

證券業務部每周證券評論

北控水務集團有限公司 (股份代號:00371)

Beijing Enterprises Water Group Limited

25 SEP 2017

目標價 \$7.13

公司簡介

重點財務數據

(截至31/12/2016止)

每股基本盈利 港幣0.3704元

全年每股股息 港幣0.119元

市盈率(x) 13.93

市帳率(x) 2.73

派息比率 32.127%

資料來源:
彭博、北控水務集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

北控水務集團有限公司(簡稱“北控水務”或“集團”),是香港主板上市的北京控股有限公司(股份代號:0392)旗下水務旗艦企業。集團於1993年4月19日成功在香港交易所主板上市。北京控股是一間具有北京市政府背景的、以城市燃氣和基礎設施為核心業務的綜合性公用事業紅籌公司。而北控水務集團是國內具核心競爭力的大型水務集團。集團以“領先的綜合水務系統解決方案提供商”為戰略定位,以市場為基礎,以資本為依託,以技術為先導,以管理為核心,專注於供水、污水處理等核心業務和環保行業。北控水務集團憑藉其工程設計、環保設施運營、工程諮詢等甲級資產質素,以及核心工藝、技術研發、戰略聯盟、項目管理及融資渠道等多重優勢,先後以股權收購、TOT、BOT、PPP、委託運營等模式去拓展市場。截至目前,在中國全國範圍及馬來西亞、葡萄牙、新加坡等國擁有多個水務專案,水處理規劃規模超過千萬噸/日,實現了全國性的戰略佈局,並成功進軍海外市場。集團之主要業務包括經營水處理服務、水環境治理建造及技術服務。集團水廠之覆蓋已擴展至遍及中國大陸21個省、4個自治區及2個直轄市。水處理服務方面,截至2017年6月30日止,集團就合共544座水廠(其中包括423座污水處理廠、110座自來水廠、10座再生水處理廠及1座海水淡化廠)訂立服務特許權安排。初步實現了全國性的戰略佈局。每日總設計能力為29,651,194噸,與2016年6月30日之24,938,050噸比較,增加18.9%。

業績回顧 (截至30/06/2017止)

截止2017年6月30日止的6個月,集團去年度的營業收入同比增長16.2%至91.26億元(港幣·下同);整體毛利同比增長13.2%至30.57億元;毛利率較去年同期的34.4%收窄了0.9個百分點至33.5%;股東應佔溢利同比增長21.6%至19.14億元;每股基本盈利同比增長21.0%至港幣0.2188元。

財務方面,截止2017年6月30日止,集團的資產總值為877.03億元,較2016年12月31日的810.47億元,增長8.2%;負債總額為581.46億元,較2016年12月31日的542.80億元,增長7.1%;集團持有銀行結餘及現金為75.37億元,較去年同期的109.21億元,下跌31%;集團的流動比率為0.83x,較2016年12月31日的1.07x的流動比率下跌了0.24x。集團的負債比率(即銀行及其他借貸、應付票據以及公司債券總額減現金及現金等價物除以總權益)為102%,較2016年12月31日的94%提升了8個百分點。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
營業收入	9,126,016	7,851,562	16.2%
毛利	3,057,067	2,701,528	13.2%
毛利率	33.5%	34.4%	-0.9%
股東應佔利潤	1,914,125	1,573,915	21.6%
港幣千元	2017年6月30日	2016年12月31日	變動
總資產	87,702,652	81,047,270	8.2%
總負債	58,145,910	54,279,930	7.1%
流動比率(x)	0.83	1.07	(0.24)
現金及現金等價物	7,536,954	10,921,037	-31.0%
負債比率(%)	102.00%	94.00%	8.0%

