



2019年6月19日

首次覆盖 买入评级

滇池水务(03768)

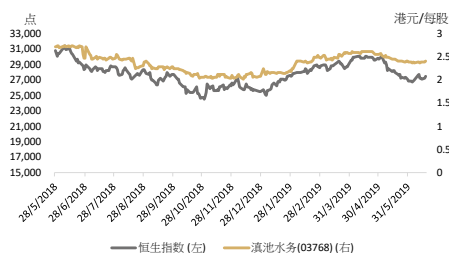
股票数据

行业	水务
评级	买入
目标价	4 港元
收市价	2.42 港元
52 周高低	2.00-2.75 港元
市值	8.23 亿港元
市盈率	6.3 倍
市账率	0.6 倍
股息率	8%

主要财务数据及预测

(百万元)	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1430	1582	1746	1937
按年变化	17%	11%	10%	11%
净利润	351	364	405	459
按年变化	11%	4%	11%	14%

相对股价表现图



譚美琪

电话：(852) 2379 8906

电邮：

cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



投资亮点

收入及净利保持双位数增长

集团收入由 2017 年的 1,223.8 百万元人民币增加至 2018 年的 1,429.8 百万元人民币，按年增加 16.8%；股东应占净利润约为 349 百万元人民币，较 2017 年增加 11.6%。污水处理为集团最大业务，占收入 81.1%，于 2018 年按年增长 121.9 百万元人民币或 11.8%，受惠于新项目并表。

再生水业务可迎来高速增长

鉴于再生水具有诸多优点，在水缺乏的情况下其合理利用变得尤为重要，近年来中国推出多项措施支持再生水行业，例如「水十条」对再生水利用作出了专门规定，要求「到 2020 年，缺水城市再生水利用率达到 20%以上，京津冀区域达到 30%以上」。在国策支持下，再生水行业料持续优化。滇池水务在昆明市主城区拥有唯一的再生水输配管，具备寡头垄断的优势。

善用区位优势

位处云南省「一带一路」交汇点，集团正将区位优势转化成「走出去」的发展优势。滇池作为中国关注的高原湖泊，拥有 35 条河道支流，不仅是长江上游的生态屏障之一，也是云南省的经济重地，面积只占全省 0.78%，却承载了占昆明 80%、云南 25% 的经济产值。根据 2018 年初昆明市政府发布《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案(2018-2020 年)》规划要求，目标到 2020 年，滇池水质达到IV类及以上。此外，集团积极响应国家大力推动的「一带一路」战略方针，正在老挝兴建污水处理厂，未来将积极发展东南亚市场。

■ 基本面较同业优胜

滇池水务 2018 年毛利率为 37%，净利率为 24.4%，与同业相比属高水平。可比股票例如北控水务(00371)、中国水务(00855)、云南水务(06839)、重庆水务(601158)、首创股份(600008)现时市盈率分别为 9、10、5.6、18.4、22.6 倍，明显高于滇池水务现时之 6.3 倍。同时，EV/EBITDA 分别为 11.7、8.5、12.4、10.5、14.9 倍，高于滇池水务现时之 5.1 倍。考虑到滇池水务之再生水业务可迎来高速增长，以及固废业务及东南亚市场可带来新机遇，我们认为 6.5 倍 EV/EBITDA 较为合理。

■ 估值

利好因素包括 a) 集团以「一元为主，相关多元发展」为战略指引，其污水处理能力稳居云南省第一位，而其它环保相关业务，如固废等范畴都为集团带来新增长点；b) 集团拥有昆明市主城区唯一的再生水输配管网，其垄断地位让集团可受惠于再生水市场之高速增长；c) 集团正在老挝兴建污水处理厂，展望未来，其东南亚项目将有助集团面向国际。我们首予「买入」评级，12 个月目标价 4 港元，潜在升幅为 65%，未来 12 个月预测 EV/EBITDA 比率为 6.5 倍。我们预测 2019 至 2021 年派息比率高于 48%。

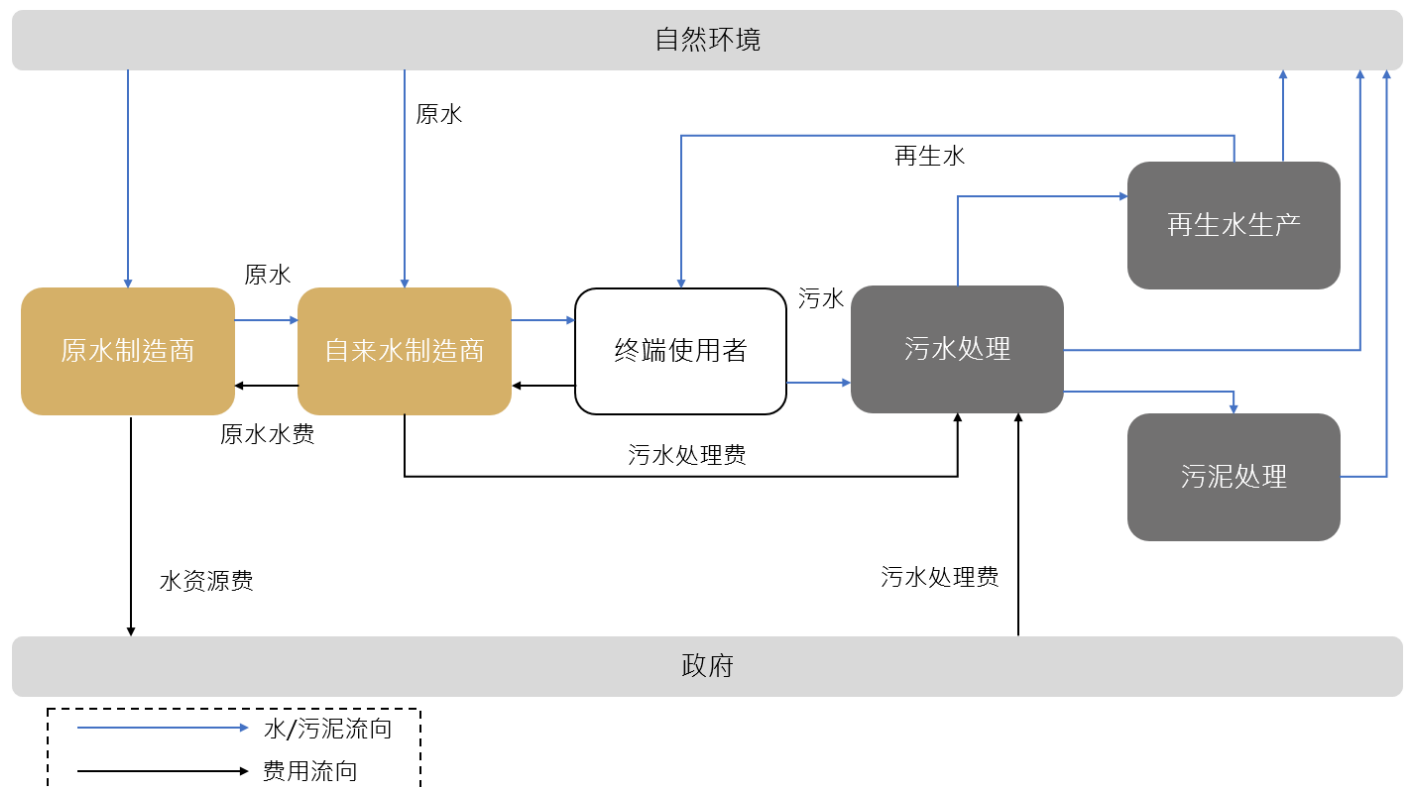
1. 行业分析	4
1.1 行业背景	4
1.2 项目模式	5
1.3 中国水资源问题	6
1.4 国家政策	8
1.5 污水处理行业	9
1.6 再生水行业	11
1.7 供水行业	13
1.8 水价尚未反映水资源的稀缺性	14
1.9 固废处理	17
1.10 云南省现时的水质情况	17
2. 个股研究- 滇池水务(03768.HK)	18
2.1 公司背景	18
2.2 处理设计规模	19
2.3 项目模式	23
2.4 污水处理业务	23
2.5 再生水业务	31
2.6 运用科技提升营运效益	33
3. 投资亮点	34
3.1 一元为主，相关多元发展	34
3.2 收入及净利保持双位数增长	35
3.3 科技研发体系日趋完善，科技创新成果应用加快	37
3.4 再生水业务具前景	38
3.5 业务进入门槛高	40
3.6 东南亚项目有助集团面向国际	40
3.7 资本结构良好	41
3.8 发展目标	42
3.9 派息	43
3.10 同业比较	44
3.11 估值	44
3.12 财务报表分析和预测	45

1. 行业分析

1.1 行业背景

中国一直以来存在着人均淡水资源不足、水资源分布不均及水污染等问题，因此水务行业在国内扮演重要角色，产业链主要包括三个主要模块：用合格原水水源生产及供应自来水、处理通过市政管道收集的市政污水；及进一步处理污水出水以再作利用。

图 1：中国市政水务行业的产业链图



数据来源：弗若斯特沙利文、滇池水务

自来水厂一般自河流、湖泊、池塘或地下蓄水层等自然资源获取原水，然后，通过管道把自来水输送给终端用户。污水处理公司通常从两个源头收取污水处理费，即政府采购(当地政府直接向污水处理公司付款)及社会采购(自来水公司向自来水用户收取相关费用，然后将费用转付污水处理公司)。污水处理出水经过一系列工艺进一步处理后所得再生水将输送给终端用户，主要用于灌溉、道路清洁及园林绿化等。

1.2 项目模式

目前有四类商业模式在内地及国际常用，主要有 TOO、TOT、BOT、BT，一般特许经营年期达 20-30 年，以便厂商收回投资及获利。成本投入方面：TOO、TOT 即以收购为主，以现有水厂资产收益来评估其回报再决定投入价值；BOT、BOO 因需年半至两年建造项目，营运商会先确定项目能达一定回报要求才投资。

图 2：各项目模式详情

项目模式	详情
BOO	建设 - 拥有 - 经营，由一家企业承担融资、设计、建设污水处理或供水设施，有关设施由该企业拥有，该企业有权在特许期间营运有关设施。
BOT	建设 - 经营 - 移交，政府授权一家企业于特许期间承担污水处理或供水设施的融资、设计、建设、营运及维护，该企业可于特许期间按所供应已处理污水或水收取服务费以收回其投资、营运及维护成本并取得合理回报，而在特许期间届满后，相关设施将无偿交回政府。
BT	建设及移交，一家企业代所有人承担某项设施的融资、设计及建设，相关费用会于建设时及完成时由所有人支付。
TOO	移交 - 拥有 - 经营，企业向政府购买已建成的污水处理或供水设施，并于特许期间承担其所拥有的设施的营运。在特许期间，该企业可根据其与政府所订立特许经营权协议按所供应已处理的污水或自来水收取服务费。
TOT	移交 - 经营 - 移交，根据企业与政府订立的特许经营权协议，政府将已建成的污水处理或供水设施在特许期间的产权或经营权转让给企业。在特许期间，该企业可按所供应已处理的污水或自来水收取服务费，以收回其投资、营运及维护成本并取得合理回报，而在特许期间届满后，相关设施将无偿交回有关政府。

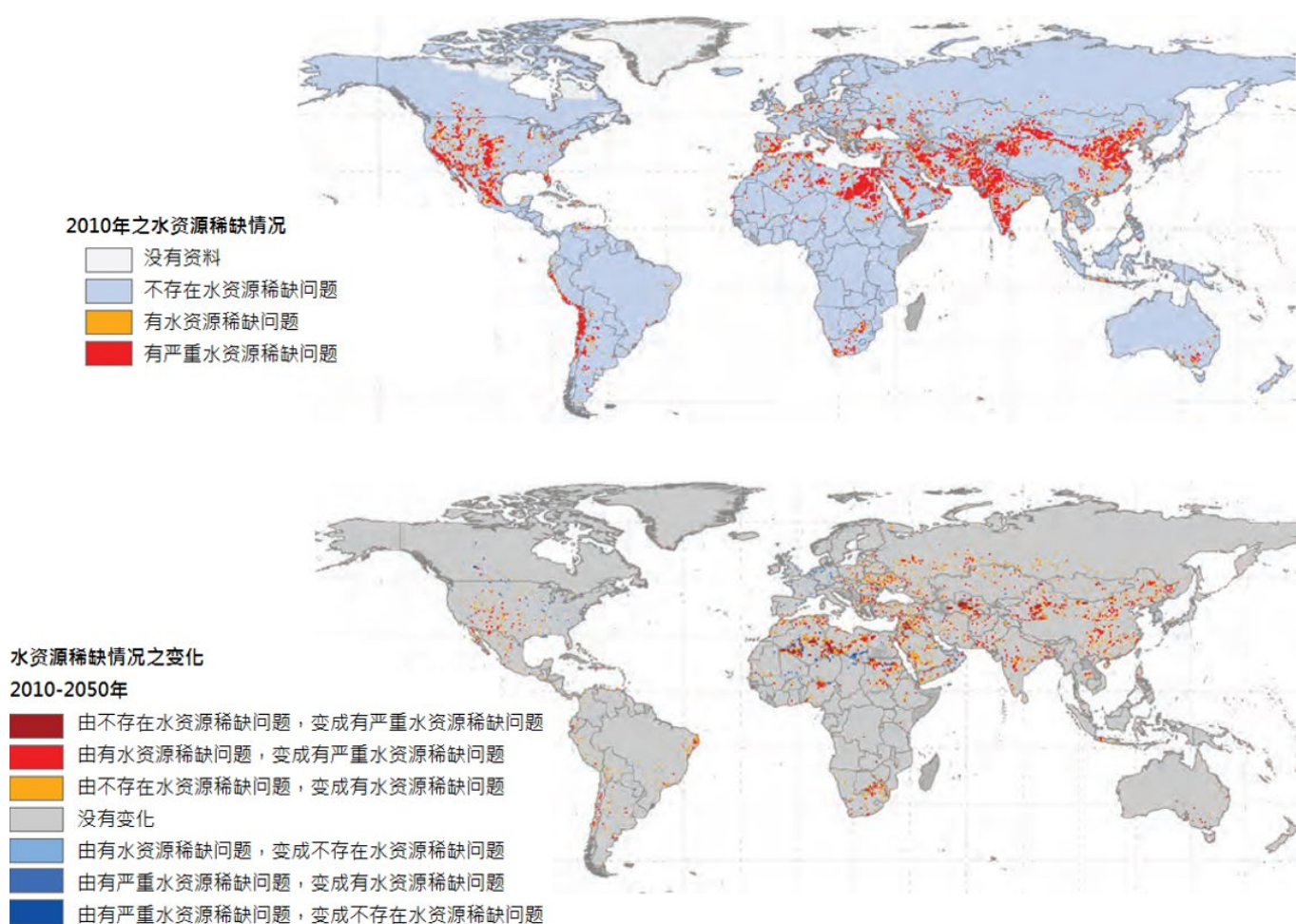
数据源：公司资料

1.3 中国水资源问题

1.3.1 缺水问题

中国是全球最缺水的国家之一，2018 年中国水资源总量为 27,960 亿立方米，而中国人均水资源仅为 2,004 立方米，约达到全球平均水平的四分之一。

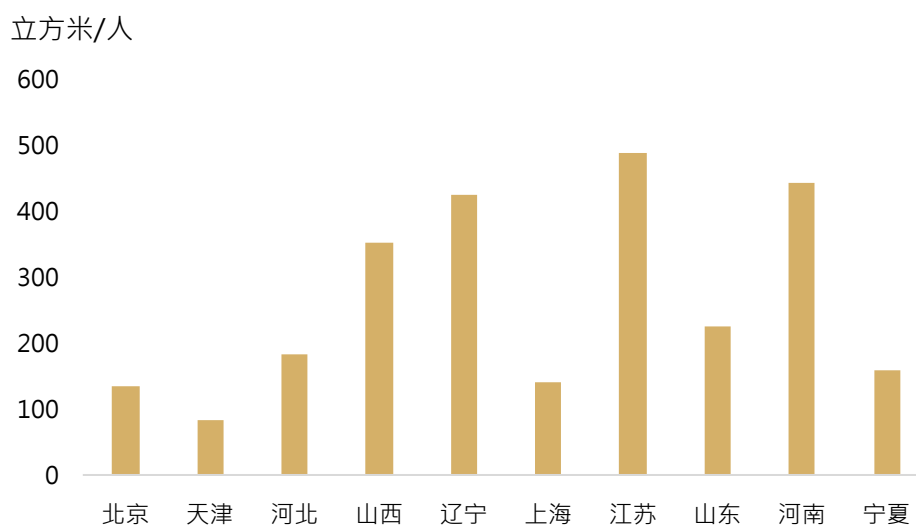
图 3：2010 年实际水资源短缺（上图）和 2050 年水资源短缺的预测变化



数据源：联合国

同时，中国水资源分布不均衡。总体而言，中国西南部及华南的水资源较为丰富，该等地区的自然水资源相对充足。中国约四分之一的省份面临严重缺水问题，部分省份如北京、天津、河北、山西、河南的人均年均淡水资源量少于 500 吨。

