

云南水务 (6839 HK)

评级：买入；目标价：HK\$5.78

水务加速, 固废待兴, 最好的尚未来临

16 财年中期业绩概要：

受惠积极扩容，云南水务 16 财年中期业绩强劲，收入急飙升 82.7% 至 8.68 亿人民币，其中占收入比重重的供水业收入任务获倍增，同比增长 164.4%，录得 3.09 亿人民币收入，当中 BOT/TOT 的建设收入飙升 429.2% 至 2.05 亿人民币，占该分部收入由 33.2% 升至 66.4%，主要原因为上半财年收购的 BOT 项目开始实现建设收益。污水处理业务也获得增长 54.8%，共获 2.52 亿人民币收入。新增的固废业务亦贡献 1.09 亿人民币收入。同期，公司的毛利为 2.78 亿人民币，同比上升 77.6%，对应毛利率 32.0%，同比轻微下降 0.9 个百分点，当中污水处理及供水的建造收入毛利率因自家膜产品的应用，分别由 3.9%/ 3.9% 上升至 27.2%/ 14.1%，惟供水 BOT/TOT 项目的运营收入的毛利率由 41.7% 下降到 7.1%，涨跌幅互相抵消。运营收入的毛利率下降的主因为新获取的山东青州项目水价低于公司平均。

公司其他收入亦因污水及固废处理业务获国家退回增值税，因而录得 0.44 亿人民币，同比增加 188.1%。惟全额豁免缴纳增值税被已缴净增值税退税 70% 政策所取代。另外，融资成本净额录得 217.9% 增幅至 0.63 亿人民币，占总收入比由 4.19% 增至 7.30%，这主要是上半年债务融资规模扩大所致。

综上，云南水务的股东净利润为 0.80 亿人民币，比上年同期升 70.4%，净利润率略降 0.67 个百分点至 9.24%，对应每股盈利约 0.067 人民币。

中泰评论：

随着国家对污水处理及供水水质提标，公司自家生产的膜产品有望更广泛地应用在新项目上，污水处理及供水分部的毛利率将有望进一步提升，长远加强公司盈利能力。另外，公司特殊经营权安排下的应收款上升 24.3% 至 24.28 亿人民币，而公司中期业绩未有公报现金流量表，现金流表现仍为公司的关注点。

另外，公司上半财年的固废业务收入较我们预期为佳，我们亦上调改分部 16 财年收入预测至 2.40 亿人民币。公司为应付整个水务分部扩容的需求，为收购及建设项目提供资金，公司上半年的短期借贷上升，使流动负债由 21.9 亿人民币上升至 54.1 亿人民币。惟我们同时亦修改了公司金融模型中对确认 PPP 项目建设收入的进度预测，16 财年预测污水处理及供水的收入分别由 6.67 亿/ 3.82 亿人民币调整至 31.6 亿/ 4.17 亿人民币，整体收入预测由 26.7 亿人民币轻微下调至 25.6 亿人民币。对应 16/17 财年 EPS 及 BVPS 为 HK\$0.403/0.715，及 HK\$4.24/4.84。

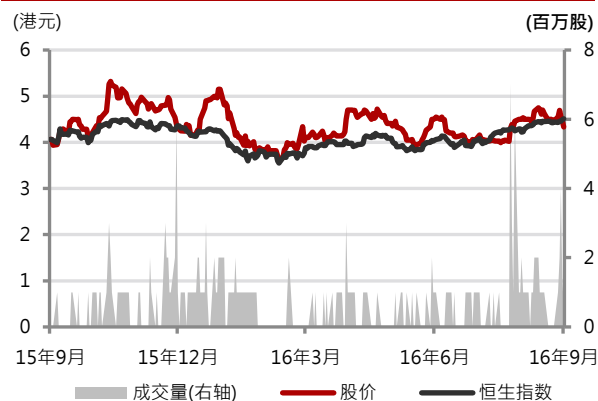
估值方面，基于我们持续看好云南水务的快速扩容策略及技术壁垒，我们给予公司 17 年目标市净率 1.43 倍(撇除离群值的同业平均市净率再给予 20% 折扣)，对应合理每股权益公平值应为 HK\$5.78，我们因此上调股份目标价至 HK\$5.78，潜在升幅 33.5%，上调至「买入」评级。

