

云南水务 (6839.HK)

云南水务行业龙头，借 PPP 东风分羹全国市场

分析师：韩玲 S0260511030002 ARI073 分析师：郭鹏 S0260514030003
 ☎ 021-60750603 ☎ 02160750611
 ✉ hanling@gf.com.cn ✉ guopeng@gf.com.cn

核心观点：

- **坐稳省内垄断地位，强势进军全国市场**

公司在云南省内具有较高市场占有率，凭借先发优势、优质技术和资源等，公司在云南省水务行业形成垄断，与当地政府的稳固关系衍生收购发展的机会，使垄断优势扩大。2013年开始布局全国市场，通过收购、并购已逐步开拓新疆、山东、江苏、贵州、广州等地市场，同时积极物色东南亚、台湾的环保水务等项目。

- **云南省集聚 PPP 资源超 9000 亿，创新性融资模式助力水务板块发展**

PPP 模式中公共部门和企业可以在项目初期合理分配项目风险，引入先进技术和管理经验，减少承建商与投资者的风险，提高项目融资成功的可能性，缩短工作周期，降低项目费用，较 BOT 更具盈利能力。公司 2015 年获批 PPP 水务项目总投资额跻身前四，新型融资模式的加入将利好公司水务板块的发展，带动公司新一轮业绩增长。

- **水务板块平稳增长，固废处理业务新军突起**

持续收购 BOT、TOT 及 BOO 项目的投入运营、在建项目的不断增加为运营收益和建造收益的稳步提升提供了充足动力，公司未来继续扩增特许经营项目，将保障污水处理及供水分部收益的稳定增长。新增固废处理业务贡献 2016 年上半年 12.51% 收益，同时公司计划升级污水处理设备，投资建设垃圾发电设施，进阶“大水务”。

- **膜生产厂缓解外部技术依赖，为公司未来增长注入新的动力**

膜生产厂运营可提高处理效率，降低生产成本，满足特许经营内部需求及自有 EPC 及设备销售预期外部需求。

- **盈利预测与投资评级**

2016 年 12 月 29 日云南水务 (6839.HK) 收盘价为 4.09 港元，折合人民币 3.67 元，我们预测公司 2016-2018 年市盈率为 12.1、9.7、7.6，EPS 为人民币 0.335 元、0.419 元、0.538 元，给予“买入”评级

- **风险提示：**

项目进展速度低于预期、特许经营项目价格无法随成本增长调整；港股与 A 股市场环境不同，投资风格差异，人民币与港元之间汇率风险；

投资摘要	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	1,101	1,558	2,258	3,103	3,633
变动 (%)	59.8	41.6	44.9	37.4	17.1
净利润 (人民币百万)	167	286	400	500	642
全面摊薄每股收益	0.140	0.240	0.335	0.419	0.538
市盈率 (倍)	29.1	16.9	12.1	9.7	7.6
每股股息	0.000	0.164	0.070	0.087	0.112
股息率 (%)	0.00	4.03	1.71	2.14	2.75

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

目录索引

一、走出云南，拓宽水务.....	4
1. 公司简介及股权结构.....	4
2. 业绩大幅增长，扩展业务进阶“大水务”.....	5
3. 坐稳省内垄断地位，强势进军全国市场.....	6
二、政策红利接踵而至，水务发展迎来新机遇.....	7
1. 财政部三批 PPP 示范项目近 2 万亿，精确三批项目完成采购时间点.....	7
2. 示范项目行业分布逐步多元化，环保公用类项目金额占比高达 23%.....	8
3. 云南省集聚 PPP 资源超 9000 亿，公司 2015 年获批投资额跻身前四.....	9
4. “水十条”、十三五规划将撬动新一轮政府投资.....	9
5. 在建项目扩增拉升建造收益，预期仍将稳步提升.....	10
三、污水处理收益稳定增长，日处理能力逐年增强.....	10
1. 污水处理收入逐年上升，增长率回升，占总收入比重下降至平稳状态.....	10
2. 日处理能力逐年增强，实际污水处理利用率小幅提升.....	11
3. 国家污水管网建设加速，有望改善“高产能低效率”的业务经营现状.....	11
四、供水分部发展迅猛，膜生产厂运营带来增长新动力.....	12
1. 供水分部营业收入突增.....	12
2. 膜生产厂运营，预期将有效降低成本，缓解外部技术依赖，前景可期.....	13
3. 未来污水处理、供水需求可观.....	13
五、应收账款周转率有待提升，权益乘数高于行业水平.....	13
1. 权益净利率、销售净利率持续下降，15 年略有回升.....	13
2. 公司应收账款周转率低于行业平均水平.....	14
3. 权益乘数翻倍，略高于行业水平.....	14
六、盈利预测与投资评级.....	15
七、风险提示.....	16

图表索引

图 1: 公司主要股东持股结构 (截至 2016/6/30)	5
图 2: 总营业收入变化	5
图 3: 服务板块收益变化	5
图 4: 2015 年水务企业总规模及特许经营类规模对比	6
图 5: 2013 年云南省主要水务公司污水处理能力占比	6
图 6: 财政部三批示范项目数量 (剔除后)	7
图 7: 财政部三批示范项目金额 (未剔除)	7
图 8: 第三批示范项目申报及最终项目数量	7
图 9: 第三批示范项目申报及最终项目投资额	7
图 10: 三批示范项目采购时间节点	8
图 11: 第三批环保公用相关项目数占比 43%	8
图 12: 第三批环保公用相关项目投资额占比 23%	8
图 13: 截至 2016 年 9 月各省份获批 PPP 投资额	9
图 14: 2015 年水务公司获超亿元环保 PPP 项目总金额	9
图 15: 五年规划政府对环保投资额及固废处理投资额变化	9
图 16: 建造与设备销售收益变化	10
图 17: 污水处理营业收入	11
图 18: 污水日处理能力与实际利用率同比变化	11
图 19: 全国排水管道长度	12
图 20: 云南省排水管道长度	12
图 21: 供水处理项目收益变化及占比	12
图 22: 中国市政年度污水处理量	13
图 23: 中国市政年度供水量	13
图 24: 销售净利率	14
图 25: 权益净利率	14
图 26: 应收账款周转率	14
图 27: 应收账款周转率同行业对比	14
图 28: 权益乘数	15
表 1: 公司发展重大事件	4
表 2: 云南水务收入预测	15
表 3: 同行业未来预期营业收入对比	16
表 4: 同行业未来预期估值对比	16

一、走出云南，拓宽水务

1. 公司简介及股权结构

云南水务投资股份有限公司（HKSE：06839）于2011年6月21日在云南省昆明市注册，由北京碧水源科技股份有限公司与云南城投旗下的云南省水务产业投资有限公司共同投资成立。于2015年5月27日在香港联交所挂牌上市，是中国首个以PPP模式运营的上市水务公司。公司业务涵盖污水处理、供水、建造和设备销售，以及O&M污水处理、供水、市政垃圾处理项目等其他项目。