資料來源:北控水務集團有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
分類收入(千港元)					
污水及再生水處理及建造服務	84.0%	7,664,857	87.5%	6,872,651	11.5%
供水服務	9.2%	839,312	7.6%	598,231	40.3%
水環境治理技術服務及銷售設備	6.8%	621,847	4.8%	380,680	63.4%
總計	100.0%	9,126,016	100.0%	7,851,562	16.2%
	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		
毛利(千港元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
污水及再生水處理及建造服務	73.3%	2,241,299	27.5%	2,159,471	3.8%
供水服務	13.6%	414,477	3.8%	296,424	39.8%
水環境治理技術服務及銷售設備	13.1%	401,291	3.1%	245,633	63.4%
總計	100.0%	3,057,067	34.4%	2,701,528	13.2%
	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		
毛利率(%)	%	%	%	%	變動%
污水及再生水處理及建造服務	29.2%		31.4%		-2.2%
供水服務	49.4%		49.6%		-0.2%
水環境治理技術服務及銷售設備	64.5%		64.5%		0.0%
總計	33.5%		34.4%		-0.9%
	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		
分類收入(千港元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
污水及再生水處理及建造服務	81.2%	2,559,016	81.2%	2,276,391	12.4%
供水服務	12.6%	397,406	11.0%	309,344	28.5%
水環境治理技術服務及銷售設備	6.2%	194,465	7.7%	216,802	-10.3%
總計	100.0%	3,150,887	100.0%	2,802,537	12.4%

資料來源：北控水務集團有限公司

1. **分部業務及營運表現。** 截止 2017 年 6 月 30 日止的六個月，集團今年上半年的收入同比增長 16.2% 至 91.26 億元。今年上半年集團的收入增加主要由於綜合治理項目建造服務及水處理服務之營業收入增加。建造服務營業收入增加乃主要源於內蒙古綜合治理項目之建造工程，而水處理服務之營業收入增加則主要源於 TOT 項目及去年下半年收購之項目貢獻營業收入；整體毛利同比增長 13.2% 至 30.57 億元；毛利率則較去年同體的 34.4% 下跌 0.9 個百分點至 33.5%；集團的股東應佔溢利同比增長 21.6% 至 19.14 億元。集團三大分部今年上半年的業績表現如下：

污水及再生水處理及建造服務： 佔集團整體收入 84% 的污水及再生水處理及建造服務分部，其今年上半年的營業收入同比增長 11.5% 至 76.65 億元；分部毛利同比增長 3.8% 至 22.41 億元；分部毛利率較去年同期的 31.4% 下跌 2.2 個百分點至 29.2%；分部溢利同比增長 12.4% 至 25.59 億元。至今年上半年止，集團於中國大陸擁有運營中之 210 座污水處理廠及 7 座再生水處理廠。污水處理廠及再生水處理廠之每日運作總設計能力分別為 1,029 萬噸及 57.7 萬噸，較 2016 年 12 月 31 日的 995.7 萬噸及 49.7 萬噸，分別增長 3.4% 及 16.1%。平均每日處理量為 914.4 萬噸及平均每日處理比率為 85%。水廠之實際平均水處理合同價格約為每噸人民幣 1.06 元較 2016 年 12 月 31 日的每噸人民幣 1.01 元，增長 5%。海外方面，集團於葡萄牙擁有 24 座污水處理廠，於澳門擁有 1 座污水處理廠，以及於新加坡擁有 1 座再生水廠。每日運作總設計污水處理能力為 42.72 萬噸。而今年上半年的實際處理量為 7060 萬噸。

供水服務： 佔集團整體收入 9.2% 的供水服務分部，其今年上半年的營業收入同比增長 40.3% 至 8.39 億元，分部毛利同比增長 39.8% 至 4.14 億元，分部毛利率較去年同期的 49.6% 下跌了 0.2 個百分點至 49.4%，經營溢利同比增長 28.5% 至 3.97 億元。2017 年 6 月 30 日，集團擁有 61 座運營中之自來水廠。每日運作總設計能力為 588.9 萬噸，較 2016 年 12 月 31 日增長 3.2%。該等水廠位於貴州省、福建省、廣東省、湖南省、河北省、山東省、河南省、廣西省及內蒙古自治區。供水服務實際平均合同價格約為每噸人民幣 1.91 元，較 2016 年 12 月 31 日增長 3.2%。海外方面，集團於葡萄牙擁有 13 座供水廠。供水之每日運作總設計能力為 3.6 萬噸。2017 年上半年的國內及海外供水實際處理量分別為 5.64 億噸及 600 萬噸。

技術及諮詢服務以及銷售設備： 佔集團整體收入 6.8% 的技術及諮詢服務以及銷售設備分部，其去年的營業收入同比增長 63.4% 至 6.22 億元，分部毛利同比增長 63.4% 至 4.01 億元，分部毛利率持平為 64.5%，分部溢利同比下跌 10.3% 至 1.94 億元。

2. 國策扶持。

《水十條》。2015 年 4 月，國務院印發《水污染防治行動計畫》，即「水十條」。當中包括了 10 條、35 款、76 項、238 個具體措施。「水十條」提出了大量的具體目標。而環保部利用投入產出模型測算，「水十條」將直接購買環保產業產品和服務超過 1.4 萬億元，間接帶動約 5000 億元，預計可拉動 GDP 增長約 5.7 萬億元人民幣，帶動環保產業新增產值約 1.9 萬億元。近日環保部發佈，2016 年度水污染防治行動計劃中央項目儲備庫已建設完成，共涉及具體工程項目 4800 多個，總投資超過 4300 億元。而被納入中央儲備庫的專案，有可能獲得中央水污染防治專項基金的支持。有專家預計，在未來 5 年內，「水十條」將拉動總投資 2 萬億元，新一輪的環保投資已開啟。北控水務作為國內水務行業的龍頭，在盛宴之下定會受惠。

投資要點及利好因素

今年初發改委印發了《“十三五”全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》。規劃提出，“十三五”期間新增污水處理設施規模 5022 萬立方米/日，提標改造污水處理設施規模 4220 萬立方米/日，新增污泥（以含水 80%濕污泥計）無害化處置規模 6.01 萬噸/日，新增再生水利用設施規模 505 萬立方米/日，新增初期雨水治理設施規模 831 萬立方米/日，加強監管能力建設，初步形成全國統一、全面覆蓋的城鎮排水與污水處理監管體系。而規劃同時確定了七大任務，當中包括提升污水處理設施能力；重視污泥無害化處理處置；推動再生水利用；啟動初期雨水污染治理；加強城市黑臭水體綜合整治；強化監管能力建設。規劃還提出，推進政府和社會資本合作（PPP）模式在城鎮污水處理領域的應用，鼓勵按照“廠網一體”模式運作，提升污水處理服務效能，避免“廠網不配套”、“泥水不配套”等問題。“十三五”城鎮污水處理及再生利用設施建設共投資約 5644 億元。

其實，近年中央已推出多個與環保相關的重要政策，而新修訂的《中華人民共和國環境保護法》亦已推出，當中打破一直實行的環保管理體制，確保環境部門更充分的監察執法權，這對規範和引導相關企業自覺將產生的污水、污泥委託第三方治理具有極大的促進的作用。加上國務院發佈的《推進價格機制改革的若干意見》，意見明確提出到 2017 年，競爭性領域和環節價格基本放開，政府定價範圍主要限定在重要公用事業、公益性服務、網路型自然壟斷環節。到 2020 年，市場決定價格機制基本完善，科學、規範、透明的價格監管制度和反壟斷執法體系基本建立，價格調控機制基本健全。價格機制改革意見的推出有利提升對污水、污泥、固體廢物及危險廢物的需求，有利增加北控水務作為水綜合治理服務商的收入。

3. **《PPP 模式》**。財政部 PPP 中心數據顯示，截至今年 6 月底，全國入庫項目有 13554 個，總投資額達 16.4 萬億元，覆蓋全國 31 個省（自治區、直轄市）及新疆兵團，19 個行業領域。自 2016 年 1 月底至 2017 年 6 月底，全國 PPP 綜合信息平臺項目庫月均增長項目 386 個、投資額 4842 億元，PPP 項目需求還在持續加大。當中又以環保項目最多，以去年 9 月發佈的第三批 PPP 試示範項目為例，環保相關的示範項目分佈於市政工程、生態建設和環境保護和能源行業中，數量達到 216 個，超過第二批示範項目總數的 40%，投資規模已經超過 2500 億元。上月財政部等四部門聯合印發《關於政府參與的污水、垃圾處理項目全面實施 PPP 模式的通知》，通知明確，總體目標是政府參與的新建污水、垃圾處理項目全面實施 PPP 模式。有序推進存量項目轉型為 PPP 模式。盡快在該領域內形成以社會資本為主，統一、規範、高效的 PPP 市場，推動相關環境公共產品和服務供給結構明顯優化。現時財政部第四批 PPP 示範項目正在評審過程中，相信在政策的推使下，未來會有更多 PPP 環保項目的推出，集團亦會因此而取得更多 PPP 水務相關的項目。

