

## 云南水务 (6839 HK)

### 岂止水务 环境综合服务格局初现

#### 2016年业绩概要：

云南水务16财年业绩增长显著，收入同比上升83.9%至28.7亿元(人民币，下同)。其中建设及设备销售业务收入大幅度增长，同比上升85.9%至111.0亿元。而随着公司水务项目16年的设计日处理量倍增至424.4万吨，公司污水处理及供水业务收入亦获得理想升幅，分别增长49.6%/40.7%至6.28/6.39亿元。

期内固废处理业务于期内也渐具规模，收入由15年的0.08亿元飙升至4.25亿元，占总收入比亦由15年的0.53%比上升至16年的14.8%，使固废处理业务成为公司新增的主要收入来源。

期内公司水务及固废处理设备的利用率均获得提升，污水处理/供水/固废处理项的平均利用率分别由15年的69.2%/65.1%/85.7%上升至71.7%/70.1%/89.1%。污水处理及固废业务的毛利率因此均获得上升，由15年的49.4%/15.5%上升至16年的50.6%/20.8%。惟供水业务的毛利率于16年有所下跌，由23.9%下降至18.7%，主要受该业务中的BOT/TOT项目的运营收入毛利率由15年的28.4%大幅下降影响，管理层解析主要原因为16年收购的山东青州市的供水项目(设计处理量共10万吨)在收购初时的水费远低于公司平均水费，拖累运营收入的毛利率。惟该项目的水费已于16年后获得提价至高于平均单价，拖累效仅属短期。

运营开支方面，以折旧及摊销的增幅较大，同比上升181.3%，占收入比由15年的4.78%上升至7.31%，主要由于公司16年收购不断，固定资产净值上升，折旧及摊销亦因而有所上升。扣除运营开支，公司经营利润上升70.1%至67.1亿元。

为应付公司快速扩展的资金需求，公司的债务水平亦有所提高，总债务权益比由15年的62.0%上升至16年的114.52%，带动16年净财务开支同比上升4.0倍至2.01亿元。

综上，公司16年盈利由2.86亿元上升至3.88亿元，同比增长35.8%，每股盈利0.325元，同比增幅同为35.8%。

#### 中泰评论：

公司16年的每股利润与我们之前预测的0.34元相差约5.2%，大概接近。公司预计17年的资本开支约在42亿元，与去年相若。我们预料公司的并购及扩产持续，加上随着公司现有的污水、供水及固废项目陆续投入商业运营。我们预料17年各业务的高速增长将持续。

公司16年的发展不单只业务的成长，而从业务收入及盈利占比看，我们亦可以看到环保业务多样的格局，固废处理业务渐渐成为公司的收入及盈利支柱之一，这有助分散公司业务上的风险，抚平收入的波幅。

另外，公司近年债务比率及财务开支的上升亦值得关注，公司的总债务及净债务权益比由14年的41.9%/9.4%上升至16年的114.5%/57.5%。需要关注为现金收入的运营收入及建造及设备销售业务的增长。

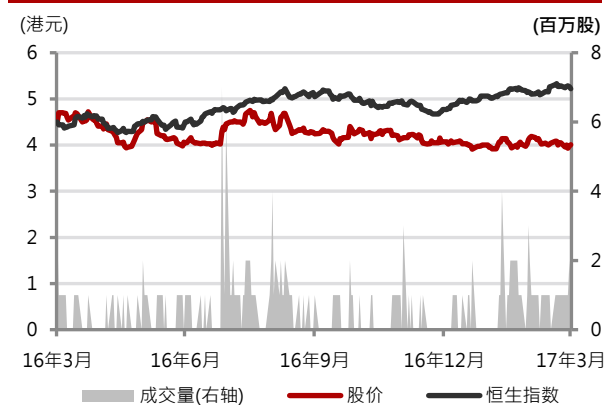
评级：买入；目标价：HK\$5.00

#### 公司基本资料 (更新至2017年3月31日)：

最新价：	4.01	(港元)
市值：	47.85	(亿港元)
流通股比例(%)：	26.74%	
已发行总股本(百万)：	1193	(百万股)
52周价格区间：	3.88-4.85	(港元)
3个月平均每日成交：	3.29	(百万港元)
主要股东：	刘旭军、黄云建先生	占31.81%

来源：彭博

#### 价格及成交量走势(过去一年)：



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告：

《迎接公司增长高峰期》- 2016年07月19日

《新增项目发展理想，股价仍具动力》- 2016年08月4日  
日分析师：

区显光(Jim Au), CFA

jim.au@ztsc.com.hk

云南水务的业务范畴虽已不止于水务，惟公司的其他业务如固废业务收入仍不过总收入的 1/4。我们认为以公司主营业务的估值跟水务同业作比较较为合适。

云南水务的 17 年预测 P/E 及 P/B 为 6.4/0.90 倍，而现在水务行业的中位数为 11.7/1.57 倍。虽然公司的预测 ROE(9.3%)及 ROA(3.2%)较同业平均的 15.2%及 6.9%为低，惟以云南水务的增长性，现在的估值确实便宜。