公司基本资料 (更新至 2016 年 9 月 2 日)

最新价	4.33	(港元)
市值	51.67	(亿港元)
流通股比例 (%)	26.79%	
已发行总股本 (百万)	1,193	(百万股)
52 周价格区间	3.55-5.44	(港元)
3 个月平均每日成交	4.09	(百万港元)
主要股东	刘旭军、 黄云建先生	占 31.81%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

- 《迎接公司增长高峰期》- 2016 年 07 月 19 日
- 《新增项目发展理想，股价仍具动力》- 2016 年 08 月 4 日

分析师

区显光 (Jim Au), CFA
jim.au@ztsc.com.hk

图表 1：云南水务 (6839 HK) 主要财务数据

(百万人民币)	真实 14财年	真实 15财年	预测 16财年	预测 17财年	预测 18财年
总收入	1,101	1,558	2,557	3,288	3,636
增长率：	59.8%	41.6%	64.1%	28.6%	10.6%
经营利润	237	394	632	1,076	1,383
增长率：	-6.6%	66.4%	60.3%	70.3%	28.5%
股东净利润	167	286	414	733	920
增长率：	-14.0%	46.3%	4.3%	-16.3%	27.3%
毛利率：	35.0%	36.8%	33.1%	40.8%	47.0%
经营利润率：	21.5%	25.3%	24.7%	32.7%	38.0%
净利率：	15.1%	18.3%	16.2%	22.3%	25.3%
每股盈利 (港元)	0.16	0.28	0.40	0.71	0.90
每股股息 (港元)	0.30	0.33	0.47	0.77	0.96
每股资产净值 (港元)	2.32	3.84	4.08	4.52	5.08

来源：公司资料·中泰国际研究部

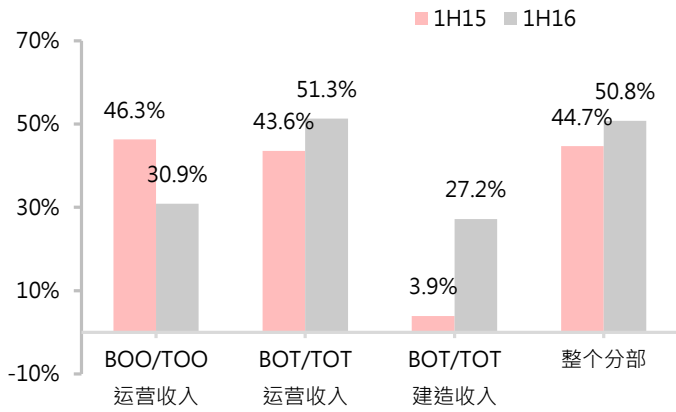
图表 2：云南水务 (6839 HK) 财务资料一览

收入损益表

(百万人民币)	14财年	15财年	(预测) 16财年	(预测) 17财年	(预测) 18财年
总收益	1,101	1,558	2,557	3,288	3,636
-污水处理	384	420	666	1,244	1,124
-供水	216	455	705	771	1,211
-固废处理	-	8	239	290	377
-建造及设备销售	470	597	855	875	799
-其他业务分部	31	79	92	109	125
销售成本	(715)	(985)	(1,710)	(1,947)	(1,927)
毛利	386	574	847	1,341	1,710
其他收入	39	72	138	196	206
其他收益净额 ⁷	3	12	-	4	-
折旧及摊销开支	(52)	(66)	(23)	(37)	(53)
销售开支	(13)	(17)	(26)	(31)	(35)
行政开支	(126)	(181)	(305)	(398)	(446)
经营盈利	237	394	632	1,076	1,383
财务收入	10	25	23	17	20
财务开支	(35)	(67)	(145)	(148)	(179)
融资收益	4	26	37	28	-
以权益法入账的应占投资(亏损)/利润	11	5	10	10	10
所得税前利润	226	383	556	982	1,234
所得税开支	(38)	(65)	(91)	(158)	(199)
年内利润	188	317	465	824	1,034
-公司拥有人	167	286	414	733	920
-非控股权益	21	32	51	91	114
每股盈利(HKD)	0.16	0.28	0.40	0.71	0.90
每股股息(HKD)	0.30	0.33	0.47	0.77	0.96
每股账面净值(HKD)	2.32	3.96	4.24	4.84	5.62

