

买入

2017年4月26日

业绩符合预期，扩张逐步兑现

► **收入与利润分别增长 83.9% 与 35.8%，融资成本大增 4 倍：**2016 年公司总收入增长 83.9% 至 28.7 亿人民币，其中污水与供水服务收入分别增长 49.6% 与 40.7%，固废板块则由于 2016 年开始正式全年贡献，收入从 822 万大幅增长至 4.3 亿元。水务运营类业务中，期内相关建设收入共增长 48.5%，占收比为 51.1%，与 2015 年基本持平；运营收入增长 41.5%，主要来自于 BOT/TOT 项目的带动，BOO/TOO 类运营收入则基本持平。由于 2016 年公司的贷款大幅增长导致财务费用飙升至 2.20 亿元，期内归属母公司净利润增长 35.8% 至 3.88 亿元，低于收入增速；摊薄 EPS 增长 20.5% 至 0.325 元，每股拟派末期股息 0.1 元，与 2015 年一致，派息率为 30.7%。

► **收购凯发带动投运规模增长约 90%，保持体量的快速扩张：**公司在上市后积极并购扩张，2016 年以 1 亿美金获得凯发 50% 股权，加上该项目后，公司总体水务项目的投运规模增长 88.6% 至 286 万吨/日（其中凯发带来的为 92 万吨）。2016 年底，公司签订协议，将以 1.36 亿美金收购凯发剩余 50% 股权，2017 年一季度已交割完毕，因此 2017 年凯发将作为云南水务全资附属公司并表。过往三年间，公司水务板块投运设计产能的复合增速达 64.1%，保持了快速的规模扩张，且项目均具备良好的回报空间，为未来运营收入的增长打下基础。

► **水务+固废综合发展，陆续中标环境治理 PPP 项目：**除了主要的水务业务之外，公司在固废板块同样保持积极的关注，上市后收购了多个海内外的固废、危废项目，2016 年对整体收入与毛利的贡献占比为 14.8% 与 10.1%。我们预计在济南、哈尔滨等危废项目的带动下，2017 年固废业务的收入增速将达 40% 以上，并且随着项目运营的逐步稳定，危废业务的毛利率预计将明显提升。另外，在国家大力推行 PPP 的背景下，公司发挥在云南地区的优势，2016 年底连续获得三个 PPP 项目，业务包括河道治理、黑臭水体等多个领域，目前基本已开工建设，预计未来 2-3 年完成。

► **规模增长后待利润逐步释放，维持买入评级：**公司目前的体量较上市时有了将近一倍的增长，由于收购需要整合调整期，尤其凯发水务的项目仍需提升管理以及提高水价，因此盈利贡献预计将在未来 1-2 年逐步体现。我们预计 2017/2018 年公司的利润增速约为 25.3%/19.2%，维持 12 个月目标价 5.60 港元，对应 17/18 年 12.2/10.3 倍 PE，维持买入评级。

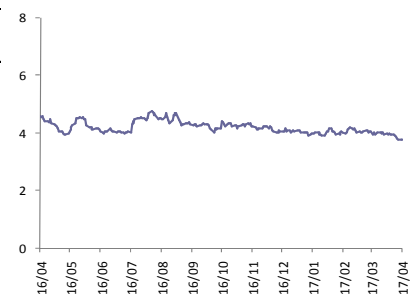
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	环保
股价	3.79 港元
目标价	5.60 港元 (+47.76%)
股票代码	0257
已发行股本	总股本: 11.93 亿股 H 股: 3.64 亿股
市值	总市值: 45.2 亿港元 H 股: 13.8 亿港元
52 周高/低	4.85/3.68 港元
每股净资产	3.99 港元
主要股东	云南省国资 (30.30%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万人民币)	1,558.39	2,865.89	5,174.10	6,022.68	6,234.56
变动(%)	41.57%	83.90%	80.54%	16.40%	3.52%
净利润(百万人民币)	285.85	388.09	486.44	579.76	607.75
EPS(元人民币)	0.27	0.33	0.41	0.49	0.51
变动(%)	30.67%	20.52%	25.34%	19.19%	4.83%
市盈率(倍, @3.79港元)	1,404.32	1,165.26	929.67	780.02	744.10
每股派息(元人民币)	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15
息率(%)	3.10%	2.96%	3.63%	4.32%	4.53%

