

## 中国水务 (855 HK)

国内领先的供水企业，内生外延齐发展

韩玲

证监会中央编号 ARI073

[hanling@gf.com.cn](mailto:hanling@gf.com.cn)

+86 21 6075 0603

广发证券(香港)经纪有限公司

香港德辅道中 189 号

李宝椿大厦 29-30 楼

**国内领先的供水企业，业绩稳健增长。**公司是中国领先的供水运营商。截止 2017 年 9 月，公司的水处理项目覆盖中国 13 个省和 3 个直辖市，超过 50 座城市，已投运水处理能力约为 796 万吨/日，设计增加处理能力超过 471 万吨/日。过去 5 年，公司营业收入、EBITDA 年均复合增速超过 20%，保持较快增长。

**我国水资源问题突出，政策助力行业市场化改革。**我国水资源严重短缺，水污染加剧短缺矛盾。然而，目前我国的水价仍然处于较低水平，水资源利用效率较低，跑冒滴漏等问题突出。我国供水行业市场化程度较低、行业格局高度分散。深化水价改革、提高自来水普及率、引入社会资本等利好政策为行业发展提供有力支持。

**以 TOO 模式为主，内生外延齐发力。**公司的供水项目主要为 TOO 模式，与政府共同拥有供水资产。2012/13-2016/17，售水量的年均复合增速为 12.4%，主要由于现有城市的有机成长以及并购项目带来的处理能力的增加和水量的爬坡。由于扩容需求带来的资本开支和水价改革的不断深化，公司的供水价格预计会保持小幅稳定增长。受益于城乡一体化的影响，公司供水接驳业务预计较为稳定。

**盈利预测。**2017 年 9 月 21 日，中国水务 (0855.HK) 收盘价为港币 5.22 元。受益于水务行业市场化改革的推进以及公司售水量稳健增长、水价提升的长期预期，不考虑处置非核心资产对公司净利润的影响，我们预测公司 2018 财年-2020 财年 EPS 分别为人民币 0.626 元、0.739 元和 0.893 元，对应市盈率 8.3X、7.1X 和 5.8X。

**风险提示：**公司并购速度放缓，供水能力增长不及预期。

### 股价表现



资料来源: Wind

### 主要数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	1,594/1,594
流通港股市值 (百万 HKD)	8,272
每股净资产 (港元)	3.70
资产负债率 (%)	65.03
一年内最高/最低 (港元)	5.98/4.22

资料来源: Wind

### 盈利预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万HKD)	4,740	5,708	6,889	8,443	10,435
增长率(%)	65.8	20.4	20.7	22.5	23.6
净利润(百万HKD)	608	854	998	1,178	1,424
增长率(%)	53	38	17	18	21
EPS (港元/股)	0.403	0.567	0.626	0.739	0.893
市盈率 (P/E)	12.9	9.2	8.3	7.1	5.8
市净率 (P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.1	9.4	9.5	8.0	7.3

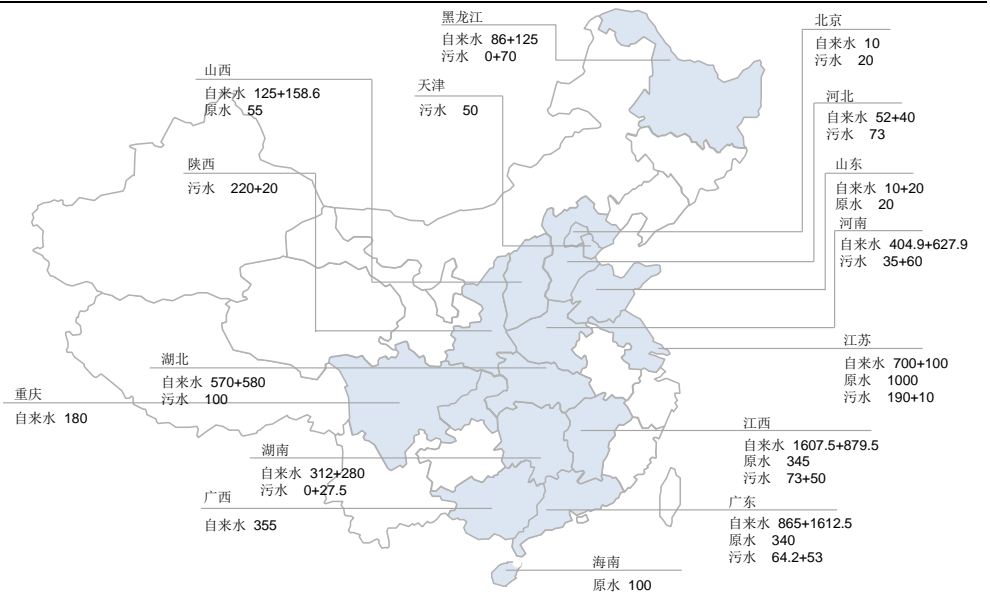
资料来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心, 广发证券(香港)  
注: 截至 3 月 31 日财政年度。

## 国内领先的供水企业，业绩稳健增长

### 以供水业务为核心，运营规模国内领先

中国水务集团有限公司（简称“中国水务”，0855.HK）是中国领先的供水运营商，也是唯一一家以自来水业务为重心的香港上市水务公司。公司总部位于香港，并在北京和深圳设有运营管理中心。2003年，公司完成业务重组，并于2005年正式更名为中国水务，主营城市供水和污水处理业务。截止2017年9月，公司的水处理项目覆盖中国13个省和3个直辖市，超过50座城市，已投运水处理能力约为796万吨/日，设计增加处理能力超过471万吨/日。

图 1：公司已投运产能+扩张计划（千立方米）



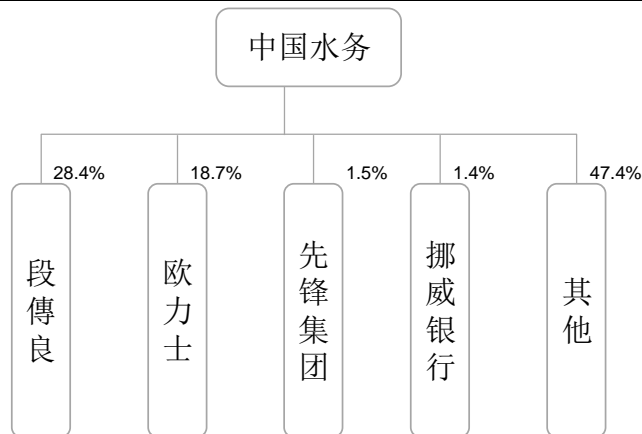
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

说明1：数据截止至2017年9月

说明2：本文的供水能力包含了公司内部销售的部分

截止2017年7月31日，公司的前五大股东分别为主席段传良（持股28.4%）、欧力士（持股18.7%）、先锋集团（持股1.5%）和挪威银行（1.4%）。

图 2：公司股权结构



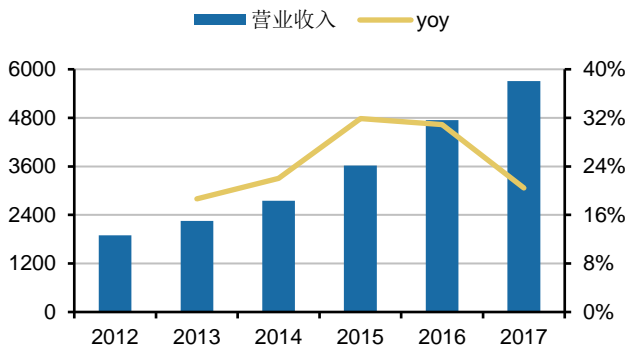
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

