

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020年02月04日

**市场数据**

目前股价（港元）	6.30
总市值（亿港元）	101.1
流通市值（亿港元）	101.1
总股本（万股）	16.0
流通股本（万股）	16.0
12个月最高/最低	8.35 / 5.17

**分析师**

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

**股价表现**


数据来源：wind，长城证券整理

# 民营供水先行者，估值存在提升空间

## ——中国水务（0855.HK）公司深度报告

**盈利预测**

	17FY	18FY	19FYE	20FYE	21FYE
营业收入	7580	8302	8936	10043	11105
(+/-%)	32.8%	9.5%	7.6%	12.4%	10.6%
净利润	1141	1369	1652	1892	2072
(+/-%)	33.6%	20.1%	20.7%	14.5%	9.5%
摊薄 EPS	0.71	0.85	1.03	1.18	1.29
PE	9	7	6	5	5

资料来源：长城证券研究所

单位：百万港元

**核心观点**

公司是在港股上市的港资控股公司，公司业务以供水为核心，辅以部分污水处理和物业管理业务。2019H1 报告期内，供水、污水处理、物业管理及其他业务收入占比分别达到 82%、14%、2% 和 2%。

中国水务过去 4 年高速发展，14 财年至 18 财年营业收入和不含少数股东净利润的 CAGR 分别达到 30.54% 和 38.60%。2019H1 公司不含少数股东净利润同比增长达 36.38%，撇除人民币同期波动因素后，同比增长达 41.2%。2019H1 公司 ROE（摊薄）达 10.87%，较去年同期增加 1.98%。公司年中派息 0.14 港元，同比增长 16.7%，中期分红日股息率达 4.8%。

供水业务：过去 4 个财年营收 CAGR 达 30%，直饮水业务成长空间巨大。

- 公司供水业务全部都在内地，拥有经营地区的特许经营权。供水业务由供水经营业务、供水接驳业务及供水建设服务三部分构成，2019H1 三项业务收入占供水收入比分别为 35%、22%、43%。公司供水业务增速迅速，过去四个财年业务营收的 CAGR 达 29.83%。2019H1 供水营收同比增长 13.35% 至 35.90 亿港元，同期毛利率为 40.39%。公司总供水量逐年升高，18/19 财年总供水量达 14.52 亿吨，同比增长 16.49%。公司在手项目充足，截止 19 年 9 月底，公司自来水在运产能 828.8 万吨/日，在建产能 191.9 万吨/日，拟建产能 355.7 万吨/日，总供水产规模达 1376.4 万吨。公司拿项目能力强，19 年 3 月以来新增供水项目 21 个，新增产能合计达 84.58 万吨。公司供水业务增量主要来自于两部分，即并购投资带来的新用户和已覆盖区域的有机增长。
- 公司供水经营业务以 TOO 模式为主，主要分公司实际持股比例均超过 50%。由于公司收购水厂时要求持股比例超 5 成，使得公司可以实际控制水厂，对其进行改制，提升水厂经营效率。同时 TOO 模式保障了公司经营收入的可持续性。
- 供水经营服务业务增速稳定，过去 4 个财年营收 CAGR 达 15%。公司供水经营服务 2019H1 收入达 12.48 亿港元，同比增长 10.65%；供水用户数

达 540 万户，同比增长 22.73%。公司供水经营服务业务收入增速稳定，过去过去 4 个财年的 CAGR 达 15.40%。售水服务的增长来自两部分：1) 公司外延并购产生的新用户。2) 已服务城市/区域用户的有机增长。同时公司管理经营效率明显领先行业平均水平，智慧水务的展开帮助公司进一步提高经营效率。

- **中国平均水价远低于世界平均水平，未来水价必然会稳步提升。**公司 18 财年平均水价约为 1.89 港元/吨，19H1 报告期内 3 个城市水价得到提升。中国水价较世界发达国家偏低，18 年北京水价约为纽约的 1/10，同时我国水资源稀少，未来水价提升空间很大。当前我国水价和水费很低，OPEC 成员国的水费占可支配收入比约为 4%，而中国的水费占可支配收入比约为 0.4%。同时中国属于水资源稀缺国家，根据国家发改委发布水资源规划，我国人均水资源占有量约 2100 立方米，为世界平均值的 28%；耕地亩均水资源占有量 1400 立方米左右，为世界平均的一半左右。中国贫瘠的水资源情况和对水资源的刚性需求决定了我国未来水价一定会向上增长。
- **过去 3 个财年公司供水接驳业务营收 CAGR 达 14%，业务毛利率在 60% 以上。**公司 2019H1 供水接驳收入达 7.66 亿港元，同比增长 10.7%，撇除人民币波动因素后同比增速达 14%。供水接驳业务不受政府管制，业务毛利率很高。接驳费大约等于 7 至 8 年水费，未来中短期内接驳费不会取消。并购战略和城乡一体化战略保障接驳收入短期内稳定增长。
- **公司大力发展直饮水业务，未来成长空间巨大，有望成为新的业绩增长点。**公司 19H1 直饮水板块实现收入 2727 万港元，服务人口近 50 万人。我国当前直饮水行业还处在起步阶段，与发达国家相比差别巨大，市场空间巨大。公司直饮水业务主要分为三块：家用室内管道直饮水，直饮水站以及公共场所管道直饮水。管道直饮水较瓶装水、桶装水相比有价格、水质、使用范围、安全性、方便性等方面的优势。管道直饮水价格仅为瓶装水价格的 6.1%，桶装水价格的 21.3%。

**环保业务过去 4 个财年营收 CAGR 达 73%，收购康达环保继续加码环保业务。**

- **公司环保业务主要分为污水处理及排水经营服务和污水处理及水环境治理建设服务，2019H1 期间两项收入分别占环保板块收入的 33%和 67%。**公司 19H1 环保业务营收达 5.91 亿元，同比下降 29.2%，业务毛利率为 32.48%。上半年环保业务同比下滑的原因为公司收购康达环保导致的建设服务业务收入大幅下滑。公司 19H1 污水处理经营业务营收达 1.74 亿港元，同比增长 18.63%。截止 19 年 9 月底，撇除康达环保，公司污水处理在运产能 63.3 万吨，在建产能 15.85 万吨，拟建产能 25.8 万吨，合计产能达 104.95 万吨。在 19H1 报告期内，公司共有 4 个污水处理项目上调水价。
- **2019 年 4 月，公司斥资 12 亿港元收购康达国际环保有限公司(股份代号：6136.HK) 29.52% 的股份，公司成为其第一大股东和实际控制人。**公司目前并没有与其合并财务报表。康达环保是一家港股上市的民营企业，在中国内地从事污水处理业务。公司主要通过服务特许经营安排以 BOT 及 TOT 模式向客户提供订制及综合的污水处理解决方案及服务。康达环保业务由城镇水务、水环境综合治理以及乡村污水治理三部分组成，2019H1

三项业务收入占比分别为 92.34%、5.33% 以及 2.33%。康达环保 2019H1 营收达 14.13 亿元（人民币），同比下降 12.07%；净利润（不含少数股东权益）达 1.84 亿元，同比下降 0.04%。净利润率为 13.37%，较上年同期提升 1.84%，净利润率有所改善。公司 4 月 4 日收购康达环保，随即派出管理层对其进行全面改制。收购时间距中报截止日不足两月，虽然时间较短但还是能看到一些公司收购后对其改制的成效。康达环保业务国内多个省份/直辖市，共计拥有 108 个项目，污水处理产能合计达 424 万吨/日。收购康达环保后公司污水产能增加 403.8%，供排水业务结构改善。公司和康达环保可形成协同效应，优势互补，提升整体经营效率和盈利水平。

#### 物业收入占比很低，对公司业绩起补充作用

- 公司 19H1 物业发展及投资业务收入达 1.06 亿港元，同比增长 15.81%，业务毛利率达 12.46%。公司物业发展及投资业务收入波动较大，收益不稳定，对公司业绩起一个补充作用。公司近年来不断处置非核心资产，主要目的为精简业务，打造一个专业纯粹的水务公司，同时还可以套现。

#### 盈利预测与估值水平：首次给予推荐评级

- 中国水务当前估值较低。从可比公司估值情况来看，中国水务 2019~2020 年 PE 为 6.12、5.34 倍，低于可比公司平均值和中位数，当前公司的 PE 和 PB 也低于主要港股可比水务企业粤海投资和北控水务。公司 18 财年的 EV/EBITDA 倍数为 8.17，低于可比公司平均数和中位数（数据撇除桑德国际后）。
- 优质港股水务标的，首次覆盖给予推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别达到 1.03 港元、1.18 港元、1.29 港元，分别对应市盈率 6 倍、5 倍、5 倍。公司在手订单充足，业绩增长的稳定性有保障。未来随着公司对康达环保的治理改造完成，公司业绩将明显增长。
- 风险提示：来水情况或低于预期；生物质在建项目盈利性或低于预期；造纸行业景气度或持续下降。

## 目录

1、供水是公司核心业务，过去 4 个财年公司营收和不含少数股东净利润 CAGR 分别达 31%和 39% .....	7
2.供水业务过去 4 个财年营收 CAGR 达 30%，直饮水业务成长空间巨大.....	9
2.1·公司供水经营业务以 TOO 模式为主，主要分公司实际持股比例均超过 50% .....	11
2.2    供水经营服务业务增速稳定，过去 4 个财年营收 CAGR 达 15%.....	13
2.2.1    公司管理经营效率明显领先行业平均水平，智慧水务的展开帮助公司进一步 提高经营效率 .....	13
2.2.2    中国平均水价远低于世界平均水平，未来水价必然会稳步提升 .....	14
2.3 过去 3 个财年公司供水接驳业务营收 CAGR 达 14%，业务毛利率在 60%以上 .....	15
2.4    过去 3 个财年供水建设服务业务营收 CAGR 达 21%.....	16
2.5    公司大力发展直饮水业务，未来成长空间巨大，有望成为新的业绩增长点..	16
3.    环保业务过去 4 个财年营收 CAGR 达 73%，收购康达环保继续加码环保业务 .....	19
3.1 康达环保 19H1 利润率改善，与中国水务业务整合后双方产生整体协同效应 .....	20
4.    物业收入占比很低，对公司业绩起补充作用 .....	24
5 盈利预测与估值水平：首次给予推荐评级 .....	25
5.1 相对估值：低于可比公司平均水平 .....	25
5.2 盈利预测：预计未来三年营收和不含少数股东净利润的 CAGR 分别为 10%和 15% .....	26
5.3 投资建议：首次给予推荐评级 .....	27
6. 风险提示 .....	28
附：盈利预测表 .....	28

