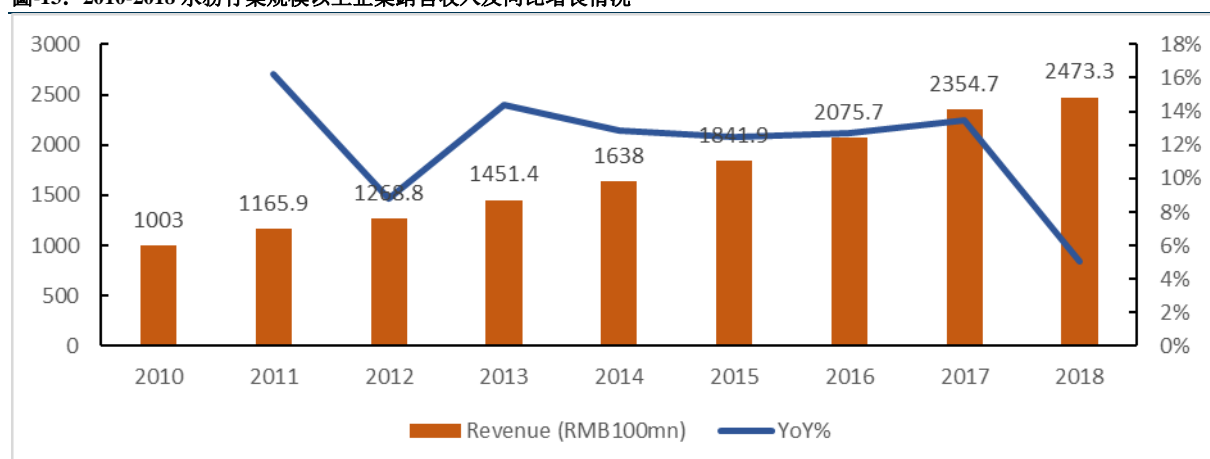
水務行業作為弱週期性行業，行業發展程度與經濟增長水平、人口數量及城市化進程等因素高度相關。近年來，行業政策監管要求不斷加強，黑臭水體治理、海綿城市建設、鄉鎮污水處理等領域快速增長，總體來看，水務行業投資規模不斷變大，市場容量仍存在較大發展空間。根據前瞻產業研究院資料，“十二五”期間水務行業投資年均增速達 24%，預計到 2023 年，我國水務行業的年度投資額將突破 8600 億元。

圖-12: 2010-2023 中國水務行業投資規模及同比增長情況



Source: Phillip Securities (HK) Research, Qianzhan Industrial Research

圖-13: 2010-2018 水務行業規模以上企業銷售收入及同比增長情況



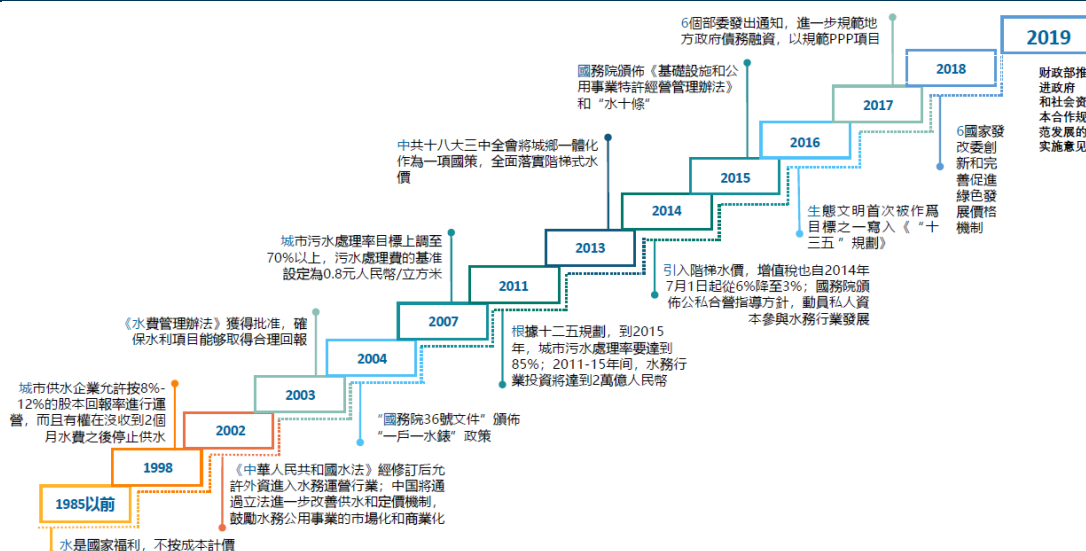
Source: Phillip Securities (HK) Research, Qianzhan Industrial Research

