

收盤價：HK\$4.69

潛在上行空間：+54%

目標價：HK\$6.68→

環保行業

雲南水務 (6839.HK)

1H16 純利同比急升 73%

落后

同步

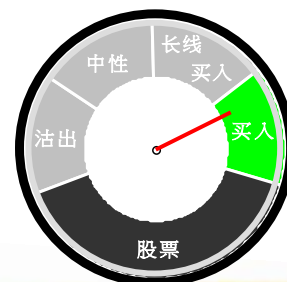
领先

財務摘要

Y/E 31 Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (RMB m)	1,101	1,558	2,893	3,313	3,077
同比增長(%)	59.8	41.6	85.6	14.5	-7.1
純利 (RMB m)	166	287	409	502	579
每股盈利 (RMB)	0.193	0.240	0.343	0.421	0.485
與市場預期比較 (+/- %)			0.7	-2.8	-12.6
每股盈利增長 (%)	-28.4	24.5	42.5	22.8	15.3
市盈率 (x)	20.4	16.4	11.5	9.4	8.1
市賬率 (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	2.5	3.7	4.0	4.6

資料來源：公司、交銀國際預測

- 1H16 純利同比急升 73%**：雲南水務 1H16 純利 8,000 萬元，同比上升 73%，大致符合我們預期的 7,900 萬元。期內，總收入同比上漲 83% 至人民幣 8.67 億元，增長是由于 (1) 廢水處理分部收入同比增長 55% 至人民幣 2.52 億元；(2) 水供應分部收入同比顯著增長 164% 至人民幣 3.09 億元；(3) 固廢項目新增貢獻人民幣 1.09 億元；和 (4) 設計—採購和設備銷售以及營運及維護業務收入持平，分別為人民幣 1.66 億元和人民幣 3,200 萬元。
- 利潤組合仍大致上偏向來自水處理業務**：1H16 毛利總額同比上升 78% 至人民幣 2.78 億元。1H16 廢水處理和廢水業務仍占毛利總額的 71%，與 1H15 年相同。整體毛利率由 1H15 的 33% 輕微下跌至 32%，原因是 (1) 水供應業務的毛利率較預期弱，由 1H15 的 32.6% 下跌至 1H16 的 22.7%；和 (2) 固廢的貢獻增加 (毛利率為 29%)，稍為攤薄了整體毛利率。
- 經營面保持穩定增長**：期內，總水處理能力環比增加 22% 至每日 204 萬噸，包括廢水處理能力每日 123 萬噸和廢水能力每日 81 萬噸。廢水處理和水供應中的產能分別為每日 90 萬噸和每日 50 萬噸，平均使用率分別為 65.4% 和 62.3%。同時，固廢業務於 1H16 的營運中產能為每年 33.1 萬噸，整體使用率達 72%。
- 下半年的貸款結構將較為平均**：1H16 的淨負債比率急升至 84% (2015 年末為 34%)，主要是由于公司大力投入增建水和固廢廠房以及收購新項目所致。1H16 的短期借款與長期借款的比率為 2:1。展望未來，我們預期短期貸款的金額將會在雲南水務建議發行人民幣 10 億元的資產抵押證券和人民幣 10 億元的企業債券後有所下降。
- 公司價值將進一步釋放：維持買入評級**：我們目前維持雲南水務的買入評級。基于 FY16E/17E 市盈率 12 倍/9 倍，我們認為該股的估值仍被低估。擴產計劃持續順利執行及盈利質素提升將進一步釋放公司的價值。此外，鑒于公司目前的經營規模較小，并購進度加快，尤其是收購 Galaxy Newspring 其餘 50% 的股權，有望成為估值上行的催化劑。



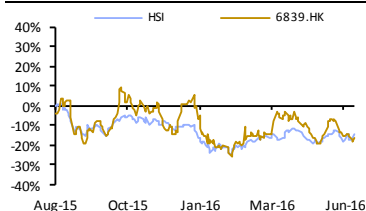
- 1H16 純利同比急升 73%**，符合我們預期。
- 整體毛利率輕微下跌，因收入結構改變及水供應業務的毛利率較弱。
- 1H16 淨負債比率急升至 84%**。我們預期下半年的貸款結構將較為平均。