说明：截止2017年7月31日

### 业务稳健增长，聚焦供水主业

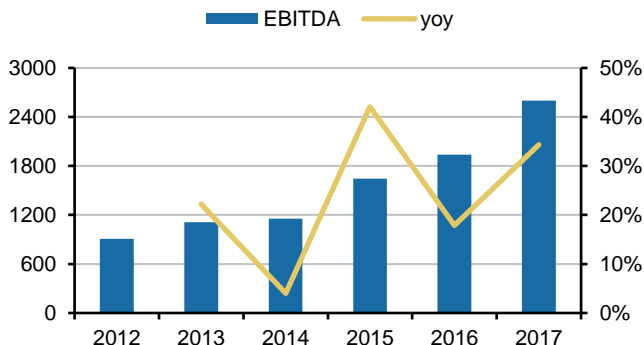
过去5年，公司营业收入、EBITDA年均复合增速超过20%，保持较快增长。2017财年，公司实现营业收入港币57.08亿元，同比增长20.4%，主要因为水务业务获得更多建设及安装工程、经营效率提升、供水及污水处理收费上升，以及进行多项并购，实现EBITDA港币26.02亿元，同比增长34.4%，实现归母净利润港币8.54亿元，同比增长40.4%。2012至2017财年，公司营业收入、EBITDA年均复合增速为24.65%和23.38%，保持较快增长。

图3：公司营业收入及其增速（百万港元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：2015、2016财年财务数据经过重述

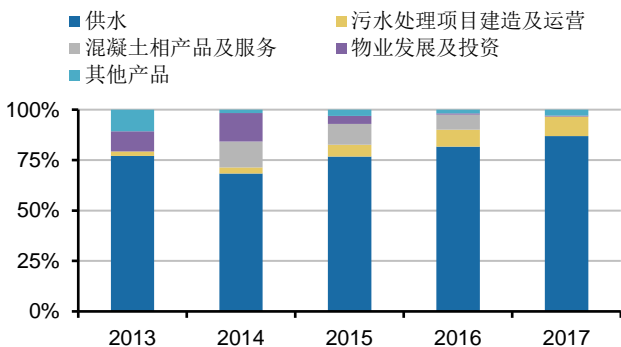
图4：公司EBITDA及其增速（百万港元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：2015、2016财年财务数据经过重述

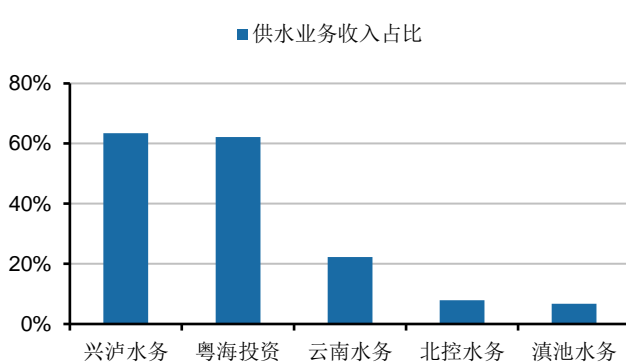
公司是唯一一家专注于自来水业务的香港上市水务公司，供水业务收入占比为86.9%。2016/17财年，公司加快处置非核心业务，包括处置中国城市基础设施建设29%的股权，出售宁乡建和建材全部股权和新余市建和混凝土60%股权。剥离混凝土资产后，公司更加聚焦供水主业。2016/17财年，公司供水、污水处理、物业投资和其他产品对收入的贡献分别为86.9%、9.7%、0.4%和3%，供水业务在收入中的占比在香港上市的水务公司中最高。

图5：公司收入结构



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

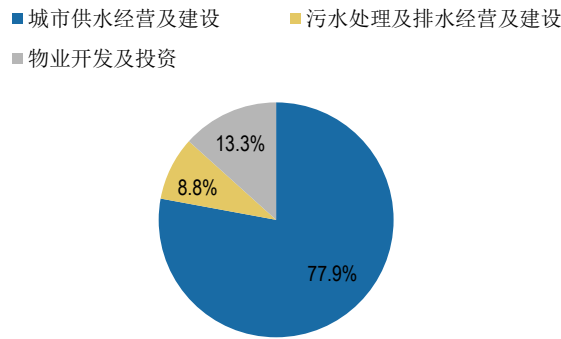
图6：2016年，部分水务上市公司供水业务占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
注：上述上市公司代码依次为2281 HK、270 HK、6839 HK、371 HK、3768 HK。

运营服务对公司经营溢利贡献约为40%。从公司的分部溢利结构来看，2016/17财年，公司城市供水、污水处理和物业开发业务分别占比77.9%、8.8%和13.3。经过计算，公司供水及污水处理运营服务对经营溢利的贡献约为40%，供水接驳业务在经营溢利中占比约30%。

图 7：2016/17 财年，公司分部溢利结构



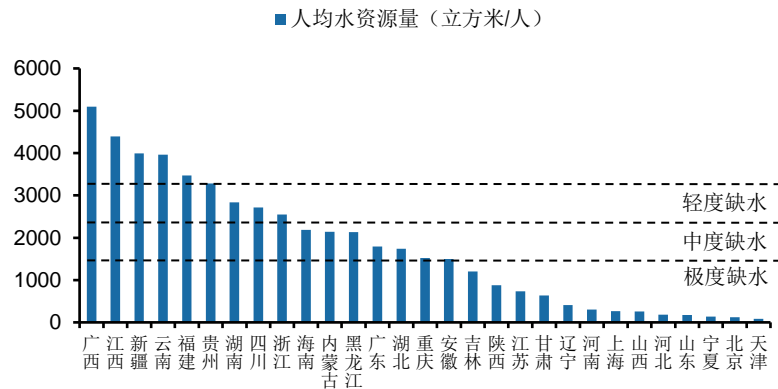
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 我国水资源问题突出，政策助力行业市场化改革

### 我国水资源严重短缺，水污染加剧短缺矛盾

**我国水资源短缺问题严峻。**根据国家统计局的数据，2015年，我国的人均水资源量为2039.25立方米/人，仅为世界平均水平1/4，是联合国13个贫水国之一。根据联合国人居环境署评价标准，我国属于极度缺水、中度缺水和轻度缺水的省（市、区）分别为12个、5个和6个，特别是北方和部分东部地区人均水资源量严重偏低。

图 8：2015 年，各省（市、区）人均水资源量

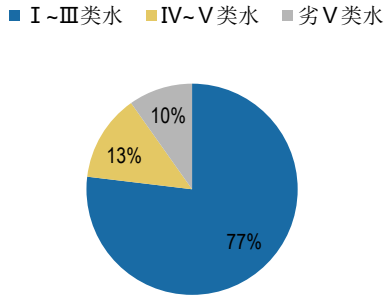


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

说明：西藏、青海人均水资源量分别为12.01和1.01万立方米/人，未在图中画出。

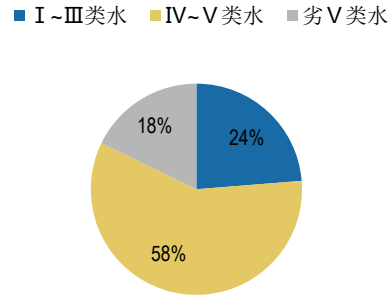
**水资源的污染加重了水资源短缺的矛盾。**根据2016年中国水资源公报，全国河流I~III类水、IV~V类水和劣V类水的占比分别为76.9%、13.3%和9.8%，湖泊I~III类水、IV~V类水和劣V类水的占比分别为23.7%、58.5%和17.8%，水污染问题严重。

