

滇池水務(3768.HK)

擬業務布局至沿海發達地區

評級：買入

目標價：2.55 港元

最新價：1.98 港元

- 國家發改委於2021年7月初宣佈，按照《污染治理和節能減碳中央預算內投資專項管理辦法》，擬預算75億人民幣，支持各地污水處理、污水資源化利用、城鎮生活垃圾分類和處理、城鎮醫療廢物危險廢物集中處置等污染治理重點專案建設，以打好污染防治攻堅戰。滇池水務為雲南昆明市污水處理龍頭企業，昆明市政府過去積極做好大氣污染防治，治理滇池水質等工作，力爭成為國內生態文明建設示範城市，憧憬公司亦有望受惠投資計劃。
- 展望未來，滇池水務會利用昆明市污水處理及再生水的特許經營協議，拓展市內的水環境治理項目，同時推進周邊地區已有合作意願的項目。公司亦會考慮以股權投資或併購資產等方式將更多項目收歸旗下，其中布局中國沿海發達地區為目標之一。此外，在目前已營運的污水處理廠，積極推進提標改造工程以及試行污水處理設施邁向智能代、自動化及信息化，以提升設施營運效率及降低成本，增強盈利能力。

基本資料

總股數(百萬股)	1029.1
市值(億港元)	2037.6
行業	水務
52週最高價(港元)	2.05
52週最低價(港元)	1.45
發布日期	2021年7月9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

- 預期公司2021和2022年歸屬於母公司股東淨利潤分別為3.8億和4.2億人民幣，相當於每股盈利0.38元和0.36元人民幣。本港上市同業2021及2022年度加權平均預測市盈率為5.1倍及4.7倍，滇池水務的估值較同業折讓，加上股息率吸引和業務受到經濟週期的影響較低。我們重申「買入」評級，目標價2.55港元，潛在上升空間約28.8%。

人民幣	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元)	1919.4	2097.4	2278.4	2423.8
按年變動(%)	4.7%	9.3%	8.6%	6.4%
歸母淨利潤(百萬元)	348.6	377.0	415.2	443.5
按年變動(%)	-5.4%	8.2%	10.1%	6.8%
每股收益(元)	0.34	0.37	0.40	0.43
每股賬面值(元)	4.2	4.3	4.5	4.8
市盈率(倍)	4.9	4.5	4.1	3.8
市賬率(倍)	0.40	0.38	0.36	0.35
股息率(%)	9.0%	9.3%	10.2%	10.9%

來源：公司資料，千里碩證券研究部

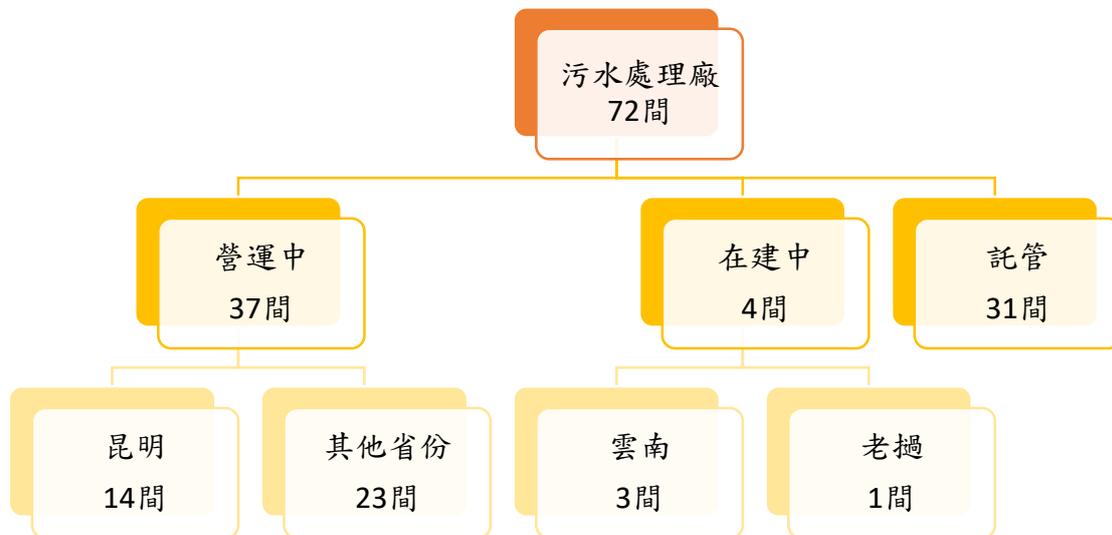
中央擬預算 75 億人民幣投放污水處理

- 國家發改委於 2021 年 7 月初宣佈，按照《污染治理和節能減碳中央預算內投資專項管理辦法》，擬預算 75 億人民幣，支持各地污水處理、污水資源化利用、城鎮生活垃圾分類和處理、城鎮醫療廢物危險廢物集中處置等污染治理重點專案建設，以打好污染防治攻堅戰。
- 今次的投資計劃將優先向京津冀地區、長江經濟帶、黃河流域、粵港澳大灣區、國家生態文明試驗區等重點區域傾斜，以推動補齊城鎮環境基礎設施短板弱項。
- 事實上，中央和地方政府每年均推動各項環保政策和措施落地，對推進環保產業不遺餘力。滇池水務為雲南昆明市污水處理龍頭企業，昆明市政府過去積極做好大氣污染防治，治理滇池水質等工作，力爭成為國內生態文明建設示範城市，憧憬公司亦有望受惠投資計劃。

2020 年度盈利出現中單位數跌幅

- 2020 年度，滇池水務收入按年上升 4.7%至 19.2 億人民幣；公司權益持有人應佔淨利潤則減少 5.4%至 3.5 億人民幣。收入增長主要是增值稅稅率變動、污水處理量增加以及委託管理業務量增長，惜金融資產減值損失淨額擴大至 2,667.1 萬人民幣和錄得其他開支淨額 4,284.5 萬人民幣(非經常性項目)，致淨利潤出現中單位數跌幅。整體毛利率按年上升 0.6 個百分點至 35.4%，因污水處理和水供應分部毛利率增加。
- 按業務分部劃分，污水處理分部收入按年上升 5.2%至 12.8 億人民幣，佔收入比重 66.7%，分部毛利率同比上升 1.3 個百分點至 42.4%，得益於昭通水務污水服務毛利較高以及新污水處理廠投入運作。由於尋甸縣公園和部分道路再生水利用及綠化提升改造 BT 項目進入回購期，致水供給分部收入按年下跌 14.4%至 2.6 億人民幣，分部毛利率上升 1.6 個百分點至 20.5%。收入增速最快來自其他業務分部，收入按年上升 21.3%至 3.8 億人民幣，歸因於委託管理業務量增長以及宜良縣九鄉旅遊小鎮宜九路改擴建工程等 BT 項目持續建設。
- 截至 2020 年 12 月底止，公司正在營運的污水處理設施合共有 37 間，其中 14 間位於昆明，另有 23 間分布於中國其他地區，污水處理能力達到每日 1962 千立方米。至於在建中的污水處理項目有 4 個，3 個坐落於雲南省內，1 個位於老撾。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約為每日 500 千立方米。