## 图表目录

图 1:	2019H1 收入结构	7
图 2:	2018FY 财年收入结构结构	7
图 3:	公司历年营业收入	8
图 4:	公司历年不含少数股东权益净利润	8
图 5:	历年 ROE (摊薄)	8
图 6:	历年派息 (港元)	8
图 7:	公司 2019H1 供水业务营收结构	9
图 8:	公司历年供水业务收入	9
图 9:	公司历年供水业务毛利率	9
图 10:	公司历年供水量	10
图 11:	公司历年耗水量及单位耗水量比	10
图 12:	用水普及率情况	11
图 13:	公司历年供水经营服务收入	13
图 14:	公司历年供水用户数	13
图 15:	公司历年供水业务产销差率	14
图 16:	公司历年单位供水耗电量	14
图 17:	36 城市居民用水价格 (单位元)	15
图 18:	公司历年接驳费收入	15
图 19:	公司历年供水建设服务收入	16
图 20:	公司直饮水业务图示	18
图 21:	公司 2019H1 环保业务收入结构	19
图 22:	公司 18 财年环保业务收入结构	19
图 23:	公司历年环保业务收入	19
图 24:	公司历年环保业务毛利率	19
图 25:	公司历年污水处理及排水经营服务业务收入	20
图 26:	公司历年污水处理建设服务业务收入	20
图 27:	康达环保 19H1 业务收入结构	21
图 28:	康达环保历年收入	21
图 29:	康达环保历年净利润 (不含少数股东权益)	21
图 30:	康达环保历年毛利率	22
图 31:	康达环保历年 ROE (摊薄)	22
图 32:	公司历年物业发展及投资业务收入	24
图 33:	公司历年物业发展及投资业务毛利率	24
图 34:	公司历年处置非核心资产收益 (单位: 万港元)	24
表 1:	公司主要股东情况	7
表 2:	公司供水业务产能	10
表 3:	公司 19 年 3 月以来新增供水业务产能	11
表 4:	公司主要城市供水经营分公司	12
表 5:	管道直饮水与瓶装水、桶装水的比较	17
表 6:	公司污水处理业务产能	20

表 7: 康达环保主要股东情况 .....	21
表 8: 康达环保污水处理业务产能 .....	22
表 9: 可比公司估值表 .....	25
表 11: 收入成本预测明细 (单位: 亿元) .....	26
表 12: 盈利预测结果 (百万港元) .....	27

# 1、供水是公司核心业务，过去4个财年公司营收和不含少数股东净利润CAGR分别达31%和39%

公司业务以供水业务为核心，辅以部分污水处理和物业管理业务。公司所有业务均在内地，以建设及经营水务项目为主，公司供水产能位列全国第三。截止2019年9月30日，公司总水务规模达1,905万吨/日，业务覆盖全国20个省份及3个直辖市超过110个县市。供水户数约540万户，服务区域覆盖人口超过3,000万，管网长度超过15万公里。

公司是香港投资控股公司，段传良先生是公司第一大股东，控股比例达29.16%。根据港交所最新数据，2020年初公司前两大股东分别为段传良、ORIX Corporation，持股比例分别达到29.16%、18.10%，合计持股占比达47.36%，股权分别相对分散。

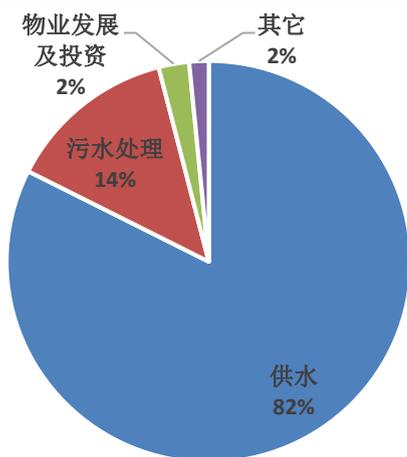
表 1: 公司主要股东情况

股东名称	占总股本比例(%)
段传良	29.16
ORIX Corporation	18.10
合计	47.36

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

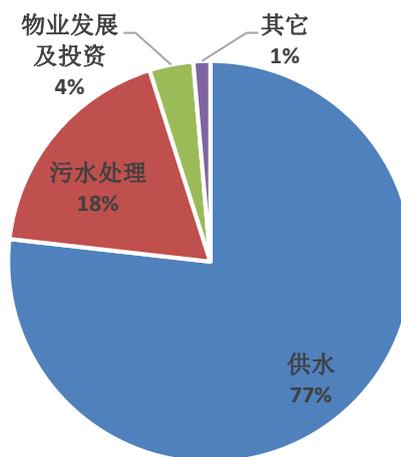
2019H1, 公司供水板块收入占比达82%, 是公司核心业务。公司业务由供水、污水处理、物业发展及投资和其它业务构成, 在2019H1报告期内(19年4月-9月), 收入占比分别达到82%、14%、2%和2%, 供水收入是绝对核心业务。而18财年(18年3月至19年3月)公司4项业务收入占比分别达到77%、18%、4%和1%。

图 1: 2019H1 收入结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 2: 2018FY 财年收入结构结构

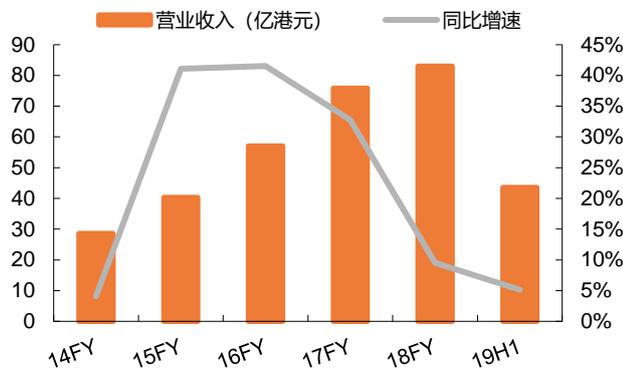


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2019H1 中国水务实现营收 43.6 亿港元, 同比增长 5.1%; 实现不含少数股东净利润 8.81 亿港元, 同比增长 36.4% (撇除同期人民币波动因素增速达 41.2%)。中国水务过去 4 年高速发展, 14 财年至 18 财年营业收入和不含少数股东净利润的 CAGR 分别达到 30.54%

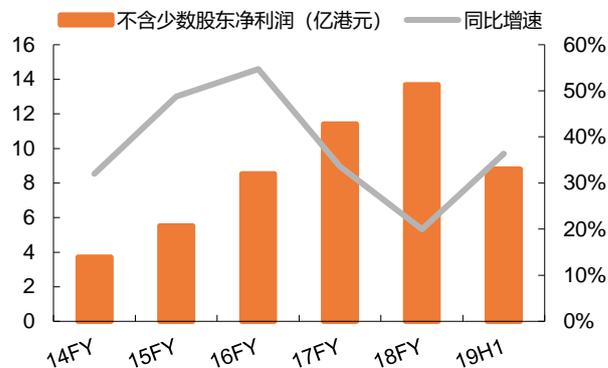
和 38.60%。公司营收在 15 财年至 17 财年间高速增长，随后有所下滑，2019H1 公司营收增速为 5.14%。公司不含少数股东净利润一直保持快速增长，过去 5 年半同比增速维持在 20% 以上。

图 3: 公司历年营业收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 4: 公司历年不含少数股东权益净利润

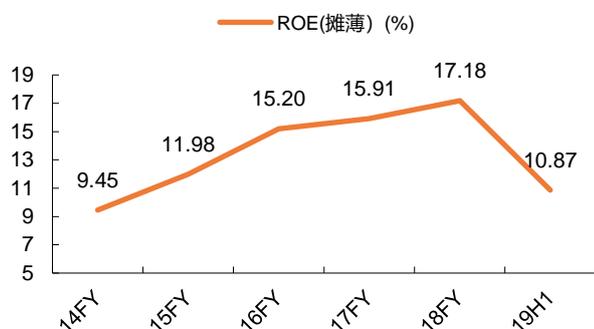


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司 ROE 逐年提升，2019H1 摊薄 ROE 达 10.87%，较去年同期提高 1.98%。公司 ROE 逐年稳步提升，18 财年摊薄 ROE 达到 17.18%，较 5 年前增加 9.21%，实现翻番。

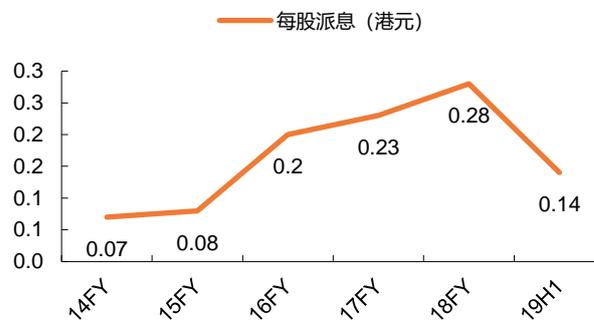
公司派息稳步增加，2019H1 年中派息 0.14 港元，同比增长 16.7%，中期分红股息率达 4.8%。公司过去 5 年派息稳步增长，期间 CAGR 达 41.42%，18 财年派息达 0.28 港元，较 14 财年翻了 4 倍。公司承诺未来分红率不低于 30%。

图 5: 历年 ROE (摊薄)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 6: 历年派息 (港元)

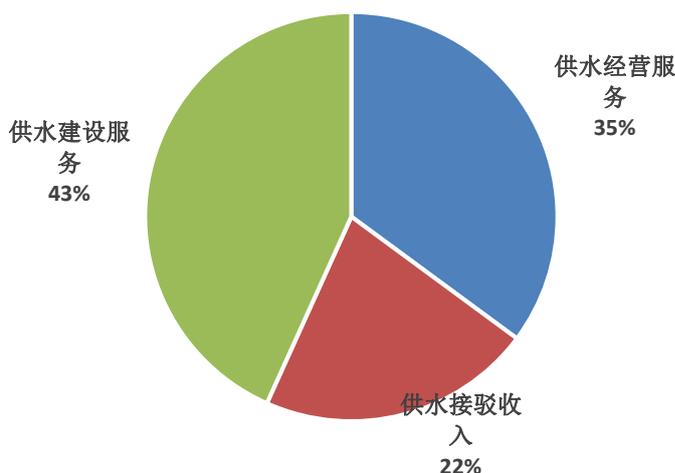


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.供水业务过去 4 个财年营收 CAGR 达 30%，直饮水业务成长空间巨大

公司供水业务全部都在内地，拥有经营地区的特许经营权，经营模式主要为 TOO。供水业务由供水经营业务（售水业务）、供水接驳业务及供水建设服务三部分构成，2019H1 三项业务收入占供水收入比分别为 35%、22%、43%。

