

买入

2014年10月10日

规模扩张主动力回归至 BOT 新签项目，海外市场拓展已逐步铺开

- 净利润增长 38.8%，扣除期权开支后业绩达 7.72 亿：**2014 上半年公司收入增长 38.1%至 38.2 亿港元，其中水务运营与建造收入分别增长 99.6%与 2.5%，占收比分别为 50.6%与 46.7%。综合毛利率为 41.8%，其中污水处理期内已恢复正常至 62.2%；BT 毛利率由 28%降至 19%，主要由于北京稻香湖和凉水河项目 BT 转 BOT；BOT 建设毛利率由于会计调整，从此前的 11%左右上调至 20%。归属股东净利润增长 38.8%至 7.14 亿，符合预期，若不计期权费用 5760 万，核心净利润则增长 42.8%至 7.72 亿。摊薄 EPS 为 8.14 港仙，中期拟派息 3 港仙，派息率为 36.4%。
- 新增水量净额 144.8 万吨/日，运作中水量达 1162.2 万吨/日：**期内新增水量总规模与净增加额分别为 148.8 万吨/日与 144.8 万吨/日，增量由去年高峰期恢复至正常水平。截止上半年，运作水量新增 213.6 万吨达 1162.2 万吨；由于去年几项大型并购带来的水量今年已开始逐步并入，未投运水量较 13 年底下降 68.8 万吨至 653.3 万吨。公司年初计划今年新增水量 200 万吨/日，现已将目标上调至 350 万吨/日。上半年新获水量中，72%来自于新签 BOT，大幅高于 13/12 年同期的 16 万吨/24 万吨；而收购水量仅 15.6 万吨，远低于前两年水平，可见新 BOT 项目再次回归成为公司规模增长主要动力。在各地政府对水污染治理重视度与执行力进一步提高的背景下，今年市场中推出了大量新 BOT 项目，以往认为城镇污水饱和度较高、未来将主要依靠并购增长的情况有所改变。
- 新加坡国际业务总部成立，海外市场拓展逐步铺开：**公司于 6 月份宣布在新加坡成立国际业务总部，作为北控在大陆之外的海外市场总平台，目前及未来潜在投资将达 20 亿新币（约 96 亿人民币）。公司现已在马来西亚、葡萄牙、印尼与新加坡获得了多类型的水务项目，在继续巩固国内水务龙头地位的同时，未来海外市场也将成为其又一增长点。
- BOT 建设毛利率调高，利于建设收益，对运营期利润影响有限：**公司从 2014 年中报起，根据行业平均情况，将其 BOT 建设毛利率由原来 08 年起采用的 11%左右上调至约 20%，这是一个会计处理的调整，对项目本身没有影响。在公司规模仍在快速扩张阶段，新建项目较多，该调整将直接提高建设收益，有利于会计报表中业绩表现；在未来稳定运营期内，会计报表确认的运营收益将有所下降，但由于特许经营期为 20-30 年，时间较长，每年的运营利润受影响有限。
- 维持目标价 6.25 港元，维持买入评级：**中国水务市场空间依然巨大，国家亦在进一步推行 PPP 模式，公司作为行业龙头，预期仍将显著受益于行业发展。并且公司昨日与亚开行再次签订贷款协议，将 B 类贷款额度由 1.2 亿美金增加至 2.88 亿，未来融资成本仍具备下降空间。维持 12 个月目标价 6.25 港元，对应 15 年 25.1 倍 PE，较现价有 15.96% 的上升空间，维持买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