在水處理服務方面，集團今年上半年新項目之每日總設計能力較去年同期 55.5%至 266.8 萬噸，其中，公營—私營合夥(PPP)項目的增長達到 50%佔新項目之每日總設計能力中的 76%。集團今年中集團已簽署了 202 億元，到 8 月 30 日止，集團今年共簽署了 502 億元的 PPP 項目，預計今年簽署的 PPP 項目規模達到 600 億元，相信集團有能超額完成今年的簽署目標。集團的管理層表示，計劃 2017 年至 2018 年年中，集團的 PPP 項目總值達到 780 億元，到 2020 年至 2022 年 PPP 項目達到 3000 億元，當中包括了 300 億元的雄安新區的項目，相信隨著《水十條》、《“十三五”全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》的落實，《關於政府參與的污水、垃圾處理項目全面實施 PPP 模式的通知》的推行，加上中國監管部門密集發佈 PPP 政策，在 PPP 已迎來項目落地高峰下，集團未來將會取得更多 PPP 水務的項目，加上集團已採用更靈活的 PPP+基金的融資模式，與投資管理公司及保險公司合作，擴大了資金的來源，有利集團在資金充裕下取得更多具潛質的水務項目。

圖表三

投資要點及利好因素

單位：噸	污水處理	再生水處理	供水	海水淡化	總計	佔比%
運作中	10,493,950	805,200	5,925,400	-	17,224,550	58%
尚未開始運作/未移交	6,356,350	554,500	5,465,794	50,000	12,426,644	42%
總計	16,850,300	1,359,700	11,391,194	50,000	29,651,194	100%
水廠數量						
運作中	235	8	74	0	317	58%
尚未開始運作/未移交	188	2	36	1	227	42%
總計	423	10	110	1	544	100%

資料來源：北控水務集團有限公司

4. 產能正待釋放(圖表三)。在水處理服務方面，集團今伙 1 上半年新項目之每日總設計能力為 266.8 萬噸，包括規模 23.1 萬噸之建造—經營—移交（「BOT」）項目、規模 1 萬萬噸之移交—經營—移交（「TOT」）項目、規模 202.7 萬噸之公營—私營合夥（「PPP」）項目、規模 3 萬噸之委託營運項目及透過併購所得規模 37 萬噸之項目。當中大多數專案模式均為 PPP 以及併購所得模式。

截至 2017 年 6 月 30 日止，集團合共參與運營中或日後營運之 544 座水廠，其中包括 423 座污水處理廠、110 座自來水廠、10 座再生水處理廠及 1 座海水淡化廠。

集團每日的總設計能力達到 2,965 萬噸，同比增長 18.9%。其中污水處理項目總計 1,685 萬噸，再生水項目 136 萬噸，供水專案 1,139 萬噸。當中有 1243 萬噸的產能、227 座水廠尚未開始運作，產能上約有 42% 尚待釋放，隨著未運作的產能陸續投產，營運能力將進一步提高，可增加集團於水務處理業務中的收入。集團預計 2018 年專案總規模達到 4000 萬噸，平均每年新專案的規模在 500 萬噸。截至 8 月底止，集團的新增水量已超過 300 萬噸/日，預計集團今年的新專案規模或有望超標。加上各地方政府對水污染治理重視度與執行力進一步提高的背景下，今年市場中推出了大量新 PPP 專案，集團未來會獲得更多新建項目擴張業務。

股價走勢(圖表四)