由于财务成本较我们预期高的关系，我们上调了未来 3 的财务支出预测，我们将 17 年预测 BVPS 由 4.65 下调至 4.46 港元。我们认为的公司 17 年目标市净率应该为 1.12 倍(撇除离群值的同业平均市净率再给予 20%折扣)。因此，云南水务合理每股权益公平值应为 5.00 港元，我们轻微下调股份目标价由 5.20 港元至 5.00 港元，潜在升幅 24.7%，评级上调至「买入」。

**图表 1：云南水务 (6839 HK)主要财务数据：**

(百万人民币)	真实 15 财年	真实 16 财年	预测 17 财年	预测 18 财年	预测 19 财年
总收入	1,558	2,866	4,675	4,982	5,328
增长率：	41.6%	83.9%	63.1%	6.6%	6.9%
经营利润	394	670	1,130	1,274	1,373
增长率：	66.4%	70.1%	68.6%	12.7%	7.8%
股东净利润	286	388	639	678	730
增长率：	71.6%	35.8%	64.6%	6.1%	7.6%
毛利率：	37.4%	38.0%	37.7%	42.2%	44.2%
经营利润率：	25.3%	23.4%	24.2%	25.6%	25.8%
净利率：	18.3%	13.5%	13.7%	13.6%	13.7%
每股盈利 (港元)	0.28	0.37	0.62	0.66	0.71
每股股息 (港元)	-	0.33	0.45	0.74	0.78
每股资产净值 (港元)	3.96	4.13	4.46	5.00	5.43

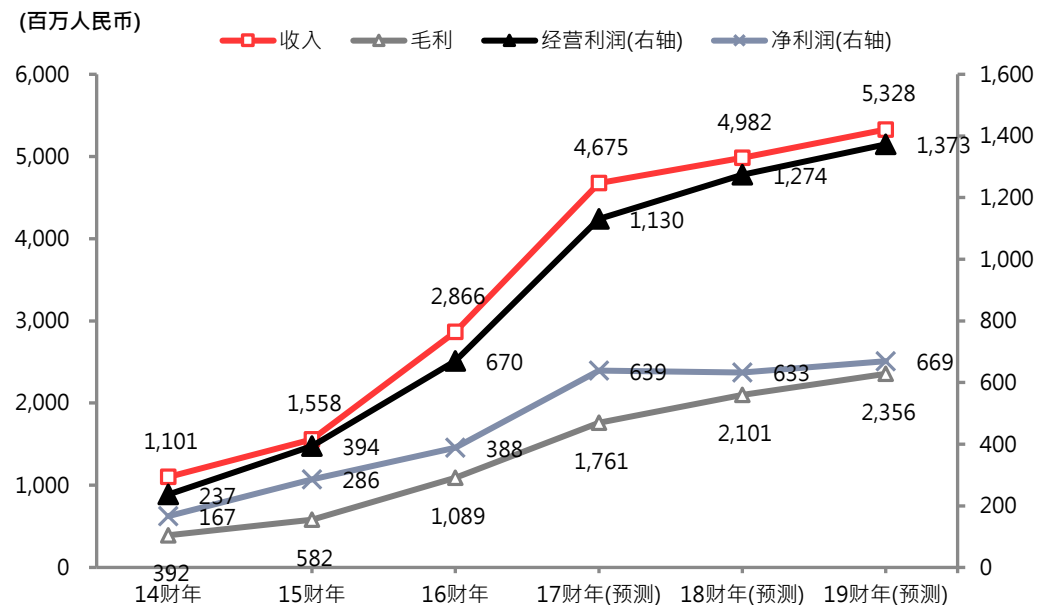
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：云南水务 (6839 HK) 利润表

(百万人民币)	15财年	16财年	(预测) 17财年	(预测) 18财年	(预测) 19财年
总收益	1,558	2,866	4,675	4,982	5,328
-污水处理	420	628	1,412	1,300	1,355
-供水	455	639	1,047	992	926
-固废处理	8	99	343	390	404
-建造及设备销售	597	1,110	1,553	2,019	2,423
-其他业务分部	79	63	127	145	145
销售成本	(976)	(1,777)	(2,914)	(2,881)	(2,972)
毛利	582	1,089	1,761	2,101	2,356
其他收入	72	136	250	162	116
其他收益净额 <sup>7</sup>	12	8	4	-	-
折旧及摊销开支	(74)	(209)	(275)	(331)	(395)
销售开支	(17)	(23)	(44)	(47)	(51)
行政开支	(181)	(331)	(566)	(611)	(653)
经营溢利	394	670	1,130	1,274	1,373
财务收入	25	24	35	34	31
财务开支	(67)	(233)	(366)	(457)	(485)
融资收益	26	13	45	50	51
以权益法入账的应占投资(亏损)/ 利润	5	42	5	3	3
所得税前利润	383	517	850	905	973
所得税开支	(65)	(102)	(139)	(150)	(160)
年内利润	317	414	711	755	812
-公司拥有人	286	388	639	678	730
-非控股权益	32	26	73	77	83
每股盈利(HKD)	0.28	0.37	0.62	0.66	0.71
每股股息(HKD)	-	0.33	0.45	0.74	0.78
每股账面净值(HKD)	3.96	4.13	4.46	5.00	5.43

