2016 年 07 月 31 日
证券研究报告 • 动态跟踪报告
云南水务（6839.HK） 节能环保

增持（维持）
当前价：4.46 港元
目标价：5.60 港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

积极拓展省外水务业务

投资要点：

- **收购 Galaxy Spring 50%股权：**公司发布公告，附属公司云南水务（香港）股份有限公司，拟以代价 1 亿美元向三井物产株式会社收购 Galaxy Spring Pte. Ltd 的 50%股权。Galaxy Spring 集团在中国有 24 个供水、污水处理以及再生水厂，其建设总处理量达每天 154 万吨，目前，营运中水厂处理量已达每天 92 万吨，将建造或在建项目处理量为每天 62 万吨。公司 2015 年总资产为 4.73 亿美元，净资产 2.73 亿美元。通过收购该公司，云南水务进一步拓展水务业务，供水、污水处理能力得到提高，预计投资内部收益率达 11%。

- **扩大省外水务业务：**Galaxy Spring 在中国业务主要分布在沿海经济发达省份与长江流域一带，包括浙江、江苏、山东、天津、重庆、湖南等地。云南水务近年来一直积极拓展云南省以外业务，已在山东、安徽、江苏、新疆等 10 个省外开展业务，此次收购完成后，在东部沿海供排水网络布局初步成型，确保未来收入稳定持续增长。

- **立足水务行业，打造城市环境综合服务商：**云南水务是由云南城投与碧水源共同出资成立的 PPP 模式公司，主营业务覆盖原水供应、自来水供应、污水处理、建筑与设备销售等全范畴水务产业链，在立足水务行业基础上，积极拓展固废处理业务，开展工业危废处理、医废处理等项目。7 月 25 日发布的正面盈利预告中，公司表示由于固废处理业务的开展与收购其他项目，2016 年中报纯利同比大幅增长。完成此次对于 Galaxy Spring 的收购后，我们预期公司未来收入也会实现较大增长。

- **估值与评级：**由于本次收购近期尚不能完成，对于公司的盈利预测不考虑本次收购，维持此前的预测。预期公司 16/17/18 年度净利润分别为 4.05/4.76/5.95 亿人民币，EPS 分别为 0.34/0.40/0.50 元人民币（即 0.40/0.47/0.59 港元）。公司的运营状况稳定，成长快速，我们给予公司 2016 年 14 倍 P/E，对应目标价 5.60 港元，维持“**增持**”评级。

- **风险提示：**污水处理与供水行业受政策影响风险较大，政策变动可能会对公司业绩产生影响；行业集中度低，竞争较为激烈。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万人民币)	1,100.8	1,558.4	2,264.4	2,697.9	3,216.8
增长率	59.8%	41.6%	45.3%	19.1%	19.2%
归母净利润(百万人民币)	167	287	405.4	476.4	595.1
增长率	-14.0%	72.3%	41.4%	17.5%	24.9%
每股盈利(人民币)	0.19	0.24	0.34	0.40	0.50
市盈率	17.7	14.2	10.1	8.6	6.9

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川
执业证号：S1250512040001
电话：023-63725713
邮箱：hsc@swsc.com.cn

联系人：许怡婷
电话：021-68416012
邮箱：xyt@swsc.com.cn

股价表现

数据来源：Wind，西南证券

基础数据

52 周区间(港元)	3.55/5.44
流通股数(百万)	364
市值(亿港元)	48.68
主要股东(%)	云南省水务产业投资有限公司(30.07%)
审计	罗兵咸普华永道会计师事务所
业绩日期	2016-04

公司简介

云南水务是经云南省政府批准，由云南城投与碧水源共同出资成立的城市环境综合服务商，主营业务包括污水治理、供水、建造及设备销售及其他（包括 O&M 污水处理、市政垃圾等），并于 2015 年拓展固废处理业务。公司以云南作为业务首个据点，逐步拓展新疆、山东、江苏以及东南亚地区的业务，采用 BOT、BOO、TOO、TOT、EPC 等多种模式。公司于 2015 年 5 月在香港联交所上市，第一大股东为云南省水务，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

盈利预测和投资建议

关键假设：

假设 1：2016 年公司的固废处理业务收入并表，我们预计该项业务收入在 3 亿元左右；

假设 2：其他业务收入保持 20-30%增长率。

具体的收入和毛利率预测如下：

表 1：公司分业务盈利预测

（人民币百万元）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
供水	216.0	454.6	591.0	679.6	781.5
增速	23.0%	110.4%	30.0%	15.0%	15.0%
污水处理	383.6	420.0	525.0	630.0	756.0
增速	18.4%	9.5%	25.0%	20.0%	20.0%
建造与设备销售	470.1	597.0	746.2	895.5	1,074.6
增速	153.6%	27.0%	25.0%	20.0%	20.0%
其他产品（O&M 等）	31.0	78.6	102.2	132.8	172.7
增速	703.9%	153.3%	30.0%	30.0%	30.0%
固废处理	-	8.2	300.0	360.0	432.0
增速	-	-	3549.6%	20.0%	20.0%
营业收入	1,100.8	1,558.4	2,264.4	2,697.9	3,216.8
收入增速（%）	59.8%	41.6%	45.3%	19.1%	19.2%
毛利率（%）	30.3%	32.6%	34.3%	33.1%	33.3%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预期公司 16/17/18 年度净利润分别为 4.05/4.76/5.95 亿人民币，EPS 分别为 0.34/0.40/0.50 元人民币（即 0.40/0.47/0.59 港元）。公司的运营状况稳定，成长快速，我们给予公司 2016 年 14 倍 P/E，对应目标价 5.60 港元，给予“增持”评级。

表 2：同业估值比较

股票代码	简称	总市值（亿元人民币）	PE		
			TTM	2016E	2017E
0855.HK	中国水务	61.3	12.9	13.7	11.1
1363.HK	中滔环保	129.1	20.9	15.3	13.9
601158	重庆水务	319.2	20.8	19.2	18.6
000598	兴蓉环境	162.7	18.9	17.9	15.9
平均：			18.4	16.5	14.9
6839.HK	云南水务	41.6	14	14	13

数据来源： Wind，西南证券

表 3：财务报表

損益表

12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	**1,101**	**1,558**	**2,264**	**2,698**	**3,217**
毛利	334	508	776	894	1,072
EBIT	**247**	**419**	**605**	**696**	**843**
財務收入(費用)	-31	-41	-64	-61	-50
聯營公司	11	5	0	0	0
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	**226**	**383**	**541**	**635**	**793**
稅項	-38	-65	-92	-108	-135
非控股權益	-21	-32	-43	-51	-63
已终止经营业务利润	-0	1	0	0	0
淨利潤(归属母公司）	**167**	**287**	**405**	**476**	**595**

資產負債表

12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	613	1,672	2,019	2,835	3,805
應收賬款	862	1,212	1,365	1,552	1,763
存貨	12	21	29	35	42
其他流動資產	8	20	20	20	20
物業、廠房及設備	1,379	1,617	1,540	1,452	1,356
無形資產	183	1,711	1,711	1,711	1,711
其他非流動資產	1,964	3,349	3,549	3,549	3,549
總資產	**5,020**	**9,602**	**10,233**	**11,155**	**12,245**
應付賬款	880	1,079	1,550	1,878	2,233
短期借款	270	1,038	800	800	800
其他流動負債	67	73	92	108	135
長期借款	869	2,026	2,000	2,000	2,000
遞延稅項負債	53	198	200	250	300
其他非流動負債	159	245	200	200	200
總負債	**2,299**	**4,660**	**4,842**	**5,236**	**5,668**
股本	863	1,193	1,193	1,193	1,193
儲備	1,522	2,865	3,271	3,747	4,342
股東權益	**2,384**	**4,058**	**4,464**	**4,940**	**5,535**
非控股權益	337	884	927	978	1,042
總權益	**2,721**	**4,943**	**5,391**	**5,919**	**6,577**
淨現金 (負債)	-686	-1,392	-781	35	1,005

現金流量表

12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前利潤	226	383	541	635	793
稅項	5	86	-71	-42	-58
營運資本變動	136	-172	310	135	138
經營現金流量	**136**	**-172**	**310**	**135**	**138**
資本開支	-359	-238	-2	-3	-3
自由現金流量	**-3**	**53**	**857**	**815**	**970**
股息	-111	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-922	-2,909	0	0	0
股本變動	75	331	-0	0	0
其他	293	1,572	0	0	-0
淨現金流量	**-668**	**-953**	**857**	**815**	**970**
期初淨現金 (負債)	-18	-686	-1,637	-781	35
期終淨現金 (負債)	-686	-1,638	-781	35	1,005

財務比率

12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
增長(%)					
收入	59.8	41.6	45.3	19.1	19.2
EBITDA	0.5	62.1	38.9	14.7	20.0
EBIT	(7.9)	69.9	44.3	15.0	21.2
淨利潤	(14.0)	72.3	41.4	17.5	24.9
每股盈利	(21.5)	24.5	41.4	17.5	24.9
利潤率(%)					
毛利	30.3	32.6	34.3	33.1	33.3
EBITDA	27.6	31.7	30.3	29.1	29.3
EBIT	22.4	26.9	26.7	25.8	26.2
淨利潤	15.1	18.4	17.9	17.7	18.5
其他比率					
ROE(%)	6.1	5.8	7.5	8.0	9.0
ROA(%)	3.3	3.0	4.0	4.3	4.9
淨負債率	25.2	33.1	14.5	(0.6)	(15.3)
利息覆蓋率(倍)	7.8	6.3	6.7	7.6	9.1
應收賬款周轉天數	285.7	283.9	220.0	210.0	200.0
應付賬款周轉天數	418.9	374.8	380.0	380.0	380.0
存貨周轉天數	5.9	7.2	7.2	7.2	7.2
有效稅率(%)	16.9	17.1	17.0	17.0	17.0

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn