

买入

2017年9月13日

融资成本大幅上升具改善空间，预计凯发项目持续改善

► **上半年收入增长 91%，净利润增长 14.5%：**2017 年上半年，公司的收入同比增长 91%至 16.6 亿元，毛利同比增长 48.9%至 4.1 亿元，毛利率同比下降 7 个百分点至 24.9%，利润同比增长 74%至 1.56 亿元，归属于股东的净利润同比增长 14.4%至 9177 万元，每股基本盈利为 0.077 元，同比增长 14.9%，中期不派息。毛利率下降主要是由于公司新并表的项目毛利率较低以及凯发项目盈利能力恢复较慢。

► **规模扩张致融资成本大幅上升，将采取多种方式优化资本结构：**公司在上市后积极并购扩张，从而使得其负债接连攀升。截止 6 月底，公司的净负债率已达 141%，属于行业较高水平。期内，公司的融资成本净额达 2.16 亿元，同比增长 2.4 倍，占经营利润的 53%。为优化资本结构，公司将着重已有项目规模的管理，设立水务基金及固废基金，并计划设立集投资、融资及项目管理为一体的平台公司，从而整合区域资源，提高运营能力。另外，公司表示后续将有控股股东云南城投单方面对公司进行增资，从而增加股本，进一步改善公司的负债率情况。因此预计公司的负债率存在改善的空间，但由于仍处于扩张期，负债率仍将处高位。

► **水务项目处理规模进一步提升，持续中标 PPP 项目：**期内，公司水务项目的日处理量为 387.4 万吨，较 2016 年底增长 47.1%，固废处理项目的年固废处理总量为 145.4 万吨，较 2016 年底增长 7.7%。在国家大力推行 PPP 的背景下，公司发挥在云南地区的优势，截止 6 月底，公司先后中标五个主要 PPP 项目，总投资额达 66 亿元，业务覆盖水治理、固废处理、河道综合治理、水库建设等多个方面。公司将注重现有规模的管理，今年规模增量指引较低，水务项目 150 万吨增量，固废 1000 吨增量，PPP 项目则有在商谈的项目，预计会继续得到新订单。

► **预计凯发项目未来利润贡献提升，估值具安全边际，维持买入评级：**期内，凯发水务持续亏损，公司正在通过多种方式努力改善项目盈利能力，加强与政府沟通，提升水价，并在特许经营范围内扩建二期工程，随着管理效率的提升以及水价水量的上升，预计可改善其大幅亏损的情况，实现盈亏平衡，因此盈利贡献预计将在未来 1-2 年逐步体现。预计公司 2017 年净利润为 4.48 亿元，现价对应的 PE 仅为 6.6 倍，具备安全边际。综合各方面考虑，我们给予 12 个月目标价 4.00 港元，对应 17/18 年 9.1/6.6 倍 PE，维持买入评级。

诸蕊玓

+ 852-25321539

jessie.zhu@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

+ 852-25321956

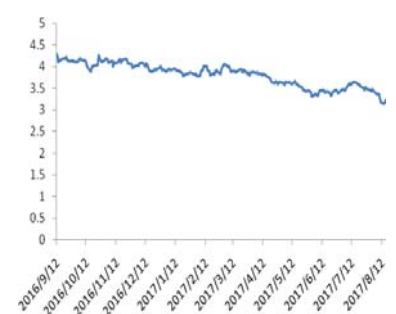
xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	环保
股价	2.94 港元
目标价	4.00 港元 (+36.05%)
股票代码	6839
已发行股本	总股本：11.93 亿股 H 股：3.64 亿股
市值	总市值：35.1 亿港元 H 股：10.7 亿港元
52 周高/低	4.44/2.85 港元
每股净资产	3.46 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	5,814.73	7,727.47	7,984.14
变动 (%)	41.57%	83.90%	102.89%	32.89%	3.32%
净利润 (百万人民币)	285.85	388.09	447.94	611.29	702.99
EPS (元人民币)	0.27	0.33	0.38	0.51	0.59
变动 (%)	30.67%	20.52%	15.42%	36.47%	15.00%
市盈率 (倍, @2.94港元)	9.26	7.68	6.66	4.88	4.24
每股派息 (元人民币)	0.10	0.10	0.11	0.15	0.18
息率 (%)	4.00%	3.82%	4.30%	5.87%	6.75%