## 公司分析

### 公司介紹

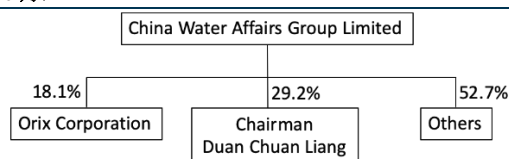
公司是香港聯合交易所主板上市公司（股份代號：0855），是中國領先的市場化跨區域供水運營商，也是唯一一家以自來水業務為主的香港上市水務公司。公司在中國大陸投資，興建及經營水務項目，並迅速成為包括原水、自來水供應、污水處理及相關增值服務的最大的綜合水務營運商之一。現時，公司在中國大陸的業務已覆蓋 13 個省，3 個直轄市，超過 60 座城市，覆蓋人口近 2000 萬，接駁用戶 475 萬。日綜合處理能力總規模約 1480 萬立方米/日，綜合水處理能力超過 800 萬噸/日。2009 年公司被納入富時環保機會亞太指數，2016 年被列入深港通首批標的股票。公司 2019Q1 錄得營業收入港幣 83.02 億元，同比增長 9.53%；實現毛利港幣 34.64 億元，同比增長 5.91%；實現歸母淨利潤港幣 13.69 億元，同比增長 20.05%。

圖-14：公司發展里程碑



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-15：公司股權架構（截止 2019 年 6 月）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

### 業務分析

作為一家一站式水服務解決方案供應商，公司擁有多元化的業務範疇，由城市供水、污水處理、供水管及電子水錶的安裝，以至水資源管理。集團業模式是在整個水務產業鏈及相關產業上提供增值服務。公司主要業務包括三大板塊：供水業務、環保業務和物業業務。

#### 1、供水業務

截至 2019 年 3 月，公司於中國大陸擁有之城市供水項目分佈於多個省市及地區，包括湖南省、湖北省、河南省、河北省、海南省、江蘇省、江西省、深圳市、廣東省、北京市、重慶市、山東省、山西省及黑龍江省。於 2019Q1，公司供水業務（包括城市供水、水務相關接駁工程及建設服務）的營業收入為港幣 6376.12 百萬元（2018Q1：港幣 6204.16 百萬元），較去年同期顯著增長 2.77%；溢利為港幣 2618.68 百萬元（2018Q1：港幣 2401.86 百萬元），較去年同期顯著增長 9.03%。這主要是由於出售水量增加、城鄉一體化的持續進行以及鼓勵政府和社會資本合作模式在水務板塊實施推動公司獲得更多建設及接駁工程，以及本年度內新的水務項目之更多貢獻。

圖-16: 2016Q1-2019Q1 供水業務營業收入及其增速

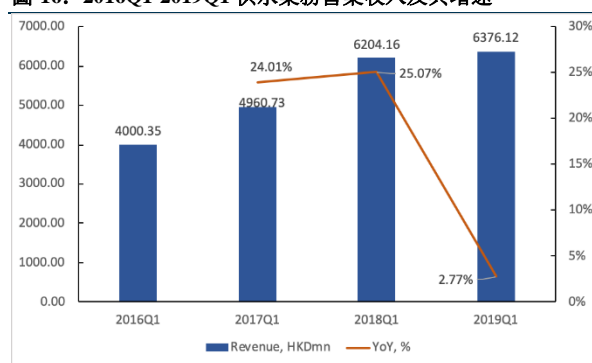
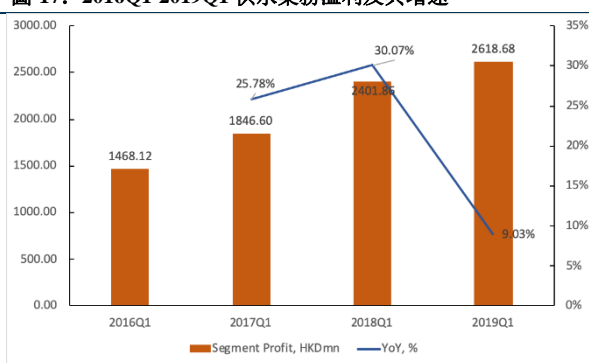


圖-17: 2016Q1-2019Q1 供水業務溢利及其增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

## 2、環保業務

公司所經營之環保項目遍佈於中國大陸多個省市及地區，包括北京市、天津市、深圳市、廣東省、河南省、河北省、湖北省、江蘇省、江西省及陝西省。於 2019Q1，公司環保業務（包括污水處理及排水經營及建設）的營業收入為港幣 1522.34 百萬元（2018Q1：港幣 813.65 百萬元），較去年同期顯著增長 87.10%；溢利為港幣 443.95 百萬元（2018Q1：港幣 207.96 百萬元），較去年同期顯著增長 63.85%。這主要乃由於升級設施使營運水平提升以及獲得更多水環境治理建設服務所致。

