

## 【广发海外】云南水务（6839.HK）

### 水务规模稳步提升，积极拓展固废业务

分析师：韩玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

#### 核心观点：

- **净利润增长 35.7%，固废业务占比提升至 15%**

2016年，公司实现营业收入人民币 28.66 亿元，同比增长 83.9%；实现归母净利润人民币 3.88 亿，同比增长 35.7%，毛利率下滑（从 32.6% 下降至 30.7%）及融资成本大增（+4 倍）拖累净利润增速。毛利率下滑主要是毛利率略低的固废处理业务占比提高（从 0.5% 提升至 14.8%）以及新增供水项目最初单价较低。

- **污水处理：投运规模稳步提升，平均处理费增长 10%**

截止 2016 年底，公司在建或运营的特许经营污水项目共 67 个，污水处理量为 137.9 万吨/日，同比增长 34.7%；已投运项目污水处理量为 112.4 万吨/日，同比增加 46.2%。2016 年，平均污水处理费收费单价为 1.17 元/吨（+10%）。

- **供水：投运规模增长 85%，利用率提升 5%**

截止 2016 年底，公司在建或运营的供水特许经营项目共 31 个，总供水量为 101.6 万吨/日，同比增长 57.3%。已投运项目供水量为 67.5 万吨/日，同比增加 46.2%。2016 年，实际供水利用率为 70.1%，提高 5%。

- **固废处理：积极拓展固废业务，处理规模大增 1.42 倍**

截止 2016 年底，公司拥有 7 个固废处理项目，处理总量为 98.5 万吨/年。其中，6 个项目已投入商业运营，规模为 72.9 万吨/年，同比大增 1.42 倍。公司实际固废处理利用率为 89.1%（+3.4%）。

- **建造及设备销售：EPC 和设备销售收入贡献增量**

截止 2016 年底，公司拥有 11 个在建或已完工的 BT 项目，其中有 9 个项目（+3 个）在报告期内确认收益；拥有 7 个 EPC 项目，同比增加 2 个。建造及设备销售收入增量主要由 EPC 和设备销售收入贡献。

- **盈利预测与投资评级**

2017 年 4 月 7 日，云南水务（6839.HK）收盘价为 3.96 港元。我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为人民币 0.424 元、0.547 元，对应市盈率分别为 8.3 和 6.4 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示**

项目进度不达预期风险；人民币与港元之间汇率风险。

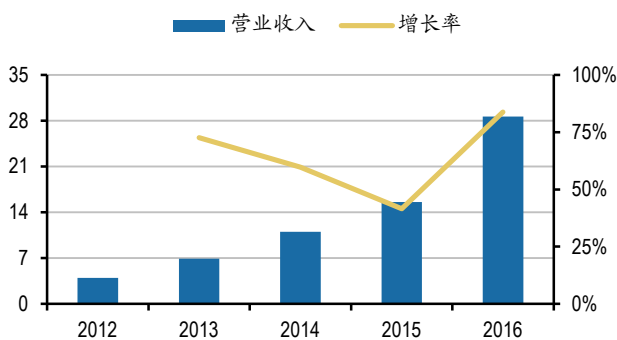
投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入（人民币百万）	1101	1558	2866	4071	5057
变动（%）	59.8	41.6	83.9	42.0	24.2
净利润（人民币百万）	167	286	388	506	653
全面摊薄每股收益（人民币元）	0.206	0.270	0.325	0.424	0.547
市盈率（倍）	17.0	13.0	10.8	8.3	6.4
每股股息（人民币元）	0.000	0.100	0.100	0.127	0.153
股息率（%）	0.00	2.85	2.85	3.62	4.36

数据来源：广发证券发展研究中心

## 净利润增长 35.7%，固废业务占比提升至 15%

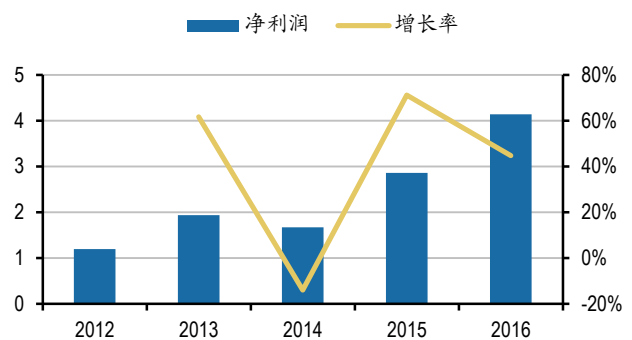
2016年，公司实现营业收入人民币28.66亿元，同比增长83.9%；实现归母净利润人民币3.88亿，同比增长35.7%，毛利率下滑（从32.6%下降至30.7%）及融资成本大增（+4倍）拖累净利润增速。毛利率下滑主要是毛利率略低的固废处理业务占比提高（从0.5%提升至14.8%）以及新增供水项目最初单价较低。