股价表现


资料来源：公司信息，第一上海预测 注：2015 年数据按照重列前口径

资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

<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	5,815	7,727	7,984
毛利	508	880	1,371	1,711	1,794
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)	(494)	(649)	(631)
其他费用	0	0	0	0	0
营运收入	419	694	1,073	1,283	1,397
财务开支	(41)	(220)	(453)	(444)	(423)
体	5	42	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	383	517	620	840	974
所得税	(65)	(102)	(120)	(164)	(188)
少数股东应占利润	32	26	44	60	69
净利润	286	388	448	611	703
折旧及摊销	74	177	245	457	597
EBITDA	384	703	1,122	1,519	1,761
增长					
总收入 (%)	41.6%	83.9%	102.9%	32.9%	3.3%
EBITDA (%)	52.1%	83.2%	59.5%	35.4%	15.9%

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	5,347	2,682	2,951
约	1,059	2,786	4,907	5,223	4,588
存货	21	27	58	66	56
其他流动资产	172	143	263	143	143
总流动资产	2,924	7,086	10,575	8,114	7,738
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	4,320	4,882	4,695
总资产	9,602	20,058	26,824	29,426	31,995
应付帐款	1,074	2,859	3,472	5,100	6,771
短期抵押银行贷款	1,038	2,609	3,767	3,579	3,615
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	7,477	8,921	10,633
长期抵押银行贷款	2,026	5,690	9,103	8,193	8,111
长期无抵押银行贷款	0	1	2	2	2
其他负债	443	1,421	1,457	1,510	1,566
总负债	4,660	12,812	18,039	18,626	20,312
少数股东权益	884	1,006	1,757	2,160	2,337
股东权益	4,058	6,241	7,027	8,640	9,346
每股账面值	5	4	5	5	7
营运资金	734	1,385	3,098	(807)	(2,895)

财务分析

<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%	23.6%	22.1%	22.5%
EBITDA 利率 (%)	24.6%	24.5%	19.3%	19.7%	22.1%
净利率 (%)	18.3%	13.5%	7.7%	7.9%	8.8%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	12.7%	12.3%	8.5%	8.4%	7.9%
实际税率 (%)	17.1%	19.8%	19.4%	19.5%	19.3%
股息支付率 (%)	41.7%	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	6	4	4	4	4
应付账款天数	339	361	260	260	350
应收账款天数	225	245	241	239	224
财务状况					
净负债/股本	1.37	2.21	2.82	2.41	2.42
收入/总资产	0.16	0.14	0.22	0.26	0.25
总资产/股本	2.37	3.21	3.82	3.41	3.42
盈利对利息倍数	8	2	1	2	2

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	1,122	1,519	1,761
融资成本	(41)	(220)	(453)	(444)	(423)
折旧摊销	74	177	245	457	597
所得税	(65)	(102)	(120)	(164)	(188)
营运资金变化	(1,205)	(1,349)	(2,226)	(64)	1,221
营运现金流	(854)	(791)	(1,432)	1,304	2,968
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	4,572	(1,099)	(46)
资本变化	0	0	0	0	0
已付利息	1,402	(278)	0	0	0
其他融资活动	3,237	4,956	4,572	(1,099)	(46)
融资活动现金流	3,237	4,956	4,572	(1,099)	(46)
现金变化	1,051	2,415	1,260	(2,665)	269
期初持有现金	613	1,672	4,087	5,347	2,682
汇兑变化	8	0	0	0	0
期末持有现金	1,672	4,087	5,347	2,682	2,951

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期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。