

香港股市 | 公用事业 | 供水

中国水务 (855 HK)

一石二鸟的潜在交易

公司透过发行可换股债券，引入机构性投资人，并变相增持康达环保(6136 HK)

中国水务于昨晚(4月1日)公布，其联营公司**康达环保(6136 HK; 未评级)**的第三大股东霸菱亚洲(Baring Private Equity Asia)将以作价港币 3.6 亿向中国水务发行零票息可交换债券(“EB”)，给予中国水务按每股港币 1.05 元的权利，换取霸菱亚洲持有的康达环保 3.4 亿股份(占总股本的 16.93%)。中国水务无须支付现金，但将以同等作价，按换股价每股港币 8.05 元向霸菱亚洲发行零票息可换股债券(“CB”)。如果霸菱亚洲行使 CB，将换取 4,489 万中国水务新股份，占扩大后的总股本之 2.72%。中国水务总股本也将增加 2.8%。EB 及 CB 的交换期和换股期皆是发行后的 31 个月内。我们认为，对于中国水务，这是一石二鸟的潜在交易。公司将可以引入机构性投资人，并以锁定价增持康达环保。

CB 换股价接近公司近年高位

是次 CB 换股价为每股港币 8.05 元，较中国水务的昨天收市价港币 5.65 元高出 42.5%，接近近年高位。我们认为高换股价可以提振市场对公司的投资情绪。

全面收购康达环保的可能

是次潜在交易也涉及中国水务全面收购康达环保的可能。当中国水务行使 EB，其持有康达环保的股权将由 29.52% 上升至 46.45%，已经达到 30% 或以上水平，按香港法规需要提出全面要约收购。我们相信这将引发市场更加关注康达环保。

重申“买入”评级

待公司推进交易，我们目前不调整盈利预测和维持由贴现现金流分析(DCF)推算的目标价于 10.80 港元，这对应 9.2 倍 2021 年财年市盈率和 91.2% 上升空间。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。

主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2020 年 4 月 1 日)

年结:3 月 31 日	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	7,580	8,302	9,590	10,904	12,095
增长率 (%)	32.8	9.5	15.5	13.7	10.9
股东净利润	1,141	1,369	1,785	1,879	2,164
增长率 (%)	33.6	20.1	30.4	5.2	15.2
每股盈利 (港币)	0.73	0.85	1.11	1.17	1.35
市盈率 (倍)	7.8	6.6	5.1	4.8	4.2
每股股息 (港币)	0.23	0.28	0.37	0.39	0.44
股息率 (%)	4.1	5.0	6.5	6.9	7.8
每股净资产 (港币)	4.46	4.95	5.76	6.30	6.97
市净率 (倍)	1.27	1.14	0.98	0.90	0.81

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

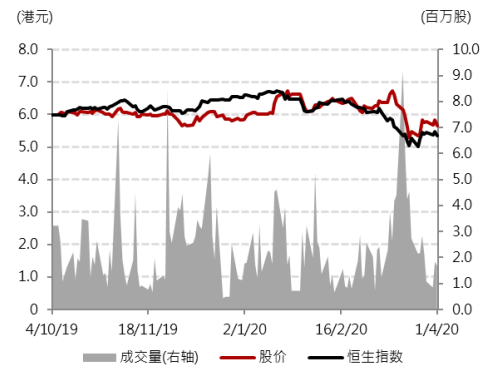
目标价：10.80 港元

股票资料 (更新至 2020 年 4 月 1 日)

现价	5.65 港元
总市值	9,062.76 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	5.15-8.66 港元
3 个月日均成交额	14.72 百万 港元
主要股东	段传良 (占 29.35%) 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

相关报告

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

20191128 - 中国水务 (855 HK) 更新报告：2020 年财年中期业绩合乎预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：贴现现金流估值

年结: 3 月 31 日 (港币百万元)	2020 预测	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
息税前利润	3,808	4,158	4,757	4,881	4,869	4,836	4,759	4,657	4,491	4,330
加: 折旧及摊销	610	670	734	634	533	446	369	304	247	201
减: 税费	(740)	(858)	(983)	(1,074)	(1,071)	(1,064)	(1,047)	(1,025)	(988)	(953)
营运资金变动	(516)	(142)	(131)	(287)	(302)	(315)	(327)	(337)	(342)	(347)
资本开支	(119)	(113)	(108)	(116)	(122)	(128)	(132)	(136)	(138)	(140)
自由现金流	3,042	3,715	4,269	4,038	3,906	3,774	3,623	3,464	3,270	3,091
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)	17,324									
每股价值 (港元)	10.80									
目标价 (港元)	10.80 (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2：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%	12.15	12.62	13.15	13.74	14.40
	10.2%	11.06	11.46	11.91	12.41	12.96
	10.8%	10.07	10.42	10.80	11.22	11.70
	11.3%	9.17	9.47	9.80	10.17	10.57
	11.8%	8.35	8.62	8.90	9.22	9.56

来源: 中泰国际研究部预测

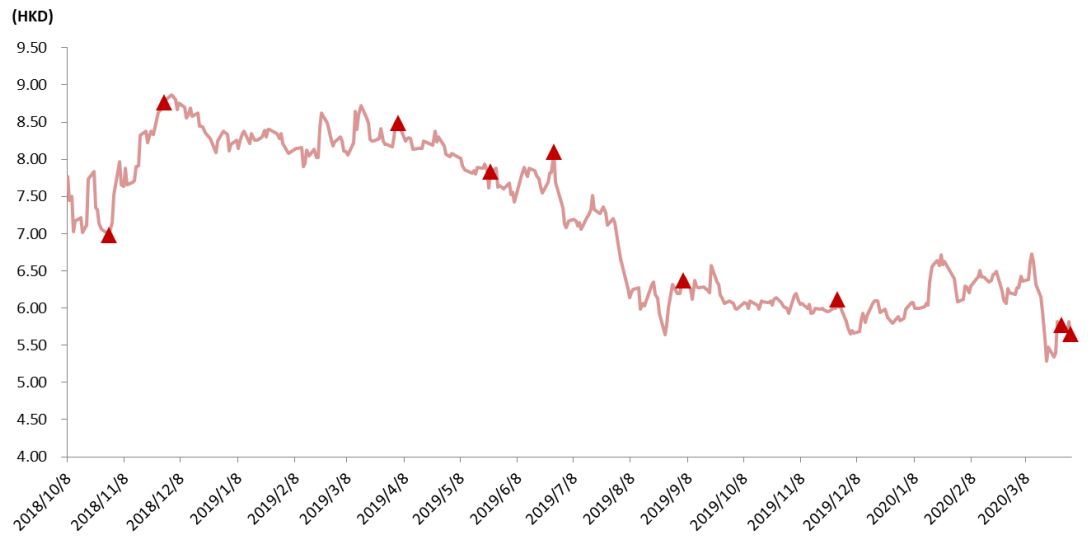
图表 3: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

