

云南水务 (06839.HK) 2016 年中报点评

三大领域并进确保业绩高增，持续布局助综合服务商成型

2016 年 8 月 31 日

投资要点

- 上半年业绩高增，符合预期。**2016 年上半年公司实现营业收入 8.68 亿元（人民币，下同），同比增长 82.7%；归母净利润 8,020 万元，同比增长 70.4%，合每股基本收益 0.07 元，公司上半年业绩基本符合预期。
- 传统业务表现靓丽，新业务并表加速收入高增。**上半年公司整体收入增长明显，受供水&污水处理项目投运规模上升、处理费上调、在建项目规模增加等推动，污水处理及供水收入分别同增 55%和 164%；新布局业务板块方面，生活垃圾发电及危废处置新业务板块上半年开始并表，合计并入 1.1 亿元营收。上半年综合毛利率为 32%，较去年同期略微下滑 1 个百分点，受毛利率相对较低的供水业务占比上升拖累。上市后积极并购和近期大量项目开工建设，带动财务费用自 0.38 亿元增至 0.79 元。受投运项目规模扩大影响，上半年应收账款规模自去年同期 1.20 亿元增至 2.39 亿元。
- 项目稳步推进，省外业务布局渐入佳境。**在夯实云南省内水务龙头地位同时积极拓展省外水市场，公司正在谋划收购 GALAXY NEWSRING (50%)，该收购进一步强化公司省外业务布局的发展战略，完成后将推动省外项目规模占比将自 2015 年末 32.2%大幅攀升至 60%左右，省外水规模首次超过云南省内。从项目规模和区域分布看，GALAXY 项目质地突出，管理不善等是其过往经营情况不佳关键原因。公司目前正在探索区域集中管理新模式，强化协同和提高效率，考虑到公司管理经验和政府资源丰富，后续有望通过提升管理效率、削减成本、改善项目与当地关系等多种措施提升拟收购对象盈利能力，我们预计该项目重整时间约 1 年左右。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。
- 三大领域并进，综合性环境服务商基本成型。**在保持原水、自来水、污水处理全涵盖的“大水务”模式同时，公司积极通过并购完善业务布局，向水&固废&危废三位一体综合环境服务商转型。从上半年发展情况看公司转型顺利，固废&危废已成长为关键增长点。通过收购哈尔滨国环（100%）及辰能工大（76%），公司获取黑龙江仅有的两家具备危废焚烧资质企业，在该省危废市场竞争优势已具备。目前共有 5 个危废处理项目，处理能力合计 92.8 万吨/年，其中已投运处理能力为 10.2 万吨/年，在国内已处于较为领先水平。目前共有 3 个垃圾发电项目，分别位于福建和泰国等地区，总处理能力为 2,000 吨/日，其中泰国垃圾发电项目盈利能力强劲。
- 风险提示。**在建项目进度不确定；新项目获取进展低于预期；汇率风险等。
- 维持“买入”评级。**考虑到中报业绩符合预期，维持 2016-2018 年 EPS 预测 0.34/0.43/0.52 元，目前股价对应 P/E 为 12/9/8 倍。综合考虑公司业绩有望延续较高增速，拥有膜处理技术优势、PPP 领域经验丰富，危废&固废业务多元布局成效已现，并购策略有望持续推进助推业绩高增等因素，参考行业估值及公司历史估值，给予 2016 年 14 倍 P/E，对应目标价 5.48 港元，维持“买入”评级。

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	29	17	12	9	8
PB	2.0	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2016 年 8 月 30 日收盘价，港元汇率按 0.86 折算



买入 (维持)

当前价：4.69 港元

目标价：5.48 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

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

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	23016.11 点
总股本/流通股本	1193/1193 百万股
近 12 月最高/最低价	3.49 元/5.10 元
近 1 月绝对涨幅	10.4%
近 6 月绝对涨幅	16.2%
今年以来绝对涨幅	-6.7%
12 个月日均成交额	3.34 百万元

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 (百万元)

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	2.3	2.5	2.1	2.7	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	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 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 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》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。