图 4：缺水或严重缺水之地区



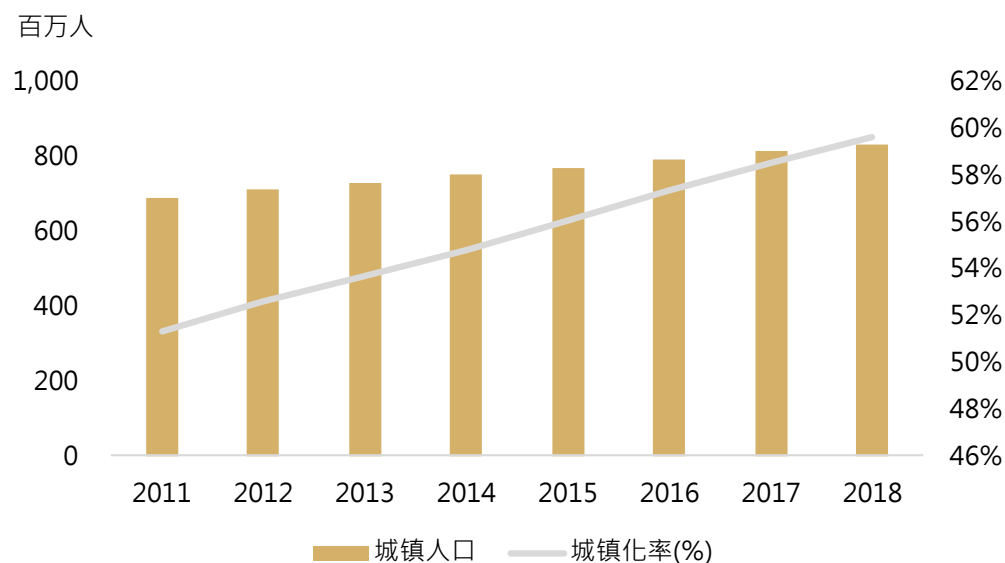
数据源：国家统计局

随着城镇化人口增加，中国用水需求不断增长，水资源短缺问题愈发严重。

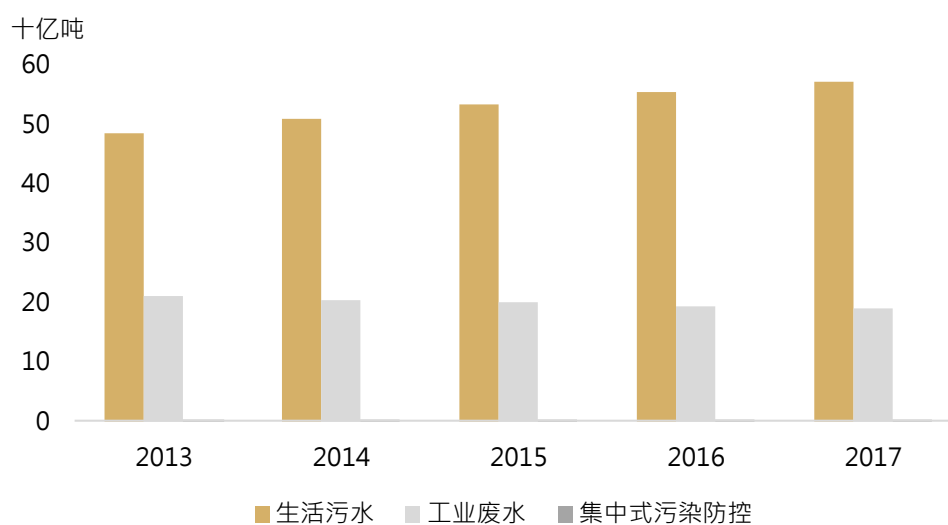
■ 1.3.2 生活污水排放增加

自 2013 年至 2017 年，中国工业废水排放量呈下降趋势，自 2013 年的 210 亿吨降至 2017 年的 191 亿吨，主要由于产业升级及政府在工业污染防治方面的持续努力。随着中国政府持续推进工业节水及工业废水零排放项目，估计工业废水排放量可持续受控。尽管工业废水排放量有所减少，但与生活污水相比，工业废水危害严重，倘渗入地下会污染地下水，造成土壤污染，以及通过食物链进入人体，故处置工业废水需较高技术。

中国城镇化进程加快导致城镇耗水量增加，自 2013 年起，生活污水排放量持续增加，从 2013 年的 485 亿吨增至 2017 年的 571 亿吨，复合年增长率为 4.2%。基于城镇化、人口增长及经济发展趋势，预计生活污水排放量将持续增长。

图 5：城镇化率提升


数据源：国家统计局

图 6：按来源划分的中国污水排放量明细


数据源：环保部

1.4 国家政策

中国政府近年来出台了多项法律和政策，以推动中国污水处理产业的发展。新法律及政策为水务行业创造了更多的商业机会，例如，《重点流域水污染防治规划(2016-2020)》阐明水务环境发展的主要方向及确定各级水务主管部门的责任，及于 2018 年 1 月 1 日生效的新修订《中华人民共和国水污染防治法》为规范及监管中国水务行业提供坚实基础。中国政府《「十三五」全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》要求，到 2020 年

底，实现城镇水处理设施全覆盖，处理量可能于 2020 年达到 663 亿立方米，污水处理能力有望由 168.4 百万立方米/日增至 218.0 百万立方米/日。规划明确，到 2020 年底，城市污水处理率要达到 95%，地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于 85%，其中东部地区力争达到 90%；建制镇达到 70%，其中中西部地区力争达到 50%，明确污水处理作为改善城镇水生态环境的关键环节。「十三五」期间进一步统筹规划，合理布局，加大投入，实现城镇污水处理设施建设由「规模增长」向「提质增效」转变，由「重水轻泥」向「泥水并重」转变，由「污水处理」向「再生利用」转变，全面提升中国城镇污水处理设施的保障能力和服务水平。在产业政策的引导下，单一环节的污水处理，正在逐步向水环境综合治理、提高再生水利用率转变。

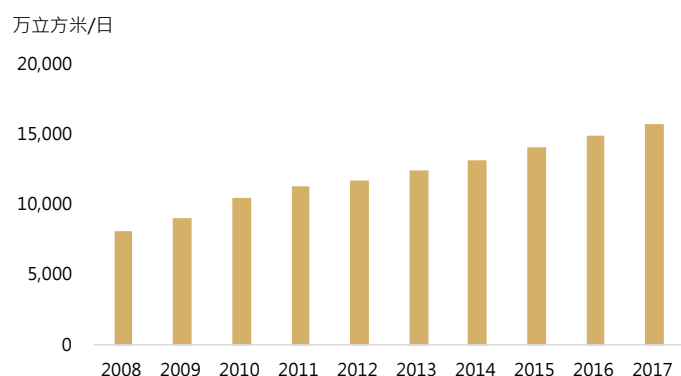
中国过往曾存在着再生利用率不高的问题，主要是由于国家对再生水利用的投资建设严重不足，管网建设跟不上，运营监管力度不够大，但鉴于再生水具有诸多优点，在水缺乏的情况下其合理利用变得尤为迫切和必要，近年来中国推出多项措施支持再生水行业，例如，2012 年国务院印发的《「十二五」全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》明确提出，「十二五」期间再生水规模达到 3,885 万立方米/日，到 2015 年全国再生水利用率达到 15%。2015 年国务院出台的《水污染防治行动计划》(又称「水十条」)对再生水利用作出了专门规定，要求「到 2020 年，缺水城市再生水利用率达到 20% 以上，京津冀区域达到 30% 以上」。在国策支持下，再生水行业料持续优化。

1.5 污水处理行业

1.5.1 中国城市污水处理

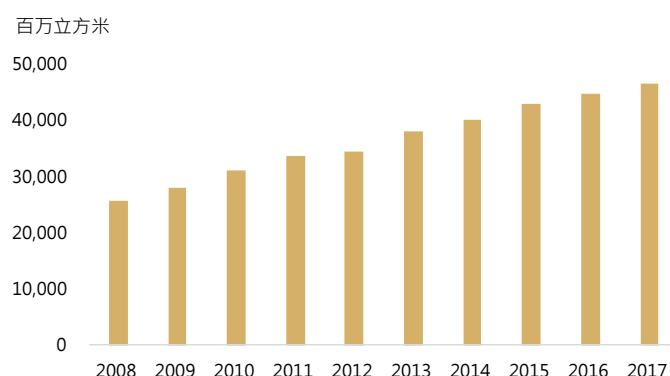
中国城市污水处理厂的总处理能力自 2008 年的每日 81.06 百万吨增至 2017 年的每日 157.43 百万吨，复合年增长率约为 7.7%。污水处理量自 2008 年的 256 亿吨增至 2017 年的 465 亿吨，复合年增长率为 6.9%。污水处理厂座数由 1,018 座增至 2,209 座，污水处理率由 70.16% 增至 94.54%。

图 7：污水处理厂产能

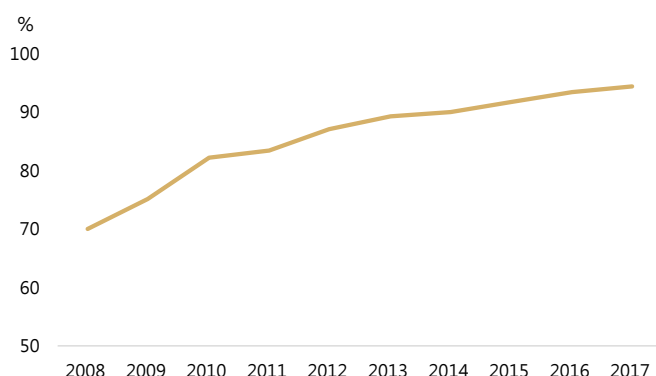


数据源：住房和城乡建设部

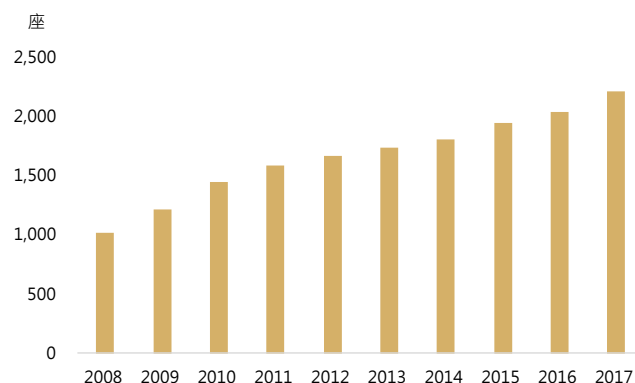
图 8：污水处理厂产量



数据源：住房和城乡建设部

图 9： 污水处理率


数据源：住房和城乡建设部

图 10： 污水处理厂座数


数据源：住房和城乡建设部

■ 1.5.2 中国市政污水处理市场的竞争格局

整个中国市政污水处理市场高度分散，有上百家在营公司，其中五大参与者于 2017 年合共占总运营处理能力 18.7%。随着国家对水质的考核要求不断提升，小型污水处理厂难以达标，但反给了领先企业并购的机会，近年来一些技术水平较高的水务公司逐渐走出本地市场进入其他地区，通过投资兼并重组来抢占市场份额，行业并购整合之风日盛。

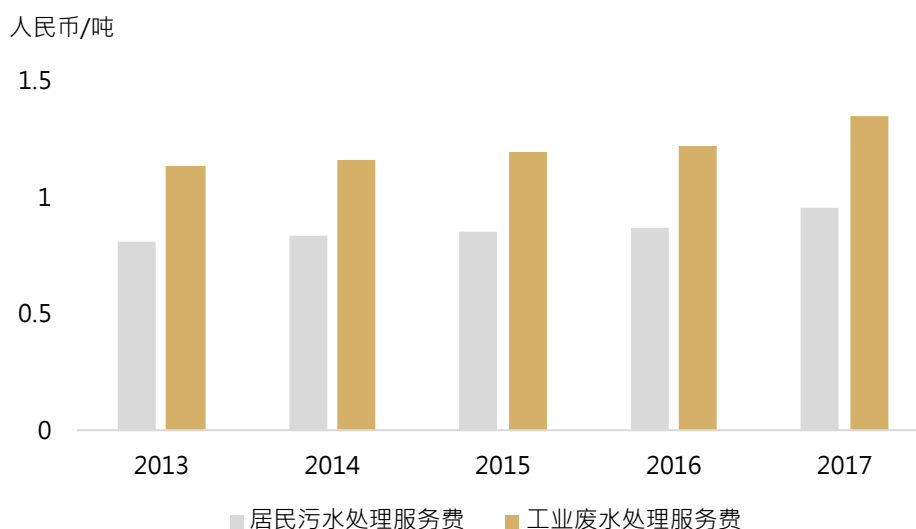
■ 1.5.3 污水处理技术含量高

工业废水治理比生活污水治理有着更为复杂的工艺和更高的技术针对性。与城市生活污水不同，各个工业部门产生的废水所含污染物成分差异很大，并且工业废水成分复杂，性质多变，处理起来需要更为复杂的工艺。实际上，即使同一工业也会产生几种不同性质的废水，同一种废水也会含有不同的污染物和不同的污染效应。因此，工业废水处理要求更高的技术针对性，也会有更高的技术壁垒。

■ 1.5.4 污水处理服务费

污水处理服务费于过去十年稳步上升。居民用户的平均污水处理服务费从 2013 年的每吨人民币 0.81 元增至 2017 年的每吨人民币 0.96 元，而工业用户的平均污水处理服务费从 2013 年的每吨人民币 1.14 元增至 2017 年的每吨人民币 1.35 元。随着环保标准提高，部分企业污水处理成本上升，为满足更高环保标准的要求，预计居民及工业废水处理服务费将持续攀升。

图 11：中国居民及工业用户的平均污水处理服务费，2013 年至 2017 年



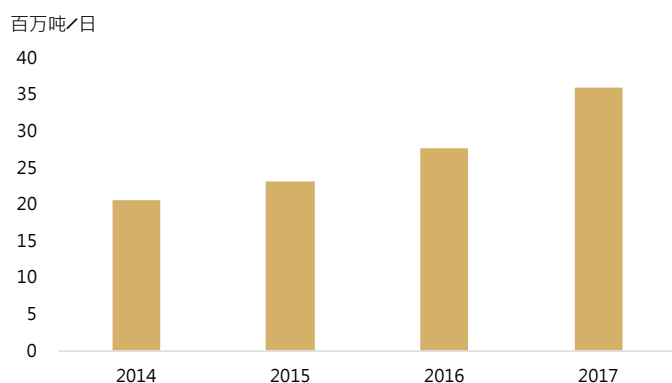
数据源：中国水网、弗若斯特沙利文

1.6 再生水行业

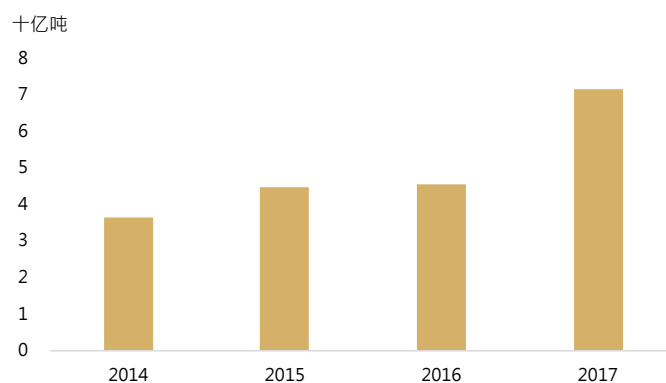
再生水是指污水经过水质净化厂专业处理后，水质达到国家相关标准，满足一定使用要求，可以进行再利用的水。在水资源紧缺下，再生水是对水资源的一种补充。在严重缺水的地区城市，再生水成为城市的第二水源。从成本来看，再生水比海水淡化、跨区域调水等更具成本优势，是治理城市水污染、提高水资源循环利用的有效手段。

随着自来水价格的上升和水资源的日益紧张，水的回用及再利用成为该问题可行的解决之道，其应用将日渐广泛。行业目前处于发展初期，规模仍小，故发展潜力大，未来料成为水务行业的利润爆发点。

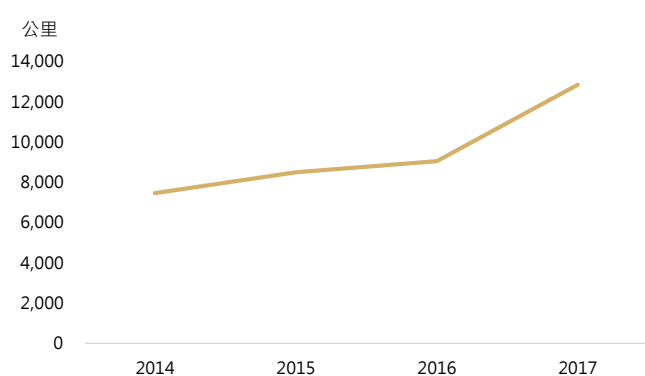
中国城市再生水厂的总供应能力自 2014 年的每日 20.7 百万吨增至 2017 年的每日 35.9 百万吨，复合年增长率约为 20.2%。利用量自 2014 年的 36 亿吨增至 2017 年的 71 亿吨，复合年增长率为 25.2%。再生水管道长度由 7,498 公里增至 12,893 公里。

图 12：中国再生水供应能力


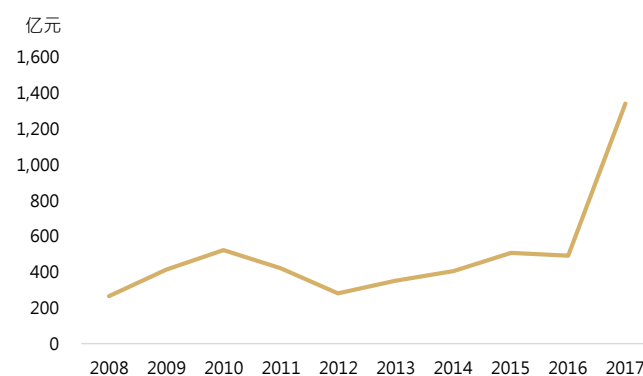
数据源：住房和城乡建设部

图 13：中国再生水利用量


数据源：住房和城乡建设部

图 14：中国再生水管道长度


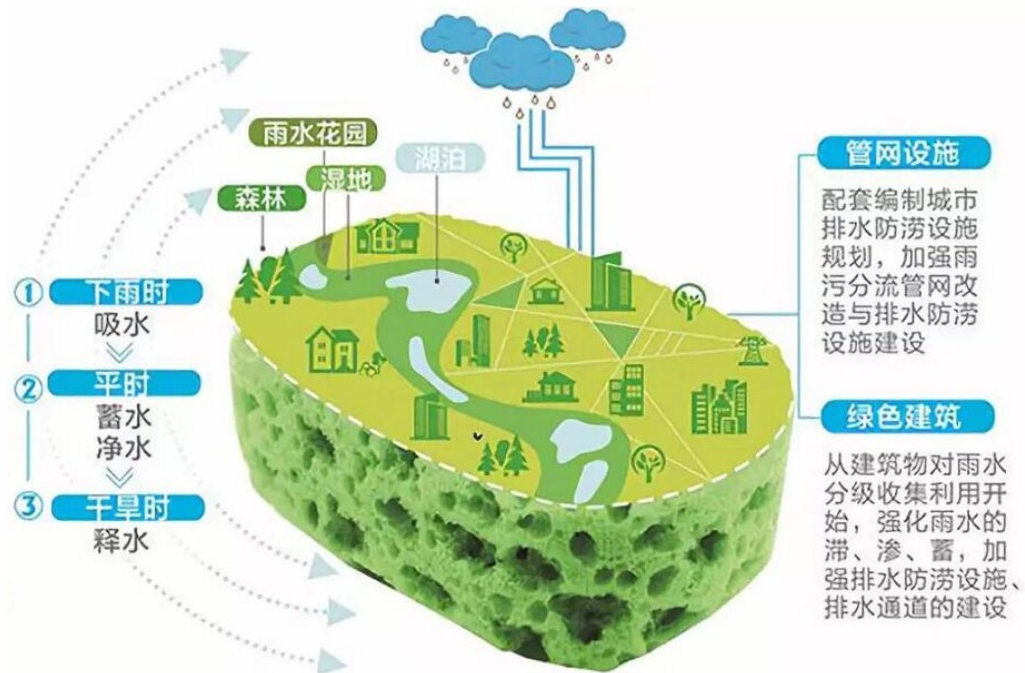
数据源：住房和城乡建设部

图 15：全国污水处理及其再生利用之城市市政固定资产投资


数据源：住房和城乡建设部

发改委和水利部于 2019 年 4 月 18 日联合印发《国家节水行动方案》，重点行动包括结合海绵城市建设，提高雨水资源利用水平。所谓海绵城市，就是让城市可以像海绵一样，在降雨的过程中，雨水可以通过吸收、下渗、净化、存储等方式，在城市的「海绵体」中积累起来；干旱时或者地下水需要补充时，再将存储的水「释放」出来，让城市能够像海绵一样压缩、回弹和恢复，具备充分的弹性，应对自然灾害和环境变化，从而减少雨洪灾害、提高水资源利用效率、缓解城市缺水问题。

图 16：海绵城市



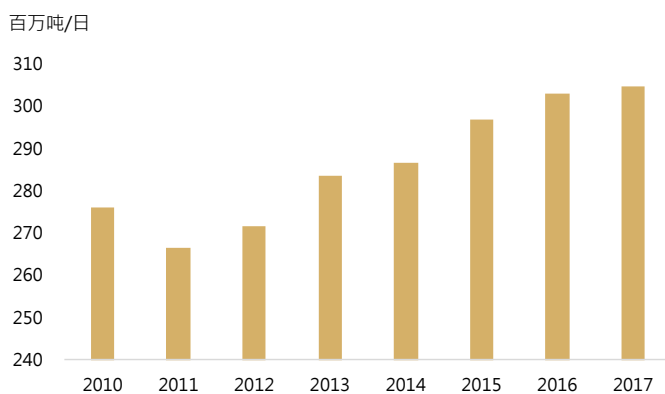
数据源：中国水网

我国水务行业在拓展原有再生水业务基础上，积极推进雨水资源化利用市场，逐步形成再生水、雨水资源化协调发展新格局。

1.7 供水行业

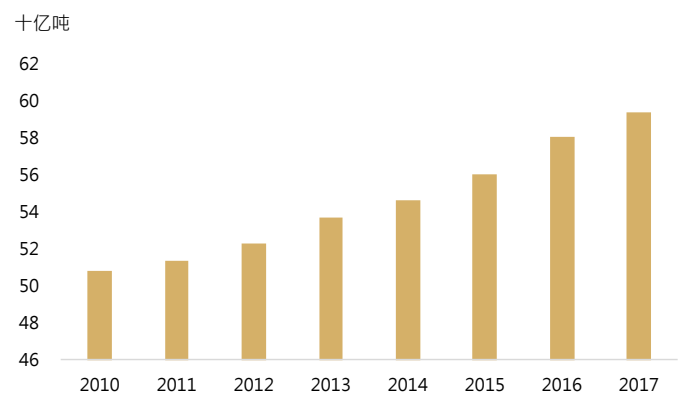
市政供水包括原水生产及供应、水处理和自来水输送。市政供水公司建造设施自天然水源(如河流、湖泊及大海)获取原水，并将原水输送至市政自来水厂。自来水厂过滤及净化原水以生产自来水，而自来水随后用于家居、生产及经营以及公共服务等。

图 17：中国城市供水能力

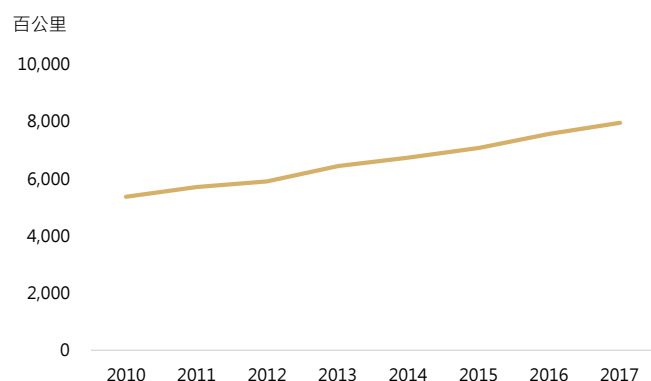


数据源：国家统计局

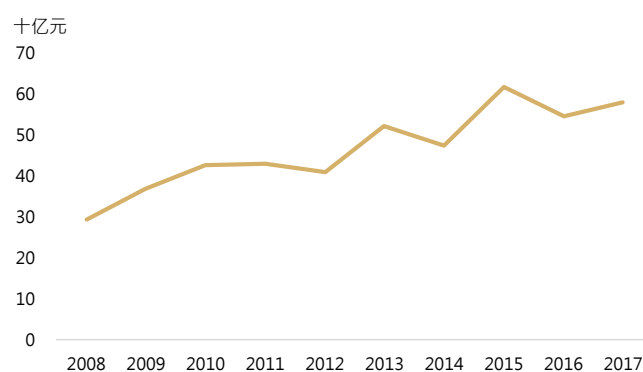
图 18：中国城市供水量



数据源：国家统计局

图 19：中国供水管道长度


数据源：住房和城乡建设部

图 20：全国供水之城市市政固定资产投资


数据源：住房和城乡建设部

中国城市供水能力自 2010 年的每日 276 百万吨增至 2017 年的每日 304.8 百万吨，复合年增长率为 1.4%。年供应量从 2010 年的 508 亿吨增至 2017 年的 594 亿吨，复合年增长率为 2.25%。

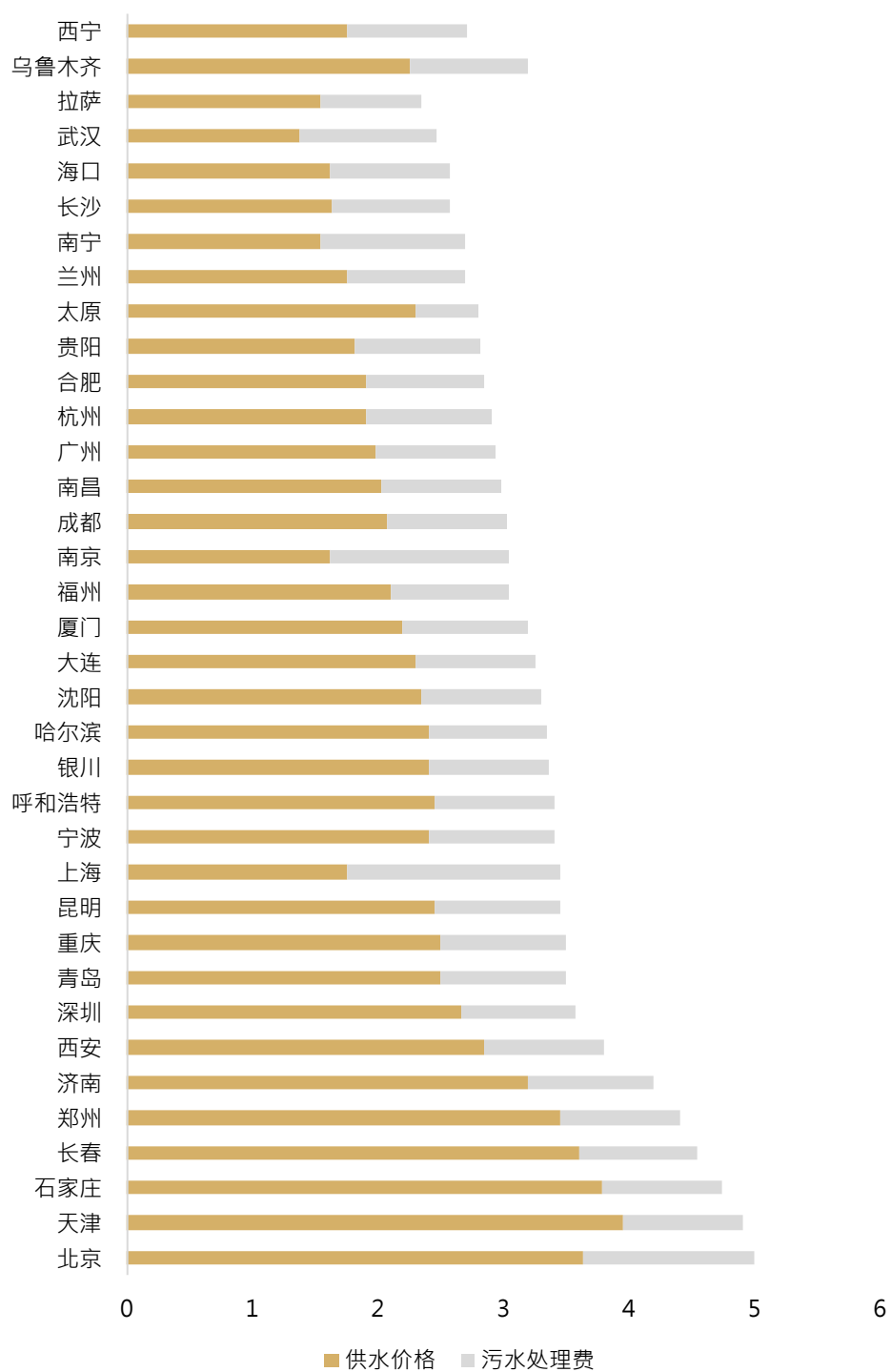
1.8 水价尚未反映水资源的稀缺性

对比世界各国水价，国内水价尚未体现水资源的稀缺性，而随着用水行业的市场化发展，水质净化处理收费在未来有持续上涨的可能性，行业自主经营的能力会随之得到较大提高。

居民生活用水第一阶梯终端水价包括供水价格和污水处理费，供水价格包括基本水价、水资源费/税、水利工程费等与供水过程相关的费用。在 2018 年，居民第一阶梯终端水价价格较高的城市集中在华北地区，如北京、天津、石家庄等地，一定程度上反映了华北地区水资源的稀缺程度。