图 9：2016 年，全国各类水质河长占比



数据来源：中国水资源公报，广发证券发展研究中心

图 10：2016 年，全国各类水质湖泊占比



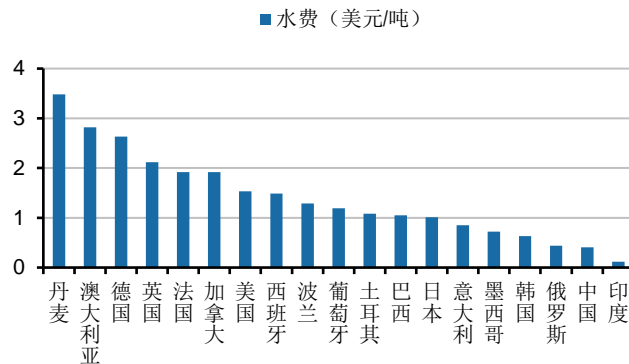
数据来源：中国水资源公报，广发证券发展研究中心

### 我国水价处于较低水平，产销差高等问题突出

尽管我国是水量型和水质型缺水国家，但是目前我国的水价仍然处于较低水平，水资源利用效率较低，跑冒滴漏等问题突出。

我国的平均水费较低，在居民可支配收入中的占比不到 1%，尚未体现出水资源的稀缺性。2015 年，我国平均水费 0.41 美元/吨，在世界主要经济体中排名靠后，在居民可支配收入中的占比不到 1%，远低于 3-5%的世界平均水平。此外，在人们的传统观念中，水是“福利”，较低的水价也不能体现出水的商品属性以及水资源的稀缺性。

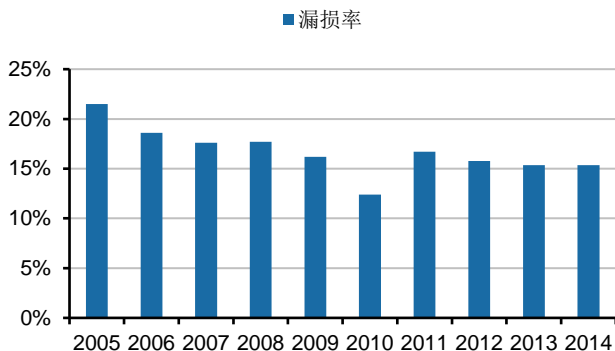
图 11：2015 年，世界部分国家水费对比



数据来源：GWI，各国政府网站，广发证券发展研究中心

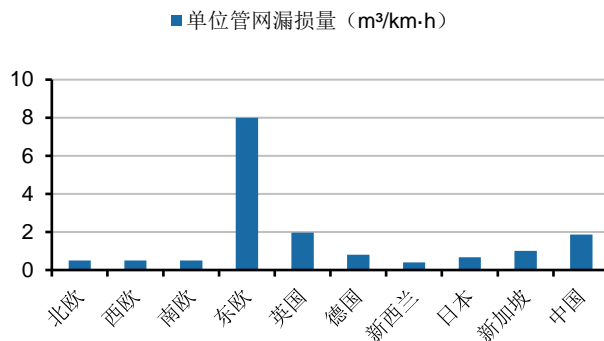
较高的产销差不仅加剧了供求矛盾，还增加了供水能耗，降低供水企业的经济效益。管网漏损率是管网漏水量与供水总量之比。根据中国水网的数据，2014 年，全国 654 个城市的平均管网漏损率为 15.35%。根据《2014 年城乡建设统计年鉴》漏损率最高的城市超过 50%。这与“水十条”定下的 2017 年控制在 12%的目标以及发达国家 6-8%的漏损率还有一定距离。从单位管长漏损量来看，我国的单位管长漏损量为 1.86 立方米/千米·时，远高于发达国家的水平。

图 12: 我国管网平均漏损率



数据来源: 中国水网, 广发证券发展研究中心

图 13: 我国单位管长漏损量



数据来源: 中国水网, 广发证券发展研究中心

### 供水行业高度分散、市场化水平低, 政策助力行业发展

供水行业具有区域自然垄断、投资回报较低、适度超前投资和现金流长期稳定等特征。第一, 行业具有自然垄断性。供水行业是资本高度密集的行业, 自来水管网等固定资产生命周期较长, 并且在同一地区重复建设管网是不经济的, 因此在一个城市通常只有一家自来水公司。第二, 行业投资回报较低。根据《城市供水价格管理办法》(2004年修订), 供水企业的合理盈利的平均水平是净资产利润率 8-10%。其中, 主要靠政府投资的, 净资产利润率不得高于 6%; 主要靠企业投资的, 还款期间净资产利润率不得高于 12%。第三, 需要适度超前投资。自来水投资通常要符合城市规划, 适度超前投资 10-20 年, 因此供水企业前期要负担较高的固定资产折旧。第三, 拥有长期稳定的现金流。自来水公司具有发单权, 统一收取水资源费、自来水费和污水处理费。自来水公司自留自来水费, 并将水资源费和污水处理费交给政府, 在产业链中处于现金流的上游。

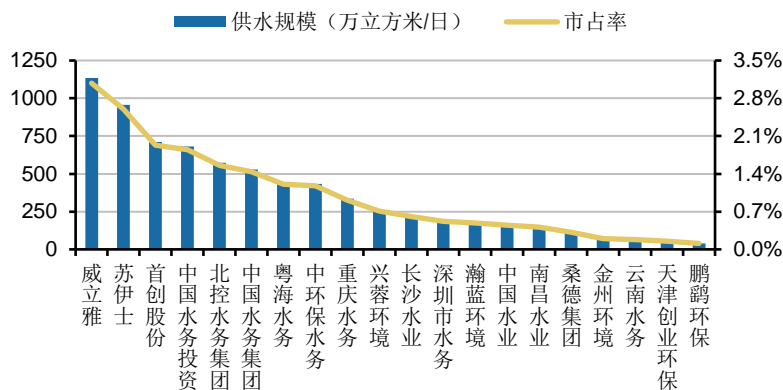
图 14: 供水行业的主要特征



数据来源: 广发证券发展研究中心

我国供水行业市场化程度较低、行业格局高度分散。为了提高供水企业的经营效率、改善服务质量、缓解政府投资压力, 政府从 2004 年开始加大推动供水行业的市场化改革。然而, 目前, 我国供水行业的市场化程度还比较低, 尚有 85%左右的供水资产还在地方政府手中。此外, 行业还呈现出高度分散的特征。根据 2017 年 7 月出版的《中国水业市场分析报告》(E20 研究院), 我国已运营供水规模排名前五的企业分别是威立雅(1135万吨/日)、苏伊士(958万吨/日)、首创股份(712万吨/日)、中国水务投资(681万吨/日)和北控水务(574万吨/日)。排名前 20 的企业已投供水规模合计市占率仅为 19.91%。

图 15：我国供水企业已运营规模排名（前 20 名）



数据来源：E20 研究院数据库，广发证券发展研究中心

注：上图中的上市公司包括首创股份（600008 CH）、北控水务（371 HK）、中国水务（855 HK）、粤海投资（270 HK）、重庆水务（601158 CH）、兴蓉环境（000598 CH）、瀚蓝环境（600323 CH）、云南水务（6839 HK）、创业环保（600874 CH，1065 HK）、

**深化水价改革、提高自来水普及率、引入社会资本等利好政策为行业发展提供有力支持。**总体来看，加强生态文明建设被首度写入国家五年规划，环境控制将是“十三五”期间的重要内容。水价改革方面，“水十条”明确县级及以上城市应于 2015 年底前全面实行居民阶梯水价制度，2020 年底前全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度，以及深入推进农业水价综合改革。提高自来水普及率方面，《水利改革发展“十三五”规划》要求到 2020 年，农村自来水普及率力争达到 80% 以上，集中供水率达到 85% 以上，水质达标率和供水保障程度大幅提高。此外，《基础设施和公用事业特许经营管理办法》的出台和政府大力推广 PPP 模式，鼓励和引导社会社会资本参与基础设施和公用事业建设运营，提高公共服务质量和效率。

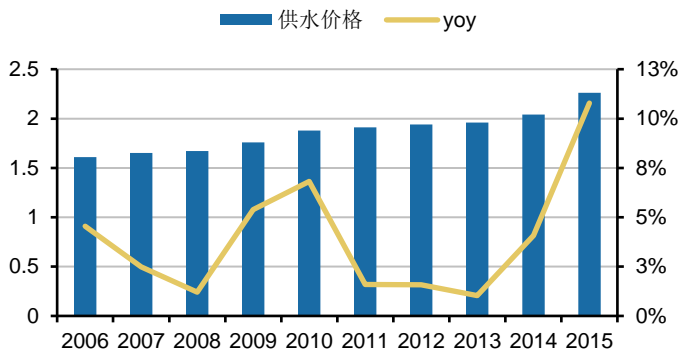
表 1：近期支持供水行业发展的重要政策

政策	主要内容
“十三五规划”	将生态文明建设首次划为五年规划重要内容。
《关于印发水污染防治行动计划的通知》	加快水价改革，加快城镇污水处理设施的建设与改造，并全面加强配套管网建设。
《水利改革发展“十三五”规划》	在城乡供水方面，城镇供水水源地水质全面达标，农村自来水普及率达到 80% 以上，农村集中式供水人口比例达到 85% 以上。
《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	水务行业阶梯水价、污水处理费的改革进一步深化。
《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	鼓励和引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营，提高公共服务质量和效率，保护特许经营者合法权益。
水资源费改税改革	对水资源费漏征、少征、拖欠等现象进行监管，差别税额倒逼企业节水降耗。
PPP 模式相关政策	动员私人资本参与供水管网、污水处理厂等基础设施的建设。

数据来源：国务院，财政部，广发证券发展研究中心

我国的供水价格呈逐年上涨趋势，并有较大的进一步上涨的空间。根据 E20 供水联盟的数据，2011-2015 年，全国平均水价从 1.91 元/立方米逐年上涨至 2.26 元/立方米，年均复合增速为 4.3%，并在近年有加速上涨的势头。在国外供水运营较为成功的城市，居民家庭水费和电费开支相近，水费支出在居民个人收入 4% 以内是可承受的。然而，目前，我国居民的家庭水费远低于电费开支，仅占到个人收入 1% 左右。此外，建设部在《城乡缺水问题研究》中指出，为促进公众节水，水费收入比在 2.5-3% 较为合适。

图 16: 全国平均供水价格 (元/立方米)



数据来源: E20 供水联盟, 广发证券发展研究中心

## 以 TOO 模式为主, 内生外延齐发力

### 主要采用 TOO 模式, 运营效率行业领先

公司的供水项目主要采用 **TOO 模式**, 与政府共同拥有供水资产。在 BOT 模式下, 项目公司负责项目融资、建设和指定期内的运营, 在特许经营权结束时将资产无偿移交给政府。而在 TOO 模式下, 政府注入供水资产 (水厂、管网和土地)、公司注入现金, 共同成立合资公司。在特许经营期届满后, 项目公司有权优先延续特许经营权或按市场价格将其转卖给政府。

表 2: 不同业务模式的差异对比

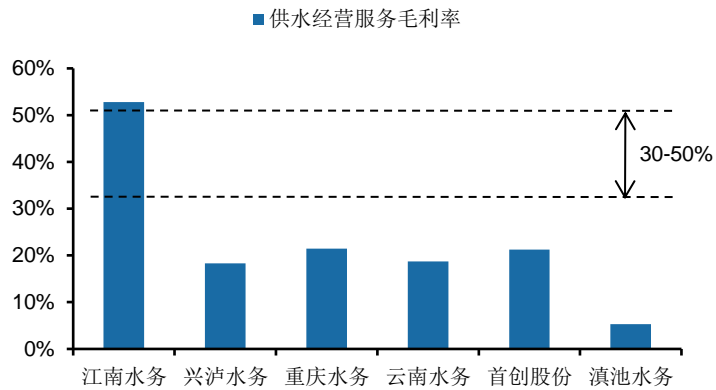
模式	TOO	TOT	BOT	O&M
定义	转让-拥有-运营	转让-运营-转让	建设-运营-转让	运营和维护
流程	项目公司负责项目的融资、建设、运营和管理; 项目公司独立拥有和经营项目设施; 在特许经营期届满后, 项目公司有权优先延续特许经营权或按市场价格将其转卖给政府。	项目公司收购设施, 负责特定期项目融资和运营; 政府向项目公司授予经营权; 特许经营权结束时移交运营权; 项目公司在特许经营期内自行承担投资、运营和维护成本。	项目公司负责项目融资、建设和在指定期内的运营; 政府向项目公司授予运营权; 特许经营权结束时移交运营权; 项目公司在特许经营期间自行承担投资、运营和维护成本。	负责项目的运营和管理——没有所有权; 一般不负责项目的融资和建设; 项目公司在特许经营期间自行承担运营和维护成本。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司的运营效率较高, 运营服务毛利率在行业中处于较高水平。从行业整体来看, 由于我国水价较低, 而供水成本较高、人员冗余、产销差高、运营效率低等原因, 大部分供水企业处于亏损或者微利的状态。水务上市公司的供水运营服务的毛利率通常在 20%左右, 远低于污水处理运营服务的毛利率。以 2016 年为例, 兴泸水务、重庆水务、云南水务、首创股份供水运营服务的毛利率分别为 18.3%、21.47%、18.7%和 21.25%。公司供水运营服务的毛利率通常在 30-50%的水平, 成熟项目的毛利率超过 50%, 好于行业平均水平。



图 17: 2016 年, 部分上市公司水务公司供水业务毛利率

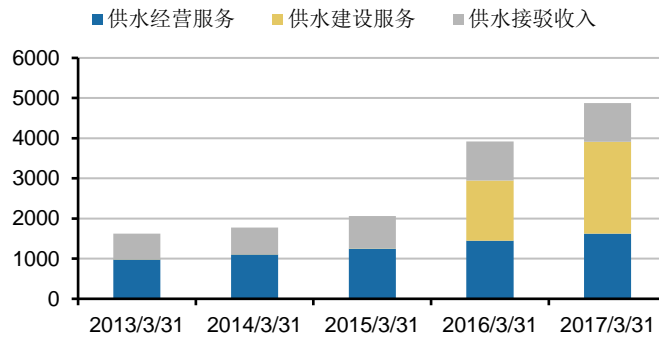


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 有机成长、外延并购带动水量增长, 水价持续稳定增长可期

