

# 滇池水务(3768.HK)

拟业务布局至沿海发达地区

评级: 买入

目标价: 2.55 港元

最新价: 1.98 港元

- 国家发改委于2021年7月初宣布,按照《污染治理和节能减碳中央预算内投资专项管理办法》,拟预算75亿人民币,支持各地污水处理、污水资源化利用、城镇生活垃圾分类和处理、城镇医疗废物危险废物集中处置等污染治理重点项目建设,以打好污染防治攻坚战。滇池水务为云南昆明市污水处理龙头企业,昆明市政府过去积极做好大气污染防治,治理滇池水质等工作,力争成为国内生态文明建设示范城市,憧憬公司亦有望受惠投资计划。
- 展望未来,滇池水务会利用昆明市污水处理及再生水的特许经营协议,拓展市内的水环境治理项目,同时推进周边地区已有合作意愿的项目。公司亦会考虑以股权投资或并购资产等方式将更多项目收归旗下,其中布局中国沿海发达地区为目标之一。此外,在目前已营运的污水处理厂,积极推进提标改造工程以及试行污水处理设施迈向智能代、自动化及信息化,以提升设施营运效率及降低成本,增强盈利能力。

## 基本数据

总股数(百万股)	1029.1
市值(亿港元)	2037.6
行业	水务
52周最高价(港元)	2.05
52周最低价(港元)	1.45
发布日期	2021年7月9日

## 分析师

何启俊 CFA, FRM  
Bevis.ho@elstone.com.hk  
+852 3725-4353

## 盈利预测及投资建议

- 预期公司2021和2022年归属于母公司股东净利润分别为3.8亿和4.2亿人民币,相当于每股盈利0.38元和0.36元人民币。本港上市同业2021及2022年度加权平均预测市盈率为5.1倍及4.7倍,滇池水务的估值较同业折让,加上股息率吸引和业务受到经济周期的影响较低。我们重申「买入」评级,目标价2.55港元,潜在上升空间约28.8%。

人民币	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(百万元)	1919.4	2097.4	2278.4	2423.8
按年变动(%)	4.7%	9.3%	8.6%	6.4%
归母净利润(百万元)	348.6	377.0	415.2	443.5
按年变动(%)	-5.4%	8.2%	10.1%	6.8%
每股收益(元)	0.34	0.37	0.40	0.43
每股账面值(元)	4.2	4.3	4.5	4.8
市盈率(倍)	4.9	4.5	4.1	3.8
市账率(倍)	0.40	0.38	0.36	0.35
股息率(%)	9.0%	9.3%	10.2%	10.9%

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部

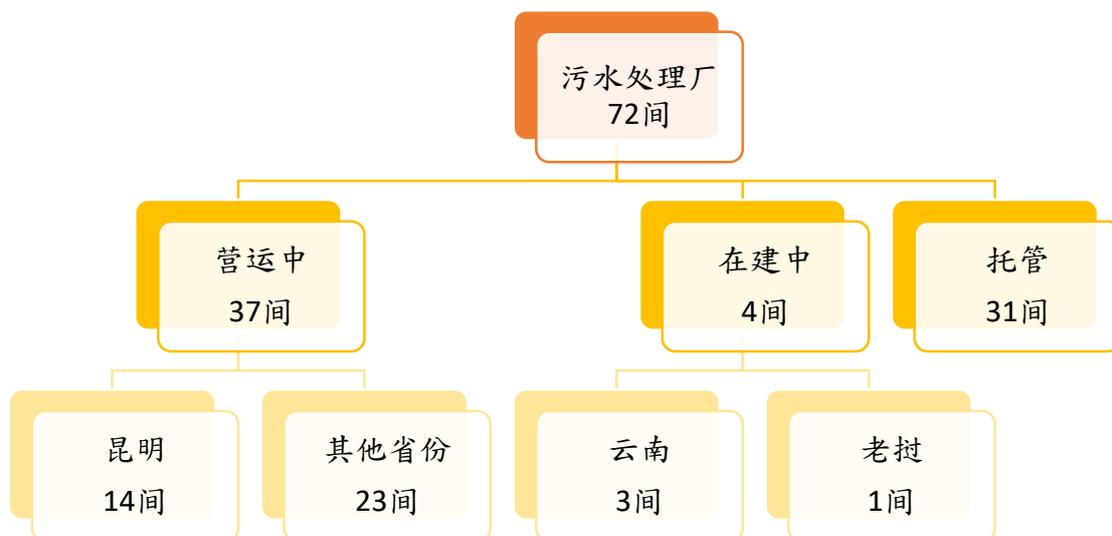
## 中央拟预算 75 亿人民币投放污水处理

- 国家发改委于 2021 年 7 月初宣布，按照《污染治理和节能减碳中央预算内投资专项管理办法》，拟预算 75 亿人民币，支持各地污水处理、污水资源化利用、城镇生活垃圾分类和处理、城镇医疗废物危险废物集中处置等污染治理重点项目建设，以打好污染防治攻坚战。
- 今次的投资计划将优先向京津冀地区、长江经济带、黄河流域、粤港澳大湾区、国家生态文明试验区等重点区域倾斜，以推动补齐城镇环境基础设施短板弱项。
- 事实上，中央和地方政府每年均推动各项环保政策和措施落地，对推进环保产业不遗余力。滇池水务为云南昆明市污水处理龙头企业，昆明市政府过去积极做好大气污染防治，治理滇池水质等工作，力争成为国内生态文明建设示范城市，憧憬公司亦有望受惠投资计划。

## 2020 年度盈利出现中单位数跌幅

- 2020 年度，滇池水务收入按年上升 4.7%至 19.2 亿人民币；公司权益持有人应占净利润则减少 5.4%至 3.5 亿人民币。收入增长主要是增值税税率变动、污水处理量增加以及委托管理业务量增长，惜金融资产减值损失净额扩大至 2,667.1 万人民币和录得其他开支净额 4,284.5 万人民币(非经常性项目)，致净利润出现中单位数跌幅。整体毛利率按年上升 0.6 个百分点至 35.4%，因污水处理和水供应分部毛利率增加。
- 按业务分部划分，污水处理分部收入按年上升 5.2%至 12.8 亿人民币，占收入比重 66.7%，分部毛利率同比上升 1.3 个百分点至 42.4%，得益于昭通水务污水服务毛利较高以及新污水处理厂投入运作。由于寻甸县公园和部分道路再生水利用及绿化提升改造 BT 项目进入回购期，致水供给分部收入按年下跌 14.4%至 2.6 亿人民币，分部毛利率上升 1.6 个百分点至 20.5%。收入增速最快来自其他业务分部，收入按年上升 21.3%至 3.8 亿人民币，归因于委托管理业务量增长以及宜良县九乡旅游小镇宜九路改扩建工程等 BT 项目持续建设。
- 截至 2020 年 12 月底止，公司正在营运的污水处理设施合共有 37 间，其中 14 间位于昆明，另有 23 间分布于中国其他地区，污水处理能力达到每日 1962 千立方米。至于在建中的污水处理项目有 4 个，3 个坐落于云南省内，1 个位于老挝。公司亦有提供污水处理设施管理服务，现时的设计污水处理能力约为每日 500 千立方米。

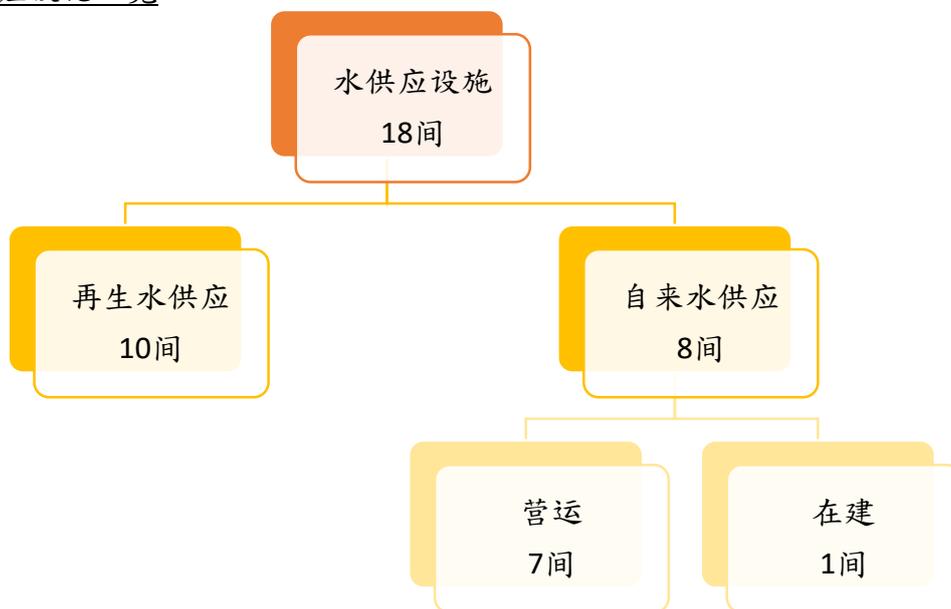
污水处理设施一览



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 至于水供应设施方面, 公司有 10 间污水处理厂可生产再生水, 设计产能为每日 213 千立方米。营运中的自来水厂有 7 间, 另有 1 间在建。

水供应设施一览



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

## 业务发展

- 展望未来，公司在拓展传统污水处理以及固废处置业务均有不同的发展策略。首先，公司会利用昆明市污水处理及再生水的特许经营协议，拓展市内的水环境治理项目，同时推进周边地区已有合作意愿的项目。公司亦会考虑以股权投资或并购资产等方式将更多项目收归旗下，其中布局中国沿海发达地区为目标之一，主要考虑到回款保证相对稳定。此外，在目前已营运的污水处理厂，积极推进提标改造工程以及试行污水处理设施迈向智能代、自动化及信息化，以提升设施营运效率及降低成本，增强盈利能力。
- 固废处置业务方面，公司正拓展污泥资源化和林业基质土矿山修复等固废处置项目，憧憬为公司业务提供新增长点，公司未来可能会考虑进军垃圾分类、餐厨能源化等领域。

## 盈利预测及估值

- 假设公司 2021 至 2023 年期间，陆续有新污水处理厂投入营运和水供应业务的产能利用率上升，预期 2020 至 2023 年收入和归属于母公司股东净利润之复合年增长率分别为 8.1%及 8.4%。毛利率方面，我们预计 2020 至 2022 年会呈轻微向下趋向，主要是毛利较低的其他业务分部占比上升。
- 预期公司 2021 和 2022 年归属于母公司股东净利润分别为 3.8 亿和 4.2 亿人民币，相当于每股盈利 0.38 元和 0.36 元人民币。本港上市同业 2021 及 2022 年度加权平均预测市盈率为 5.1 倍及 4.7 倍，滇池水务的估值较同业折让，加上股息率吸引和业务受到经济周期的影响较低。我们重申「买入」评级，目标价 2.55 港元，潜在上升空间约 28.8%。

### 同业估值比较

公司名	上市编号	市值(百万港元)	2021预测 市盈率(倍)	2022预测 市盈率(倍)	2021预测 市账率(倍)	2021预测 股息率(厘)
光大环境	257.HK	25,431.9	3.6	3.4	0.66	8.3
北控水务	371.HK	29,670.4	6.4	5.9	0.90	5.9
中国水务	855.HK	9,699.6	5.1	4.6	1.0	5.9
		平均	5.0	4.6	0.85	6.7
		加权平均	5.1	4.7	6.02	6.9

来源: 彭博, 经千里硕证券研究部整理

综合收益表(截至12月底止)					现金流量表(截至12月底止)				
人民币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	人民币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	1919.4	2097.4	2278.4	2423.8	<b>税前利润</b>	415.5	448.2	493.6	527.2
<b>销售成本</b>	(1240.2)	(1352.8)	(1480.9)	(1599.7)	<b>折旧</b>	241.1	221.3	218.6	217.9
<b>毛利</b>	679.2	744.6	797.4	824.1	<b>其他</b>	52.2	413.0	25.3	63.7
<b>销售费用</b>	(13.7)	(14.7)	(15.9)	(17.0)	<b>营运资金变动</b>	(1038.5)	(774.1)	1.8	(108.0)
<b>行政费用</b>	(151.4)	(163.6)	(173.2)	(169.7)	<b>息、税开支</b>	(283.7)	(249.5)	(249.1)	(250.6)
<b>研发费用</b>	(7.4)	(6.3)	(9.1)	(7.3)	<b>营运现金流</b>	(613.5)	59.0	490.2	450.1
<b>资产减值亏损</b>	(26.7)	(17.7)	(17.7)	(17.7)	<b>资本开支</b>	(218.0)	(207.8)	(201.6)	(206.4)
<b>其他收入</b>	(42.8)	13.9	12.7	11.6	<b>其他</b>	(72.7)	73.0	73.0	73.0
<b>其他亏损-净额</b>	(7.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	<b>投资现金流</b>	(290.7)	(134.8)	(128.6)	(133.4)
<b>经营利润</b>	429.5	555.9	593.9	623.8	<b>支付股利</b>	(184.2)	(188.5)	(207.6)	(221.7)
<b>财务成本净额</b>	(13.7)	(107.4)	(100.0)	(96.3)	<b>借款变动</b>	400.5	133.1	(200.0)	(100.0)
<b>分占联营业绩</b>	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	<b>其他</b>	171.2	8.0	0.0	0.0
<b>所得税前利润</b>	415.5	448.2	493.6	527.2	<b>融资现金流</b>	387.5	(47.4)	(407.6)	(321.7)
<b>所得税费用</b>	(65.1)	(69.5)	(76.5)	(81.7)	<b>期初现金</b>	1290.2	749.9	626.7	580.6
<b>净利润</b>	350.4	378.7	417.1	445.5	<b>现金流变动</b>	(516.7)	(123.2)	(46.1)	(5.1)
<b>非控股权益</b>	(1.9)	(1.7)	(1.9)	(2.0)	<b>汇率变动</b>	(23.6)	0.0	0.0	0.0
<b>归属于母公司净利润</b>	348.6	377.0	415.2	443.5	<b>期末现金</b>	749.9	626.7	580.6	575.6
<b>资产负债表(截至12月底止)</b>					<b>财务比率</b>				
人民币(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>应收账款及其他应收款</b>	2391.0	2726.6	2734.0	2666.2	<b>成长能力</b>				
<b>现金及现金等价物</b>	749.9	626.7	580.6	575.6	<b>收入增长(%)</b>	4.7%	9.3%	8.6%	6.4%
<b>其他</b>	353.3	297.8	350.6	353.5	<b>经营利润增长(%)</b>	-24.6%	29.4%	6.8%	5.0%
<b>流动资产合计</b>	3494.2	3351.2	3365.3	3295.3	<b>归母净利润增长(%)</b>	-5.4%	8.2%	10.1%	6.8%
<b>不动产、工厂及设备</b>	2840.7	2833.8	2821.7	2814.8	<b>盈利能力</b>				
<b>特许经营权协议下的 的应收款项</b>	2420.6	2726.6	2665.7	2787.4	<b>毛利率(%)</b>	35.4%	35.5%	35.0%	34.0%
<b>应收客户建造合同款</b>	612.7	629.2	706.3	775.6	<b>净利润率(%)</b>	18.2%	18.0%	18.2%	18.3%
<b>其他</b>	1128.2	1196.1	1265.0	1327.7	<b>股本回报率(%)</b>	8.2%	8.4%	8.9%	9.1%
<b>非流动资产合计</b>	7002.3	7385.7	7458.6	7705.6	<b>资产回报率(%)</b>	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%
<b>资产总计</b>	10496.5	10736.9	10823.9	11000.9	<b>偿付能力</b>				
<b>应付账款及其他应付款</b>	699.1	608.8	636.8	655.9	<b>负债比率(%)</b>	59.3%	58.4%	56.8%	55.5%
<b>借款</b>	1883.8	1600.0	1400.0	1350.0	<b>净负债比率(%)</b>	98.5%	100.2%	92.4%	86.3%
<b>其他</b>	227.4	204.5	206.7	205.3	<b>流动比率</b>	2.7	1.2	1.4	1.5
<b>流动负债合计</b>	2810.3	2413.3	2243.5	2211.2	<b>速动比率</b>	1.1	1.4	1.5	1.5
<b>递延收益</b>	248.4	276.9	319.0	352.1	<b>每股指标</b>				
<b>借款</b>	3083.1	3500.0	3500.0	3450.0	<b>每股盈利(元)</b>	0.34	0.37	0.40	0.43
<b>其他</b>	82.2	83.4	88.0	89.9	<b>每股账面值(元)</b>	4.2	4.3	4.5	4.8
<b>非流动负债合计</b>	3413.8	3860.2	3907.0	3892.0	<b>每股派息(元)</b>	0.18	0.18	0.20	0.22
<b>负债总计</b>	6224.0	6273.5	6150.5	6103.2	<b>估值</b>				
<b>股本及储备</b>	4265.4	4456.0	4665.7	4889.6	<b>市盈率(倍)</b>	4.9	4.5	4.1	3.8
<b>非控股权益</b>	7.1	7.4	7.7	8.1	<b>市账率(倍)</b>	0.40	0.38	0.36	0.35
<b>权益总计</b>	4272.6	4463.4	4673.4	4897.6	<b>股息率(%)</b>	9.0%	9.3%	10.2%	10.9%

## 免责声明

本报告由千里硕证券有限公司(“千里硕”)研究部刊发，内容基于其认为可靠的来源，但就其是否公平、准确、完整或正确，千里硕概不作出或发出任何明示或默示的保证或承诺。本报告中的所有意见如有更改，恕不另行通知。所提供的信息仅供参考和阅览，并非就本文提及的证券或投资进行买卖或交易的建议、要约或招揽。在市场惯例允许的情况下，千里硕及其员工和亲属或联系人，可不时就本报告中提及的公司的证券或相关产品或投资持有头寸，以及进行买卖。投资涉及风险。投资者应注意，投资的价值和证券的价格可以上升或下跌，过往表现不一定未来表现的指标。投资者应寻求独立专业意见，千里硕在任何情况下，就投资者使用此报告的信息而可能蒙受的利润损失，概不在任何方面承担责任。本报告的内容的版权属于千里硕所有。未经千里硕许可，任何人不得就任何目的复制、发佈或分发本报告的全部或部分內容。本报告所载观点，由证监会持牌分析师拟备，并准确反映分析师对有关证券的个人意见。除非另有披露，否则于本报告刊发日期，就本文谈及的公司或与该等公司属同一集团的成员公司的证券，本报告的分析师并无持有任何权益。

千里硕证券有限公司

地址: 香港中环干诺道中 168-200 信德中心西翼 16 楼 1601-1604 室

电话: (852)3725 4300

传真: (852)3725 4399

电邮: enquiry@elstone.com