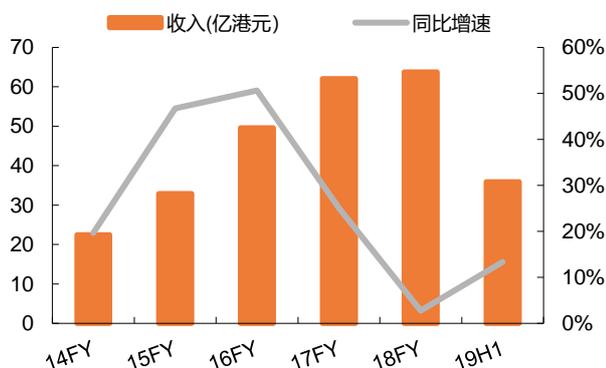
图 7：公司 2019H1 供水业务营收结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

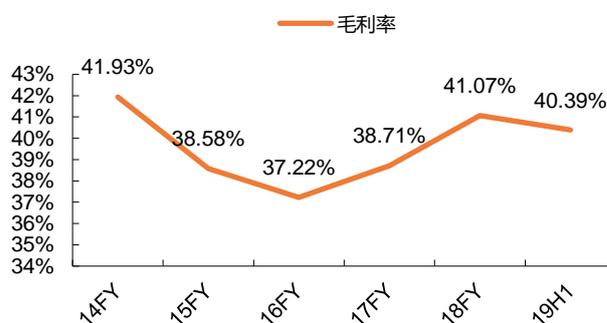
2019H1 供水营收同比增长 13.4%至 35.9 亿港元，同期毛利率为 40.4%。公司供水业务增速迅速，在 15 财年至 18 财年期间业务营收的 CAGR 达 29.83%。2019H1 上半年公司供水业务营收为 35.90 亿港元，同比增长 13.4%，撇除人民币同期波动因素后，实际增长 17.4%。公司供水业务毛利率相对稳定，17 年以来持续提升，过去 5 年半平均毛利率达 39.65%。

图 8：公司历年供水业务收入



资料来源：公司网站，长城证券研究所

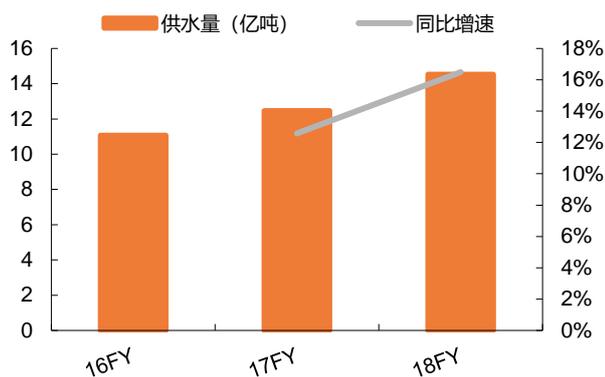
图 9：公司历年供水业务毛利率



资料来源：公司网站，长城证券研究所

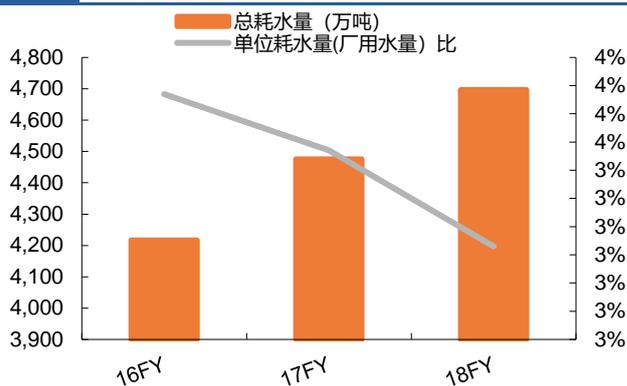
公司总供水量逐年升高，18 财年总供水量达 14.52 亿吨，同比增长 16.49%；单位耗水量（厂用水量）比逐年下降，18 财年单位耗水量比达 3.13%，较上个财年下降 0.34%。公司在不断扩大供水规模的同时有效的较低耗水量，生产经营效率稳步提升。

图 10: 公司历年供水量



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

图 11: 公司历年耗水量及单位耗水量比



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

公司在手订单充足。截止 19 年 9 月底, 公司自来水在运产能 828.8 万吨/日, 在建产能 191.9 万吨/日, 拟建产能 355.7 万吨/日, 总供水规模达 1376.4 万吨/日。公司当前在建项目产能 191.9 万吨/日, 预计将在两年内全部竣工投产运行。拟建项目产能 355.7 万吨/日, 全部项目为已签订合同, 通常在 3 至 5 年内投产运行。如果项目需求较为急切, 可能会提前投产运行。在不考虑公司新签订单的情况下, 未来 5 年公司每年新增供水产能 110 万吨/日, 届时公司供水产能较现在将增加 66.1%。

表 2: 公司供水业务产能

地区 (单位: 万吨/日)	已运营	在建	拟建
北京	1	0	0
山东	6	2	-
河北	7.4	0	4
黑龙江	8.6	8	4.5
海南	10	-	-
山西	17.5	0.5	21.3
重庆	30.3	0	25
广西	35.5	-	-
湖南	45.7	5	22.1
河南	73.3	12	51.8
湖北	88.8	10	37
广东	136.6	85	94.8
江苏	170	-	10
江西	198.1	69.4	85.2
合计	828.8	191.9	355.7

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司拿项目能力强, 在 19 年 4 月至 11 月 8 个月间新增供水项目 21 个, 新增产能合计达 84.58 万吨/日。

表 3: 公司 19 年 3 月以来新增供水业务产能

时间 (单位: 万吨/日)	新增项目数 (包含扩建项目)	新增投资/并购供水项目产能	有机增长/扩建产能
19 年 3 月至 9 月	8	13	16.47
19 年 10 月至 11 月	13	23.1	32.01
合计	21	36.1	48.48

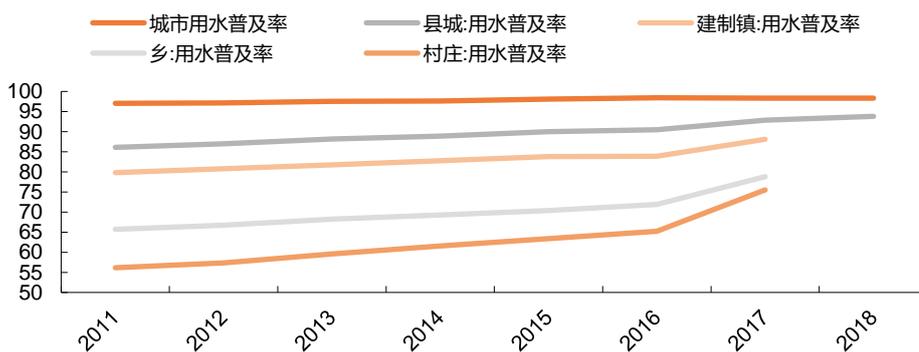
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司供水业务增量主要来自于两部分, 即并购投资带来的新用户和已覆盖区域的有机增长。由于行业特性, 公司在并购一个新水厂时都将进入新的服务区域并获得该区域的特许经营权, 这意味着公司不仅能获得新水厂已有的客户, 还获得整片区域的潜在客户。已覆盖区域的有机增长指的是伴随城市发展 (城市扩建和旧城改造) 和城乡一体化进程不断推进, 用水普及率将不断提高, 从而带来大量新用户。

公司提前完成百城计划, 预计未来用户数将快速增长。截止 2019 年 3 月, 公司在不计算康达环保情况下, 业务覆盖了 60 个城市, 潜在服务人口超 2200 万。公司在收购康达环保前曾计划三年内将业务覆盖到 100 个城市中, 由于收购康达环保, 公司提前完成了百城计划。由于当前政府更倾向于供排水一体化, 将供排水业务打包交给第三方运营, 公司可以相对容易的从康达环保已覆盖的城市拿到供水项目 (双方业务不重叠的城市大约 27 个), 加速外延并购速度。

公司供水业务运营地区用水普及率约 63%, 普及率还有较大提升空间。截止 19 年 9 月, 公司供水用户 540 万户, 潜在服务人口超过 3000 万, 假定一户居民有 3.5 口人, 则公司供水区域的用水普及率为 63%。中国 18 年城市和县城用水普及率分别达到 98.36% 和 93.80%, 公司业务覆盖区域用水率明显低于这个水平, 未来用水普及率提升空间很大。假设公司现有业务服务区域用水普及率提升到 95%, 则公司将新增大约 274 万户自来水用户。

图 12: 用水普及率情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.1 · 公司供水经营业务以 TOO 模式为主, 主要分公司实际持股比例均超过 50%

公司供水业务主要为 TOO 模式, 大部分供水经营公司实际持股比例超过 60%。公司近年来主要向 3、4 线城市扩张并购, 采用控股水厂的经营模式, 公司和地方政府共同持股,

双方持股比例大部分为 6:4，公司可以获得绝对控制权，从而对已收购的水厂进行改制，提高经营效率。

**公司 TOO 经营模式保证了公司供水业务收入的持续性和稳定性。**不同于国内许多水厂，公司不需要在经营期（通常为 30 年）结束后向政府移交水厂。当一个地区的特许经营权到期后，由于公司已在当地拥有丰富的管理经验，政府与公司续期的可能性极高。如果出现了政府不与公司续签特许经营权的情况，公司可以以公允价值出售水厂，保证自身收益。

**表 4: 公司主要城市供水经营分公司**

公司名称	注册/成立/ 经营地点	注册资金（万元）	直接持股 比例	间接持股 比例	合计持股比 例
新余水务	中国	15,000	60%	-	60%
吉安水务	中国	12,000	-	70%	70%
萍乡水务	中国	28,200	26%	25%	51%
高安水务	中国	6,000	60%	-	60%
分宜银龙水务	中国	7,500	66.67%	33.33%	100%
铅山县银龙水务	中国	3,150	-	100%	100%
上栗银龙水务	中国	1,450	-	60%	60%
宜丰县银龙水务	中国	5,280	55%	-	55%
芦溪水务	中国	6,231	30%	30%	60%
九江彭泽银龙水务	中国	1,027	49%	11%	60%
江西黄岗山	中国	8,000	-	75%	75%
宜春银龙水务	中国	3,800	-	100%	100%
惠州大亚湾溢源净水	中国	24,861	-	59.78%	60%
深圳市大工业区水务	中国	4,550	-	56.04%	56%
河源市水业	中国	10,000	-	62.66%	63%
广东仁化银龙供水	中国	2,726	-	73%	73%
周口银龙水务	中国	5,100	-	70%	70%
河南鹿邑银龙供水	中国	1,400	-	100%	100%
河南银龙（扶沟）供水	中国	1,400	-	100%	100%
河南银龙（西华）供水	中国	1,400	-	100%	100%
重庆市永川区侨立水务	中国	20,000	100%	-	100%
长沙（中国水务）	中国	20,000	-	90%	90%
怀化银龙水务	中国	3,000	30%	56.55%	87%
常德安乡银龙水务	中国	5,000	-	70%	70%
怀化沅辰水务	中国	7,658	-	65%	65%
运城银龙水务	中国	8,596	-	51%	51%
鹤岗三立水务	中国	6,349	-	55%	55%
荆州水务	中国	6,059 万美元	36.90%	14.10%	51%
江西万年银龙水务	中国	4,709 万美元	-	100%	100%

