

公司報告

北控水務 (371 HK)

2017年業績預覽: 強大的項目儲備支撐增長

■ 北控水務將於3月28日發布公司2017年業績。我們預計北控水務將公布的經常性利潤為41億港元(同比增長46%)，這主要是受到運營產能19%的同比增長以及PPP項目的重大貢獻所推動

■ 主要催化劑: 1) 管理層調高2018年在建項目和新增運營產能的指引; 2) 管理層更新其PPP項目和PPP基金情況

又一穩固之年

北控水務計劃於3月28日公布其2017年業績。我們預計公司全年經常性淨利潤將增長46%至41億港元，與市場共識基本一致。公司淨利潤的大幅上升主要來自: 1) 320萬噸/日的新增產能(同比增長19%)開始運營; 以及2) PPP項目巨大的利潤貢獻超過了BOT水務項目建設服務的利潤下滑。

PPP項目篩選愈趨嚴格會利好北控水務的中長期表現

2017年11月，財政部發布了一項更為嚴格的PPP項目篩選規定並進行了入庫項目的清理，對不合格項目的清理工作將於2018年3月31日完成。此外，銀行在項目清理期間收緊了對PPP項目的貸款。受此影響，新PPP項目的取得速度因而放緩。然而，我們認為新的監管規定會利好如北控水務這樣的水務行業龍頭，因他們擁有技術和資本優勢，在中長期能夠獲取更大市場份額和更優質的項目。

逢低累積

自北控水務2018年1月25日進行新股配售以來，公司股價已經下跌了17%。由於公司看到傳統BOT及TOT項目的需求十分強勁，而這些項目無法通過PPP基金融資，因此公司將使用配售所得款項的33%(11.78億港元)為其BOT及TOT新項目提供資金。公司17年上半年的淨負債率為102%，此次配售將使公司淨負債率下降至91%，從而幫公司減輕其資產負債表的壓力。受強大的項目儲備支撐，我們預計公司2017-19年的經常性每股盈利復合年增長率為22%。公司當前估值為2018年預測市盈率增長率0.43倍，對比行業平均的0.65倍(不含粵海投資(270 HK, 未評級))。我們建議投資者逢低累積。我們維持對公司的買入評級和目標價。

盈利預測及估值

12月31日年結(百萬港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
營業額	13,503	17,355	20,256	22,159	24,356
毛利	4,967	5,785	6,643	7,584	8,547
報告淨利潤	2,455	3,227	4,154	5,089	6,048
經常性淨利潤	2,202	2,817	4,115	5,089	6,048
經常性的每股收益(港元)	0.25	0.32	0.45	0.56	0.67
核心市盈率(x)	21.1	16.5	11.5	9.2	7.8
市淨率(x)	2.8	2.8	2.4	2.0	1.8
股息率(%)	1.8	2.3	3.3	4.1	4.8
ROE(%)	15.4	19.7	23.3	24.5	24.9
淨負債率(%)	120.3	93.8	106.3	112.4	113.4

資料來源: 公司資料, 招商證券(香港)預測

彭博終端報告下載: CMHK <GO>

蔡雯

+852 3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

蕭俊榮

+852 3189 6395

ericxiu@cmschina.com.hk

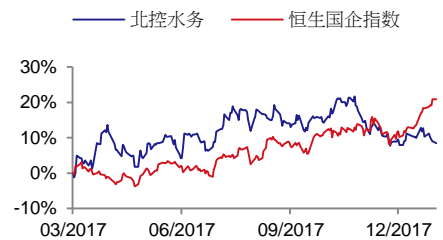
最新變動

n.a.

買入

前次評級	買入
股價(2018年3月15日)	HK\$5.21
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	HK\$7.8 (+50%)
前次目標價	HK\$7.8