图1：公司营业收入及其增速（人民币亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：公司净利润及其增速（人民币亿元）

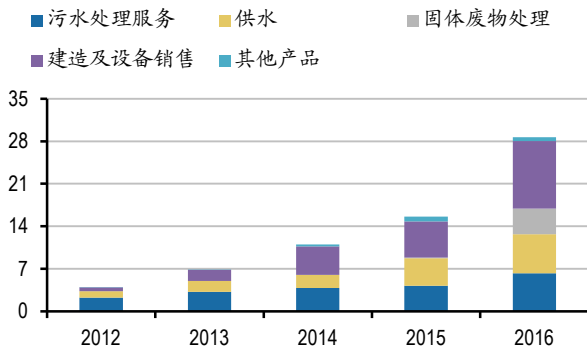


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

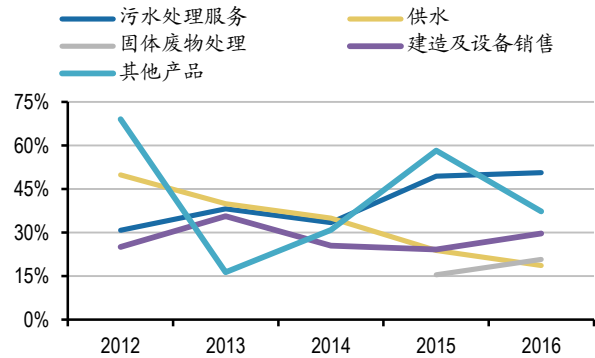
分业务看，污水处理业务实现收入人民币6.28亿元，同比增长49.6%，主要因为部分污水处理厂污水处理单价提高以及在建设项目建造收益、财务收益的增加，毛利率为50.6%，增加1.2个百分点；供水业务实现收入人民币6.39亿元，同比增长40.4%，主要因为在建设项目建造收益增加以及2016年收购的BOT项目贡献运营和建造收入，毛利率为18.7%，下降5.2个百分点，由于新增的若干供水项目最初单价较低；固废处理业务实现收入人民币4.25亿元，同比增长50.9倍，主要因为2015年底收购的项目贡献全年运营收益、2016年新收购若干已运营项目以及在建设项目产生建造收益，毛利率为20.8%，增加5.3个百分点；建造及设备销售业务实现收入人民币11.1亿元，同比增长85.9%，主要因为污水处理、供水流域治理及固废处理行业EPC和设备销售业务扩大以及报告期内10个在建BT项目的建造和财务收益，毛利率为29.7%，同比增加5.5个百分点。

图3：公司分业务收入（人民币亿元）

图4：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1: 2016 年, 公司重要事件梳理

时间	重要事件
2016 年 1 月	公司以 2.91 亿元收购目标公司 100% 权益。目标公司负责建设和运营位于哈尔滨市呼兰区利民经济开发区医疗废物处理和工业危废处置项目。第一期设计规模 20 吨/天医疗废物焚烧设施；第二期设计规模 60 吨/天。
2016 年 4 月	公司以 1.58 亿元收购哈尔滨辰能工大环保科技 75.51% 股份，增加核准危废经营规模 16000 吨，年焚烧处理能力 9800 吨。
2016 年 7 月、10 月	公司以收购 GALAXY NEWSRING PTE 公司 100% 的股权。标的公司在中国多个省份经营 24 个供水、污水处理及再生水厂，建设总处理量为 154 万吨/日，营运中水厂的处理量已达 92 万吨/日，将于建造或在建水厂处理量为 62 万吨/日。
2016 年 8 月	发行非公开定向债务融资工具，总额人民币 10 亿元，期限 3 年，利率为 4%。
2016 年 10 月	成功发行国内第一单污水及供水资产支持专项计划，总额人民币 10 亿元，最长期限 9 年，加权平均利率为 4.122%。
2016 年 11 月	公司联合中标云南省建水县一水两污 PPP 项目，中标价 14.09 亿元，含 5 个运营中，30 个在建或拟建、或改建及扩建中的子项目。
2016 年 11 月	公司联合中标云南省大理市洱海主要入湖河道综合治理工程 PPP 项目，中标价位 7.89 亿元。
2016 年 11 月	公司联合中标云南省玉溪金水河黑臭水体治理 PPP 项目，项目投资估算 8.88 亿元。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 资产负债表各项同比增长(单位: RMB 百万元)

