

雲南水務 (6839.HK)

雲南省 PPP 水務項目領跑者

雲南水務投資股份有限公司屬雲南省地方政府附屬綜合水務企業，集團 2016 年於雲南省經營 66 個污水處理項目，29 個供水項目及 6 個固廢處理項目。中國水務行業過去一直急速發展，我們對行業抱正面展望，因為(1) 水務項目為目前國內 PPP 入庫項目重點及(2) 水務項目由下遊污水處理托展至全產業鏈。

- ❖ **行業綜向及橫向擴張：**未來五年行業迎來整合擴張，綜合水務項目成行業趨勢，有利領先企業構建完整水務產業鏈。
- ❖ **聚焦 PPP 項目：**集團於廣東、廣西及貴州省成功取得超過日處理 6,000 噸新垃圾處理合同，超過現運行處理量一倍。
- ❖ **強大股東基礎：**集團分別由雲南城投及北京碧水源合共持有 54% 已發行股本，集項目投標能力及技術於一身，有利集團競標綜合水利項目。
- ❖ **海外項目經驗：**集團先後於省外及東南亞中標水務及固廢項目，東南亞地區將為集團帶來更大增長空間。
- ❖ **估值及風險：**集團處於高增長期，我們預測目標價格為 5.10 港元，2016 年預測市盈率為 12.6x。我們認為競標省外 PPP 項目中標率及項目建設延期有可能帶來非常重大風險。

人民幣千元

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收益	1,100,761	1,558,394	3,120,597	4,537,314	5,361,304
毛利	333,637	507,622	1,060,409	1,571,758	2,304,193
攤銷後每股盈利	0.16	0.27	0.41	0.58	0.93
毛利率 (%)	30.3%	32.6%	34.0%	34.6%	43.0%
淨利率 (%)	17.1%	20.4%	15.5%	15.3%	20.7%

▲ 買入

目標價格：\$ 5.10

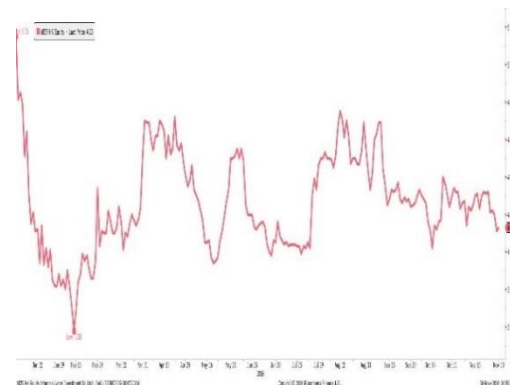
研究部

葉顯照, MBA

(852) 3701 1010

eric.yip@kirinfinancial.com

生和(麒麟)證券有限公司



公司資料

股價	4.17
一個月平均成交量 (千)	478
52 週高低位	3.55– 5.25
市值 (百萬)	1,517
市盈率	13.1x
預測市盈率	12.57x
市賬率	1.04x
預測市賬率	1.16x
目標價格期限	05/12/2017

中國水務政策

自 2015 年起，中央針對水資源需求及污水整治多次發佈政策：

	目標	落實日期
<<水污染防治行動計劃>> (“水十條”)	1. 污水集中處理及建設自動監測設施； 2. 建設湖泊、水庫及近岸污水處理設施； 3. 污水處理設施直轄市及省會；	2017Q4
	4. 全國城市污水處理率由 85% 增至 95%； 5. 北方城市再生水利用率由 10% 提升至 20%； 6. 京津冀再生水利用率由 10% 提升至 30%。	2020Q4
<<城鎮污水處理廠污染排放標準>>	1. 新建污水處理廠須達 I-A 排放標準；	2016-07
	2. 工業污水佔比少於 80% 的運作中或在建污水處理廠須達到 I-B 排放標準； 3. 工業污水佔比多於 80% 的運作中或在建污水處理廠須達到 II 排放標準。	2018-01
<<水污染防治法>>	地方政府向當地污水整治問責，共定期公開地方污水處理信息。	

由於城市污水處理續步完善，我們預測未來城市污水處理量增長為低單位數，因此預期行業將出現產業鏈縱向整合及橫向擴張：

(1) 縱向整合：財政部新批出項目中呈現綜合治理概念，項目集由河道治理、供水、中水循環、污水處理以至污泥處理於一身，集中污水處理或供水企業為競標綜合性項目將更為積極開發或引入全產業鏈技術及人才。同時，綜合性項目規模龐大，對資本及技術投入要求更高，更有利於具規模企業發展，因此我們相信明年水務板塊將淘汰部份中小型私營企業。

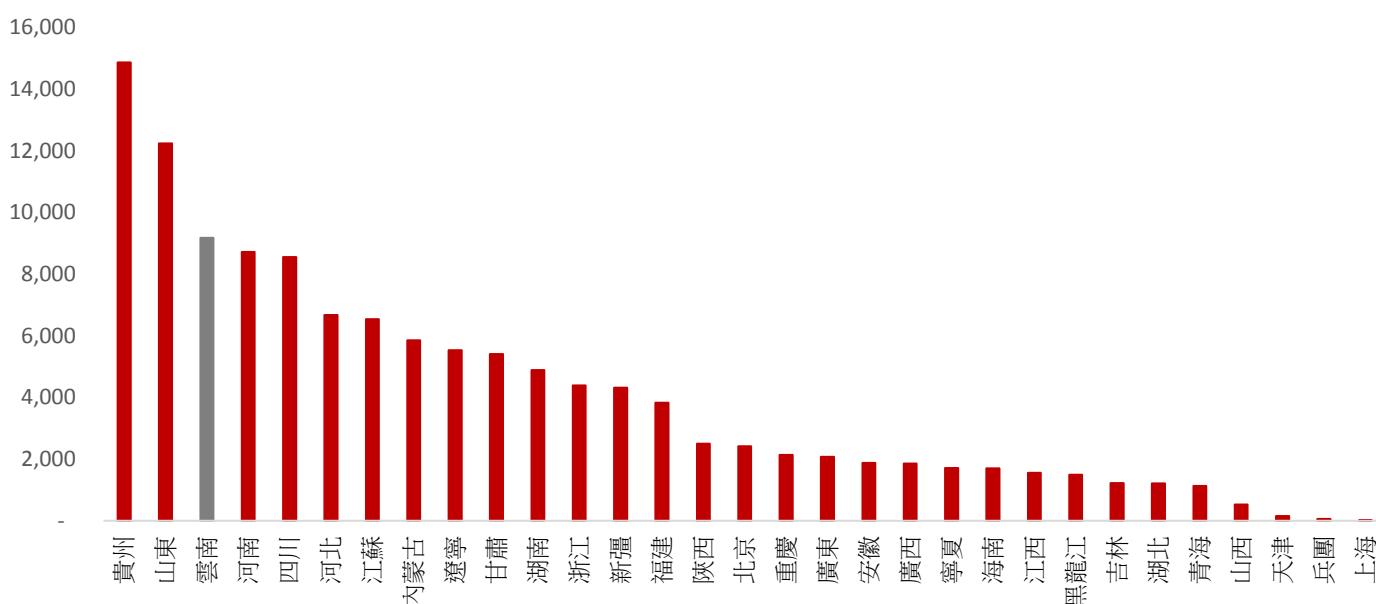
(2) 橫向擴充：由於城鎮污水處理增長空間有限，企業將染指危廢及工業污水處理、鄉鎮水利等工程，我們預期特種項目增長將達低雙位數增長，並將成為行業增長動力。