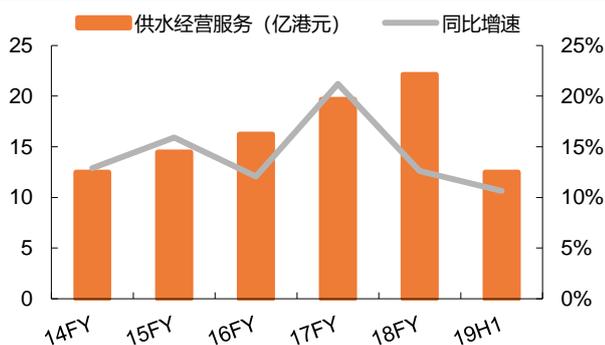
资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.2 供水经营服务业务增速稳定，过去 4 个财年营收 CAGR 达 15%

供水经营业务受政府管制，业务的收益为 ROE 8%~12%。根据国务院印发的《城市供水价格管理办法》，城市供水业务的合理盈利水平应当是 ROE 8%-10%，其中靠企业投资并处于还贷期内(包括利用贷款、引进外资、发行债券或股票等方式)的 ROE 不得超过 12%。由于经营供水业务受到政府管制，故公司对所有水厂进行改制，把供水业务一拆为三，分别为受到管制的售水业务，不受管制的接驳业务和水务建设业务，维持供水业务整体的收益率。售水业务受到管制也意味着业务收益有了下限，当业务 ROE 低于 8%时，公司可以据此向政府申请提高水价，维持业务收益水平。

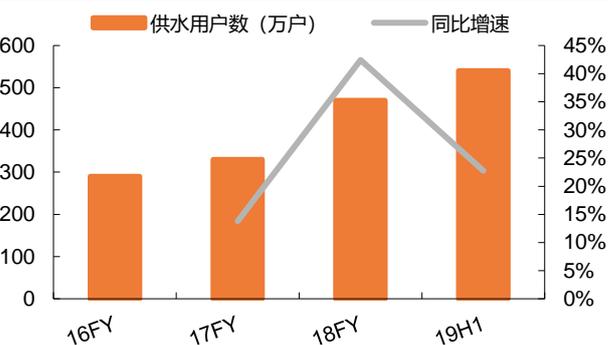
公司供水经营服务 2019H1 收入达 12.48 亿港元，同比增长 10.65%；供水用户数达 540 万户，同比增长 22.73%。公司供水经营服务业务收入增速稳定，过去 5 年增速持续保持在 10% 以上，在 14 财年至 18 财年期间的 CAGR 达 15.40%。售水服务的增长来自两部分：1) 公司外延并购产生的新用户。2) 已服务城市/区域用户的有机增长。同时由于公司供水业务以 TOO 为主，预期供水经营收入将稳健增长。

图 13: 公司历年供水经营服务收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 14: 公司历年供水用户数

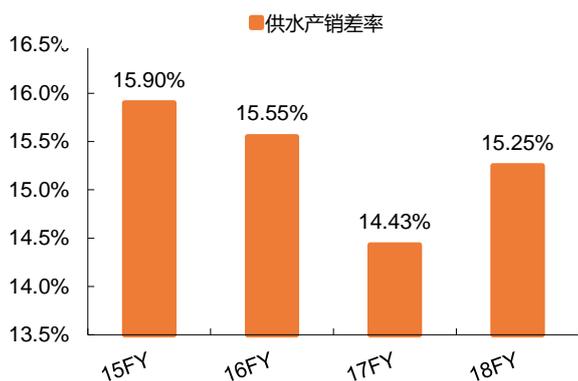


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 2.2.1 公司管理经营效率明显领先行业平均水平，智慧水务的展开帮助公司进一步提高经营效率

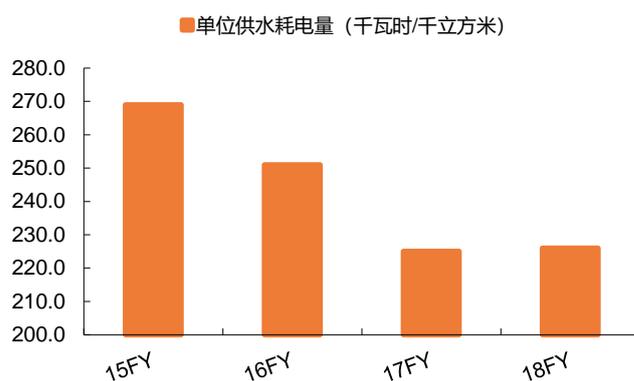
公司管理经营效率明显领先行业平均水平，18 财年供水产销差率为 15.25%，低于行业平均水平 22.2%；单位供水耗电量 226 千瓦时/千立方米，低于行业平均的 280 千瓦时/千立方米。公司将自身定位于专业的供水公司，有自己的管理模式和方法，目前公司平均产销差率已经降到 15.25%，单位供水耗电量为 226 千瓦时/千立方米。而根据最新的《城市供水统计年鉴 2017》，2017 年中国供水行业平均产销差率为 22.20%，单位供水耗电量为 280 千瓦时/千立方米，均明显高于公司水平。预计未来短期内（3 至 5 年）公司产销差率将维持在 15% 上下，原因在于公司可以稳定的降低已有项目的产销差率，但是由于公司不断收购新水厂，必然会抬高整体的产销差率。

图 15: 公司历年供水业务产销差率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 16: 公司历年单位供水耗电量



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

智慧水务试点成功, 未来可进一步帮助公司降低已有项目的产销差率。公司智慧水务功能主要包含两部分: 1) 增值服务: 公司提供专用 APP 给用户, 用户可以在 APP 上查询水费、用水量等数据, 缴纳/预缴水费等。2) 数据搜集分析: 公司通过在水管两端加装设备, 实时搜索供水数据。通过分析数据得知供水效率, 哪些区域管道漏水多, 产销差率高, 从而去改善这些情况, 提高公司经营效率。未来随着智慧水务进一步展开, 公司可以更全面的掌握供水情况, 从而提高整体运营效率, 降低存量项目的产销差率。

## 2.2.2 中国平均水价远低于世界平均水平, 未来水价必然会稳步提升

公司 18 财年平均水价约为 1.89 港元/吨, 19H1 报告期内 3 个城市水价得到提升。根据公司 18 财年供水量、供水经营服务收入以及产销差率, 我们测算出公司水价大约为 1.89 港元/吨。公司水价通常 3 年调价一次, 涨价幅度根据调价公式计算得到, 通常一次上浮 15% 至 20%。由于公司当前水价相对较低 (19 年 36 城市居民平均用水价格 2.28 元/吨), 水价上涨申请相对容易通过。

中国水价较世界发达国家偏低, 18 年北京水价约为纽约的 1/10, 同时我国水资源稀少, 未来水价提升空间很大。当前我国水价和水费很低, OPEC 成员国的水费占可支配收入比约为 4%, 而中国的水费占可支配收入比约为 0.4%。同时中国属于水资源稀缺国家, 根据国家发改委发布水资源规划, 我国水资源总量居世界第 6 位, 人均水资源占有量约 2100 立方米, 为世界平均值的 28%; 耕地亩均水资源占有量 1400 立方米左右, 为世界平均的一半左右。中国贫瘠的水资源情况和对水资源的刚性需求决定了我国未来水价一定会向上增长。

我国城市水价定期调整, 保持着长期稳定增长的态势, 36 城市居民平均用水价格 19 年达到 2.28 元/吨, 过去 10 年复合增速为 2.4%。

图 17: 36 城市居民用水价格 (单位元)

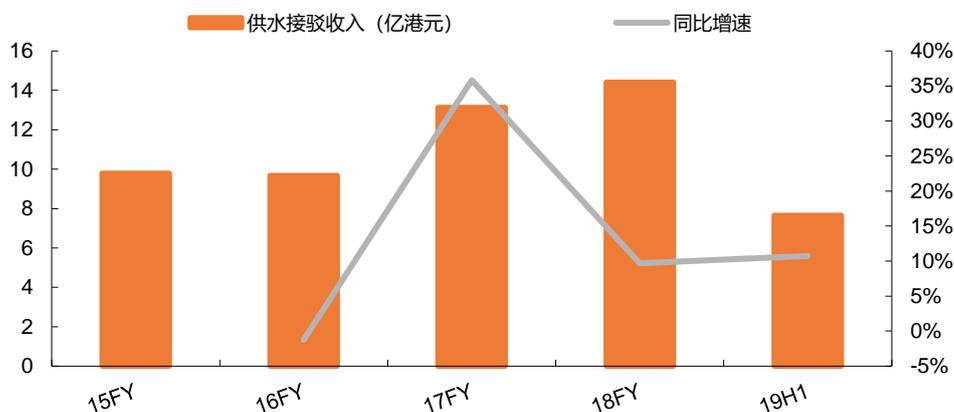


资料来源: wind, 长城证券研究所

### 2.3 过去 3 个财年公司供水接驳业务营收 CAGR 达 14%，业务毛利率在 60%以上

公司 2019H1 供水接驳收入达 7.66 亿港元，同比增长 10.72%，撇除人民币波动因素后同比增速达 14%，业务毛利率在 60%上下。公司接驳费收入 17 财年起开始快速增长，在 15 财年至 18 财年期间间接驳费收入的 CAGR 达 13.74%。供水接驳业务不受政府管制，公司也尽量减少该部分业务的成本，故业务毛利率很高。根据公司披露数据以及同行业可比公司数据，我们估算公司供水接驳业务毛利率在 60%上下。