至 12 月 31 日	2015A	2016A	YOY
现金及现金	1,672	4,130	147.0%
应收帐款	1,212	2,919	140.8%
库存	21	27	33.0%
其他流动资产	20	10	-51.0%
<b>流动资产总</b>	<b>2,924</b>	<b>7,086</b>	<b>142.3%</b>
固定资产	1,617	2,326	43.8%
无形资产	1,711	4,560	166.5%
其他长期资产	3,349	6,086	81.7%
<b>长期资产总</b>	<b>6,678</b>	<b>12,972</b>	<b>94.3%</b>
<b>总资产</b>	<b>9,602</b>	<b>20,058</b>	<b>108.9%</b>
应付帐款	857	1,715	100.0%
短期债务	1,038	2,609	151.3%
其他流动负	295	987	234.8%
<b>流动负债总</b>	<b>2,190</b>	<b>5,701</b>	<b>160.3%</b>

表 3: 利润表各项同比增长(单位: RMB 百万元)

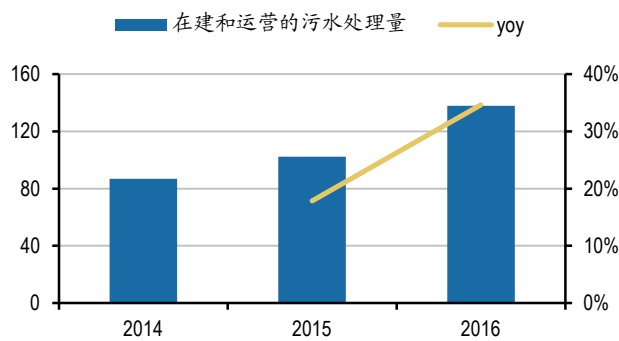
至 12 月 31 日	2015A	2016A	YOY
<b>销售收入</b>	<b>1,558</b>	<b>2,866</b>	<b>83.9%</b>
销售成本	(1,051)	(1,986)	89.0%
经营费用	(198)	(354)	78.3%
<b>息税折旧前利润</b>	<b>387</b>	<b>632</b>	<b>63.1%</b>
折旧及摊销	(74)	(90)	20.9%
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>313</b>	<b>542</b>	<b>73.2%</b>
净利息收入/(费用)	(42)	(209)	402.1%
其他收益/(损失)	111	183	64.5%
<b>税前利润</b>	<b>383</b>	<b>517</b>	<b>35.0%</b>
所得税	(65)	(102)	56.6%
少数股东权益	(32)	(26)	-17.1%
<b>归母净利润</b>	<b>286</b>	<b>388</b>	<b>35.8%</b>
每股收益(元)	0.27	0.33	20.5%
每股股息(元)	0.10	0.10	0.0%

长期借款	2,026	5,690	180.8%
其他长期负	443	1,422	220.7%
长期负债总	2,469	7,111	188.0%
股本	1,193	1,193	0.0%
储备	2,865	3,047	6.4%
股东权益	4,058	4,241	4.5%
少数股东权	884	3,006	240.0%
总负债及权	9,602	20,058	108.9%

## 污水处理：投运规模稳步提升，平均处理费增长 10%

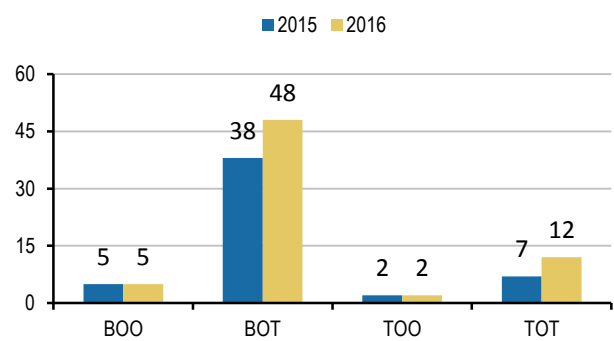
截止2016年底，公司在建或运营的特许经营污水项目共67个，污水处理量为137.9万吨/日，同比增长34.7%。其中，BOO项目5个、BOT项目48个（+10个）、TOO项目2个、TOT项目12个（+5个）。

