

2016年07月13日
证券研究报告·调研报告

云南水务 (6839.HK) 节能环保

增持 (维持)

当前价: 4.04 港元

目标价: 5.60 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

覆盖“大水务”全产业链，外延拓展固废业务

投资要点:

- **全产业链快速增长，积极拓展固废板块：**2015年公司实现营业收入人民币15.6亿元，同比增长41.57%，自公司2011年成立以来，4年营业收入平均复合增速达57.4%。实现归母净利润2.85亿元，4年平均复合增速达33.42%。公司主要业务供水、污水处理、建造及设备销售与同业相比均保持高速增长，在现有业务外，公司开始拓展固废业务，目前已并表资产22亿元，2016年该板块收入基本全部纳入报表中，预期公司营业收入与利润将会有较大幅度上升，预计固废收入可达3亿元。
- **环保政策利好，城镇化建设刺激需求：**“水十条”明确加快城镇污水处理设施建设与改造并提出相应目标，要求2017年底前敏感水域全部达到一级A标，环保部预计将带动环保产业1.9万元新增产值。2015年城市污水处理率已达91.97%，未来新建市场趋于饱和，存量市场改造业务仍有空间；而县、镇的污水处理率分别只有80%、30%左右，城镇化建设的推进使得县镇的污水排放量增多，对于污水处理业务的需求也会增加。
- **基于公司层面PPP模式，享受国企、民企双优势：**云南水务是由云南城投与碧水源共同出资成立的PPP模式公司，公司于成立之际即从云南城投获得29座污水处理厂的资产注入，而国企背景不仅对于在云南省内获取项目有帮助，对于在全国其他地区开展业务也有支持作用。碧水源与公司签订协议，可免费使用碧水源膜技术，与传统工艺相比膜工艺有出水水质高，占地面积小、剩余污泥少等优点。
- **省外、海外市场同步拓展：**公司以云南作为业务据点，借助在云南省的显著市场地位作为跳板，向全国范围内拓展项目，目前已在新疆、山东、安徽、江苏等10个省份开展业务。在国内发展的同时也利用其区位优势积极开展东南亚市场，分别在泰国、印尼收购垃圾焚烧、垃圾填埋业务，并承担清迈市政自来水供应BT项目。
- **估值与评级：**我们预期公司16/17/18年度净利润分别为4.05/4.76/5.95亿人民币，EPS分别为0.34/0.40/0.50元人民币（即0.40/0.47/0.59港元）。公司的运营状况稳定，成长快速，我们给予公司2016年14倍P/E，对应目标价5.60港元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**污水处理与供水行业受政策影响风险较大，政策变动可能会对公司业绩产生影响；行业集中度低，竞争较为激烈；固废处理业务收入并表进度及业绩实现或不及预期。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万人民币)	1,100.8	1,558.4	2,264.4	2,697.9	3,216.8
增长率	59.8%	41.6%	45.3%	19.1%	19.2%
归母净利润(百万人民币)	167	287	405.4	476.4	595.1
增长率	-14.0%	72.3%	41.4%	17.5%	24.9%
每股盈利(人民币)	0.19	0.24	0.34	0.40	0.50
市盈率	17.7	14.2	10.1	8.6	6.9

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, 西南证券

基础数据

52周区间(港元)	3.55/6.15
流通股数(百万)	364
市值(亿港元)	48.68
主要股东(%)	云南省水务产业投资有限公司(30.07%)
审计	罗兵威普华永道会计师事务所
业绩日期	2016-04

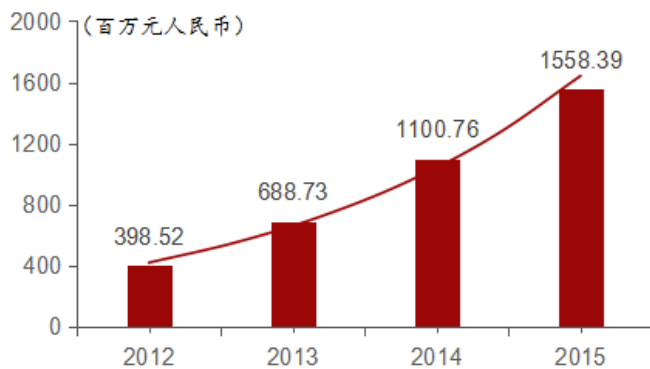
公司简介

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,主营业务包括污水治理、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等多种模式。公司于2015年5月在香港联交所上市,第一大股东为云南省水务,实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

