香港股市 | 公用事业 | 供水

更新报告

中国水务（855 HK）

肺炎疫情对供水业务的影响渐渐退却

居民生活供水量上升可抵消工商供水量下跌之影响

受到肺炎疫情影响，内地工商业活动早前相对放缓。我们估计公司 2020 年第一季工商供水量也因此同比下跌；居民生活供水量却由于民众大都待在家中而同比大幅上升。按照居民生活供水量一般占公司自来水总供水量之约 45%比例，我们相信最终居民生活供水量上升可抵消工商供水量下跌对公司之影响。

工商供水量开始回复正常

过去，公司工商供水量在春节假期后很快回复至正常水平。我们相信随着不同行业复工复产，公司工商供水量于 3 月份开始渐渐回复正常。

联营公司康达环保(6136 HK)公布了理想的 2019 年业绩

中国水务于去年 4 月份收购了**康达环保(6136 HK；未评级)**之 29.52%股权后，对后者进行一连串内部改革，藉以改善运营效率。康达环保上周五(27 日)公布了理想的 2019 年业绩，确认了改善成效。由于专注城镇污水处理而淡出其他业务，康达环保的 2019 年收入同比下跌 6.8%至人民币 28.2 亿。由于运营效率上升而利润率改善，康达环保的 2019 年股东净利润则同比上升 24.2%至人民币 3.8 亿。

重申“买入”评级

考虑到(一)肺炎疫情对公司之影响渐渐退却；(二)康达环保的理想 2019 年业绩，加上作出一些技术性修改，我们分别上调 2020-2022 年财年(年结：3 月 31 日)股东净利润 0.1%、0.6%、3.4% (见图表 1)。我们也相应地将由贴现现金流分析(DCF)推算的目标价由 10.50 港元提升至 10.80 港元 (见图表 2 和 3)，这对应 9.2 倍 2021 年财年市盈率和 87.2%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。

评级：买入

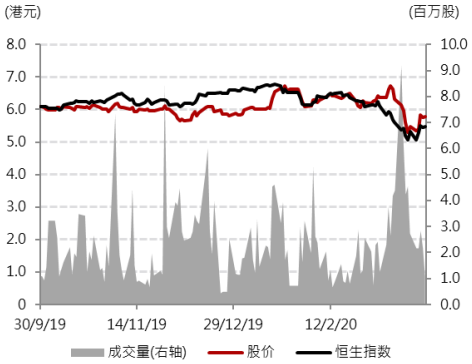
目标价：10.80 港元

股票资料（更新至 2020 年 3 月 27 日）

现价	5.77 港元
总市值	9,255.25 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	14.96 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 3 月 27 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）	7.9	6.8	5.2	4.9	4.3
每股股息（港币）	0.23	0.28	0.37	0.39	0.44
股息率（%）	4.0	4.9	6.4	6.8	7.6
每股净资产（港币）	4.46	4.95	5.76	6.30	6.97
市净率（倍）	1.30	1.16	1.00	0.92	0.83

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

相关报告

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

20190906 - 中国水务（855 HK）更新报告：市场过于忧虑公司前景

分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：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) (%)		
	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测	2020 年预测	2021 年预测	2022 年预测
收入	**9,590**	**10,904**	**12,095**	**9,590**	**10,904**	**12,095**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
销售成本	(5,581)	(6,302)	(6,943)	(5,581)	(6,302)	(6,943)	0.0	0.0	0.0
毛利润	**4,009**	**4,601**	**5,153**	**4,009**	**4,601**	**5,153**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
其他收入(不含利息收入)	192	207	218	192	207	218	0.0	0.0	0.0
销售成本	(206)	(224)	(242)	(206)	(224)	(242)	0.0	0.0	0.0
行政支出	(710)	(774)	(810)	(710)	(774)	(810)	0.0	0.0	0.0
其他经营支出	(16)	(17)	(2)	(16)	(17)	(18)	0.0	0.0	900.0
投资物业公平值收益	0	0	0	0	0	0	不适用	不适用	不适用
其他资产公平值收益	(15)	(14)	(9)	(15)	(14)	(9)	0.0	0.0	0.0
其他	128	132	136	128	132	136	0.0	0.0	0.0
经营利润	**3,381**	**3,912**	**4,443**	**3,381**	**3,912**	**4,426**	**0.0**	**0.0**	**(0.4)**
利息收入	119	81	0	119	81	131	0.0	0.1	不适用
利息支出	(418)	(420)	(460)	(418)	(420)	(460)	0.0	0.0	0.0
分占联营公司业绩	305	154	183	307	166	200	0.8	7.7	9.5
税前利润	**3,387**	**3,727**	**4,165**	**3,389**	**3,739**	**4,297**	**0.1**	**0.3**	**3.2**
税项	(740)	(858)	(956)	(740)	(858)	(983)	0.0	0.0	2.9
税后利润	**2,647**	**2,869**	**3,210**	**2,650**	**2,881**	**3,314**	**0.1**	**0.4**	**3.2**
少数股东权益	(865)	(1,003)	(1,117)	(865)	(1,003)	(1,149)	0.0	0.0	2.9
股东净利润	**1,782**	**1,867**	**2,092**	**1,785**	**1,879**	**2,164**	**0.1**	**0.6**	**3.4**
息税折旧摊销前利润	4,239	4,846	5,384	4,418	4,828	5,491	4.2	(0.4)	2.0
息税前利润	3,629	4,176	4,650	3,808	4,158	4,757	4.9	(0.4)	2.3
每股盈利 (港币)	1.11	1.16	1.30	1.11	1.17	1.35	0.1	1.0	3.8
每股股息 (港币)	0.37	0.38	0.43	0.37	0.39	0.44	0.0	2.6	2.3
利润率 (%)							**变动 (新/旧) (百分点)**		
毛利润率	41.8	42.2	42.6	41.8	42.2	42.6	0.0	0.0	0.0
经营利润率	35.3	35.9	36.7	35.3	35.9	36.6	0.0	0.0	(0.1)
股东净利润率	18.6	17.1	17.3	18.6	17.2	17.9	0.0	0.1	0.6

