

固废业务并表, 半年业绩大增

投资要点

- **上半年收入利润同比大幅增长:** 公司上半年实现收入 867.7 百万元人民币, 同比大幅增长 82.7%, 同期实现归母净利润 80.2 百万元人民币, 同比增长 70.4%, 每股基本盈利约为人民币 0.067 元。公司业务大幅增长, 一方面由于传统的水务业务保持稳定发展, 另一方面是公司的固废业务并表。
- **传统水业务业绩优秀, 处理能力扩大:** 水务业务上半年实现收入 759.2 百万元, 同比增长 59.9%, 总体毛利率为 32.4%, 与去年同期 32.9% 基本持平。毛利率微跌主要由于供水业务毛利率与去年同期相比减少 10 个百分点, 原因是青州项目供水收费单价较低, 拉低供水整体毛利率。随着已建成项目投入运营以及新建项目的逐步施工, 我们预期传统水务业务将会继续为公司提供稳定增长的收入与利润。
- **固废业务并表, 盈利能力将逐步显现:** 固废业务并表后, 今年上半年贡献 108.5 百万元人民币收入, 占比达 12.5%。目前公司共有 7 个固废项目, 设计年处理量达 96.7 万吨, 6 个项目已投入使用, 尚有一个年处理量达 25.5 万吨的项目待投入运营。此外目前固废业务毛利率为 28.9%, 预期未来随着产能扩增, 高毛利业务占比提高, 固废毛利率会进一步上升。
- **拓展新项目, 负债有所增加:** 公司分别于 1 月份完成收购 Future International Group 65% 股份和哈尔滨国环医疗固废处置中心 100% 股权, 4 月份收购哈尔滨云水集团 75.51% 股权以及 7 月份收购 Galaxy NewSpring Ltd. 50% 股权, 通过积极并购, 公司拓展了新的供水、污水以及固废处理项目, 提高了各业务处理能力。为了支付并购项目的对价以及对营运资本进行补充, 公司相应增加负债, 上半年短期借款增加 26 亿元人民币, 同比增加 250%。此外公司也通过发行中长期债券以及与银行签署协议来补充长期资本, 总计约 18.6 亿人民币。目前公司持有现金较充足, 应收账款回收正常, 以及有长期资本作保障, 短期内还款压力不大。
- **估值与评级:** 我们预期公司 16/17/18 年度净利润分别为 4.12/4.75/5.77 亿人民币, EPS 分别为 0.34/0.40/0.48 元人民币 (即 0.39/0.46/0.56 港元)。公司经营状况稳定, 成长迅速, 我们给予公司 2016 年 15 倍 P/E, 对应目标价 5.85 港元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争较为激烈, 应收账款回收或不达预期。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万人民币)	1101	1558	2503	2950	3382
增长率	59.8%	41.6%	60.6%	17.8%	14.7%
净利润(百万人民币)	167	287	412	475	577
增长率	-14.0%	72.3%	43.5%	15.5%	21.4%
每股盈利 (人民币)	0.19	0.24	0.34	0.40	0.48
市盈率	20	16	11	10	8

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
 执业证号: S1250512040001
 电话: 023-63725713
 邮箱: hsc@swsc.com.cn
 联系人: 许怡婷
 电话: 021-68416012
 邮箱: xyt@swsc.com.cn

股价表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(港元)	3.55-5.44
3 个月平均成交量(百万)	0.93
流通股数(百万)	364
市值(亿港元)	54
主要股东(%)	云南省水务产业投资有限公司 (30.07%)
审计	罗兵威普华永道
业绩日期	2016-08

公司简介

云南水务是经云南省政府批准, 由云南城投与碧水源共同出资成立的城市环境综合服务商, 主营业务包括污水处理、供水、建造及设备销售及其他 (包括 O&M 污水处理、市政垃圾等), 并于 2015 年拓展固废处理业务。公司以云南作为业务首个据点, 逐步拓展新疆、山东、江苏以及东南亚地区的业务, 采用 BOT、BOO、TOO、TOT、EPC 等多种业务模式。

