

滇池水務(3768.HK)

買入(首次評級)

目標價: 2.55 港元

最新價: 1.85 港元

受惠國策利好，污水處理規模持續擴大

- 滇池水務為中國一間綜合水務服務供應商，具有國企背景。其在雲南省處於領域地位，佔有超過一半的市場份額。公司業務分成三大部分，包括污水處理、水供應(自來水和再生水供應)以及其他。公司在雲南省昆明市起家，其業務版圖已經延伸至雲南省其他地區和國內不同省份。
- 污水處理為核心收入來源，正在營運的污水處理設施合共有 35 間。2020 年上半年，污水處理佔 67.6% 收入比重。伴隨國內城鎮化率上升以及提高污水排放標準，為水環境治理行業增長帶來更多機遇。特別是在疫情背景下，部分民營企業可能會借機套現非核心的污水處理項目，為滇池水務提供併購機遇，以擴大污水處理能力。
- 至於再生水供應業務為公司另一個增長點，擁有昆明市主城區唯一的再生水輸配管網，處於壟斷地位，主要供應於市內公園及居住區作園林綠化、清潔街道等用途。目前國內再生水使用率仍然偏低，配合中央政府進一步加強污水資源化利用，預期再生水市場增長潛力相當龐大。

基本資料

總股數(百萬股)	1029.1
市值(億港元)	1903.9
行業	水務
52 週最高價(港元)	2.36
52 週最低價(港元)	1.57
發布日期	2020 年 10 月 14 日

分析員

何啟俊 CFA, FRM
Bevis.ho@elstone.com.hk
+852 3725-4353

盈利預測及投資建議

- 我們預期公司 2020 和 2021 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 4.2 億和 5.1 億人民幣，相當於每股盈利 0.41 元和 0.50 元人民幣。本港上市同業 2020 及 2021 年度加權平均預測市盈率為 6.1 倍及 5.3 倍，滇池水務的估值明顯較同業折讓，加上股息率吸引和業務受到經濟週期的影響較低。我們首次覆蓋，並給予「買入」評級，目標價 2.55 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 4.5 倍，潛在上升空間約 37.8%。

人民幣	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百萬元)	1833.5	1979.3	2404.8	2689.8
按年變動(%)	28.2%	8.0%	21.5%	11.8%
歸母淨利潤(百萬元)	368.4	419.3	514.7	566.0
按年變動(%)	5.7%	13.8%	22.8%	10.0%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.50	0.55
每股賬面值(元)	4.0	4.2	4.5	4.7
市盈率(倍)	4.5	4.0	3.3	3.0
市賬率(倍)	0.41	0.39	0.37	0.34

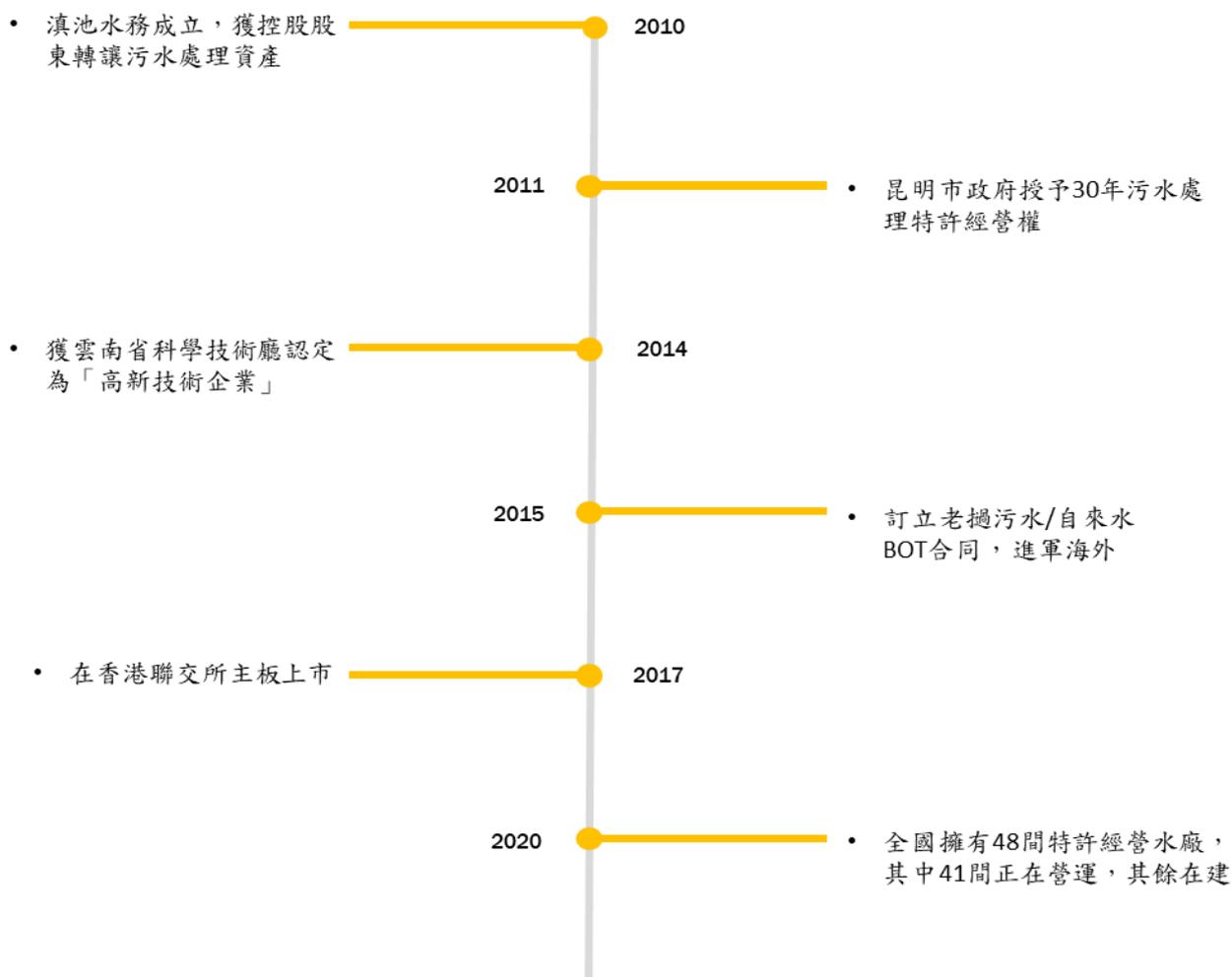
來源: 公司資料, 千里碩證券研究部

公司概覽

簡介

- 滇池水務為中國一間綜合水務服務供應商，2017年4月在香港聯交所主板掛牌。公司於2010年末正式成立，其控股股東為昆明滇池投資，具有國企背景。翌年，昆明市政府授予滇池水務30年污水處理特許經營權，奠定在昆明污水處理市場的絕對領導地位。同時，公司為雲南省最大的污水處理企業，目前市場佔有率達到一半。
- 公司主要從事開發、設計、施工、運營和維護水供給和污水處理設施，近年將業務及投資範圍延伸至垃圾處理、污泥資源化利用等固體廢物處置領域，以及清潔能源領域和科研合作、專案孵化領域等。