圖-18: 2016Q1-2019Q1 環保業務營業收入及其增速

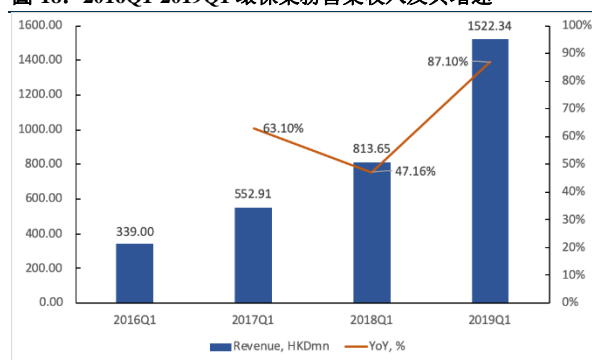
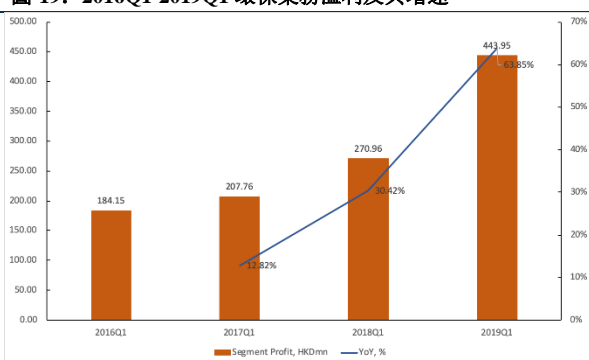


圖-19: 2016Q1-2019Q1 環保業務溢利及其增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

## 3、物業業務

公司持有多項物業開發及投資項目，主要位於中國大陸北京市、重慶市、江西省、河南省、湖南省及湖北省。於 2019Q1，物業業務的營業收入為港幣 291.04 百萬元（2018Q1：港幣 478.66 百萬元），較去年同期下降 39.20%；溢利虧損港幣 78.69 百萬元（2018Q1：溢利港幣 88.86 百萬元）。這主要由於在本年度具有高毛利率的物業項目銷售減少所致。

圖-20: 2016Q1-2019Q1 物業業務營業收入及其增速

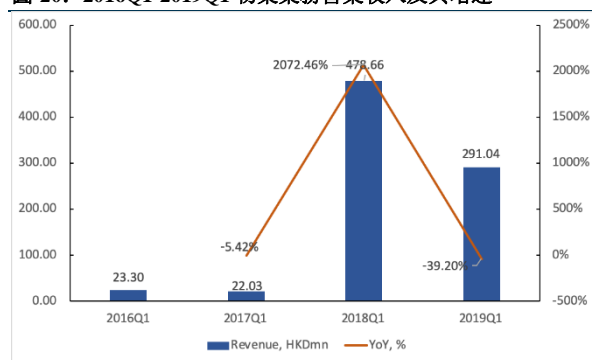
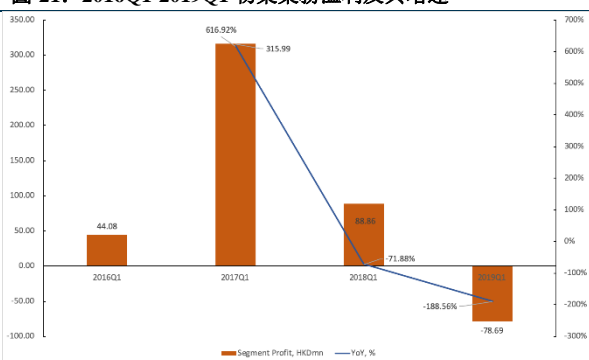