1. 全产业链快速增长，积极拓展固废板块

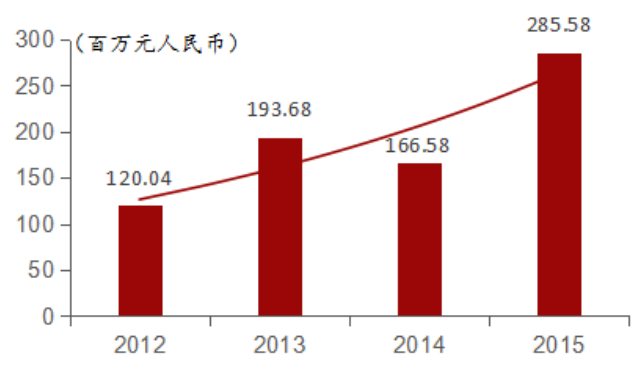
云南水务自 2011 年成立以来，营业收入历年保持高速增长，2012 年营业收入为 4 亿元人民币，2015 年营业收入增长到 15.6 亿元人民币，年均复合增长率达 57.4%。归母净利润从 1.2 亿元人民币增长到 2.85 亿元，年均复合增长率达 33.42%，其中 14 年归母净利润同比下降的原因在于上市期间，投资项目暂停，同时管理费用相应增加，以及建造收入确认较多使得总体毛利下降。

图 1：2012-2015 总营业收入



数据来源：公司年报，西南证券

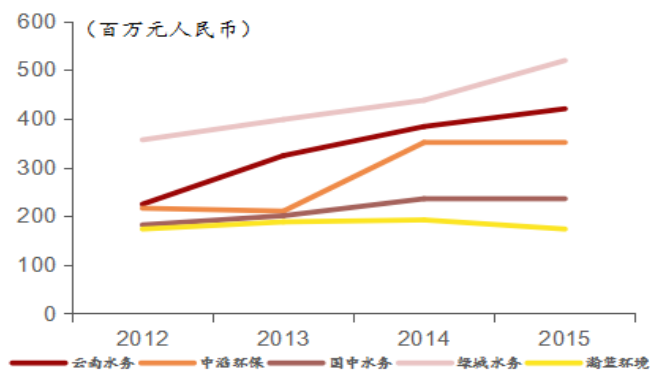
图 2：2012-2015 归属母公司股东的净利润



数据来源：公司年报，西南证券

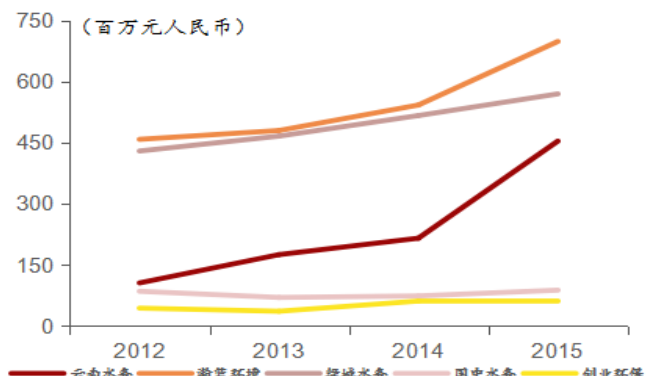
公司业务覆盖水务产业的大部分环节，其核心三大业务——污水处理、供水、建造及设备销售增长迅猛。2012-2015 年，污水处理服务营业收入实现年均复合增长率 23.24%，供水业务营业收入实现年均复合增长率 62.41%，建造及设备销售实现年均复合增长率 107.7%。三项业务增速与竞争公司相比均处于较高水平，污水处理业务选取的 4 家公司平均复合增长率为 9.95%，供水业务选取的 4 家公司平均复合增长率为 9.76%，建造及设备销售业务选取的 4 家公司平均复合增长率为 14.67%。

