

现价：HK\$4.56

潜在上行空间：+39%

目标价：HK\$6.35↓

环保行业

云南水务 (6839.HK)

非交易路演纪要

落后

同步

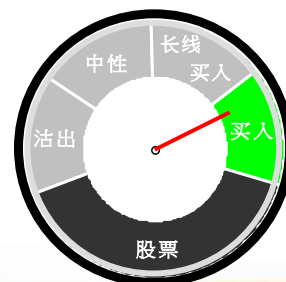
领先

财务摘要

Y/E 31 Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (RMB m)	1,101	1,558	2,625	3,148	2,866
同比增长(%)	59.8	41.6	68.5	19.9	-9.0
纯利 (RMB m)	166	287	392	491	546
每股盈利 (RMB)	0.193	0.240	0.328	0.411	0.458
与市场预期比较 (+/- %)			-3.5	-5.0	-17.5
每股盈利增长 (%)	-28.4	24.5	36.5	25.4	11.3
市盈率 (x)	20.0	16.1	11.8	9.4	8.4
市账率 (x)	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	2.6	3.6	4.0	4.4

资料来源：公司、交银国际预测

- 我们于8月31日为云南水务管理层举办业绩后非交易路演活动，以讨论1H16业绩并更新并购计划和未来发展的资料。
- 云南水务收入的高季节性因素：投资者似乎不太理解公司1H16相对较低的情况，和我们全年预测人民币4亿元左右相比，上半年净利润人民币8,000万元明显有差距。事实上，云南水务于过去两年来的上下半年盈利一直保持于约2:8的高季节性比例，理由是下半年通常有更多建造收入和EPC和设备销售入账。基于水务项目目前的建造进度及预计期内一些BT项目将会展开，我们认为2H16纯利的情况将会一样。我们认为，当云南水务的经营收入进一步的增厚之后，可以为建设收入季节性因素作缓冲，这种情况可能会改善。
- 关于收购Galaxy Newspring的更新资料：从三井转让Galaxy Newspring (GNS)首50%股权预计将可于2016年9月完成。管理层仍对从Hyflux收购GNS余下50%股权充满信心。云南水务下一步将计划为整项收购进行融资。目前，海外美元贷款/债券是云南水务偏好的选择。在我们目前的财务模型中，我们反映了云南水务收购首50%股权后合营企业录得约人民币2,000万元亏损。我们没有反映GNS盈利能力改善的因素，理由是相信成本节约和费用上调只有在云南水务收购GNS100%股权之后才能实现。
- 未来2年将继续录得80%的高负债率：1H16净负债率飙升至84%，而2015年底则为34%。1H16短期：长期借款比率为2:1。公司已宣布发行人民币10亿元的公司债券和人民币10亿元的资产抵押贷款，并正与银行商讨高达人民币19亿元的长期债务额度，从而扭转长短期贷款的比率。我们仍预计云南水务2016-18E的净负债率将维持于80%左右的较高水平。
- 尽管略为下调盈利预测，仍对公司持乐观看法；维持「买入」评级：我们下调2016-18E盈利预测4.3%/2.2%/5.6%，以反映施工进度变化、收购GNS的50%股权和较高的财务费用。基于我们的估值基准维持于16倍市盈率不变，我们将目标价从6.68港元下调至6.35港元。尽管盈利预测下调，我们仍对云南水务持乐观看法。自上市以来收购一系列污水处理和固体废物处理项目后，云南水务已成为综合性的环保服务公司。我们希望管理层在获得更大的经营规模后制定出明确的增长目标，这样云南水务可获得更好的估值上调。云南水务下一个催化剂可能是进一步参与水务相关的PPP项目。维持「买入」评级。



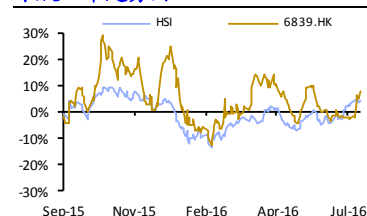
- 上半年：下半年盈利的高季节性因素是由于公司于下半年确认更多建设收入。
- 管理层仍对今年内完成收购GNS充满信心。
- 尽管我们削减盈利预测2%-6%，继公司在中国获得较大的经营规模后，我们维持对云南水务的乐观看法。