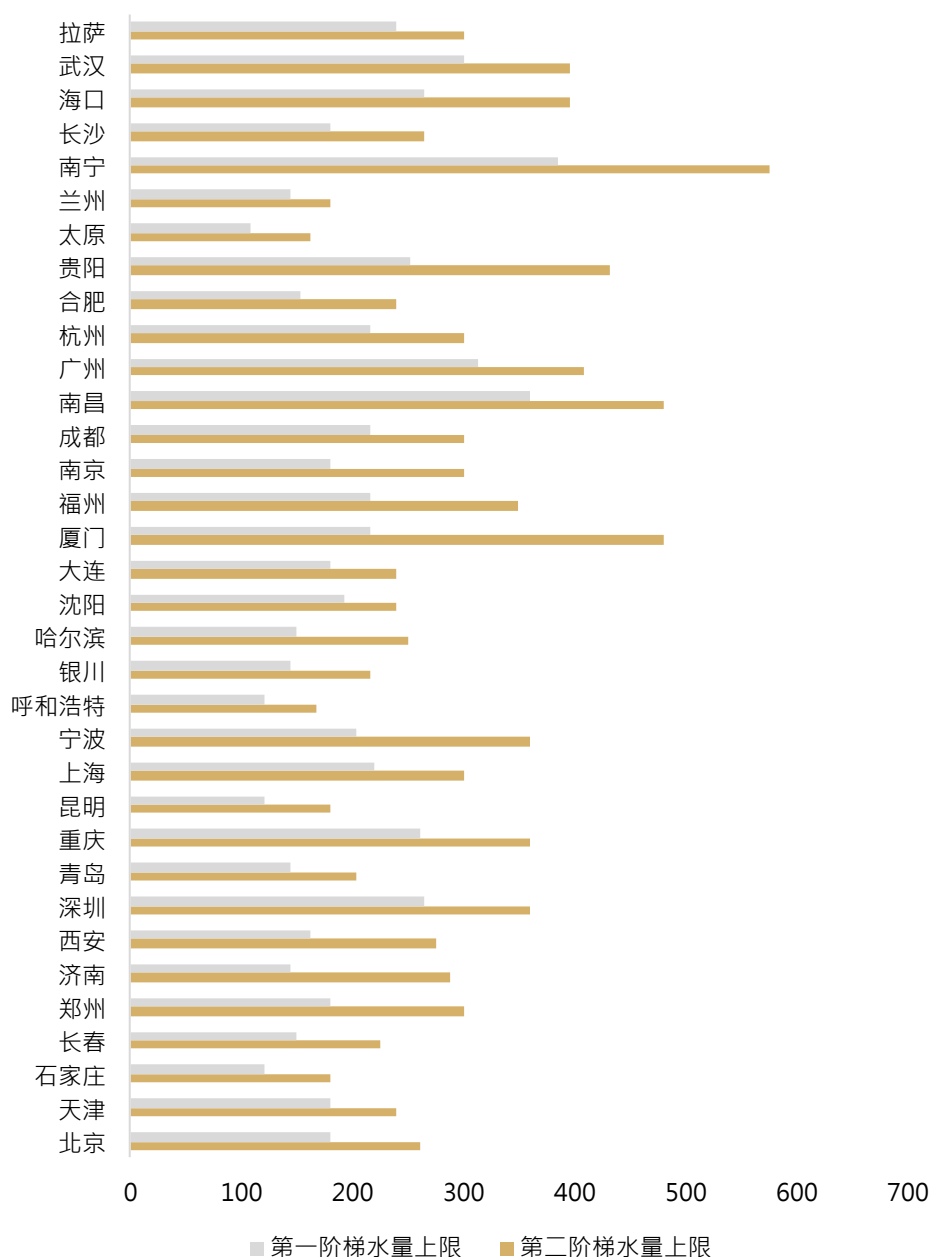
国家发展和改革委员会、住房城乡建设部于 2014 年下发的《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》提出，2015 年年底，所有设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。城市实行阶梯水价，对水价形成机制起了正面作用。下图为 36 个重点城市的第一、二阶梯水量基数上限设置情况。可以看到，在阶梯水量设置方面，各地区差异较大。

图 21：36 个重点城市居民生活用水第一阶梯终端水价情况



数据源：中国水网

图 22：36 个重点城市第一、二阶梯水量基数上限设置情况 (立方米/年)



数据源：中国水网网

「阶梯水价」是对使用自来水实行分类计量收费和超定额累进加价制的俗称。「阶梯水价」充分发挥市场、价格因素在水资源分配、水需求调节等方面的作用，拓展了水价上调的空间，增强了企业和居民的节水意识，避免了水资源的浪费。

长远来说，各地会进一步完善水价形成机制，激励再生水利用。透过建立阶梯水价制度，可逐步反映水资源的稀缺性和再生水的资源环境属性。

1.9 固废处理

由于城市化以及居民生活方式的改变，近年来固态生活垃圾的产生速度增长迅速，而且目前生活垃圾的产生量还未达到一个峰值，未来仍然有上升空间。固体垃圾由于排出量大，成分复杂多样，其处理更为复杂和困难。当今广泛应用的垃圾处理方法是卫生填埋、高温堆肥和焚烧。垃圾处理的目的是无害化、资源化和减量化，不过我国还没有完善的餐厨垃圾无害化处理和资源化利用的管理体系，已建成的资源化设施不能保证完整的收集体系和满负荷运行，同时目前国内缺少无害化彻底、资源化利用程度高的实用技术和工程，诸多因素造成不能实现餐厨垃圾无害化处理和资源再生利用。

由于固废产生的增速变快，全国固废处理投资的速度仍然保持逐年增加的情况。中国目前的固废处理业务还未形成完全的垄断，故行业仍有很多发展空间。

1.10 云南省现时的水质情况

根据国家环保部发布的《2017 中国环境状况公报》显示，2017 年，西北诸河和西南诸河水质为优，浙闽片河流、长江和珠江流域水质为良好，黄河、松花江、淮河和辽河流域为轻度污染，海河流域为中度污染。

云南省地处长江流域与珠江流域的交界，处于水质良好流域地区，但是随着城市化建设以及工业化发展，要维持现有的水质状况就必须注重对水质净化排放的处理问题。从云南省九大湖泊的水质情况来看，滇池经过治理后水质已经有所改善，星云湖、杞麓湖、程海、异龙湖等湖的水质情况较差，治理需求迫切。与江河湖泊水质相比，目前地下水的污染情况也较为严重，较差级以及极差级的水质占了 66.6%，这部分水质也是现在急需改善的问题之一，因此从这些层面来看，水务行业在云南省仍然有较大的发展空间。

滇池作为世界关注的高原湖泊，拥有 35 条河道支流的滇池流域，不仅是长江上游的生态屏障之一，也是云南省的经济重地：面积只占全省 0.78%，却承载了占昆明 80%、云南 25% 的经济产值。根据 2018 年初昆明市政府发布《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案(2018-2020 年)》规划要求，目标到 2020 年，滇池水质达到 IV 类及以上。

2. 个股研究- 滇池水务(03768.HK)

2.1 公司背景

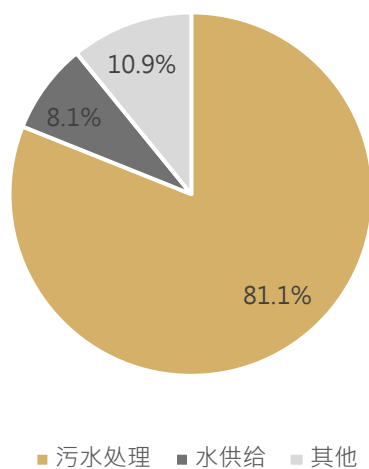
昆明滇池水务股份有限公司是经昆明市政府批准，于 2010 年 12 月成立的国有控股上市公司。公司于 2011 年获得昆明市政府授予的昆明市行政区域 30 年污水处理特许经营权，是云南省污水处理规模最大的企业。自成立以来，滇池水务已将业务拓展至中国多个地区，业务涵盖污水处理及水务相关服务，包括再生水及自来水供应服务。

图 23：集团位于昆明的总部

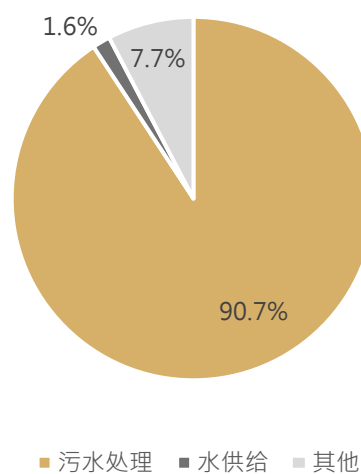


数据源：公司资料

截止 2018 年 12 月，滇池水务总资产达 74.4 亿元人民币，净资产达 39 亿元，实现营业收入 14.3 亿元，实现利润 3.5 亿元，全年完成污水处理 6.72 亿立方米；其中，昆明市主城及环湖各水质净化厂处理水量达 6.26 亿立方米；出水水质均优于行业最高的一级 A 标准，顺利完成云南省、昆明市下达的污染物减排任务，全年共为昆明 8 条河道(其中 4 条为国考河道)进行尾水回补达到 3.18 亿吨，补水水质各项指标达到并优于国家考核要求。拥有或控制水质净化厂从成立之初的 8 座增加到 64 座，日处理能力从 110 万方提高到 228 万方稳居云南省第一位。

图 24：收入分布


数据源：公司资料

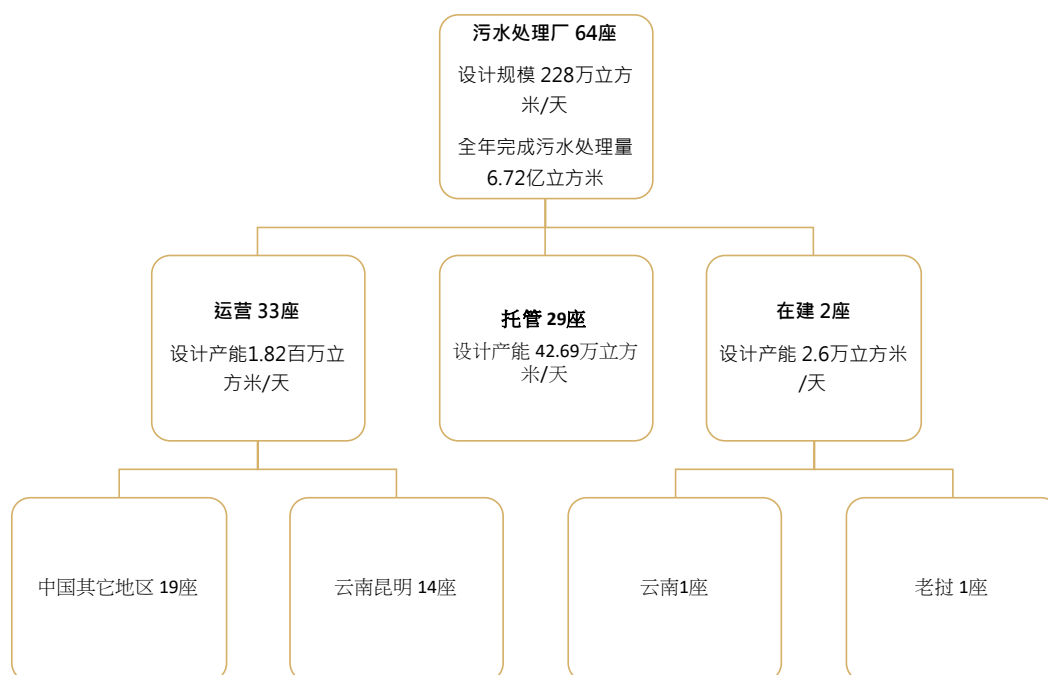
图 25：毛利分布


数据源：公司资料

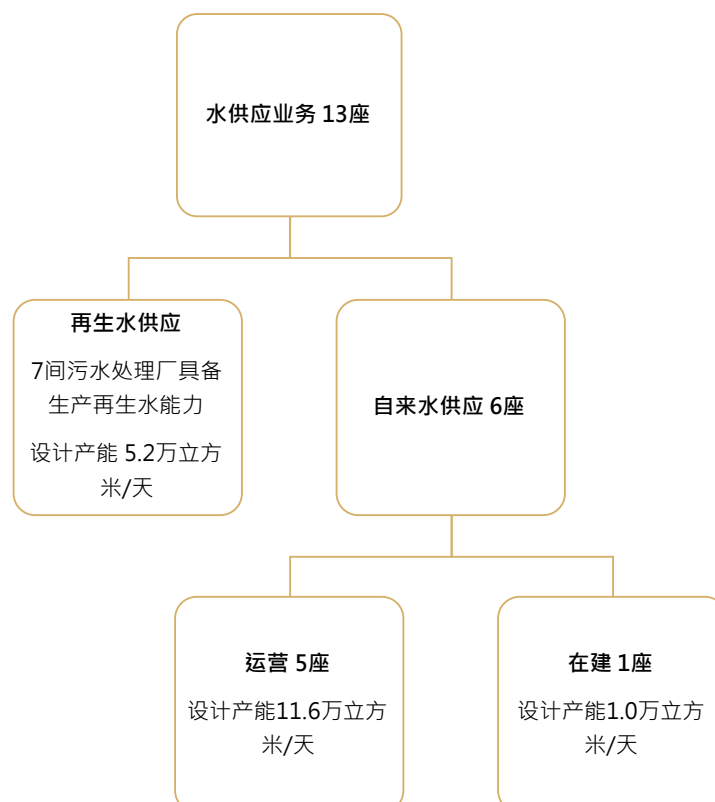
集团业务分为三大部分，分别是污水处理、水供应以及其他业务。当中，污水处理业务占总收入大多数，于 2018 年，污水处理服务、水供给及其它业务的收入占比分别为 81.1%、8.1%及 10.9%。

2.2 处理设计规模

公司现运行和接管的污水处理设施共 64 座，污水处理设计规模约 228 万立方米/日；其中，昆明市主城及环湖水质净化厂 21 座，设计规模 197 万立方米/日，处理量约占云南省的 42%，昆明市的 94%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有 41 间特许经营水厂，(含 35 个污水厂，6 个自来水厂)，其中 38 间水厂已投入运营，3 间在建。

图 26：污水处理厂设计规模


数据源：公司资料

图 27：水供应业务设计规模


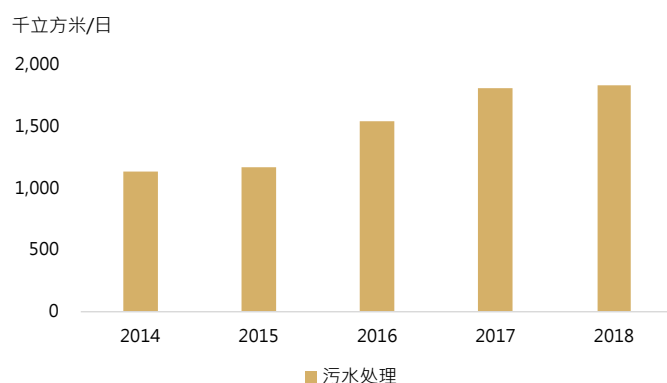
数据源：公司资料

污水处理业务方面，截至 2018 年 12 月 31 日，集团总共有 33 间污水处理厂(其中昆明 14 间，中国其他地区 19 间)已投入运营，日总污水处理能力达 1.8 百万立方米。集团有 2 间污水处理厂在建，分别位于中国云南省和老挝。

再生水业务方面，集团有 7 间污水处理厂生产再生水，日总设计产能达 5.2 万立方米。再生水供应量为 8.83 百万立方米，与 2017 年相比增长约 28.2%。