图 3：2012-2015 污水处理收入同业比较



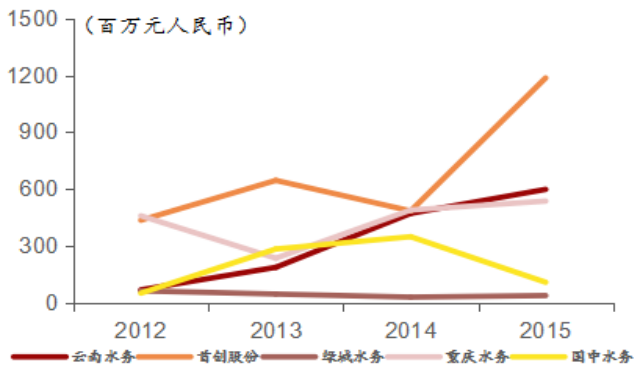
数据来源：Wind，西南证券

图 4：2012-2015 供水收入同业比较



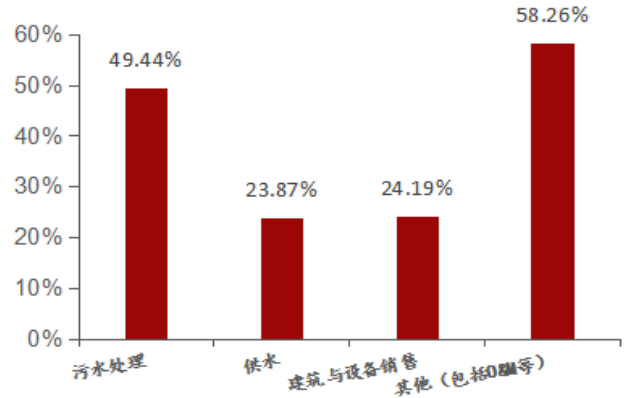
数据来源：Wind，西南证券

图 5: 2012-2015 建造与设备销售收入同业比较



数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 2015 年云南水务各业务毛利率

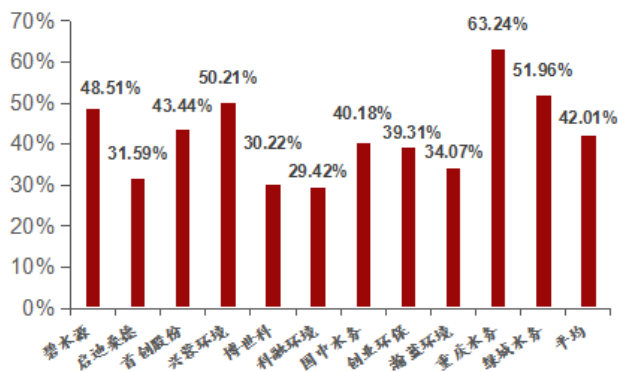


数据来源: 公司年报, 西南证券

毛利率层面, 2012-2015 年污水处理业务毛利率从 30.81% 增长到 49.44%, 供水业务毛利有所下降, 从 49.83% 减少到 23.87%, 建造及设备销售业务毛利率除 2013 年有所升高外, 其余年份基本不变, 保持在 25% 左右。污水处理与供水业务毛利率变化的原因在于不同时期的建造收入与成本确认导致的差距。在自有业务以为, O&M 模式业务也受到公司青睐。目前公司已有 27 个 O&M 项目, 包括 1 个年处理量约为 14.6 万吨的固废垃圾处理项目, 1 个年规模约 182.5 万吨的自来水供应项目以及 25 个合计年处理量约 8979 万吨污水处理项目。相较于 BOT、BOO、TOT 等模式的项目, O&M 模式资产规模轻, 利润率更高, 公司年报显示 2015 年其他业务模式 (包括 O&M 模式等) 毛利率为 58.26%, 高于其他业务。

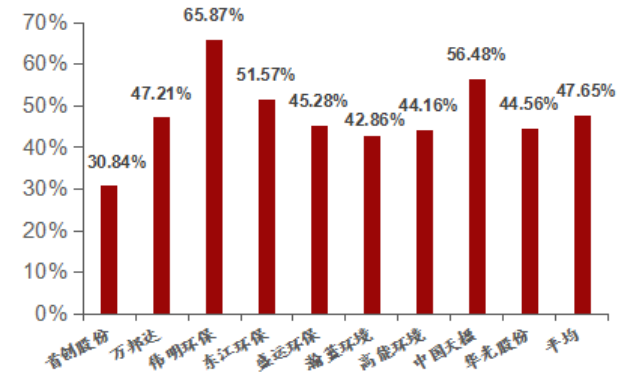
云南水务立足“大水务”模式, 开始积极拓展固废处理业务, 与污水处理业务相比, 由于技术、设备要求高, 准入门槛相对较高, 因而固废处理业务毛利也更高, 尤其是危废处理业务。经统计得, 十一家上市公司污水治理业务的平均毛利率为 42.01%, 九家上市公司的固废处理业务毛利率为 47.65%, 而危废处理业务的毛利高在固废中更高, 据中国产业信息网估计平均水平有约 60%-70%。