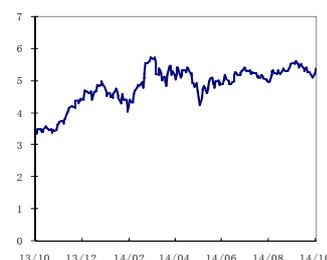
| | |
|---------|----------------------|
| 行业 | 公用事业 |
| 股价 | 5.39 港元 |
| 目标价 | 6.25 港元 (+15.96%) |
| 股票代码 | 0371 |
| 已发行股本 | 87.05 亿股 |
| 市值 | 469.20 亿港元 |
| 52 周高/低 | 5.80/3.29 港元 |
| 每股净资产 | 1.68 港元 |
| 主要股东 | 北京控股 (44.18%) |

盈利摘要

| 截止12月31日财政年度 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 收入 (百万港元) | 3,727.38 | 6,406.46 | 8,399.99 | 10,355.72 | 11,881.26 |
| 变动 (%) | 40.42% | 71.88% | 31.12% | 23.28% | 14.73% |
| 净利润 (百万港元) | 750.47 | 1,084.26 | 1,387.85 | 1,991.41 | 2,337.61 |
| EPS (港仙) | 10.86 | 13.98 | 15.94 | 22.88 | 26.85 |
| 变动 (%) | 21.50% | 28.71% | 14.04% | 43.49% | 17.38% |
| 市盈率 (倍, @5.39港元) | 49.62 | 38.55 | 33.81 | 23.56 | 20.07 |
| 每股派息 (港仙) | 4.19 | 5.49 | 4.78 | 6.86 | 8.06 |
| 息率 (%) | 0.78% | 1.02% | 0.89% | 1.27% | 1.49% |

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈港币百万元〉, 财务年度截至〈十二月〉

| | 2012年 历史 | 2013年 历史 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入 | 3,727 | 6,406 | 8,400 | 10,356 | 11,881 |
| 毛利 | 1,437 | 2,506 | 3,102 | 4,459 | 5,263 |
| 利息收入 | 468 | 434 | 400 | 400 | 400 |
| 其他业务收入 | 194 | 200 | 240 | 252 | 264 |
| 销售及管理费用 | -440 | -775 | -924 | -1,243 | -1,426 |
| 其他费用 | -127 | -188 | -210 | -259 | -297 |
| 营运收入 | 1,531 | 2,178 | 2,608 | 3,610 | 4,205 |
| 财务开支 | -494 | -788 | -840 | -1,036 | -1,188 |
| 联营公司与共同控制实体 | | | | | |
| 其他 | 55 | 108 | 160 | 192 | 230 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前盈利 | 1,092 | 1,497 | 1,928 | 2,766 | 3,247 |
| 所得税 | -225 | -352 | -386 | -553 | -649 |
| 少数股东应占利润 | 117 | 61 | 154 | 221 | 260 |
| 净利润 | 750 | 1,084 | 1,388 | 1,991 | 2,338 |
| 折旧及摊销 | 69,741 | 122,253 | 219,182 | 221,547 | 223,910 |
| EBITDA | 70,738 | 123,984 | 221,360 | 224,764 | 227,748 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 40.4% | 71.9% | 31.1% | 23.3% | 14.7% |
| EBITDA (%) | 47.1% | 75.3% | 78.5% | 1.5% | 1.3% |