集團於9月22日的收市價為\$6.43，股價按年升15.23%。集團的股價於6月的6元以下升至8月31日52周高位6.74元高位的位置。現時14天相對強弱指數亦已由高位回落至49.8679的水平，股價升至10天及20天移動平均線以上，而MACD線及訊號線利淡的區間內，相信短期集團的股價有力繼續向上。因集團業務屬環保及公用事業類型的股份，隨著內地環境污染問題日益嚴重，政府重點保護及改善環境污染問題，尤其是水資源的問題，而現已有多個相關水務的政策出臺，當中包括《水十條》的推出，相信“十三五”的期間將有過萬億元的污水及水務的投資需求，再加上《PPP模式》的加入，增加基建投資融資渠道，在眾多政策及措施的扶助下水務行業的未來發展前景佳，會為集團帶來水資源行業的發展機遇。投資可考慮於6.2元附近的水平增持或吸納，以憧憬集團未來的盈利能行進一步提升。資料來源：彭博

估值預測

以9月22日的收市價\$6.43計算，其市盈率及市帳率分別為15.74及3.04倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。集團現時的淨負債率已高達102%水平，但隨著國家加快推動PPP項目，在國內水務項目的投資建設將會加快下，為取得更多的PPP綜合水務項目無可避免地會加大集團的槓桿以擴張業務，所以集團近日已積極開始探索產融結合，打造資產管理平台，與第三方機構協商合作成立基金管理公司，以新的金融手段促進產業發展。今年上半年赤峰項目成立之基金已為集團貢獻近3億元的利潤，預期此項目今年下半年將會取得不少於3億元的利潤。集團已表明，下半年一些PPP項目也會透過基金來投資，日後與其他保險公司亦有機會成立類似的基金公司進行投資，主要因為現時國內市場資金偏緊，利息相對高，冀可以通過基金解決相關問題。今年6月29日集團宣佈，北控水務集團旗下的北控水務（中國）投資有限公司與復星集團旗下的上海星景股權投資管理有限公司合作的赤峰環城水系項目基金於5月下旬正式落地。赤峰環城水系項目全稱為“赤峰市中心城區防洪及環城水系治理工程項目”，預計投資總規模為31.6億人民幣，是內蒙古自治區赤峰市單體投資額最大的PPP項目，亦是國家第三批PPP示範項目。項目由北控水務受託負責該項目的建設、運營和管理。赤峰基金是北控水務首次以股權基金的形式介入PPP項目，相信在未來集團會有更多投資水環境綜合治理PPP項目以基金的形式進行。到8月21日，集團又宣佈旗下的北控水務(投資)有限公司與中國人壽(02628.HK)、北控衛石及國科嘉和成立並管理基金-

估值預測

北控國壽水務基金於8月上旬正式落地。合共資本承擔額預期240億人民幣。各方分別出資90億元、120億元、30億元及240萬元，持股約37.49%、50%、12.5%及0.01%。基金投資重點於水務、水環境項目，以及相關水務、水環境業務為主的基礎設施項目，其中包括直接或間接以股權投資或債務投資或符合法律法規的方式進行其他投資。相信北控水務未來會繼續以PPP基金模式撬動巨大市場，資金需求進行補充，有利於在綜合水務處理PPP專案中佔據更大的市場份額。最新，有傳集團以2.5億澳元收購澳洲水務公司TrilityGroup，已取得澳洲海外投資委員會及當地水務機關批准。而TrilityGroup在澳洲主要經營廢水處理及水務廠，服務包括澳洲能源資源公司、南澳及維多利亞的灌溉系統等。集團國內水務龍頭企業，除在國內擴大規模之外，亦正不斷向海外擴張，現時國內的人均水資源量少，且分佈嚴重不均。用水效率低，水資源浪費嚴重，加上水污染問題嚴重，令水供應及污水處理行業長遠增值空間。在需求及政策傾斜下，及母企的支持下，集團有能力未來在裡裡外外取得更多綜合水務處理的項目。所以會將北控水務的目標價定在\$7.13即相當於約13.83倍市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有10.94%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 因行業的集中度會加速提升，同業的併購會明顯增多，市場的競爭會加劇在保護水資源的大前提下，政府會對水資源質素的要求會加大，如未能趕上在技術上的提升，及在質量上的需求，會影響集團的收入及聲譽
- 水價的調整，短暫會影響集團的收入
- 外匯風險

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。