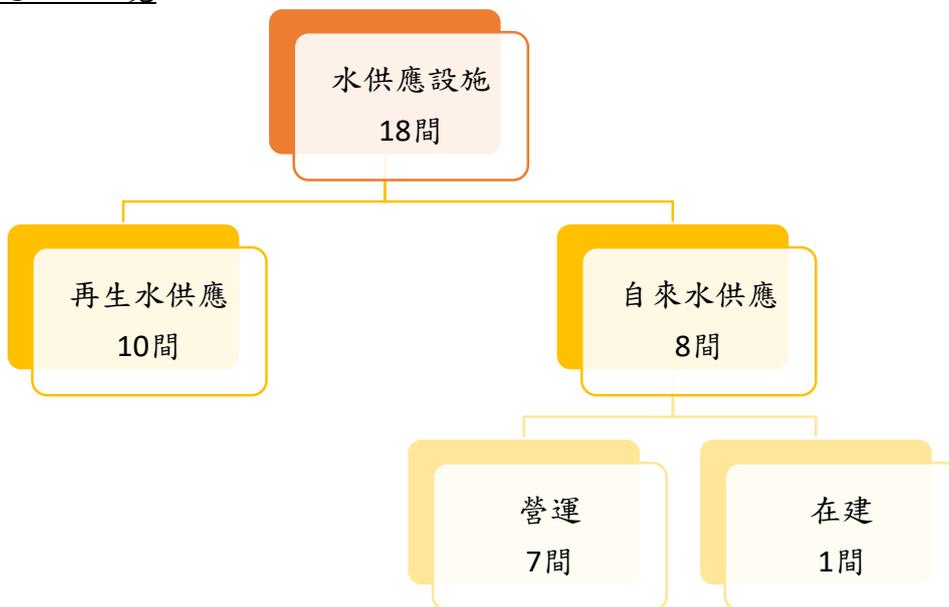
污水處理設施一覽



來源: 公司資料, 經千里碩證券研究部整理

- 至於水供應設施方面, 公司有 10 間污水處理廠可生產再生水, 設計產能為每日 213 千立方米。營運中的自來水廠有 7 間, 另有 1 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

業務發展

- 展望未來，公司在拓展傳統污水處理以及固廢處置業務均有不同的發展策略。首先，公司會利用昆明市污水處理及再生水的特許經營協議，拓展市內的水環境治理項目，同時推進周邊地區已有合作意願的項目。公司亦會考慮以股權投資或併購資產等方式將更多項目收歸旗下，其中布局中國沿海發達地區為目標之一，主要考慮到回款保證相對穩定。此外，在目前已營運的污水處理廠，積極推進提標改造工程以及試行污水處理設施邁向智能代、自動化及信息化，以提升設施營運效率及降低成本，增強盈利能力。
- 固廢處置業務方面，公司正拓展污泥資源化和林業基質土礦山修復等固廢處置項目，憧憬為公司業務提供新增長點，公司未來可能會考慮進軍垃圾分類、餐廚能源化等領域。

盈利預測及估值

- 假設公司 2021 至 2023 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 2020 至 2023 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 8.1%及 8.4%。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比上升。
- 預期公司 2021 和 2022 年歸屬於母公司股東淨利潤分別為 3.8 億和 4.2 億人民幣，相當於每股盈利 0.38 元和 0.36 元人民幣。本港上市同業 2021 及 2022 年度加權平均預測市盈率為 5.1 倍及 4.7 倍，滇池水務的估值較同業折讓，加上股息率吸引和業務受到經濟週期的影響較低。我們重申「買入」評級，目標價 2.55 港元，潛在上升空間約 28.8%。

同業估值比較

公司名	上市編號	市值(百萬港元)	2021預測 市盈率(倍)	2022預測 市盈率(倍)	2021預測 市賬率(倍)	2021預測 股息率(厘)
光大環境	257.HK	25,431.9	3.6	3.4	0.66	8.3
北控水務	371.HK	29,670.4	6.4	5.9	0.90	5.9
中國水務	855.HK	9,699.6	5.1	4.6	1.0	5.9
		平均	5.0	4.6	0.85	6.7
		加權平均	5.1	4.7	6.02	6.9

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	1919.4	2097.4	2278.4	2423.8
銷售成本	(1240.2)	(1352.8)	(1480.9)	(1599.7)
毛利	679.2	744.6	797.4	824.1
銷售費用	(13.7)	(14.7)	(15.9)	(17.0)
行政費用	(151.4)	(163.6)	(173.2)	(169.7)
研發費用	(7.4)	(6.3)	(9.1)	(7.3)
資產減值虧損	(26.7)	(17.7)	(17.7)	(17.7)
其他收入	(42.8)	13.9	12.7	11.6
其他虧損-淨額	(7.7)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
經營利潤	429.5	555.9	593.9	623.8
財務成本淨額	(13.7)	(107.4)	(100.0)	(96.3)
分佔聯營業績	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
所得稅前利潤	415.5	448.2	493.6	527.2
所得稅費用	(65.1)	(69.5)	(76.5)	(81.7)
淨利潤	350.4	378.7	417.1	445.5
非控股權益	(1.9)	(1.7)	(1.9)	(2.0)
歸屬於母公司淨利潤	348.6	377.0	415.2	443.5