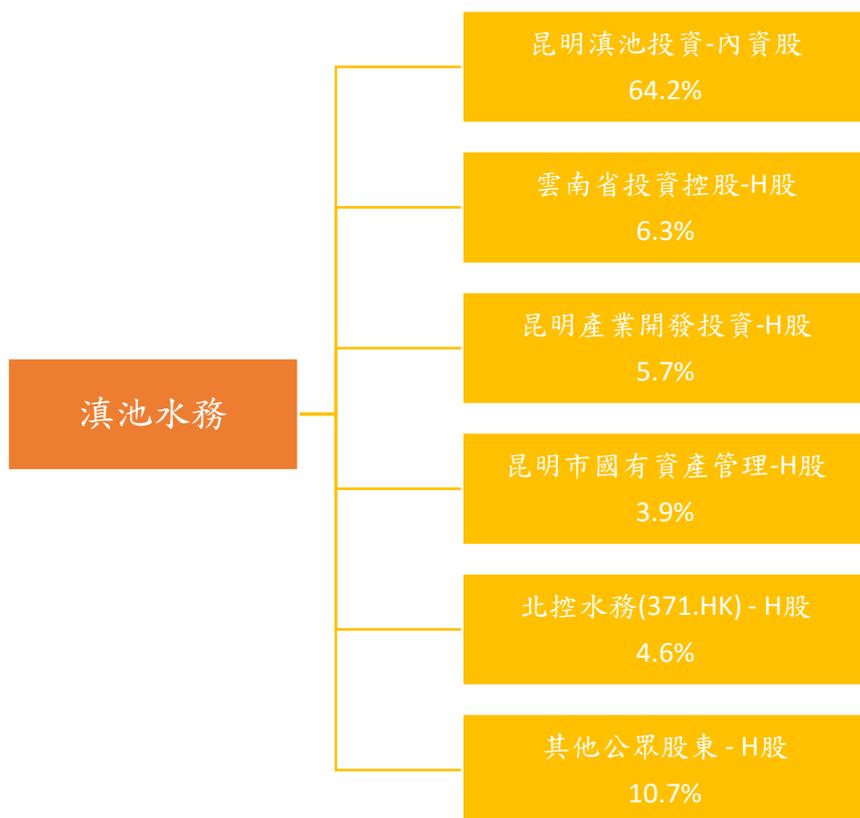
滇池水務發展流程圖



來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

股權架構

- 滇池水務大股東為昆明滇池投資，為昆明市滇池環保及水治理項目投融資主體，持有 6.6 億內資股，佔公司發行總股本 64.2%。值得一提，昆明滇池投資、昆明產業開發投資以及昆明市國有資產管理均隸屬於昆明市國資委旗下。



來源：公司 2020 年中期報告，經千里碩證券研究部整理

業務

- 滇池水務的業務分成三大部分，包括污水處理、水供應(自來水和再生水供應)以及其他。
- 公司在雲南省昆明市起家，經過多年發展，其業務版圖已經延伸至雲南省其他地區和國內不同省份，包括四川、安徽、江蘇、浙江、湖南以及貴州省。而公司首個拓展的海外業務位於老撾，仍然在建設階段。

滇池水務設施中國分布圖



來源: <https://mapchart.net/>，經千里碩證券研究部整理

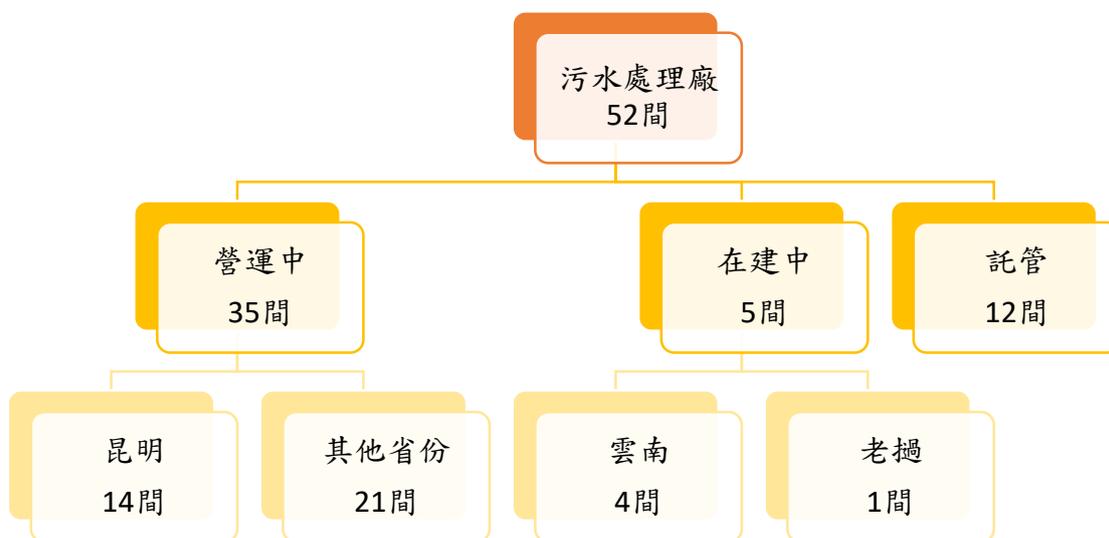
- 公司成立之初，主要目的是治理滇池流域日益嚴重的污染問題。滇池位於昆明市西南面，為中國第六大淡水湖泊以及雲南境內面積最大的高原淡水湖，佔地約 300 平方公里。
- 昆明市為雲南省省會，集該省政治、經濟、文化於一身，又是當地的交通樞紐。過去數十年，昆明市發展一日千里，城市和人口規模不斷擴充。由於工業發展和人口聚集，工業和市政廢水對滇池流域和周邊生態環境構成污染，藍藻頻繁滋生，危害居民健康和破壞各類物種生存空間。故此，由「九五」規劃開始，滇池連續 4 次被納入「三河三湖」重點流域治理計劃，積極改善滇池水質和減少湖內污染物濃度。
- 為治理滇池和減輕污染源頭，滇池水務在滇池沿岸及以入湖河道建設多個污水處理設施。