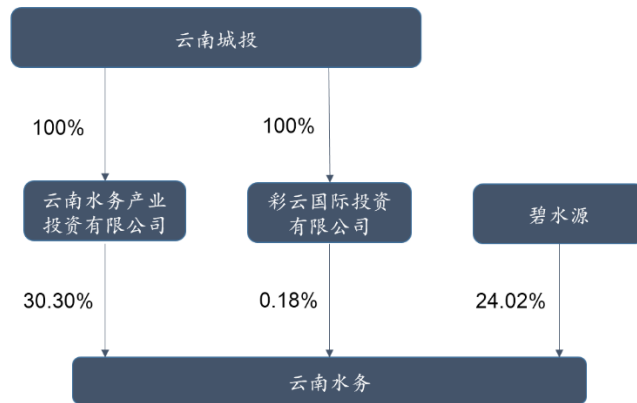
公司控股股东为云南省水务、北京碧水源，分别持股30.30%、24.02%，其中云南省水务由云南省城投集团公司全资拥有。公司已与云南省水务、云南省城投集团、北京碧水源已订立不竞争协议且一致行动人士已订立不竞争承诺，各一致行动人士确认，并无于直接或间接在构成相互间竞争或可能构成竞争的业务中拥有任何权益。

表 1：公司发展重大事件

年份	重要里程碑
2011	云南水务公司（由云南省水务、北京碧水源共同出资）设立
2012	收购城投碧水源税务科技，开拓 EPC 项目及设备销售服务
2013	于新疆成立额敏水务，进军新疆
2013	收购国清环保，开拓 O&M 项目
2014	收购北京科林皓华，开拓固体废物处理业务
2014	与一名独立第三方成立山东环保，进军山东
2014	收购无锡中发水务，进军江苏
2014	转制为股份有限公司，更名为云南水务投资股份公司
2015	H 股在港交所首次公开发售
2015	收购山东腾跃，开拓化学危险废物处理业务
2015	收购宁德漳湾，获生活垃圾焚烧及发电特许经营权
2015	收购 PJT TECHNOLOGY CO., LIMITED 100% 权益，进军泰国市场
2016	收购哈尔滨国际医疗固体废物无害化集中处置中心，开拓医疗废物及工业废物业务

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图1: 公司主要股东持股结构 (截至2016/6/30)

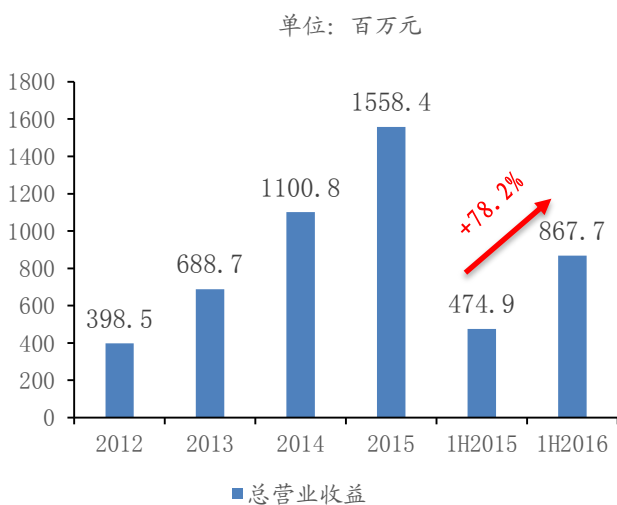


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 业绩大幅增长, 扩展业务进阶“大水务”

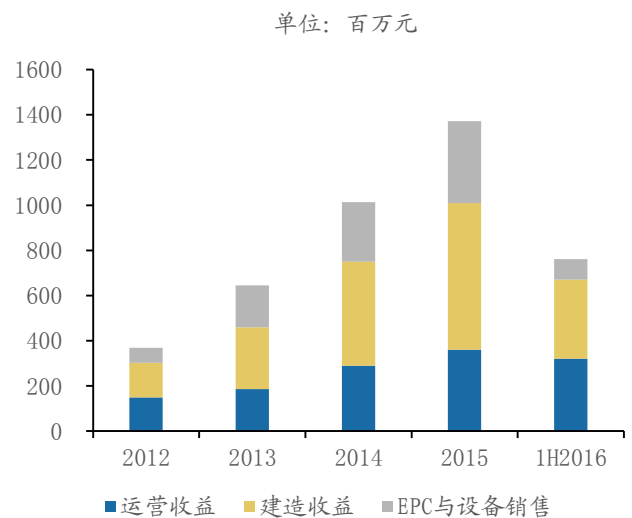
运营服务、建造服务贡献收益超70%。云南水务2016年中期实现营业总收入人民币8.68亿元, 同比增长78.2%, 实现净利润人民币0.8亿元, 同比增长70.2%。截至2016年6月30日公司运营服务、建造服务、EPC及设备销售、融资收入及其他分别占总营业收入37.0%、40.3%、10.5%、8.6%及3.6%。其业绩的高速增长, 主要得益于新收购项目在报告期内提升运营收益, 及在建项目扩增带动建造收益的大幅度增长。

图2: 总营业收入变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图3: 服务板块收益变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

开拓固废处理业务，拟进行污水回用垃圾发电项目。公司于2014年收购科林皓华公司开拓固废处理业务，固废业务高歌猛进并于2016上半年占收入比重12.51%，直逼原有基础业务建造与设备销售收益份额。2016年六月三十日固废处理项目年总处理量为58.7万吨，较2015年十二月三十一增长5.4%。公司计划升级污水处理设备，实现集中处理污水及供应再生污水，拟于玉溪投资建设垃圾发电设施，目前并无于污水回用和垃圾发电取得任何收益。

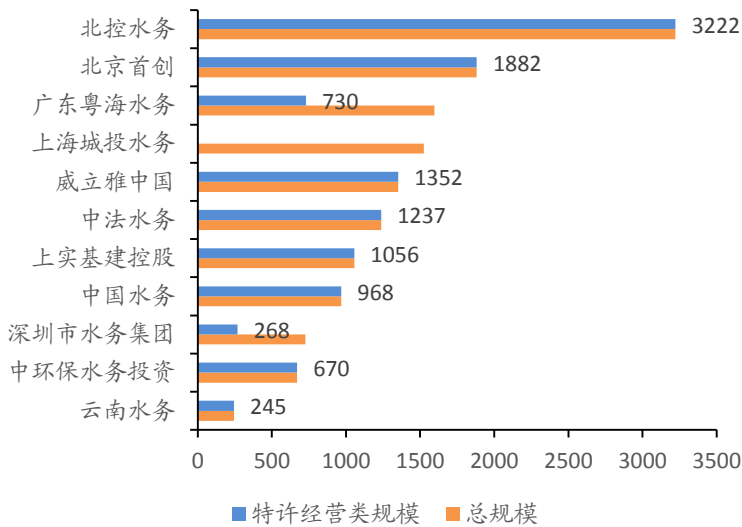
3. 坐稳省内垄断地位，强势进军全国市场

2015年数据显示，行业主要市场参与者按水务处理总规模排名，北控水务位居榜首，日处理量为3222万吨，而云南水务日处理量为245万吨，在全国水务公司范围内排位25，因云南水务成立之初仅立足于云南市场，2013年开始布局全国市场，已逐步开拓新疆、山东、江苏、贵州、广州等地市场，同时积极物色东南亚、台湾的环保水务等项目。