公司供水经营服务收入增长稳健。截止 2017 年 3 月 31 日, 公司供水业务实现收入港币 48.74 亿元, 同比增长 24.3%。其中, 公司供水经营服务实现收入港币 16.22 亿元, 同比增长 12.1%。2012/13 财年至 2016/17 财年, 公司供水经营服务年均复合增长率为 13.5%, 保持较快增长。

图 18: 公司供水业务收入及结构 (百万港元)

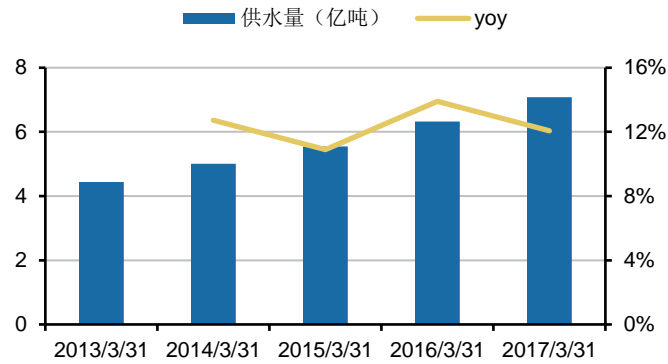


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

说明: 公司 2016/17 财年调整了会计政策, 2015/16 财年数据经过重述。

公司售水量的年均复合增速为 12.4%, 主要由于现有城市的有机成长以及并购项目带来的处理能力的增加和水量的爬坡。2016/17 财年, 公司的售水量为 7.08 亿吨, 同比增长 12.1% (售水量增速和供水收入增速一致主要因为汇兑损失抵消了水价的上涨)。2012/13 财年至 2016/17 财年, 公司售水量的年均复合增速为 12.4%, 每年增速都在 10% 以上, 较为均衡。售水量的持续稳定增长主要由于以下原因:

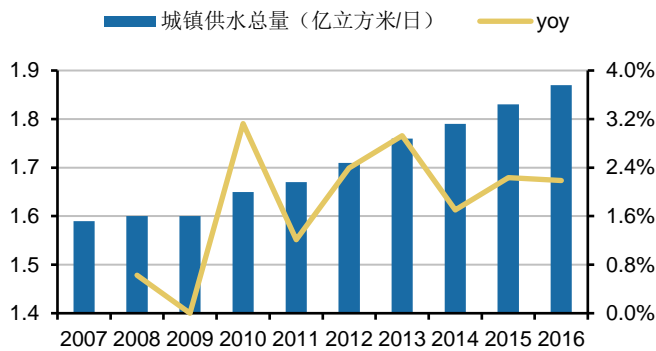
图 19: 公司供水量及其增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心  
 说明: 售水量=供水运营收入/公司平均水价

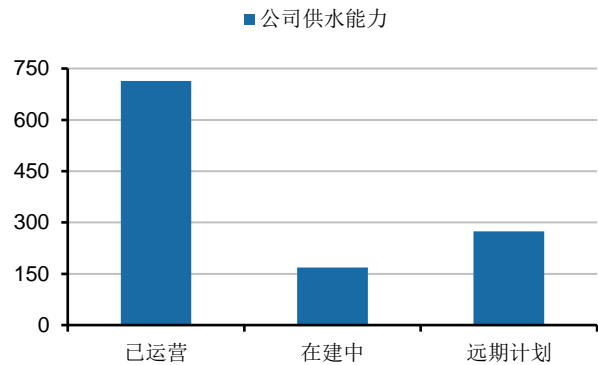
- **经济增长和城市化驱动现有项目的扩容和用水量的增加。**我国城镇供水量的增速在 2-3%，考虑到总体漏损率呈小幅下降的趋势，城镇用水量的增速预计超过供水量的增速。此外，公司的项目主要分布在三四线城市，还受益于城市化进程的影响，公司项目所在城市的用水量增速预计超过全国平均水平。截止 2017 年 8 月，公司已运营的供水能力为 713.7 万吨/日，在建中和远期设计的供水能力分别为 168 万吨/日和 274.4 万吨/日。

图 20: 我国城镇供水总量 (亿立方米/日)



数据来源: 住建部, 广发证券发展研究中心

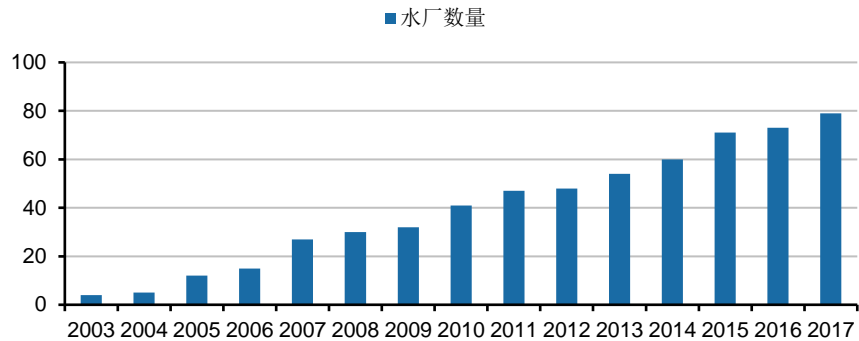
图 21: 公司供水能力 (万吨/日)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心  
 说明: 数据截止至 2017 年 9 月

- **外延并购增加供水能力，新项目整合带来用水量爬坡。**截止 2017 年 7 月，公司在 46 个城市拥有供水厂 80 座。最近 5 年，公司平均每年新增供水厂约 5 座，新增供水能力约 40 万吨/日。此外，对于并购的亏损或者微利的供水厂，公司凭借优秀的管理能力提升水厂的运行效率，增加新用户接驳，并大幅降低产销差（集团层面平均每年降低产销差约 1 个百分点）。新并购的供水厂在 2-3 年内水量将实现稳定的爬坡。

图 22: 公司供水厂数量 (座)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心  
 说明: 北京琉璃河中心水厂具体收购时间不确定, 未统计在上图中。

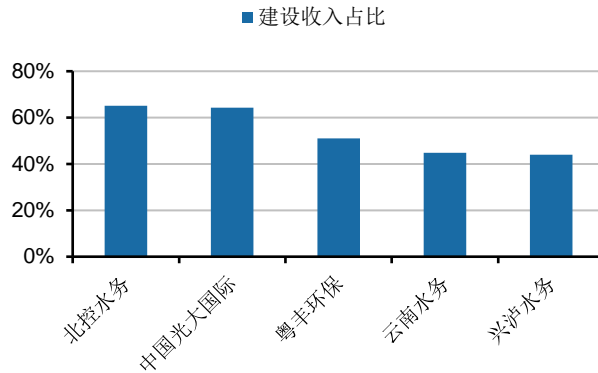
由于扩容需求带来的资本开支和水价改革的不断深化, 公司的供水价格预计会保持小幅稳定增长。根据上文对行业的分析, 我国的水价呈现逐年上涨趋势, 并且目前我国的水价较低, 和世界其他国家相比仍有较大的上涨空间。随着水价改革的深化, 水的资源属性日益凸显, 我们认为水价上涨的大趋势有望得以延续。此外, 供水价格不仅要补偿运营成本, 还要补偿固定资产投资。公司的供水项目主要位于三四线城市, 受益于经济发展和城市化进程, 现有项目扩容需求较大, 地方政府会通过提高水价来补偿公司的资本开支。2016/17 财年, 公司的平均供水价格为港币 2.29 元/立方米, 如果不考虑汇兑损失, 同比增长 6%。我们认为, 公司的供水价格会持续小幅增长。