来源：公司资料·中泰国际研究部

图表 3：云南水务 (6839 HK) 各项利润表现



来源：公司资料·中泰国际研究部

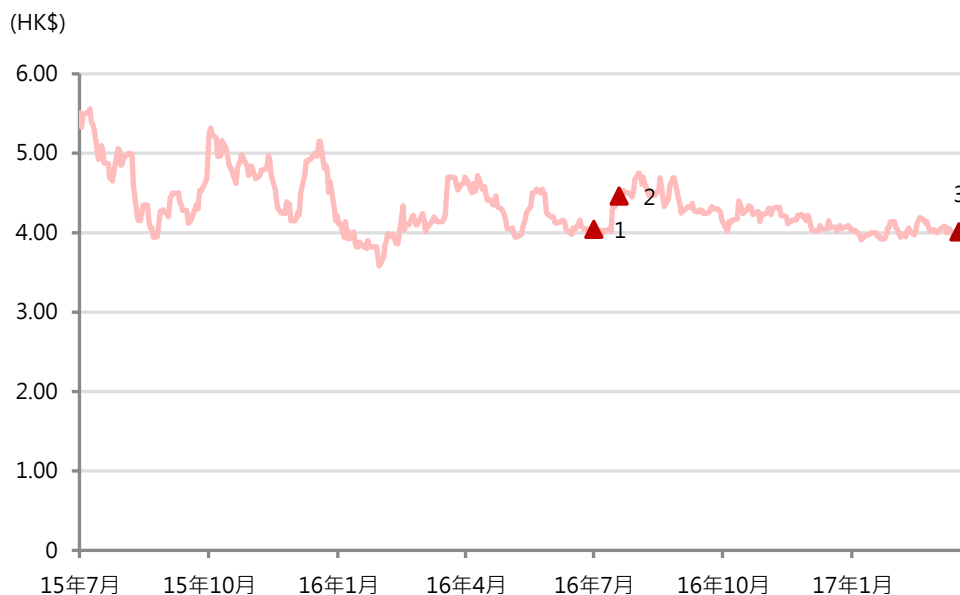
图表 4：港股水务板块一览

股票名称	已知财年	股价	(亿港元) 总市值	预测收入增长	预测 EPS 增长	预测毛利率	预测利润率	净利润率	16-19 财年 EPS CAGR	市盈率		市净率		PEG		
										预测 ROE	预测 ROA	预测 17 财年	预测 18 财年		预测 17 财年	预测 18 财年
云南水务(6839)	12/2016	4.01	47.8	63.1%	64.6%	0.0%	24.2%	13.7%	23.4%	9.3%	3.2%	6.4倍	6.7倍	0.90倍	0.81倍	0.27倍
康达环保(6136)	12/2016	1.97	40.7	37.1%	35.4%	0.0%	32.6%	16.3%	18.9%	11.4%	4.6%	8.0倍	6.2倍	0.88倍	0.76倍	0.42倍
创业环保(1065)	12/2016	4.21	114.4	-9.8%	1.6%	0.0%	42.1%	25.4%	1.8%	10.1%	4.5%	11.8倍	11.0倍	1.06倍	0.99倍	6.55倍
中滔环保(1363)	12/2016	1.65	104.2	19.4%	66.3%	0.0%	47.6%	37.5%	22.4%	21.0%	11.7%	11.0倍	9.4倍	2.17倍	1.82倍	0.49倍
北控水务集团(371)	12/2016	5.76	503.4	38.3%	18.5%	0.0%	不适用	14.1%	22.1%	20.0%	4.7%	13.1倍	10.8倍	2.45倍	2.13倍	0.59倍
粤海投资(270)	12/2016	11.08	694.2	10.7%	14.2%	0.0%	不适用	36.8%	6.1%	13.8%	8.7%	14.4倍	13.7倍	1.97倍	1.86倍	2.37倍
平均			291.4	19.1%	27.2%	0.0%	40.8%	26.0%	14.3%	15.2%	6.9%	11.7倍	10.2倍	1.40倍	1.39倍	2.08倍

来源：彭博·中泰国际研究部

# 历史建议和目标价

云南水务(6839 HK)股价表现及评级时间表：



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2016/7/19	HK\$3.99	「增持」(首次评级)	HK\$5.10
2	2016/8/3	HK\$4.50	「增持」(无变动)	HK\$5.20
3	2017/3/31	HK\$4.01	「买入」(上调)	HK\$5.00

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好·行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定·行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡·行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本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。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。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。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。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 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。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券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。