



## 提升在手项目盈利能力

### 报告摘要

**2017 年上半年净利润同比增长 14.5%。**云南水务于 8 月 25 日公布 2017 年上半年业绩。由于公司规模持续扩张，公司收入大幅增长 91%至 16.6 亿元人民币；毛利同比增长 48.9%至 4.1 亿元人民币，但由于新并表项目毛利率偏低，公司整体毛利率同比下降约 7 个百分点；公司期内利润同比增长 74%至 1.56 亿元人民币，但由于公司于去年底发行绿色永续债 12 亿元，归属股东净利润同比增长 14.4%至 9177 万元人民币。

**公司处理能力保持扩张，在行业内的竞争优势继续稳固。**至 6 月底，公司拥有水务项目达到 170 个（包括 O&M 项目 26 个），设计处理能力达到 482.4 万吨/日，比 2016 年底增加 13.7%。其中污水处理项目 112 个，规模 271.2 万吨/日；供水项目 58 个，规模 211.2 万吨/日。公司固废项目 12 个，设计处理能力 5186 吨/日，较 2016 年底增加 40%。公司在行业内的领先地位进一步稳固，全国 20 多个省份及东南亚市场形成业务布局。

**固废业务板块表现靓丽，是业绩亮点。**公司前期布局的固废项目，业绩贡献显现。上半年固废业务收入同比增长 120%至 2.4 亿元，GPM 提升 11.5 个百分点至 40.4%，毛利同比增长 208%至 9637 万元，是紧随污水板块后，公司毛利贡献第二的业务板块。固废业务部分大项目还有提价空间，另外还有三个在建项目及 2 个筹建项目，分别为昆明医废项目二期及济南项目二期，公司未来 2 年内固废业务会保持稳定快速增长。

**Galaxy Newspring 收购增加财务成本，项目利润释放需要时间。**公司在 3 月完成 Galaxy Newspring PTE 全部股权收购实现并表，GNS 的 24 个项目处理规模达 154 万吨/日，其中已投运 92 万吨/日，对公司体量提升贡献大。但 GNS 项目管理效率有待提升，存在人员冗余、部分项目水费收取补偿等问题，部分项目的毛利率偏低，导致并表后，公司污水及供水分部的毛利率被明显拖低。在公司接手后，已经处置了 2 个质量一般的项目，并于多个项目进行提标改造及提升水费，我们预期未来 GNS 项目的盈利贡献会提升，多个具潜质项目的提标扩建的潜在空间大，但盈利释放需要一定时间，预期 1~2 年后 GNS 项目的盈利贡献会逐步显著。

**公司将调整发展策略，提升在手项目盈利能力，优选收购项目。**公司上市后规模扩张非常快，其中水务项目的处理规模已经达到上市时的约三倍，并已实现覆盖全国 20 多个省份和东南亚市场。公司固废板块也已取得多个项目。前期的快速扩张，公司的资本投入较大，因而公司的负债比率提升较快。至 6 月底，公司净负债比率已达 141%，在行业内属较高水平。上半年公司的财务成本达到 2.16 亿 RMB，占经营利润 53%。在业务规模达到行业领先水平后，公司调整经营策略，在 1~2 年内着力挖掘在手项目的盈利能力，提升 GNS 等具有潜力项目的盈利水平，并拓宽融资渠道，降低财务成本。未来项目收购将只选择极优质项目。

**投资建议：**公司 2016 年净利润为 3.88 亿元 RMB。上半年公司净利润同比增长 14.5%，我们初步估计公司全年利润增长约 1 成，目前市值 34.6 亿港元，对应 2017 年 PE6.7 倍，在环保股中属中等，公司未来 1~2 年聚焦提升现有项目盈利能力，预期管理优化完成后，公司未来增长会提速。

**风险提示：**国内资金面紧平衡的环境下，公司财务负担的提升；贸易及其他应收账款减值风险；并购项目整合进度慢于预期。

评级： 未有

目标价格： 未有

现价 (2017 年 8 月 30 日): 2.87 元

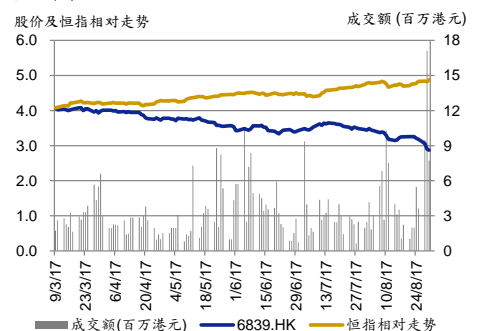
报告日期: 2017-8-30

总市值(百万港元)	3,424.52
流通股市值(百万港元)	1,043.86
总股本(百万股)	1,193.21
流通股股本(百万股)	363.71
12 个月低/高(港元)	2.85/4.78
平均成交(百万港元)	3.90

#### 股东结构

云南省水务	30.07%
碧水源	24.02%
融源成长	11.56%
社保基金	2.91%
管理层股东	2.44%
其他	29%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-21.90	-28.92	-60.87
绝对收益	-17.77	-19.61	-38.81

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐  
+852-22131410

行业分析师  
lilianluo@eif.com.hk

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010