政府及社會資本合營

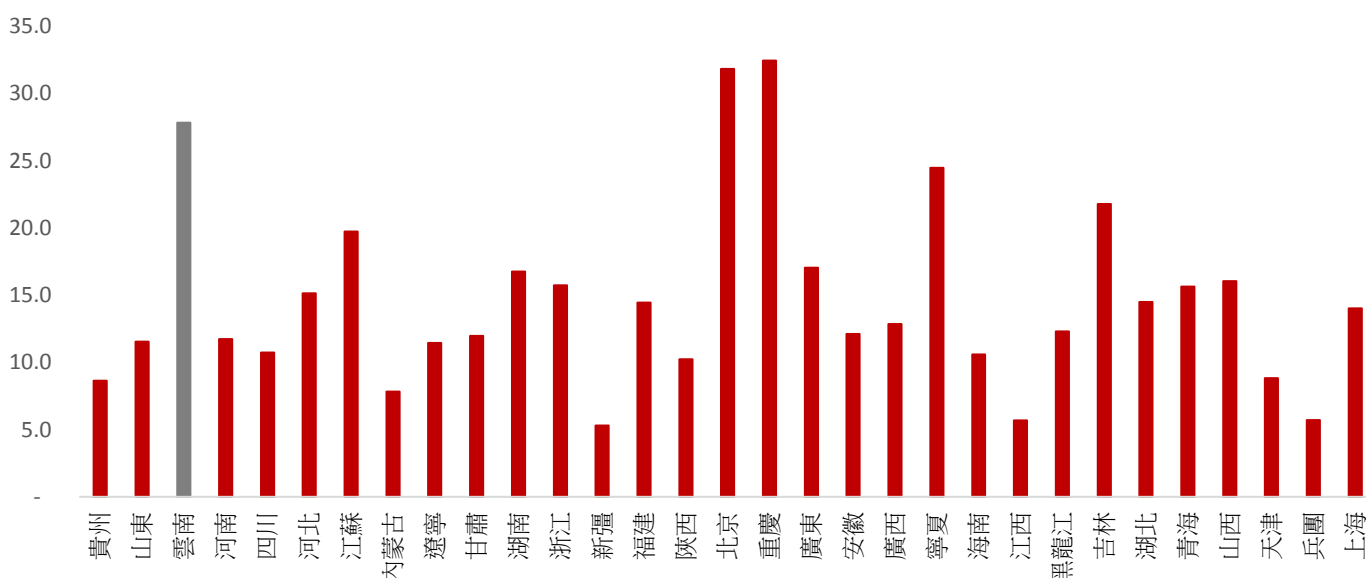
中國年內大力推行政府及社會資本合營 (PPP)，或稱公共私營合作，推動建設城鄉基礎建設。政府及社會資本合營優化傳統基礎建設「建設-經營-轉讓」(BOT)模式。中央或地方政府透過彩購形式與中標企業的項目公司簽訂特許經營合同，為項目公司提供收益。由於項目收益透明，PPP 模式一方面有利項目融資安排，另一方面在項目收益得到保障及風險被分擔下，民營企業更樂於投資城鄉基建，減少政府財政負擔，增加建設效率。

2016 年首九個月中國 PPP 項目數據：

2016年首九個月PPP項目入庫規模

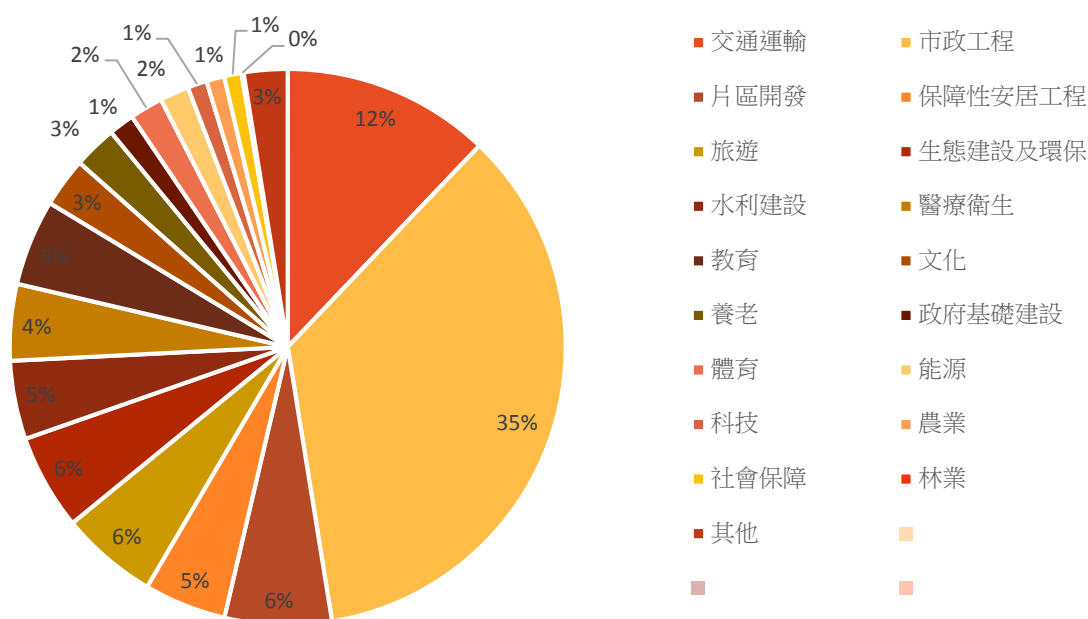


2016年首九個月PPP項目入庫項目平均規模



從首九個月數據看來，中央第三批准入庫項目數量大幅增加，首九個月入庫項目共 10,471 個，總規模超過人民幣 12 萬億元。以總入庫項目金額計算，貴州省、山東省及雲南省排前三位，其中雲南省總項目及平均均目規模均列全國第三，分別為人民幣 9,178 億元及人民幣 27 億元。