而在云南省内，2013年云南水务占主要市场参与者总处理能力29.2%，在云南省内具有较高市场占有率，凭借先发优势、优质技术和资源等，公司在云南省水务行业形成垄断，公司与当地政府稳固的关系衍生出收购发展的机会，使垄断优势扩大。

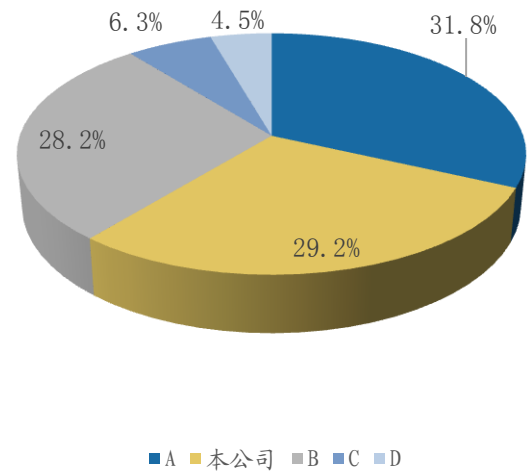
图 4: 2015 年水务企业总规模及特许经营类规模对比

单位: 万吨/日



数据来源: E20 研究院, 广发证券发展研究中心

图 5: 2013 年云南省主要水务公司污水处理能力占比



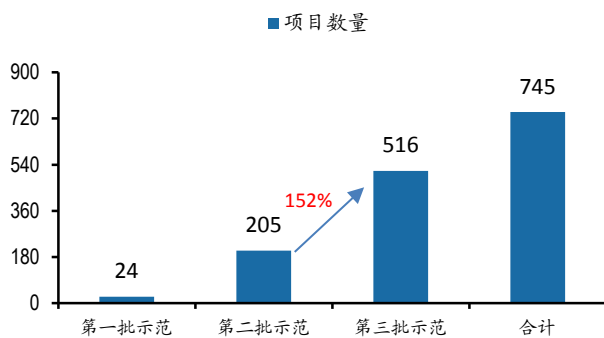
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、政策红利接踵而至，水务发展迎来新机遇

1. 财政部第三批PPP示范项目近2万亿，精确第三批项目完成采购时间点

财政部第三批PPP示范项目于10月13日正式发布，共有516个项目入选，总投资规模达1.17万亿。区别于前两批PPP示范项目，第三批项目的评审是由财政部联合19个行业主管部门联合推进，重视程度空前。入选第三批示范项目数量516个，为前两批示范项目总数232个的2.2倍，对应投资额高达1.17万亿，目前财政部示范项目库总额已达1.97万亿，占整个项目库（总额12.3万亿）的16%。由于示范项目经过严格筛选，前期准备工作更充分，PPP项目落地率有望进一步提高。

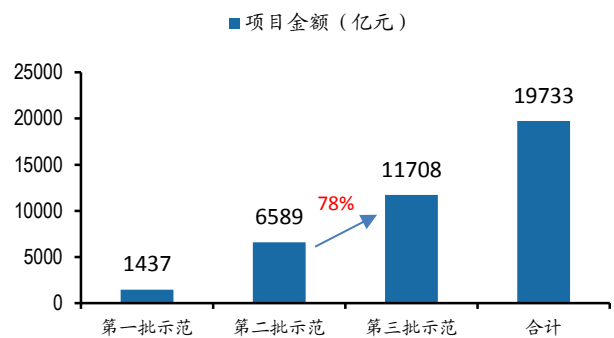
图6：财政部三批示范项目数量（剔除后）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图注：项目数量已剔除移出7个项目。

图7：财政部三批示范项目金额（未剔除）

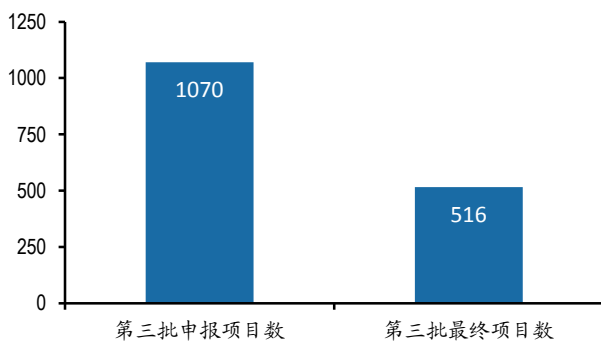


数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图注：第一批示范项目金额未披露，项目金额未剔除移出项目。

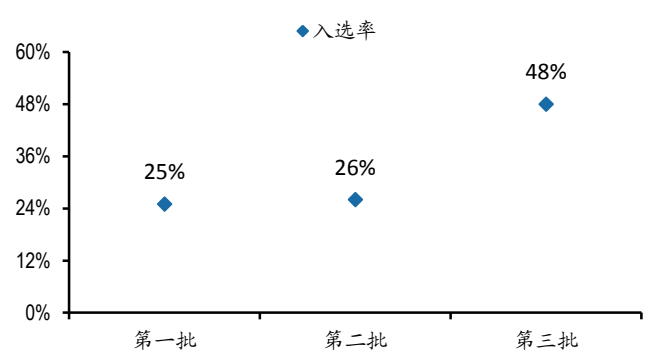
第三批示范项目申报入选率高达48%，远超一二批项目。今年9月公布的参与遴选第三批示范项目申报项目共1070个，远超第一批120个、第二批782个申报项目。从入选率来看，第三批示范项目入选率达48%。相比于第一、二批分别25%、26%的入选率（前两批项目退库前入选分别为30、206个），有明显提升，主要受益于此次申报条件更加、清晰评审流程、附件内容更规范。地方上报项目的方案设计更为成熟，地方政府对PPP项目的认知和实务更加深刻，申报热情高涨，申报项目更加优质。

图8：第三批示范项目申报及最终项目数量



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图9：第三批示范项目申报及最终项目投资额



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

明确规范采购时间节点，确保项目“又快又实”推进。《通知》明确第一、二批示范项目应分别于2016年底、2017年3月底前完成采购，逾期未完成采购的将调出示范项目名单；第三批示范项目原则上应于2017年9月底前完成采购。中央财政将对符合条件并完成采购的示范项目及时安排以奖代补资金。目前，前两批示范项目的落地率分别为78.26%、53.25%，远高于项目库目前的平均落地率23.8%，示范项目落地率更有保障。

图10：三批示范项目采购时间节点



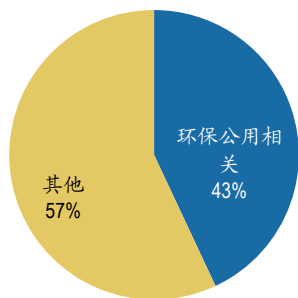
数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

2. 示范项目行业分布逐步多元化，环保公用类项目金额占比高达23%

财政部于今年3月规范了项目库的行业划分口径，以15年发布的《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》确定的13个行业为基本依据，充分考虑预算司、经建司采用的行业划分标准等，确定PPP综合信息平台项目库的行业划分。一级行业19个，如能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、片区开发、农业等。鉴于第一、二批项目的发布在口径统一前，故可比性相对较弱。