股價表現



資料來源: 彭博

%	1m	6m	12m
371 HK	1.8	(16.8)	(4.2)
恒生國企指數	1.5	15.0	23.8

行業: 環保

恒生指數	31,541
國企指數	12,720

重要數據

52周股價區間(港元)	4.82-6.75
市值(百萬港元)	48,167
日均成交量(百萬)	21.76
每股淨資產(港元)(2017預測)	2.19

主要股東

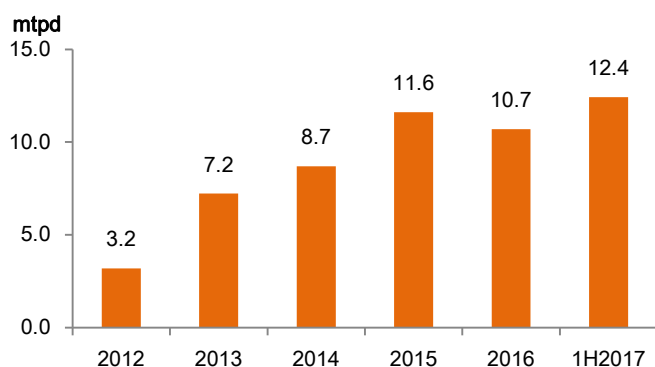
Beijing Enterprises Group	43.2%
Min Zhou	3.3%
Pictet Funds	2.2%
BNP Paribas	1.9%
總股數(百萬股)	9,245
自由流通量(百萬股)	4,942

相關報告

1. 中國水務行業 - 見底回升, 優質水務公司重估可期
24/1/2018

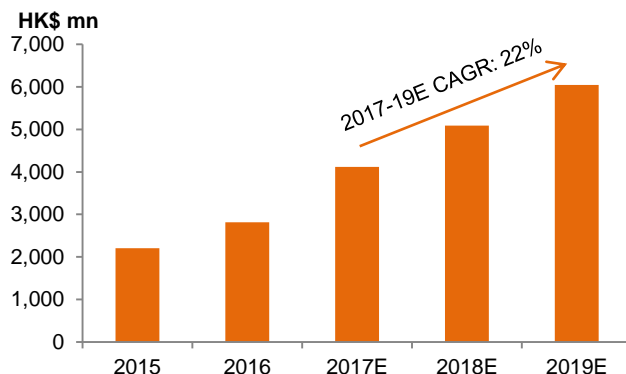
重点图表

图1: 北控水务 — 尚未投产/转换的产能



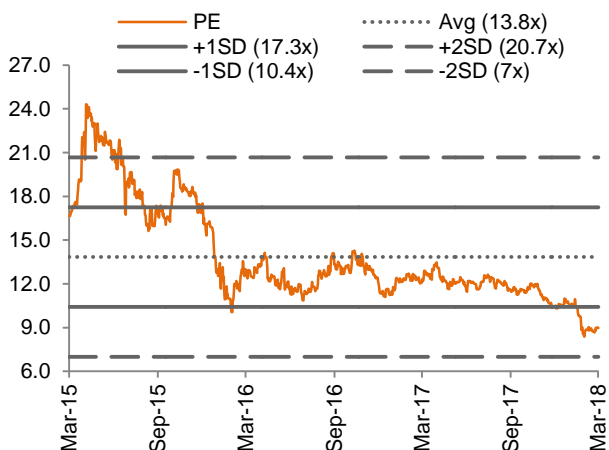
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 北控水务 — 核心利润预测



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图3: 北控水务 — 12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

图4: 北控水务 — 招商证券与市场共识比较

	Forecasts			Rating		
	2017E	2018E	2019E	BUY	NEUTRAL	SELL
CMS - diluted core EPS (HK\$)	0.45	0.56	0.67	X		
% change	43.5%	24.3%	18.8%			
% difference to consensus	-1.5%	1.7%	1.1%			
Consensus	0.46	0.56	0.66	26	0	0
% change	45.6%	20.4%	19.6%			