图 7: 上市公司污水处理业务毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 上市公司固废处理业务毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

目前公司 2015 年已并表固废业务资产 22 亿元，但收入目前只并表 822 万元，并表后该项业务将会成为主业之一。现已有 7 个运营以及 1 个在建固废处理项目，包括 3 个垃圾焚烧发电项目，设计处理能力 73 万吨/年，4 个危废处理项目，设计处理能力 9.1 万吨/年，1 个垃圾填埋项目，设计处理能力 36.5 万吨/年。

根据国家发改委的规定，每吨生活垃圾折算上网 280 千瓦时，全国统一标杆电价 0.65 元/度，补贴 0.25 元/度，垃圾处理费保守估计按 80 元/吨计算，不考虑额外发电量，云南水务垃圾发电项目全部投产后，国内项目每年可处理垃圾 47.45 万吨，可发电 1.33 亿度电，收入（包括电费与垃圾处理费）共计折合 1.57 亿元人民币，泰国发电项目按照其上网电价 6.55 泰铢/度及垃圾处理费 300 泰铢/吨计算，日贡献收入约为 201 万泰铢，即 38.2 万人民币，一年约 1.39 亿人民币。仅垃圾发电一项业务并表后，按设计能力可实现约 2.96 亿元人民币收入，全部固废业务并表后将会带来显著的业务收入与利润提升。

2. 环保政策利好，城镇化建设刺激需求

2015 年公布的“水十条”中明确加快城镇污水处理设施建设与改造并提出相应目标，其中明确敏感区域（重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域）城镇污水处理设施应于 2017 年底前全面达到一级 A 排放标准。环保部解读，“水十条”通过加大治污投资力度，大幅提升污染治理科技、环保装备研制和产业化水平等措施，将带动环保产业新增产值约 1.9 万亿，其中直接购买环保产业产品和服务约 1.4 万亿，使环保产业成为新的经济增长点。

按照国家新型城镇化规划要求，到 2020 年，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右。环保部统计 2015 年城市的污水处理率为 91.97%，住建部统计县城污水处理率 2013 年为 78%，2015 年约近 80%，而建制镇的污水处理率只有 30% 左右，乡村的污水处理率则只有 10%。住建部统计 2013 年县镇乡的未处理污水总量达 233.34 亿吨，远超城市未处理量 44.85 亿吨。目前国内城市尤其是一线城市污水治理市场基本饱和，未来不会有太多大型污水处理厂的新建需求，但存量市场升级改造业务则受益于“水十条”会成为另一个增长点，据中国水网统计，按规模来看，我国目前 50% 的污水处理厂执行的是一级 B 标准，25% 执行的是一级 A 标准，另有 25% 执行的是二级标准，未来最多会有约 75% 的污水处理厂需要进行升级改造。而县、镇以及乡的处理能力较低，仍需建设污水处理厂，未来污水处理规模有很大提升空间。

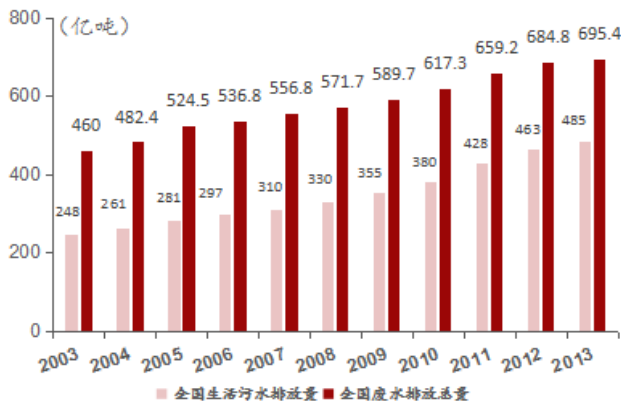
表 1：2013 年污水排放量

类型	年排放量 (亿吨)	污水处理率	未处理量 (亿吨)
城市	299	85%	44.85
县城	88	78%	18.94
建制镇	98	30%	68.6
乡村	162	10%	145.8