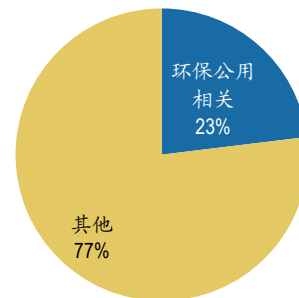
示范项目中环保公用项目数量及投资额占比分别约为43%和23%。我们按照环保公用口径对项目库分类进行重构，第三批示范项目中生态建设和环境保护46个，加上各领域中与环保公用相关项目176个，项目个数共计222个，对应投资总额共2701亿元。环保公用相关项目数占比约43%，相应投资额占比约23%。

图11：第三批环保公用相关项目数占比43%



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图12：第三批环保公用相关项目投资额占比23%



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

3. 云南省集聚 PPP 资源超 9000 亿，公司 2015 年获批投资额跻身前四

截至2016年9月，云南省囊括PPP投资9178亿人民币，仅次于贵州及山东。云南水务2015年获批投资额约280亿，在水务行业中名列第四。2016年9月云南水务一举夺取富民拖担水库、瑞丽市第二污水处理厂及配套管网工程两个项目，斩获云南省首批生态环保类PPP项目一半投资额。PPP项目的加入将利好公司水务板块的发展，夯实在云南省水务行业的龙头地位。

图 13: 截至 2016 年 9 月各省份获批 PPP 投资额

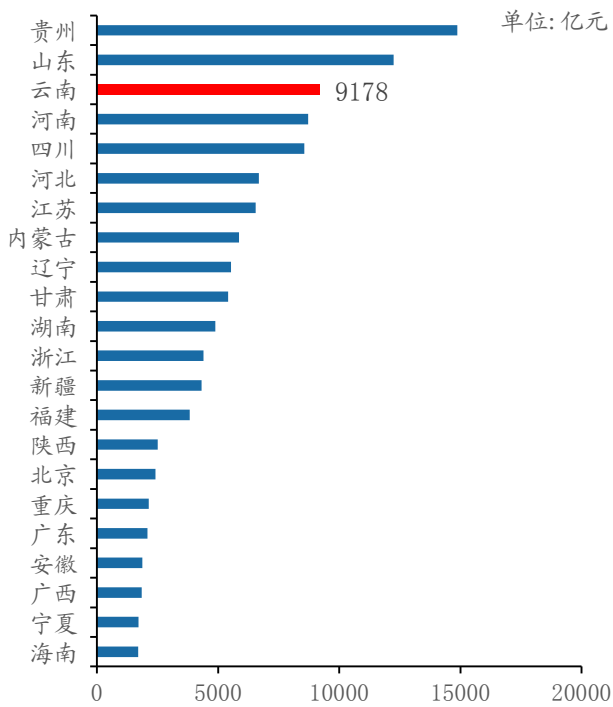
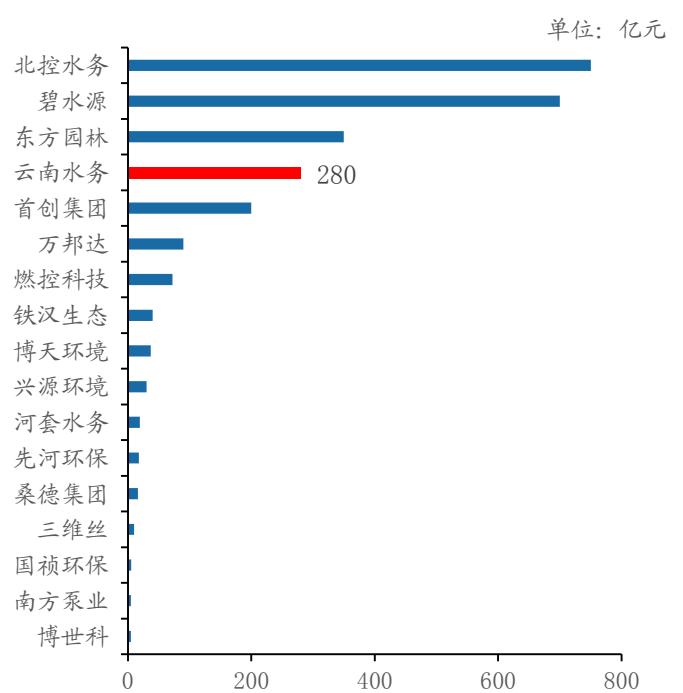


图 14: 2015 年水务公司获超亿元环保 PPP 项目总金额



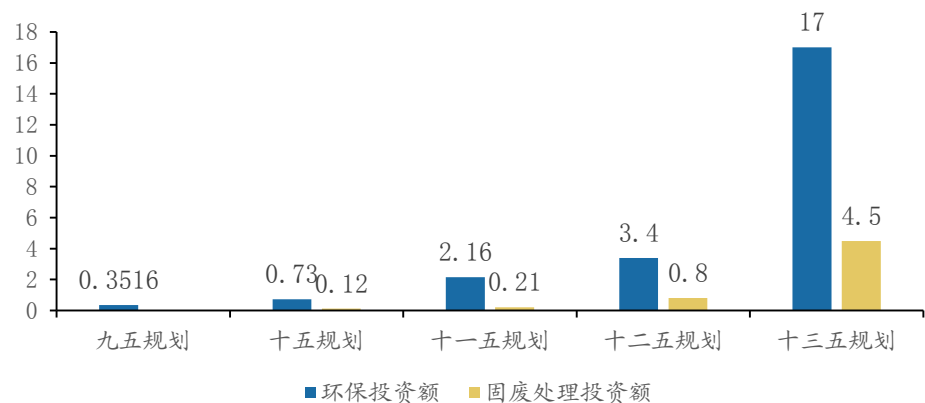
数据来源: 财政部 PPP 中心, 广发证券发展研究中心

数据来源: E20 研究院, 广发证券发展研究中心

4. “水十条”、十三五规划将撬动新一轮政府投资

图 15: 五年规划政府对环保投资额及固废处理投资额变化

单位: 万亿



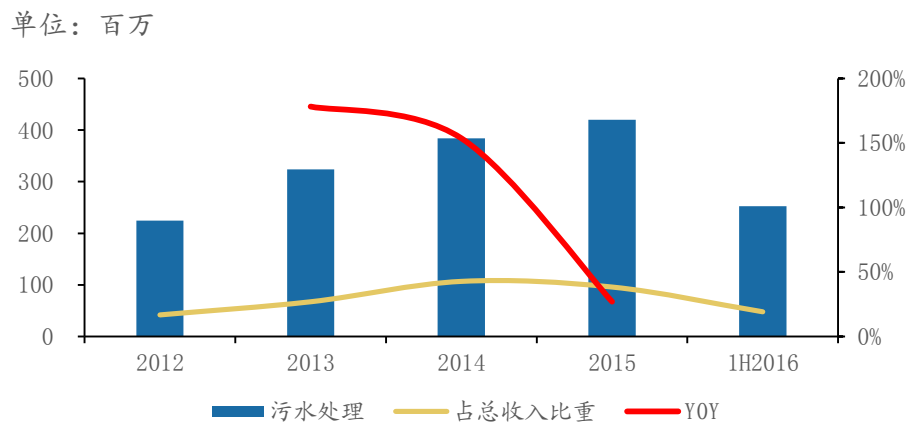
数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