资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

图5: 污水处理运营商的估值比较

Company	Ticker	Price	Rating	TP	Up/(Dn) side (%)	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E(x)		2-yrs EPS Cagr (%)	2018E	Div Yld (%)		P/B(x)		ROE(%)		Share px chg (%)		
								2018E	2019E			2018E	2019E	2018E	2019E	1-mth	3-mth	12-mth		
HSI		31,541						11.1	9.9	11.7	0.96	3.5	4.0	1.2	1.1	12.5	12.9	1.4	9.3	32.6
HSCEI		12,720						7.5	6.2	16.7	0.45	4.1	N/A	0.9	0.7	12.3	12.7	1.5	11.9	23.8
Sector Average								10.2	9.1	15.6	0.65	2.7	3.0	1.29	1.15	13.2	13.5	3.1	2.7	(8.3)
Sector Median								10.4	9.3	19.6	0.49	2.1	2.2	1.23	1.06	12.3	12.5	2.0	3.7	(10.9)
BEW	371 HK	5.21	BUY	7.80	49.69	6,142	20.4	9.2	7.7	21.5	0.43	4.1	4.8	2.0	1.7	24.5	24.9	1.8	(12.3)	(4.1)
CTEG	1363 HK	1.50	NEUTRAL	1.55	3.33	1,208	4.2	12.2	10.6	18.5	0.66	1.4	1.6	1.9	1.6	16.1	16.2	6.4	8.7	(17.4)
Kangda	6136 HK	1.54	Non-Rated	N/A	N/A	404	0.4	4.9	4.4	16.3	0.30	2.3	2.2	0.6	0.5	11.7	12.0	(2.5)	(3.8)	(23.3)
GD Investment	270 HK	12.26	Non-Rated	N/A	N/A	10,221	12.4	16.1	15.4	(0.9)	N/A	4.5	5.0	2.1	2.0	12.9	13.0	10.3	14.6	12.5
Tianjin Capital	1065 HK	4.65	Non-Rated	N/A	N/A	2,534	0.9	10.1	9.6	5.6	1.82	1.9	2.1	1.0	0.9	9.8	9.7	5.9	6.9	8.4
China Everbright Water	CEWL SP	0.44	Non-Rated	N/A	N/A	882	0.2	10.6	9.1	21.6	0.49	1.1	1.2	0.8	0.7	7.7	8.1	2.3	0.0	(4.3)
Yunnan Water	6839 HK	3.26	Non-Rated	N/A	N/A	496	0.3	5.8	4.9	21.1	0.27	4.4	5.3	0.6	0.5	9.6	10.6	0.0	6.5	(18.5)
Dongjiang	895 HK	10.70	Non-Rated	N/A	N/A	1,868	0.9	12.6	10.8	20.8	0.61	1.6	2.0	1.5	1.2	13.6	13.8	0.9	0.9	(19.5)

注: 未评级股票的预测是基于彭博共识, 股价截至2018年3月15日

资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

财务预测表

资产负债表

12月31日年结(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固定资产	1,380	2,831	3,803	4,217	4,624
于合资公司及联营公司之投资	4,466	5,685	8,059	9,588	11,387
特许经营权	2,421	3,390	3,710	3,911	3,997
服务特许权安排应收款项	16,978	22,638	27,027	31,023	35,036
应收合约客户款项	11,496	16,204	20,366	24,265	28,035
应收账款、预付款项及其他应收款项	6,275	3,394	3,908	4,290	4,720
其他	3,323	4,930	5,640	5,665	5,696
非流动资产总额	46,339	59,072	72,513	82,959	93,495
应收合约客户款项	1,312	1,101	1,383	1,648	1,904
服务特许权安排应收款项	1,713	1,933	2,308	2,649	2,992
应收账款、预付款项及其他应收款项	7,993	7,439	10,581	11,521	12,579
现金	6,374	10,921	8,225	5,529	3,587
受限制现金及已抵押存款	269	135	79	79	79
其他	493	446	277	287	299
流动资产总额	18,153	21,975	22,853	21,713	21,439
总资产	64,492	81,047	95,366	104,672	114,934
应付账款	5,786	9,843	12,932	13,846	15,019
其他应付款项及应计负债	4,818	5,234	6,131	6,837	7,416
银行贷款	6,015	4,812	5,709	6,493	7,277
公司债券、应付票据和其他	663	52	3,794	281	741
其他	491	673	720	869	1,055
流动负债总额	17,773	20,615	29,285	28,326	31,509
银行贷款	17,121	16,663	19,766	22,482	25,198
公司债券、应付票据和其他	7,248	14,644	11,391	14,868	14,377
其他	2,059	2,359	4,475	4,740	5,119
非流动负债	26,428	33,665	35,632	42,091	44,694
负债总额	44,201	54,280	64,917	70,417	76,203
净资产总额	20,290	26,767	30,448	34,255	38,731
股本	872	874	876	876	876
储备	15,312	15,627	18,265	21,478	25,297
股东权益总额	16,184	16,501	19,141	22,354	26,173
永续资本工具	0	6,305	6,546	6,787	7,028
少数股东权益	4,107	3,961	4,762	5,114	5,531
总权益	20,290	26,767	30,448	34,255	38,731
负债总额	31,048	36,171	40,659	44,124	47,594
净现金(负债)	(24,405)	(25,115)	(32,356)	(38,517)	(43,928)
每股净资产(港元)	1.86	1.89	2.19	2.55	2.97