### 建造收入会计政策调整, 对未来业绩表现影响有限

2016/17 财年年报, 公司进行了会计政策调整。过去, 水厂的建造收入按照固定资产入账, 公司投资、建设水厂作为关联交易, 在合并报表中抵消, 不确认收入和利润。2016/17 财年, 公司采用与香港上市的其他环保公司相同的会计政策 (IFRIC12), 水厂的建造收入按照无形资产入账, 确认建造收入并按照 10.7% 的毛利率确认毛利。可以从两方面理解会计政策的调整:

- **2016/17 财年, 建造服务带动营业收入较快增长, 但不会成为驱动未来业绩增长的主要因素。** 2016/17 财年, 公司确认供水建设服务收入港币 22.85 亿元, 相较于去年同期经重列的建设服务收入增长 52.8%, 在收入中的占比上升至 40%。公司每年的资本开支在港币 20 亿元左右, 由于 2016/17 财年公司的并购速度有所减缓, 用于现有项目改扩建的资本开支达到港币 18 亿元, 已经处于较高的水平。随着供水行业市场化的不断推进, 公司并购步伐的加快, 我们认为公司用于现有项目的资本开支在此基础上不会大幅增加。因此, 尽管建造服务收入对公司 2016/17 财年营业收入的增长带动明显, 但是不会成为驱动公司未来业绩增长的主要因素, 在营业收入总额中的占比也会保持较为稳定。

图 23：2016 年，环保公司建造服务在收入中的占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：上图中的上市公司包括北控水务（371 HK）、中国光大国际（257 HK）、粤丰环保（1381 HK）、云南水务（6839 HK）、兴泸水务（2281 HK）。

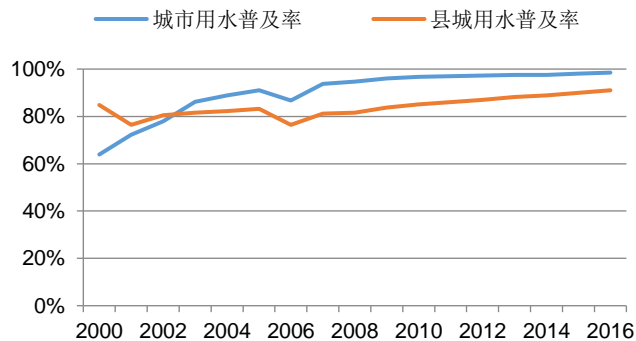
- 在新的会计政策下，每年的无形资产摊销少于过去的固定资产折旧。过去，公司的水厂按照固定资产入账，折旧年限为 15 年，改按无形资产入账后，摊销年限为 30 年。

### 普及率的提升调节地产波动带来的影响，接驳业务预计较为稳定

受益于城乡一体化的影响，公司供水接驳业务预计较为稳定。2016/17 财年，公司供水接驳业务实现收入港币 9.67 亿元，同比小幅下降 1.2%。截止 2016/17 财年，公司已接驳用户约 290 万，服务人口约 1000 万，水管长度超过 13 万公里。我们认为未来 2-3 年，公司的接驳业务会保持较为平稳或者小幅增长。供水接驳一方面受新增地产项目的影 响，另一方面受益于普及率的提升。普及率的提升在一定程度上可以调节新增地产波动对接驳带来的影响。

公司供水业务平均普及率为 60%，普及率的提升尚有较大空间。根据住建部的数据，2016 年我国城市用水普及率为 98.5%、县城用水普及率为 91.04%，过去 10 年上升趋势明显。目前，公司所在城市（包含乡镇）自来水的普及率约为 60%，与成熟项目 90%的普及率相比还有较大的提升空间。

图 24：我国城市、县城用水普及率

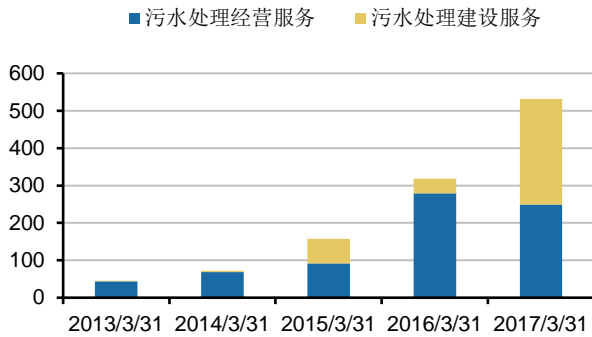


数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

## 污水新增、改造空间较大，不断拓展环保项目组合

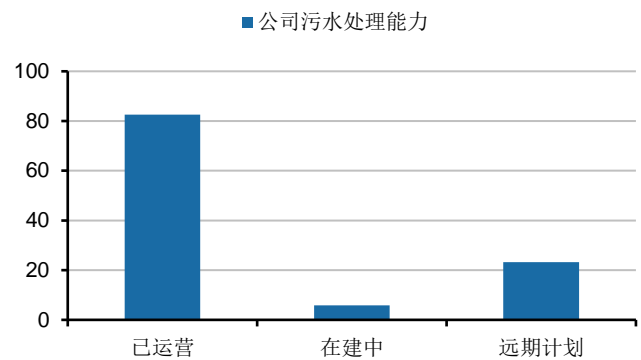
2016/17 财年，公司污水处理业务实现收入港币 5.31 亿元，同比增长 67%。其中，实现污水处理经营服务收入港币 2.49 亿元，建设服务收入港币 2.82 亿元。截止 2017 年 9 月，公司已投运的污水处理能力为 82.52 万吨/日，不考虑未来新收购项目的影 响，预计远期污水处理能力为 111.57 万吨/日。

图 25：公司污水处理业务收入及结构（百万港元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：公司 2016/17 财年调整了会计政策，2015/16 财年数据经过重述。

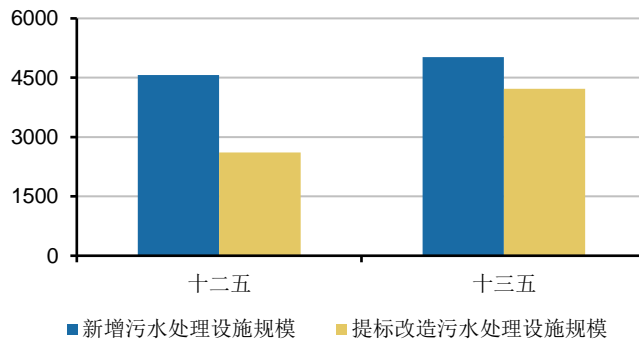
图 26：公司已运营和远期水处理能力（万吨/日）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：数据截止 2017 年 9 月

“十三五”期间，污水处理设施的新增、提标改造仍具有较大空间。住建部《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》明确：“十三五”期间，新增污水处理设施规模 5022 万吨/日，相较于“十二五”期间增长 10%，其中设市城市、县城、建制镇分别为 2856 万吨/日、1071 万吨/日和 1095 万吨/日；此外，“十三五”期间提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日，相较于“十二五”期间增长 62%，其中设市城市、县城分别为 3639 万吨/日和 581 万吨/日。此外，2015 年实施了新《环保法》，自 2015 年 7 月 1 日起取消污水处理、再生水等免增值税政策，有利于有资金实力和运营能力的企业对中小污水处理企业进行整合。