预计“水十条”将撬动政府投资总额达到 2 万亿，而全社会投资总额有望达到 4 万亿以上。预计十三五计划将带动政府及社会投资环保、固废处理共计 21.5 亿，暖风频吹的政策面深远影响水务行业，推动水务行业步入黄金发展阶段。

5. 在建项目扩增拉升建造收益，预期仍将稳步提升

2013、2015年建造与设备销售同比增长率为178%、154%及27%，2016年中报披露，上半年公司建造与设备销售收益为人民币108.5百万元，同比增长2.7%，增长速率放缓。2013年、2014年增长率的急剧攀升主要是由于公司向云南建工销售设备实现收入258.5百万元和94.6百万元，且于2014年收购北京科林皓华及国清环保，分别并入了其设备销收入49.8百万元及18.5百万元。

图16: 建造与设备销售收益变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2016年中报披露在建BT项目为3个，比2015年增加一个BT项目，在建BOT项目15个比2015年增加3个，未来公司将进一步扩增特许经营项目，预期建造收益将持续高速增长。

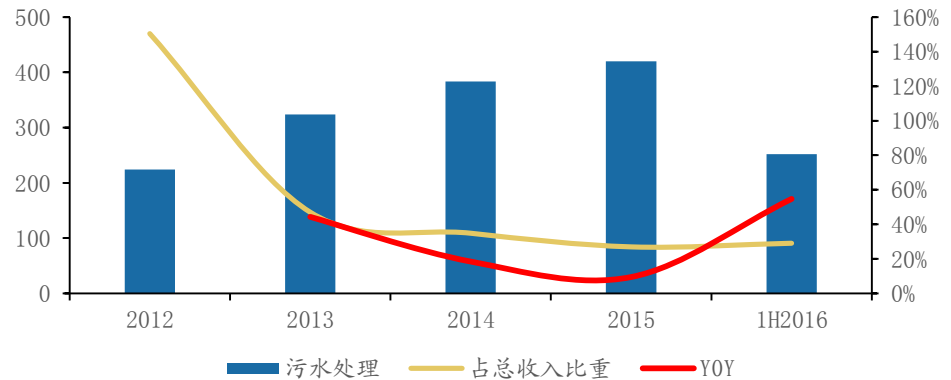
三、污水处理收益稳定增长，日处理能力逐年增强

1. 污水处理收入逐年上升，增长率回升，占总收入比重下降至平稳状态

2013年污水处理收益同比增长率达44%，其后增长率不断下降，2015年增长率仅为9%。得益于2015年新收购BOT项目的投产运营，2016年上半年污水处理业务分部的收益为人民币252.242百万元，同比增长54.7%。污水处理收入占总收益比重的逐年下滑主要是由于公司不断扩增在建项目使得供水项目收益急剧攀升，加之15年拓展的固废处理业务运营收益可观，拉动了营业收入的急速增长。

图17: 污水处理营业收入

单位: 百万



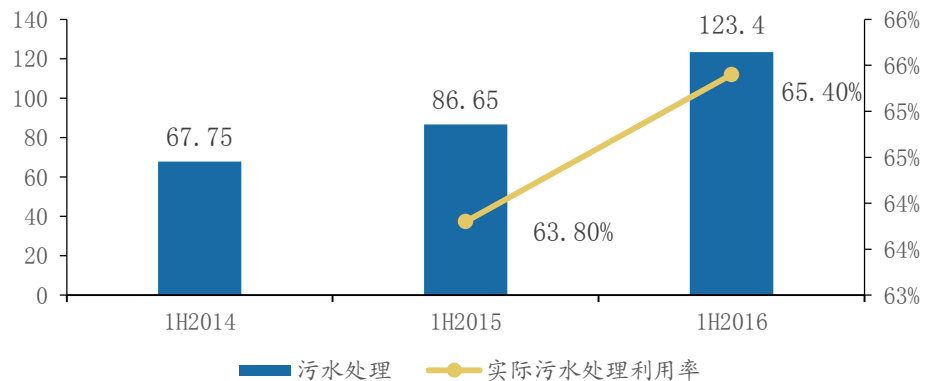
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 日处理能力逐年增强, 实际污水处理利用率小幅提升

截至2016年6月30日, 公司日污水处理总量为123.4万吨, 同比增长42.5%, 较2015年12月日污水处理总量增长20.5%。2016上半年污水处理实际利用率为65.4%较2015年63.8%略有提高。

图18: 污水日处理能力与实际利用率同比变化

单位: 万吨/日



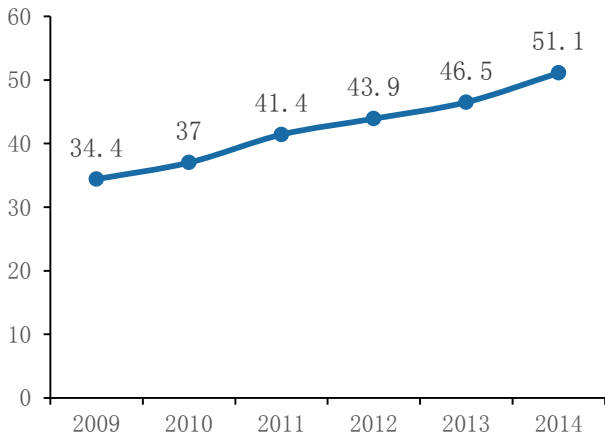
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3. 国家污水管网建设加速, 有望改善“高产能低效率”的业务经营现状

目前水务行业污水处理设施产能利用率低, 主要由于城市配套管网不到位、污水收集效率不高, 缺乏足够的上游进水。目前全国排水管道长度已从2009年末的34.4万公里增长到2014年的51.1万公里, 增长率达8.2%, 其中云南省排水管道长度从2009年末的0.4万公里增长到2014年的1.01万公里, 增长率20.4%。城镇污水管网的建设将有利于进一步提高企业污水处理产能利用率, 有利于污水处理行业的持续发展。