滇池流域污水處理設施分布圖



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

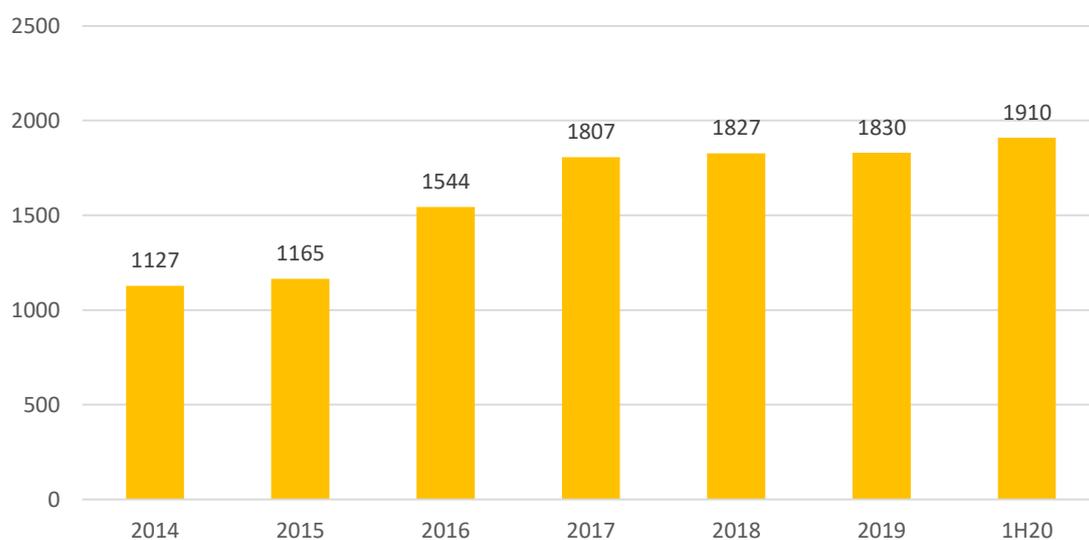
- 污水處理為核心收入來源，2020年上半年，佔67.6%收入比重。污水處理業務在特許經營權安排下，負責污水處理設施的設計、興建及營運，其主要客戶為雲南省或其他省份的地方政府。
- 截至2020年6月底止，公司正在營運的污水處理設施合共有35間，其中14間位於昆明，另有21間分布於中國其他地區，污水處理能力達到每日1910千立方米。至於在建中的污水處理項目有5個，4個坐落於雲南省內，1個位於前文提及過的老撾。公司亦有提供污水處理設施管理服務，現時的設計污水處理能力為每日500千立方米。
- 公司於9月24日公布，以代價8,130萬人民幣收購目標公司莆田市華科環保工程有限公司(華科環保)之悉數權益。華科環保主要業務為污水處理，其經營的污水處理廠設計產能為每日4萬立方米。預期收購完成後，將有助加大滇池水務的污水處理能力

污水處理設施一覽

來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

污水處理產能

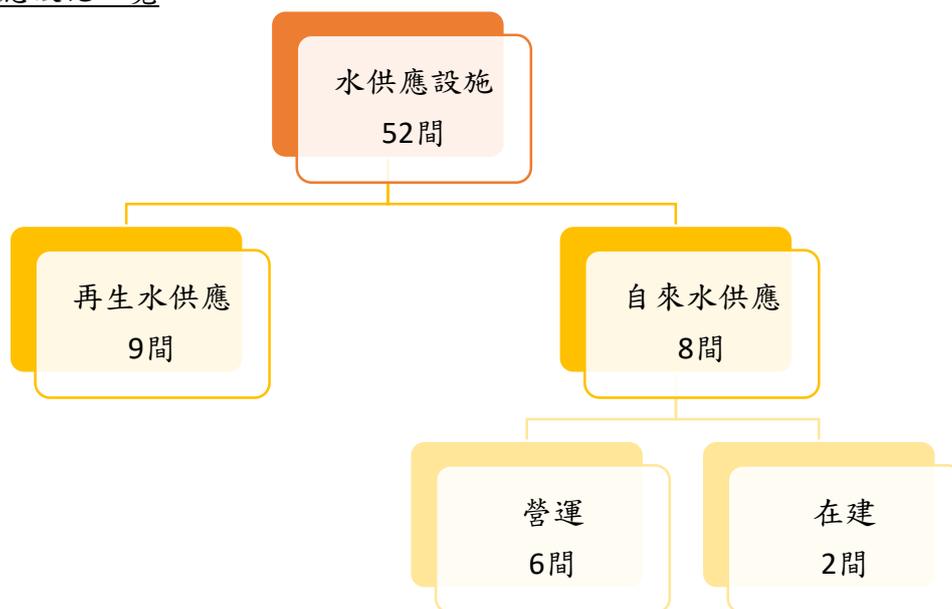
千立方米/每日



來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

- 水供應分部劃分為再生水和自來水供應兩部分。再生水業務主要向工商業及地方政府提供由污水處理設施經處理的再生水。再生水的用途相當廣泛，可用於市政園林綠化、清潔街道、基建工程，甚至河道補水。截至2020年6月底止，公司有9間污水處理廠可生產再生水，設計產能為每日63千立方米。自來水業務的客戶群為居民或工商業客戶，公司營運中的自來水廠有6間，另有兩間在建。