圖-21: 2016Q1-2019Q1 物業業務溢利及其增速



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

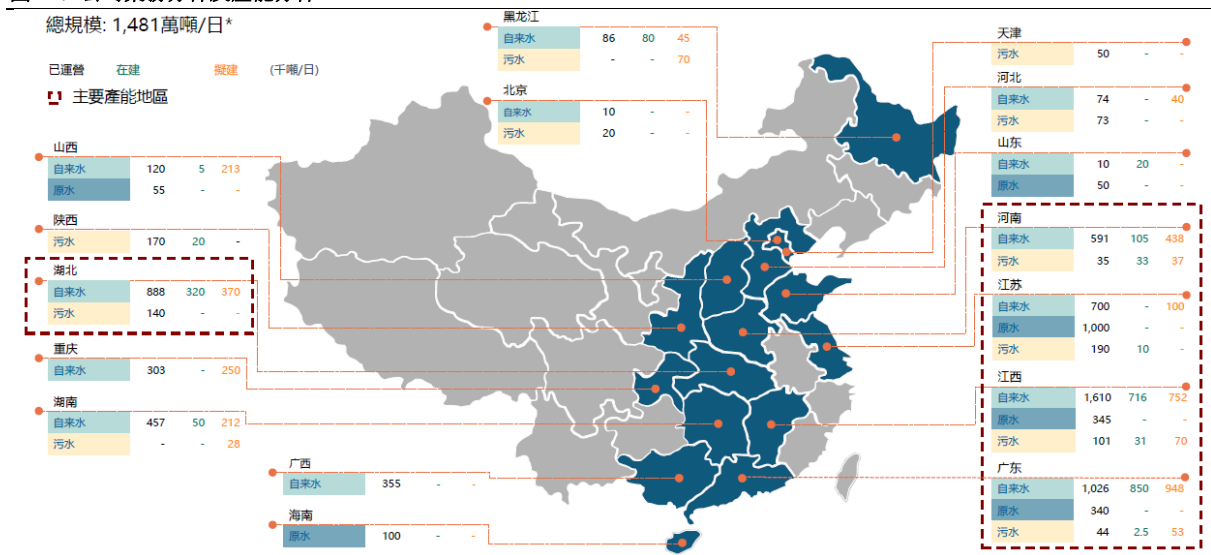


## 公司亮點

### 中國綜合性供水服務提供商，運營規模國內領先

公司是中國領先的供水業務營運商，也是唯一一家以自來水業務為重心的香港上市水務公司。截止 2018 年 9 月，公司城市供水經營及建設已接駁用戶約為 440 萬，潛在服務人口約為 2,200 萬，水管總長度逾 137,000 公里。截止 2019 年 3 月，公司已投運水處理能力約 894 萬噸/日，在建產能約 224 萬噸/日，未來擴張產能約 362 萬噸/日。

圖-22: 公司業務分佈及產能分佈



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司業務以供水業務為主，同時經營有環保及物業投資業務。截止 2019 年 3 月 31 日，公司核心業務收入為 78.98 億港幣，同比增長 12.55%；分部溢利為 30.63 億港幣，同比增長 14.58%。自 2005 年至 2019 年，公司核心業務收益年復合增長率為 58.06%，分部溢利年復合增長率為 109.14%。

圖-23: 可比公司供水業務收入 (百萬港元)

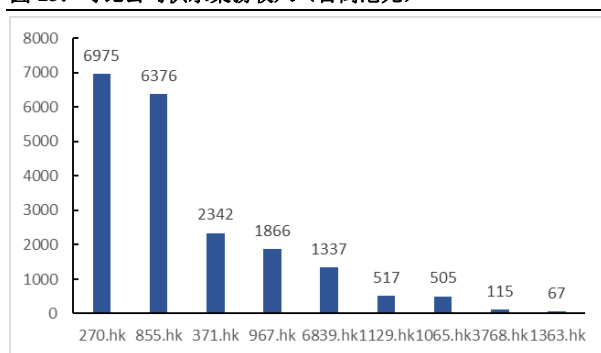
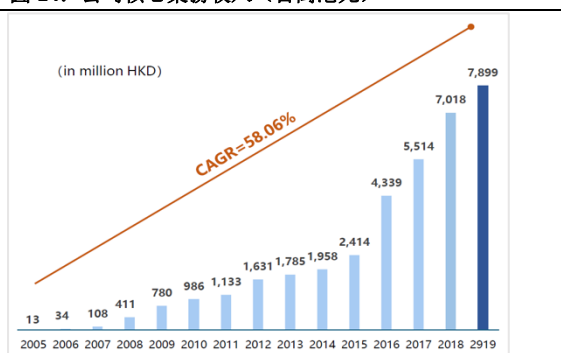


圖-24: 公司核心業務收入 (百萬港元)



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report, Wind (some water supply revenues of peers include sewage treatment segment)

### 有機成長與外延併購結合，核心業務保持高速增長

截止 2019 年 3 月 31 日，公司錄得收益港幣 83.02 億元，較去年之港幣 75.80 億元穩定增長 9.5%。其中，供水業務收入為港幣 63.76 億元，受供水建造收入減少及供水運營收入增速減緩的影響，供水業務收入同比增長 2.77%。環保業務收入為港幣 15.22 億元，受污水處理建造收入大幅增加的影響，環保業務收入同比增加 87.1%。另外，受公司所投資持有之房產公允價值下降的影響，物業開發及投資收入為港幣 2.91 億元，同比下降 39.2%。總體來看，最近四年公司供水經營及環保收入年復合增長率為 22.1%，隨著中國城市化率不斷提升，供水需求不斷加大，公司核心業務得以保持較快增長。另外，公司通過非核心資產出售計劃，預計可為公司帶來約 30 億港幣的現金，用於發展核心業務。