股份资料

52周高位 (HK\$)	5.44
52周低位 (HK\$)	3.55
市值 (HK\$m)	5,441.1
发行股数 (百万)	1,193.2
日成交量 (百万)	1.21
1个月内变化 (%)	2.2
年初至今变化 (%)	-11.5
50天平均价 (HK\$)	4.29
200天平均价 (HK\$)	4.32
14天强弱指数	63.43

资料来源：公司、彭博

个股1年走势图



资料来源：公司、彭博

郑氏康

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

图表 1：收入和毛利预测

(Rmb m)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入					
废水处理	384	420	735	544	534
水供应	216	455	706	959	504
固体废物处理	0	8	330	629	625
EPC 及设备销售	470	597	769	921	1,099
O&M	31	79	86	95	105
总计	1,101	1,558	2,625	3,148	2,866
毛利					
废水处理	128	208	295	292	306
水供应	76	109	168	245	225
固体废物处理	0	1	148	256	277
EPC 及设备销售	120	144	172	209	251
O&M	10	46	48	52	58
总计	334	508	830	1,054	1,116
毛利率					
废水处理	33.5%	49.4%	40.2%	53.6%	57.4%
水供应	35.0%	23.9%	23.7%	25.6%	44.7%
固体废物处理		15.5%	44.8%	40.7%	44.3%
EPC 及设备销售	25.5%	24.2%	22.3%	22.7%	22.8%
O&M	31.0%	58.3%	55.0%	55.0%	55.0%
整体毛利率	30.3%	32.6%	31.6%	33.5%	38.9%

资料来源：公司、交银国际

图表 2：预测变动

	原先预测			新预测			变动		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
收入 (Rmb m)	2,893	3,313	3,077	2,625	3,148	2,866	-9.2%	-5.0%	-6.9%
纯利 (Rmb m)	409	502	579	392	491	546	-4.3%	-2.2%	-5.6%
每股盈利(Rmb)	0.343	0.421	0.485	0.328	0.411	0.458	-4.3%	-2.2%	-5.6%

资料来源：交银国际预测

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整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; NR)。

云南水务 (6839.HK) : 财务报表

损益表 (Rmb m)

年结日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
废水处理	384	420	735	544	534
水供应	216	455	706	959	504
设计—採購—施工 与设备销售	470	597	769	921	1,099
營運及維護	31	79	86	95	105
垃圾发电和危废	0	8	330	629	625
营业额	1,101	1,558	2,625	3,148	2,866
已售商品成本	(767)	(1,051)	(1,796)	(2,094)	(1,750)
毛利	334	508	830	1,054	1,116
其他收入和收益	49	98	134	162	166
销售和分销开支	3	12	12	12	12
行政费用	(13)	(17)	(29)	(35)	(32)
其他开支	(126)	(181)	(284)	(315)	(301)
经营利润	247	419	664	879	962
净财务成本	(31)	(41)	(134)	(192)	(188)
应占联营/合营公司利润	11	5	0	(15)	(15)
税前利润	226	383	530	673	759
所得税开支	(38)	(65)	(91)	(115)	(130)
税后利润	188	317	439	558	629
少数股东权益	(21)	(32)	(48)	(67)	(83)
净利润	166	287	392	491	546

资产负债表 (Rmb m)

年结日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金与现金等价物	613	1,672	2,969	1,866	1,728
存货	12	21	35	41	34
贸易和其他应收款项	845	1,197	1,798	1,898	1,570
其他流动资产	24	35	63	75	86
流动资产合计	1,494	2,924	4,865	3,880	3,419
物业、厂房和设备	1,379	1,617	2,503	2,924	2,942
服务特许经营权下的应收款项	1,445	1,942	2,669	3,274	3,602
合约工程应收款项	194	404	520	689	856
非非流动资产	508	2,715	3,379	3,360	3,345
非流动资产合计	3,526	6,678	9,071	10,248	10,746
短期借款	270	1,038	1,765	1,677	1,727
贸易和其他应付款项	877	1,074	1,722	1,950	1,630
其他流动负债	71	78	96	119	145
流动负债合计	1,218	2,190	3,583	3,746	3,502
长期借款	869	2,026	4,647	4,282	4,118
其他非流动负债	212	443	443	443	443
非流动负债合计	1,081	2,469	5,090	4,725	4,561
实收资本	863	1,193	1,193	1,193	1,193
储备	1,522	2,865	3,137	3,464	3,826