数据来源：中国产业信息网，西南证券

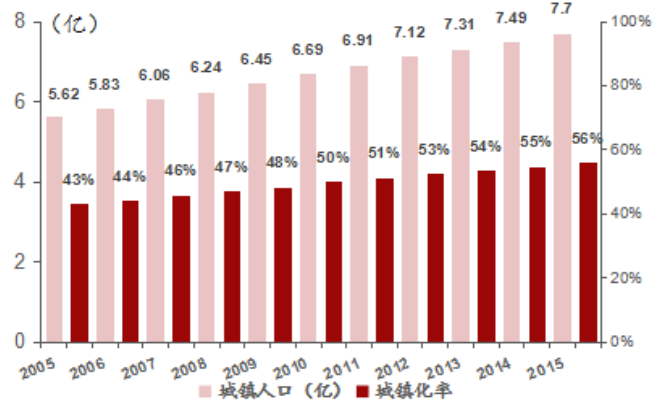
随着国家进一步推动城镇化建设, 县镇人口数量增加, 生活质量的提高, 污水排放量将会逐年增加, 县镇对于污水处理的需求也日益提高, 2003-2013 年期间, 全国废水排放量复合增长率达 4.2%。据住建部统计, 截至到 2015 年 6 月底全国范围内, 拥有污水处理厂的县城(不含建制镇)有 1427 个, 占县城总数的 88.4%, 约有 187 个县城需要建设污水处理厂。南水务拥有县级污水治理厂 37 座, 对于管理与运营县级污水治理厂拥有丰富的实际经验。

图 9: 2003-2013 年废水排放量



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券

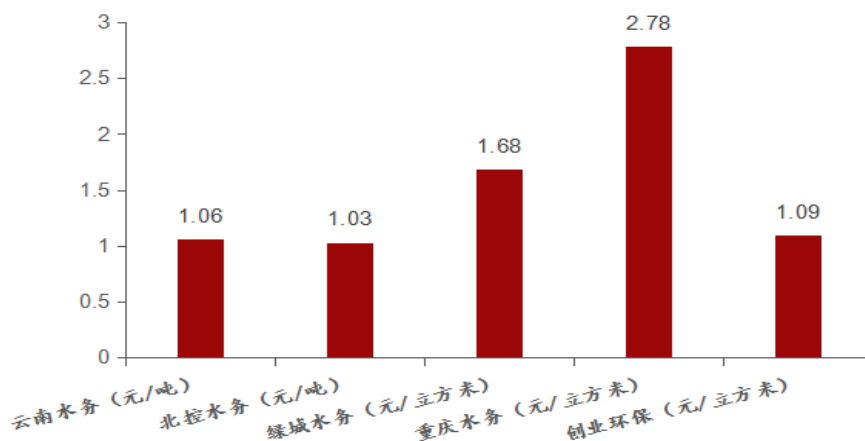
图 10: 2005-2015 城镇人口与城镇化率



数据来源: 国家统计局, 西南证券

2015 年 1 月, 国家发改委、财政部、住建部三部委联合下发《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》, 明确规定 2016 年底前, 城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元, 非居民不低于 1.4 元; 县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于 0.85 元, 非居民不低于 1.2 元。公司 2015 年报披露, 污水处理价格平均为每吨 1.06 元人民币, 与国内全国性水务公司(如北控水务、创业环保等)污水处理平均价格基本接近, 与地方性水务公司(如重庆水务、绿城水务等)价格相比较低, 随着污水处理收费标准上升以及在其他较高污水处理价格地区开展业务, 公司的营业收入仍有较大上涨空间。

图 11: 2015 年污水处理价格比较



数据来源: 各公司年报, 西南证券整理

3. 基于公司层面 PPP 模式，享受国企、民企双优势

云南水务是由云南城投与碧水源共同出资成立的 PPP 模式公司，在股权结构上享有先天优势：一方面，政府背景有利于提升公司的项目获取能力；另一方面，碧水源的 MBR 技术保证公司在获得项目的同时也可以提高利润率。

