

## 外延并购助力公司长期发展

### 投资要点

- **收购 Galaxy NewSpring 剩余 50% 股权:** 10月26日公司发布公告, 附属公司云南水务(香港)股份有限公司, 拟以代价 1.36 亿美元向 Hyflux Asset Management 收购 Galaxy NewSpring 50% 股权。此前公司已持有目标公司 50% 的股权, 完成剩余股权收购后, Galaxy NewSpring 成为云南水务的全资子公司, 财务业绩、资产与负债将会并表, 截至今年上半年 Galaxy NewSpring 净资产为 2.59 亿美元。Galaxy NewSpring 在我国有 24 个供水、污水处理以及再生水厂, 其建设总处理量每天达 154 万吨, 于公告日, 其运营的水厂处理量达每天 92 万吨, 在建水厂处理量为每天 62 万吨。云南水务收购 Galaxy NewSpring, 看重的是其在我国东部地区与东南亚地区的供水、污水处理以及固废处理业务, 有助于实现公司在全国范围内供排水网络布局和海外业务拓展, 此外公司借助自身管理优势与国企背景通过对 Galaxy NewSpring 并购整合, 一年内有望实现扭亏为盈。
- **收购云南正晓环保剩余 40% 股份:** 10月25日公司发布公告, 以 2.2 亿人民币收购云南正晓环保剩余 40% 权益至全资拥有, 云南正晓环保从事医疗废物处理业务, 是目前昆明市内唯一合法开展此业务的公司。通过此次并购, 公司进一步拓展了固废业务板块, 借助正晓环保的平台, 公司将会逐步扩大昆明市以外的医废处理业务, 有望获取更高费用项目, 提高固废业务毛利率。
- **立足水务行业, 打造城市环境综合服务商:** 云南水务是由云南城投与碧水源共同出资成立的 PPP 模式公司, 主营业务覆盖原水供应、自来水供应、污水处理、建筑及设备销售等全范畴水务产业链, 在立足水务行业基础上, 积极拓展固废处理业务, 开展工业危废处理、医废处理等项目。
- **估值与评级:** 近期公司的两项并购, 我们预期对于公司今年利润影响有限, 明年利润有望进一步提高, 我们预期公司 16/17/18 年度净利润分别为 4.12/4.90/5.71 亿人民币, EPS 分别为 0.34/0.41/0.48 元人民币 (即 0.39/0.47/0.55 港元)。公司运营状况稳定, 成长迅速, 我们给予公司 2017 年 12 倍 P/E, 对应目标价 5.64 港元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 污水处理与供水行业受政策影响风险较大, 政策变动或会对公司业绩产生影响; 行业集中度低, 竞争较为激烈。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万人民币)	1101	1558	2503	3018	3364
增长率	59.8%	41.6%	60.6%	20.6%	11.5%
净利润(百万人民币)	167	287	412	490	571
增长率	-14.0%	72.3%	43.5%	19.1%	16.5%
每股盈利(人民币)	0.19	0.24	0.34	0.41	0.48
市盈率	17	16	11	9	8

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@swsc.com.cn  
联系人: 许怡婷  
电话: 021-68416012  
邮箱: xyt@swsc.com.cn

### 股价表现



数据来源: Wind

### 基础数据

52 周区间(港元)	3.55-5.25
3 个月平均成交量(百万)	0.93
流通股数(百万)	364
市值(亿港元)	52
主要股东(%)	云南省水务产业投资有限公司 (30.07%)
审计	罗兵威普华永道
业绩日期	2016-08

### 公司简介

云南水务是经云南省政府批准, 由云南城投与碧水源共同出资成立的城市环境综合服务商, 主营业务包括污水治理、供水、建造及设备销售及其他 (包括 O&M 污水处理、市政垃圾等), 并于 2015 年拓展固废处理业务。公司以云南作为业务首个据点, 逐步拓展新疆、山东、江苏以及东南亚地区的业务, 采用 BOT、BOO、TOO、TOT、EPC 等多种业务模式。