2016年首九個月PPP入庫項目分類數目

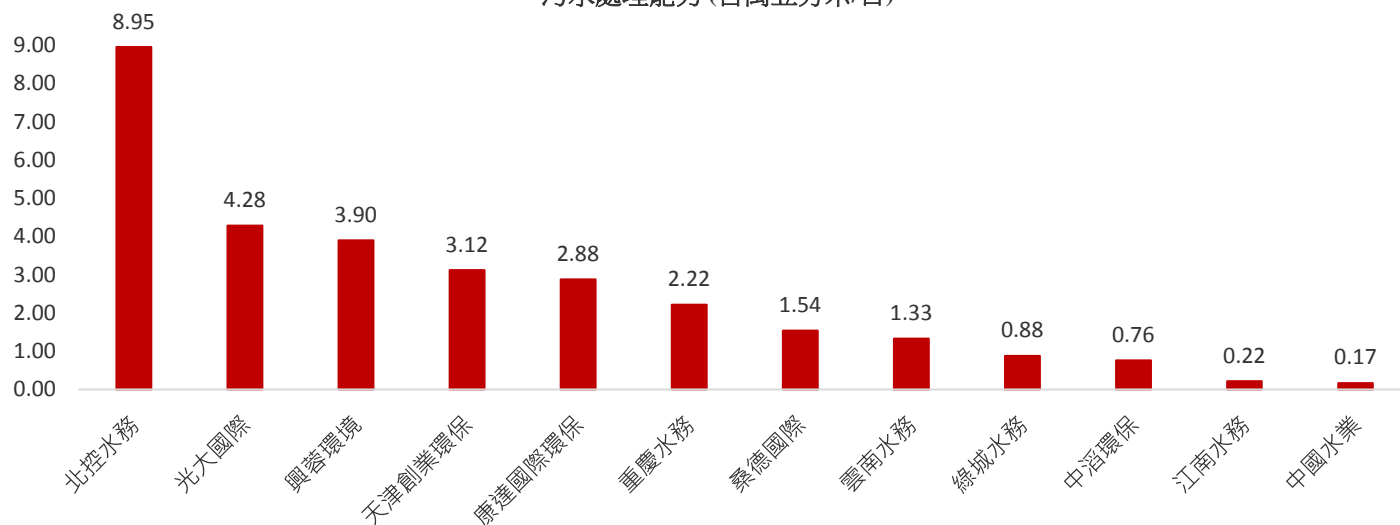


資料來源：金融司

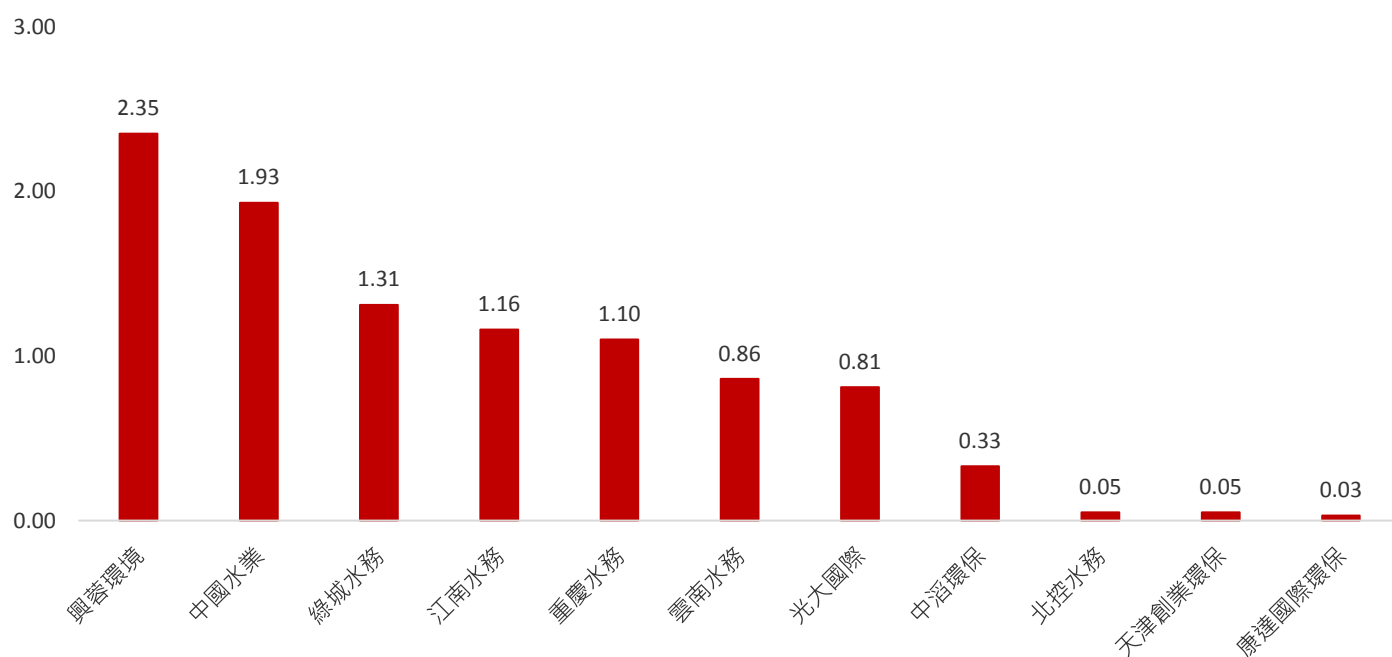
從項目分佈中，交通運輸及市政工程佔比最重，分別佔總項目金額 29.8%及 27.4%，較排名第三的片區開發投資多超過一倍。其中市政工程中，水務(包括污水處理及供水)及固廢處理佔比分別為 32.6%及 8.5%。數據反映未來兩年中央基建集中佈局於工路鐵路網絡及治水。我們相信在未来第四批及第五批項目中，仍以交通運輸及市政工程領先，相信 2017 至 2019 年水務項目批量維持高增長。

同業比較

污水處理能力(百萬立方米/日)



供水能力(百萬立方米/日)