图5：在建和运营的污水处理量（万吨/日）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

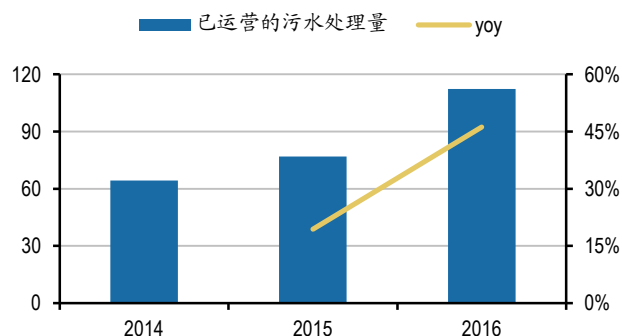
图6：在建和运用的各模式污水处理项目数量（个）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截止2016年底，已投运项目污水处理量为112.4万吨/日，同比增加46.2%，新增投运的BOO、BOT和TOT项目分别为2个、8个和4个。2016年，实际污水处理利用率为71.1%，提高2.5%，平均污水处理费收费单价为1.17元/吨（+0.11元/吨）；尚未投运的项目有9个，规模为25.5万吨/日。

图7：已投运的污水处理规模及增速（万吨/日）

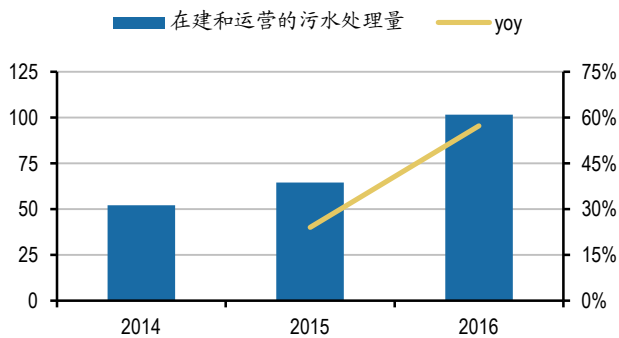


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 供水：投运规模增长 85%，利用率提升 5%

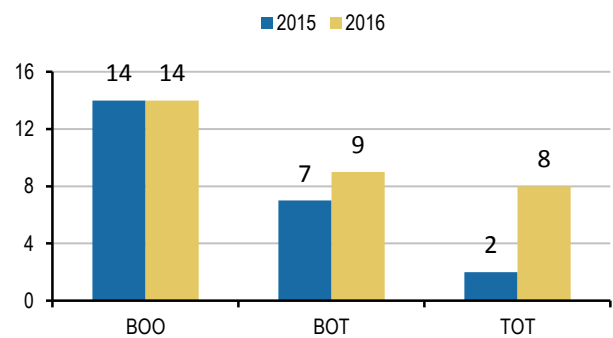
截止2016年底，公司在建或运营的供水特许经营项目共31个，总供水量为101.6万吨/日，同比增长57.3%。其中，BOO项目14个、BOT项目9个（+2个）、TOT项目8个（+6个）。

图8：在建和运营的供水量（万吨/日）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

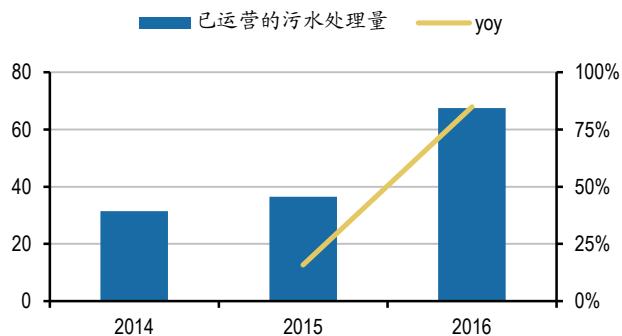
图9：在建和运用的各模式供水项目数量（个）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