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：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 3：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 4：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
收入	**7,580**	**8,302**	**9,590**	**10,904**	**12,095**
销售成本	(4,310)	(4,838)	(5,581)	(6,302)	(6,943)
毛利润	**3,271**	**3,464**	**4,009**	**4,601**	**5,153**
其它收入	121	204	192	207	218
销售成本及行政支出	(808)	(847)	(916)	(998)	(1,052)
其它经营支出	(12)	(13)	(16)	(17)	(18)
资产公平值收益及其它	(7)	118	113	119	127
经营利润	**2,563**	**2,926**	**3,381**	**3,912**	**4,426**
利息净支出	(161)	(223)	(299)	(339)	(330)
联营及合营公司业绩	60	69	307	166	200
税前利润	**2,462**	**2,772**	**3,389**	**3,739**	**4,297**
税项	(701)	(642)	(740)	(858)	(983)
税后利润	**1,762**	**2,130**	**2,650**	**2,881**	**3,314**
少数股东权益	(621)	(761)	(865)	(1,003)	(1,149)
股东净利润	**1,141**	**1,369**	**1,785**	**1,879**	**2,164**
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

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
经营活动现金流	**1,330**	**1,018**	**1,448**	**3,048**	**3,212**
净利润	1,141	1,369	1,785	1,879	2,164
折旧与摊销	444	514	610	670	734
营运资本变动	(803)	(1,330)	516	142	131
其它	548	465	(1,463)	357	183
投资活动现金流	**(2,167)**	**(3,370)**	**(1,910)**	**(1,815)**	**(1,724)**
资本性支出净额	(198)	(179)	(119)	(113)	(108)
其它	(1,969)	(3,191)	(1,791)	(1,702)	(1,616)
自由现金流	**3,099**	**4,115**	**3,042**	**3,715**	**4,269**
融资活动现金流	**(1,054)**	**3,809**	**(808)**	**414**	**(1,365)**
股本变动	412	0	0	0	0
净债务变动	(802)	3,894	63	1,445	(277)
已派股息	(383)	(434)	(482)	(642)	(658)
其它	(281)	350	(388)	(390)	(430)
净现金流	**(1,891)**	**1,458**	**(1,270)**	**1,647**	**123**

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
总资产	**28,589**	**35,825**	**38,821**	**43,182**	**46,142**
流动资产	**9,008**	**11,332**	**11,243**	**13,584**	**14,309**
现金及现金等价物	2,511	3,973	2,699	4,351	4,480
已抵押存款	570	645	607	626	616
应收账款	2,348	2,793	2,973	3,380	3,749
存货及其它流动资产	3,579	3,921	4,964	5,227	5,463
非流动资产	**19,581**	**24,493**	**27,578**	**29,598**	**31,832**
固定资产净额	2,533	2,921	3,118	3,281	3,413
投资物业	909	912	932	947	957
无形及其它非流动资产	16,139	20,659	23,528	25,369	27,462
总负债	**17,435**	**22,922**	**23,787**	**26,281**	**27,011**
流动负债	**8,649**	**10,019**	**10,452**	**12,737**	**13,758**
短期借款	3,450	3,437	3,055	4,277	4,277
应付账款	3,932	4,389	5,178	5,888	6,531
其它流动负债	1,267	2,192	2,219	2,573	2,950
非流动负债	**8,786**	**12,903**	**13,335**	**13,544**	**13,253**
长期借款及票据	7,432	11,494	11,940	12,163	11,886
其它非流动负债	1,354	1,409	1,395	1,381	1,367
权益总额	**11,154**	**12,902**	**15,034**	**16,900**	**19,131**
股东权益	7,169	7,970	9,237	10,101	11,182
少数股东权益	3,986	4,932	5,797	6,799	7,949
权益及负债总额	**28,589**	**35,825**	**38,821**	**43,182**	**46,142**
净现金/(负债)	(8,371)	(10,958)	(12,296)	(12,088)	(11,683)

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
增长率 (%)					
收入	32.8	9.5	15.5	13.7	10.9
经营利润	19.3	14.1	15.6	15.7	13.1
息税折旧摊销前利润	23.2	13.2	22.5	9.3	13.7
息税前利润	24.3	12.4	23.2	9.2	14.4
股东净利润	33.6	20.1	30.4	5.2	15.2
每股盈利	28.0	17.2	30.6	5.4	15.2
利润率 (%)					
毛利率	43.1	41.7	41.8	42.2	42.6
经营利润率	33.8	35.2	35.3	35.9	36.6
息税折旧摊销前利润	42.2	43.6	46.1	44.3	45.4
息税前利润率	36.3	37.2	39.7	38.1	39.3
股东净利润率	15.0	16.5	18.6	17.2	17.9
净负债 (%)					
净负债率	116.8	137.5	133.1	119.7	104.5
其他 (%)					
实际税率	29.2	23.7	24.0	24.0	24.0
派息比率	31.7	32.9	33.3	33.3	32.6
已动用资本回报率	5.7	5.3	6.3	6.2	6.7
平均净资产收益率	17.8	18.1	20.7	19.4	20.3
平均资产收益率	4.2	4.3	4.8	4.6	4.8
利息覆盖倍数(倍)	9.5	9.7	9.1	9.9	10.3

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

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：

以报告发布尔日后 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