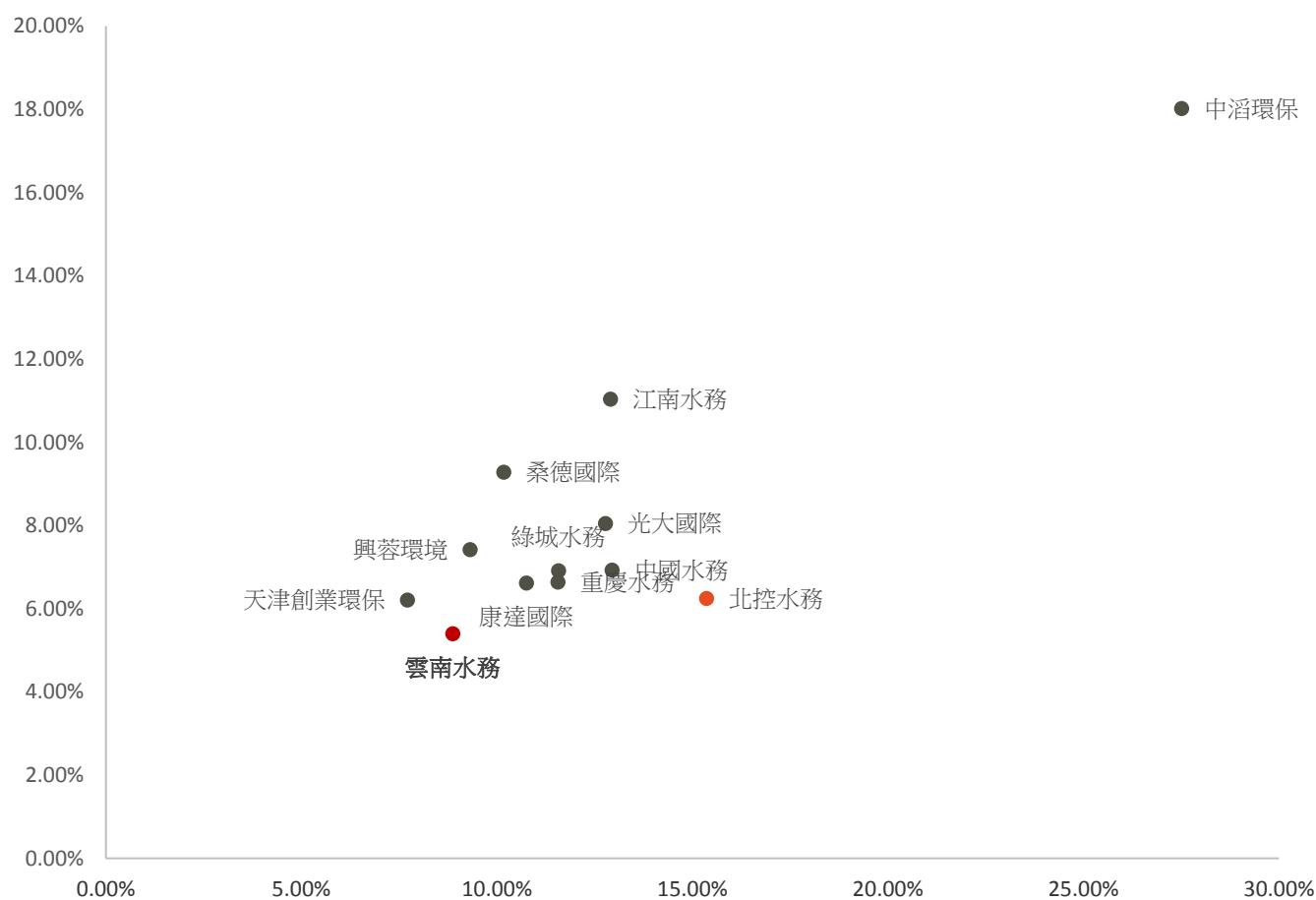


資料來源：生和(麒麟)證券研究部

截至 2016 年六月，雲南水務在污水處理及供水領量屬於上市同業中位排名，我們相信集團積極拓展業務至其他省份，加上雲南省豐富 PPP 項目資源，集團有力於未來兩至三年內進入前五。

名稱	股票編號	2015 毛利率	2015 淨利率	股本回報	市盈率	股息率	市值 (億元)
光大國際	257	45.8%	24.4%	12.5%	20.4x	1.9%	418
北控水務	371	36.8%	18.2%	15.4%	16.7x	1.8%	481
中國水務	855	47.3%	13.0%	12.9%	8.7x	2.5%	80
桑德國際	967	29.5%	11.6%	10.2%	19.4x	-	45
天津創業	1065	35.3%	19.2%	7.7%	14.9x	1.4%	127
中國水業	1129	35.0%	-18.4%	-8.7%	-	-	21
中滔環保	1363	49.9%	41.8%	27.5%	16.8x	0.5%	133
康達環保	6136	47.6%	17.7%	10.8%	10.3x	1.0%	42
雲南水務	6839	32.6%	18.3%	8.9%	13.1x	2.3%	51
興蓉環境	000598	42.3%	27.8%	10.5%	21.4x	0.7%	185
重慶水務	601158	44.8%	34.9%	11.6%	27.1x	2.8%	436
江南水務	601199	57.0%	32.1%	12.9%	24.2x	0.9%	91
綠城水務	601368	48.4%	21.1%	11.6%	36.9x	0.6^	106
行業平均		42.2%	19.8%	10.9%	17.5x	1.2%	150

2015年股本回報及投資回報



雲南水務

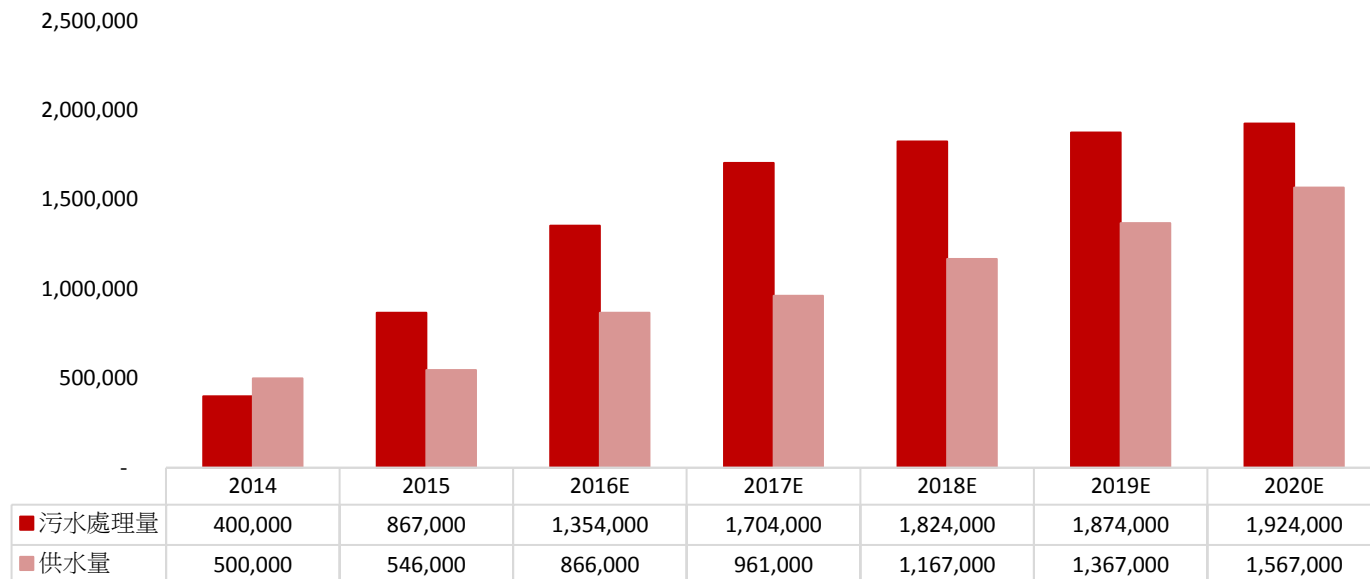
雲南省 PPP 水務項目領跑者

水務運營服務

截至 2016 年六月，集團經營 66 個污水處理項目及 29 個供水項目，污水處理量及供水量分別達每日 1,354,000 噸及 866,000 噸，省內項目佔總量超過五成，其他項目則分佈於山東、江蘇、福建、新疆、安徽、河南、山西及黑龍江各省。根據管理層提供資料顯示，集團於省內 PPP 項目中標率高達五成，2017 年省內項目數量將超過 70 個，佔總量將近六成，我們相信未來四年省內項目將為集團提供穩定增長。