截止2016年底，已投运项目供水量为67.5万吨/日，同比增加46.2%，新增投运的BOO和TOT项目分别为1个和6个。2016年，实际供水利用率为70.1%，提高5%，平均供水收费单价为2.56元/吨（+0.21元/吨）；尚未投运的项目有11个，规模为34.1万吨/日。

图10：已投运的供水规模及增速（万吨/日）

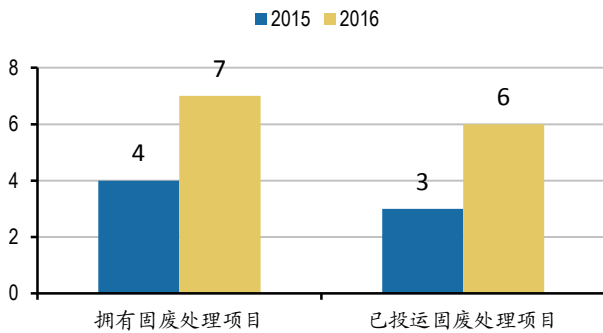


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 固废处理：积极拓展固废业务，处理规模大增 1.42 倍

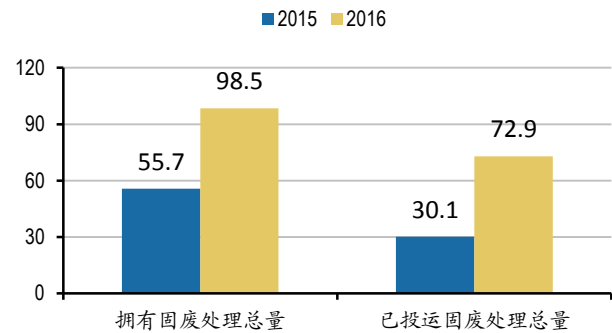
截止2016年底，公司拥有7个固废处理项目，处理总量为98.5万吨/年，来自云南省内、云南省外和海外的收入贡献分别为52%、23%和25%。6个项目已投入商业运营，规模为72.9万吨/年。其中，3个为新增项目，规模为42.8万吨/年。公司实际固废处理利用率为89.1%（+3.4%）。

图11: 公司拥有、投运固废处理项目数量(个)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 公司拥有、投运固废处理项目规模(万吨/年)

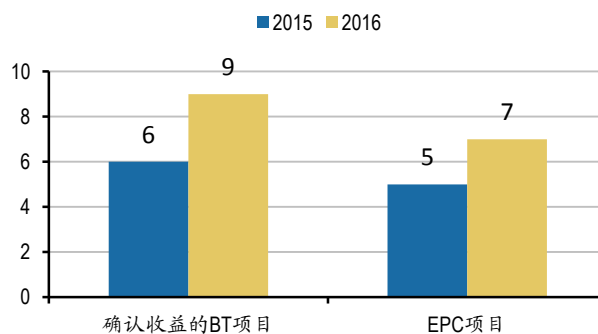


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 建造及设备销售: EPC和设备销售收入贡献增量

截止2016年底，公司拥有11个在建或已完工的BT项目，其中有9个项目（+3个）在报告期内确认收益。2016年，公司共有7个EPC项目，同比增加2个，建造及设备销售收入增量主要由EPC和设备销售收入贡献。

图13: 报告期内，确认收益的BT项目和EPC项目数量(个)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资评级

2017年4月7日，云南水务(6839.HK)收盘价为3.96港元。我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.424元、0.547元，对应市盈率分别为8.3和6.4倍。维持“买入”评级。

