

證券業務部每周證券評論

中國水務集團有限公司 (股份代號:00855)

China Water Affairs Group Limited

07 AUG 2017

目標價 \$4.96

公司簡介

重點財務數據

(截至31/03/2017止)

每股基本盈利 港幣0.5672元

全年每股股息 港幣0.20元

市盈率 (x) 9.03

市帳率 (x) 1.38

派息比率 35.261%

資料來源:

彭博、中國水務集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

中國水務集團有限公司(以下稱“中國水務”或“集團”)於1999年10月11日在香港聯合交易所主板成功掛牌上市。集團的業務主要於國內投資,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。中國水務正積極在中國水務市場拓展業務,致力建立包括水資源開發、供水系統、污水處理及水利工程建設在內的一個全面覆蓋的產業鏈。中國水務已制定不同的策略方案以進一步開拓集團水業務的發展,集團將透過合併和收購把業務擴展至全國各地。透過由中國多個市政府給予30年的特許經營權,預期在地區壟斷的環境下,將可確保未來會有更顯著的投資回報。作為一家一站式水服務解決方案供應商,中國水務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。現時,集團在中國大陸的業務已覆蓋超過50個縣市,服務人口約1,000萬,綜合水處理能力近每天六百萬噸。

業績回顧 (截至31/03/2017止)

截止2017年12月31日止的12個月,集團去年度的收益同比增長20.4%至57.08億元(港幣,下同);整體毛利同比增長18.4%至24.85億元;毛利率較去年同期的44.3%收窄了0.7個百分點至43.5%;股東應佔溢利同比增長40.4%至8.54億元;每股基本盈利同比增長40.7%至港幣0.5672元。

財務方面,截止2017年3月31日止,集團的資產總值為256.32億元,較2016年3月31日的199.71億元,增長28.3%;負債總額為166.69億元,較2016年3月31日的115.25億元,增長44.6%;集團持有現金及現金等價物為43.14億元,較2016年3月31日的25.52億元,增長69.1%;集團的流動比率為1.34x,較2016年3月31日的1.25x的流動比率提升了0.09x。集團的資本負債比率(負債總額對資產總值之百分比)為60.5%較2016年3月31日的57.7%提升了2.8個百分點。

圖表一

| 業績 | 截至3月31日止12個月 | | |
|-----------|--------------|------------|-------|
| | 2017 | 2016 | 變動% |
| 港幣千元 | | | |
| 收益 | 5,707,895 | 4,739,902 | 20.4% |
| 毛利 | 2,484,905 | 2,097,935 | 18.4% |
| 毛利率 | 43.5% | 44.3% | -0.7% |
| 股東應佔利潤 | 853,634 | 608,112 | 40.4% |
| 港幣千元 | | | |
| 資產總值 | 25,631,709 | 19,971,063 | 28.3% |
| 負債總值 | 16,668,776 | 11,524,621 | 44.6% |
| 流動比率(x) | 1.34 | 1.25 | 0.09 |
| 現金及現金等價物 | 4,313,977 | 2,551,836 | 69.1% |
| 資本負債比率(%) | 65.00% | 57.70% | 7.3% |

資料來源: 中國水務集團有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

| 分類收入 (港幣千元) | 截至3月31日止12個月 | | | | |
|--------------|--------------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 2017 | | 2016 | | 變動% |
| | 佔比% | 金額 | 佔比% | 金額 | |
| 城市供水經營及建設 | 86.9% | 4,960,825 | 84.4% | 4,000,304 | 24.0% |
| 污水處理及排水經營及建設 | 9.7% | 552,940 | 7.2% | 338,979 | 63.1% |
| 物業開發及投資 | 0.4% | 22,033 | 0.5% | 23,296 | -5.4% |
| 所有其他分部 | 3.0% | 172,097 | 8.0% | 377,323 | -54.4% |
| 總計 | 100.0% | 5,707,895 | 100.0% | 4,739,902 | 20.4% |

| 分類業績(港幣千元) | 截至3月31日止12個月 | | | | |
|--------------|--------------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 2017 | | 2016 | | 變動% |
| | 佔比% | 金額 | 佔比% | 金額 | |
| 城市供水經營及建設 | 78.8% | 1,846,595 | 83.6% | 1,468,117 | 25.8% |
| 污水處理及排水經營及建設 | 8.9% | 207,760 | 10.5% | 184,148 | 12.8% |
| 物業開發及投資 | 13.5% | 315,991 | 2.5% | 44,076 | 616.9% |
| 所有其他分部 | -1.2% | (27,076) | 3.4% | 60,470 | -144.8% |
| 總計 | 100.0% | 2,343,270 | 100.00% | 1,756,811 | 33.4% |

資料來源：中國水務集團有限公司

1. **分部業務及營運表現。**集團去年收益同比增長 20.4%至 57.08 億元，增長主要由於集團的水務分部維持強勁的增長；整體毛利同比增長 18.4%至 24.85 億元。毛利率較去年同期的 44.3% 下跌了 0.7 個百分點至 43.5%；經營利潤同比增長 37.9%至 22.7 億元；淨利潤同比增長 25.4%至 13.8 億元；股東應佔溢利同比增長 40.4%至 8.54 億元。若撇除人民幣在回顧期內貶值的因素影響，收益同比增長 27.8%，毛利同比增長 25.7%，淨利潤同比增長 33.1%，股東應佔溢利同比增長 48.9%。集團三大分部去年的業績表現如下：

城市供水經營及建設：佔集團整體收益 86.9%的城市供水經營及建設分部，其去年的收益同比增長 24.0%至 49.61 億元，分部溢利同比增長 25.8%至 18.47 億元。去年集團城市供水經營及建設業務的增長主要由於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集團能獲得更多建設及接駁工程，以及去年度內新的水務項目之更多貢獻。而集團現時擁有之城市供水項目分佈於中國多個省市及地區，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；

污水處理及排水經營及建設：佔集團整體收益 9.7%的污水處理及排水經營及建設分部，其去年的收益同比增長 63.1%至 5.53 億元，分部溢利同比增長 12.8%至 2.08 億元。而集團所經營之污水處理項目遍佈於中國多個省市及地區，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；

物業開發及投資：佔集團整體收益 0.4%的物業開發及投資分部，其去年的收益同比下跌 5.4%至 2203 萬元，分部溢利同比大幅增長 6.17 倍至 3.16 億元，主要由於在去年度集團投資物業錄得公平值收益增加達 2.64 億元所致。

2016/17 年度，佔集團收益 96.6%的「水務」分部，其去年的收益同比增長 27.1%至 55.14 億元，增長主要由於集團的業務發展策略能獲得更多建設及安裝工程、經營效率提升、供水及污水處理收費上升，以及進行多項合併和收購以實現增長。相信隨著國內城鎮化的發展日益加快，及國家對污水處理的要求日趨嚴格的環境下，供水及污水處理業務的需求得以提升，再加上國家對水務企業的政策扶持，水務企業的市場規模及項目日多，集團未來收入亦會隨之而增加。

2. **“水十條”提需求。**2015 年 4 月，國務院印發《水污染防治行動計畫》，即「水十條」。當中包括了 10 條、35 款、76 項、238 個具體措施。“水十條”提出了大量的具體目標，提出到 2020 年，全國水環境品質得到階段性改善，污染嚴重水體較大幅度減少；到 2030 年，力爭全國水環境品質總體改善，水生生態系統功能初步恢復。當中對集團有利的目標包括，要全面控制污染物排放，要狠抓工業污染防治的同時，亦要強化城鎮生活污染治理，加快城鎮污水處理設施建設與改造。現有城鎮污水處理設施，要因地制宜進行改造，2020 年底前達到相應排放標準或再生利用要求。新建城鎮污水處理設施要執行一級 A 排放標準。按照國家新型城鎮化規劃要求，到 2020 年，全國所有縣城和重點鎮具備污水收集處理能力，縣城、城市污水處理率分別達到 85%、95%左右。京津冀、長三角、珠三角等區域提前一年完成；促進再生水利用。以缺水及水污染嚴重地區城市為重點，完善再生水利用設施，工業生產、城市綠化、道路清掃、車輛沖洗、建築施工以及生態景觀等用水，要優先使用再生水。到 2020 年，缺水城市再生水利用率達到 20%以上，京津冀區域達到 30%以上等。而環保部利用投入產出模型測算，“水十條”將直接購買環保產業產品和服務超過 1.4 萬億元，間接帶動約 5000 億元，預計可拉動 GDP 增長約 5.7 萬億元人民幣，帶動環保產業新增產值約 1.9 萬億元，累計增加非農就業約 390 萬人，

投資要點及利好因素

使環保產業成為新的經濟增長點。環保部去年發佈，2016 年度水污染防治行動計畫中央項目儲備庫已建設完成，共涉及具體工程項目 4800 多個，總投資超過 4300 億元。而被納入中央儲備庫的專案，有可能獲得中央水污染防治專項基金的支持。有專家預計，在未來 5 年內，“水十條”將拉動總投資 2 萬億元，新一輪的環保投資“盛宴”會即將開啟。中國水務作為國內最大的綜合水務營運商之一，在盛宴之下將會受惠。