目前集團污水處理量及供水量比例約為 65:35，我們相信未來供水項目增長高於污水處理，污水處理項目於 2018 年後增長率將下降至低單位數，預料 2020 年比例將為 55:45。

集團污水處理量及供水量



資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

從集團過去營運數據顯示，2013 年至 2015 年設計產能利用率平均只有 63%，而毛利率處於 40%，兩項數據均低於同業。我們相信未來集團積極擴充下 2016 年全年利用率將輕微滑落至 65.5%後逐步改善至 70%，而毛利率亦因利用率改善下溫和改善至 2018 年 43%。

營運服務收入佔比 2020 年上升至近 30%健康水平

我們預料集團水務運營服務收入 2016 年將大幅增加近九成，2016 年至 2020 年複合增長率為 14.9%，佔總收入比例將由 2015 年 20% 上升至 2020 年近 30%。 2016 年大爆發成為集團增長引擎

除了污水處理及供水項目外，由於雲南省政府重視生態旅遊，河道管理及維護項目亦成為 PPP 項目中重點，集團於 2016 年下半年先後中標洱海主要入湖河道綜合治理工程 PPP 項目及玉溪中心城區金水河黑臭水體治理項目。其中洱海項目中集團管理 34 條河道合共 319 公里，項目於十一月已正式動工，預料 2019 年正式營運。項目未來將為集團貢獻人民幣四百萬元營運收入。

管理層透露，河道管理及維護項目營運毛利率較污水處理及供水項目低，平均只有 20%至 30%，由於佔收入比例低於 0.1%，加上並非管理層未來重點發展方向，我們認為不構成對整體毛利率壓力。



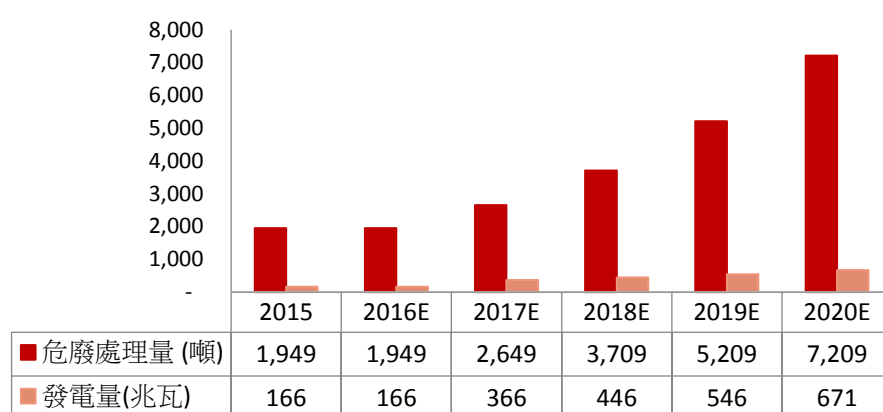
固廢處理服務

在水務運營服務為集團提供穩定收入基礎下，管理層致力把集團由綜合水務企業續步於未來五年發展至綜合環保企業，因此固廢處理成為集團第二重點發展方向。

集團致力成為綜合性水務及固廢處理企業

截至 2016 年六月，集團於雲南省、黑龍江省、山東省、泰國及印尼經營五個固廢處理項目(包括兩個垃圾發電項目、四個危廢項目及一個填埋項目，處理能力共每日 1,949 噸。

集團廢料處理量及發電量



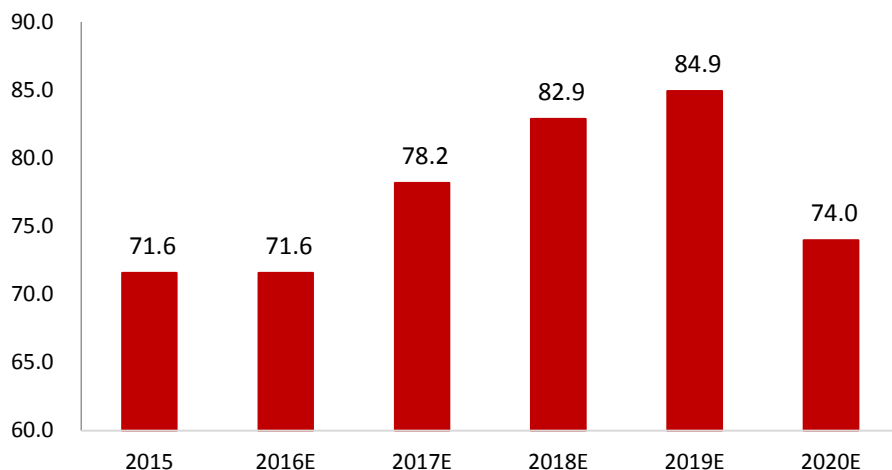
資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

固廢處理業務上，集團定焦於兩大類別：危廢處理及垃圾發電。集團於國內集中醫療廢物處理，集團營運數據反映四個項目使用率均達頂點，管理層計劃於明年擴建位於雲南省的昆明醫廢項目，由年處理 30 萬噸增加至年處理 90 萬噸，進一步搶佔省內醫療廢物處理市場。

另一方面，為配合「十三·五」環保政策及未來環保行業發展，集團亦進入垃圾發電業務。集團於 2016 年成功中標泰國及印尼垃圾發電項目，處理量每日共 1,700 噸，發電量並 166 兆瓦。其中印尼垃圾處理費初期達每噸人民幣 96 元，附加每年 3%至 8%提價，相較國內項目，屬高水平；而泰國項目垃圾處理費為每噸人民幣 58 元。集團亦於年內中標雲南省 700 噸垃圾發電項目，並於 2018 年正式投運。我們相信集團未來於省南將中標更多垃圾發電項目。

我們認同集團國內及東南亞擴展並行策略，目前國內不少國企及民企競標垃圾發電項目，集團固廢業務較遲起步下，於省外投標優勢未必明顯。相反，憑藉中央「一帶一路」政策，集團擁有更多機會進入東南亞及中亞市場。

集團廢料處理費



資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

垃圾處理費上，隨海外項目按年提價，加上雲南省內項目佔比上升，我們預期垃圾處理費用於 2017 至 2019 年上升 3%至 9%。我們相信 2020 年集團於國內項目將轉向三線區域，料垃圾處理費用將受壓。參考風電及光伏過往政策，我們預測垃圾發電上網電價未來五年相對平穩，下調上網電價可能性較低。

外匯風險方面，集團於海外業務主要以人幣結算，只有泰國業務以當年貨幣結算。集團目前已安排對沖處理，加上當地營運開支消化部份外匯，因此管理層認為外匯風險有限。

我們預期集團固廢處理業務 2016 至 2020 年複合增長率達 30.8%，佔集團總收入將由 2015 年 0.5%上升至 2020 年 4.1%。在集團固廢業務策略下，我們預計集團未來毛利率維持 57%高水平。