图 18: 公司历年接驳费收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

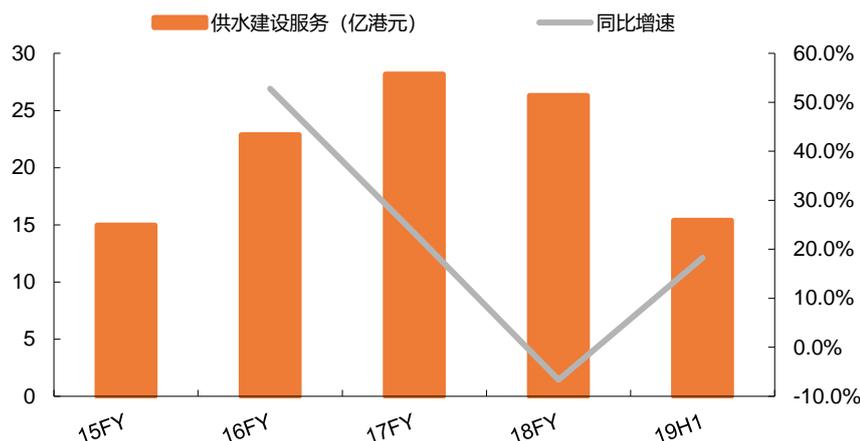
接驳费大约等于 7 至 8 年水费，未来中短期内接驳费不会取消。由于当前我国水价较低且产销差率较高，导致供水行业整体出现亏损，接驳费是供水企业获取利润的主要来源。只有当自来水价格市场化，水价大幅上升后，接驳费才可能会取消。

外延并购战略和城乡一体化战略保障接驳收入短期内稳定增长。公司新增接驳用户主要来自两方面：1) 公司不断并购水厂带来的新增供水用户数。由于公司并购方向为 3、4 线城市，当地用水普及率相对较低，可以带来更多的接驳用户。2) 公司已有服务区域用户的有机增长。通过城乡一体化战略，公司会在已服务地区不断延伸管网、接驳新的用户。

## 2.4 过去 3 个财年供水建设服务业务营收 CAGR 达 21%

公司 2019H1 供水建设服务营收达 15.37 亿港元，同比增长 18.24%。公司供水建设业务除 18 财年出现负增长外，其余时间都保持较快增速。在 15 财年至 18 财年这间，公司供水建设服务业务营收 CAGR 达 20.70%。供水建设服务业务主要包括自身项目的提标改造工程、新厂建设，旧厂改造扩建、以及管网建设等。由于目前公司处于高速发展，快速扩大规模的阶段，水务建设工程收入将在短期内保持稳定增长的态势。

图 19: 公司历年供水建设服务收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.5 公司大力发展直饮水业务，未来成长空间巨大，有望成为新的业绩增长点

18 年 6 月，公司于公司日本东丽株式会社成立合资公司发展直饮水业务。19H1 直饮水板块实现收入 2727 万港元，服务人口近 50 万人。公司在 19 年上半财年期内，新增直饮水项目 140 多个，服务人口近 50 万人。报告期内直饮水板块实现收入 2727 万港元，其中售水收入 568 万港元，接驳收入 1705 万港元。

直饮水又称为健康活水，指的是没有污染、没有退化，符合人体生理需要（含有人体相近的有益矿物质元素），pH 值呈弱碱性这三个条件的可直接饮用的水。直饮水一般采用分质供水的方式直通住户。所谓分质供水，即根据生活中人们对水的不同需要，由市政提供的自来水为生活饮用水，把自来水中生活用水和直接饮用水分开，另设管网，采用特殊工艺将自来水进行深度加工处理成可直接饮用的纯净水，然后由食品卫生级的管道输出直通住户，实现饮用水和生活用水分质、分流，达到直饮的目的，并满足优质优用、低质低用的要求。这种可直接饮用的纯净水可分成纯水或净水两种。直饮水也可在用户终端通过净水设备，直接进行净化，并活化，能量化，模拟自然水的净化体系进行处理，直接输出符合国家标准的饮用水。

我国当前直饮水行业还处在起步阶段，与发达国家相比差别巨大，市场空间巨大。直饮水起源于上世纪 80 年代初，经过多年发展，到 2010 年左右欧美发达国家直饮水行业已经十分成熟。我国直饮水行业还处在起步阶段，2016 年我国家庭直饮水机普及率还不足 5%，而主要发达国家直饮水机普及率以高于 50%。同时我国直饮水行业市场分布的不均匀，北上广等经济发达区域普及率相对较高，而三四线城市及农村地区普及率很低。

目前行业平均管道直饮水价格在 200 元/吨至 400 元/吨,对比瓶装水和桶装水价格有巨大优势。目前管道直饮水价格大致在 200 元/吨至 400 元/吨,价差较大的主要原因为部分地区收费包含了接驳费。根据欧睿国际统计,2018 年我国瓶装水平均单价为 4.1 元/升,约合 4100 元/吨。根据我们调研和查找送水站数据,品牌桶装水价格主要集中在 1.05 元/升至 1.30 元/升之间,约合 1050 元/吨至 1300 元/吨。假设对所有水价取平均值,则公司的直饮水价格仅为瓶装水价格的 7%,桶装水价格的 26%。

管道直饮水较瓶装水、桶装水相比还有水质、使用范围、安全性、方便性、环保性等方面的优势。管道直饮水都是现产现用,水质优良,同时由于水价相对便宜,许多用户用其进行烹饪(增加了用水量)。管道直饮水都是全密封生产,循环供水,杜绝了二次污染,日常中也有水务公司的专业人员对机器进行维护和清洁,水质的保障性很高。同时管道直饮水使用也很方便,打开水龙头就可以饮用。最后使用管道直饮水可以减少塑料瓶等容器的使用,从而减少白色污染。目前已有部分地区政府为了鼓励学校使用管道直饮水,限制学生带瓶装水进校园。未来出于安全性和环保性,政府可能会出台更多的政策鼓励直饮水行业发展。

**表 5: 管道直饮水与瓶装水、桶装水的比较**

内容	管道直饮水	瓶装水	桶装水
水质	现产现用、水质良好	开瓶后 3 天为最佳饮用期	开瓶后保质期 30 天
单位价格 (元/吨)	200 - 400	4,100	1,050 - 1,300
使用范围	直饮、做饭、煮汤、洗水果蔬菜均可	直接饮用居多	由于成本较高,直接饮用居多
安全性	全密封产水,循环供水,杜绝二次污染。专人清洁机器和换水	容易形成二次污染	送水店清洁、灌水,安全不易保障
方便性	水龙头打开就可享用	需要去商店购买	需要买水,送水并装上饮水机
环保性	不需要塑料瓶容器,减少白色污染	需要大量塑料瓶容器,通常只使用一次	需要一定的大瓶塑料瓶容器,可反复使用

资料来源:公司公告,长城证券研究所

公司直饮水业务主要分为三块:家用室内管道直饮水,直饮水站以及公共场所管道直饮水。家用户内管道直饮水是指公司将直饮水管道接通道用户家中,用户可通过家中的直饮水水龙头直接取水。公司通过与房地产商合作,将室内直饮水设备作为配套设施安装在用户家中,目前这类用户主要集中在较为高档的小区中。直饮水站是指公司通过放置的直饮水机器出售直饮水。公司将直饮水机器放置在人口较为密集街道、小区中,用户可以用水桶等容器去直饮水机器接水。公用场所管道直饮水是指公司在公园、学校、医院、政府办公楼等人口密集的公共区域安装直饮水龙头。

图 20: 公司直饮水业务图示

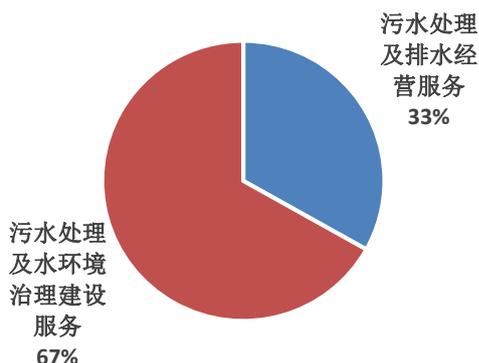


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 3. 环保业务过去 4 个财年营收 CAGR 达 73%，收购康达环保继续加码环保业务

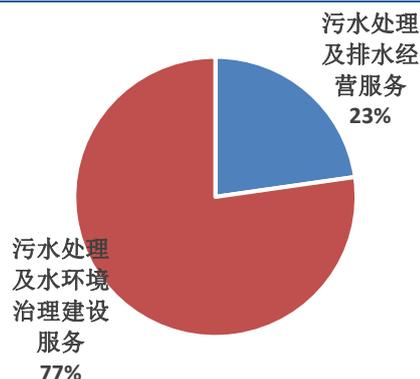
公司环保业务主要分为污水处理及排水经营服务和污水处理及水环境治理建设服务，2019H1 期间两项收入分别占环保板块收入的 33%和 67%。公司 18 财年两项业务的占比分别为 23%和 77%。

图 21: 公司 2019H1 环保业务收入结构



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

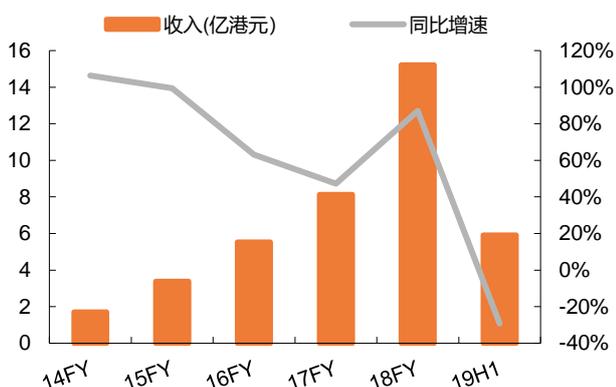
图 22: 公司 18 财年环保业务收入结构



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

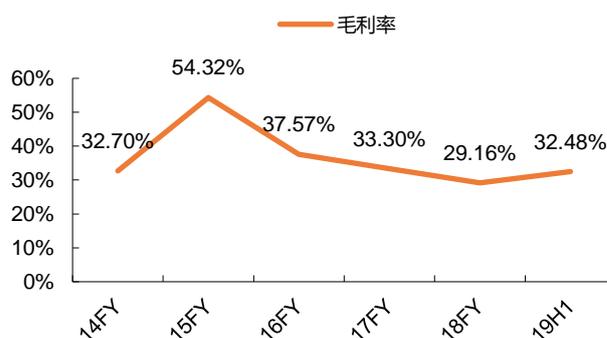
公司 19H1 环保业务营收达 5.91 亿元, 同比下降 29.2%, 业务毛利率为 32.48%。上半年环保业务收入同比下滑的原因为公司收购康达环保导致的建设服务业务收入大幅下滑。公司环保业务过去 4 年营收增速极快, 在 14 财年至 18 财年 4 年间环保业务营收 CAGR 达 73%。公司环保业务毛利率在 18 年触底, 19H1 业务毛利率有所回升。