现金流量表 (Rmb m)

年结日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	226	383	530	673	759
已付税项	(54)	(80)	(72)	(92)	(104)
折旧与摊销	58	74	77	117	132
营运资本变动	(739)	(1,175)	(839)	(664)	(492)
其他	(33)	(56)	(0)	15	15
经营活动产生的现金	(542)	(854)	(304)	48	310
资本支出	(442)	(814)	(959)	(534)	(150)
其他	139	(517)	(668)	0	0
投资活动产生的现金	(304)	(1,332)	(1,627)	(534)	(150)
股东注资	294	0	0	0	1
发行股份所得款项	0	1,514	0	0	0
借款变动	542	1,835	3,348	(453)	(114)
已付股息	(111)	0	(119)	(165)	(184)
其他	(25)	(112)	0	0	0
融资活动产生的现金	701	3,237	3,228	(618)	(298)
外汇变动	(0)	8	0	0	0
现金变动净额	(145)	1,059	1,297	(1,103)	(138)

财务比率

年结日 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	30.3	32.6	31.6	33.5	38.9
EBIT 利润率(%)	22.4	26.9	25.3	27.9	33.6
净利率(%)	15.1	18.4	14.9	15.6	19.1
ROA(%)	3.3	3.0	2.8	3.5	3.9
ROE(%)	7.0	7.1	9.0	10.5	10.9
净负债比率(%)	22.1	33.8	79.1	87.5	81.6
利息覆盖比率(x)	7.8	10.2	5.0	4.6	5.1
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.0	1.0

股东应占权益	2,384	4,058	4,331	4,657	5,019
少数股东权益	337	884	932	999	1,082
权益总额	2,721	4,943	5,263	5,656	6,102

资料来源：公司数据；交银国际预测

交银国际

 上环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 17 楼 1701 室

总机: +852 2297 9888

传真: +852 2766 3183

www.bocomgroup.com

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%

长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%

中性: 预期股价波幅在±20%之间

沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10%以上

研究团队

研究部主管

@bocomgroup.com

郑子丰 CFA, CPA, CA

(852) 3766 1818

raymond.cheng

银行/网络新金融

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

万丽 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

wanli

韩嘉楠

(86) 10 8800 9788 - 8055

hannah.han

消费

王惟颖 CFA

(852) 3766 1808

summer.wang

环保服务

郑民康

(852) 3766 1810

wallace.cheng

文旅博彩

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 3766 1807

alfred.lau

医药生物

李博

(852) 3766 1811

david.li

保险及证券

张雨琦

(852) 3766 1850

yufan.zhang

互联网

马原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

孙梦琪

(86) 10 8800 9788 - 8048

mengqi.sun

建材及工业(中盘)

陈庆

(852) 3766 1805

angus.chan

研究部主管/策略

@bocomgroup.com

洪灏 CFA

(852) 3766 1802

hao.hong

策略(大宗商品/流动性监察)

周志阳

(852) 3766 1823

anna.zhou

谭淳

(852) 3766 1825

karen.tan

油气/燃气

刘旭彤

(852) 3766 1806

xutong.liu

房地产

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 3766 1807

alfred.lau

谢骥聪 CFA, FRM

(852) 3766 1815

philip.tse

过璐璐

(852) 3766 1830

luella.guo

新能源

孙胜权

(86) 21 6065 3606

louis.sun

科技

严司政

(852) 3766 1803

christopher.yim

交通运输及工业

郑碧海 CFA

(852) 3766 1809

geoffrey.cheng

周云飞

(852) 3766 1816

fay.zhou

汽车

陈庆

(852) 3766 1805

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、中国惠农资本集团有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、绿景（中国）地产投资有限公司、中国建设银行股份有限公司、新昌营造集团有限公司、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及光大证券股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

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%。

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它人作任何用途。

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，或可能以委托人身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全资附属公司。