圖-25: 供水業務分部收入 (百萬港元)

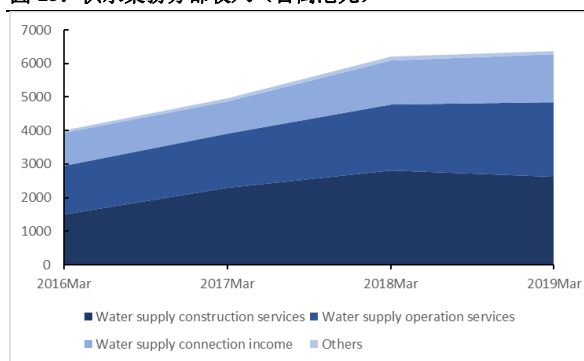
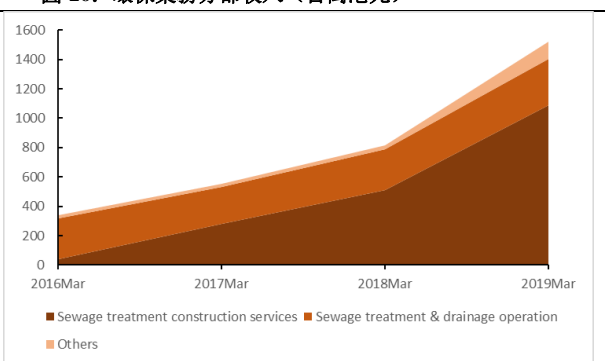


圖-26: 環保業務分部收入 (百萬港元)



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司持續通過外延併購提升公司供水能力，並且通過自身成熟的運作經驗及管理能力，提升新併購水廠的整體運作效率，從而使水廠能夠在短期內得到處理能力的提升。截止 2019 年 3 月，公司每日總設計供水能力為約 1,349 萬噸，污水處理能力為 111 萬噸。另外，公司於 2019 年 4 月 3 日，與康達控股有限公司及趙思朕先生訂立一項協議，據此，公司同意以總代價港幣 12 億元收購康達國際環保有限公司 (6136.HK) 股本中每股面值港幣 0.01 元之 600,000,000 股普通股 (佔比 29.52%)。康達國際及其附屬公司主要從事城鎮水務處理、水環境綜合治理及鄉村水務改善。公司於收購完成後，仍將堅持以供水業務為中心，同時發展環保業務，公司看好與康達環保未來的協同作用，相信公司未來將全面參與康達環保之業務運營。

### TOO 模式推動與政府合作，業務範圍覆蓋全價值鏈

公司大部分項目採用 TOO 模式 (Transfer-Own-Operate)，即由公司投資收購已建成的供水項目並承擔項目的運行、維護等工作，資產的產權 (包括水廠、管網和土地等) 均歸屬為專門設立的项目公司。項目公司通過降低漏損率、提供增值服務等措施以提高資產盈利能力。

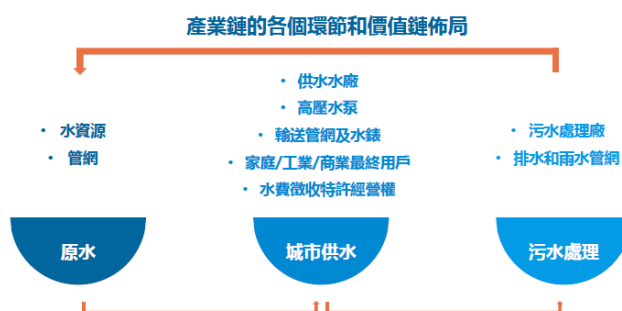
圖-27: 不同業務模式對比

模式	TOO	TOT	BOT	O&M
定義	轉讓-擁有-運營	轉讓-運營-轉讓	建設-運營-轉讓	運營和維護
流程	項目公司負責項目的融資、建設、運營和管理；項目公司獨立擁有和經營項目設施；在特許經營期屆滿後，項目公司有權優先延續特許經營權或按市場價格將其轉賣給政府。	項目公司收購設施，負責特定期限的項目融資和運營；政府向項目公司授予經營權；特許經營權結束時移交運營權；項目公司在特許經營期內自行承擔投資、運營和維護成本。	項目公司負責項目融資、建設和在指定期內的運營；政府向項目公司授予運營權；特許經營權結束時移交運營權；項目公司在特許經營期間自行承擔投資、運營和維護成本。	負責項目的運營和管理 - 沒有所有權；一般不負責項目的融資和建設；項目公司在特許經營期間自行承擔運營和維護成本。

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司通過對整個價值鏈的縱向整合，從原水管網的鋪設，到城市供水分佈，到排水及污水處理運營，為政府和客戶提供端到端的供水解決方案。同時，公司會積極把握巨大的增值服務空間，如管道維護和水錶安裝等。公司通過佈局全產業鏈，運營穩定且不斷增長的公用事業業務，不斷提升運營規模，對經濟周期的影響有較強的抗性。

圖-28: 業務範圍覆蓋全產業鏈



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

## 財務預測及估值

### 財務表現

截止 2019 年 3 月 31 日，公司營業收入為 83.02 億港元，同比增長 9.53%；毛利為 34.64 億港元，同比增長 5.91%；毛利率為 41.72%，同比下降 1.43%；歸母淨利潤為 13.69 億港元，同比增長 20.05%。從歷史數據來看，公司營業收入及毛利總體保持較快穩定增長，我們預計，隨著市場流動性改善，中國城市化率不斷提升，供水及污水處理需求不斷擴大，公司將於水務行業擁有持久的機遇。

對於供水業務，我們認為供水建設業務收入未來三年將保持穩定，運營及接駁業務將保持約 13%-15% 的年復合增長率，總體來說供水業務未來三年預計將保持 9.29% 左右 CAGR。對於環保業務，隨著前期建設項目的完工及公司對康達環保的逐步整合，我們預計未來三年公司環保業務會有約 24.84% 的 CAGR。我們亦相信，隨著公司內生增長及外延併購不斷加速，獨特的 TOO 模式不斷深化，與政府的合作進一步鞏固，公司業務的全產業鏈覆蓋，均將為公司帶來較好的協同作用及持續地業績及利潤增長。

圖-29: 各業務分部收入 (百萬港元)

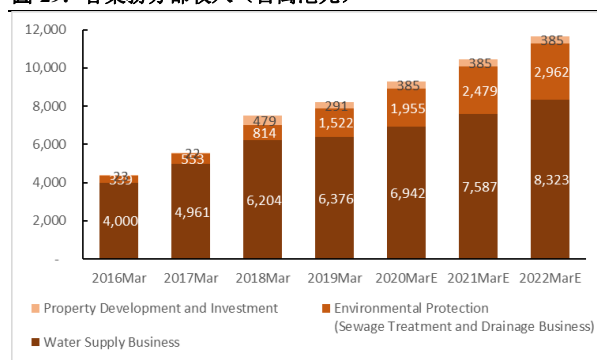
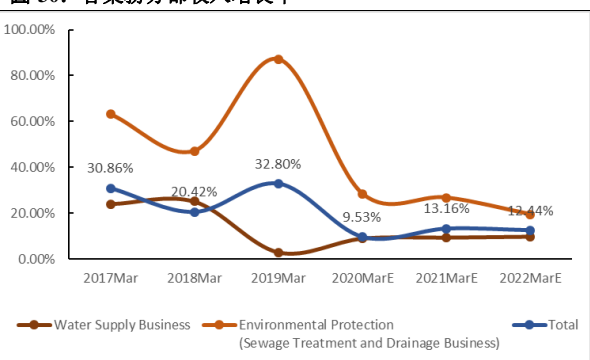