图 19: 全国排水管道长度

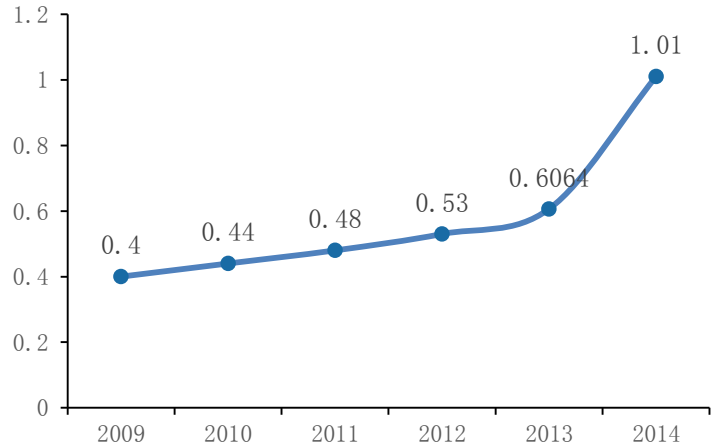
单位: 万公里



数据来源: 统计年鉴, 广发证券发展研究中心

图 20: 云南省排水管道长度

单位: 万公里



数据来源: 统计年鉴, 广发证券发展研究中心

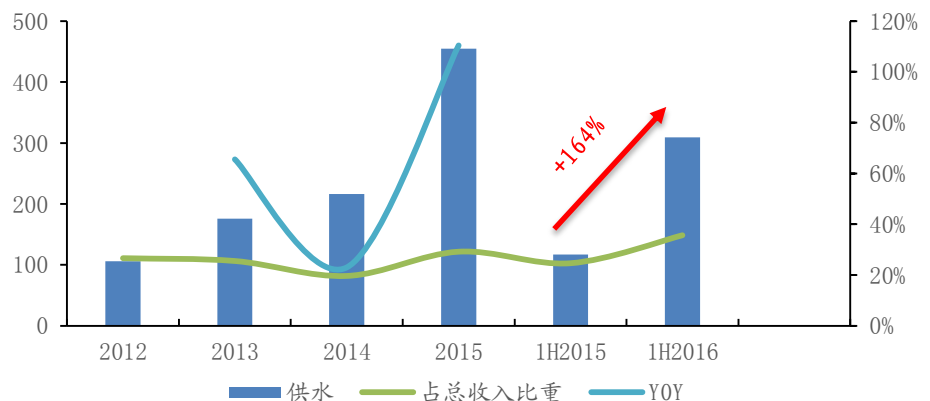
四、供水分部发展迅猛, 膜生产厂运营带来增长新动力

1. 供水分部营业收入突增

2013 年、2014 年、2015 年供水分部收益同比增长率分别为 66%、23%、110%，截至 2016 年 6 月 30 日供水分部取得收益人民币 309.3 百万元，同比增长 164%，2015 年以来供水分部收益的突增源于公司不断扩增特许经营项目，2012-2016 年上半年特许经营项目分别为 11、15、16、23 及 28。未来公司将继续扩增 BOT、TOT 及 BOO 项目，预计将进一步促进供水分部收益的稳定高速增长。

图 21: 供水处理项目收益变化及占比

单位: 百万



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

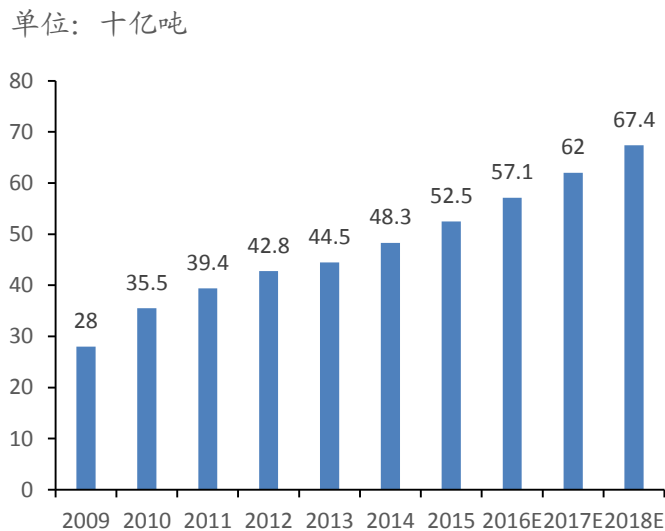
2. 膜生产厂运营，预期将有效降低成本，缓解外部技术依赖，前景可期

公司的第二大控股股东北京碧水源是国内 MBR 膜技术设备生产商龙头，膜生产厂运营可提高处理效率，降低生产成本，将满足特许经营项目内部需求及自有 EPC 及设备销售预期外部需求，为公司未来增长注入新的动力。

3. 未来污水处理、供水需求可观

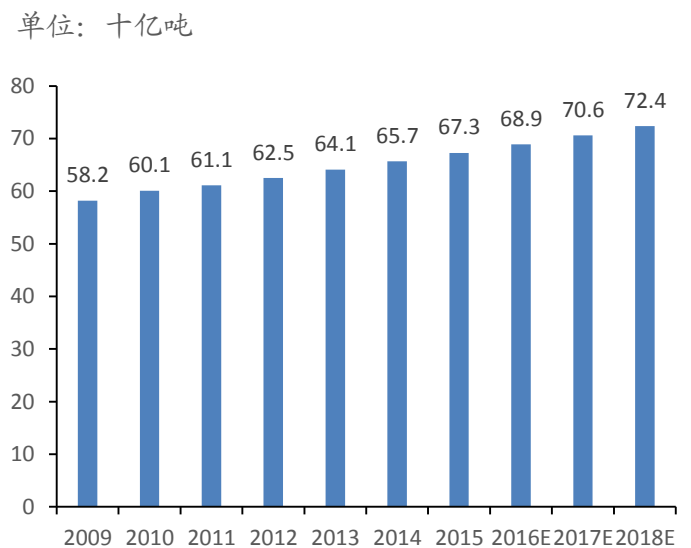
根据安永咨询的资料，到2018年底，全国市政污水处理总量预计为674亿吨，复合年增长率为8.7%，到2018年底，全国市政供水量预计将达724亿吨，复合年增长率为2.4%。

图22：中国市政年度污水处理量



数据来源：住建部、国家统计局、安永咨询

图23：中国市政年度供水量



数据来源：住建部、国家统计局、安永咨询

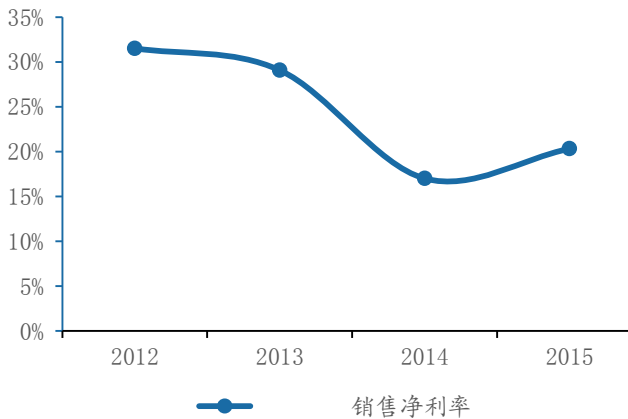
五、应收账款周转率有待提升，权益乘数高于行业水平

1. 权益净利率、销售净利率持续下降，15年略有回升

2013-2015年营业收入增长变缓，分别为72.8%、59.8%及41.5%，而营业成本增长较快，分别为65.3%、79.2%及37.0%。营业成本的增加是由于新增项目投入运营所致。