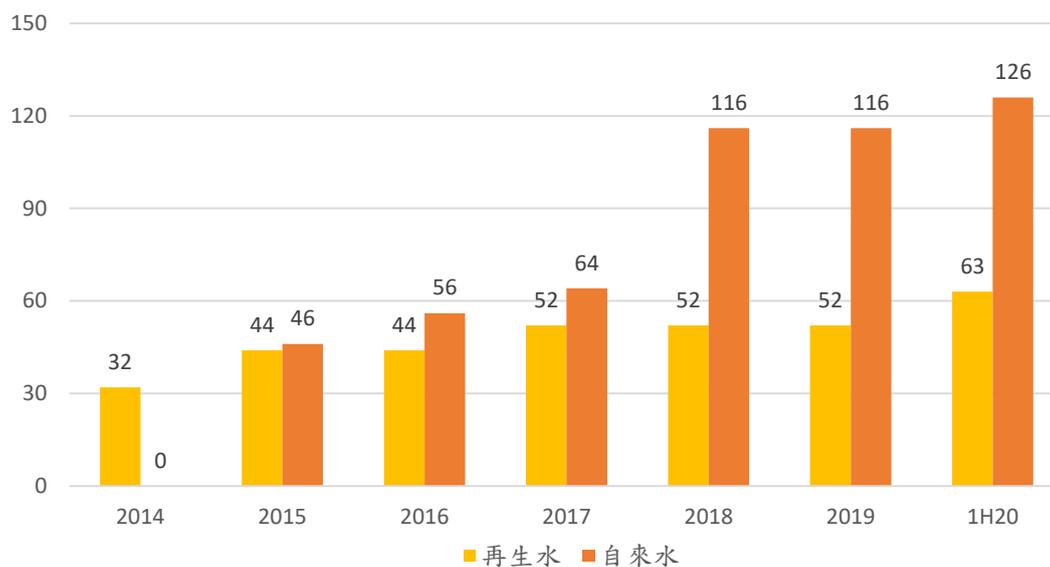
水供應設施一覽



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

水供應產能

千立方米/每日



來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

- 滇池水務的水處理項目採納不同模式，以 TOO、TOT 及 BOT 為主。截至 2020 年 6 月底，公司旗下有 48 間特許經營水廠(包括污水處理及自來水供應)，當中 41 間已投入營運，其餘 7 間仍在施工階段。正在營運的水廠中，有 14 間以 TOO 模式營運、21 間為 TOT 模式，BOT 及 BOO 則分別有 4 間及兩間。
- 2020 年上半年，公司有 50.4% 收入來自 TOO 模式，TOT 及 BOT 模式則分別佔 27.2% 及 13.8%。

項目模式概要

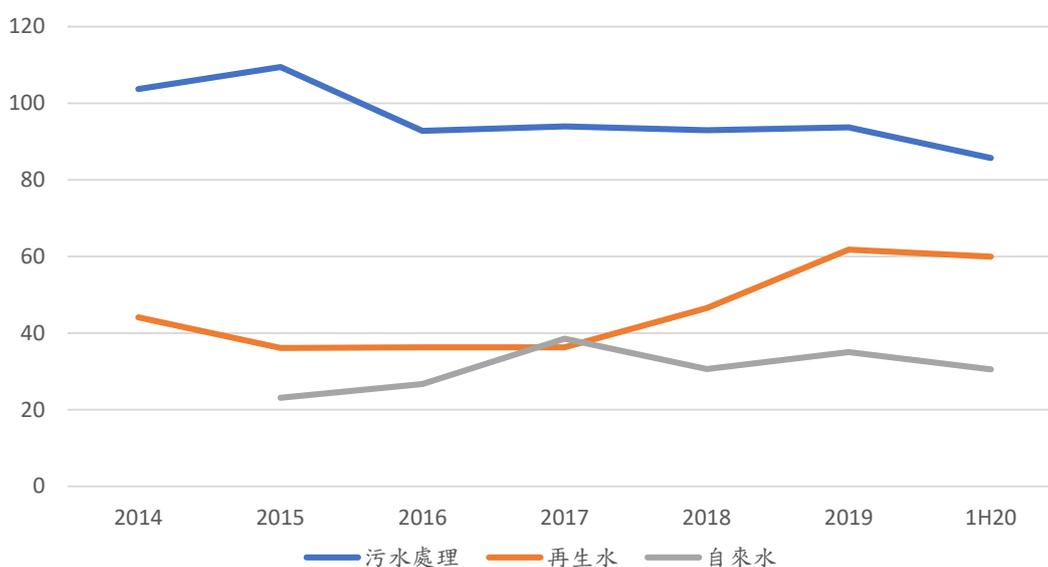
項目模式	內容
TOO (移交—擁有一經營)	以協議對價向地方政府購買特許經營權或現有設施營運權 特許期間屆滿後，可獲得新特許經營權
TOT (移交—擁有一移交)	與 TOO 相同 特許期間屆滿後，設施會移交予地方政府
BOO (建設—擁有一經營)	設施由滇池水務自行融資組建 地方政府授出設施的經營權 特許期間屆滿後，可獲得新特許經營權
BOT (建設—擁有一移交)	與 BOO 相同 特許期間屆滿後，設施會移交予地方政府
BT (建設—移交)	就設施提供資金建建造服務 完工後，設施將移交地方政府

來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 2020年6月底止，污水處理、再生水及自來水供應的產能利用率均比2019年末有所下降，相信是期內有新產能投入營運所致。

產能利用率

產能利用率(%)



- 滇池水務積極投入資源進行科技創新，包括源頭源頭控制、雨污調蓄、污水廠降耗及再生水安全利用等領域，目前公司註冊專利達到22項，並擁有11項軟件著作權。通過技術研發，除提升水質之外，亦有助於提升營運效率和節能降耗，加強整體盈利能力。
- 經過多年治理，滇池水質由以前劣V類，提升到IV類。公司污水處理廠多項出水指標如氨氮、化學需氧量(COD)、總磷(T-P)和總氮(T-N)均低於國家《城鎮污水處理廠污染物排放標準》一級A標。

污水處理出水指標

百分比(%)	國家一級 A 標排放標準 (毫克/升)	滇池水務出水排放數值 (毫克/升)	對比
氨氮	5.0	0.4	低國家標準 92%
化學需氧量(COD)	50.0	11.5	低國家標準 77%
總磷 (T-P)	0.50	0.13	低國家標準 74%
總氮 (T-N)	15.0	8.6	低國家標準 43%

來源：公司資料，千里碩證券研究部整理

- 除此以外，公司於昆明市總部設有一個遙距監控中心，可實時監察各個水廠運作情況，配以 GIS 空間地理技術和 3D 建模技術，即時將生產數據和影像傳遞至總部，中心人員可隨時下達運行指令，確保設施正常運作和提高設施營運效率。