3. **《PPP 模式》**。PPP 模式即是「公共私營合作制」是指政府與私人組織之間，為了合作建設城市基礎設施專案。或是為了提供某種公共物品和服務，以特許權協定為基礎，彼此之間形成一種夥伴式的合作關係，並通過簽署合同來明確雙方的權利和義務，以確保合作順利完成，並最終令合作中各方達到比預期單獨行動更為有利的結果。PPP 模式是近年出現的一種創新的融資模式，以彌補 BOT 模式當中的不足，是公共基礎設施建設中一種優化的專案融資與實施模式，即是政府或地方政府通過給予私營公司長期的特許經營權和收益權來換取基礎設施加快建設及有效運營，達致多贏的方法。

發改委於今年年頭時印發的《“十三五”全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》，當中提出“十三五”期間規劃新增污水管網 12.59 萬公里，老舊污水管網改造 2.77 萬公里，合流制管網改造 2.88 萬公里，新增污水處理設施規模 5022 萬立方米/日，提標改造污水處理設施規模 4220 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，新增再生水利用設施規模 505 萬立方米/日，新增初期雨水治理設施規模 831 萬立方米/日，加強監管能力建設，初步形成全國統一、全面覆蓋的城鎮排水與污水處理監管體系。預計“十三五”期間城鎮水污染治理做出全面規劃，總投資達 5828 億元。而海綿城市主題因為專案中含有污水處理、供水、中水回用等細分領域，也成為水務 PPP 的受益方向。而集團已擁有十多年與政府以 PPP 模式合作經營自來水項目的經驗，加上現時城鎮化的發展加快，相信在多方面的有利因素結合下，集團未來在供水業務上的發展及收入將會加快。

最新，財政部、住建部、農業部、環境保護部上月中聯合印發《關於政府參與的污水、垃圾處理專案全面實施 PPP 模式的通知》，進一步規範污水、垃圾處理行業市場運行，提高政府參與效率，充分吸引社會資本參與，促進污水、垃圾處理行業健康發展。通知提出，政府參與的新建污水、垃圾處理專案全面實施 PPP 模式。有序推進存量專案轉型為 PPP 模式。儘快在該領域內形成以社會資本為主，統一、規範、高效的 PPP 市場，推動相關環境公共產品和服務供給結構明顯優化。符合全面實施 PPP 模式條件的各類污水、垃圾處理項目，政府參與的途徑限於 PPP 模式。政府與社會資本間應簽署 PPP 協議，明確權益分配和風險分擔機制，並通過成立具有獨立法人資格的 PPP 項目公司實現項目商業風險隔離。現時政府已積極加快 PPP 項目的落地，再加上政府參與的污水、垃圾處理專案全面實施 PPP 模式的通知，未來會有更多污水項目的推出，這將有利集團在污水處理及建設業務上未來的發展。

4. **城鎮人口變化提升供水的需求**。國務院今年初印發的《國家人口發展規劃（2016—2030 年）》中提到，到 2020 年，全面兩孩政策效應充分發揮，生育水準適度提高，人口素質不斷改善，結構逐步優化，分佈更加合理。到 2030 年，人口自身均衡發展的態勢基本形成，人口與經濟社會、資源環境的協調程度進一步提高。而在人口分佈方面，常住人口城鎮化率穩步提升，戶籍人口城鎮化率加快提高，主要城市群集聚人口能力增強。人口流動合理有序，人口分佈與區域發展、主體功能佈局、城市群發展、產業集聚的協調度達到更高水準。而城鎮化率的提升，需要城鎮提供大量的市政基礎設施，以支持城鎮人口的生活需要，而供水及污水處理等水務設施當然時不可或缺，相信可大大提升水務市場的發展空間，有利集團收得更多的水務項目。

投資要點及利好因素

而發改委及住建部於 2015 年年底出臺了《關於加快建立完善城鎮居民用水階梯價格制度的指導意見》，部署全面實行城鎮居民階梯水價制度。指導意見明確，2015 年底前，設市城市原則上要全面實行居民階梯水價制度；具備實施條件的建制鎮也要積極推進。各地要按照不少於三級設置階梯水量，第一級水量原則上按覆蓋 80% 居民家庭用戶的月均用水量確定，保障居民基本生活用水需求；第二級水量原則上按覆蓋 95% 居民家庭用戶的月均用水量確定，體現改善和提高居民生活品質的合理用水需求；第一、二、三級階梯水價按不低於 1:1.5:3 的比例安排，缺水地區應進一步加大價差。為落實意見的執行，意見要求加快城市“一戶一表”改造。國家對戶表改造資金實行支援政策，各地列入全國城鎮供水設施改造與建設“十二五”規劃的管網改造專案，可將戶表改造工作納入專案建設內容；地方也要加大力度，通過增加財政投入、發行企業債券等多管道籌集資金，限期完成“一戶一表”改造。新建住宅要嚴格按照國家標準要求，設置分戶水錶，便於戶外讀表。戶表改造和新建住宅水錶應積極推行智慧化管理。供水企業因實施計量到戶增加的改造、運營和維護費用，可計入供水成本。階梯水價是提高用水效率的最有效手段之一，促進居民及全社會提高節水意識。而上調水價，讓水價能夠反映供水的全部成本和水資源價值，同時通過階梯設計，「多用水多付費」，促進用水公平。因中國水務的城市供水業務包括城市供水、水務相關安裝工程及水錶安裝，相信在階梯水價及城鎮化下，有利集團在供水、接駁及污水處理上的收入在多項政府對水務支持下將會繼續提升。