股份資料

52 周高位 (HK\$)	5.44
52 周低位 (HK\$)	3.55
市值 (HK\$m)	5,369.5
發行股數 (百萬)	1,193.2
日成交量 (百萬)	0.97
1 個月內變化 (%)	11.1
年初至今變化 (%)	-12.6
50 天平均價 (HK\$)	4.17
200 天平均價 (HK\$)	4.36
14 天強弱指數	70.22

資料來源：公司、彭博

個股 1 年走勢圖



資料來源：公司資料、彭博

鄭氏康

 Wallace.cheng@bocomgroup.com
 Tel: (852) 3766 1810

圖表 1：業績摘要

年結于 12 月 31 日(人民幣百萬 元)	1H15A	2H15A	1H16A	同比變動
廢水處理	163	257	252	54.8%
水供應	117	338	309	164.4%
固廢	0	8	109	N/A
設計—採購—施工與設備銷售	162	435	166	2.6%
其他	33	45	32	-4.7%
廢水處理	163	257	252	54.8%
總收入	475	1,083	868	82.7%
銷售成本	(319)	(732)	(590)	85.2%
毛利	156	351	278	77.6%
其他收入	15	82	44	188.1%
其他收益	0	12	4	3540.2%
銷售開支	(8)	(9)	(13)	68.0%
行政費用	(82)	(99)	(142)	72.9%
經營利潤	82	338	170	108.3%
財務成本—淨額	(20)	(21)	(63)	217.9%
占聯營和合營公司業績	2	3	(0)	-103.2%
所得稅前利潤	64	319	107	67.9%
所得稅開支	(9)	(56)	(17)	89.4%
其他綜合收入	(1)	2	0	-100.0%
少數股東權益	(7)	(24)	(9)	25.0%
淨利潤	46	241	80	73.3%

資料來源：公司數據；交銀國際

公司背景

雲南水務是雲南省城市廢水處理和水供應行業內領先整合環保服務供應商之一。主要股東為雲南省國資委轄下的雲南省城市建設和北京碧水源 (300070.CH; NR)。

雲南水務 (6839.HK)：財務報表

損益表 (Rmb m)

年結日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
廢水處理	384	420	742	419	466
水供應	216	455	730	1,010	504
設計—採購—施工 與設備銷售	470	597	704	844	1,012
營運及維護	31	79	94	113	136
垃圾發電和危廢	0	8	623	927	959
營業額	1,101	1,558	2,893	3,313	3,077
已售商品成本	(767)	(1,051)	(2,009)	(2,228)	(1,893)
毛利	334	508	884	1,085	1,184
其他收入和收益	49	98	105	96	93
銷售和分銷開支	3	12	0	0	0
行政費用	(13)	(17)	(32)	(37)	(34)
其他開支	(126)	(181)	(289)	(311)	(289)
經營利潤	247	419	667	833	954
淨財務成本	(31)	(41)	(119)	(150)	(154)
應占聯營/合營公司利潤	11	5	5	5	5
稅前利潤	226	383	553	688	805
所得稅開支	(38)	(65)	(95)	(118)	(137)
稅後利潤	188	317	459	571	667
少數股東權益	(21)	(32)	(50)	(68)	(88)
淨利潤	166	287	409	502	579

資產負債表 (Rmb m)

年結日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
現金與現金等價物	613	1,672	956	375	396
存貨	12	21	39	44	37
貿易和其他應收款項	845	1,197	1,982	1,997	1,686
其他流動資產	24	35	63	77	92
流動資產合計	1,494	2,924	3,040	2,493	2,211
物業、廠房和設備	1,379	1,617	2,503	2,924	2,942
服務特許經營權下的應收款項	1,445	1,942	2,728	3,335	3,660
合約工程應收款項	194	404	510	713	961
非非流動資產	508	2,715	2,716	2,718	2,723
非流動資產合計	3,526	6,678	8,458	9,690	10,286
短期借款	270	1,074	1,128	1,162	1,197
貿易和其他應付款項	877	1,038	1,927	2,075	1,763
其他流動負債	71	78	97	120	148
流動負債合計	1,218	2,190	3,152	3,357	3,108
長期借款	869	2,026	2,621	2,702	2,787
其他非流動負債	212	443	443	443	443
非流動負債合計	1,081	2,469	3,064	3,145	3,230
實收資本	863	1,193	1,193	1,193	1,193
儲備	1,522	2,865	3,155	3,485	3,876