前景展望

國策紅利延續，污水處理行業前景情

- 近年，中央積極推動中國經濟有序發展之餘，同樣重視生態文明建設，在國家戰略層面佔一席位。2020年對於水環境治理行業屬於重要里程碑，不單是《水污染防治行動計畫》(俗稱「水十條」)階段性目標考核年份，亦是《「十三五」全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》收官之年。在中央和地方政府政策支持下，國內污水處理設施規模和污水處理率穩步上揚。根據《中國水務行業市場分析報告(2020版)》的預測，到2020年底，全國城鎮每日污水處理能力將達到2.29億噸，城市及縣城污水處理率分別達到95%及94%，全面達到「十三五」規劃中的目標。
- 「十四五」時期即將來臨，相信國家政策對於水環境治理行業發展繼續扮演舉足輕重的角色。伴隨國內城鎮化率上升以及提高污水排放標準，為水環境治理行業增長帶來更多機遇。弗若斯特沙利文估算，國內水環境治理市場項目的年度合同價值到2022年將達到2259.0億人民幣，2018至2022年的複合年增長率達到12.6%。
- 在省級層面，2019年雲南省出台《雲南省城鎮污水處理提質增效三年行動實施方案(2019-2021年)》，提到全省每年新建及改造修復市政污水管網600公里以上，持續推進污水處理設施建設和提標改造，加快推進城市黑臭水體治理工作。目標在2021年底前，全省地級及以上城市建成基本消除生活污水直排口，基本消除城中村、老舊城區和城鄉結合部生活污水收集處理設施空白區，藉此提高城市生活污水收集成效。滇池水務作為雲南省最大的污水處理企業將受惠於雲南省推進更多污水處理設施興建以及污水處理量上升。
- 此外，今年在疫情背景下，國內不少民營企業經營環境轉差，面臨資金緊張的難題，部分企業手持一些非核心的污水處理設施，可能會借機套現，為滇池水務提供併購機遇，以擴大污水處理能力。

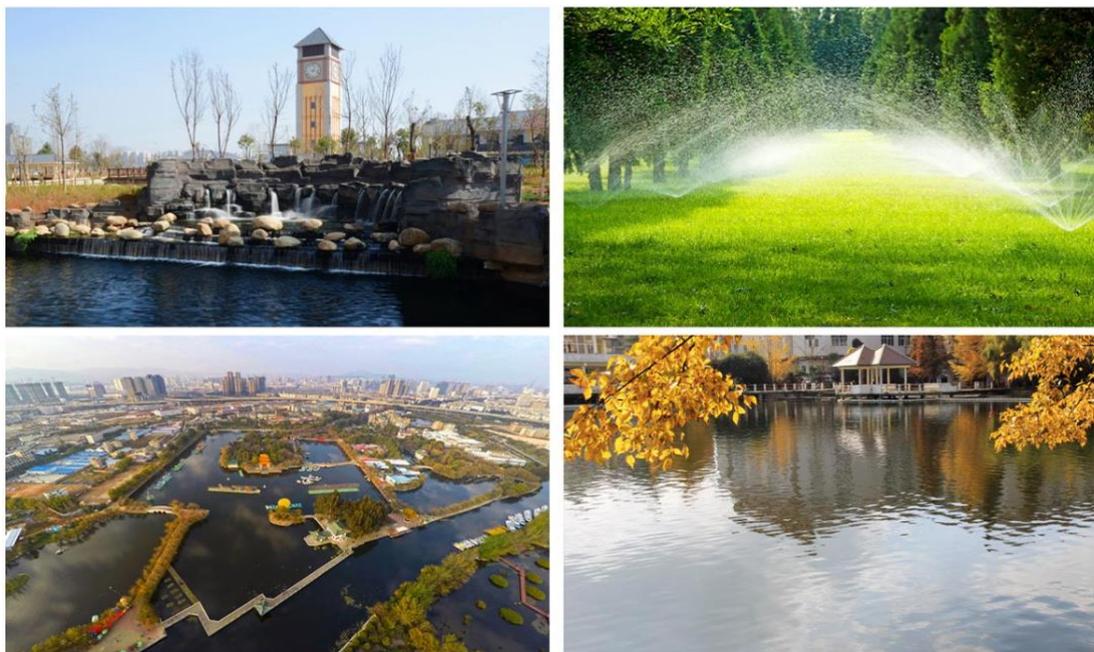
再生水利用率偏低，成業務增長動力

- 中國一直面對水資源匱乏，分佈不平均的特點，特別是經濟發展和城鎮化推進，令水資源供求矛盾突顯。為了提高水資源利用綜合利用率、改善城市居民水環境質量和減少水源污染。中國近年大力提倡再生水利用，在「十三五」規劃中，提到一系列再生水利用率目標，到2020年，京津冀地區不低於30%，缺水城市不低於20%，其他城市和縣城力爭達到15%。
- 展望未來，再生水市場增長潛力相當龐大，目前中國污水處理已經有一定

規模，惟處理技術水平有待提高，進一步將污水資源化為中國重要政策方向。通過引進以及研發新污水處理技術，可以提升污水處理效果和再生水利用率。

- 滇池水務擁有昆明市主城區唯一的再生水輸配管網，全長 260 公里，共有 130 個再生水供應點，為市內公園及居住區提供再生水。公司與滇池旅遊度假區就水務、環保及再生水方面進行合作，計劃未來 5 年投資 50 億人民幣，為度假區供應再生水、建設濕地等。除此以外，公司亦與昆明五華區及官渡區政府訂立合作框架協議，將參與區內再生水利用、濕地建設以及生態修復工程等，為再生水業務發展提供動力。值得一提，再生水價格在昆明市內具有競爭優勢，吸引昆明市內潛在用家採納再生水。現時昆明市工商用戶自來水價格為每噸 5.75 元人民幣，再生水價格則為每噸 2.28 元人民幣。