股價走勢

集團於8月4日的收市價為\$4.37，股價按年跌12.6%。集團的股價由今年6月初由5元以上的位置下跌至4.18元近月最低的水平，現時股價已由低位回升至上周五收市4.37元的水平。而現時14天相對強弱指數已由低位回升至47.1585的水平，股價亦已重上10天及20天移動平均線以上，而MACD線及訊號線回落至利淡的區間內，相信集團股價短期內在大市平穩向好下有力繼續回升。集團6月初股價的急跌因受到研究報告擬將受狙擊所影響，雖然最終逃過一劫，但短期而言市場戒心仍在。但長遠而言，隨著《水污染防治行動計劃》、《環境污染協力廠商治理指導意見》、《關於推廣運用政府和社會資本合作模式有關問題的通知》、新型城鎮化等多個對供水、污水處理的政策及規劃的出臺，水務及水防治相關的企業未來在扶持政策及市場空間會有更多更好的發展，政策風險阻礙因素較低，建議投資可趁股價回調至4.3元以下的位置增持或吸納，以憧憬公司未來的盈利能行進一步提升。

資料來源: 彭博

估值預測

以8月4日的收市價\$4.37計算，其市盈率及市帳率分別為7.70及1.18倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水平。眾所周知，中國是一個水資源嚴重短缺的國家，人均佔有量僅為世界平均水平的四分之一，水資源短缺已成為制約中國經濟和社會可持續發展的問題。在水污染、水短缺等水危機日益嚴峻的形勢下，國家陸續推出了一系列政策，強化實行最嚴格的水資源管理，推進水價改革，完善水價形成機制。國家現時在政策上、資金上對環保、節能方面的支持力度有針對性地加大。水治理、水利改革均成為國家推行的改革的重點之一。多項重要的水務政策已出臺，“水十條”為水務行業當中之重的重點計劃，將會為水務及污水處理行業提供更多更大的發展機遇。而水價的形成機制正向著市場化的方向發展，水務項目運營的改善、管理水平的提升、及水質素要求提高，都將為水務運營商帶來巨大的投資收益和管理的收益。集團致力於透過與中國大陸政府合作，共同投資、建設、擁有城市供水業務，透過中國水務的優秀管理，提升供水的效率、品質與服務。目前，集團處於投資供水的難得的歷史機遇：國家進一步推進城市化、工業化；政府透過PPP提供公共服務，尤其是本屆政府將生態文明提升為國家戰略，面對水資源短缺、水污染嚴重及水資源不均衡分佈，大膽前瞻將水定義為商品，推出水權交易，最終由市場為這種最廣泛的公共產品定價，同時推行階梯水價，保證低收入人群的基本權利。在產能擴充方面，集團去年進行了多項收購以擴張產能，當中包括京達控股、江西宜春檳榔水業公司、華

估值預測

洋水務、和平縣天平自來水公司等項目，再加上有7個污水處理項目改造。現時集團的設計規模同比增加了41萬噸/天至667萬噸/天，未來擴建規模為224萬噸/天，相信在所有擴建產能落成將會為集團帶來更多的收入。而集團主席段傳良表示，今年併購的速度會比去年快，現時已有數十個潛在併購項目在進行商議之中，未來三至五年的戰略是通過管道，進一步擴大及做好城鄉供水一體化，令未來的供水量和服務人群每年穩步上升。在目前基礎上，集團會繼續發展供排水一體化。有信心未來三至五年，供水、排水、環保業務，整體有雙位數以上的增長。另外，集團希望能透過非核心資產的處置，即將水廠搬遷重置餘下的土地處置後將集團的槓桿率下調至50%至更健康的水平，加上集團未來仍會繼續積極剝離非核心資產，進一步提升集團收購項目的資金，做足準備以抓緊發展的機遇。所以會將中國水務的目標價定在\$4.96即相當於6.05市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有13.52%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 因行業的集中度會加速提升，同業的併購會明顯增多，市場的競爭會加劇在保護水資源的大前提下，政府會對水資源質素的要求會加大，如未能趕上在技術上的提升，及在質量上的需求，會影響集團的收入及聲譽
- 水價的調整，影響集團的收入
- 外匯風險

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。