固廢業務複合增長率超過 30%

集團建設收入

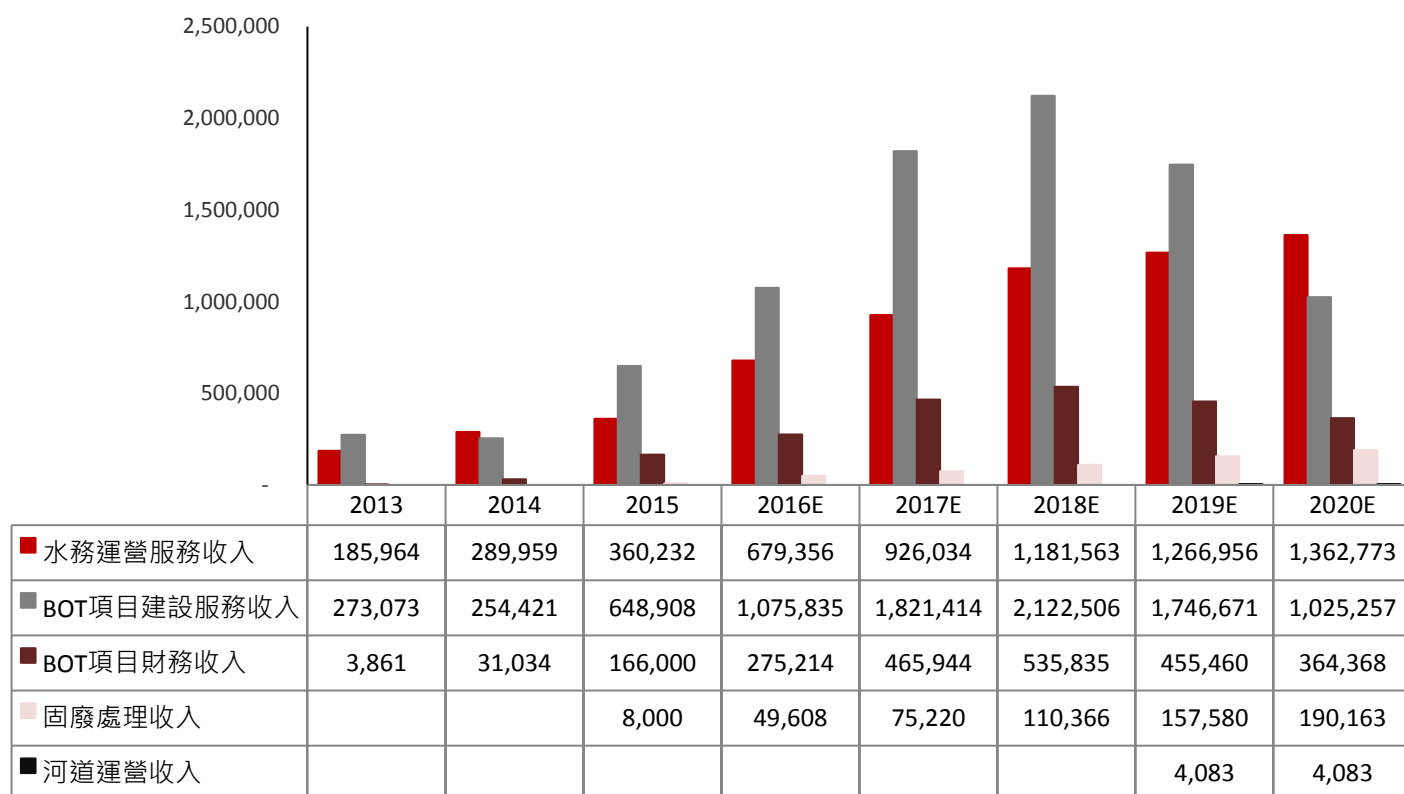
按集團目前項目儲備，我們預計建設服務收入及財政收入於 2016 及 2017 年展現強勁增長，年增長率超過 65%，共佔 2016 年集團總收入約四成。我們認為集團建設服務收入入賬毛利率 20.5%保守，但佔總收入比例略較市場同業高，成為集團估值偏低其中一個因素。我們認為未來更多項目投運後，建設服務收入佔比將於 2020 年下降至 22.3%健康水平。

除此之外，集團自行為項目進行設備採購，對比全外判的營運企業，集團於項目中建設收益率更為提升，我們預料在 2016 年高增長後，將續步減慢至高單位數增長，2016 至 2020 年複合增長率為 9.8%，佔未來總收入平均約 30%。

財務表現概覽

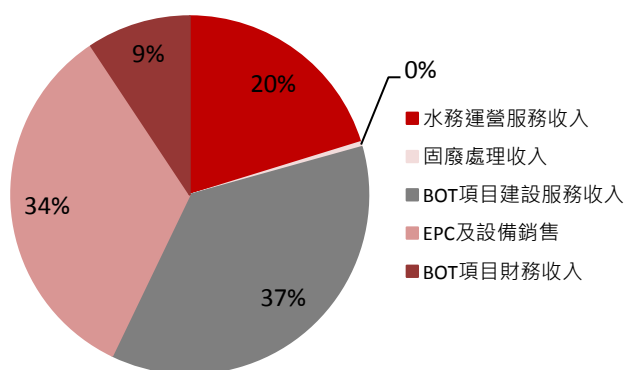
集團 2016 年至 2020 年收入複合增長率為 8.1%，毛利複合增長率為 9.2%，2016 年至 2018 年收入分別為人民幣 31 億元、45 億元及 54 億元。而隨固廢業務增加集團毛利率亦由 32.6% 按年改善至 2018 年 43% 水平。

集團收益 (人民幣千元)

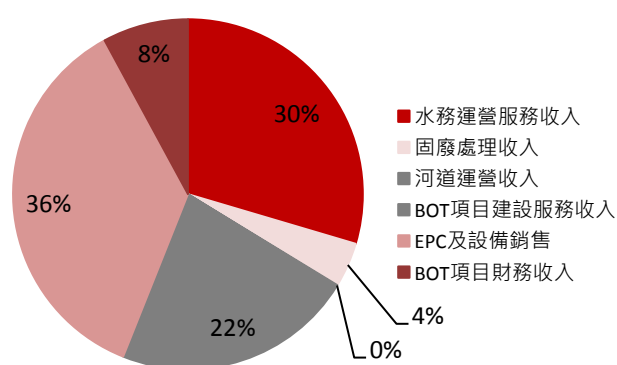


資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

2015年集團營業額佔比



2020年集團營業額佔比



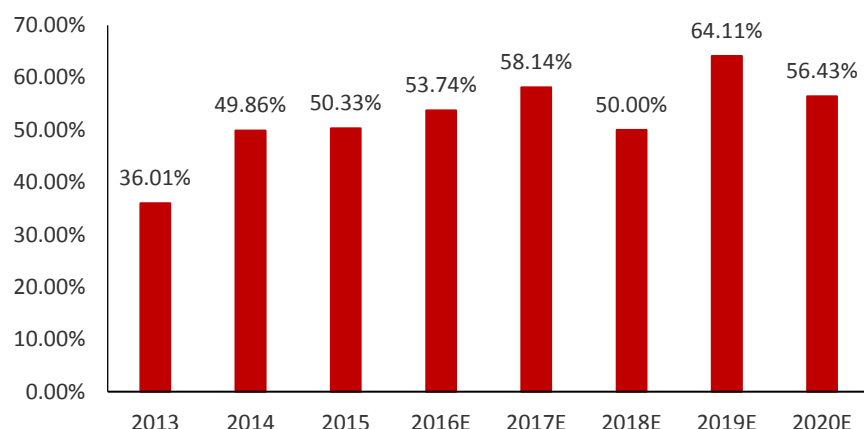
資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