图 23: 公司历年环保业务收入



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

图 24: 公司历年环保业务毛利率

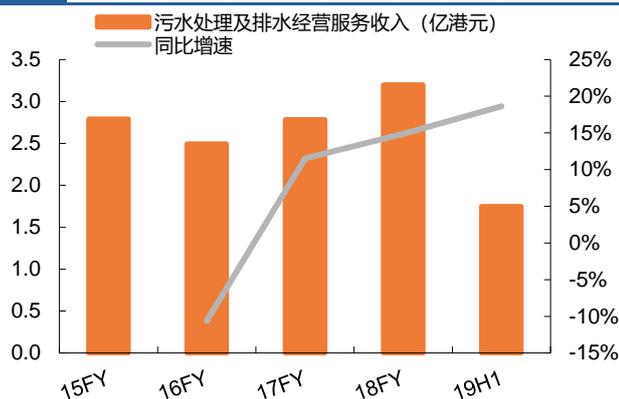


资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

公司 19H1 污水处理经营业务营收达 1.74 亿港元, 同比增长 18.63%。公司污水处理业务营收增速自 17 财年起逐年提高, 过去 3 个财年营收 CAGR 达 13.20%, 污水经营收入增长稳定。

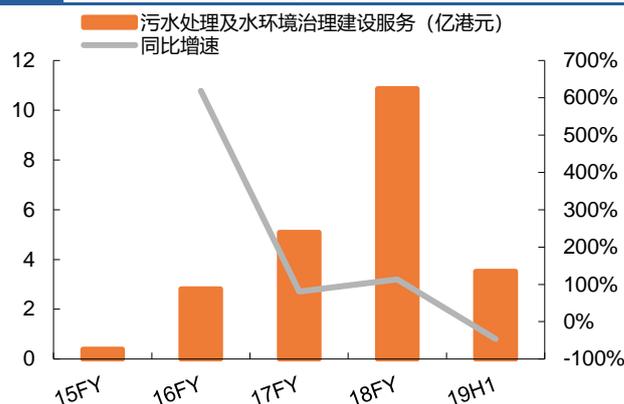
公司 19H1 污水建设服务业务营收为 3.51 亿港元, 同比下降了 46.28%。公司污水建设服务业务营收增速极快, 过去 4 个财年营收 CAGR 达 302.57%。由于今年 4 月收购的康达环保是一家以污水处理为主的企业, 公司将部分精力、资源和资金投入其中, 影响了公司自身的污水建设服务业务, 导致了上半年业务营收大幅下滑。

图 25: 公司历年污水处理及排水经营服务业务收入



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

图 26: 公司历年污水处理建设服务业务收入



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

截止 19 年 9 月底, 撇除康达环保, 公司污水处理在运产能 63.3 万吨, 在建产能 15.85 万吨, 拟建产能 25.8 万吨, 合计产能达 104.95 万吨。公司当前在建项目产能 15.85 万吨/日, 预计将在两年内全部竣工投产运行。拟建项目产能 25.8 万吨/日, 全部项目为已签订合同, 通常在 3 至 5 年内投产运行。

表 6: 公司污水处理业务产能

地区 (单位: 万吨/日)	已运营	在建	拟建
北京	2	-	-
河南	3.5	10.3	3.7
广东	4.4	0.25	5.3
天津	5	-	-
河北	7.3	-	-
江西	10.1	3.3	7
湖北	14	-	-
陕西	17	2	-
湖南	-	-	2.8
黑龙江	-	-	7
合计	63.3	15.85	25.8

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

在 19H1 报告期内, 公司共有 4 个污水处理项目上调水价。4 个污水处理项目分别是万年项目、分宜项目、宝鸡陈仓项目以及宝鸡金信安项目。

### 3.1 康达环保 19H1 利润率改善, 与中国水务业务整合后双方产生整体协同效应

2019 年 4 月, 公司斥资 12 亿港元收购康达国际环保有限公司 (股份代号: 6136.HK) 29.52% 的股份, 公司成为其第一大股东和实际控制人。公司目前并没有与其合并财务报表。由于公司和康达环保的会计周期不同, 目前暂时无法合并财务报表。

康达环保是一家港股上市的民营公司, 在中国内地从事污水处理业务。公司主要通过服务特许经营安排以 BOT 及 TOT 模式向客户提供定制及综合的污水处理解决方案及服务。截止 19 年 6 月底, 康达环保前三大股东为 Sharp Profit Investments Limited (中国水务全

资子公司)、康达控股有限公司以及 Baring Private Equity Asia V Holding(5) Limited, 分别持股 29.52%、26.76%、以及 16.93%。前三大股东合计持股 73.21%。

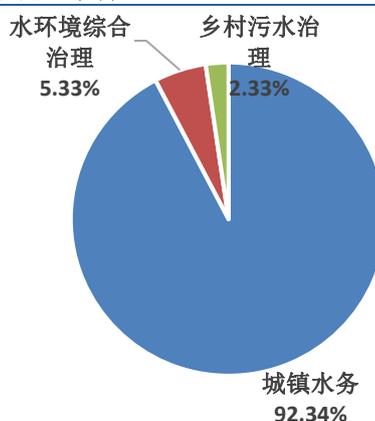
**表 7: 康达环保主要股东情况**

股东名称	占总股本比例(%)
Sharp Profit Investments Limited (中国水务全资子公司)	29.52
康达控股有限公司	26.76
Baring Private Equity Asia V Holding(5) Limited	16.93
合计	73.21

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

城镇水务业务是康达环保的核心业务, 19H1 业务收入占比达 **92.34%**。康达环保业务由城镇水务、水环境综合治理以及乡村污水治理三部分组成, 2019H1 三项业务收入占比分别为 92.34%、5.33%以及 2.33%。

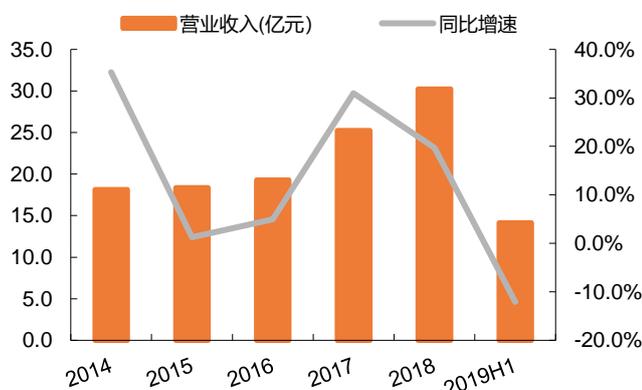
**图 27: 康达环保 19H1 业务收入结构**



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

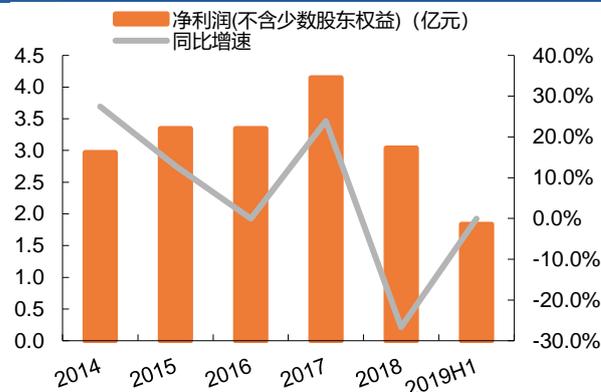
康达环保 2019H1 营收达 14.13 亿元 (人民币), 同比下降 12.07%; 净利润 (不含少数股东权益) 达 1.84 亿元, 同比下降 0.04%, 与上年同期持平。康达环保今年上半年营收出现下滑, 而净利润增速在 18 年出现明显下滑, 19 年 H1 增速快速回升。2019H1 公司净利润率为 13.37%, 较上年同期提升 1.84%, 净利润率有所改善。

**图 28: 康达环保历年收入**



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

**图 29: 康达环保历年净利润 (不含少数股东权益)**

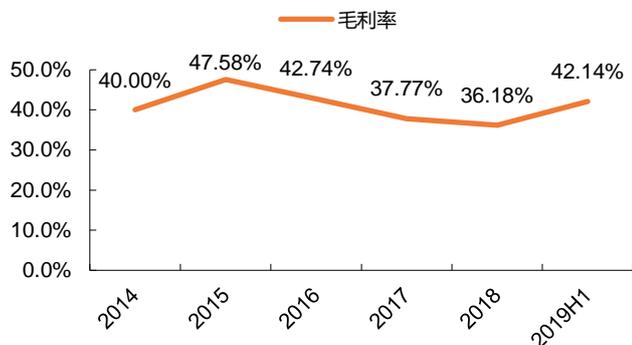


资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

康达环保 2019H1 毛利率达 42.14%, ROE (摊薄) 达 4.38%。康达环保毛利率自 15 年起逐年下滑, 18 年触底, 19 年上半年毛利率有所回升, 较 18 年上升 3.96%。康达环保

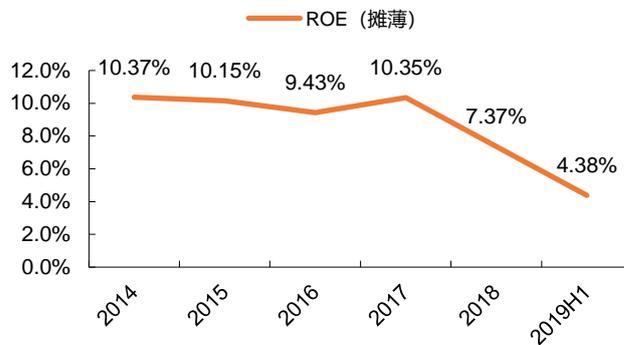
14至17年间ROE(摊薄)较为稳定,18年ROE(摊薄)出现明显下滑,19年上半年摊薄ROE较去年同期下降0.2%,下滑速度明显减缓。公司4月4日收购康达环保,随即派出管理层对其进行全面改制。收购时间距中期报告截止日不足两月,虽然时间较短但还是能看到一些公司收购后对其改制的成效了。

图 30: 康达环保历年毛利率



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

图 31: 康达环保历年 ROE (摊薄)



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

康达环保业务国内多个省份/直辖市, 共计拥有 108 个项目, 污水处理产能合计达 424 万吨/日。康达环保业务最集中的 3 个省份为山东、河南和黑龙江, 产能分别达到 133.0 万吨/日、109.1 万吨/日和 49.0 万吨/日。

