云南水务(06839.HK)重大事项点评

并购再下一城强化全国布局 三大领域并进助力业绩高增



中信证券研究部 2016年7月29日

李想

电话: 0755-23835298 邮件: lixiang7@citics.com

执业证书编号: S1010515080002

王海旭

电话: 021-20262112 邮件: wanghx@citics.com

执业证书编号: S1010510120063

崔霖

电话: 021-20262124 邮件: cuil@citics.com

执业证书编号: S1010513080002

投资评级

买入(维持)

当前价: 4.33 港元 目标价: 5.48 港元

事项:

公司公告称 1 亿美金收购 GALAXY NEWSPRING PTE. LTD 之 50%股权,出售方为三 井物产株式会社。

评论:

省外积极布局强化全国发展战略

公司自上市后利用其资金、资源、管理优势,积极拓展云南省外业务并收效良好,业务 辐射领域及区域不断扩大。截至 2015 年末,公司污水及自来水合计设计能力为 223.1 万吨, 其中省外项目规模占比达 32.2%, 本次收购完成后, 公司水项目总处理能力将增至 377 万 吨,而省外业务规模占比将进一步增至59.9%,提升明显。我们认为本次收购将进一步强化 公司省外业务布局,符合公司发展战略。

目前, 拟收购对象在江苏、山东等国内多个省市经营 24 个供水、污水处理及再生水厂, 项目总处理量合计 154 万吨, 其中已运营项目处理能力为 92 万吨。从盈利能力看, GALAXY NEWSPRING PTE2014~2015 年亏损规模分别为 623 万、1,531 万美元,考虑到其单体规 模较大,项目所在地政府支付能力较强等因素,我们认为出现较大幅度亏损或与项目投运后 管理不善等因素有关。考虑到公司在水相关领域深耕多年,管理经验丰富,后续有望通过提 升管理效率、削减成本、改善项目公司与当地政府关系等多种措施提升拟收购对象盈利能力, 我们预计后续运营正常化后,拟收购对象年净利润或超1亿元,进而为公司业绩成长注入中 长期动力。就收购对价而言,从重置成本角度看(假设单吨水造价 2,000 元),本次收购价 格落在合理区间范围内。本次收购股权比例为 50%,公司尚不能控制董事会亦相应不能并 表,而实际控制拟收购对象是后续提升项目盈利能力的关键前提,基于此,我们预计不排除 公司后续进一步收购其他股东持有的 GALAXY NEWSPRING PTE50%股权可能性。

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,采用内生 外延双途径积极拓展外水务市场。公司早在 2011 年就开始在 PPP 领域进行尝试,实操经验 丰富,2011 年公司成立初期即设立了资源代偿、大水务模式、轻重资产相结合、提升人居 环境等四个高度契合 PPP 的投资模式,近期已经与福建省、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,预计公司有望抓住机遇,快速实现水务领域规 模扩张和区域扩张,成长为国内水务市场不容忽视力量。

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。



维持"买入"评级

考虑到此次并购规模尚在我们预期范围内,维持 2016~2018 年 0.34/0.43/0.52 元之盈 利预测不变,目前股价对应 P/E 为 11/9/7 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 2016 年 14 倍 P/E,对应目标价 5.48 港元,维持"买入"评级。

表 1: 盈利预测表

| 项目/年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,101 | 1,558 | 2,608 | 3,341 | 4,035 |
| 增长率 YoY% | 59.8 | 41.6 | 67.4 | 28.1 | 20.8 |
| 净利润(百万元) | 166 | 286 | 402 | 511 | 623 |
| 增长率 YoY% | -14.0 | 71.7 | 40.6 | 27.2 | 22.0 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.14 | 0.24 | 0.34 | 0.43 | 0.52 |
| 净资产收益率 ROE% | 7.0 | 7.0 | 9.2 | 10.8 | 12.0 |
| PE | 27 | 16 | 11 | 9 | 7 |
| РВ | 1.9 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |

资料来源:公司公告,中信证券研究部预测 注:股价为2016年7月28日收盘价,港元汇率取0.86



| 利润表 | | | | (百万 | 元) |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1,101 | 1,558 | 2,608 | 3,341 | 4,035 |
| 营业成本 | -767 | -1,051 | -1,777 | -2,201 | -2,571 |
| 毛利率 | 30.31% | 32.57% | 31.89% | 34.12% | 36.29% |
| 营业费用 | -13 | -17 | -26 | -33 | -40 |
| 营业费用率 | 1.22% | 1.10% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 管理费用 | -126 | -181 | -222 | -284 | -343 |
| 管理费用率 | 11.43% | 11.63% | 8.50% | 8.50% | 8.50% |
| 财务费用 | -31 | -41 | -149 | -211 | -320 |
| 财务费用率 | 2.86% | 2.64% | 5.72% | 6.33% | 7.93% |
| 投资收益 | 11 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 226 | 383 | 538 | 684 | 834 |
| 所得税 | -38 | -65 | -91 | -116 | -142 |
| 所得税率 | 16.92% | 16.92% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 少数股东损益 | 21 | 32 | 45 | 57 | 69 |
| 归属于母公司股东 的净利润 | 166 | 286 | 402 | 511 | 623 |
| 净利率 | 15.13% | 18.34% | 15.40% | 15.30% | 15.44% |
| 每股收益(元) (摊薄) | 0.14 | 0.24 | 0.34 | 0.43 | 0.52 |
| | | | | | |