一方面集團現有項目效率提升帶動集團外，集團新增項目儲備亦令集團解決持有過多現金而令股本回報下降問題。我們相信 2016 年及 2017 年集團股市回報將扭轉下降形勢，分別上升至 9.2% 及 9.6%。

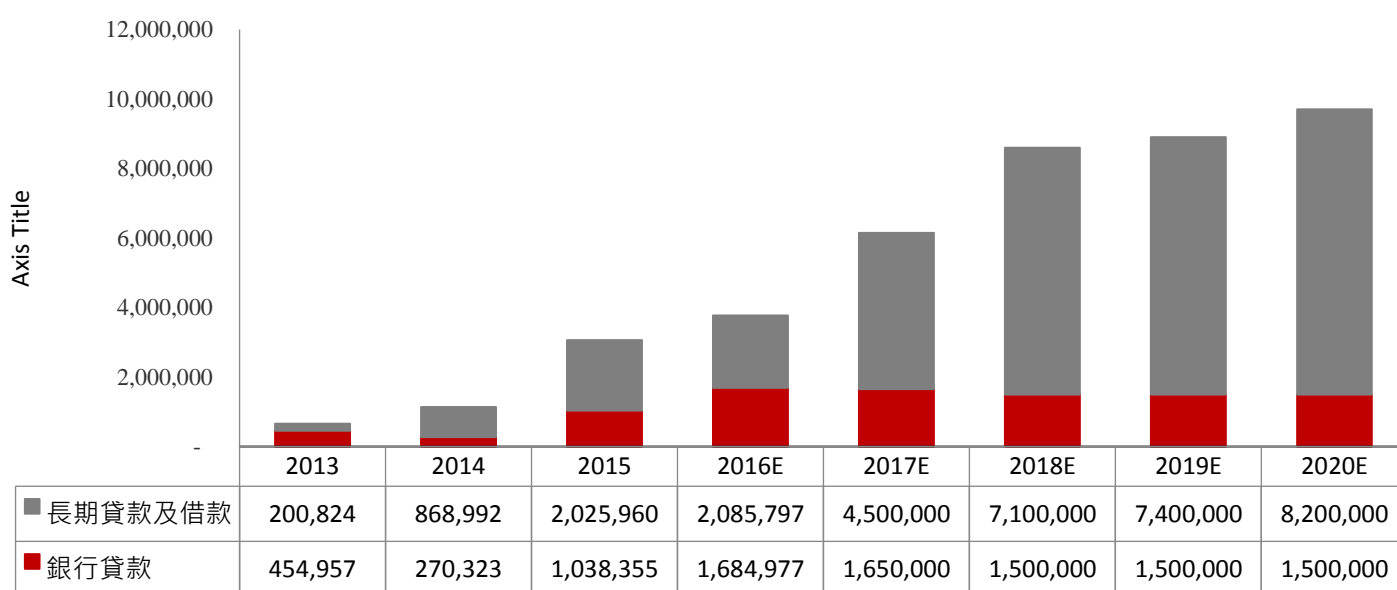
隨集團未來更多投入，我們預期集團將進行更多融資活動。集團於隨利用國內針對 PPP 專案融資外，集團亦於年內透過紅塔證券發行人民幣十億元五年期在岸債券。我們認為目前集團債務/資產比例屬於同業合理水平，預測未來溫和上升至 50% 至 65% 健康水平。

我們相信集團未來將利用綠色債券及 PPP 項目融資進一步優化債務組合，並降低其近 4.8% 融資成本至 4.0% 水平。

債務/資產比例



貸款及借貸



資料來源：集團及生和(麒麟)證券研究部

此外，我們預期集團於 2016 年將扭轉過去三年現金流表現，實現正經營現金流人民幣 7.2 億元。我們相信未來隨更多項目投運集團的現金流將續步改善，預測 2017 年經營現金流可達人民幣 15.8 億元。

派息政策

參考 2015 年集團派息比率為 37.6%，我們相信集團未來三年派息比率將維持於 35% 水平。我們以預測 2016 年至 2018 年每股利潤為人民幣 0.406 元、0.581 元及 0.932 元計算，未來三年派息分別為人民幣 0.15 元、0.20 元及 0.32 元。

集團預測派息比率為 35%

以預測股價計算，2016 年股息收益率為 2.9%，遠高於同業 1.3% 水平，支撐我們認為集團價值被市場低估。

集團股東結構

集團股東背景雄厚，集國企、產業投資者及國際性基金，其中雲南城投為集團第一大股東，持有 30% 權益。雲南城投為雲南省國資委持有 96% 國有企業，專注投資雲南省作戰略投資，包括城市開發、文化旅遊、醫療及水務，過去共為集團注入 29 個省內水務項目。我們相信雲南城投未來將為集團於省內發展水務及固廢 PPP 項目提供更大優勢。

除地方政府支持，集團亦於成立期引資中國大型水務企業北京碧水源科技股份有限公司(300070.CN)持股 24%，成為集團第二大股東。北京碧水源擁有豐富水處理技術及項目經驗，同時亦參股多家地方水務企業，為集團將來進入河道治理及污水處理工程提供豐富技術支援。

集團於資本市場亦同樣受機構投資者歡迎，融源成長(中石油集團附屬企業)、全國社會保障基金理事會及惠理基金分別持有 12%、10% 及 8%。我們相信集團未來於資本市場融資能力較其他同規模水務企業強大，有利集團發展業務。

投資論點、估值及風險

雲南水務 (6839:HK)

買入，目標價格：港元 5.10

投資論點

雲南水務投資股份有限公司屬雲南省地方政府附屬綜合水務企業，集團 2016 年於雲南省經營 66 個污水處理項目，29 個供水項目及 6 個固廢處理項目。集團未來五年除繼續拓展水務產業外，亦致力打造成為全國綜合性環保企業。中國水務行業過去一直急速發展，我們對行業抱正面展望，因為(1) 水務項目為目前國內 PPP 入庫項目重點及(2) 水務項目由下遊污水處理托展至全產業鏈。