现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营运利润	3,948	5,058	5,717	6,826	8,072
折旧和摊销	207	302	420	497	556
营运资金变化	(6,859)	(7,879)	(8,988)	(8,309)	(8,253)
其他	331	348	129	(346)	(313)
已付税款	(253)	(329)	(360)	(459)	(588)
经营活动所得净现金	(2,627)	(2,500)	(3,082)	(1,790)	(526)
资本开支	(594)	(1,063)	(1,230)	(1,110)	(1,045)
其他	(3,161)	(966)	329	306	325
投资活动所得净现金	(3,755)	(2,029)	(901)	(804)	(720)
发行/回购股份	0	(82)	0	0	0
股息支付	(802)	(958)	(1,399)	(1,730)	(2,057)
净债务变化	8,275	5,871	4,300	3,500	3,500
其他	(400)	4,638	(1,614)	(1,871)	(2,140)
融资活动所得净现金	7,073	9,469	1,287	(102)	(697)
现金变更净值	691	4,940	(2,696)	(2,696)	(1,942)
调整	(308)	(384)	9	9	9
期初余额	5,990	6,366	10,912	8,216	5,520
期末余额	6,374	10,921	8,225	5,529	3,587

损益表

12月31日年结(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,503	17,355	20,256	22,159	24,356
销售成本	(8,536)	(11,570)	(13,613)	(14,575)	(15,809)
毛利	4,967	5,785	6,643	7,584	8,547
其他收入及收益净额	455	1,122	1,195	1,557	2,060
管理费用	(1,226)	(1,538)	(1,804)	(1,989)	(2,204)
其他经营费用净额	(248)	(311)	(316)	(325)	(332)
总经营费用	(1,019)	(727)	(925)	(757)	(475)
营运利润	3,948	5,058	5,717	6,826	8,072
净财务费用	(831)	(1,198)	(1,283)	(1,544)	(1,791)
分占联营公司业绩	12	182	492	641	754
其他	417	602	904	1,125	1,325
税前利润	3,546	4,644	5,831	7,048	8,360
所得税	(778)	(971)	(1,029)	(1,241)	(1,508)
税后利润	2,768	3,673	4,802	5,807	6,853
少数股东权益	(312)	(389)	(407)	(477)	(564)
永续资本工具持有人	0	(57)	(241)	(241)	(241)
净利润	2,455	3,227	4,154	5,089	6,048
非核心项目调整	(254)	(410)	(40)	0	0
核心净利润	2,202	2,817	4,115	5,089	6,048
利息折旧及摊销前利润	4,154	5,359	6,137	7,324	8,628
基本每股盈利(港元)	0.28	0.37	0.47	0.58	0.69
摊薄核心每股收益(港元)	0.25	0.32	0.45	0.56	0.67
每股股利(港元)	0.10	0.119	0.17	0.21	0.25

财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率(%)					
收入	51.3	28.5	16.7	9.4	9.9
利息折旧及摊销前利润	28.4	29.0	14.5	19.3	17.8
营运利润	30.4	28.1	13.0	19.4	18.3
核心净利润	22.7	27.9	46.1	23.7	18.8
摊薄核心每股收益	21.5	28.4	43.5	24.3	18.8
每股股利	21.8	25.3	45.5	23.0	18.2
利润率(%)					
毛利率	36.8	33.3	32.8	34.2	35.1
利息折旧及摊销前利率	30.8	30.9	30.3	33.1	35.4
息税前利率	29.2	29.1	28.2	30.8	33.1
净利率(核心利润)	16.3	16.2	20.3	23.0	24.8
实际税率(%)	25.0	25.2	23.2	23.5	24.0
营运费用占收入比率(%)	7.5	4.2	4.6	3.4	2.0
利息覆盖率(x)	4.8	4.2	4.5	4.4	4.5
股息支付率(%)	37.6	36.9	36.9	36.9	36.9
资本净负债比率(%)	120.3	93.8	106.3	112.4	113.4
总资本净负债比率(%)	54.6	48.4	51.5	52.9	53.1
流动比率(x)	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率(x)	3.6	4.5	4.9	4.8	4.5
息税前利率(%)	32.4	33.7	35.1	38.8	41.7
利息负担(x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
税率负担(x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
股本收益率(%)	15.4	19.7	23.3	24.5	24.9
资本回报率(%)	8.4	9.5	10.1	10.3	10.6

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828