| 现金流量表 | | | | (百) | 5元) |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|
| 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 166 | 286 | 402 | 511 | 623 |
| 少数股东损益 | 21 | 32 | 45 | 57 | 69 |
| 折旧和摊销 | 30 | 35 | 58 | 74 | 117 |
| 营运资金变动 | -682 | -1,274 | -1,877 | -1,427 | -1,434 |
| 其他 | -78 | 67 | 59 | 52 | 19 |
| 经营现金流 | -542 | -854 | -1,313 | -733 | -606 |
| 资本支出 | -442 | -1,338 | -450 | -340 | -340 |
| 投资收益 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产变卖 | 46 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 98 | -1 | 210 | 0 | 0 |
| 投资现金流 | -304 | -1,332 | -240 | -340 | -340 |
| 发行股票 | 0 | 1,514 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 542 | 1,835 | 1,500 | 1,300 | 800 |
| 股息支出 | -111 | 0 | -100 | -128 | -156 |
| 其他 | 269 | -112 | 0 | 0 | 0 |
| 融资现金流 | 701 | 3,237 | 1,400 | 1,172 | 644 |
| 现金净增加额 | -145 | 1,051 | -153 | 99 | -302 |

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 | 613 | 1,672 | 1,519 | 1,618 | 1,316 |
| 存货 | 12 | 21 | 39 | 49 | 57 |
| 应收账款 | 845 | 1,197 | 1,956 | 2,505 | 3,026 |
| 其他流动资产 | 24 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 流动资产 | 1,494 | 2,924 | 3,549 | 4,207 | 4,434 |
| 固定资产 | 1,379 | 1,617 | 1,906 | 2,136 | 2,358 |
| 长期股权投资 | 45 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 无形资产 | 183 | 1,711 | 1,756 | 1,739 | 1,722 |
| 其他长期资产 | 1,919 | 3,314 | 4,722 | 6,038 | 7,368 |
| 非流动资产 | 3,526 | 6,678 | 8,419 | 9,948 | 11,482 |
| 资产总计 | 5,020 | 9,602 | 11,968 | 14,155 | 15,916 |
| 短期借款 | 270 | 1,038 | 1,538 | 1,538 | 1,538 |
| 应付账款 | 880 | 1,079 | 1,599 | 2,046 | 2,470 |
| 其他流动负债 | 67 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 流动负债 | 1,218 | 2,190 | 3,210 | 3,658 | 4,082 |
| 长期负债 | 869 | 2,026 | 3,026 | 4,326 | 5,126 |
| 其他长期负债 | 212 | 443 | 443 | 443 | 443 |
| 非流动性负债 | 1,081 | 2,469 | 3,469 | 4,769 | 5,569 |
| 负债合计 | 2,299 | 4,660 | 6,679 | 8,427 | 9,651 |
| 股本 | 863 | 1,193 | 1,193 | 1,193 | 1,193 |
| 资本公积 | 1,155 | 2,264 | 2,264 | 2,264 | 2,264 |
| 股东权益合计 | 2,384 | 4,058 | 4,360 | 4,743 | 5,210 |
| 少数股东权益 | 337 | 884 | 929 | 986 | 1,055 |
| 负债股东权益总计 | 5,020 | 9,602 | 11,968 | 14,155 | 15,916 |

| 主要财务指标 | | | | | |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 指标名称 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 增长率(%) | | | | | |
| 营业收入 | 59.8 | 41.6 | 67.4 | 28.1 | 20.8 |
| 营业利润 | -6.5 | 64.6 | 62.0 | 30.4 | 28.9 |
| 净利润 | -14.0 | 71.7 | 40.6 | 27.2 | 22.0 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 30.3 | 32.6 | 31.9 | 34.1 | 36.3 |
| EBIT Margin | 18.1 | 22.4 | 21.8 | 23.0 | 25.2 |
| EBITDA Margin | 23.4 | 27.2 | 26.3 | 26.8 | 28.6 |
| 净利率 | 15.1 | 18.3 | 15.4 | 15.3 | 15.4 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.0 | 7.0 | 9.2 | 10.8 | 12.0 |
| 总资产收益率 | 3.6 | 3.3 | 3.6 | 3.9 | 4.2 |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 45.8 | 48.5 | 55.8 | 59.5 | 60.6 |
| 所得税率 | 16.9 | 16.9 | 17.0 | 17.0 | 17.0 |
| 股息率 | 23 | 25 | 21 | 27 | 3.2 |



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 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。

| | 评级 | 说明 |
|--------------|------|--------------------------------|
| | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上; |
| 股票评级 | 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 |
| 以示叶 蚁 | 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; |
| | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上; |
| 行业评级 | 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 CLSA Singapore Pte Limited(下称"CLSA Singapore")分发,并仅向新加坡《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。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于"认可投资者或专业投资者",请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求:(1)适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定;(2)适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第 26 条关于向客户披露产品信息的规定;(2)适用《财务顾问规例》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

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/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况,不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。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.

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 2016 版权所有。保留一切权利。