我們的買入建議主要因為我們認為集團中標省內項目能力強，加上低融資成本提升集團於國內及海外項目競爭力。

估值

目標價格港元 5.10 等同於 2016 年預測市盈率 12.6x。我們的估值模型採用加權平均融資成本 18.97%及終值增長率 1.00%。

估值風險

估值下跌風險：(1) 集團未能改善投資回報及營運效率；(2) 項目建設及投運期延遲；(3) 省外或境外項目中標率低於預期；(4) 固廢處理業務增長低於預期；(5) 垃圾發電上網電價下調；(6) 東南亞國家政治及貨幣風險高於預期；(7) 融資成本上升或未能成功融資。

雲南水務：財務概要

損益表

人民幣千元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收益	1,100,761	1,558,394	3,120,597	4,537,314	5,361,304
按年增長 (%)	62%	70%	75%	45%	18%
毛利	333,637	507,622	1,060,409	1,571,758	2,304,193
按年增長 (%)	28%	52%	109%	48%	47%
毛利率 (%)	30%	33%	34%	35%	43%
稅前溢利	215,215	377,973	797,674	1,171,943	1,754,122
按年增長 (%)	(23%)	76%	111%	47%	50%
稅前溢利率 (%)	20%	24%	26%	26%	33%
所得稅	(38,261)	(65,426)	(113,902)	(186,030)	(203,730)
年內溢利	187,896	317,443	484,354	692,928	1,111,862
淨利率 (%)	17%	20%	16%	15%	21%
攤銷後每股盈利	0.16	0.27	0.41	0.58	0.93
按年增長 (%)	(20%)	69%	53%	43%	60%

資產負債表

人民幣千元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
現金及現金等價物	612,649	1,672,121	1,520,106	1,251,630	984,361
應收款項	845,486	1,197,087	556,123	1,056,635	1,248,523
流動資產	1,494,211	2,924,423	2,646,853	2,925,836	2,947,185
物業、廠房及設備	1,378,952	1,617,329	1,749,969	1,679,970	1,612,771
無形資產	182,641	1,711,249	3,210,870	4,972,399	5,875,402
非流動資產	3,525,728	6,677,868	8,744,369	14,261,570	22,100,800
總資產	5,019,939	9,602,291	11,391,222	17,187,405	25,047,985
流動負債	1,217,670	2,190,422	2,677,329	4,887,205	4,152,137
非流動負債	1,285,287	2,642,238	3,444,015	5,104,995	8,372,436
股本價值	2,516,982	4,769,631	5,269,878	7,195,205	12,523,412
每股資產淨值	2.11	4.00	4.42	6.03	10.50

資料來源：集團及麒麟金融研究部

現金流表

人民幣千元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
經營現金流	(542,359)	(853,939)	723,647	1,583,956	(733,577)
資本性開支	(303,792)	(1,331,867)	(1,177,325)	(3,900,000)	(1,500,000)
融資	700,664	3,237,056	706,459	2,379,226	2,450,000

財務比率分析

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流動比率	1.23	1.34	0.99	0.60	0.71
速航比率	1.22	1.33	0.99	0.60	0.71
債股比例 (%)	99%	101%	116%	139%	100%
債務/資產比例 (%)	50%	50%	54%	58%	50%
股本回報率 (%)	8%	7%	9%	10%	10%

加權平均融資成本

無風險利率 (%)	2.8%
市場風險溢價 (%)	9.9%
加權平均融資成本 (%)	19.0%
終值增長率 (%)	1.0%

資料來源：集團及麒麟金融研究部

免責聲明：

- 甲. 分析員證明: 撰寫本研究報告之分析員證明: (1) 本報告內所有意見均充分表達及準確反映其關於本證券或公司之個人意見；及 (2) 分析員之收入並沒直接或間接有與本報告建議及意見掛鉤。
- 乙. 評級準則：麒麟證券使用以下評級準則：買入[未來六至十二個月，麒麟證券預期本證券表現將優於基準指數表現] 持有[未來六至十二個月，麒麟證券預期本證券表現與基準指數同步] 沽售[未來六至十二個月，麒麟證券預期本證券表現將不如基準指數表現] 未予評級[麒麟證券已把該證券由名單中剔除]
- 丙. 覆蓋範圍：葉顯照：協鑫新能源 (0451:HK)、綠色動力 (0979:HK)、粵豐環保 (1381:HK)、雅迪集團 (1585:HK)、康達國際 (6136.HK)、雲南水務 (6839.HK)、福萊特玻璃 (6865.HK)
- 丁. 其他免責聲明：
- 本報告將於發放客戶同時上傳至公司網頁，當中部份內容不允許以任何媒體轉發至第三方。如欲查詢其他報告，請聯絡相關銷售人員。本文件僅作一般參考用途和非商業用途，而本文件的內容並沒有考慮任何人的投資目標或需求。本文檔中的一些信息可能包含有關未來事件或未來表現的預測或其他前瞻性陳述。另外，本文件有部份資料來源由第三方提供，除麒麟金融集團相關資訊外，麒麟金融集團及其附屬聯營機構並不確保資料的完全性及準確性。麒麟金融集團有權隨時進行修改和更正在本文件所表達的意見，恕不另行通知。
 - 本文件提及的有關任何產品或投資參考，並不代表適用於某特定投資人的情況或是合適某投資者作出投資的產品，並不作出任何陳述、保證、擔保或建議，亦不會承擔任何責任和 / 或義務。本文件中包含的信息並不代表專業人士的意見，任何讀者不應依賴本文件內容作為投資準則。本文件不旨在提供投資教育予任何投資者或滿足其他任何有關的司法管轄權的任何特別的監管要求。本文件所含信息和意見並不構成麒麟金融集團或其聯屬機構就購買或出售任何證券、集團投資計劃、期貨、期權或其他金融產品、工具或服務的推廣、建議、遊說或要約。讀者如因本文件的相關內容招致任何損失，概與本集團無關。
 - 投資涉及風險，投資者應注意投資價值可升可跌，過去的表现不一定是未來表现的指標。本文件提及的任何產品或投資並沒有和不在指出所有可能涉及的投資風險。投資者必須了解個人的投資目標，財務狀況和特殊需求，並為投資決定負責，必要時在作出任何投資前可諮詢專業顧問。投資者在作出任何投資決定之前應閱讀並充分理解所有關於此類產品或投資文件，以及負帶在有關銷售文件所附帶的風險披露聲明和投資風險警告。
 - 本報告之版權由生和(麒麟)證券有限公司持有。本報告及內容不得在未經生和(麒麟)證券有限公司書面同意下覆印及向第三方轉發及銷售。

聯絡我們

- 地址：香港灣仔告士打道 168 號信和財務大廈 2 樓全層 / 香港灣仔告士打道 255 號信和廣場 10 樓 1005A 室
- 電話：(852) 2781 2781
- 傳真：(852) 3101 9933
- 電郵：research@kirinfinancial.com