图 27：十二五、十三五新增、提标改造污水处理设施规划



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

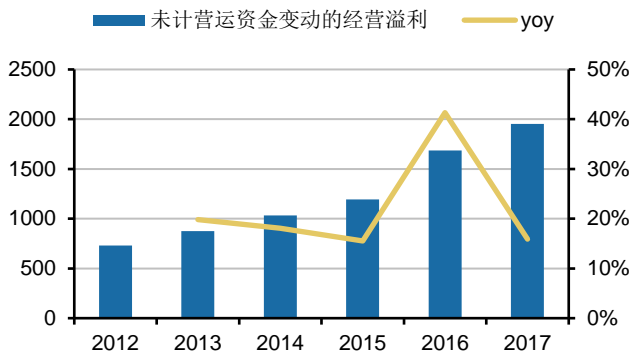
供水项目的成功运营与政府建立良好的合作关系有助于公司获取污水处理等其他环保业务。公司深耕供水业务 10 余年，有丰富的水务管理经验和成功案例，并在当地建立了良好的口碑。在现有的供水业务版图之内，公司有望不断拓展业务组合，就污水处理、水环境治理、危废等其他环保业务与当地 政府开展进一步合作。以鹿邑项目为例，公司于 2004 年投资建设鹿邑银龙供水厂，到 2014 年自来水普及率已上升至 98%。鉴于鹿邑项目的成功运营，政府以纵向整合产业链为出发点，就鹿邑

县新区污水处理、鹿邑县新污水处理和当地的护城河、风景河的综合治理等项目与公司开展合作。此外，公司凭借在大亚湾地区与海油长期的合作关系，进军危废产业。5月18日，双方已就成立危废合资公司签订框架协议，目前处于章程洽谈和审批阶段。海油危废规模较大，海油体系内海上和陆地废物都会优先交给合资公司处理。

## 财务分析

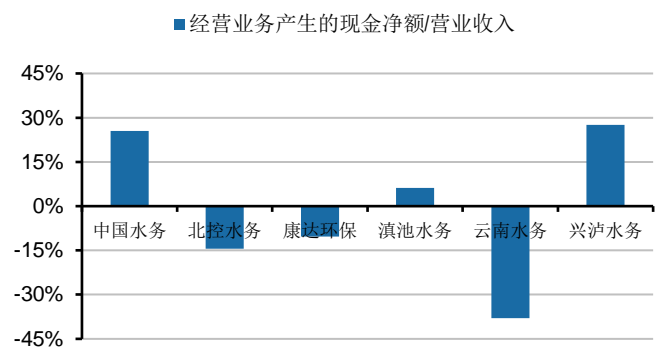
公司直接从终端用户收取水费，现金流稳健。公司每月与居民、工商业结算收取水费，还代表地方政府收取污水处理费和垃圾处理费，处于产业链现金流的前端。2016/17财年，公司未计营运资金变动的经营溢利为港币19.52亿元，同比增长15.9%。2012/13财年至2016/17财年，公司未计营运资金变动的经营溢利持续较快增长，年均复合增速为21.77%。公司经营业务产生的现金净额为正，并且经营业务产生的现金净额在营业收入中的占比在行业中相对较高。

图 28：未计营运资金变动的经营溢利（百万港币）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：2015/16财年、2016/17财年的数据经过重述。

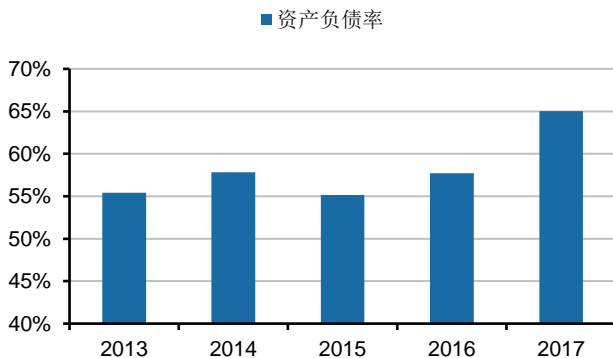
图 29：部分水务上市公司经营业务产生的现金净额/营业收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心  
说明：中国水务的数据截止至2017年3月31日，其他公司的数据截止至2016年12月31日。

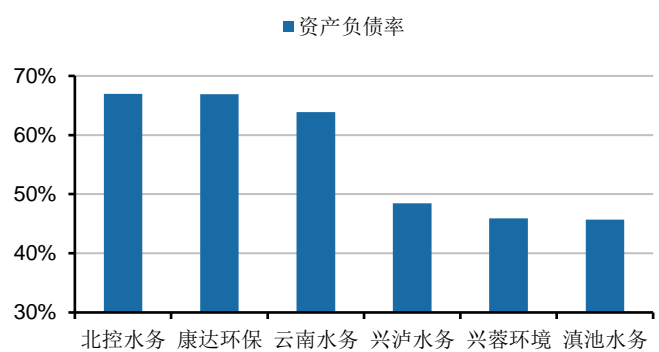
公司资产负债率略高于行业平均水平，多渠道融资能力较强支持内生和外延增长。近3年，公司的资产负债率呈上升趋势。2016/17财年，公司的资产负债率为65%，在行业中属于中等偏高的水平。同时，公司具有较强的多渠道融资能力支持内生和外延增长。截止2017年3月31日，公司现金及现金等价物为港币50.97亿元，还获得亚开行等多家国际机构的贷款。

图 30：公司资产负债率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 31：部分水务上市公司资产负债率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 32: 公司多渠道融资能力较强

- ✓ 2016年1月，亚洲开发银行提供总额5亿美元贷款
- ✓ 截至2017年3月31日，资产负债表上的现金及现金等价物为50.97亿美元
- ✓ 2017年1月，发行3亿美元5年期优先票据
- ✓ MUFJ和HITACHI提供3500万美元长期贷款

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 盈利预测

我们对公司的盈利预测作如下假设：

我们预测公司的营业收入在 2017/18-2019/20 财年分别为港币 68.89 亿元、84.43 亿元和 104.35 亿元，同比增长 21%、23%和 24%，公司的增长动力主要有以下几点：

- 水价：目前我国水价较低，尚不能反应水的资源属性。随着水价改革的推进，水价长期呈上涨趋势。
- 水量：现有项目受经济增长和城市化的影响，水量持续稳定增长。随着水务行业市场化的推进，公司通过并购扩张供水能力，并通过管理提升效率、降低漏损率实现供水量持续爬坡。
- 接驳：新增地产项目及自来水普及率的提升保障接驳收入稳中有增。

我们预测公司 2017/18-2019/20 财年归母净利润分别为港币 9.98 亿元、11.78 亿元和 14.24 亿元，增速分别为 17%、18%和 21%。

2017年9月21日，中国水务（0855.HK）收盘价为港币 5.22 元。受益于水务行业市场化改革的推进以及公司售水量稳健增长、水价提升的长期预期，不考虑处置非核心资产对公司净利润的影响，我们预测公司 2018 财年-2020 财年 EPS 分别为港币 0.626 元、0.739 元和 0.893 元，对应市盈率 8.3X、7.1X 和 5.8X。

