

云南水务 (6839.HK) 2017 年中报点评

# 综合服务商成型，静候产能释放

2017 年 8 月 28 日

## 投资要点

- 上半年业绩基本符合预期。**公司上半年实现营业收入人民币 16.57 亿元，同比增长 91.0%；实现归母净利润人民币 0.92 亿元，同比增长 14.5%；折算基本每股收益人民币 0.08 元，业绩基本符合预期。上半年业绩占我们全年业绩预测的 21%，占比较低主要因为建造及设备销售业务收入主要在 Q4 结算和确认。
- 建造助力收入高增，高速扩张推动负债率偏高。**公司水务项目上半年处于密集建设期，助推污水处理收入同比增长 136%至人民币 5.96 亿元，供水业务收入增长 100%至 6.20 亿元；前期布局的危废业务开始发力，助推固废业务收入增长 119%至人民币 2.28 亿元。公司综合毛利率下降 7.1 个百分点至 24.9%，部分新收购项目的运营效率正处于提升期以及部分新投产 BOO 项目转固等是主要因素，预计未来将稳步回升。期间费用方面，销售及管理费用率上半年均有小幅下降，但业务快速扩张带来的债务规模放大导致财务费用自去年同期的人民币 0.79 亿元上升至人民币 2.35 亿元，对利润吞噬较大。资产负债率较去年同期上升 13.2 个百分点至 74.9%，负债率偏高。
- 业务高速扩张期，在手订单充裕助成长。**截止 2017H1，公司污水及供水处理能力合计达到 387 万吨/日，较 2016 年末增加 124 万吨 (+47%)，危废及生活垃圾处理能力为 145 万吨/年，较 2016 年末增加 10 万吨 (+7%)，已经成长为国内水及危废市场的不容忽视力量。借助公司国企背景、技术实力及高效运作机制，公司近年来积极推进外延扩张谋成长，覆盖区域已经扩大至全国 20 余省份以及东南亚海外市场，众多前期收购项目目前正处于效能提升及管理效率改善阶段，随着产能爬坡及效率提升，收并购有望成为公司关键业绩释放点，今年上半年的危废业务业绩释放已有明显体现。
- 环境综合服务商渐成型，PPP 助力成长再提速。**自 2015 年 5 月上市后，公司在保持原水、自来水、污水处理全涵盖的“大水务”模式同时，积极通过外延并购推动业务范围从水领域延伸至危废和生活垃圾处理领域，向水&固废&危废三位一体的城市综合环境服务商转型。除采用积极外延并购获取项目，公司也在积极借力 PPP 模式谋求内生增长，已经与福建省、贵州仁怀市、广东湛江等地政府部门或合作伙伴签署多项 PPP 合作协议，部分 PPP 已经开工，有望成为公司新增长点。
- 风险提示。**在建项目进展不及预期，外部并购进展缓慢；应收账款出现回款风险；土地财政吃紧等因素或导致政府支付意愿或能力下降等。
- 盈利预测及估值。**考虑公司中报业绩符合预期，维持 2017-2019 年人民币 0.37/0.46/0.58 元之盈利预测不变，目前股价对应 P/E 为 7/6/5 倍。综合考虑多业务板块推动公司业绩有望持续高增、拥有膜处理技术优势、PPP 领域经验丰富、危废&固废业务布局成效已现且并购策略有望持续推进等因素，参考可比公司估值水平，给予 2017 年 10 倍 P/E，对应目标价 4.30 港元，维持“买入”评级

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,558	2,866	4,155	5,273	6,475
营业收入增长率	41.6	83.9	45.0	26.9	22.8
净利润(百万元)	286	388	438	547	688
净利润增长率	71.7	35.8	13.0	24.7	25.9
每股收益 EPS(基本)(元)	0.24	0.33	0.37	0.46	0.58
净资产收益率 ROE%	7.0	9.2	9.6	11.0	12.5
PE	11	8	7	6	5
PB	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 8 月 25 日收盘价


**买入 (维持)**

当前价：3.18 港元

目标价：4.30 港元

中信证券研究部

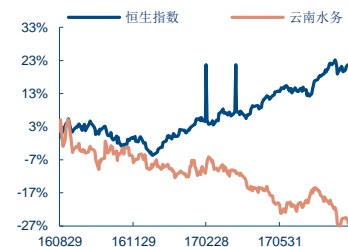
李想

电话：0755-23835298

邮件：lixiang7@citics.com

执业证书编号：S1010515080002

## 相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

## 主要数据

恒生指数	27518.6 点
总股本/港股流通股	0.12/0.04 百万股
近 12 月最高/最低价	4.69 港元/3.15 港元
近 1 月绝对涨幅	-9.92%
近 6 月绝对涨幅	-18.23%
今年以来绝对涨幅	-19.23%
12 个月日均成交额	0.0 百万港元