注: 2015 年数据按照重列前口径
 资料来源: 公司信息, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

主要财务报表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	1,558	2,866	5,174	6,023	6,235
毛利	508	880	1,263	1,468	1,603
其他收益	98	160	190	216	227
其他业务收入	12	8	6	6	6
销售及管理费用	(198)	(354)	(476)	(590)	(642)
其他费用	0	0	0	0	0
营运收入	419	694	983	1,099	1,194
财务开支	(41)	(220)	(395)	(403)	(464)
联营公司与共同控制实体	5	42	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	383	517	588	696	730
所得税	(65)	(102)	(112)	(134)	(140)
少数股东应占利润	32	26	26	31	32
净利润	286	388	450	532	558
折旧及摊销	74	177	245	457	597
EBITDA	384	703	1,032	1,335	1,558
增长					
总收入 (%)	41.6%	83.9%	80.5%	16.4%	3.5%
EBITDA (%)	52.1%	83.2%	46.8%	29.3%	16.7%

资产负债表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
现金	1,672	4,130	2,941	3,457	3,596
应收账款与应收工程合约	1,059	2,786	4,720	3,035	5,017
存货	21	27	80	45	82
其他流动资产	172	143	10	10	10
总流动资产	2,924	7,086	7,750	6,547	8,704
固定资产	1,617	2,326	1,873	1,992	2,106
金融资产	1,942	2,860	3,691	5,352	6,155
无形资产	1,711	4,560	4,928	6,711	7,988
长期投资	35	747	1,437	2,375	3,313
其他	1,373	2,479	4,349	3,421	4,977
总资产	9,602	20,058	24,027	26,397	33,244
应付帐款	1,074	2,859	3,570	2,919	4,694
短期抵押银行贷款	1,038	2,609	2,870	3,157	2,841
短期无抵押银行贷款	0	1	2	2	2
其他短期负债	78	232	236	241	246
总短期负债	2,190	5,701	6,678	6,318	7,783
长期抵押银行贷款	2,026	5,690	7,396	9,615	12,500
长期无抵押银行贷款	0	1	2	2	2
其他负债	443	1,421	1,264	1,307	1,353
总负债	4,660	12,812	15,340	17,243	21,638
少数股东权益	884	1,006	1,737	1,831	2,321
股东权益	4,058	6,241	6,949	7,323	9,284
每股账面值	5	4	5	5	7
营运资金	734	1,385	1,072	228	921

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.6%	30.7%	24.4%	24.4%	25.7%
EBITDA 利率 (%)	24.6%	24.5%	19.9%	22.2%	25.0%
净利率 (%)	18.3%	13.5%	8.7%	8.8%	8.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	12.7%	12.3%	9.2%	9.8%	10.3%
实际税率 (%)	17.1%	19.8%	19.1%	19.2%	19.2%
股息支付率 (%)	41.7%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	6	4	5	5	5
应付账款天数	339	361	300	260	300
应收账款天数	225	245	265	235	236
财务状况					
净负债/股本	1.37	2.21	2.46	2.60	2.58
收入/总资产	0.16	0.14	0.22	0.23	0.19
总资产/股本	2.37	3.21	3.46	3.60	3.58
盈利对利息倍数	8	2	1	1	1

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
EBITDA	384	703	1,032	1,335	1,558
融资成本	(41)	(220)	(395)	(403)	(464)
折旧摊销	74	177	245	457	597
所得税	(65)	(102)	(112)	(134)	(140)
营运资金变化	(1,205)	(1,306)	(2,048)	(373)	(1,329)
营运现金流	(854)	(748)	(1,278)	882	222
购买无形资产和固定资产	(152)	(1,750)	(1,189)	(1,933)	(1,714)
其他投资活动	(1,179)	0	(690)	(938)	(938)
投资活动现金流	(1,332)	(1,750)	(1,879)	(2,871)	(2,653)
银行贷款变化	1,835	5,234	1,968	2,506	2,569
资本变化					
已付利息	0	0	0	0	0
其他融资活动	1,402	(278)	0	0	0
融资活动现金流	3,237	4,956	1,968	2,506	2,569
现金变化	1,051	2,458	(1,189)	517	139
期初持有现金	613	1,672	4,130	2,941	3,457
汇兑变化	8	0	0	0	0
期末持有现金	1,672	4,130	2,941	3,457	3,596

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2017 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。