



快速成长的综合环保企业

报告摘要

快速成长的城市综合环境服务商。云南水务 2011 年成立，2015 年港交所主板上市。公司首先进入水务市场，是云南省内领先的水务企业，其后把握固废领域的潜在发展机遇，调整定位为城市综合环境服务商，加大固废板块资源投放。目前公司业务覆盖污水处理、供水、固废处理、建造及设备销售等。公司业务于云南省起家，已布局山东、江苏、浙江、新疆、黑龙江等 17 个省份，辐射全国，并覆盖泰国、印尼等海外市场。公司业务快速成长，2014-16 年，收入 CAGR 为 61.4%，净利润 CAGR 达 48.5%。

独股东背景整合国企民企优势。公司两大控股股东云南省水务及碧水源分别持有公司 30% 及 24% 权益。第一大股东云南省水务，是云南城投全资附属公司。云南城投资产过千亿，隶属云南省国资委，主营城市开发及城镇水务，云南水务是其城镇水务板块下唯一上市平台。第二大股东碧水源是 A 股上市公司，市值超 500 亿，从事污水处理设施建造运营及设备销售，是一家有超过 350 项专利的高科技企业。云南水务具备独特股东背景优势，得到国企云南城投的支持，与地方政府沟通能力强，并引入碧水源先进的膜技术处理能力。

水务业务项目拓展能力强。上市后公司通过并购及招投标的方式实现了水务业务项目快速拓展。2016 年底，公司水务项目总计 149 个（包括 O&M 项目 25 个），设计处理规模 424.4 万吨/日，是上市时处理规模的 2.7 倍，其中污水处理项目 84 个，规模 243.4 万吨/日；供水项目 40 个，规模 157.1 万吨/日。据我们统计至 6 月底，公司水务项目处理规模再增至 490 万吨/日。公司已成长为水务行业具备领先优势的企业，在云南省外的山东、江苏、新疆、安徽等省份已实现快速布局。公司于 3 月完成 Galaxy Newspring PTE 全部股权收购，GNS 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，且云南水务接手后加强与项目所在地政府沟通，提标扩建及提升水费等，具潜在盈利提升空间。另外公司顺应行业发展趋势，积极取得环境治理等 PPP 项目，包括大理洱海入湖河道治理、玉溪金水河黑臭水体治理、建水“一水两污”、福建罗源水资源综合利用、贵州仁怀出水流域盐津湖综合治理等 PPP 项目，总投资约 70 亿元。项目快速拓展为公司未来盈利释放奠定基础。

加速拓展固废业务，重点布局危废子行业。公司定位调整为城市综合环境服务商，加速固废业务的拓展。至 2016 年底，公司已取得固废项目 7 个，处理能力 98.5 万吨/年，其中危废项目 4 个。我们认为固废将是公司重点发展的板块，未来 1~2 年处理规模预计每年增长 15% 以上。危废行业处于供不应求的发展期，毛利率高，现金回流快，公司预期将把握机遇加速危废子行业的布局。公司固废业务也已布局泰国、印尼等东南亚国家市场，预期未来会持续把握海外市场机遇。

投资建议：公司 2016 年收入 28.7 亿元 RMB，净利润为 3.88 亿元 RMB。我们初步估计，2017 年公司业绩预计增长 3 成。目前市值 43.4 亿港币，对应 2017 年 PE7.5 倍，在港股上市环保股中属于偏低，公司项目扩张快，随进入运营期项目增多，股价具备上行空间。

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

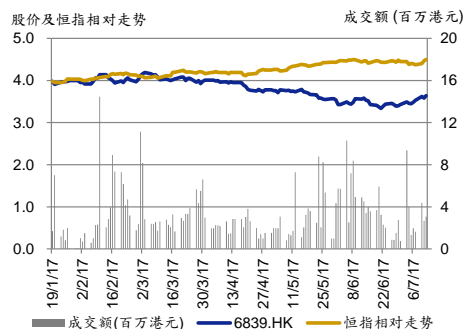
现价 (2017 年 7 月 12 日): 3.64 元
报告日期: 2017-7-13

总市值(百万港元)	4,343.30
流通股市值(百万港元)	1,323.92
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)	3.31/4.85
平均成交(百万港元)	3.34

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	0.94	-15.43	-32.61
绝对收益	2.25	-8.31	-9.90

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