## 相关研究

利润表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,558	2,866	4,155	5,273	6,475
营业成本	-1,051	-1,986	-2,846	-3,514	-4,350
毛利率	32.57%	30.69%	31.50%	33.37%	32.82%
营业费用	-17	-23	-42	-53	-65
营业费用率	1.10%	0.80%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用	-181	-331	-457	-554	-680
管理费用率	11.63%	11.55%	11.00%	10.50%	10.50%
财务费用	-41	-220	-448	-566	-605
财务费用率	2.64%	7.68%	10.79%	10.74%	9.34%
投资收益	5	42	5	5	5
利润总额	383	517	587	732	921
所得税	-65	-87	-100	-124	-157
所得税率	16.92%	16.92%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	32	26	49	61	76
归属于母公司股东的净利润	286	388	438	547	688
净利率	18.34%	13.54%	10.55%	10.37%	10.63%
每股收益 (元)(摊薄)	0.24	0.33	0.37	0.46	0.58

现金流量表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	286	388	438	547	688
少数股东损益	32	26	49	61	76
折旧和摊销	35	58	74	210	227
营运资金变动	-1,274	-2,150	-2,026	-1,294	-1,332
其他	67	590	153	26	17
经营现金流	-854	-1,088	-1,312	-450	-323
资本支出	-1,338	-2,104	-340	-340	-300
投资收益	-42	0	0	0	0
资产变卖	7	16	0	0	0
其他	42	-1,124	466	0	0
投资现金流	-1,332	-3,212	126	-340	-300
发行股票	1,514	0	0	0	0
负债变化	1,835	4,810	2,500	1,000	800
股息支出	0	-119	-110	-137	-172
其他	-112	2,047	0	0	0
融资现金流	3,237	6,738	2,390	863	628
现金净增加额	1,051	2,437	1,205	73	5

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,672	4,130	5,334	5,407	5,413
存货	21	27	63	78	97
应收账款	1,197	2,724	3,117	3,955	4,856
其他流动资产	35	205	205	205	205
流动资产	2,924	7,086	8,719	9,645	10,571
固定资产	1,617	2,326	2,541	2,748	2,947
长期股权投资	35	747	747	747	747
无形资产	1,711	4,560	4,458	4,354	4,211
其他长期资产	3,314	5,339	6,152	7,276	8,422
非流动资产	6,678	12,972	13,898	15,125	16,327
资产总计	9,602	20,058	22,617	24,771	26,898
短期借款	1,038	2,609	3,109	3,309	3,609
应付账款	1,079	2,862	2,543	3,226	3,960
其他流动负债	73	230	230	230	230
流动负债	2,190	5,701	5,882	6,765	7,799
长期负债	2,026	5,690	7,690	8,490	8,990
其他长期负债	443	1,422	1,422	1,422	1,422
非流动性负债	2,469	7,111	9,111	9,911	10,411
负债合计	4,660	12,812	14,993	16,676	18,210
股本	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
资本公积	2,264	2,247	2,247	2,247	2,247
股东权益合计	4,058	4,241	4,569	4,979	5,495
少数股东权益	884	1,006	1,055	1,115	1,192
负债股东权益总计	9,602	20,058	22,617	24,771	26,898

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	41.6	83.9	45.0	26.9	22.8
营业利润	64.6	73.8	40.5	25.4	17.5
净利润	71.7	35.8	13.0	24.7	25.9
利润率 (%)					
毛利率	32.6	30.7	31.5	33.4	32.8
EBIT Margin	22.4	18.4	19.4	20.1	19.8
EBITDA Margin	27.2	25.7	24.9	24.6	23.6
净利率	18.3	13.5	10.6	10.4	10.6
回报率 (%)					
净资产收益率	7.0	9.2	9.6	11.0	12.5
总资产收益率	3.3	2.0	2.0	2.3	2.7
其他 (%)					
资产负债率	48.5	63.9	66.3	67.3	67.7
所得税率	16.9	16.9	17.0	17.0	17.0
股息率	3.1	3.1	2.9	3.6	4.5

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。