表 3: 个股盈利预测及估值水平（9月21日收盘价）

公司名称	股票代码	股价 (港元)	EPS 单位	EPS			PE		
				2017	2018	2019	2017	2018	2019
中国水务	0855.HK	5.22	港币元	0.63	0.74	0.89	8.3	7.1	5.8
北控水务	0371.HK	6.48	港币元	0.48	0.59	0.71	13.5	11.0	9.1
康达环保	6136.HK	1.75	人民币元	0.21	0.25	0.31	7.0	5.9	4.7
云南水务	6839.HK	3.29	人民币元	0.42	0.49	0.54	6.6	5.6	5.1

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 风险提示

供水、污水处理能力增长不及预期；水价提升速度不及预期；公司并购速度放缓；并购整合效果不及预期等。

表4: 财务报表

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
至3月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	至3月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>6,966</b>	<b>9,942</b>	<b>11,753</b>	<b>13,983</b>	<b>17,079</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,219</b>	<b>1,638</b>	<b>1,672</b>	<b>2,058</b>	<b>2,468</b>
货币资金	2,552	4,314	5,168	6,332	7,826	税前利润	1,505	1,963	2,224	2,657	3,200
应收及预付	2,794	3,312	3,996	4,728	5,739	折旧与摊销	365	388	563	538	488
存货	1,085	1,264	1,791	2,195	2,713	净利息费用	72	128	144	145	168
其他流动资产	535	1,053	798	728	800	运营资本变动	-190	-90	-242	-109	7
<b>非流动资产</b>	<b>13,005</b>	<b>15,689</b>	<b>16,123</b>	<b>16,640</b>	<b>16,843</b>	税金	-405	-583	-656	-800	-976
固定资产	590	1,127	1,127	1,027	927	其他经营现金流	-127	-167	-361	-374	-419
无形资产	8,705	10,316	10,600	11,023	11,200	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,677</b>	<b>-1,172</b>	<b>-1,735</b>	<b>-1,632</b>	<b>-1,594</b>
其他长期资产	3,710	4,246	4,396	4,591	4,716	资本支出	-1,261	-1,361	-1,609	-1,657	-1,755
<b>资产总计</b>	<b>19,971</b>	<b>25,632</b>	<b>27,876</b>	<b>30,623</b>	<b>33,921</b>	投资变动	186	491	191	191	191
<b>流动负债</b>	<b>5,557</b>	<b>7,392</b>	<b>8,185</b>	<b>9,634</b>	<b>11,596</b>	其他	-602	-302	-316	-165	-30
短期借款	2,156	3,206	3,322	3,871	4,742	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,694</b>	<b>1,250</b>	<b>911</b>	<b>719</b>	<b>601</b>
应付及预收	1,379	1,097	1,254	1,548	1,921	净增权益	1,234	516	662	387	387
其他流动负债	2,022	2,427	2,791	3,209	3,690	净增债务	2,662	5,144	1,581	2,362	2,911
<b>非流动负债</b>	<b>5,968</b>	<b>9,276</b>	<b>10,065</b>	<b>10,977</b>	<b>11,926</b>	支付股息	-106	-301	-220	-259	-313
长期借款	5,076	8,123	9,164	9,864	10,545	其他	-2,095	-4,110	-1,113	-1,770	-2,384
其他非流动负债	891	1,153	901	1,112	1,381	<b>现金净增加额</b>	<b>1,236</b>	<b>1,716</b>	<b>848</b>	<b>1,145</b>	<b>1,474</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,525</b>	<b>16,669</b>	<b>18,250</b>	<b>20,610</b>	<b>23,522</b>						
股本	15	15	16	16	16						
储备	5,248	5,600	6,262	6,649	7,036						
母公司股东权益	5263	5,615	6,278	6,665	7,052						
少数股东权益	3,183	3,348	3,348	3,348	3,348						
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,971</b>	<b>25,632</b>	<b>27,876</b>	<b>30,623</b>	<b>33,921</b>						

利润表

单位: 百万港元

至3月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b>	<b>4,740</b>	<b>5,708</b>	<b>6,889</b>	<b>8,443</b>	<b>10,435</b>
销售成本	-2,642	-3,223	-3,918	-4,837	-6,002
经营费用	-723	-777	-895	-1,080	-1,312
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,792</b>	<b>2,151</b>	<b>2,640</b>	<b>3,064</b>	<b>3,610</b>
折旧及摊销	-365	-388	-563	-538	-488
<b>经营利润</b>	<b>1,428</b>	<b>1,763</b>	<b>2,076</b>	<b>2,525</b>	<b>3,121</b>
净利息收入	-72	-128	-144	-145	-168
其他收益	150	328	292	277	247
<b>税前利润</b>	<b>1,505</b>	<b>1,963</b>	<b>2,224</b>	<b>2,657</b>	<b>3,200</b>
所得税	-405	-583	-656	-800	-976
<b>净利润</b>	<b>1,100</b>	<b>1,379</b>	<b>1,568</b>	<b>1,858</b>	<b>2,224</b>
少数股东损益	-492	-526	-570	-680	-800
<b>归属母公司净利润</b>	<b>608</b>	<b>854</b>	<b>998</b>	<b>1,178</b>	<b>1,424</b>
EBITDA	1,428	1,763	2,076	2,525	3,121
EPS (港元)	0.403	0.567	0.626	0.739	0.893
DPS (港元)	1.54	3.85	2.65	3.13	3.79
收入增长(%)	65.8	20.4	20.7	22.5	23.6

资料来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心



## 评级定义

基准指数: 香港恒生指数

时间范围: 12个月

公司评级	
买入	预期公司股价表现强于基准指数 15%以上
增持	预期公司股价表现强于基准指数 5-15%
持有	预期公司股价表现相对基准指数的变动幅度介于-5%和+5%之间
减持	预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业评级	
正面	预期行业将跑赢基准指数 10%以上
中性	预期行业相对基准指数的变动幅度介于-10%和+10%之间
谨慎	预期行业将跑输基准指数 10%或以上

## 分析师承诺

主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与，现在不与，未来也将不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 权益披露

- (1) 广发证券（香港）经纪有限公司（“广发证券（香港）”）自营交易部及/或其关联公司并没有持有本研究报告所述公司之股份。
- (2) 广发证券（香港）及/或其关联公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- (3) 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。

## 免责声明

本研究报告由广发证券（香港）分发。本研究报告仅供参考之用，并不构成证券出售要约或证券买卖的邀请。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告所评论的证券可能在某些地方不能出售。本研究报告绝无意图让居住在法律或政策不允许本研究报告流通或者分发的司法权区的人士阅读。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。广发证券（香港）不对因使用本研究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。投资涉及风险，证券的价值及收益可能会波动，过去的表现不能代表未来的业绩。本研究报告所评论的证券或表达的意见未必适合个别人士之投资目标、财政状况或个人需要，客户不应以本研究报告取代其独立判断或仅根据本研究报告做出决策。如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券（香港）可发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本研究报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券（香港）或者附属机构的。本研究报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本研究报告当日的判断，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。我们的自营交易部可能会做出与本研究报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。广发证券（香港）或其关联方或其各自的董事、高级人员、分析员及雇员可能持有本研究报告所评论之任何证券的权益。读者在阅读本研究报告时应留意有关权益披露（如有披露）。

版权所有：广发证券（香港）经纪有限公司

未经广发证券（香港）经纪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。

香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29-30 楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: <http://www.gfgroup.com.hk>