损益表	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	现金流量表	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	7,580	8,302	9,590	10,904	12,095	经营活动现金流	1,330	1,018	1,448	3,048	3,212
销售成本	(4,310)	(4,838)	(5,581)	(6,302)	(6,943)	净利润	1,141	1,369	1,785	1,879	2,164
毛利	3,271	3,464	4,009	4,601	5,153	折旧与摊销	444	514	610	670	734
其它收入	121	204	192	207	218	营运资本变动	(803)	(1,330)	516	142	131
销售成本及行政支出	(808)	(847)	(916)	(998)	(1,052)	其它	548	465	(1,463)	357	183
其它经营支出	(12)	(13)	(16)	(17)	(18)	投资活动现金流	(2,167)	(3,370)	(1,910)	(1,815)	(1,724)
资产公平值收益及其它	(7)	118	113	119	127	资本性支出净额	(198)	(179)	(119)	(113)	(108)
经营利润	2,563	2,926	3,381	3,912	4,426	其它	(1,969)	(3,191)	(1,791)	(1,702)	(1,616)
利息净支出	(161)	(223)	(299)	(339)	(330)	自由现金流	3,099	4,115	3,042	3,715	4,269
联营及合营公司业绩	60	69	307	166	200	融资活动现金流	(1,054)	3,809	(808)	414	(1,365)
税前利润	2,462	2,772	3,389	3,739	4,297	股本变动	412	0	0	0	0
税项	(701)	(642)	(740)	(858)	(983)	净债务变动	(802)	3,894	63	1,445	(277)
税后利润	1,762	2,130	2,650	2,881	3,314	已派股息	(383)	(434)	(482)	(642)	(658)
少数股东权益	(621)	(761)	(865)	(1,003)	(1,149)	其它	(281)	350	(388)	(390)	(430)
股东净利润	1,141	1,369	1,785	1,879	2,164	净现金流	(1,891)	1,458	(1,270)	1,647	123
息税折旧摊销前利润	3,195	3,617	4,418	4,828	5,491						
息税前利润	2,751	3,091	3,808	4,158	4,757						
每股盈利(港币)	0.73	0.85	1.11	1.17	1.35						
每股股息(港币)	0.23	0.28	0.37	0.39	0.44						
资产负债表	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测	主要财务指标	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
总资产	28,589	35,825	38,821	43,182	46,142	增长率 (%)					
流动资产	9,008	11,332	11,243	13,584	14,309	收入	32.8	9.5	15.5	13.7	10.9
现金及现金等价物	2,511	3,973	2,699	4,351	4,480	经营利润	19.3	14.1	15.6	15.7	13.1
已抵押存款	570	645	607	626	616	息税折旧摊销前利润	23.2	13.2	22.5	9.3	13.7
应收账款	2,348	2,793	2,973	3,380	3,749	息税前利润	24.3	12.4	23.2	9.2	14.4
存货及其它流动资产	3,579	3,921	4,964	5,227	5,463	股东净利润	33.6	20.1	30.4	5.2	15.2
非流动资产	19,581	24,493	27,578	29,598	31,832	每股盈利	28.0	17.2	30.6	5.4	15.2
固定资产净额	2,533	2,921	3,118	3,281	3,413	利润率 (%)					
投资物业	909	912	932	947	957	毛利率	43.1	41.7	41.8	42.2	42.6
无形及其它非流动资产	16,139	20,659	23,528	25,369	27,462	经营利润率	33.8	35.2	35.3	35.9	36.6
总负债	17,435	22,922	23,787	26,281	27,011	息税折旧摊销前利润	42.2	43.6	46.1	44.3	45.4
流动负债	8,649	10,019	10,452	12,737	13,758	息税前利润率	36.3	37.2	39.7	38.1	39.3
短期借款	3,450	3,437	3,055	4,277	4,277	股东净利润率	15.0	16.5	18.6	17.2	17.9
应付账款	3,932	4,389	5,178	5,888	6,531	净负债 (%)					
其它流动负债	1,267	2,192	2,219	2,573	2,950	净负债率	116.8	137.5	133.1	119.7	104.5
非流动负债	8,786	12,903	13,335	13,544	13,253	其他 (%)					
长期借款及票据	7,432	11,494	11,940	12,163	11,886	实际税率	29.2	23.7	24.0	24.0	24.0
其它非流动负债	1,354	1,409	1,395	1,381	1,367	派息比率	31.7	32.9	33.3	33.3	32.6
权益总额	11,154	12,902	15,034	16,900	19,131	已动用资本回报率	5.7	5.3	6.3	6.2	6.7
股东权益	7,169	7,970	9,237	10,101	11,182	平均净资产收益率	17.8	18.1	20.7	19.4	20.3
少数股东权益	3,986	4,932	5,797	6,799	7,949	平均资产收益率	4.2	4.3	4.8	4.6	4.8
权益及负债总额	28,589	35,825	38,821	43,182	46,142	利息覆盖倍数(倍)	9.5	9.7	9.1	9.9	10.3
净现金/(负债)	(8,371)	(10,958)	(12,296)	(12,088)	(11,683)						

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

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:

以报告发布日后 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

香港上环德辅道中 238 号 2 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799