云南水务 2009 年成立后，云南城投通过云南省水务对其注入位于云南省的 29 家供水厂及污水处理厂的附属公司及合营公司资产；除了云南省内的项目获取，国企背景对于省外项目拓展也有帮助，公司表示，其区域营销团队均与当地政府保持密切合作关系。

公司与北京碧水源公司签订协议，可免费特许权费独家使用一项膜技术的专利技术并进行商业投产。由于公司可自主进行膜的生产，设备成本明显降低，自产膜设备比外部购买成本低大约 30%。此外，污水处理领域 MBR 膜工艺相对于传统工艺具有多项优势：（1）出水水质优质稳定，尤其是在“水十条”已经颁布的情况下，国家要求城镇污水处理设施 2017 年底前出水全部达到一级 A 标，膜工艺可以充分达到此项标准。虽然传统工艺也可达到一级 A 标，但其改造升级成本相较于使用膜工艺更高，故云南水务新建工程均会采用膜工艺；（2）占地面积小，不受场地限制，可进行分期建设；（3）剩余活性污泥产量。

表 2：MBR 与传统中水处理工艺

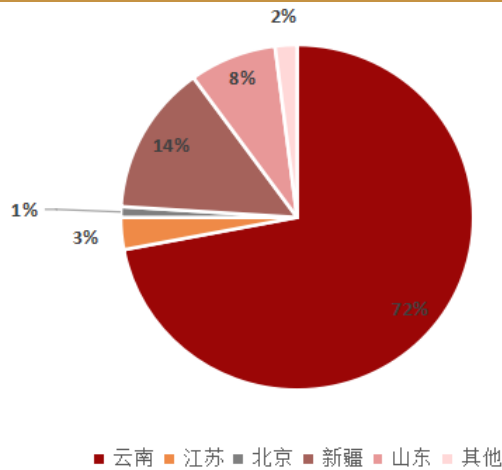
	MBR 工艺	传统工艺
工艺组成	将膜分离与传统生化处理有机结合，通过一步单元操作实现水质的净化	由传统生化处理与混凝、沉淀、过滤多步单元操作组成
对建筑物排水体制要求	合流制，入户管线为“两进一出” 管线少，投资小	分流制，入户管线为“两进两出”，管线多，投资大
建设要求	易实现模块化设计，适于分期建设，设备材料分期分批入场，节约投资	不易实现模块化设计，最好按最大设计能力一次性建成
场地要求	不受设置场所限制，可做成地面式、半地下式和地埋式	不受设置场所限制
出水水质	全面优于一级 A 标	可实现一级 A 标
占地面积	约为 1/3~1/2 m ² /(m ³ .d-1)	1m ² /(m ³ .d-1)
建设投资（2010 年数据）	2500~5000 元/(m ³ .d-1)	2000~3500 元/(m ³ .d-1)
剩余污泥	剩余活性污泥产量小，理论上可以实现零污泥排放	剩余污泥产量大，污泥处理费用高
运行管理	设备较少，流程简单，易于实现全自动控制，运行稳定可靠，操作人员仅需经过简单培训，无需专业人员看管	设备较多，管线复杂，发生故障的可能性较大，一般需专业人员维护

数据来源：中国污水处理工程网，西南证券

4. 省外、海外市场同步拓展

公司业务发展以云南为据点，逐步向全国市场扩张，在全国 10 个省份都有开展业务，包括云南、山东、福建、安徽、新疆等，业务覆盖地域广阔。

图 12：2015 年云南水务全国各地区收入占比



数据来源：公司资料，西南证券

向国内其余省份扩张的同时，凭借其区位优势，大力发展东南亚市场，目前已有泰国普吉岛垃圾焚烧发电项目、印尼泗水市垃圾填埋项目开始运营，泰国清迈市政自来水 BT 项目在建。

选择拓展东南亚市场，原因有宏观与微观两方面原因。宏观上看，地理位置接近，关系友好，云南与东南亚国家有多个友好城市关系，包括云南省与泰国清莱府、柬埔寨暹粒省，昆明与泰国清迈、缅甸曼德勒市等，双方之间在政治、经济等多项领域交流合作密切；微观上看，东南亚市场的项目收入与利润情况相较于国内更高，以泰国垃圾发电项目为例，垃圾燃值比国内更高，单位数量发电量多，此外泰国单位电价高，国内垃圾发电为 0.65 元人民币/度，泰国为约 1.25 元人民币/度。