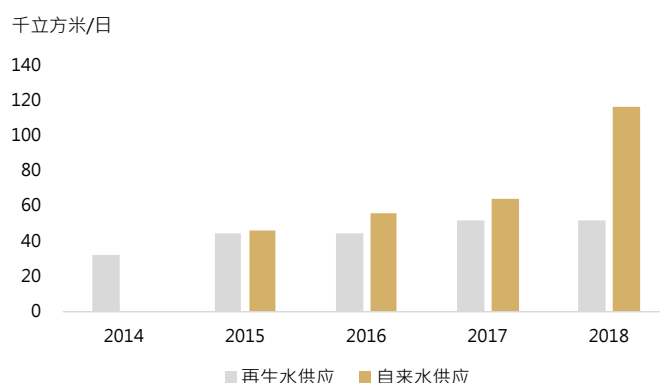
自来水业务方面，集团在中国有 5 间自来水厂已投入营运，日总设计产能为 11.6 万立方米，有 1 间自来水厂在建。

图 28：污水处理厂产能



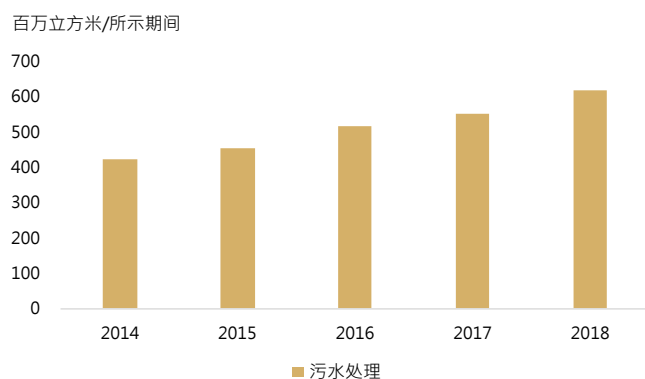
数据源：公司资料

图 29：再生水及自来水供应厂产能



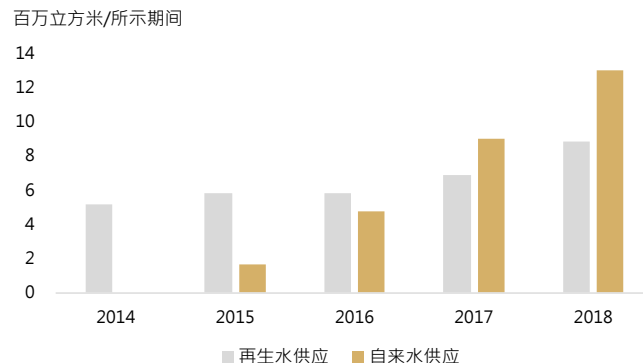
数据源：公司资料

图 30：污水处理厂产量

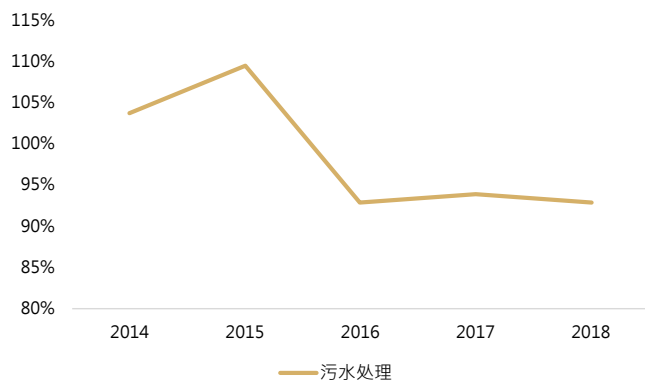


数据源：公司资料

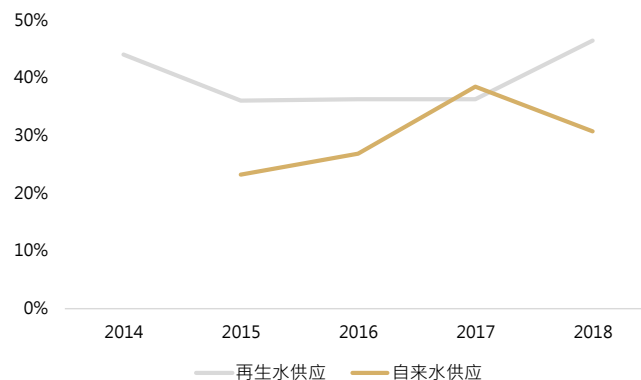
图 31：再生水及自来水供应厂产量



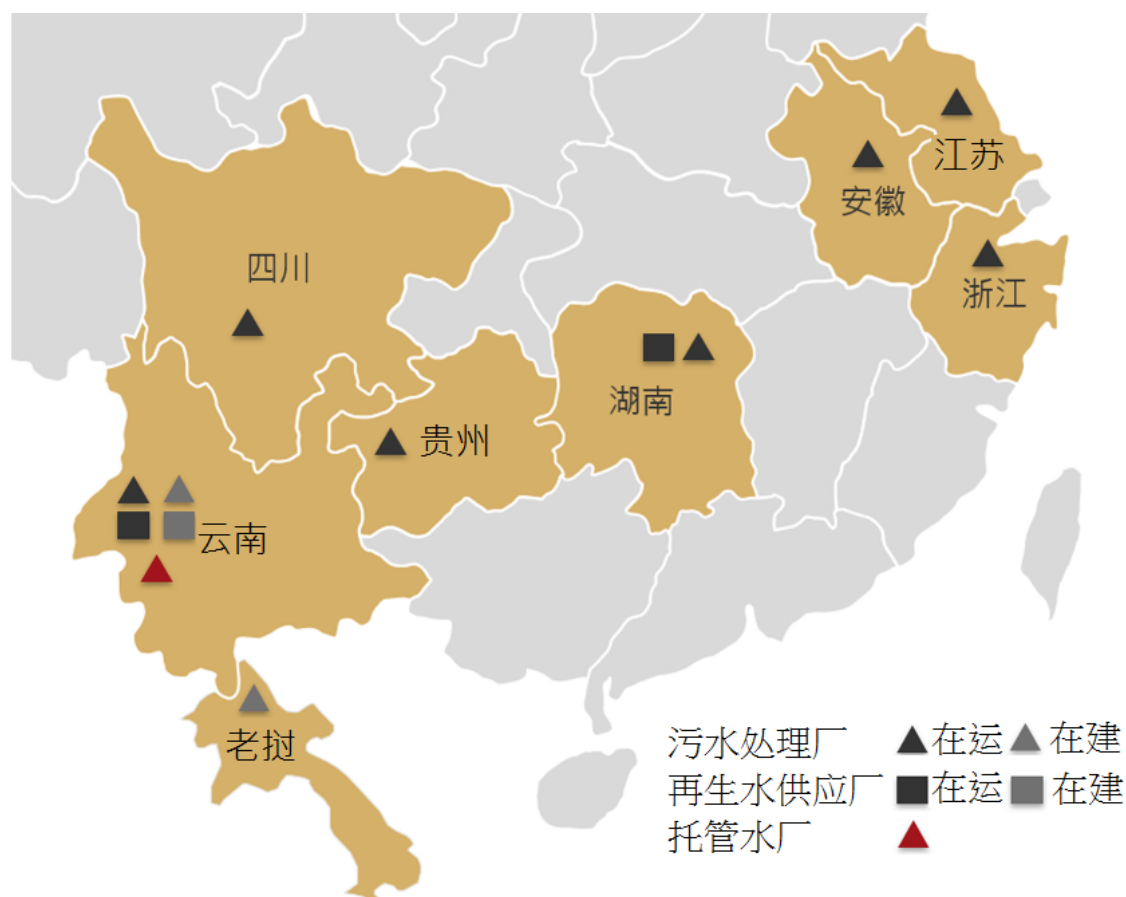
数据源：公司资料

图 32：污水处理厂利用率


数据源：公司资料

图 33：再生水及自来水供应厂利用率


数据源：公司资料

图 34：公司业务分布


数据源：公司资料

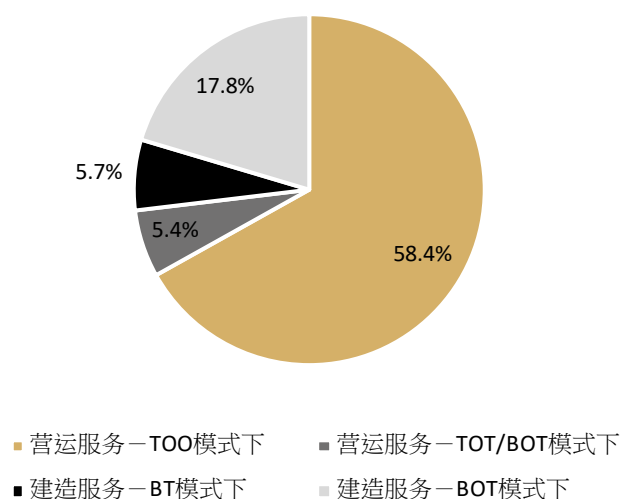
集团的污水处理业务覆盖云南、安徽、浙江、贵州、江苏、四川以及湖南省。此外，集团积极响应国家大力推动的「一带一路」战略方针，正在老挝兴建污水处理厂。其实，一带一路沿线国家，例如缅甸等东南亚国家正

处于改革提速阶段，因此为水务行业提供了潜在拓展的国际机会。位处云南省「一带一路」交汇点，集团可将区位优势转化成其「走出去」的发展优势。

2.3 项目模式

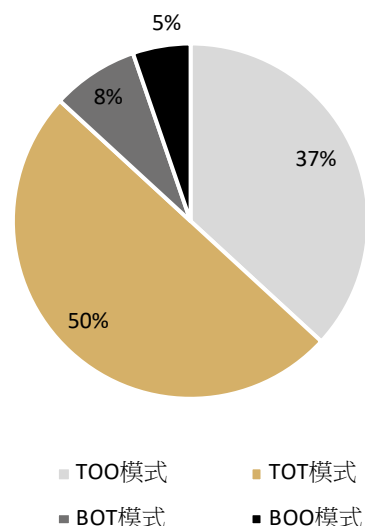
集团的业务主要采用 TOO、TOT 及 BOT 等项目模式，TOO 模式为核心，占 2018 年总收入 58.4%。对于 TOO 及 TOT 模式，集团以协议价向当地政府购买现有设施的特许经营权。对于 BOT 模式，集团的自有设施均由其自行融资、建设及经营。在相关特许经营权届满后，集团根据项目类型自当地政府获得新的特许经营权或将相关设施转让回当地政府。

图 35：收入按业务类型划分



数据源：公司资料

图 36：厂房数目按业务类型划分

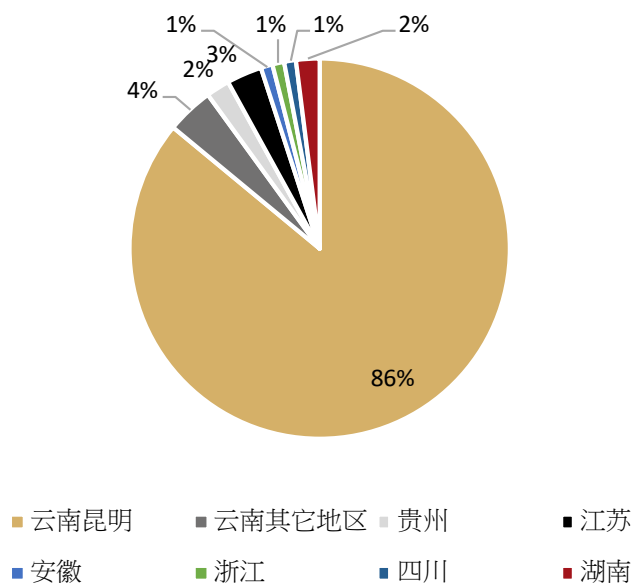


数据源：公司资料

在 38 间正在运营的水处理厂中，其中 14 间为 TOO 项目，19 间为 TOT 项目，3 间为 BOT 项目及 2 间为 BOO 项目。

2.4 污水处理业务

截至 2018 年底，集团总共有 33 间污水处理厂(其中昆明 14 间，中国其他地区 19 间)已投入运营，日总污水处理能力达 1.8 百万立方米。集团有 2 间污水处理厂在建，分别位于中国云南省和老挝。

图 37：在运污水处理能力按地区划分


数据源：公司资料

■ 技术远高于国家标准

凭借技术先进的设施、独立研发的专利及良好的管理能力，集团能够维持较低的成本，提供高质量的污水处理服务。截至 2018 年 12 月 31 日，集团设计污水处理能力的 92% 达到国家一级 A 类排放标准。其昆明市主城及环湖各水质净化厂出水氨氮、COD、T-P 和 T-N 等主要指标分别比国家一级 A 标准排放限值低 92%、77%、72% 和 46%。

图 38：污水处理出水指标对比

(毫克/升)	运营指标			国家标准	
	2016 年	2017 年	2018 年	污水处理	地表水水质
污染物	出水	出水	出水	一级 A 标准	III 类标准
COD	11.39	10.38	11.5	≤ 50	≤ 20
BOD	0.87	0.87	0.93	≤ 10	≤ 4
SS	4.3	4.38	4.6	≤ 10	不适用
NH ₃ -N	0.38	0.38	0.4	≤ 5	≤ 1
T-N	8.25	8.29	8.6	≤ 15	≤ 1
T-P	0.15	0.14	0.13	≤ 0.5	≤ 0.2

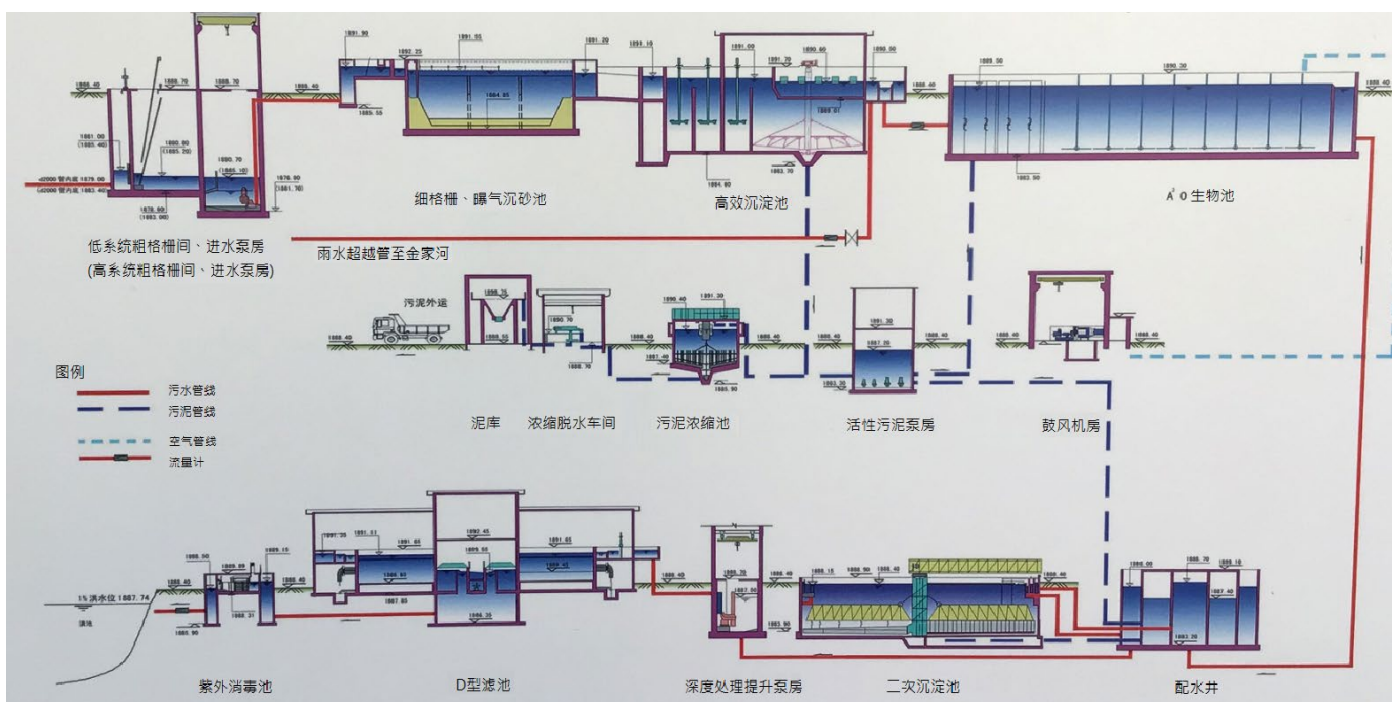
数据源：公司资料

■ 污水处理程序

市政污水通常包括生活污水及入渗地下水，其中含有可能产生气味及传播疾病的有机污染物及病原菌。因此，排放前须对其进行处理。集团在排放前会对污水进行物理、生物及化学工艺处理。活性污泥法是污水生物处理的一种方法，该方法是在受控环境中，对污水中的各类微生物群体进行混合和培养，形成悬浮状态的活性污泥。利用活性污泥的生物作用，以分解去除污水中的有机污染物，然后使污泥与水分离，大部分污泥回流到生物反应池，多余部分则从活性污泥系统排出。