再生水用途



來源：公司網頁

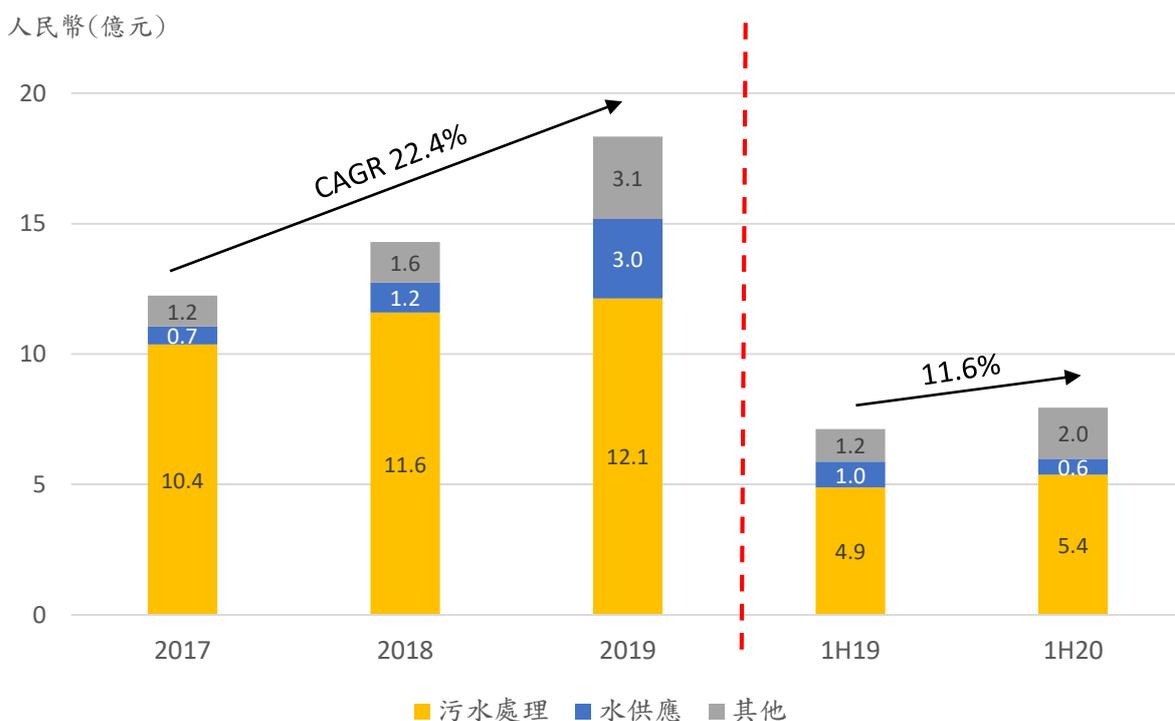
污泥資源化，走在行業前沿

- 污泥屬於污水處理過程中的副產品，進行無害化處置為中國現時的方針。根據「十三五」規劃，要求到 2020 年底前，城市污泥無害化處置率應提高到 75%；地級及以上城市達到 90%，；縣城力爭達到 60%。由於國內污水處理量規模持續擴大，污泥生產量會隨之提高，為「十四五」污泥市場帶來增長空間。
- 作為技術領先的污水處理企業，滇池水務比國家政策走得更前，實現將污泥資源化，衍生新收入來源。經處理的污泥可作為林業基質土和礦山修復，另一個用途是作為添加物，燒製成水泥及建材。

財務分析

- 2017至2019年期間，滇池水務收入的複合年增長率為22.4%。儘管2020年上半年新冠肺炎在國內爆發，公司收入增長保持穩健，按年上升11.6%至7.9億人民幣。其中核心污水處理分部收入按年上升10.1%至5.4億人民幣，佔收入比重67.6%，歸因於祿勸污水處理廠項目、昭通中心城市第一污水處理廠項目投入商業運作以及數個項目持續建設，帶來建造收入。
- 水供應分部收入則按年減少38.6%至6095.5萬人民幣，因部分項目的建造收入減少。其他分部收入同比增長59.3%至近2.0億人民幣，收入增加因宜良九鄉旅遊宜九路改擴建工程等項目持續建設以及新增第三水質淨化廠超級限除磷與第十三水質淨化廠委託代管的管理服務業務。

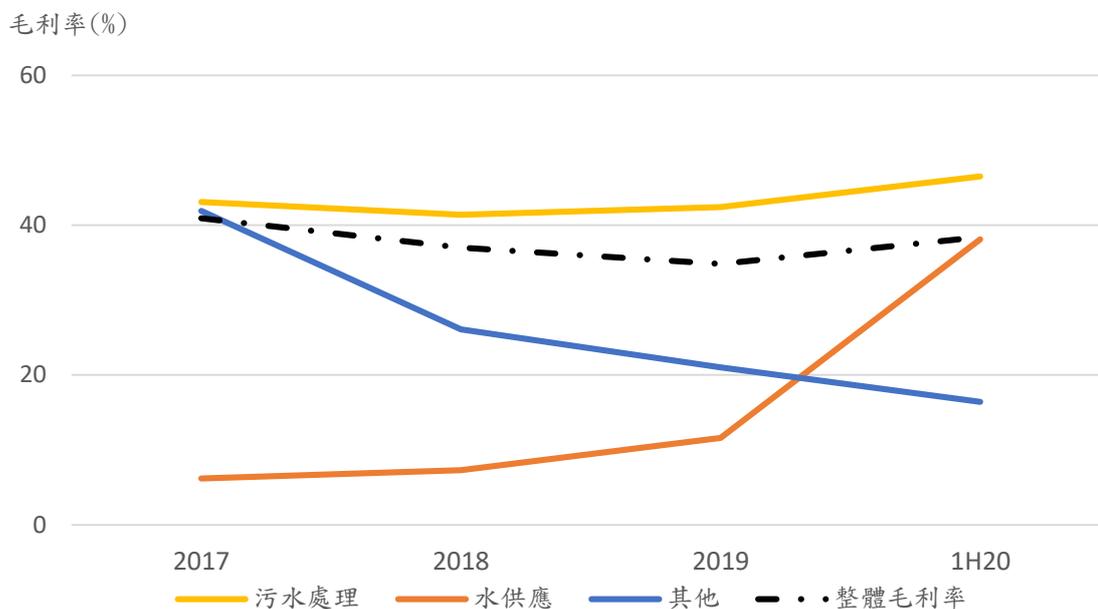
公司收入增長及分部貢獻



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 2017至2019年，公司整體毛利率呈向下趨勢，基於其他分部的毛利率下跌。2020年上半年，整體毛利率為39.4%，較2019年同期輕微下跌1.0個百分點。污水處理項目建造投入增加，令污水處理分部毛利率按年下跌1.8個百分點至46.5%；水供應及其他分部毛利率則分別為38.1%及16.4%。

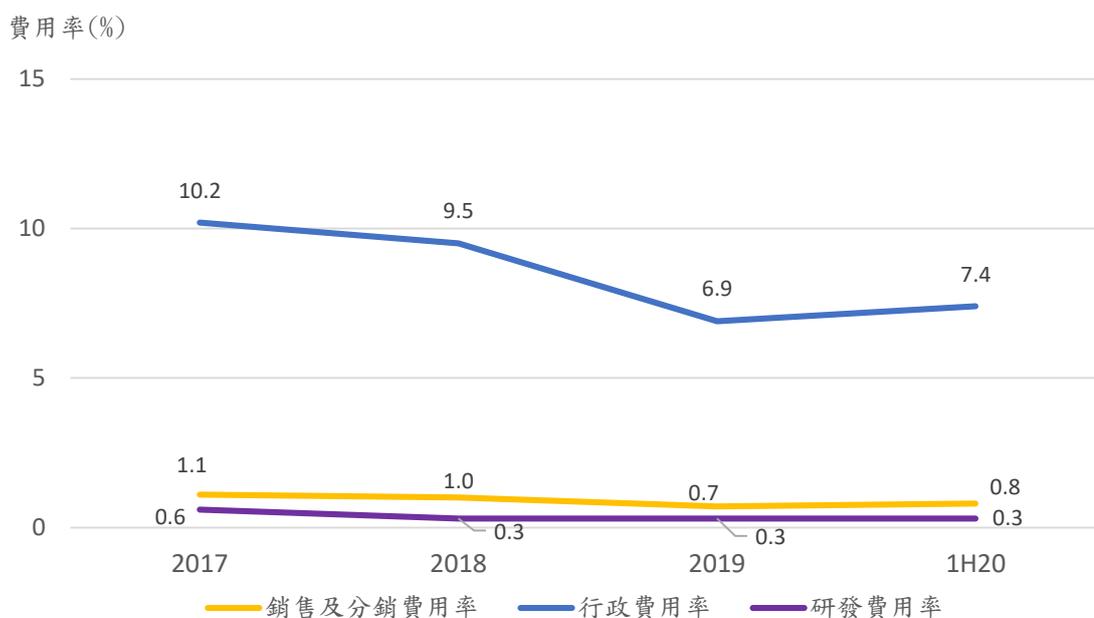
公司整體毛利率及分部毛利率



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

- 按往績紀錄, 公司的銷售及分銷費用率保持穩定, 佔總體收入約 1.0%左右。行政費用率由 2017 年 10.2%, 下跌至 2020 年上半年的 7.4%。研發費用率則維持在 0.3%水平。

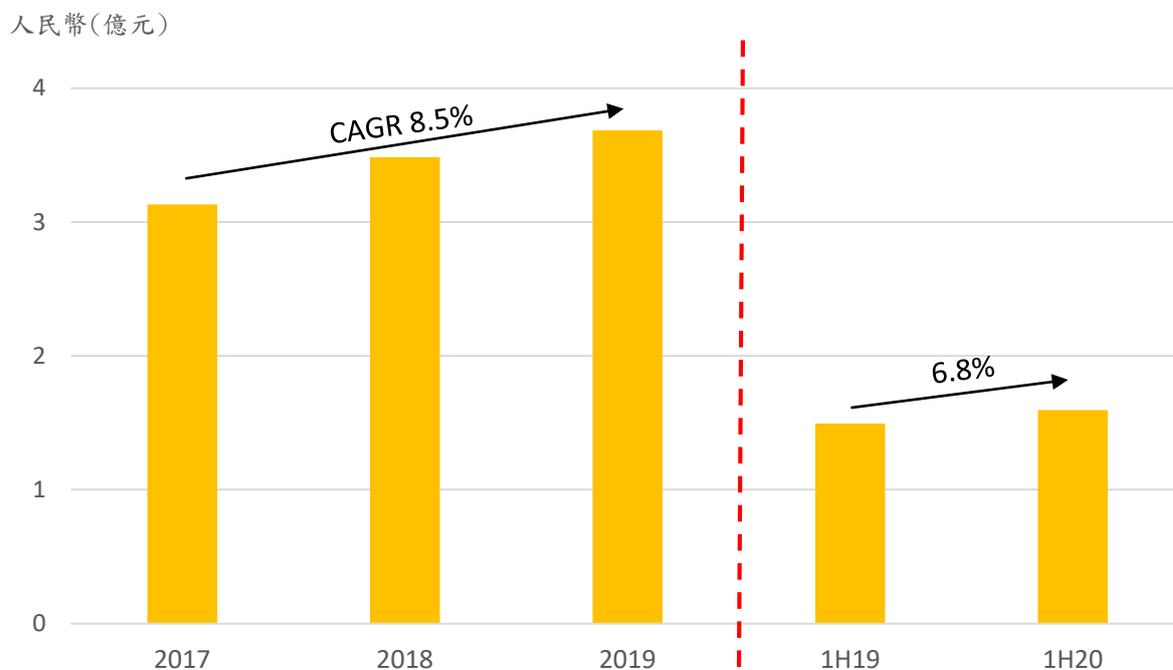
公司各項費用率



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

- 2017至2019年期間，歸屬於公司擁有人應佔溢利的複合年增長率為8.5%。
2020年上半年，歸屬於公司擁有人應佔溢利同比增長6.8%至3.7億人民幣。

公司溢利增長



來源：公司資料，經千里碩證券研究部整理

- 截至2020年6月底止，公司手頭現金為13.9億人民幣，當中有797.2萬人民幣限制性現金以及13.8億人民幣現金及現金等值物。短期負債及長期負債分別為10.8億和39.3億人民幣。淨負債為36.2億人民幣，淨負債比率為87.8%。

盈利預測及估值

- 假設公司 2020 至 2022 年期間，陸續有新污水處理廠投入營運和水供應業務的產能利用率上升，預期 2019 至 2022 年收入和歸屬於母公司股東淨利潤之複合年增長率分別為 13.6%及 15.4%。毛利率方面，我們預計 2020 至 2022 年會呈輕微向下趨向，主要是毛利較低的其他業務分部佔收入比重上升。
- 預期公司 2020 和 2021 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 4.2 億和 5.1 億人民幣，相當於每股盈利 0.41 元和 0.50 元人民幣。本港上市同業 2020 及 2021 年度加權平均預測市盈率為 6.1 倍及 5.3 倍，滇池水務的估值明顯較同業折讓，加上股息率吸引和業務受到經濟週期的影響較低。我們首次覆蓋，並給予「買入」評級，目標價 2.55 港元，相當於 2021 年度預測市盈率 4.5 倍，潛在上升空間約 37.8%。

同業估值比較

公司名	上市編號	市值(百萬港元)	2020預測 市盈率(倍)	2021預測 市盈率(倍)	2020預測 市賬率(倍)	2020預測 股息率(厘)
光大環境	257.HK	28,196.3	4.7	4.1	0.66	6.4
北控水務	371.HK	30,965.5	6.5	5.9	0.90	5.7
中國水務	855.HK	9,467.7	5.5	4.9	0.99	5.5
東江環保	895.HK	8,919.0	9.5	7.6	0.86	3.3
		平均	6.6	5.6	0.85	5.2
		加權平均	6.1	5.3	0.91	5.7

來源: 彭博, 經千里碩證券研究部整理

綜合收益表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1833.5	1979.3	2404.8	2689.8
銷售成本	(1195.6)	(1316.3)	(1611.2)	(1815.6)
毛利	637.9	663.1	793.6	874.2
銷售費用	(13.1)	(13.9)	(16.8)	(18.8)
行政費用	(126.1)	(148.5)	(180.4)	(201.7)
研發費用	(5.7)	(5.9)	(7.2)	(8.1)
資產減值虧損	(8.8)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
其他收入	86.5	122.2	121.5	122.5
其他虧損-淨額	(1.0)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
經營利潤	569.7	607.6	701.3	758.6
財務成本淨額	(131.3)	(108.9)	(89.2)	(85.5)
分估聯營業績	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
所得稅前利潤	438.2	498.4	611.8	672.8
所得稅費用	(68.1)	(77.3)	(94.8)	(104.3)
淨利潤	370.1	421.2	517.0	568.5
非控股權益	(1.7)	(1.9)	(2.3)	(2.6)
歸屬於母公司淨利潤	368.4	419.3	514.7	566.0

資產負債表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
應收賬款及其他應收款	2225.4	2500.0	2700.0	2800.0
現金及現金等價物	1290.2	1274.7	792.4	746.8
其他	372.1	143.7	292.9	348.8
流動資產合計	3887.7	3918.4	3785.4	3895.6
不動產、工廠及設備	3058.9	3064.4	3069.8	3012.2
特許經營權協議下的應收款項	1382.0	1583.5	1923.9	2151.8
應收客戶建造合同款	516.3	557.3	677.1	757.4
其他	731.4	754.6	784.3	814.7
非流動資產合計	5688.5	5959.8	6455.1	6736.0
資產總計	9576.2	9878.1	10240.5	10631.6
應付賬款及其他應付款	486.8	500.0	592.9	726.2
借款	701.3	800.0	700.0	600.0
其他	86.3	89.2	108.7	119.1
流動負債合計	1274.5	1389.2	1401.6	1445.3
遞延收益	266.4	287.5	349.3	390.7
借款	3865.0	3800.0	3800.0	3800.0
其他	76.0	87.7	107.0	117.3
非流動負債合計	4207.4	4175.3	4256.3	4308.0
負債總計	5481.8	5564.5	5657.9	5753.4
股本及儲備	4087.7	4306.6	4575.1	4870.2
非控股權益	6.8	7.1	7.5	8.0
權益總計	4094.4	4313.7	4582.6	4878.3

現金流量表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2019	2020E	2021E	2022E
稅前利潤	438.2	498.4	611.8	672.8
折舊	227.7	228.1	228.3	221.2
其他	1056.8	(71.8)	(1.1)	59.2
營運資金變動	(1677.3)	(503.0)	(574.3)	(280.6)
息、稅開支	(218.1)	(238.8)	(252.6)	(258.4)
營運現金流	(172.8)	(87.0)	12.1	414.2
資本開支	(222.9)	(223.5)	(223.9)	(156.7)
其他	(908.6)	402.6	68.6	68.6
投資現金流	(1131.5)	179.1	(155.3)	(88.1)
支付股利	(176.4)	(201.2)	(247.0)	(271.7)
借款變動	1787.2	33.6	(100.0)	(100.0)
其他	(109.8)	60.0	8.0	0.0
融資現金流	1501.0	(107.6)	(339.1)	(371.7)
期初現金	1079.7	1290.2	1274.7	792.4
現金流變動	196.6	(15.5)	(482.2)	(45.7)
匯率變動	13.8	0.0	0.0	0.0
期末現金	1290.2	1274.7	792.4	746.8

財務比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成長能力				
收入增長(%)	28.2%	8.0%	21.5%	11.8%
經營利潤增長(%)	21.2%	6.7%	15.4%	8.2%
歸母淨利潤增長(%)	5.7%	13.8%	22.8%	10.0%
盈利能力				
毛利率(%)	34.8%	33.5%	33.0%	32.5%
淨利潤率(%)	20.1%	21.2%	21.4%	21.0%
股本回報率(%)	9.0%	9.7%	11.2%	11.6%
資產回報率(%)	3.8%	4.2%	5.0%	5.3%
償付能力				
負債比率(%)	57.2%	56.3%	55.2%	54.1%
淨負債比率(%)	78.4%	76.9%	80.9%	74.9%
流動比率	3.1	2.8	2.7	2.7
速動比率	3.0	2.8	2.7	2.7
每股指標				
每股盈利(元)	0.36	0.41	0.50	0.55
每股賬面值(元)	4.0	4.2	4.5	4.7
每股派息(元)	0.17	0.20	0.24	0.26
估值				
市盈率(倍)	4.5	4.0	3.3	3.0
市賬率(倍)	0.41	0.39	0.37	0.34
股息率(%)	9.3%	10.6%	13.0%	14.3%

免責聲明

本報告由千里碩證券有限公司(“千里碩”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，千里碩概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，千里碩及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，千里碩在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於千里碩所有。未經千里碩許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

千里碩證券有限公司

地址: 香港中環干諾道中 168-200 信德中心西翼 16 樓 1601-1604 室

電話: (852)3725 4300

傳真: (852)3725 4399

電郵: enquiry@elstone.com