## 风险提示

项目进度不达预期风险；人民币与港元之间。

**资产负债表**

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
现金及现金等价物	613	1,672	4,130	4,478	5,057
应收帐款	862	1,212	2,919	4,071	5,057
库存	12	21	27	49	61
其他流动资产	8	20	10	10	10
<b>流动资产总计</b>	<b>1,494</b>	<b>2,924</b>	<b>7,086</b>	<b>8,607</b>	<b>10,185</b>
固定资产	1,379	1,617	2,326	3,076	3,856
无形资产	183	1,711	4,560	5,000	5,500
其他长期资产	1,964	3,349	6,086	6,660	7,535
<b>长期资产总计</b>	<b>3,526</b>	<b>6,678</b>	<b>12,972</b>	<b>14,736</b>	<b>16,892</b>
<b>总资产</b>	<b>5,020</b>	<b>9,602</b>	<b>20,058</b>	<b>23,343</b>	<b>27,077</b>
应付帐款	626	857	1,715	2,022	2,510
短期债务	270	1,038	2,609	2,650	2,850
其他流动负债	322	295	987	1,046	1,109
<b>流动负债总计</b>	<b>1,218</b>	<b>2,190</b>	<b>5,701</b>	<b>6,283</b>	<b>7,170</b>
长期借款	869	2,026	5,690	6,664	8,358
其他长期负债	212	443	1,422	1,617	1,793
<b>长期负债总计</b>	<b>1,081</b>	<b>2,469</b>	<b>7,111</b>	<b>8,281</b>	<b>10,150</b>
股本	863	1,193	1,193	1,193	1,193
储备	1,522	2,865	3,047	4,306	4,905
<b>股东权益</b>	<b>2,384</b>	<b>4,058</b>	<b>4,241</b>	<b>5,499</b>	<b>6,098</b>
少数股东权益	337	884	3,006	3,281	3,658
<b>总负债及权益</b>	<b>5,020</b>	<b>9,602</b>	<b>20,058</b>	<b>23,343</b>	<b>27,077</b>

**现金流量表**

单位: RMB百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	226	383	517	683	866
折旧与摊销	58	74	90	130	166
净利息费用	25	42	209	114	149
运营资本变动	(739)	(1,175)	(1,677)	(1,504)	(2,004)
税金	(38)	(65)	(102)	(137)	(173)
其他经营现金流	(74)	(112)	(35)	246	411
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>(542)</b>	<b>(854)</b>	<b>(999)</b>	<b>(469)</b>	<b>(585)</b>
购买固定资产净值	(280)	(146)	(321)	(389)	(487)
投资减少/增加	20	(35)	(31)	(27)	(23)
其他投资现金流	(45)	(1,151)	(1,360)	(1,703)	(1,421)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(304)</b>	<b>(1,332)</b>	<b>(1,712)</b>	<b>(2,119)</b>	<b>(1,931)</b>
净增权益	445	2,221	2,304	1,533	977
净增债务	1,018	2,361	8,152	1,752	2,757
支付股息	(111)	0	(119)	(152)	(183)
其他融资现金流	(651)	(1,345)	(5,167)	(197)	(455)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>701</b>	<b>3,237</b>	<b>5,169</b>	<b>2,936</b>	<b>3,095</b>
现金变动	(145)	1,051	2,458	348	579
期初现金	758	613	1,672	4,130	4,478

**利润表**

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
销售收入	1,101	1,558	2,866	4,071	5,057
销售成本	(767)	(1,051)	(1,986)	(2,888)	(3,586)
经营费用	(139)	(198)	(354)	(501)	(622)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>256</b>	<b>387</b>	<b>632</b>	<b>811</b>	<b>1,016</b>
折旧及摊销	(58)	(74)	(90)	(130)	(166)
<b>经营利润(息税前利)</b>	<b>198</b>	<b>313</b>	<b>542</b>	<b>682</b>	<b>849</b>
净利息收入/(费用)	(25)	(42)	(209)	(114)	(149)
其他收益/(损失)	53	111	183	115	166
<b>税前利润</b>	<b>226</b>	<b>383</b>	<b>517</b>	<b>683</b>	<b>866</b>
所得税	(38)	(65)	(102)	(137)	(173)
少数股东权益	(21)	(32)	(26)	(40)	(40)
<b>归母净利润</b>	<b>167</b>	<b>286</b>	<b>388</b>	<b>506</b>	<b>653</b>
每股收益 (RMB元)	0.21	0.27	0.33	0.42	0.55
每股股息 (RMB元)	0.00	0.10	0.10	0.13	0.15
收入增长 (%)	60	42	84	42	24
息税前利润增长 (%)	12	58	73	26	25
每股收益增长 (%)	(16)	31	20	30	29



## 广发海外研究小组

- 欧亚菲: 首席分析师, 2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名, 2015年新财富海外研究(团队)第六名。
- 韩玲: 首席分析师, 工商管理硕士, 电力系统自动化学士, 12年证券从业经验, 6年电力行业从业经验, 获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名, 2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名, 2015年新财富海外研究团队入围, 2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦: 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 32年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 13年证券研究所从业经历。
- 刘峤: 研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 研究助理, 统计学硕士, 2016年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。