污水首先通过粗格栅，截留污水中粗大的悬浮物或漂浮物。然后通过细格栅，过滤较细小的悬浮物或漂浮物。之后流入沉砂池，去除污水中相对密度较大的无机颗粒。沉砂池出水进入生物反应池，与生物反应池中的活性污泥混合、曝气，使污水和活性污泥充分混合接触，并得到溶解氧，为微生物的生长繁殖创造良好条件，在生物反应池内污水中的有机污染物不断地被微生物吸附、分解，污水得到净化。生物反应池出水进入二次沉淀池，进行泥水分离，分离后的部分活性污泥回流至生物反应池，进行再次处理，剩余污泥从系统中排出，上清液进入深度处理。活性污泥法的优势是能够以较低成本产出大量的高水质出水，因而非常适用于集团这类设施。

图 39：工艺流程图



数据来源：公司资料

图 40：细格栅



数据源：公司资料

图 41：曝气沉砂池



数据源：公司资料

图 42：生物反应池



数据源：公司资料

图 43：二次沉淀池



数据源：公司资料

图 44：紫外线消毒池



数据源：公司资料

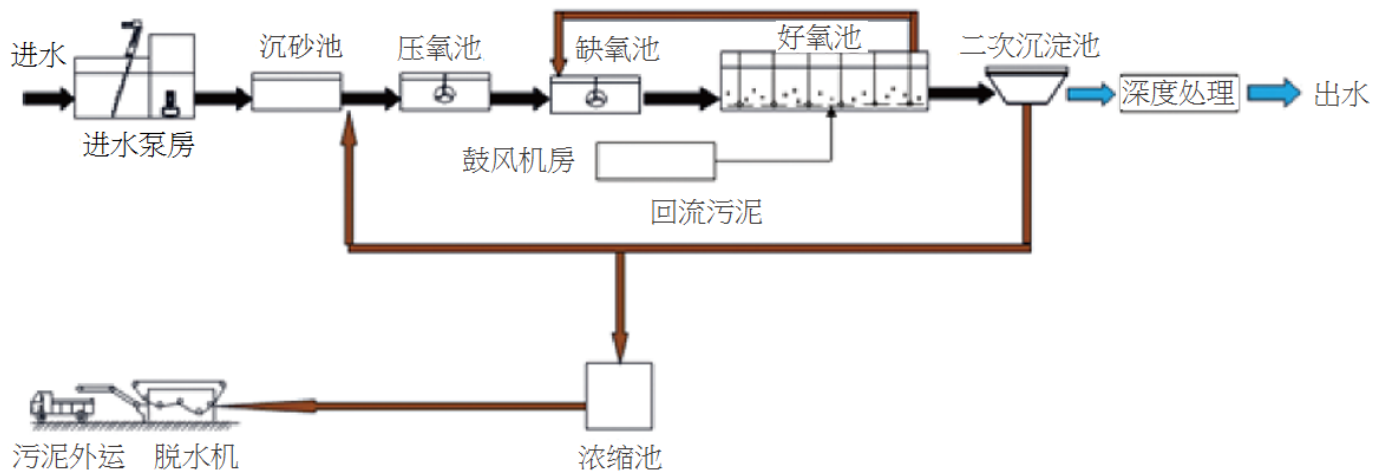
图 45：主要污水处理厂详情

设施	规模 (万吨/日)	处理工艺	简介
昆明市第一水质净化厂	12	氧化沟	位于滇池路 2 公里处，投资约 2.7 亿，服务人口 59.96 万，2018 年处理污水 4,554.84 万立方米。处理能力达到 12 万立方米/日，处理后的尾水回补采莲河、船房河、西坝河。
昆明市第二水质净化厂	10	A ² /O 工艺	位于官南路六甲乡张家庙村，投资约 1.8 亿，服务人口 72.92 万，2018 年处理污水 4,532.25 万立方米。设计处理规模为 10 万立方米/日，处理后的尾水回补大清河、明通河。
昆明市第三水质净化厂	21	ICEAS	位于西郊明波，分老厂区和新厂区两个部分，均采用 ICEAS 工艺，投资约 4.7 亿，服务人口 66.87 万，2018 年处理污水 9,331.13 万立方米。设计处理规模为 21 万立方米/日，处理后的尾水用于大观公园、大观河、乌龙河、老运粮河的清水回补。
昆明市第四水质净化厂	6	3AMBR	位于北郊油管桥，投资约 1.9 亿，服务人口 28.8 万，2018 年处理污水 1,394.69 万立方米。设计处理规模为 6 万立方米/日，处理后的尾水作为翠湖公园水体景观等再生水回用。
昆明市第五水质净化厂	18.5	A ² /O 工艺	位于北郊金刀营盘龙江东岸，投资约 4.1 亿，服务人口 35 万，2018 年处理污水 8,759.05 万立方米。设计处理规模为 18.5 万立方米/日，处理后的尾水部分提供再生水回用，其余回补金汁河。
昆明市第六水质净化厂	13	A ² /O 工艺	位于东郊季官村、宝象河东岸，投资约 3.3 亿，服务人口 61.56 万，2018 年处理污水 5,018.12 万立方米。设计处理规模为 13 万立方米/日，处理后的尾水回补新宝象河。
昆明市第七、八水质净化厂	30	A ² /O 工艺	位于昆明市滇池旅游度假区湖滨公路北侧、金家河西岸洪家大村，投资约 5.6 亿，服务人口 66.87 万，设计处理规模为 30 万立方米/日，2018 年处理污水 11,835.74 万立方米。
昆明市第九水质净化厂	10	地下式 MBR 工艺	位于昌源北路，投资约 6.3 亿，服务人口 32 万，设计处理规模为 10 万立方米/日，2018 年处理污水 2,579.75 万立方米。
昆明市第十水质净化厂	15	地下式 MBR 工艺	位于官渡区东二环以东、石虎关立交东北，投资约 7.3 亿，服务人口 43 万。设计处理规模为 15 万立方米/日，2018 年处理污水 3,911.80 万立方米，处理后的尾水部分提供再生水回用，其余回补海明河。
昆明市第十一水质净化厂	6	A ² /O 工艺	位于官渡区方旺虹桥立交东南，投资约 5.7 亿，服务人口 16 万，设计处理规模为 6 万立方米/日，2018 年处理污水 878.96 万立方米，处理后的尾水部分提供再生水回用，其余回补东白沙河。

数据源：公司资料

集团有多个水质净化厂均采用A²/O工艺，A²/O工艺是厌氧-缺氧-好氧生物脱氮除磷工艺的简称，其生物反应池分为厌氧段、缺氧段和好氧段。A²/O工艺的主要优点是可同步实现脱氮除磷，且总水力停留时间小于其它同类工艺，运行稳定，处理效率高，运营成本较低。

图 46：A²/O 工艺

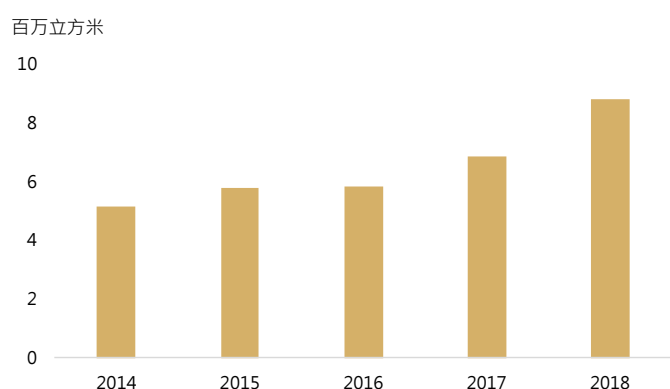


数据源：公司资料

2.5 再生水业务

再生水业务方面，集团于 2018 年有 7 间污水处理厂生产再生水，日总设计产能达 5.2 万立方米。再生水供应量为 8.82 百万立方米，与 2017 年相比增长约 28.2%。目前集团提供的再生水供水服务已涵盖 350 家单位(小区)，并为船房河、宝象河、采莲河、翠湖公园、西华公园、金殿公园、月牙塘公园等城区主要河道和水体景观补水。

图 47：再生水水量



数据源：公司资料

图 48：再生水营业收入

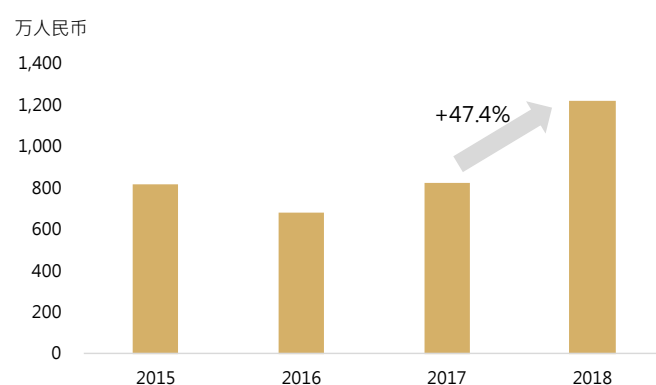


图 49：再生水应用场景



翠湖公园



大观楼



月牙塘公园



船房河



广福路



昙华寺公园

数据源：百度图片

集团的再生水业务已实现昆明市主城区外零的突破，已签订了昆明市呈贡洛龙河周边蓝光欢乐谷再生水接入合作协议、西双版纳州滨江俊园再生水建设协议；集团在云南省西双版纳州内涝情况较为严重的区域，开展海绵城市建设推进工作；在云南省楚雄州等缺水区域对接污水再生水回用托管运行业务。

2.6 运用科技提升营运效益

集团按照《城镇污水处理厂运行监督管理技术规范要求》及《城镇污水处理厂运营质量评价标准》要求，基于GIS空间地理技术和3D建模技术建成了运程信息监控系统，实时收集集团旗下各生产单元的生产数据(包括工艺参数、设备参数、报表数据及视频信号)，便于集团管理人员能够实时掌握各生产单元的运行情况，并下达生产运行指令，实现各生产单元集群化管理、过程管理，有效提高公司生产单元的管理效率。监控中心的运行解决了公司跨区域及业务快速发展所带来的管理屏障，为公司快速发展提供了基础支持，延伸了公司的管理范围。