圖-30: 各業務分部收入增長率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

表-3: 公司過去四年財務表現

HKD in million		2016Mar	2017Mar	2018Mar	2019Mar	
Water Supply Business	Water supply construction services	Revenue	1,495.97	2,285.36	2,817.51	2,630.50
		YoY		52.77%	23.29%	-6.64%
	Water supply operation services	Revenue	1,447.24	1,621.80	1,965.80	2,213.93
		YoY		12.06%	21.21%	12.62%
	Water supply connection income	Revenue	979.24	967.07	1,313.55	1,441.06
		YoY		-1.24%	35.83%	9.71%
	Others	Revenue	77.90	86.50	107.30	90.63
	YoY		11.04%	24.05%	-15.54%	
Sub-total	Revenue	4,000.35	4,960.73	6,204.16	6,376.12	
	YoY		24.01%	25.07%	2.77%	
	Segment Profit	1,468.12	1,846.60	2,401.86	2,618.68	
	Segment Profit Margin	36.70%	37.22%	38.71%	41.07%	
Environmental Protection (Sewage Treatment and Drainage Business)	Sewage treatment construction services	Revenue	39.20	281.81	508.75	1,086.11
		YoY		618.90%	80.53%	113.49%
	Sewage treatment & drainage operation	Revenue	279.10	249.40	278.10	319.5
		YoY		-10.64%	11.51%	14.89%
	Others	Revenue	20.70	21.70	26.80	116.73
		YoY		4.83%	23.50%	335.56%
	Sub-total	Revenue	339.00	552.91	813.65	1,522.34
	YoY		63.10%	47.16%	87.10%	
	Segment Profit	184.15	207.76	270.96	443.95	
	Segment Profit Margin	54.32%	37.58%	33.30%	29.16%	
Property Development and Investment	Revenue	23.30	22.03	478.66	291.04	
	YoY			-5.42%	2072.46%	
	Segment Profit	44.08	315.99	88.86	78.69	
	Segment Profit Margin	189.20%	1434.17%	18.56%	-27.04%	
Others	Revenue	377.32	172.10	83.82	112.71	
	YoY			-54.39%	-51.29%	
	Segment Profit	60.47	27.08	7.78	9.12	
	Segment Profit Margin	16.03%	-15.73%	-9.28%	8.09%	
Total	Revenue	4,739.90	5,707.90	7,580.18	8,302.21	
	YoY			20.42%	9.53%	
	Segment Profit	1,756.81	2,343.27	2,753.90	2,993.05	
	Segment Profit Margin	37.06%	41.05%	36.33%	36.05%	

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

## 盈利預測

我們預測公司 FY20/FY21/FY22 年營業收入分別為港幣 93.95/105.64/117.82 億元，同比增長 13.16%/12.44%/11.54%；毛利為港幣 40.37/46.30/52.16 億元，同比增長 16.56%/14.69%/12.65%；股東應佔淨利為港幣 14.66/16.98/19.30 億元，同比增長 7.08%/15.84%/13.63%；對應 EPS 分別為港幣 0.8919/1.0113/1.1247 元。公司作為領先的供水營運商，將繼續堅持內生長與外延併購相結合，覆蓋供水行業全產業鏈，並繼續發揮 TOO 模式的獨特優勢，我們對公司未來的發展持樂觀態度。

表-4：公司盈利預測

HKD in million	2016Mar	2017Mar	2018Mar	2019Mar	2020MarE	2021MarE	2022MarE
Revenue	4,739.9	5,707.9	7,580.2	8,302.2	9,395.1	10,563.7	11,782.3
YoY	30.86%	20.42%	32.80%	9.53%	13.16%	12.44%	11.54%
COS	2,642.0	3,223.0	4,309.5	4,838.4	5,357.7	5,933.3	6,566.1
GP	2,097.9	2,484.9	3,270.6	3,463.8	4,037.4	4,630.4	5,216.2
YoY	18.45%	31.62%	5.91%	16.56%	14.69%	12.65%	
GPM	44.26%	43.53%	43.15%	41.72%	42.97%	43.83%	44.27%
Operating Profit	1,375.42	1,704.20	2,450.04	2,604.10	3,099.50	3,613.32	4,121.65
EBIT	1,577.61	2,091.08	2,623.23	2,994.76	3,395.44	3,939.79	4,488.48
EBT	1,505.23	1,962.63	2,462.11	2,772.06	3,147.00	3,645.54	4,142.58
NP	1,099.85	1,379.35	1,761.52	2,130.28	2,304.01	2,669.01	3,032.90
NP attributable to shareholders	608.11	853.63	1,140.52	1,369.24	1,466.18	1,698.45	1,930.02
YoY	40.37%	33.61%	20.05%	7.08%	15.84%	13.63%	
EPS (Basic)	0.4031	0.5672	0.7262	0.8510	0.8919	1.0113	1.1247

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

## 估值

我們採用剩餘收益估值模型，股權成本為 8.35%，抗衰減因子為 0.5，得到目標價 10.58 港幣，對應 FY20/FY21/FY22 11.87x/10.47x/9.41x PE，較現價（HKD7.33 as of July 17, 2019）有+44.40%的升幅。Wind 顯示公司 2020 年預期市盈率為 6.48x，相較於同業 10.60x 平均市盈率，同樣具吸引力，首次覆蓋，給予“買入”評級。

表-5：剩餘收益估值模型

HKD	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029
EPS	0.89	1.01	1.12	1.21	1.36	1.52	1.71	1.92	2.15	2.41
DPR	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%	33.34%
DPS	0.30	0.34	0.37	0.40	0.45	0.51	0.57	0.64	0.72	0.80
Add R/E PS	0.59	0.67	0.75	0.81	0.91	1.02	1.14	1.28	1.43	1.61
BPS0	5.44	6.00	6.62	7.43	8.34	9.35	10.49	11.77	13.21	14.82
BPS0	4.95	5.44	6.00	6.62	7.43	8.34	9.35	10.49	11.77	13.21
ROE0	18.00%	18.58%	18.74%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%
Re	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%	8.35%
RI	0.48	0.56	0.62	0.66	0.74	0.83	0.93	1.04	1.17	1.31
Persistent factor	0.50									
Terminal Vaue 2029	1.12									
PV	0.44	0.47	0.49	0.48	0.49	0.51	0.53	0.55	0.57	1.09
BPS0	4.95									
TP	10.58									

Source: Phillip Securities (HK) Research

## 風險提示

1. 供水能力增長不及預期
2. 水價增幅不及預期
3. 併購速度放緩

## 財務報告

表-6: 財務數據

FYE MAR	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>Valuation Ratios</b>					
P/E	10.09	8.61	8.22	7.25	6.52
P/B	1.61	1.48	1.35	1.22	1.11
Dividend Yield	3.14%	3.82%	4.06%	4.60%	5.12%
<b>Per Share Data in HKD</b>					
EPS	0.73	0.85	0.89	1.01	1.12
DPS	0.23	0.28	0.30	0.34	0.37
BVPS	4.56	4.95	5.44	6.00	6.62
<b>Growth &amp; Margins (%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	32.80%	9.53%	13.16%	12.44%	11.54%
Operating Profit	43.77%	6.29%	19.02%	16.58%	14.07%
Net Profit	27.71%	20.93%	8.16%	15.84%	13.63%
<b>Margins</b>					
Gross Margin	43.15%	41.72%	42.97%	43.83%	44.27%
Operating Profit Margin	32.32%	31.37%	32.99%	34.21%	34.98%
Net Profit Margin	23.24%	25.66%	24.52%	25.27%	25.74%
<b>Key Ratios</b>					
ROA	4.21%	4.25%	4.00%	4.30%	4.39%
ROE	17.84%	18.09%	17.33%	17.85%	18.00%
<b>Income Statement in mn HKD</b>					
Revenue	7,580.18	8,302.21	9,395.09	10,563.70	11,782.34
Gross Profit	3,270.64	3,463.84	4,037.40	4,630.39	5,216.20
EBIT	2,623.23	2,994.76	3,395.44	3,939.79	4,488.48
EBT	2,462.11	2,772.06	3,147.00	3,645.54	4,142.58
Net Profit	1,761.52	2,130.28	2,304.01	2,669.01	3,032.90
Minority Interest	621.01	761.05	837.83	970.56	1,102.89
Net Profit for Owners	1,140.52	1,369.24	1,466.18	1,698.45	1,930.02

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research  
(財務資料截至 7 月 17 日)



### PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

#### GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

#### Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

#### Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2019 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

---

**Contact Information (Regional Member Companies)**


---

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
 Raffles City Tower  
 250, North Bridge Road #06-00  
 Singapore 179101  
 Tel : (65) 6533 6001  
 Fax : (65) 6535 6631  
 Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
 Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
 11/F United Centre 95 Queensway  
 Hong Kong  
 Tel (852) 22776600  
 Fax (852) 28685307  
 Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
 ANZ Tower Level 23B,  
 Jl Jend Sudirman Kav 33A  
 Jakarta 10220 – Indonesia  
 Tel (62-21) 57900800  
 Fax (62-21) 57900809  
 Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
 15th Floor, Vorawat Building,  
 849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
 Bangkok 10500 Thailand  
 Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
 Fax (66-2) 22680921  
 Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
 6th Floor, Candlewick House,  
 120 Cannon Street,  
 London, EC4N 6AS  
 Tel (44-20) 7426 5950  
 Fax (44-20) 7626 1757  
 Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
 Level 12, 15 William Street,  
 Melbourne, Victoria 3000, Australia  
 Tel (613) 96188238  
 Fax (613) 92002272  
 Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
 B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
 No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
 Kuala Lumpur  
 Tel (603) 21628841  
 Fax (603) 21665099  
 Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
 Nagata-cho Bldg.,  
 8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
 Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
 Tel (81-3) 35953631  
 Fax (81-3) 35953630  
 Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
 No 436 Hengfeng Road,  
 Greentech Unit 604,  
 Postal code 200070  
 Tel (86-21) 51699400  
 Fax (86-21) 63532643  
 Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
 3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
 Paris France  
 Tel (33-1) 45633100  
 Fax (33-1) 45636017  
 Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
 141 W Jackson Blvd Ste 3050  
 The Chicago Board of Trade Building  
 Chicago, IL 60604 USA  
 Tel +1.312.356.9000  
 Fax +1.312.356.9005