表 8: 康达环保污水处理业务产能

地区	项目个数	污水处理产能 (单位: 万吨/日)
山西	1	15.0
北京	1	1.5
福建	1	8.0
陕西	2	8.0
四川	2	3.0
河北	2	3.5
浙江	2	25.0
安徽	3	17.5
其它省/直辖市	3	10.7
天津	4	8.5
广东	4	22.0
江苏	6	10.2
黑龙江	8	49.0
河南	24	109.1
山东	45	133.0
合计	108	424.0

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

收购康达环保后公司污水产能增加 403.8%, 整体产能提高 28.6%, 改善了公司在水产业链上的布局。目前世界范围内水务公司都向供排水一体化方向发展, 公司下一步重要战略就是实现公司供排水一体化。公司在收购了康达环保后污水产能由 105 万吨/日增加至 529 万吨/日, 污水产能增加 403.8%; 污水产能占总产能比由 7.09% 上升至 27.77%。

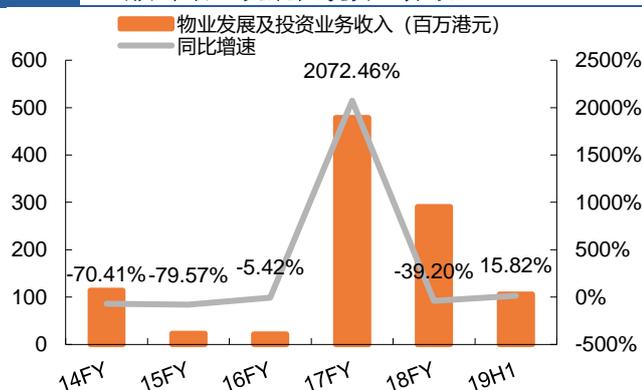
公司和康达环保可形成协同效应，优势互补，提升整体经营效率和盈利水平。一方面，公司在收购康达环保后，预计双方的水务建设业务会进行整合。例如中国水务在污水提标改造工程上拥有很强的技术和能力，康达环保可以将这部分业务原本需要外包的业务交给中国水务做。同时中国水务也可以将部分水务建设工程交给康达环保，从而形成整体的效益提升，提高经营效率。另一方面，中国水务和康达环保业务各自覆盖了 60 多个城市，其中重叠的城市只有 40%。收购完成后，双方业务都可以更容易的进入对方业务已覆盖的城市，加速业务扩张。最后收购康达环保后，大幅增加污水业务也能带来很多供水业务的合作，对公司主业有很大帮助，成本效应可达到最佳状态。

## 4. 物业收入占比很低，对公司业绩起补充作用

公司物业发展及投资业务收入主要由公司非核心资产产生，19H1 收入占比约 2%。公司物业业务收入来自于收购自来水厂时带来的土地等非核心资产，截止 19 年 9 月，公司拥有 9600 亩限制水厂的土地。还有部分收入来自于公司早些年收购的一些非核心资产。

公司 19H1 物业发展及投资业务收入达 1.06 亿港元，同比增长 15.81%，业务毛利率达 12.46%。公司物业发展及投资业务收入波动较大，收益不稳定，对公司业绩起一个补充作用。

图 32: 公司历年物业发展及投资业务收入



资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

图 33: 公司历年物业发展及投资业务毛利率

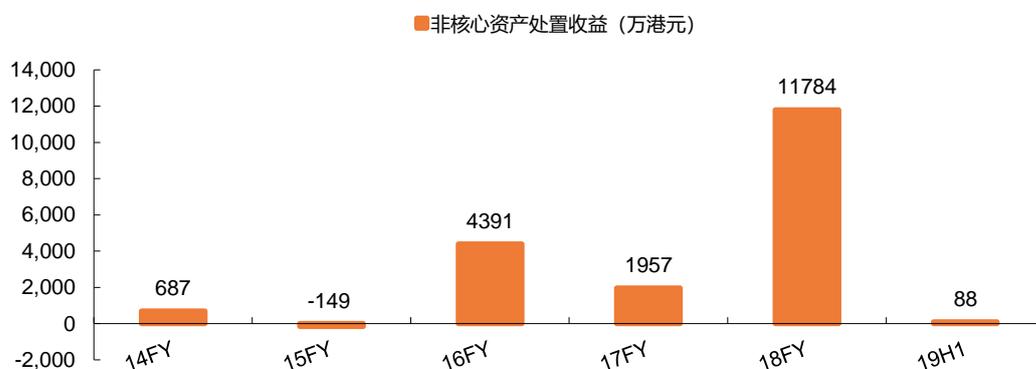


资料来源: 公司网站, 长城证券研究所

19H1 期内公司已处置 5 项非核心资产，套现 2.4 亿港元。公司今年上半年处置了重庆地产资产、仙女湖游船公司、鹿邑地产项目、荆州地产资产和新余商业街 5 项非核心资产，现金套现总计达 2.4 亿港元。公司未来半年预计处置非核心资产超过 5 亿港元。

公司 19H 处置非核心资产收益为 87.8 万港元。公司近几年每年都在处置非核心资产，规模逐渐扩大，但影响处置非核心资产获得的收益的因素较多，因此处置收益波动较大。公司处理非核心资产的目的主要为换取现金流，用此进行外延并购，加速公司主业发展。

图 34: 公司历年处置非核心资产收益 (单位: 万港元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 5 盈利预测与估值水平：首次给予推荐评级

### 5.1 相对估值：低于可比公司平均水平

中国水务当前估值较低。从可比公司估值情况来看，中国水务 2019~2020 年 PE 为 6.12、5.34 倍，低于可比公司平均值和中位数，当前公司的 PE 和 PB 也低于主要港股可比水务企业粤海投资和北控水务。公司 18 财年的 EV/EBITDA 倍数为 8.17，低于可比公司平均数和中位数（数据撇除桑德国际后）。

**表 9：可比公司估值表**

代码	证券简称	最新收盘价	总市值	流通市值	EPS			PE			PB	EV/EBITDA
					18A	19E	20E	18A	19E	20E		
香港 (10)		单位：港元		亿港元								
0270.HK	粤海投资	15.68	1025.13	1025.13	0.77	0.80	0.86	20.44	19.67	18.21	2.54	15.35
0371.HK	北控水务集团	3.66	366.78	366.78	0.48	0.53	0.63	8.20	6.86	5.85	1.23	12.82
0967.HK	桑德国际	2.98	44.88	44.88	-0.76	--	--	-3.93			0.90	-64.46
1065.HK	天津创业环保股份	2.62	37.39	8.91	0.40	--	--	6.54			0.56	8.90
3768.HK	滇池水务	2.2	22.64	7.48	0.39	--	--	5.69			0.51	--
6839.HK	云南水务	1.55	18.49	5.64	0.38	--	--	4.07			0.36	13.94
6136.HK	康达环保	0.78	15.85	15.85	0.17	--	--	4.58			0.33	12.96
2281.HK	兴泸水务	1.34	11.52	2.88	0.21	--	--	6.55			0.53	9.58
1026.HK	环球实业科技	0.19	10.42	10.42	-0.01	--	--	-38.87			0.84	--
中位值			30.02	13.14	0.38	0.80	0.86	6.11	6.86	5.85	0.70	11.20
平均值			165.42	158.90	0.29	0.78	0.88	2.07	4.07	3.61	0.91	2.16
<b>0855.HK</b>	<b>中国水务</b>	<b>6.3</b>	<b>101.05</b>	<b>101.05</b>	<b>0.85</b>	<b>1.03</b>	<b>1.18</b>	<b>7.38</b>	<b>6.12</b>	<b>5.34</b>	<b>1.25</b>	<b>8.17</b>
沪深 (10)		单位：元		亿元								
601158.SH	重庆水务	5.35	285.88	285.88	0.34	0.41	0.44	18.07	14.53	13.60	1.74	11.53
600008.SH	首创股份	2.97	187.98	187.98	0.17	0.18	0.22	23.47	18.34	14.99	1.55	13.08
000598.SZ	兴蓉环境	4.17	138.63	138.63	0.38	0.41	0.46	12.60	11.29	10.12	1.12	8.75
000685.SZ	中山公用	7.53	123.66	123.66	0.54	0.79	0.89	16.18	10.62	9.39	0.86	24.22
600874.SH	创业环保	6.65	105.66	80.49	0.40	0.40	0.46	18.94	18.60	16.16	1.57	8.90
600461.SH	洪城水业	6.08	64.17	64.17	0.49	0.55	0.65	17.15	12.27	10.47	1.54	8.48
000544.SZ	中原环保	5.51	59.79	59.79	0.49	0.49	0.48	12.96	12.46	12.83	0.93	15.56
601368.SH	绿城水务	5.11	50.23	50.23	0.43	--	--	16.16			1.09	14.56
600168.SH	武汉控股	6.31	49.84	49.84	0.45	0.49	0.56	15.99	14.24	12.55	0.86	13.52
600187.SH	国中水务	2.14	39.40	39.40	0.01	--	--	340.38			1.04	37.51
中位值			84.91	72.33	0.42	0.45	0.47	16.67	13.35	12.69	1.11	13.30
平均值			110.52	108.01	0.37	0.47	0.52	49.19	12.11	10.81	1.23	15.61

注：除中国水务外，盈利预测数据均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，长城证券研究所

## 5.2 盈利预测：预计未来三年营收和不含少数股东净利润的 CAGR 分别为 10%和 15%

盈利预测重要假设：

- 暂不考虑康达环保并表
- 供水新项目投产顺利，未来三年年均投产产能 100 万吨/日
- 污水新项目投产顺利，未来三年年均投产产能 8 万吨/日
- 物业及其他业务未来三年维持今年上半年经营水平