图 50：总部监控中心



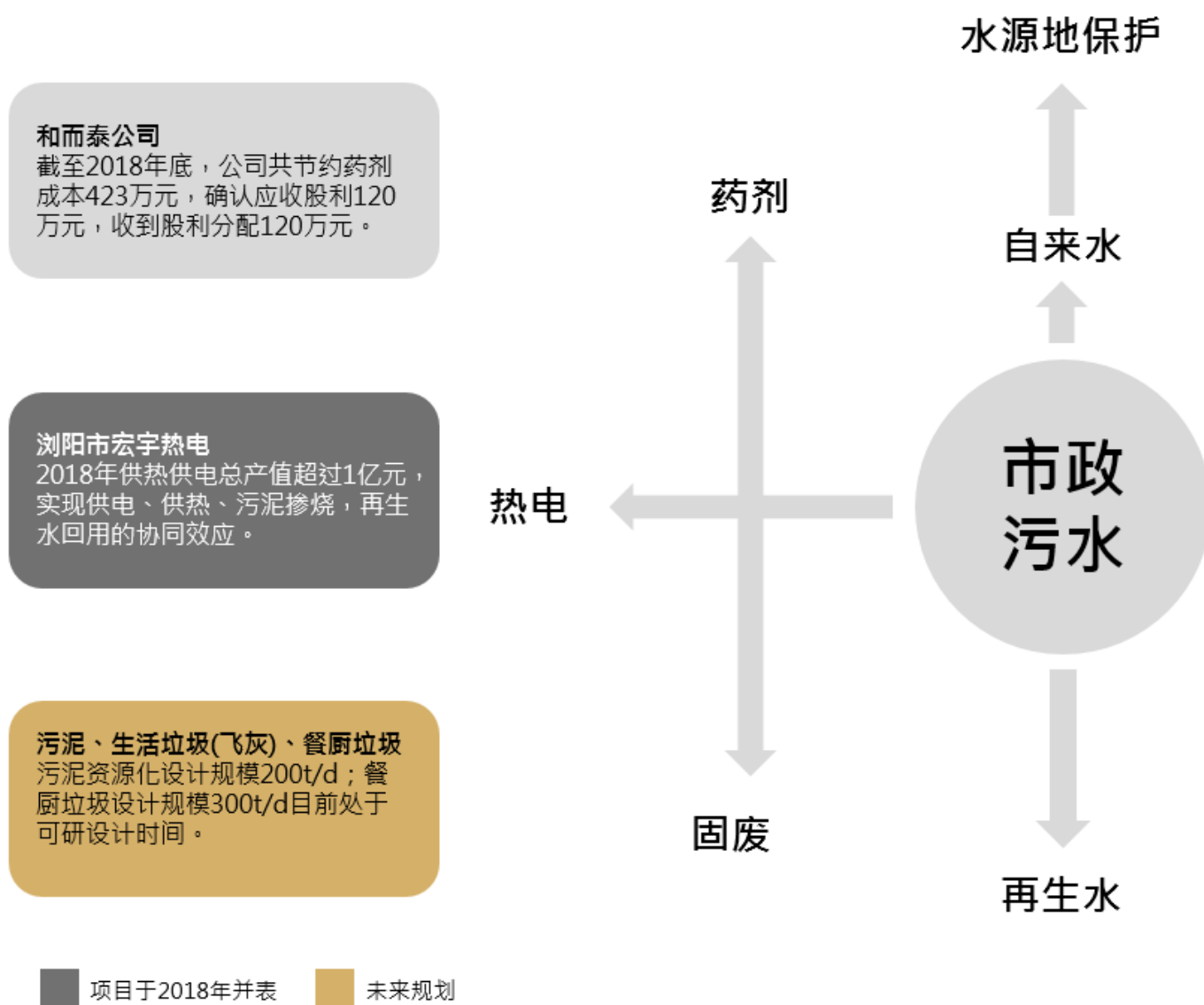
数据来源：公司资料

3. 投资亮点

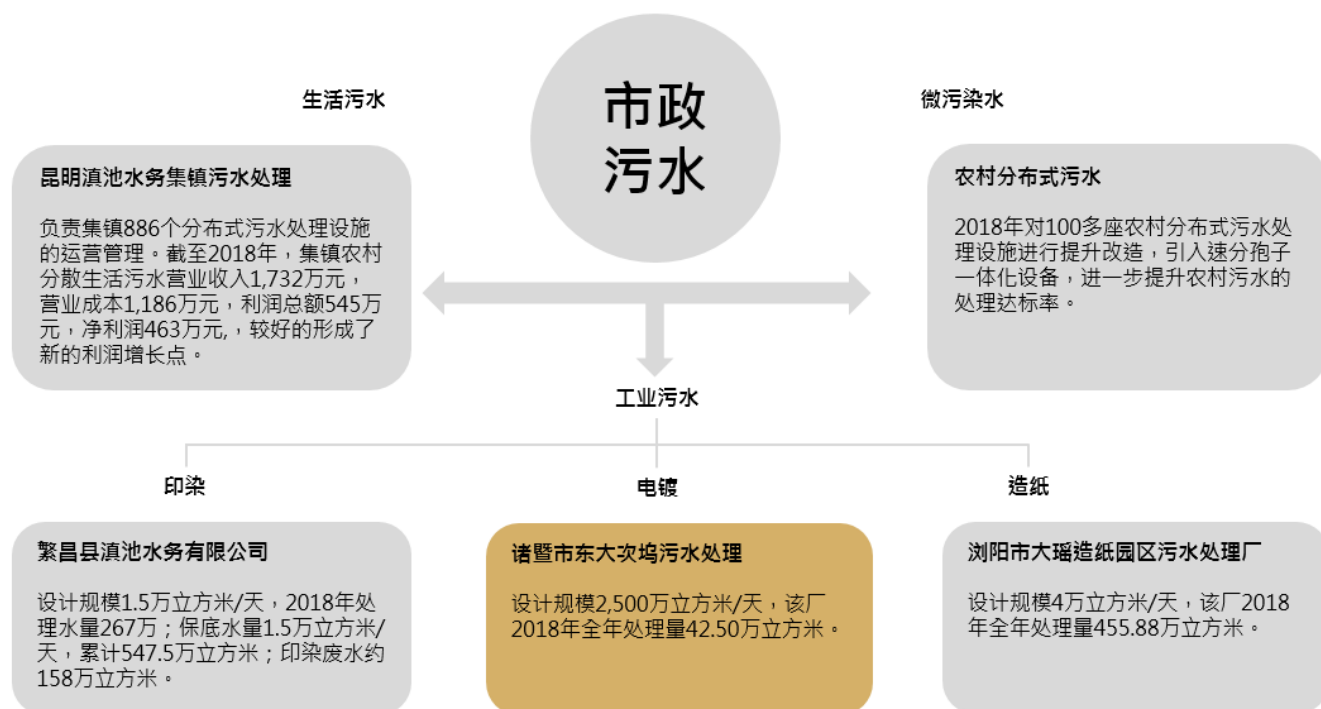
3.1 一元为主，相关多元发展

公司以「一元为主，相关多元发展」为战略指引，致力发展成为中国领先的环保企业，公司经营业务及投资范围覆盖污水处理、自来水供应、再生水利用、水处理技术研究及应用、污染水体生态保护治理等水环境领域，垃圾处理、污泥资源化利用等固废处置领域，以及清洁能源领域等。于2018年10月8日，集团以0.41亿元人民币购买浏阳市宏宇热电100%股权，宏宇热电的主营业务为热能生产，被收购后成为行业内扩张的一部分。

图 51：产业链延伸



数据源：公司资料

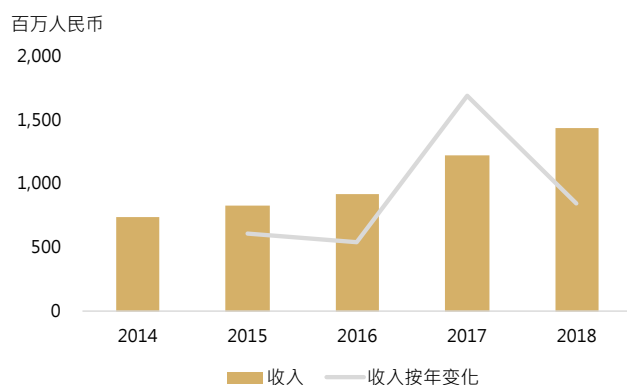
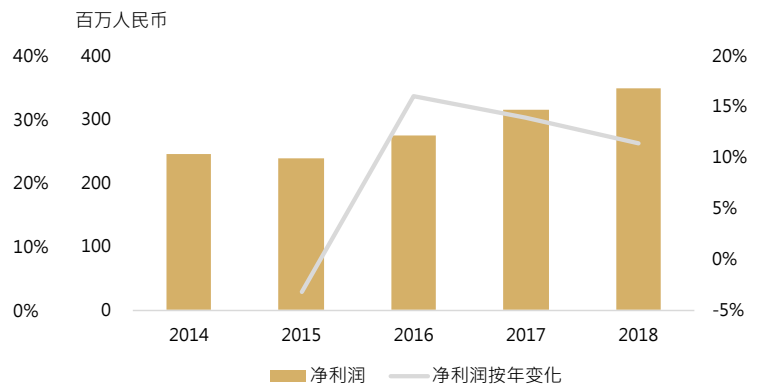
图 52：细分市场延伸


项目于2018年并表

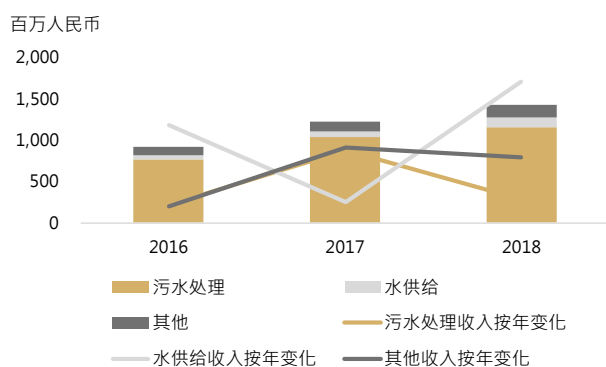
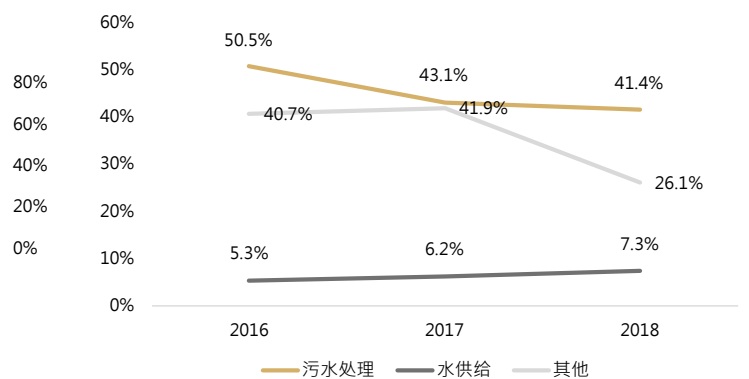
数据源：公司资料

3.2 收入及净利保持双位数增长

集团收入由 2017 年的 1,223.8 百万元人民币增加至 2018 年的 1,429.8 百万元人民币，按年增加 16.8%；股东应占净利润约为 349 百万元人民币，较 2017 年增加 11.6%。污水处理为集团最大业务，占收入 81.1%，于 2018 年按年增长 121.9 百万元人民币或 11.8%，主要受惠于新项目并表。1) 宏宇水务自 2017 年 10 月起纳入合并范围，于 2018 年增加污水处理收入 13.5 百万元人民币；2) 滇池水务(老挝)自 2016 年 8 月起纳入合并范围，(按照完工百分比法)增加 BOT 建造收入 18.8 百万元人民币；3) 东大水务自 2018 年初起纳入合并范围，2018 年增加污水处理收入 31.8 百万元人民币；4) 德贝奥水务自 2017 年 12 月起纳入合并范围，2018 年增加 BOT 建造收入 3.4 百万元人民币；5) 2018 年收购昆明市第十水质净化厂，2018 年取得收入 50.3 百万元人民币。水供给业务方面，收入增长主要由于自来水厂供水水量增加所致，另外，翠湖再生水补水与水质改善示范工程项目都为集团带来收入增长。

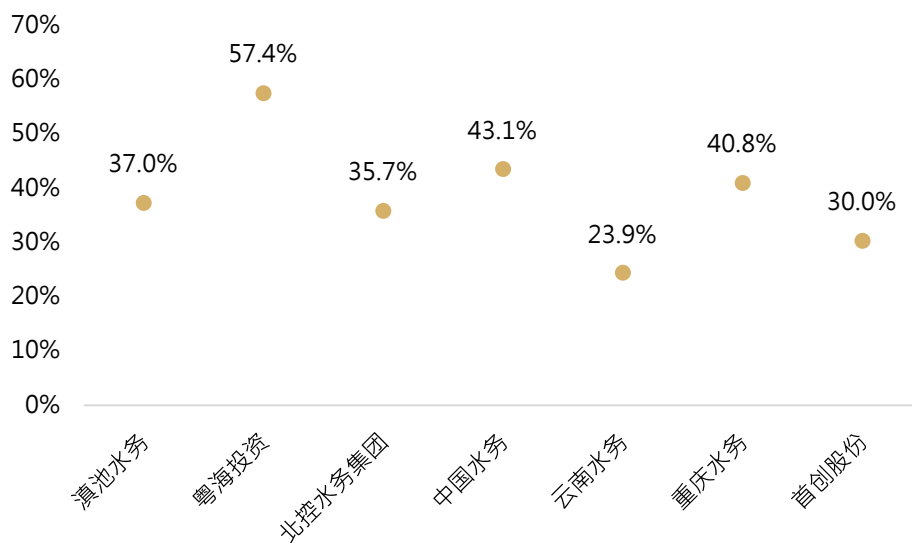
图 53：收入

图 54：净利


数据源：公司资料

图 55：收入组合

图 56：毛利率


数据源：公司资料

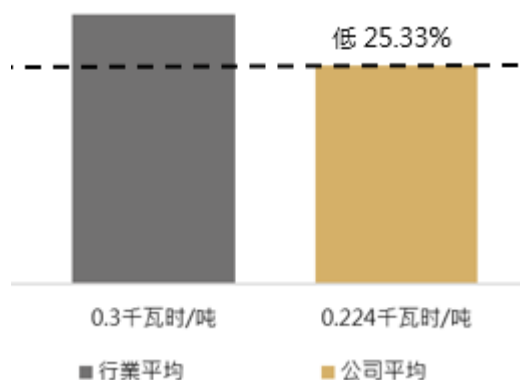
集团的毛利率从 2017 年的 40.9% 减少至 2018 年的 37.0%，降幅为 3.9 个百分点，主要是由于污水处理毛利率下降，因为其新签订的三个项目(乐山英冠/牛华 BOT 项目、宜良工业园区污水厂及配套工程 BOT 项目以及老挝金三角污水厂 BOT 项目)正处于建设阶段，收入成本占比较大，故建造阶段的建造毛利较低。毛利率虽然下降，但仍高于行业平均毛利率的 34.9%。

图 57：行业毛利率


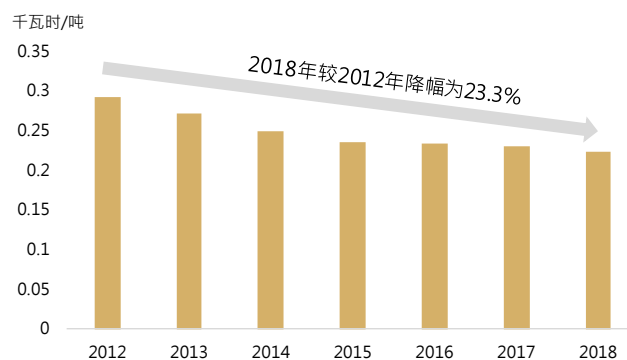
数据源：公司资料

3.3 科技研发体系日趋完善，科技创新成果应用加快

公司所属、污水处理负荷率大于 75% 的污水处理厂共 17 座，平均吨水耗电量为 0.224 千瓦时，低于行业平均水平 25.33%，分别节约电费和药剂费 1,927 万元及 217 万元。公司污水处理运营管理持续保持行业先进、省内领先水平。

图 58：污水处理平均吨水耗电量对比


数据源：公司资料

图 59：2012-2018 年公司吨水耗电


数据源：公司资料

3.4 再生水业务具前景

3.4.1 自有的再生水管网进一步巩固公司的垄断地位

滇池水务在昆明市主城区拥有唯一的再生水输配管，具备寡头垄断的优势。现阶段管网包含逾 220 千米管线和 110 个再生水供应点，为昆明市 380 多个市政公园和居住区供应再生水。

图 60：昆明市再生水管网总体布置图



数据来源：公司资料

覆盖范围：

在北城区，第四水质净化厂再生水管网覆盖学府路、民院路片区，主要服务对象为莲花池公园、翠湖公园、五华绿化/环卫、万彩城小区等用户。第五水质净化厂再生水管网覆盖金色大道、北辰大道、金实片区、龙江路、红锦路、北京路、沔源路、龙泉路、穿金路、世博路、园博路，主要服务对象为金殿公园、月牙潭公园、阳光高尔夫球场、省交警总队、昆八中、五华绿化/环卫、盘龙绿化/环卫、华润中央公园、银杏公园、红云红河集团等用户。

在南城区，第一个水质净化厂再生水管网覆盖滇池路、金兰路、阳光花园片区，主要服务对象为西华公园、市老年活动中心、西山环卫、福海中学、阳光花园等用户。第二水质净化厂再生水管网覆盖广福路、福保路、飞虎大道、大商汇片区、前卫西路、前兴路等，主要服务对象为官渡绿化/环卫、南市儿童医院、集成广福、大商汇希望花园、滇池会展中心、飞虎大道市政绿化、度假区/西山区/官渡区广福路市政绿化等用户。第六水质净

化厂再生水管网覆盖广福路、星耀路、珥季路片区，主要服务对象为官渡绿化/环卫、广福路市政绿化、俊发滇池 ONE、官房都铎城邦等用户。

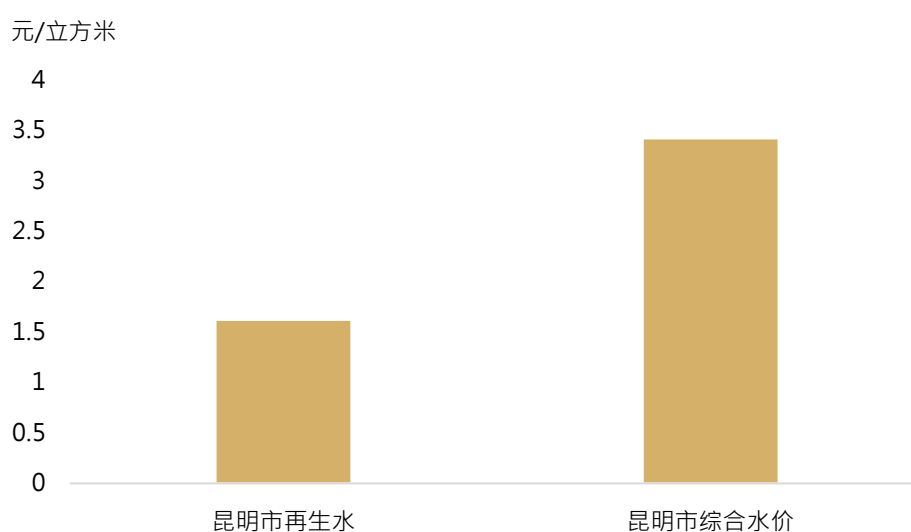
在东城区，第十水质净化厂再生水管网覆盖日新路、春城路、老民航路、海明路、宝海路、东二环(石虎关—菊花立交)，服务官渡绿化/环卫、圣世一品、关上森林公园等用户。第十一水质净化厂再生水管网覆盖方凹 1 号路至虹桥立交，服务官渡绿化、东旭俊城、盛惠园等用户。

在西城区，第三水质净化厂再生水管覆盖海源南路、兴苑路，主要服务对象为西山环卫、碧鸡广场、碧鸡名城等用户，现还计划新建西城区草海片区再生水供水管网。

■ 3.4.2 极具竞争力的再生水水价为未来发展提供有力支持

与城市自来水终端水价相比，昆明市再生水具有价格优势，随着管网建设及运营监管力度改善，再生水行业可迎来爆发性增长。

图 61：再生水水价



数据源：公司资料

■ 3.4.3 国家对环境质量的要求提高

早在 2008 年，昆明市委、市政府在滇池流域全面实行河(段)长负责制。过往当地曾以污水处理厂及项目的考核，大量取缔、关停或外迁滇池流域内污染严重的企业，但效果有限，滇池治理仅是「还旧账」，污染的发展趋势并未得到遏制。自从当地从最初的点源控制逐渐转向流域综合整治，以流域环境质量的考核为指标，当地水污染问题正逐步改善。

