

现价：港元 3.22

潜在上升空间：+9%

目标价：港元 3.50→

环保行业

云南水务 (6839 HK)

投资者会议纪要：着手提升盈利及优化债务结构

落后

同步

领先

财务摘要

年结 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万人民币)	1,558	2,866	4,905	5,029	5,748
同比增长 (%)	41.6	83.9	71.1	2.5	14.3
纯利 (百万人民币)	286	388	395	410	530
每股盈利 (人民币)	0.240	0.325	0.331	0.343	0.444
每股盈利增长 (%)	24.1	35.8	1.8	3.6	29.4
市盈率 (倍)	11.6	8.5	8.4	8.1	6.3
每股净值	3.40	3.55	3.79	4.06	4.44
市账率 (倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	3.6	3.6	2.4	2.5	3.2

资料来源：公司数据、交银国际预测

我们于 10 月 23 日组织云南水务及投资者的小组会议，邀请到公司主席兼云南城投总裁杨涛以及其它管理层出席，讨论公司的项目进展和未来发展方向。我们相信管理层提升公司盈利的目标符合公司目前的需要。管理层表示云南城投已加紧推进对云南水务的增资计划，并着手控制财务成本及优化债务结构。我们预计在下半年 PPP 项目进展加快的推动下，到 2017 年底设计—采购—施工 (EPC) 及设备销售板块的收入至少可以达到我们估计的 17.8 亿元人民币。我们暂时维持盈利预测，维持 3.50 港元目标价和中性评级。

- **盈利优先于规模**：主席分享了对公司未来发展的看法。首先，公司在项目运营已达到一定规模，目前着重项目盈利的提升。同时，在新项目的投资会更为慎重，注重安全边际。从母公司云南城投的角度，云南水务依然是整个集团的核心版块。另外，主席也解释了今年 8 月改组董事会的原因，主要是因应母公司管理层体制上的改变。董事会由原来 12 人减至 9 人，并希望完善及深化管理架构。
- **我们认为定向增发是母公司增资较可行的方法**：管理层表示云南城投已加紧推进对云南水务的增资计划。我们认为增资最可行的方法是云南水务向云南城投定向增发内资股。按照内资股的规定，我们估计发行价应不低于 2016 年的每股净资产，即 3.55 元 (人民币，下同) 左右，较现价有大约 28% 的溢价。假设公司在今年内能够启动增资计划，也需要国资委、中证监、港交所，以及特别股东大会通过，估计需要半年时间才会完成。考虑到整体流通量不得低于 25% 的规定，我们估计是次增发的股数不会超过 2.3 亿股，增发的规模约 8 亿元人民币左右。我们认为公司增资资金会优先清还手上较高利率的永续债。
- **着手控制财务成本及优化债务结构**：在资本开支方面，管理层预期 2017 年全年用于新建项目的资本开支将略低于年初 30 亿元的指引。这将有助于公司压缩债权融资的比例，减慢财务支出的上升。除了母公司的增资方案之外，公司也考虑其他的融资方法，例如发行可转债来优化债务结构，同时控制财务成本。
- **4 季度是 EPC 及设备销售板块收入的释放期**：管理层预期 3 季度的工程进度不会提升很多，大部分的工程收入应该在 4 季度才会体现。虽然上半年 EPC 及设备销售板块收入只有 1.8 亿元，但在下半年 PPP 项目进展加快的推动下，我们预期到 2017 年底该板块收入至少可以达到我们估计的 17.8 亿元，相比去年的 11 亿元有大幅增长。



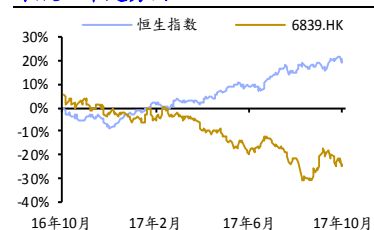
- 管理层认为公司在项目运营已达到一定规模，目前着重项目盈利的提升。
- 管理层表示云南城投已加紧推进对云南水务的增资计划。我们认为最可行的方法是定向增发内资股。
- 我们预计在下半年 PPP 项目进展加快的推动下，到 2017 年底 EPC 及设备销售板块的收入至少可以达到我们估计的 17.8 亿元。