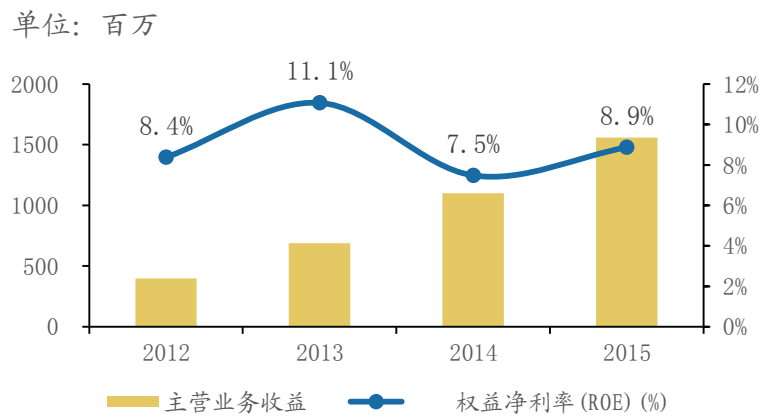
而2015年销售净利率回升得益于部分项目供水单价提高及提供设备和系统整合服务使得特许经营权项目的建造毛利率提高。预计新的合作模式PPP的加入将促使企业进行降低成本、提高管理效率、提升了其综合竞争力，从而推动权益净利率的升高。

图 24: 销售净利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 权益净利率

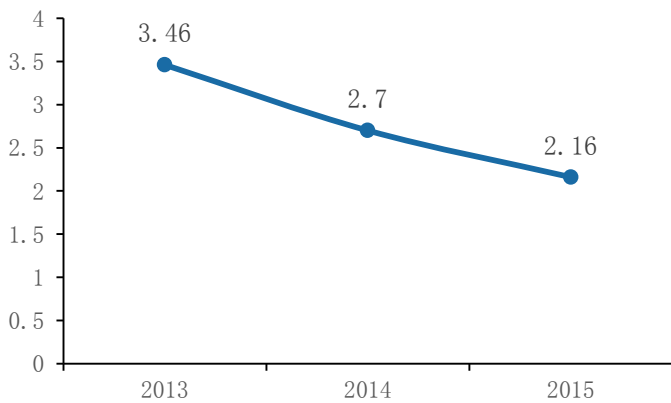


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 公司应收账款周转率低于行业平均水平

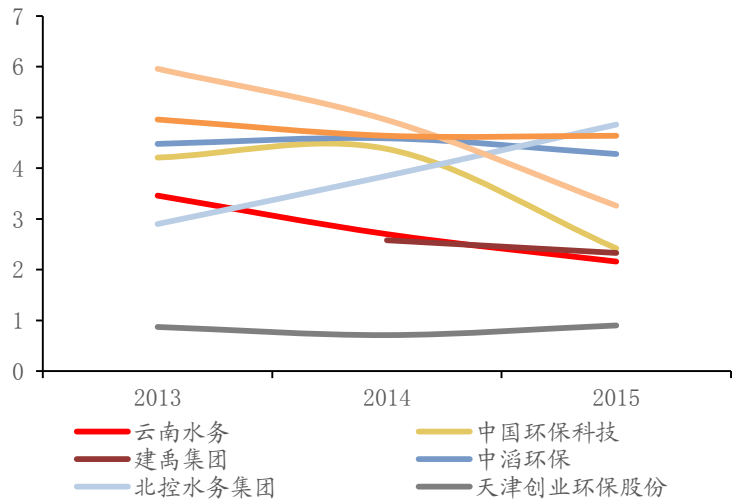
公司特许经营项目不断增加, 特许经营许可下的应收账款数额攀升, 使得 2013 年-2015 年应收账款周转率由 3.36 下降至 2.16, 每年均低于行业应收账款平均水平。

图 26: 应收账款周转率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 应收账款周转率同行业对比



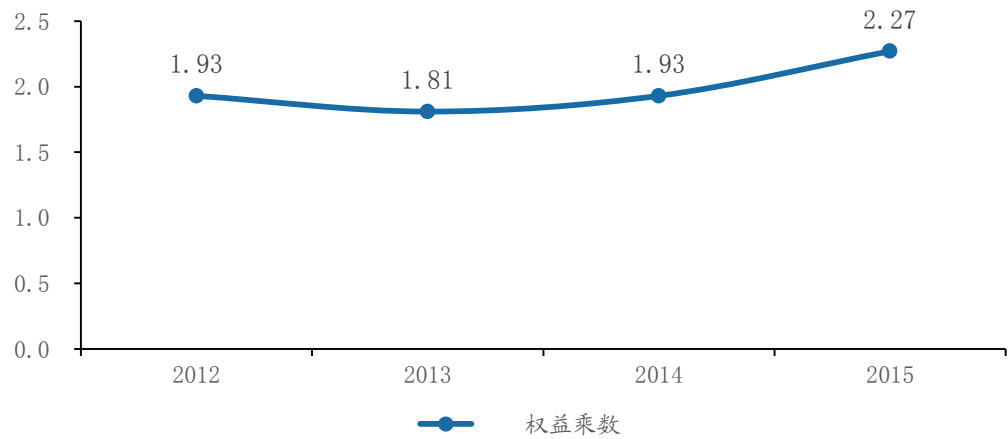
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 权益乘数翻倍, 略高于行业水平

二零一六年八月二十六日公司发行总额为10亿元非公开定向债务融资工具, 发行所得款项净额将用于集团一般营运资金和偿还银行贷款。2016年中报披露, 公司资产负债率达61.78%, 较2015年同期资产负债34.85%增长近一倍, 略高于行业内同类公司资产负债率水平中位数53.88%。截至2016年6月30日, 公司负债为82.5亿元, 较2015年同期22.3亿元增长271%, 增加借款主要为收购提供资金, 2016年公司分别投资2.925亿元、2.906亿元、1.58亿元收购Future

international Group Co., Ltd、哈尔滨国环医疗固体废物无害化集中处置中心及哈尔滨云水集团。公司2016年库存现金20.9亿元，较2015年增长38.4%，对未来收购计划的实施有较为充足的资金准备。

图28: 权益乘数



数据来源: wind 数据, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资评级

表2: 云南水务收入预测

收入业务拆分 (单位: 人民币百万)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
污水处理	224.4	323.9	383.6	420.0	543.8	680.5	835.7
YOY		44.3%	18.4%	9.5%	29.5%	25.1%	22.8%
供水	106.1	175.7	216.0	454.6	477.3	582.7	635.0
YOY			65.5%	23.0%	110.4%	5.0%	22.1%
建造与设备销售	66.6	185.3	470.1	597.0	907.0	1472.1	1731.9
YOY		178.2%	153.6%	27.0%	51.9%	62.3%	17.6%
固废处理				8.2	330.1	368.1	430.4
YOY					3925%	12%	17%
总营业收益	397.1	684.9	1069.7	1479.8	2258.1	3103.4	3633.0
YOY		72.5%	56.2%	38.3%	52.6%	37.4%	17.1%
EPS (元)	0.101	0.162	0.140	0.240	0.335	0.419	0.538

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

预测公司2016-2018年EPS分别为0.335元、0.419元及0.538元,相应PE分别为12.1、9.7及7.5。云南水务在云南市场占据绝对优势,不断拓展省外市场效果显著,未来中国市政污水处理及供水需求可观,且公司在PPP项目中占得先机,以BT、BOT等模式建造收益不断攀升,膜生产厂的引进预期将大大降低生产成本,新拓展业务固废