資產負債表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2020A	2021E	2022E	2023E
應收賬款及其他應收款	2391.0	2726.6	2734.0	2666.2
現金及現金等價物	749.9	626.7	580.6	575.6
其他	353.3	297.8	350.6	353.5
流動資產合計	3494.2	3351.2	3365.3	3295.3
不動產、工廠及設備	2840.7	2833.8	2821.7	2814.8
特許經營權協議下的應收款項	2420.6	2726.6	2665.7	2787.4
應收客戶建造合同款	612.7	629.2	706.3	775.6
其他	1128.2	1196.1	1265.0	1327.7
非流動資產合計	7002.3	7385.7	7458.6	7705.6
資產總計	10496.5	10736.9	10823.9	11000.9
應付賬款及其他應付款	699.1	608.8	636.8	655.9
借款	1883.8	1600.0	1400.0	1350.0
其他	227.4	204.5	206.7	205.3
流動負債合計	2810.3	2413.3	2243.5	2211.2
遞延收益	248.4	276.9	319.0	352.1
借款	3083.1	3500.0	3500.0	3450.0
其他	82.2	83.4	88.0	89.9
非流動負債合計	3413.8	3860.2	3907.0	3892.0
負債總計	6224.0	6273.5	6150.5	6103.2
股本及儲備	4265.4	4456.0	4665.7	4889.6
非控股權益	7.1	7.4	7.7	8.1
權益總計	4272.6	4463.4	4673.4	4897.6

現金流量表(截至12月底止)

人民幣(百萬元)	2020A	2021E	2022E	2023E
稅前利潤	415.5	448.2	493.6	527.2
折舊	241.1	221.3	218.6	217.9
其他	52.2	413.0	25.3	63.7
營運資金變動	(1038.5)	(774.1)	1.8	(108.0)
息、稅開支	(283.7)	(249.5)	(249.1)	(250.6)
營運現金流	(613.5)	59.0	490.2	450.1
資本開支	(218.0)	(207.8)	(201.6)	(206.4)
其他	(72.7)	73.0	73.0	73.0
投資現金流	(290.7)	(134.8)	(128.6)	(133.4)
支付股利	(184.2)	(188.5)	(207.6)	(221.7)
借款變動	400.5	133.1	(200.0)	(100.0)
其他	171.2	8.0	0.0	0.0
融資現金流	387.5	(47.4)	(407.6)	(321.7)
期初現金	1290.2	749.9	626.7	580.6
現金流變動	(516.7)	(123.2)	(46.1)	(5.1)
匯率變動	(23.6)	0.0	0.0	0.0
期末現金	749.9	626.7	580.6	575.6

財務比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成長能力				
收入增長(%)	4.7%	9.3%	8.6%	6.4%
經營利潤增長(%)	-24.6%	29.4%	6.8%	5.0%
歸母淨利潤增長(%)	-5.4%	8.2%	10.1%	6.8%
盈利能力				
毛利率(%)	35.4%	35.5%	35.0%	34.0%
淨利潤率(%)	18.2%	18.0%	18.2%	18.3%
股本回報率(%)	8.2%	8.4%	8.9%	9.1%
資產回報率(%)	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%
償付能力				
負債比率(%)	59.3%	58.4%	56.8%	55.5%
淨負債比率(%)	98.5%	100.2%	92.4%	86.3%
流動比率	2.7	1.2	1.4	1.5
速動比率	1.1	1.4	1.5	1.5
每股指標				
每股盈利(元)	0.34	0.37	0.40	0.43
每股賬面值(元)	4.2	4.3	4.5	4.8
每股派息(元)	0.18	0.18	0.20	0.22
估值				
市盈率(倍)	4.9	4.5	4.1	3.8
市賬率(倍)	0.40	0.38	0.36	0.35
股息率(%)	9.0%	9.3%	10.2%	10.9%

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