资产负债表

〈港币百万元〉, 财务年度截至〈十二月〉

| | 2012年 历史 | 2013年 历史 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金 (含限制性存款) | 4,376 | 5,570 | 4,812 | 4,390 | 4,383 |
| 应收账款 | 2,386 | 2,038 | 1,644 | 3,463 | 4,350 |
| 存货 | 30 | 55 | 61 | 68 | 77 |
| 其他流动资产 | 6,887 | 7,549 | 7,579 | 7,552 | 7,573 |
| 总流动资产 | 13,679 | 15,212 | 14,096 | 15,473 | 16,382 |
| 固定资产 | 528 | 379 | 610 | 579 | 551 |
| 无形资产 | 11,984 | 22,201 | 28,637 | 32,201 | 36,702 |
| 长期投资 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 其他 | 5,099 | 6,393 | 6,315 | 6,046 | 5,807 |
| 总资产 | 31,290 | 44,187 | 49,660 | 54,302 | 59,446 |
| 应付帐款 | 1,919 | 2,755 | 3,922 | 4,479 | 4,587 |
| 短期银行贷款 | 2,810 | 2,148 | 3,866 | 4,252 | 4,677 |
| 短期负债 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 其他短期负债 | 4,526 | 6,744 | 5,392 | 6,057 | 6,702 |
| 总短期负债 | 9,258 | 11,651 | 13,185 | 14,793 | 15,973 |
| 长期银行贷款 | 6,593 | 8,294 | 10,119 | 13,154 | 16,838 |
| 其他负债 | 4,707 | 8,317 | 8,418 | 8,374 | 8,348 |
| 总负债 | 20,558 | 28,262 | 31,721 | 36,322 | 41,159 |
| 少数股东权益 | 2,264 | 2,627 | 2,959 | 2,966 | 3,016 |
| 股东权益 | 8,467 | 13,298 | 14,979 | 15,014 | 15,270 |
| 每股账面值 | 1.2 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 营运资金 | 4,421 | 3,561 | 911 | 680 | 409 |

财务分析

| | 2012年 历史 | 2013年 历史 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 38.6% | 39.1% | 36.9% | 43.1% | 44.3% |
| EBITDA 利率 (%) | 1897.8% | 1935.3% | 2635.2% | 2170.4% | 1916.9% |
| 净利率 (%) | 20.1% | 16.9% | 16.5% | 19.2% | 19.7% |
| 营运表现 | | | | | |
| 销售及管理费用/收 | 11.8% | 12.1% | 11.0% | 12.0% | 12.0% |
| 实际税率 (%) | 20.6% | 23.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股息支付率 (%) | 38.6% | 39.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 库存周转 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 应付账款天数 | 316 | 219 | 230 | 260 | 250 |
| 应收账款天数 | 297 | 126 | 80 | 90 | 120 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 2.70 | 2.32 | 2.32 | 2.62 | 2.89 |
| 收入/总资产 | 0.12 | 0.14 | 0.17 | 0.19 | 0.20 |
| 总资产/股本 | 3.70 | 3.32 | 3.32 | 3.62 | 3.89 |
| 盈利对利息倍数 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 |

现金流量表

〈港币百万元〉, 财

| | 2012年 历史 | 2013年 预测 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA | 70,738 | 123,984 | 221,360 | 224,764 | 227,748 |
| 财务费用 | -494 | -788 | -840 | -1,036 | -1,188 |
| 营运产生现金变动 | 1,391 | -57 | 551 | 16 | 116 |
| 已付所得税 | -225 | -352 | -386 | -553 | -649 |
| 其他 | -72,183 | -123,723 | -221,279 | -223,936 | -226,752 |
| 营运现金流 | -773 | -936 | -593 | -745 | -725 |
| 收购附属公司等 | -483 | -2,171 | -2,000 | -1,300 | -1,100 |
| 其他 | -77 | -686 | -162 | -63 | -63 |
| 投资活动现金流 | -560 | -2,857 | -2,162 | -1,363 | -1,163 |
| 新增贷款净额 | 2,619 | -1,185 | 3,543 | 3,422 | 4,108 |
| 发行股票/债券 | 0 | 6,153 | 0 | 0 | 0 |
| 已付利息 | -503 | -789 | -1,056 | -1,315 | -1,625 |
| 其他 | 852 | 1,246 | -431 | -422 | -603 |
| 融资活动现金流 | 2,969 | 5,425 | 2,056 | 1,686 | 1,881 |
| 现金变化 | 1,636 | 1,632 | -699 | -422 | -7 |
| 期初持有现金 | 1,923 | 3,640 | 5,366 | 4,666 | 4,244 |
| 汇兑变化 | 81 | 94 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 3,640 | 5,366 | 4,666 | 4,244 | 4,237 |

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。