处理收益可观，未来预期将保持较高运营收益增长率及净利润增长率，给以“买入”评级。

表3: 同行业未来预期营业收入对比

证券简称	币种	营业收入(百万元)			营收同比增长率			净利润(百万元)			净利润同比增长率		
		15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E
云南水务	CNY	1558	2258	3103	41.57%	44.90%	37.43%	286	408	508	71.60%	39.8%	25.1%
粤海投资	HKD	9286	10458	11401	7.80%	12.62%	9.01%	3905	4407	4853	-11.19%	12.86%	10.12%
中滔环保	CNY	1436	2008	2156	76.15%	39.80%	7.36%	599	681	817	78.80%	13.71%	19.98%
北控水务	HKD	13645	18642	23708	51.04%	36.62%	27.18%	2455	3173	3885	36.83%	29.25%	22.44%
康达环保	CNY	1843	1999	2494	1.52%	8.46%	24.76%	325	330	443	10.21%	1.54%	34.24%
中国水务	HKD	4085	5806	6681	41.01%	42.13%	15.07%	552	739	857	48.78%	33.94%	15.97%

数据来源: wind 数据, 广发证券发展研究中心 估值比较表

表4: 同行业未来预期估值对比

证券简称	币种	EPS (元)			PE			PB		
		16E	17E	18E	16E	17E	18E	16E	17E	18E
云南水务	CNY	0.335	0.419	0.538	12.1	9.7	7.6	1.1	1.0	0.9
粤海投资	HKD	0.70	0.77	0.81	14.16	12.86	12.33	2.1	2.0	1.8
中滔环保	CNY	0.11	0.13	0.15	12.79	10.65	8.90	2.7	2.2	1.9
北控水务集团	HKD	0.36	0.44	0.50	14.3	11.7	10.1	2.4	2.1	1.8
康达环保	CNY	0.16	0.21	0.29	9.5	7.1	5.3	0.7	0.6	0.6
中国水务	HKD	0.49	0.57	0.72	10.05	8.67	6.88	1.4	1.3	-

数据来源: wind 数据, 广发证券发展研究中心 估值比较表

七、风险提示

项目进展速度低于预期、特许经营项目价格无法随成本增长调整; 港股与 A 股市场环境不同, 投资风格差异, 人民币与港元之间汇率风险;

资产负债表

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	613	1,672	2,259	2,483	2,543
应收帐款	862	1,212	1,806	2,483	2,906
库存	12	21	34	47	54
其他流动资产	8	20	10	10	10
流动资产总计	1,494	2,924	4,109	5,022	5,514
固定资产	1,379	1,617	2,117	2,817	3,817
无形资产	183	1,711	1,000	1,000	1,000
其他长期资产	1,964	3,349	4,803	5,760	6,059
长期资产总计	3,526	6,678	7,920	9,577	10,877
总资产	5,020	9,602	12,029	14,600	16,391
应付帐款	626	857	743	1,028	1,180
短期债务	270	1,038	1,500	1,700	1,500
其他流动负债	322	295	313	331	351
流动负债总计	1,218	2,190	2,564	3,071	3,044
长期借款	869	2,026	3,646	5,064	6,191
其他长期负债	212	443	446	617	708
长期负债总计	1,081	2,469	4,092	5,681	6,899
股本	863	1,193	1,193	1,193	1,193
储备	1,522	2,865	3,296	3,771	4,370
股东权益	2,384	4,058	4,489	4,964	5,563
少数股东权益	337	884	884	884	884
总负债及权益	5,020	9,602	12,029	14,600	16,391

现金流量表

单位: RMB百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	226	383	473	581	733
折旧与摊销	58	74	93	123	166
净利息费用	25	42	110	171	215
运营资本变动	(739)	(1,175)	(1,675)	(2,175)	(2,675)
税金	(38)	(65)	(33)	(41)	(51)
其他经营现金流	(74)	(112)	(367)	(459)	(587)
经营活动产生的现金流	(542)	(854)	(1,400)	(1,800)	(2,200)
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)	(960)	(1,703)	(1,421)
投资活动产生的现金流	(304)	(1,332)	(1,312)	(2,119)	(1,931)
净增权益	445	2,221	431	475	600
净增债务	1,018	2,361	1,996	2,096	1,192
支付股息	(111)	0	(60)	(75)	(96)
其他融资现金流	(651)	(1,345)	931	1,648	2,496
融资活动产生的现金流	701	3,237	3,299	4,143	4,191
现金变动	(145)	1,051	586	224	60
期初现金	758	613	1,672	2,259	2,483

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.3	24.9	25.7	25.1	27.0
息税前利润率(%)	18.0	20.1	21.6	21.2	22.5
税前利润率(%)	20.5	24.6	20.9	18.7	20.2
净利率(%)	15.1	18.3	17.7	16.1	17.7
流动性					
流动比率(倍)	1.23	1.34	1.60	1.64	1.81
利息覆盖率(倍)	7.91	7.53	4.45	3.84	3.80
净权益负债率(%)	31.2	34.1	59.6	78.9	85.3
速动比率(倍)	1.22	1.33	1.59	1.62	1.79
估值					
市盈率(倍)	29.1	16.9	12.1	9.7	7.6
市净率(倍)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	(6.5)	(5.7)	(3.5)	(2.7)	(2.2)
企业价值/息税折旧前	20.3	20.2	15.9	14.2	12.5
周转率					
存货周转天数	27.38	29.99	34.46	37.02	39.73
应收帐款周转天数	228.0	239.5	240.6	248.8	267.0
应付帐款周转天数	1027.2	1107.1	911.8	815.2	868.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	49.3	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	7.0	7.0	8.9	10.1	11.5
资产收益率(%)	3.32	2.98	3.32	3.42	3.91

利润表

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,101	1,558	2,258	3,103	3,633
销售成本	(767)	(1,051)	(1,486)	(2,056)	(2,359)
经营费用	(139)	(198)	(285)	(391)	(458)
息税折旧前利润	256	387	581	780	982
折旧及摊销	(58)	(74)	(93)	(123)	(166)
经营利润(息税前利)	198	313	487	657	816
净利息收入/(费用)	(25)	(42)	(110)	(171)	(215)
其他收益/(损失)	53	111	95	95	131
税前利润	226	383	473	581	733
所得税	(38)	(65)	(33)	(41)	(51)
少数股东权益	(21)	(32)	(40)	(40)	(40)
净利润	167	286	400	500	642
核心净利润	166	286	400	500	642
每股收益(RMB元)	0.140	0.240	0.335	0.419	0.538
每股股息(RMB元)	0.000	0.164	0.070	0.087	0.112
收入增长(%)	60	42	45	37	17
息税前利润增长(%)	12	58	56	35	24
每股收益增长(%)	(14)	72	40	25	28

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 首席分析师, 2015年新财富海外研究(团队)第六名, 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。
韩玲: 首席分析师, 2015年新财富海外研究(团队)第六名, 2011-2014年新财富电力设备和新能源行业第五名, 第二名。
贺菊颖: 首席分析师, 2015年新财富海外研究(团队)第六名, 2013年新财富医药行业第三名。

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	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17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。