现在中国政策点有几个方面，第一个政策点是总需求量增加，国家对环境质量的要求提高，所以集团有了新的项目需求；第二个是随着国家要求提高，考核标准以及考核方式正在改变，现在实行的流域环境质量考核，令考核标准提高，考核方式变得精准，这将考验实施企业整体的项目策划和污染减排的技术能力，以及项目实施能力。

3.5 业务进入门槛高

- **3.5.1 资本壁垒：** 污水处理行业(作为公共服务行业的一部分)为资本密集型行业。建立新的污水处理厂需要大量资金及时间(投资的回报期介乎 5 年至 10 年，甚至在 10 年以上)。巨大的资金要求对融资能力有限的新进入者构成高壁垒。
- **3.5.2 政府许可及地区壁垒：** 取得地方政府的特别许可通常是开展水务业务运营的先决条件，从地方政府取得服务特许经营合同后，有关公司即可在地方市政水务市场建立巨大优势。该等合同通常为独家协议，而合同期满后，该公司通常在重续合同时更有优势。因此，与地方政府具有良好关系的现有市场参与者的竞争力相对较强，亦对该地区新进入者构成壁垒。
- **3.5.3 运营及管理能力要求：** 污水处理厂的运营及管理为一项复杂业务。完整的管理系统需要于工厂运营及管理具有丰富经验及知识以及对污水处理设备有全面了解的专业管理人员。业内新参与者一般缺乏应有知识及经验。
- **3.5.4 技术壁垒：** 污水排放标准的提高，要求污水处理运营商升级水处理设施，并采用脱氮除磷的先进处理技术，亦导致污水处理运营商的建造成本及运营成本增加。现有市场参与者通常已积累升级污水处理厂的丰富经验及技术知识，而且享有规模效应，因此能较容易控制升级及运营成本。就污水处理市场的新参与者而言，在短期内取得充足的技术知识及经验很可能构成进入市场的壁垒。

3.6 东南亚项目有助集团面向国际

滇池水务在国内已经具备了较强的水质净化能力。从世界经济的发展情况来看，东南亚目前处于不断崛起的过程中，国际制造产业等一些较为基础的工业正在逐步向东南亚转移，在中国的「一带一路」战略支持下，污水处理行业未来在东南亚等国家很可能会形成同当初国内一样的飞速发展期。公司或考虑从以下几个方向进行对外投资项目的发展。

1. EPC 工程总包建设

公司定位为国际化经营的水环境治理解决方案提供商，未来可以利用自己工程建设经验对外进行 EPC 工程总包建设，公司可以进行水质净化厂以及自来水厂的建设，完成工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实

行全过程或若干阶段的承包并在合同条件下，对其所承包工程的质量、安全、费用和进度进行负责。解决落后国家所不能解决的工程技术问题，并将自身的技术经验对外输出，充分扩大自身影响力。

2. 排水管网项目

除了水质净化厂以及自来水厂的建设外，排水管网也是一些国家急需的设施之一，集团可以考虑进行排水管网项目的建设投资，通过从排水管网端进行切入，不断深化水务行业相关业务的发展，健全国外的产业链条。

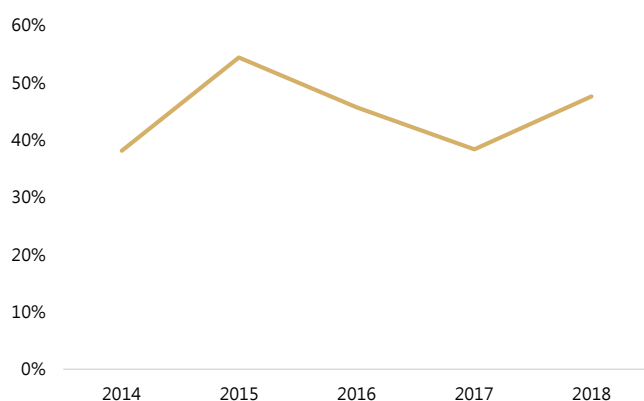
3. 水环境治理总体方案与规划

水务行业的多项业务在东南亚许多地区还是一个较为空白的领域，但是目前在中国国内的发展已经较为成熟，公司将技术带到东南亚地区就可以起到当初欧美发达国家将技术带入中国一样可以快速的占领市场并进行技术输出。公司作为水环境治理解决方案提供商，从规划、建设及运营等多个方面都可以进行业务的开展，产业链的多个环节在国外都存在着发展需求，公司将找准这些空缺从多个层次对外进行发展，在「一带一路」的背景下不断深化对外投资。

3.7 资本结构良好

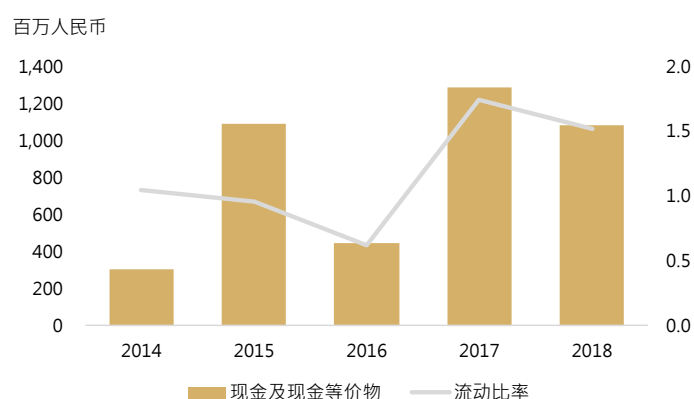
公司过去 5 年之资产负债率介乎于 38%至 54%，同时，公司于 2018 年持有账面现金及现金等价物 10.8 亿港币，流动比率为 1.51 倍，属于合理水平。

图 62：负债率水平总体稳定



数据源：公司资料

图 63：账面现金充裕，流动比率合理



3.8 发展目标

公司业务布局前期的重心主要放在水质净化厂的并购以及固废业务的发展，公司将进行固废处理业务快速推进。目前从市场条件来看固废处理业务还有较高的增长空间，且云南省目前的固废处理业务还未形成完全的垄断，公司仍然有很多的发展空间，因此公司将加速对此业务的布局，尽快获取特许经营权通道。通过特许经营权的获取把握住云南的整体市场，从垃圾焚烧、污泥处理等多个产业链进行开发，可以通过并购或是新建的方式来获得产业资源，快速形成产能。

固废业务某些细分领域的毛利率很高，例如危废处理就是一项毛利率很高的业务，公司建立起固废处理的整体业务体系后可以重点进行该类高毛利业务的发展，全面提升盈利水平。

随着一带一路倡议的实施，滇池水务将沿一带一路完成国际化布局，以云南为核心，将自身经营管理优势与发达国家前沿技术相融合，面向东南亚和南亚市场及东南欧市场，务求将公司打造成行业领先、国际化经营的一流企业。

图 64： 中期项目发展目标概览

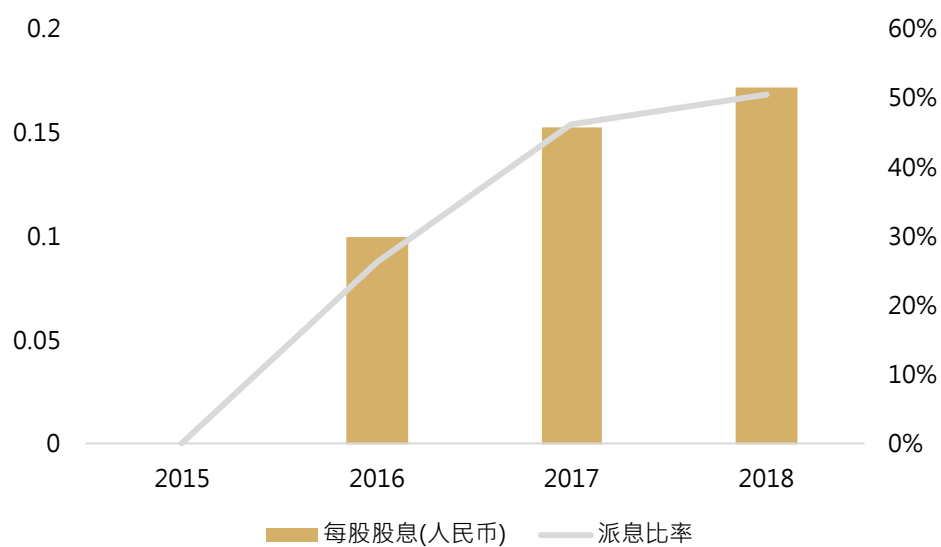
区域划分	具体任务
国内投资项目	完善固废产业的运营模式，逐渐实现业务的盈利； 推进中水行业的网络建设； 进一步推进水质净化厂的并购，并完善水质净化厂的资产经营结构，提升资产经营效率
一带一路项目	成功推进并落地在老挝、缅甸、泰国、越南等地的境外工程项目； 开拓境外水环境治理规划业务； 启动境外排水网络项目建设

数据源：公司资料

3.9 派息

公司 2018 年基本每股盈利 0.34 元(2017 年 : 0.33 元) · 派末期息 0.1714 元(2017 年 : 0.1527 元) · 2017 及 2018 年度的派息比率分别为 46.3%及 50.4% · 长远而言 · 我们估计派息比率维持于约 40-50%水平 · 现时股息率约 8%。

图 65 : 每股派息



数据源：公司资料

3.10 同业比较

滇池水务 2018 年毛利率为 37%，净利率为 24.4%，与同业相比属高水平。可比股票例如北控水务(00371)、中国水务(00855)、云南水务(06839)、重庆水务(601158)、首创股份(600008)现时市盈率分别为 9、10、5.6、18.4、22.6 倍，明显高于滇池水务现时之 6.3 倍。同时，EV/EBITDA 分别为 11.7、8.5、12.4、10.5、14.9 倍，高于滇池水务现时之 5.1 倍。考虑到滇池水务之再生水业务可迎来高速增长，以及固废业务及东南亚市场可带来新机遇，我们认为 6.5 倍 EV/EBITDA 较为合理。

图 66：同业数据比较

	滇池水务	北控水务	中国水务	云南水务	重庆水务	首创股份
股票代码	03768	00371	00855	06839	601158	600008
货币单位	人民币	港元	港元	人民币	人民币	人民币
市值(百万)	2,490	43,249	12,517	2,542	26,160	18,705
2018年收入(百万)	1,430	24,597	7,580	6,256	5,085	12,312
2018年利润(百万)	349	4,717	1,141	481	1,422	719
2018年毛利率	37.0%	35.7%	43.1%	23.9%	40.8%	30.0%
2018年净利率	24.4%	19.2%	15.0%	7.7%	28.0%	5.8%
股本回报率	9.2%	19.3%	17.8%	8.7%	10.0%	7.5%
资产收益率	5.4%	4.1%	4.1%	1.6%	8.0%	1.2%
市盈率	6.3	9.0	10.0	5.6	18.4	22.6
市帐率	0.6	1.6	1.7	0.5	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.1	11.7	8.5	12.4	10.5	14.9
总资产(百万)	7,442	126,381	28,589	32,674	19,966	68,988
流动比率	1.5	0.9	1.0	1.0	1.8	0.8
资产负债率	47.6%	70.1%	61.0%	78.8%	29.1%	65.5%
股息率	8.0%	3.8%	3.5%	8.0%	5.1%	2.4%

数据截至 2019 年 6 月 18 日

数据源：彭博、公司资料

3.11 估值

利好因素包括 a) 集团以「一元为主，相关多元发展」为战略指引，其污水处理能力稳居云南省第一位，而其它环保相关业务，如固废等范畴都为集团带来新增长点；b) 集团拥有昆明市主城区唯一的再生水输配管网，其垄断地位让集团可受惠于再生水市场之高速增长；c) 集团正在老挝兴建污水处理厂，展望未来，其东南亚项目将有助集团面向国际。我们首予买入评级，12 个月目标价 4 港元，潜在升幅为 65%，未来 12 个月预测 EV/EBITDA 比率为 6.5 倍。我们预测 2019 至 2021 年派息比率高于 48%。

3.12 财务报表分析和预测

滇池水务

损益表(百万人民币)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,430	1,582	1,746	1,937
销售成本	(901)	(994)	(1,108)	(1,243)
毛利	529	588	638	695
行政、销售及推广费用	(150)	(166)	(180)	(196)
其它费用	91	101	111	123
经营盈利	470	522	569	622
净利息支出	(54)	(90)	(88)	(77)
除税前溢利	415	433	480	545
所得税开支	(65)	(68)	(76)	(86)
年度溢利	351	364	405	459
每股盈利	0.34	0.35	0.39	0.45
每股股息	0.17	0.17	0.19	0.22

资产负债表(百万人民币)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
银行结余及现金	1,080	1,663	2,314	2,655
应收账款	943	1,032	1,127	1,237
其它流动资产	222	233	245	257
总流动资产	2,257	2,942	3,702	4,167
物业、厂房及设备	3,054	3,071	3,112	3,068
无形资产	185	248	308	476
其它非流动资产	1,946	2,050	2,156	2,275
总资产	7,442	8,311	9,278	9,986
应付账款	380	411	449	493
短期债务	1,015	1,315	1,615	1,815
其它流动负债	96	96	115	142
总流动负债	1,491	1,821	2,179	2,449
长期债务	1,765	2,115	2,515	2,715
非流动负债	2,051	2,401	2,801	3,001
总负债	3,541	4,222	4,979	5,450
优先股权益	0	0	0	0
股本	1,029	1,029	1,029	1,029
留存收益	1,413	1,602	1,811	2,049
公司拥有人应占权益	3,895	4,083	4,293	4,530
非控股权益	6	6	6	6
权益总额	3,901	4,089	4,299	4,536
总权益及负债	7,442	8,311	9,278	9,986

数据源：公司资料、宝新证券

3768.HK, 买入, 目标价: 4港元

现金流量表(百万人民币)

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
年度溢利	351	364	405	459
非现金项目	215	283	299	318
营运资金变动	(726)	(60)	(58)	(68)
经营活动的现金流量	(713)	473	527	579
资本支出	(328)	(363)	(400)	(443)
自由现金流	(1,041)	109	127	136
其它	(124)	0	0	0
投资活动的现金流量	(451)	(363)	(400)	(443)
股息	(160)	(176)	(176)	(195)
股份发行所得款	0	0	0	0
增加/(减少)短期债务	415	300	300	200
增加/(减少)长期债务	673	350	400	200
其它	38	0	0	0
融资活动的现金流量	938	474	524	205
汇率变动影响	14	0	0	0
现金净流量	(211)	583	651	341

主要比率

截至12月31日	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
增长 (%)				
收入	16.8%	10.7%	10.4%	11.0%
毛利	5.7%	11.2%	8.4%	8.9%
经营盈利	6.0%	11.2%	8.8%	9.4%
溢利	11.4%	3.9%	11.0%	13.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	37.0%	37.2%	36.5%	35.9%
经营利润率	32.9%	33.0%	32.6%	32.1%
净利润率	24.5%	23.0%	23.2%	23.7%
派息率	50.3%	48.3%	48.3%	48.3%
平均资产回报率	4.7%	4.4%	4.4%	4.6%
平均股本回报率	9.0%	8.9%	9.4%	10.1%

流动性 (x)

流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7
现金比率	0.7	0.9	1.1	1.1
资产负债率	48%	51%	54%	55%

数据源：公司资料、宝新证券

免责声明

本文件所载之数据仅作参考之用，并未顾及任何获得本文件人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之数据并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的数据源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本文件或其内容承担任何责任。本文件所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本文件所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此文件由宝新证券所提供，文件并未受证券及期货事务监察委员会审阅。