**表 10：收入成本预测明细（单位：亿元）**

	15FYA	16FYA	17FYA	18FYA	19FYE	20FYE	21FYE
营业收入（合计）	40.33	57.08	75.80	83.02	89.36	100.43	111.04
营收同比增长率	41.06%	41.53%	32.80%	9.53%	7.63%	12.39%	10.57%
营业成本（合计）	21.32	32.23	43.10	48.38	54.45	61.06	67.40
毛利率	47.14%	43.54%	43.14%	41.72%	39.06%	39.20%	39.30%
毛利（合计）	19.01	24.85	32.70	34.64	34.90	39.37	43.64
毛利同比增长率	33.02%	14.30%	11.86%	31.60%	0.76%	12.79%	10.87%
<b>主营业务</b>							
<b>供水业务</b>							
营业收入	32.93	49.61	62.04	63.76	73.32	82.86	91.97
营收同比增长率	46.75%	50.65%	25.06%	2.77%	15.00%	13.00%	11.00%
营业成本	20.22	31.14	38.02	37.57	42.89	48.47	53.80
毛利率	38.58%	37.22%	38.71%	41.07%	41.50%	41.50%	41.50%
毛利润	12.71	18.47	24.02	26.19	30.43	34.39	38.17
营收占比	12.34%	13.94%	13.31%	12.70%	82.06%	82.50%	82.82%
毛利占比	3.50%	2.96%	3.50%	3.06%	34.05%	34.24%	34.37%
<b>污水处理（环保）</b>							
营业收入	3.39	5.53	8.14	15.22	10.96	12.50	14.00
营收同比增长率	99.41%	63.13%	47.20%	86.98%	-28.00%	14.07%	12.00%
营业成本	1.55	3.45	5.43	10.78	7.34	8.38	9.38
毛利率	54.32%	37.57%	33.30%	29.16%	33.00%	33.00%	33.00%
毛利润	1.84	2.08	2.71	4.44	3.62	4.13	4.62
营收占比	14.88%	15.23%	16.96%	16.03%	12.26%	12.45%	12.61%
毛利占比	6.47%	5.50%	5.85%	5.01%	4.05%	4.11%	4.16%
<b>物业发展及投资</b>							
营业收入	0.23	0.22	4.79	2.91	3.49	3.49	3.49
营收同比增长率	-79.82%	-4.35%	2077.27%	-39.25%	20.00%	0.00%	0.00%
营业成本	-0.21	-2.94	3.90	3.70	2.79	2.79	2.79
毛利率	189.20%	1434.17%	18.56%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利润	0.44	3.16	0.89	-0.79	0.70	0.70	0.70
营收占比	0.57%	0.39%	6.32%	3.51%	3.91%	3.48%	3.14%
毛利占比	1.09%	5.54%	1.18%	-0.95%	0.78%	0.70%	0.63%

其他业务收入							
营业收入	0.77	1.72	0.84	1.13	1.58	1.58	1.58
营收同比增长率	1189.3%	123.38%	-51.16%	34.52%	40.00%	0.00%	0.00%
营业成本	0.63	1.68	0.92	1.04	1.42	1.42	1.42
毛利率	17.79%	2.25%	-9.26%	8.07%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利润	0.14	0.04	-0.08	0.09	0.16	0.16	0.16
营收占比	1.91%	0.08%	1.11%	1.36%	2.16%	1.91%	1.72%
毛利占比	0.72%	0.16%	-0.24%	0.26%	0.22%	0.19%	0.17%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 5.3 投资建议：首次给予推荐评级

优质港股水务标的，首次覆盖给予推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别达到 1.03 港元、1.18 港元、1.29 港元，分别对应市盈率 6 倍、5 倍、5 倍。公司在手订单充足，业绩增长的稳定性有保障。未来随着公司对康达环保的治理改造完成，预计公司业绩将明显增长。

**表 11: 盈利预测结果 (百万港元)**

会计年度	17FY	18FY	19FYE	20FYE	21FYE
营业收入	7580	8302	8936	10043	11105
YoY(%)	32.8%	9.5%	7.6%	12.4%	10.6%
净利润	1141	1369	1652	1892	2072
YoY(%)	33.6%	20.1%	20.7%	14.5%	9.5%
摊薄 EPS (港元)	0.71	0.85	1.03	1.18	1.29
P/E(倍)	9	7	6	5	5

资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 6. 风险提示

项目投产进度不及预期； 水价上调不及预期； 政策风险

### 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万港元											
会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY	会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY
<b>营业收入</b>	7580.18	8302.21	8935.87	10043.27	11104.71	<b>成长能力</b>					
营业成本	4309.54	4838.37	5445.54	6106.48	6740.17	营业收入增长	32.8%	9.5%	7.6%	12.4%	10.6%
销售费用	175.89	191.44	206.05	231.59	256.06	营业成本增长	33.7%	12.3%	12.5%	12.1%	10.4%
管理费用	632.35	655.23	625.51	703.03	777.33	营业利润增长	40.8%	6.8%	12.9%	15.1%	9.9%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额增长	25.4%	12.6%	12.4%	14.5%	9.5%
财务费用	289.06	319.19	282.05	264.19	357.49	净利润增长	33.6%	20.1%	20.7%	14.5%	9.5%
其他收益	12.36	13.07	13.07	13.07	13.07	<b>获利能力</b>					
投资净收益	59.79	69.04	604.00	694.60	798.79	毛利率(%)	43.1%	41.7%	39.1%	39.2%	39.3%
<b>营业利润</b>	2482.30	2650.93	2993.78	3445.65	3785.52	销售净利率(%)	23.2%	25.7%	26.9%	27.5%	27.2%
营业外收支	-20.19	121.13	121.00	121.00	121.00	ROE(%)	15.8%	16.5%	15.7%	15.7%	15.0%
<b>利润总额</b>	2462.11	2772.06	3114.78	3566.65	3906.52	ROIC(%)	17.2%	18.7%	18.4%	19.4%	18.3%
所得税	700.59	641.78	707.06	809.63	886.78	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	621.01	761.05	755.54	865.15	947.59	销售费用/营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
<b>净利润</b>	1140.52	1369.23	1652.18	1891.87	2072.15	管理费用/营业收入	8.3%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
						研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						财务费用/营业收入	2.7%	3.8%	3.7%	3.2%	2.6%
						投资收益/营业利润	2.4%	2.6%	20.2%	20.2%	21.1%
						所得税/利润总额	28.5%	23.2%	22.7%	22.7%	22.7%
						应收账款周转率	7.87	7.23	0.00	0.00	0.00
						存货周转率	2.41	1.96	1.96	1.96	1.96
						流动资产周转率	0.80	0.82	0.79	1.00	1.18
						总资产周转率	0.28	0.26	0.23	0.24	0.23
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	61.0%	64.0%	58.9%	56.6%	57.3%
						流动比率	1.04	1.13	0.91	0.61	0.49
						速动比率	0.71	0.74	0.56	0.29	0.25
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	0.71	0.85	1.03	1.18	1.29
						每股净资产	4.47	4.97	6.00	6.89	7.91
						每股经营现金流	1.74	2.20	1.53	2.26	1.18
						每股经营现金/EPS	2.45	2.58	1.49	1.92	0.92
						<b>估值比率</b>					
						P/E	8.86	7.38	6.12	5.34	4.88
						PEG	0.25	0.26	0.30	0.33	0.40
						P/B	1.41	1.27	1.05	0.91	0.80
						EV/EBITDA	6.88	6.83	7.24	7.07	7.30
						EV/SALES	2.96	3.11	3.15	3.13	3.31
						EV/IC	24.76	1.22	1.11	1.06	1.13
						ROIC/WACC	2.83	3.08	3.03	3.08	2.98
						REP	0.43	0.36	0.35	0.37	0.36

资产负债表						单位:百万港元					
会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY	会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY
<b>流动资产</b>	9007.96	11331.84	11906.47	9251.07	10003.16	<b>非流动资产</b>	19581.33	24492.80	29396.27	34254.72	39033.25
货币资金	2511.39	3973.32	4706.72	1948.64	1665.71	固定资产	1695.03	2019.90	2342.86	2786.72	3208.16
应收票据及应收账款合计	1055.01	1242.86	1812.28	1832.28	1845.54	<b>资产总计</b>	28589.29	35824.64	41302.74	43505.79	49036.41
其他应收款	2159.60	1682.31	2452.83	2194.77	2944.02	<b>流动负债</b>	8649.15	10018.81	12362.67	13509.01	18011.26
存货	2315.18	2621.07	2934.64	3295.37	3581.15	短期借款	3450.30	3437.48	3437.48	3437.48	7931.93
<b>非流动资产</b>	19581.33	24492.80	29396.27	34254.72	39033.25	应付账款	1625.90	2410.10	2132.38	2961.43	2660.99
固定资产	1695.03	2019.90	2342.86	2786.72	3208.16	<b>非流动负债</b>	8785.73	12903.35	11895.51	10543.13	8837.19
<b>资产总计</b>	28589.29	35824.64	41302.74	43505.79	49036.41	长期借款	7431.75	11494.13	10486.29	9133.91	7427.97
<b>流动负债</b>	8649.15	10018.81	12362.67	13509.01	18011.26	<b>负债合计</b>	17434.88	22922.17	24258.18	24052.14	26848.45
短期借款	3450.30	3437.48	3437.48	3437.48	7931.93	<b>股东权益</b>	11154.41	12902.47	15451.64	17860.73	20595.04
应付账款	1625.90	2410.10	2132.38	2961.43	2660.99	股本	16.09	16.09	16.09	16.09	16.09
<b>非流动负债</b>	8785.73	12903.35	11895.51	10543.13	8837.19	留存收益	6798.69	7948.89	9539.05	10909.08	12453.39
长期借款	7431.75	11494.13	10486.29	9133.91	7427.97	少数股东权益	3985.83	4932.00	5844.31	6865.91	8003.71
<b>负债合计</b>	17434.88	22922.17	24258.18	24052.14	26848.45	<b>负债和股东权益</b>	28589.29	35824.64	41302.74	43505.79	49036.41
<b>股东权益</b>	11154.41	12902.47	15451.64	17860.73	20595.04						
股本	16.09	16.09	16.09	16.09	16.09						
留存收益	6798.69	7948.89	9539.05	10909.08	12453.39						
少数股东权益	3985.83	4932.00	5844.31	6865.91	8003.71						
<b>负债和股东权益</b>	28589.29	35824.64	41302.74	43505.79	49036.41						

现金流量表						单位:百万港元					
会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY	会计年度	17FY	18FY	19FY	20FY	21FY
<b>经营活动现金流</b>	1329.72	1018.05	2199.12	3364.35	1605.97	<b>投资活动现金流</b>	-2166.82	-3369.80	-5334.36	-5365.56	-5368.73
其中营运资本减少	271.31	612.71	-118.94	726.37	-1335.47	资本支出	0.00	0.00	2804.45	2757.11	2678.35
<b>投资活动现金流</b>	-2166.82	-3369.80	-5334.36	-5365.56	-5368.73	<b>筹资活动现金流</b>	-1054.17	3809.26	3868.64	-756.86	-1014.62
筹资活动现金流	-1054.17	3809.26	3868.64	-756.86	-1014.62	<b>现金净增加额</b>	-1802.59	1461.93	733.40	-2758.07	-4777.39
<b>现金净增加额</b>	-1802.59	1461.93	733.40	-2758.07	-4777.39						

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>