股份资料

52 周高位 (港元)	4.50
52 周低位 (港元)	2.85
市值 (百万港元)	3,842.1
发行股数 (百万)	1,193.2
日成交量 (百万)	2.40
1 个月内变化 (%)	-3.6
年初至今变化 (%)	-20.9
50 天平均价 (港元)	3.15
200 天平均价 (港元)	3.63
14 天强弱指数	46.10

资料来源：公司数据、彭博

个股 1 年走势图



资料来源：彭博

郑民康

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

罗兰

 Spencer.luo@bocomgroup.com
 电话: (852) 3766 1853

公司背景

云南水务是云南省城市废水处理和供水行业内领先的综合环保服务供应商之一。主要股东为云南省国资委辖下的云南省城市建设和北京碧水源（300070 CH；未评级）。

云南水务 (6839 HK)：财务报表

损益表 (百万人民币)

年结日 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	1,558	2,866	4,905	5,029	5,748
已售商品成本	(1,051)	(1,986)	(3,709)	(3,619)	(4,082)
毛利	508	880	1,196	1,410	1,666
其他收入和收益	98	160	265	197	219
销售和分销开支	12	8	59	12	12
行政费用	(17)	(23)	(39)	(40)	(46)
其他开支	(181)	(331)	(417)	(453)	(546)
经营利润	419	694	1,064	1,127	1,305
净财务成本	(41)	(220)	(398)	(442)	(455)
应占联营/合营公司利润	5	42	(9)	(9)	(9)
税前利润	383	517	658	676	841
所得税开支	(65)	(102)	(130)	(134)	(167)
税后利润	317	414	527	542	675
少数股东权益	(32)	(26)	(47)	(49)	(61)
永续债持有人	0	0	(85)	(84)	(84)
净利润	286	388	395	410	530

资产负债表 (百万人民币)

截至 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金与现金等价物	1,672	4,130	5,192	4,354	4,558
存货	21	27	73	71	80
贸易和其他应收款项	1,197	2,724	2,724	3,169	3,150
其他流动资产	35	205	235	255	276
流动资产合计	2,924	7,086	8,224	7,849	8,064
物业、厂房和设备	1,617	2,326	3,781	3,760	3,740
服务特许经营权应收款项	1,942	2,860	4,531	5,796	7,133
合约工程应收款项	404	660	804	933	1,054
非非流动资产	2,715	7,126	6,861	6,612	6,378
非流动资产合计	6,678	12,972	15,977	17,101	18,305
短期借款	1,038	2,609	2,739	2,712	2,685
贸易和其他应付款项	1,074	2,859	3,455	3,371	3,803
其他流动负债	78	233	259	286	320
流动负债合计	2,190	5,701	6,453	6,369	6,807
长期借款	2,026	5,690	9,471	9,841	10,231
其他非流动负债	443	1,422	1,422	1,422	1,422
非流动负债合计	2,469	7,111	10,893	11,263	11,652
实收资本	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
储备	2,865	3,047	3,323	3,654	4,102
股东应占权益	4,058	4,241	4,516	4,847	5,295
少数股东权益	884	1,006	1,053	1,102	1,163
永续债持有人	0	2,000	1,285	1,369	1,453
权益总额	4,943	7,246	6,854	7,318	7,910

资料来源：公司数据，交银国际预测

现金流量表 (百万人民币)