現金流量表 (Rmb m)

年結日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
稅前利潤	226	383	553	688	805
已付稅項	(54)	(52)	(76)	(94)	(110)
折舊與攤銷	58	66	76	116	132
營運資本變動	(739)	(1,245)	(835)	(696)	(583)
其他	(33)	(5)	(5)	(5)	(5)
經營活動所產生的現金	(542)	(854)	(286)	9	239
資本支出	(442)	(90)	(959)	(534)	(150)
其他	139	(1,242)	0	0	0
投資活動所產生的現金	(304)	(1,332)	(959)	(534)	(150)
股東注資	294	0	0	0	1
發行股份所得款項	0	1,514	0	0	0
借款變動	542	1,850	649	115	120
已付股息	(111)	0	(119)	(172)	(188)
其他	(25)	(127)	0	0	0
融資活動所產生的現金	701	3,237	529	(57)	(68)
外匯變動	(0)	8	0	0	0
現金變動淨額	(145)	1,059	(716)	(581)	21

財務比率

年結日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	30.3	32.6	30.5	32.8	38.5
EBIT 利潤率(%)	22.4	26.9	23.1	25.2	31.0
淨利率(%)	15.1	18.4	14.1	15.2	18.8
ROA(%)	3.3	3.0	3.6	4.1	4.6
ROE(%)	7.0	7.1	9.4	10.7	11.4
淨負債比率(%)	22.1	34.7	63.8	74.2	70.4
利息覆蓋比率(x)	7.8	10.2	5.6	5.5	6.2
流動比率	1.2	1.3	1.0	0.7	0.7

股東應占權益	2,384	4,058	4,348	4,678	5,069
少數股東權益	337	884	934	1,003	1,091
權益總額	2,721	4,943	5,282	5,681	6,160

資料來源：公司數據；交銀國際

交銀國際

 上環皇后大道中 181 號新紀元廣場低座 17 樓 1701 室

總機: +852 2297 9888

傳真: +852 2766 3183

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價于 12 個月內上升超過 20%

長綫買入: 預期股價于 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價于 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數于 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數于 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 3766 1818 raymond.cheng

銀行/網絡新金融

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 wanli

韓嘉楠 (86) 10 8800 9788 - 8055 hannah.han

消費

王惟穎 CFA (852) 3766 1808 summer.wang

環保服務

鄭氏康 (852) 3766 1810 wallace.cheng

文旅博彩

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau

醫藥生物

李博 (852) 3766 1811 david.li

保險及證券

張兩璋 (852) 3766 1850 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

建材及工業(中盤)

陳慶 (852) 3766 1805 angus.chan

研究部主管/策略

@bocomgroup.com

洪灝 CFA (852) 3766 1802 hao.hong

策略(大宗商品/流動性監察)

周志陽 (852) 3766 1823 anna.zhou

譚淳 (852) 3766 1825 karen.tan

油氣/燃氣

劉旭彤 (852) 3766 1806 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau

謝駿聰 CFA, FRM (852) 3766 1815 philip.tse

過璐璐 (852) 3766 1830 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

科技

嚴司政 (852) 3766 1803 christopher.yim

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 3766 1816 fay.zhou

汽車

陳慶 (852) 3766 1805 angus.chan

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表于本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表于報告上之建議/觀點并無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有于發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有于任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、綠景（中國）地產投資有限公司、中國建設銀行股份有限公司、新昌營造集團有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司及光大證券股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有中軟國際有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基于能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委托人身分替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息，并可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限于任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它注冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。