附表：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	1,101	1,558	2,503	2,950	3,382	稅前利潤	226	383	549	634	769
毛利	334	508	870	1,027	1,190	稅項	5	86	-71	-43	-58
EBIT	247	419	690	730	853	營運資本變動	136	-172	-236	-71	-80
財務收入(費用)	-31	-41	-142	-97	-84	經營現金流量	136	-172	-236	-71	-80
聯營公司	11	5	0	0	0	資本開支	-359	-238	-3	-3	-3
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	-3	53	319	607	728
稅前利潤	226	383	549	634	769	股息	-111	0	0	0	0
稅項	-38	-65	-93	-108	-131	其他非流動資產變動	-922	-2,909	-2,289	0	0
非控股權益	-21	-32	-44	-51	-62	股本變動	75	331	-0	0	0
已終止經營業務利潤	-0	1	0	0	0	其他	293	1,572	0	-0	0
淨利潤(歸屬母公司)	167	287	412	475	577	淨現金流量	-668	-953	-1,970	607	728
						期初淨現金(負債)	-18	-686	-1,637	-3,607	-3,000
						期終淨現金(負債)	-686	-1,638	-3,607	-3,000	-2,272
資產負債表						財務比率					
12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	613	1,672	2,793	2,400	2,328	增長(%)					
應收賬款	862	1,212	2,057	2,424	2,780	收入	59.8	41.6	60.6	17.8	14.7
存貨	12	21	32	38	43	EBITDA	0.5	62.1	56.1	6.5	16.2
其他流動資產	8	20	20	20	20	EBIT	(7.9)	69.9	64.7	5.8	16.8
物業、廠房及設備	1,379	1,617	1,540	1,453	1,356	淨利潤	(14.0)	72.3	43.5	15.5	21.4
無形資產	183	1,711	4,000	4,000	4,000	每股盈利	(21.5)	24.5	43.5	15.5	21.4
其他非流動資產	1,964	3,349	3,549	3,549	3,549	利潤率(%)					
總資產	5,020	9,602	13,991	13,883	14,075	毛利	30.3	32.6	34.8	34.8	35.2
						EBITDA	27.6	31.7	30.8	27.8	28.2
應付賬款	880	1,079	1,700	2,002	2,282	EBIT	22.4	26.9	27.6	24.8	25.2
短期借款	270	1,038	3,600	2,600	1,600	淨利潤	15.1	18.4	16.4	16.1	17.1
其他流動負債	67	73	93	108	131	其他比率					
長期借款	869	2,026	2,800	2,800	3,000	ROE(%)	6.1	5.8	7.6	8.0	8.8
遞延稅項負債	53	198	200	250	300	ROA(%)	3.3	3.0	3.0	3.5	4.2
其他非流動負債	159	245	200	200	200	淨負債率	25.2	33.1	66.8	50.6	34.6
總負債	2,299	4,660	8,593	7,959	7,513	利息覆蓋率(倍)	7.8	6.3	4.0	5.0	6.7
						應收賬款周轉天數	285.7	283.9	300.0	300.0	300.0
股本	863	1,193	1,193	1,193	1,193	應付賬款周轉天數	418.9	374.8	380.0	380.0	380.0
儲備	1,522	2,865	3,277	3,752	4,329	存貨周轉天數	5.9	7.2	7.2	7.2	7.2
股東權益	2,384	4,058	4,470	4,945	5,522	有效稅率(%)	16.9	17.1	17.0	17.0	17.0
非控股權益	337	884	928	979	1,040						
總權益	2,721	4,943	5,398	5,924	6,562						
淨現金(負債)	-686	-1,392	-3,607	-3,000	-2,272						

数据来源：公司資料，西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn