

滇池水务(3768.HK)

买入(首次评级)

目标价: 2.55 港元

最新价: 1.85 港元

受惠国策利好，污水处理规模持续扩大

- 滇池水务为中国一间综合水务服务供货商，具有国企背景。其在云南省处于领域地位，占有超过一半的市场份额。公司业务分成三大部分，包括污水处理、水供应(自来水和再生水供应)以及其他。公司在云南省昆明市起家，其业务版图已经延伸至云南省其他地区 and 国内不同省份。
- 污水处理为核心收入来源，正在营运的污水处理设施合共有 35 间。2020 年上半年，污水处理占 67.6% 收入比重。伴随国内城镇化率上升以及提高污水排放标准，为水环境治理行业增长带来更多机遇。特别是在疫情背景下，部分民营企业可能会借机套现非核心的污水处理项目，为滇池水务提供并购机遇，以扩大污水处理能力。
- 至于再生水供应业务为公司另一个增长点，拥有昆明市主城区唯一的再生水输配管网，处于垄断地位，主要供应于市内公园及居住区作园林绿化、清洁街道等用途。目前国内再生水使用率仍然偏低，配合中央政府进一步加强污水资源化利用，预期再生水市场增长潜力相当庞大。

基本数据

总股数(百万股)	1029.1
市值(亿港元)	1903.9
行业	水务
52 周最高价(港元)	2.36
52 周最低价(港元)	1.57
发布日期	2020 年 10 月 14 日

分析员

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

盈利预测及投资建议

- 我们预期公司 2020 和 2021 年归属于母公司股东净利润分别为 4.2 亿和 5.1 亿人民币，相当于每股盈利 0.41 元和 0.50 元人民币。本港上市同业 2020 及 2021 年度加权平均预测市盈率为 6.1 倍及 5.3 倍，滇池水务的估值明显较同业折让，加上股息率吸引和业务受到经济周期的影响较低。我们首次覆盖，并给予「买入」评级，目标价 2.55 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 4.5 倍，潜在上升空间约 37.8%。

人民币	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	1833.5	1979.3	2404.8	2689.8
按年变动(%)	28.2%	8.0%	21.5%	11.8%
归母净利润(百万元)	368.4	419.3	514.7	566.0
按年变动(%)	5.7%	13.8%	22.8%	10.0%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.50	0.55
每股账面值(元)	4.0	4.2	4.5	4.7
市盈率(倍)	4.5	4.0	3.3	3.0
市账率(倍)	0.41	0.39	0.37	0.34

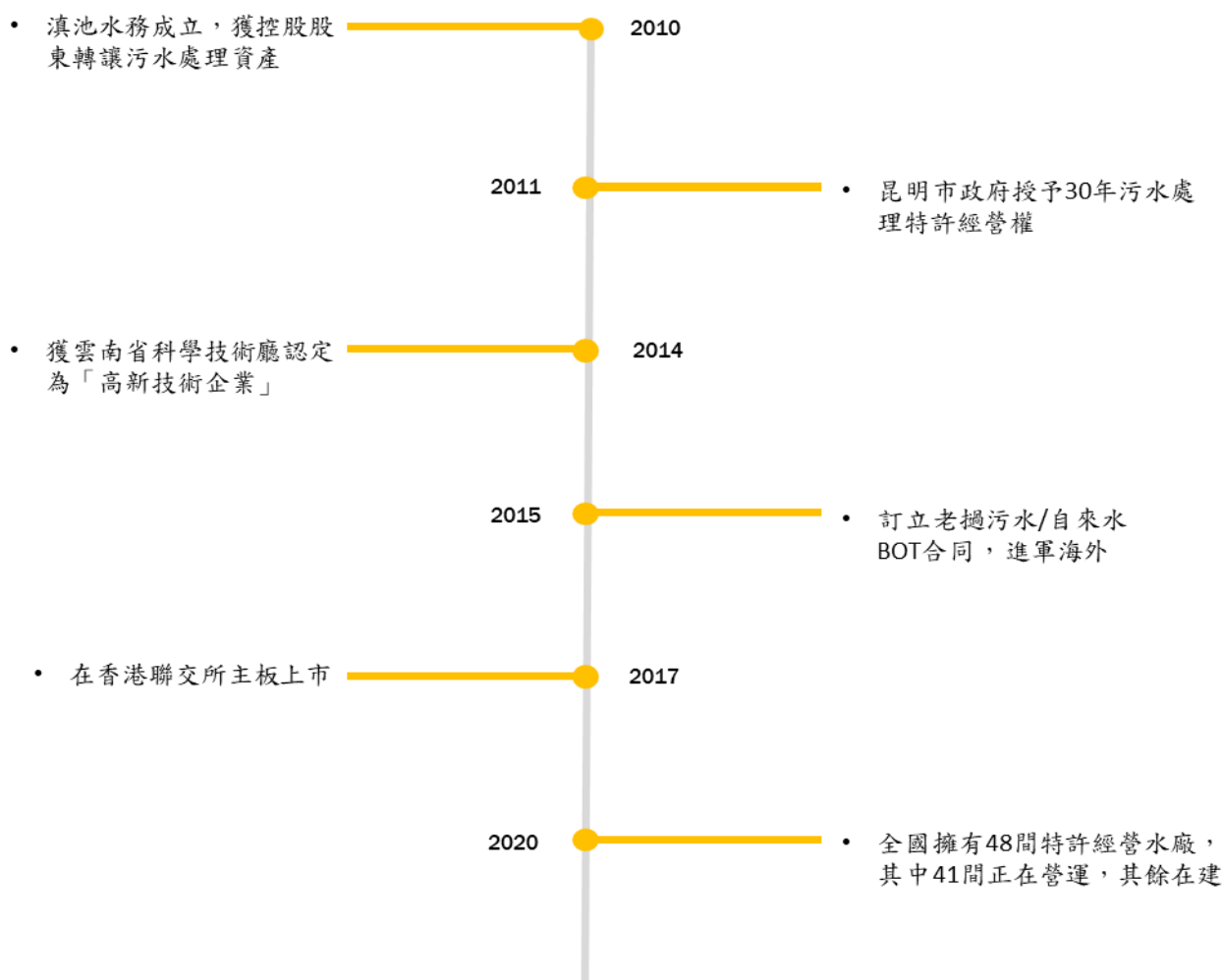
来源: 公司资料, 千里硕证券研究部

公司概况

简介

- 滇池水务为中国一间综合水务服务供货商，2017年4月在香港联交所主板挂牌。公司于2010年末正式成立，其控股股东为昆明滇池投资，具有国企背景。翌年，昆明市政府授予滇池水务30年污水处理特许经营权，奠定在昆明污水处理市场的绝对领导地位。同时，公司为云南省最大的污水处理企业，目前市场占有率达到一半。
- 公司主要从事开发、设计、施工、运营和维护水供给和污水处理设施，近年将业务及投资范围延伸至垃圾处理、污泥资源化利用等固体废物处置领域，以及清洁能源领域和科研合作、项目孵化领域等。

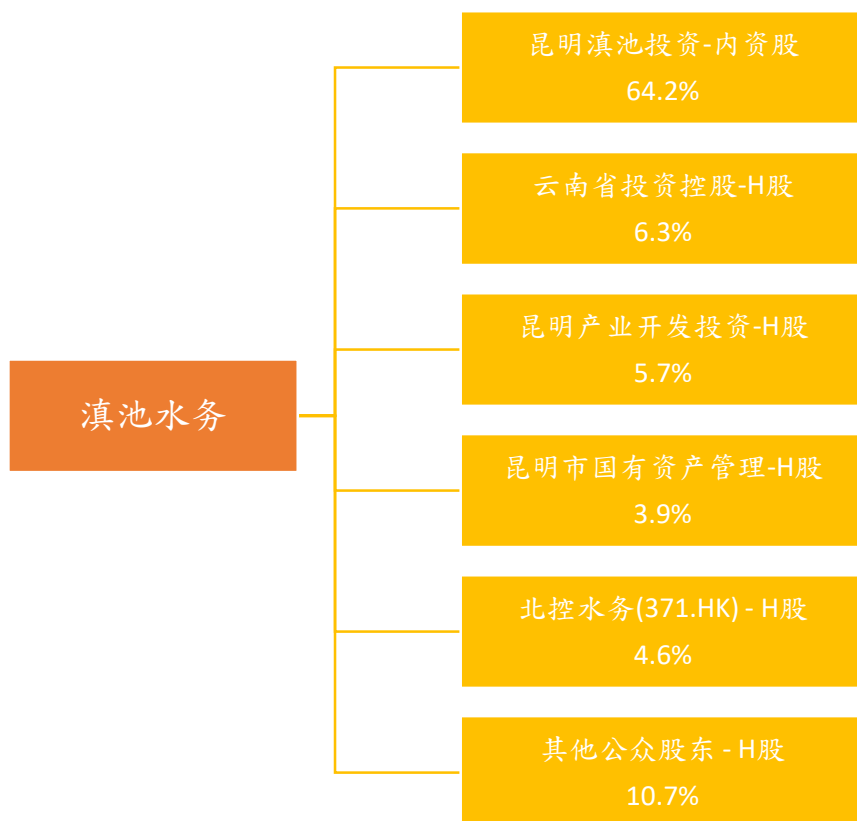
滇池水务发展流程图



来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

股权架构

- 滇池水务大股东为昆明滇池投资，为昆明市滇池环保及水治理项目投融资主体，持有 6.6 亿内资股，占公司发行总股本 64.2%。值得一提，昆明滇池投资、昆明产业开发投资以及昆明市国有资产管理均隶属于昆明市国资委旗下。

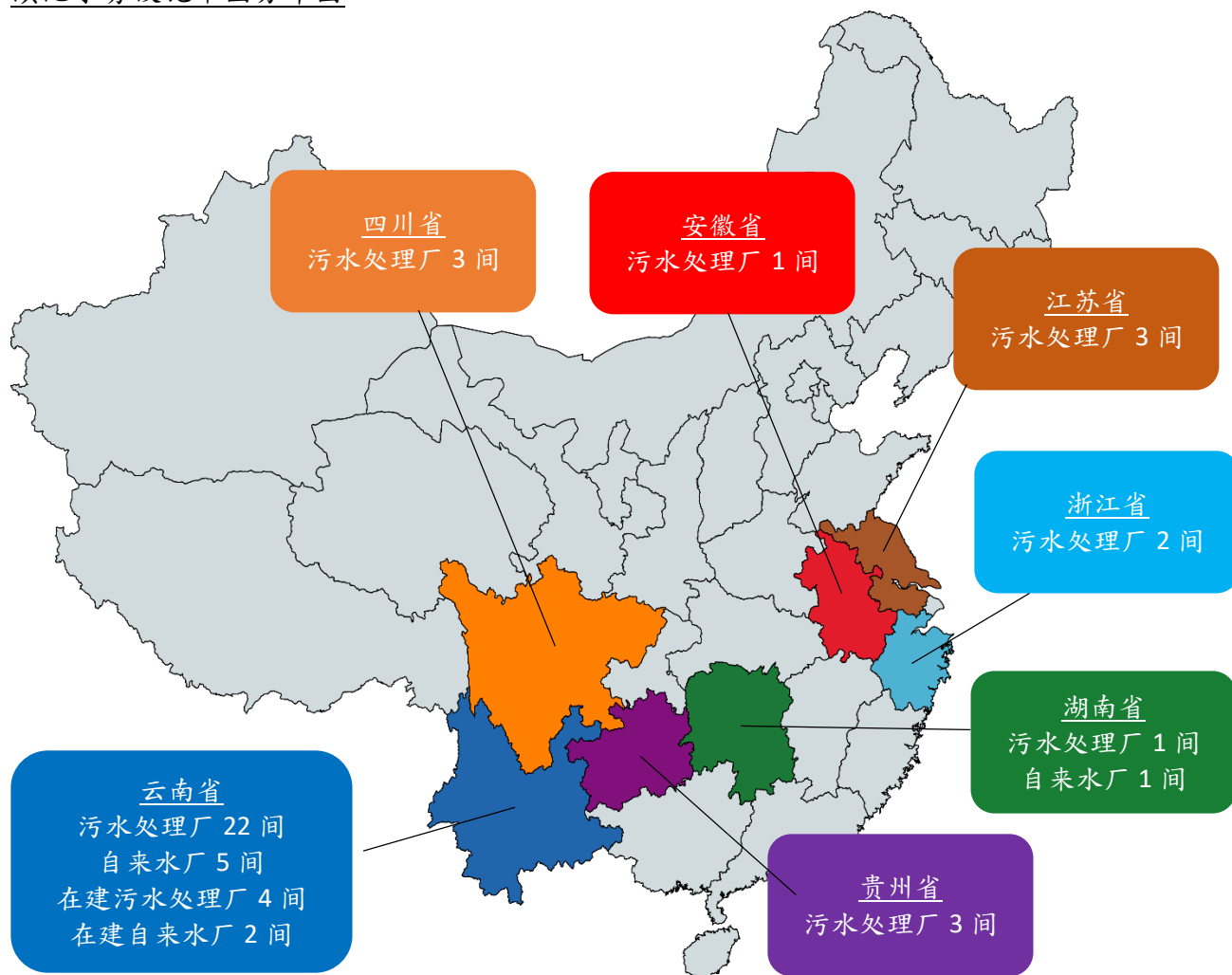


来源: 公司 2020 年中期报告, 经千里硕证券研究部整理

业务

- 滇池水务的业务分成三大部分，包括污水处理、水供应(自来水和再生水供应)以及其他。
- 公司在云南省昆明市起家，经过多年发展，其业务版图已经延伸至云南省其他地区和国内不同省份，包括四川、安徽、江苏、浙江、湖南以及贵州省。而公司首个拓展的海外业务位于老挝，仍然在建设阶段。

滇池水务设施中国分布图



来源: <https://mapchart.net/>, 经千里硕证券研究部整理

- 公司成立之初，主要目的是治理滇池流域日益严重的污染问题。滇池位于昆明市西南面，为中国第六大淡水湖泊以及云南境内面积最大的高原淡水湖，占地约 300 平方公里。
- 昆明市为云南省省会，集该省政治、经济、文化于一身，又是当地的交通枢纽。过去数十年，昆明市发展一日千里，城市和人口规模不断扩充。由于工业发展和人口聚集，工业和市政废水对滇池流域和周边生态环境构成污染，蓝藻频繁滋生，危害居民健康和破坏各类物种生存空间。故此，由「九五」规划开始，滇池连续 4 次被纳入「三河三湖」重点流域治理计划，积极改善滇池水质和减少湖内污染物浓度。
- 为治理滇池和减轻污染源，滇池水务在滇池沿岸及以入湖河道建设多个污水处理设施。

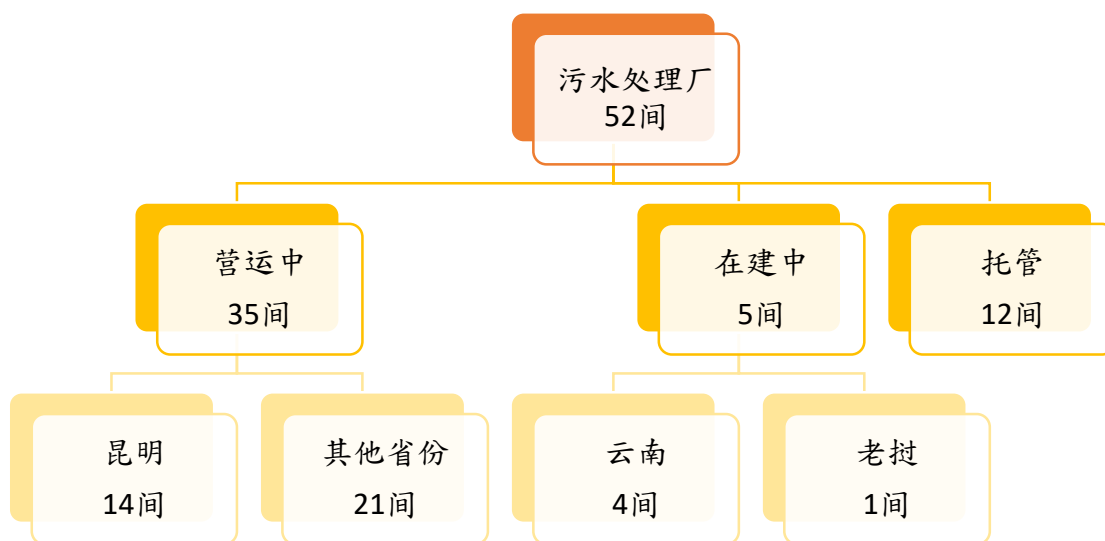
滇池流域污水处理设施分布图



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 污水处理为核心收入来源, 2020年上半年, 占67.6%收入比重。污水处理业务在特许经营权安排下, 负责污水处理设施的设计、兴建及营运, 其主要客户为云南省或其他省份的地方政府。
- 截至2020年6月底止, 公司正在营运的污水处理设施合共有35间, 其中14间位于昆明, 另有21间分布于中国其他地区, 污水处理能力达到每日1910千立方米。至于在建中的污水处理项目有5个, 4个坐落于云南省内, 1个位于前文提及过的老挝。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为每日500千立方米。
- 公司于9月24日公布, 以代价8,130万人民币收购目标公司莆田市华科环保工程有限公司(华科环保)之悉数权益。华科环保主要业务为污水处理, 其经营的污水处理厂设计产能为每日4万立方米。预期收购完成后, 将有助加大滇池水务的污水处理能力

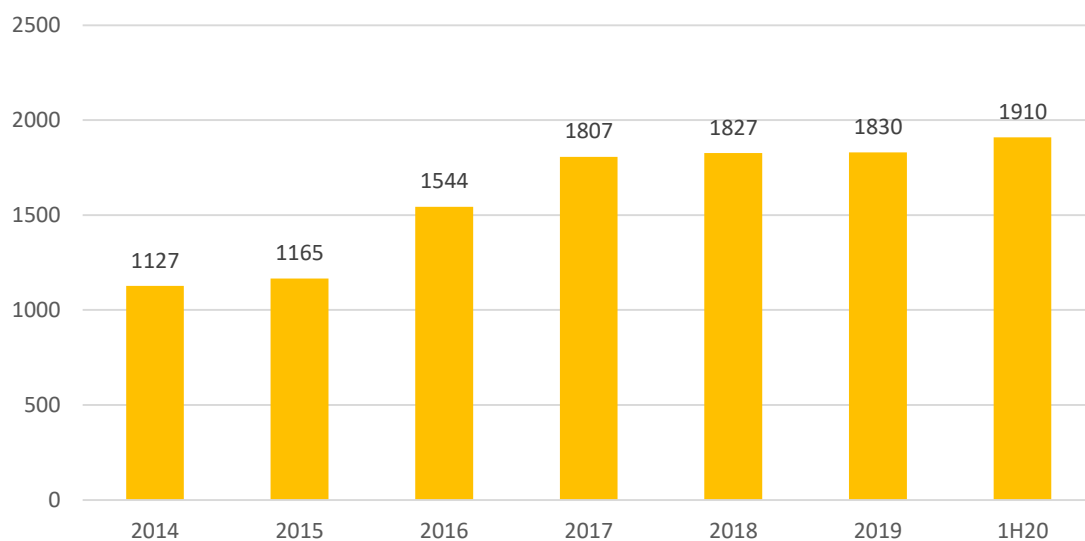
污水处理设施一览



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

污水处理产能

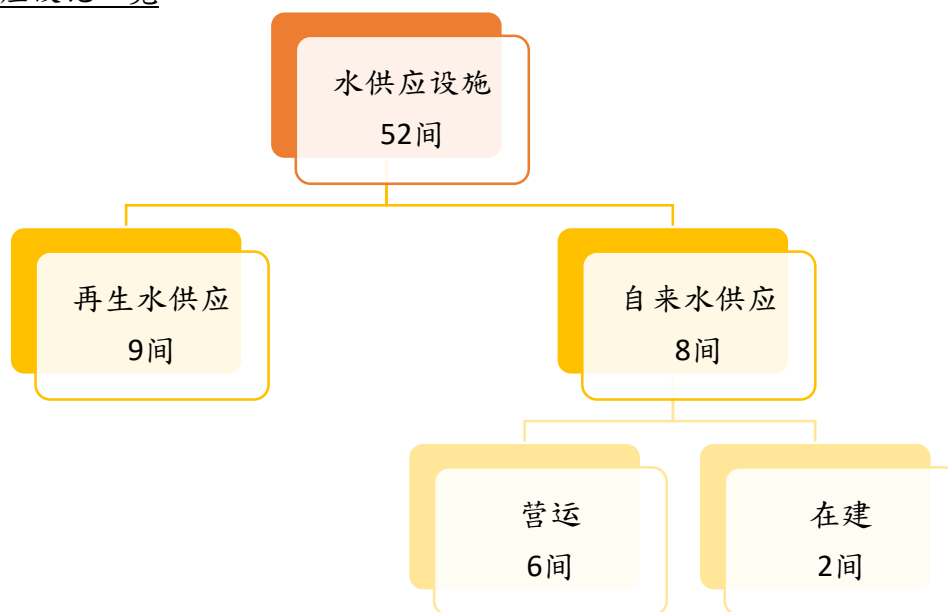
千立方米/每日



来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

- 水供应分部划分为再生水和自来水供应两部分。再生水业务主要向工商业及地方政府提供由污水处理设施经处理的再生水。再生水的用途相当广泛, 可用于市政园林绿化、清洁街道、基建工程, 甚至河道补水。截至2020年6月底止, 公司有9间污水处理厂可生产再生水, 设计产能为每日63千立方米。自来水业务的客户群为居民或工商业客户, 公司营运中的自来水厂有6间, 另有两间在建。

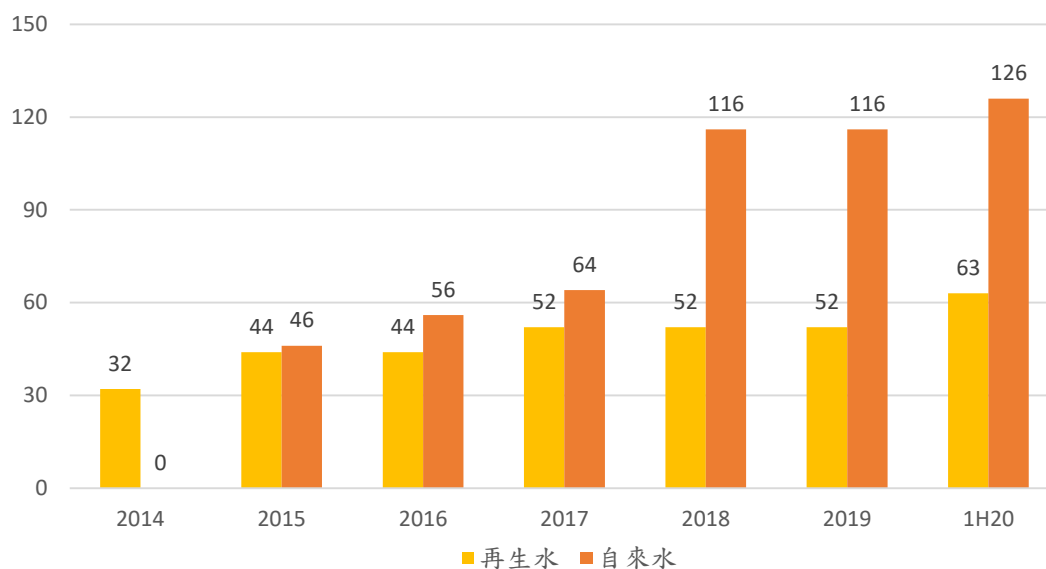
水供应设施一览



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

水供应产能

千立方米/每日



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 滇池水务的水处理项目采纳不同模式, 以 TOO、TOT 及 BOT 为主。截至 2020 年 6 月底, 公司旗下有 48 间特许经营水厂(包括污水处理及自来水供应), 当中 41 间已投入营运, 其余 7 间仍在施工阶段。正在营运的水厂中, 有 14 间以 TOO 模式营运、21 间为 TOT 模式, BOT 及 BOO 则分别有 4 间及两间。
- 2020 年上半年, 公司有 50.4% 收入来自 TOO 模式, TOT 及 BOT 模式则分别占 27.2% 及 13.8%。

项目模式概要

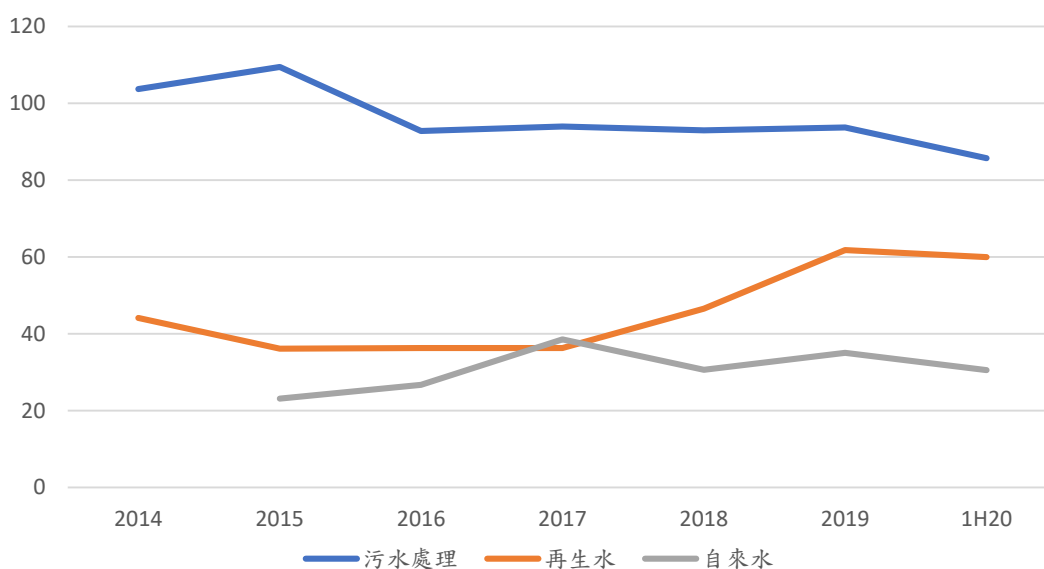
项目模式	内容
TOO (移交—拥有一经营)	以协议对价向地方政府购买特许经营权或现有设施营运权 特许期间届满后，可获得新特许经营权
TOT (移交—拥有一移交)	与 TOO 相同 特许期间届满后，设施会移交予地方政府
BOO (建设—拥有一经营)	设施由滇池水务自行融资组建 地方政府授出设施的经营权 特许期间届满后，可获得新特许经营权
BOT (建设—拥有一移交)	与 BOO 相同 特许期间届满后，设施会移交予地方政府
BT (建设—移交)	就设施提供资金建造服务 完工后，设施将移交地方政府

来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 2020年6月底止，污水处理、再生水及自来水供应的产能利用率均比2019年末有所下降，相信是期内有新产能投入营运所致。

产能利用率

产能利用率(%)



- 滇池水务积极投入资源进行科技创新，包括源头源头控制、雨污调蓄、污水厂降耗及再生水安全利用等领域，目前公司注册专利达到22项，并拥有11项软件著作权。通过技术研发，除提升水质之外，亦有助于提升营运效率和节能降耗，加强整体盈利能力。
- 经过多年治理，滇池水质由以前劣V类，提升到IV类。公司污水处理厂多项出水指标如氨氮、化学需氧量(COD)、总磷(T-P)和总氮(T-N)均低于国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》一级A标。

污水处理出水指标

百分比(%)	国家一级 A 标排放标准 (毫克/升)	滇池水务出水排放数值 (毫克/升)	对比
氨氮	5.0	0.4	低国家标准 92%
化学需氧量(COD)	50.0	11.5	低国家标准 77%
总磷 (T-P)	0.50	0.13	低国家标准 74%
总氮 (T-N)	15.0	8.6	低国家标准 43%

来源: 公司资料, 千里硕证券研究部整理

- 除此以外, 公司于昆明市总部设有一个遥距监控中心, 可实时监察各个水厂运作情况, 配以 GIS 空间地理技术和 3D 建模技术, 实时将生产数据和影像传递至总部, 中心人员可随时下达运行指令, 确保设施正常运作和提高设施营运效率。

前景展望

国策红利延续，污水处理行业前景情

- 近年，中央积极推动中国经济有序发展之余，同样重视生态文明建设，在国家战略层面占一席位。2020年对于水环境治理行业属于重要里程碑，不单是《水污染防治行动计划》(俗称「水十条」)阶段性目标考核年份，亦是《「十三五」全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》收官之年。在中央和地方政府政策支持下，国内污水处理设施规模和污水处理率稳步上扬。根据《中国水务行业市场分析报告(2020版)》的预测，到2020年底，全国城镇每日污水处理能力将达到2.29亿吨，城市及县城污水处理率分别达到95%及94%，全面达到「十三五」规划中的目标。
- 「十四五」时期即将来临，相信国家政策对于水环境治理行业发展继续扮演举足轻重的角色。伴随国内城镇化率上升以及提高污水排放标准，为水环境治理行业增长带来更多机遇。弗若斯特沙利文估算，国内水环境治理市场项目的年度合同价值到2022年将达到2259.0亿人民币，2018至2022年的复合年增长率达到12.6%。
- 在省级层面，2019年云南省出台《云南省城镇污水处理提质增效三年行动实施方案(2019-2021年)》，提到全省每年新建及改造修复市政污水管网600公里以上，持续推进污水处理设施建设和提标改造，加快推进城市黑臭水体治理工作。目标在2021年底前，全省地级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、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，藉此提高城市生活污水收集成效。滇池水务作为云南省最大的污水处理企业将受惠于云南省推进更多污水处理设施兴建以及污水处理量上升。
- 此外，今年在疫情背景下，国内不少民营企业经营环境转差，面临资金紧张的难题，部分企业手持一些非核心的污水处理设施，可能会借机套现，为滇池水务提供并购机遇，以扩大污水处理能力。

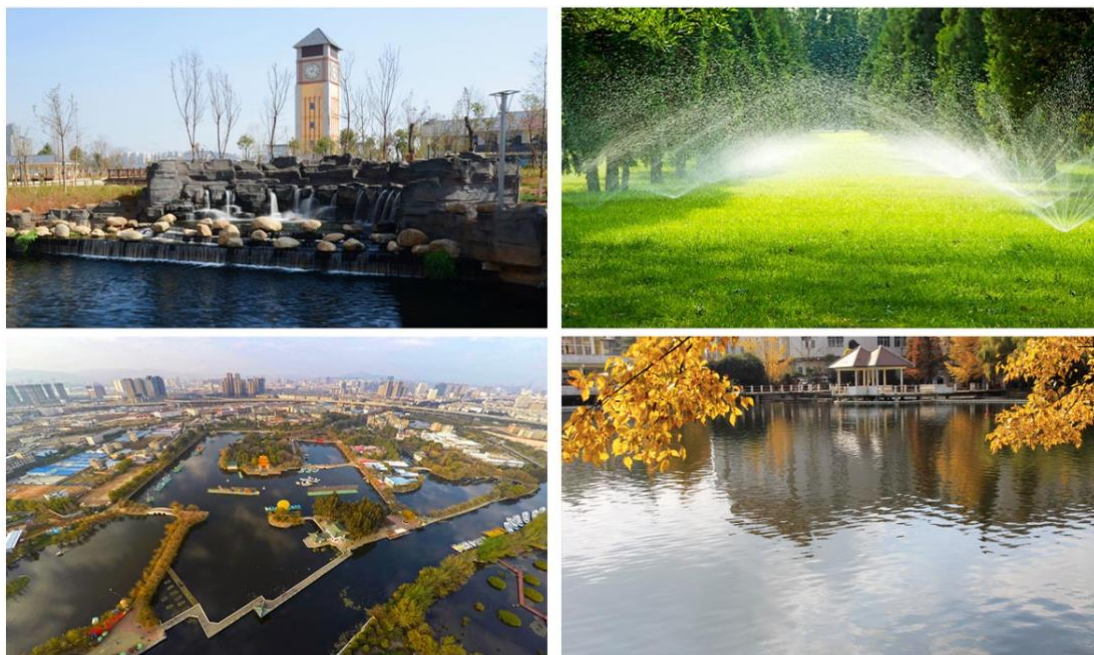
再生水利用率偏低，成业务增长动力

- 中国一直面对水资源匮乏，分布不平均的特点，特别是经济发展和城镇化推进，令水资源供求矛盾突显。为了提高水资源利用综合利用率、改善城市居民水环境质量和减少水源污染。中国近年大力提倡再生水利用，在「十三五」规划中，提到一系列再生水利用率目标，到2020年，京津冀地区不低于30%，缺水城市不低于20%，其他城市和县城力争达到15%。
- 展望未来，再生水市场增长潜力相当庞大，目前中国污水处理已经有一定

规模，惟处理技术水平有待提高，进一步将污水资源化为中国重要政策方向。通过引进以及研发新污水处理技术，可以提升污水处理效果和再生水利用率。

- 滇池水务拥有昆明市主城区唯一的再生水输配管网，全长 260 公里，共有 130 个再生水供应点，为市内公园及居住区提供再生水。公司与滇池旅游度假区就水务、环保及再生水方面进行合作，计划未来 5 年投资 50 亿人民币，为度假区供应再生水、建设湿地等。除此以外，公司亦与昆明五华区及官渡区政府订立合作框架协议，将参与区内再生水利用、湿地建设以及生态修复工程等，为再生水业务发展提供动力。值得一提，再生水价格在昆明市内具有竞争优势，吸引昆明市内潜在用家采纳再生水。现时昆明市工商用户自来水价格为每吨 5.75 元人民币，再生水价格则为每吨 2.28 元人民币。

再生水用途



来源: 公司网页

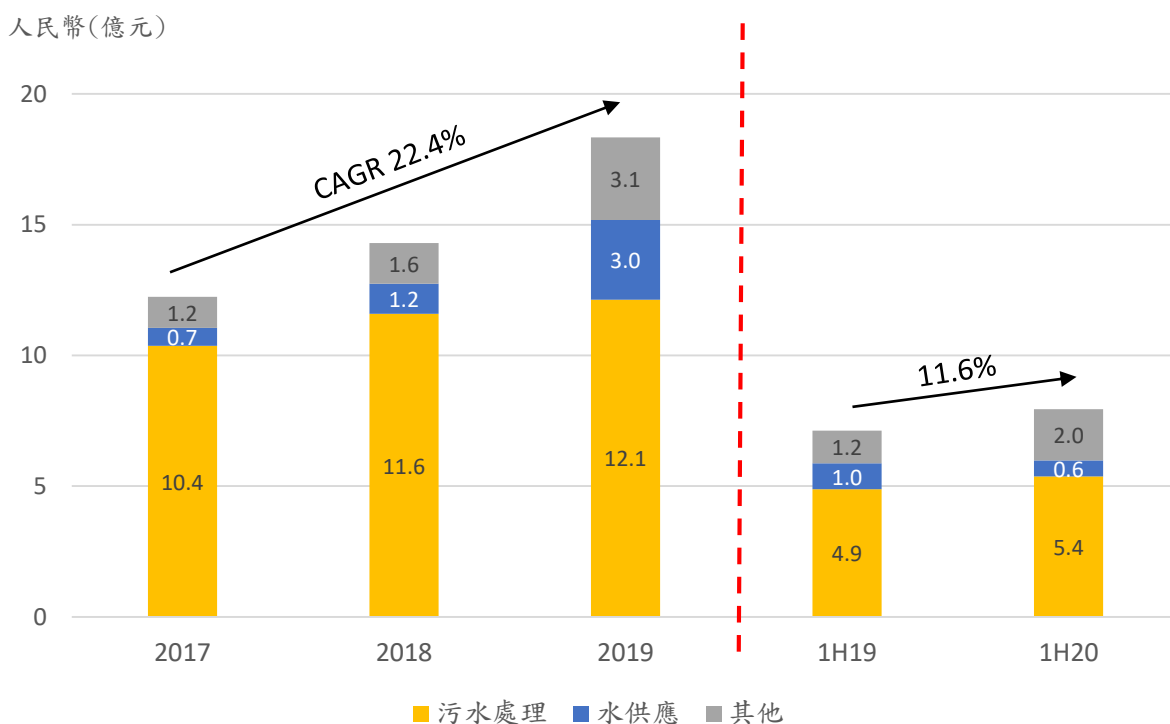
污泥资源化，走在行业前沿

- 污泥属于污水处理过程中的副产品，进行无害化处置为中国现时的方针。根据「十三五」规划，要求到 2020 年底前，城市污泥无害化处置率应提高到 75%；地级及以上城市达到 90%，；县城力争达到 60%。由于国内污水处理量规模持续扩大，污泥生产量会随之提高，为「十四五」污泥市场带来增长空间。
- 作为技术领先的污水处理企业，滇池水务比国家政策走得更前，实现将污泥资源化，衍生新收入来源。经处理的污泥可作为林业基质土和矿山修复，另一个用途是作为添加物，烧制成水泥及建材。

财务分析

- 2017至2019年期间，滇池水务收入的复合年增长率为22.4%。尽管2020年上半年新冠肺炎在国内爆发，公司收入增长保持稳健，按年上升11.6%至7.9亿人民币。其中核心污水处理分部收入按年上升10.1%至5.4亿人民币，占收入比重67.6%，归因于禄劝污水处理厂项目、昭通中心城市第一污水处理厂项目投入商业运作以及数个项目持续建设，带来建造收入。
- 水供应分部收入则按年减少38.6%至6095.5万人民币，因部分项目的建造收入减少。其他分部收入同比增长59.3%至近2.0亿人民币，收入增加因宜良九乡旅游宜九路改扩建工程等项目持续建设以及新增第三水质净化厂超级限除磷与第十三水质净化厂委托代管的管理服务业务。

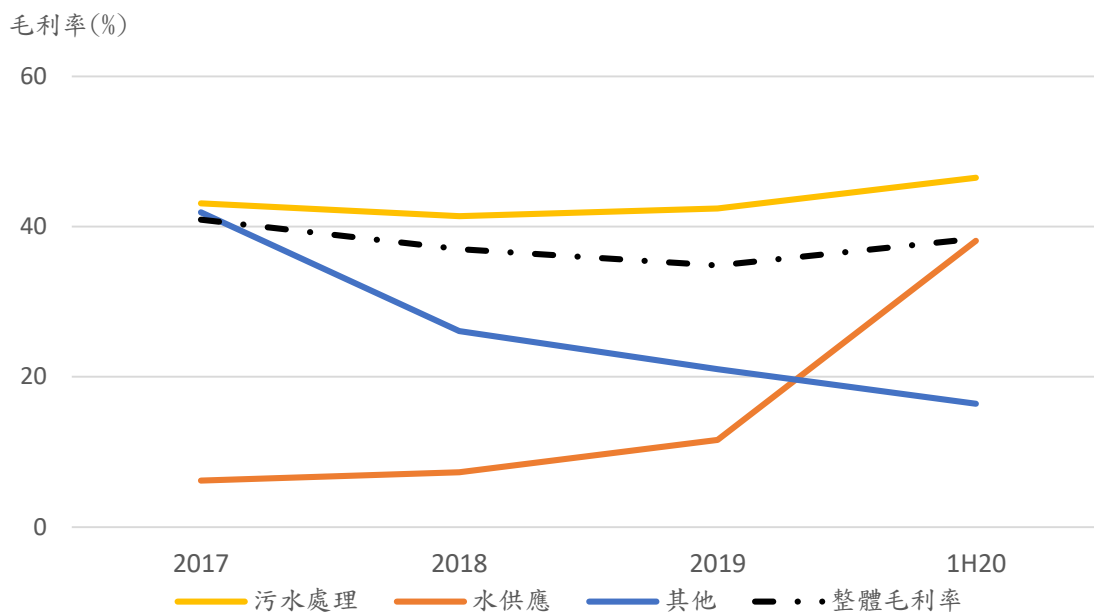
公司收入增长及分部贡献



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 2017至2019年，公司整体毛利率呈向下趋势，基于其他分部的毛利率下跌。2020年上半年，整体毛利率为39.4%，较2019年同期轻微下跌1.0个百分点。污水处理项目建造投入增加，令污水处理分部毛利率按年下跌1.8个百分点至46.5%；水供应及其他分部毛利率则分别为38.1%及16.4%。

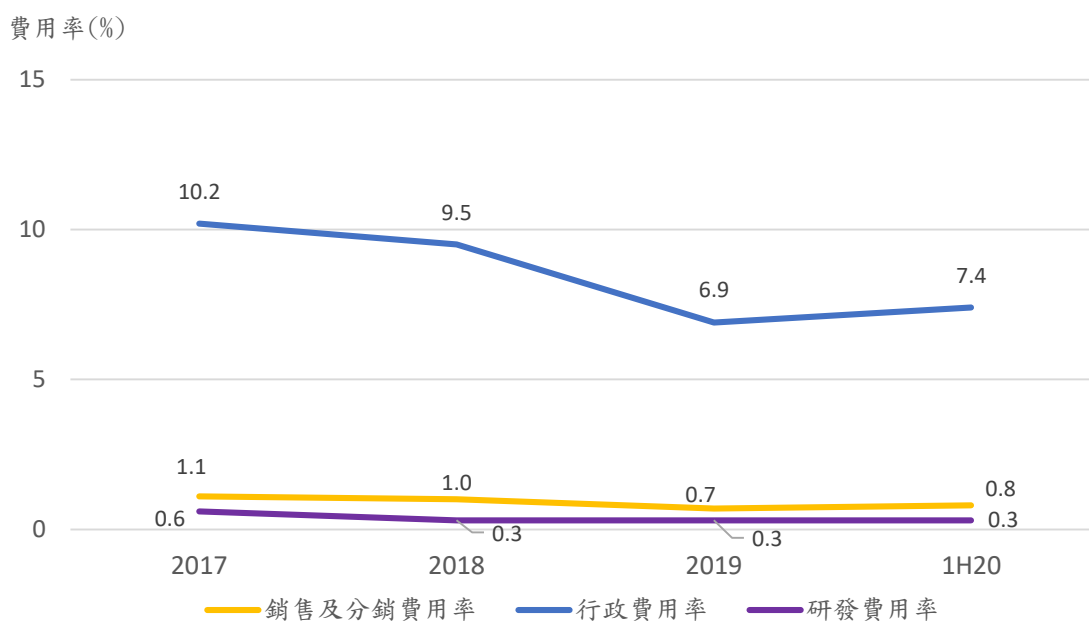
公司整体毛利率及分部毛利率



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 按往续纪录, 公司的销售及分销费用率保持稳定, 占总体收入约 1.0%左右。行政费用率由 2017 年 10.2%, 下跌至 2020 年上半年的 7.4%。研发费用率则维持在 0.3%水平。

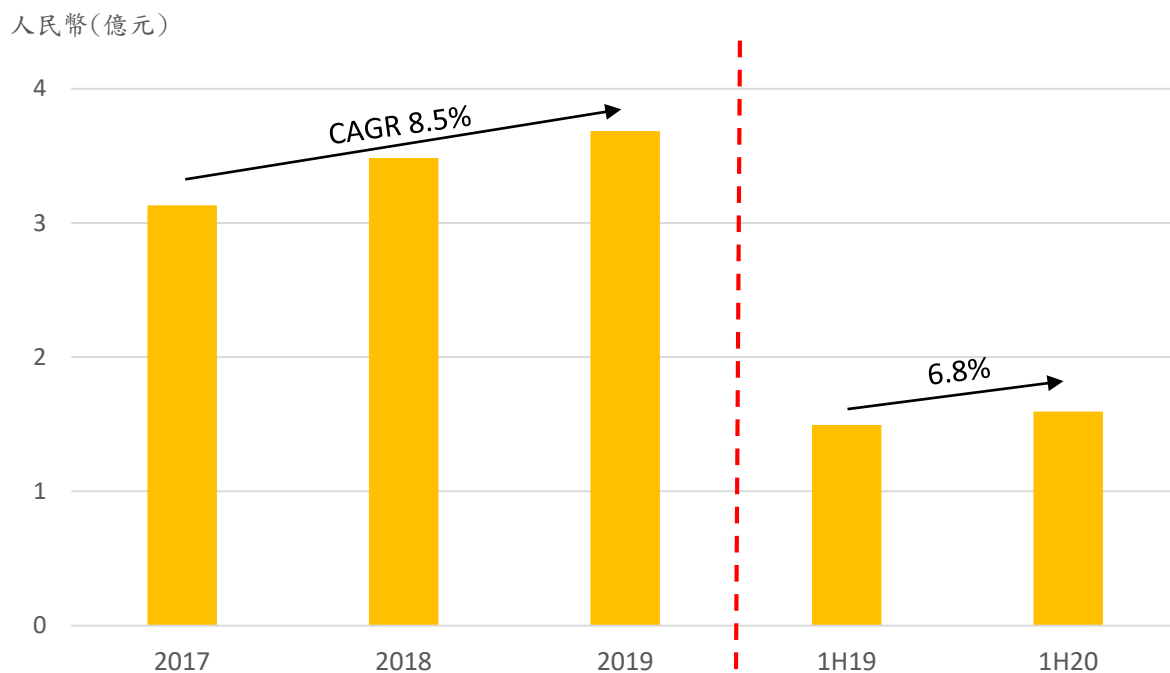
公司各项费用率



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 2017至2019年期间，归属于公司拥有人应占溢利的复合年增长率为8.5%。
2020年上半年，归属于公司拥有人应占溢利同比增长6.8%至3.7亿人民币。

公司溢利增长



来源: 公司资料, 经千里硕证券研究部整理

- 截至2020年6月底止, 公司手头现金为13.9亿人民币, 当中有797.2万人民币限制性现金以及13.8亿人民币现金及现金等值物。短期负债及长期负债分别为10.8亿和39.3亿人民币。净负债为36.2亿人民币, 净负债比率为87.8%。

盈利预测及估值

- 假设公司 2020 至 2022 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 2019 至 2022 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 13.6%及 15.4%。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收入比重上升。
- 预期公司 2020 和 2021 年归属于母公司股东净利润分别为 4.2 亿和 5.1 亿人民币，相当于每股盈利 0.41 元和 0.50 元人民币。本港上市同业 2020 及 2021 年度加权平均预测市盈率为 6.1 倍及 5.3 倍，滇池水务的估值明显较同业折让，加上股息率吸引和业务受到经济周期的影响较低。我们首次覆盖，并给予「买入」评级，目标价 2.55 港元，相当于 2021 年度预测市盈率 4.5 倍，潜在上升空间约 37.8%。

同业估值比较

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

来源: 彭博, 经千里硕证券研究部整理

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