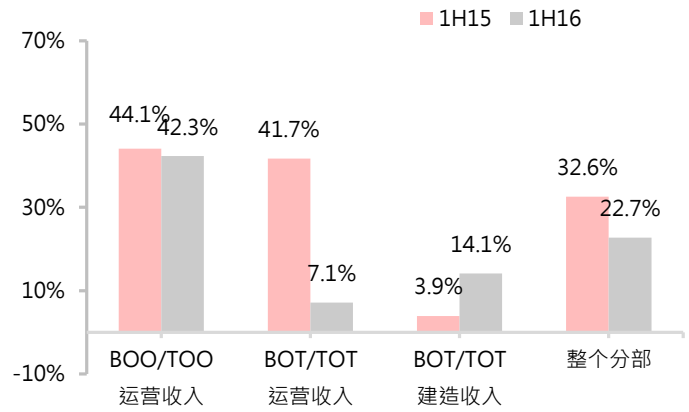
来源：公司资料·中泰国际研究部

图表 3：污水处理 BOO/TOO 及 BOT/TOT 收入毛利率



来源：公司资料

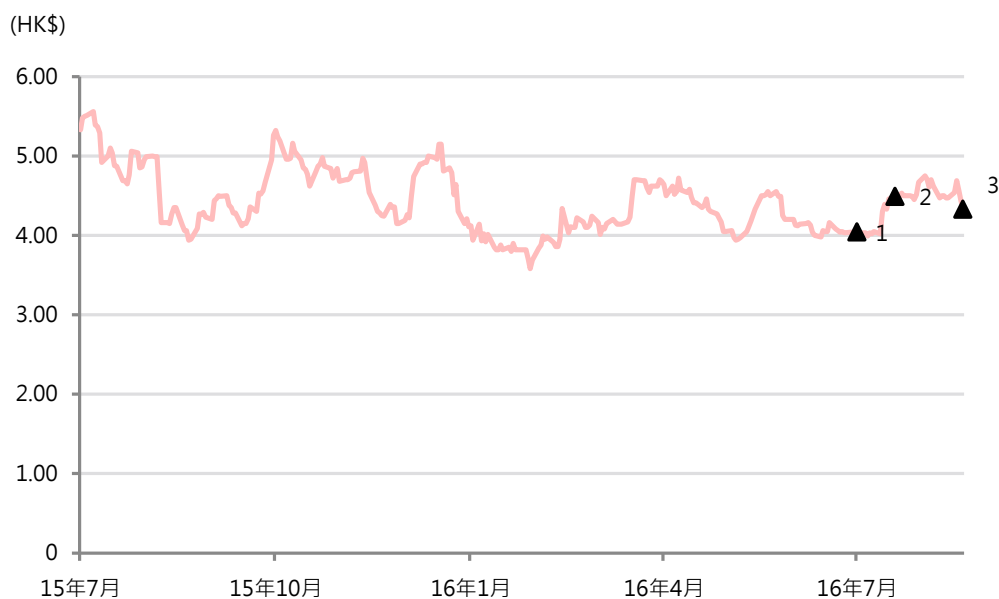
图表 4：供水业务 BOO/TOO 及 BOT/TOT 收入毛利率



来源：公司资料

历史建议和目标价

云南水务(6839 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2016/7/19	HK\$3.99	「增持」(首次评级)	HK\$5.10
2	2016/8/3	HK\$4.50	「增持」(无变动)	HK\$5.20
3	2016/9/2	HK\$4.33	「买入」(上调)	HK\$5.78

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。