年结日 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	383	517	658	676	841
已付税项	(80)	(63)	(104)	(107)	(133)
折旧与摊销	74	210	362	411	395
营运资本变动	(1,175)	(1,683)	(1,294)	(1,941)	(1,037)
其他	(56)	(70)	9	9	9
经营活动所产生的现金	(854)	(1,088)	(370)	(953)	74
资本支出	(814)	(1,796)	(1,560)	(150)	(150)
其他	(517)	(1,416)	0	0	0
投资活动所产生的现金	(1,332)	(3,212)	(1,560)	(150)	(150)
新股发行所得	1,514	0	0	0	0
借款变动	1,835	6,810	3,112	343	362
已付股息	0	(119)	(119)	(79)	(82)
其他	(112)	47	0	0	0
融资活动所产生的现金	3,237	6,738	2,992	264	280
外汇变动	8	21	0	0	0
现金变动净额	1,059	2,458	1,062	(838)	204

财务比率

年结日 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率 (%)	32.6	30.7	24.4	28.0	29.0
EBIT 利润率 (%)	26.9	24.2	21.7	22.4	22.7
净利润率 (%)	18.3	13.5	8.1	8.1	9.2
ROA (%)	3.0	1.9	1.6	1.6	2.0
ROE (%)	7.0	9.2	8.7	8.4	10.0
净负债比率 (%)	31.1	85.1	143.9	158.5	148.0
利息覆盖倍数 (倍)	10.2	3.2	2.7	2.6	2.9
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2

交银国际		
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼		
总机: +852 3766 1899	传真: +852 2107 4662	www.bocomgroup.com

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
<p>买入：预期个股未来 12 个月的总回报高于相关行业。</p> <p>中性：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业一致。</p> <p>沽出：预期个股未来 12 个月的总回报低于相关行业。</p> <p>无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员并无确信观点。</p> <p>交易性买入：预期个股短期内的绝对回报非常有吸引力。本评级或与针对未来 12 个月的评级有所不同。</p> <p>交易性沽出：预期个股短期内的绝对回报非常不具吸引力。本评级或与针对未来 12 个月的评级有所不同。</p>	<p>领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数具吸引力。</p> <p>同步：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标杆指数一致。</p> <p>落后：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。</p> <p>香港市场的标杆指数为恒生综合指数，A 股市场的标杆指数为MSCI 中国 A 股指数，美国上市中概股的标杆指数为标普美国中概股 50 (美元) 指数。</p>

研究团队

研究部主管			@bocomgroup.com	研究部副主管			@bocomgroup.com
洪灏 CFA	(852) 3766 1802	hao.hong		郑碧海 CFA	(852) 3766 1809	geoffrey.cheng	
宏观策略				互联网			
洪灏 CFA	(852) 3766 1802	hao.hong		马原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma	
谭淳	(852) 3766 1825	karen.tan		谷馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	connie.gu	
华斯扬 CFA	(852) 3766 1837	grace.hua		孙梦琪	(86) 10 8800 9788 - 8048	mengqi.sun	
				周喆	(86) 10 8800 9788 - 8041	zhe.zhou	
				单颖	(86) 10 8800 9788 - 8044	ying.shan	
银行/非银金融				房地产			
万丽 CFA, FRM	(86) 10 8800 9788 - 8051	wanli		刘雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau	
韩嘉楠	(852) 3766 1858	hannah.han		谢骥聪 CFA, FRM	(852) 3766 1815	philip.tse	
张雨琦	(852) 3766 1850	yufan.zhang		黄子嘉	(852) 3766 1830	carmen.wong	
消费				新能源			
王惟颖 CFA	(852) 3766 1808	summer.wang		孙胜权	(86) 21 6065 3606	louis.sun	
环保服务				科技			
郑民康	(852) 3766 1810	wallace.cheng		严司政	(852) 3766 1803	christopher.yim	
文旅博彩				交通运输及工业			
刘雅瀚 CFA, FRM	(852) 3766 1807	alfred.lau		郑碧海 CFA	(852) 3766 1809	geoffrey.cheng	
				周云飞	(852) 3766 1816	fay.zhou	
医药生物				汽车及军工			
赵心怡	(86) 21 6065 3611	grace.zhao		陈庆	(86) 21 6065 3601	angus.chan	

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行之者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司和四川能投发展股份有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其他人士作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。