**附表：财务报表**

<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>1,101</b>	<b>1,558</b>	<b>2,503</b>	<b>3,019</b>	<b>3,364</b>	稅前利潤	226	383	549	654	761
毛利	334	508	870	1,051	1,181	稅項	5	86	-71	-43	-61
<b>EBIT</b>	<b>247</b>	<b>419</b>	<b>690</b>	<b>750</b>	<b>845</b>	營運資本變動	136	-172	-236	-82	-63
財務收入(費用)	-31	-41	-142	-97	-84	<b>經營現金流量</b>	<b>136</b>	<b>-172</b>	<b>-236</b>	<b>-82</b>	<b>-63</b>
聯營公司	11	5	0	0	0	資本開支	-359	-238	-3	-3	-3
非經常性項目	0	0	0	0	0	<b>自由現金流量</b>	<b>-3</b>	<b>53</b>	<b>319</b>	<b>615</b>	<b>734</b>
<b>稅前利潤</b>	<b>226</b>	<b>383</b>	<b>549</b>	<b>654</b>	<b>761</b>	股息	-111	0	0	0	0
稅項	-38	-65	-93	-111	-129	其他非流動資產變動	-922	-2,909	-2,289	0	0
非控股權益	-21	-32	-44	-52	-61	股本變動	75	331	-0	0	0
已终止经营业务利润	-0	1	0	0	0	其他	293	1,572	0	0	0
<b>淨利潤(归属母公司)</b>	<b>167</b>	<b>287</b>	<b>412</b>	<b>490</b>	<b>571</b>	<b>淨現金流量</b>	<b>-668</b>	<b>-953</b>	<b>-1,970</b>	<b>615</b>	<b>734</b>
						期初淨現金(負債)	-18	-686	-1,637	-3,607	-2,992
						期終淨現金(負債)	-686	-1,638	-3,607	-2,992	-2,258
<b>資產負債表</b>						<b>財務比率</b>					
12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	613	1,672	2,793	2,408	2,342	<b>增長(%)</b>					
應收賬款	862	1,212	2,057	2,481	2,765	收入	59.8	41.6	60.6	20.6	11.5
存貨	12	21	32	39	43	EBITDA	0.5	62.1	56.1	9.1	12.5
其他流動資產	8	20	20	20	20	EBIT	(7.9)	69.9	64.7	8.7	12.7
物業、廠房及設備	1,379	1,617	1,540	1,453	1,356	淨利潤	(14.0)	72.3	43.5	19.1	16.5
無形資產	183	1,711	4,000	4,000	4,000	每股盈利	(21.5)	24.5	43.5	19.1	16.5
其他非流動資產	1,964	3,349	3,349	3,349	3,349	<b>利潤率(%)</b>					
<b>總資產</b>	<b>5,020</b>	<b>9,602</b>	<b>13,991</b>	<b>13,950</b>	<b>14,075</b>	毛利	30.3	32.6	34.8	34.8	35.1
應付賬款	880	1,079	1,700	2,048	2,273	EBITDA	27.6	31.7	30.8	27.8	28.1
短期借款	270	1,038	3,600	2,600	1,600	EBIT	22.4	26.9	27.6	24.9	25.1
其他流動負債	67	73	93	111	129	淨利潤	15.1	18.4	16.4	16.2	17.0
長期借款	869	2,026	2,800	2,800	3,000	<b>其他比率</b>					
遞延稅項負債	53	198	200	250	300	ROE(%)	6.1	5.8	7.6	8.3	8.7
其他非流動負債	159	245	200	200	200	ROA(%)	3.3	3.0	3.0	3.6	4.1
<b>總負債</b>	<b>2,299</b>	<b>4,660</b>	<b>8,593</b>	<b>8,009</b>	<b>7,503</b>	淨負債率	25.2	33.1	66.8	50.4	34.4
股本	863	1,193	1,193	1,193	1,193	利息覆蓋率(倍)	7.8	6.3	4.0	5.1	6.6
儲備	1,522	2,865	3,277	3,767	4,338	應收賬款周轉天數	285.7	283.9	300.0	300.0	300.0
<b>股東權益</b>	<b>2,384</b>	<b>4,058</b>	<b>4,470</b>	<b>4,960</b>	<b>5,531</b>	應付賬款周轉天數	418.9	374.8	380.0	380.0	380.0
非控股權益	337	884	928	980	1,041	存貨周轉天數	5.9	7.2	7.2	7.2	7.2
<b>總權益</b>	<b>2,721</b>	<b>4,943</b>	<b>5,398</b>	<b>5,941</b>	<b>6,572</b>	有效稅率(%)	16.9	17.1	17.0	17.0	17.0
淨現金(負債)	-686	-1,392	-3,607	-2,992	-2,258						

数据来源：公司資料，西南證券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn