

买入**环卫业务持续高增长，股东增持彰显信心**

北控城市资源 (3718.HK)

2021-05-12 星期三

投资要点

目标价: **1.86 港元**
 现价: 1.26 港元
 预计升幅: 48%

重要数据

日期	2021-05-12
收盘价 (港元)	1.26
总股本 (百万股)	3,600
总市值 (百万港元)	4,536
净资产 (百万港元)	3,012
总资产 (百万港元)	7,118
52 周高低 (港元)	2.54/0.68
每股净资产 (港元)	0.84

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

北控水务集团有限公司 (28.04%)

相关报告

深度报告-20201015

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

2021 年环卫业务收入和利润增长 30-40%:

2020 年新增中标环卫业务年服务金额达 10.48 亿港元, 合同总额 112.66 亿港元。截至 2020 年 12 月, 公司环卫项目数量 113 个, 年化服务费 33.3 亿港元, 平均服务年限 9 年, 合同总金额 362.7 亿港元, 剩余服务年期总合同金额 299.6 亿港元。预期 2021 年新增环卫订单年化收入约 10 亿元人民币, 根据环卫业务合同金额和年化服务费, 按剔除补贴后的计算口径, 初步预测 2021 年环卫业务收入和利润增长 30-40%。

2021 年危废业务处理量翻倍增长, 利润达到 2019 年水平:

疫情影响下, 2020 年公司危废业务无害化平均单价下降 23.6%, 资源化销售量同比下降 17%, 从而造成利润同比下降 42% 至 9,676 万港元。预期 2021 年资源化出售量与 2020 年持平, 无害化处理量较 2020 年翻倍增长, 主要增量来自山东平福无害化处理项目和湖北宜昌焚烧填埋项目, 预期 2021 年危废业务利润有望达到或略高于 2019 年利润水平。

大股东及董事增持提升市场信心:

香港联交所最新权益披露资料显示, 2021 年 4 月 26 日, 公司获股东邓伟明在场外增持 150 万股, 增持后, 邓伟明最新持股数目为 252,168,000 股, 持股比例由 6.96% 上升至 7.00%。公司执行董事周敏(主席), 2021 年 4 月以来多次增持公司股票, 周敏最新持股数目为 175,960,000 股, 持股比例上升至 4.89%。大股东及公司董事的增持, 表明公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

维持买入评级, 目标价 1.86 港元:

我们结合公司盈利预测和行业估值情况, 给予公司目标价 1.86 港元, 相当于公司 2021 年和 2022 年 11 倍和 8.5 倍 PE, 目标价较现价有 48% 的上升空间, 维持“买入”评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	2,711	3,520	4,997	6,407	8,231
同比增长	45.6%	29.8%	42.0%	28.2%	28.5%
毛利率	28.9%	30.9%	29.0%	28.0%	28.0%
净利润	270	427	607	790	1,062
同比增长	75.8%	58.3%	42.2%	30.2%	34.4%
净利润率	9.9%	12.1%	12.1%	12.3%	12.9%
每股盈利 (分)	9.99	11.97	16.86	21.94	29.50
PE@1.26HKD	12.6	10.5	7.5	5.7	4.3

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2021年环卫业务收入和利润增长30-40%:

2020年新增中标环卫业务年服务金额达10.48亿港元，合同总额112.66亿港元。截至2020年12月，公司环卫项目数量113个，年化服务费33.3亿港元，平均服务年限9年，合同总金额362.7亿港元，剩余服务年期总合同金额299.6亿港元。预期2021年新增环卫订单年化收入约10亿元人民币，根据环卫业务合同金额和年化服务费，按剔除补贴后的计算口径，预测2021年环卫业务收入和利润增长30-40%。

表1: 环卫年化合同收入

	截至2020年12月 (亿港元)	年度新增项目	
		2020年12月 (亿港元)	2019年12月 (亿港元)
数量 (个)	113个		
年化服务费	33.3		
平均服务年限 ⁽²⁾	9		
合同总金额	362.7		
剩余服务年期 总合同金额	299.6		
		年化合同收入	10.48
		总合同金额	112.66
			8.79
			79.9

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

大股东及董事近期多次增持公司股票:

香港联交所最新权益披露资料显示, 2021年4月26日, 获股东邓伟明在场外增持150万股, 增持后, 邓伟明最新持股数目为252,168,000股, 持股比例由6.96%上升至7.00%。公司执行董事周敏(主席), 2021年4月以来多次增持公司股票, 周敏最新持股数目为175,960,000股, 持股比例由3.24%上升至4.89%。

表2: 大股东及董事披露权益通知明细

表格序號	大股東/董事/最高行政人員名稱	作出披露的原因	買入/賣出或涉及的股份數目	每股的平均價	持有權益的股份數目 (請參閱上述*註釋)	佔已發行的有投票權股份百分比 (%)	有關事件的日期 (日/月/年)
IS20210506E00318	周敏	1102(L)	71,140,000(L)		71,140,000(L)	1.98(L)	03/05/2021
DA20210506E00313	周敏	1202(L)	71,140,000(L)		104,820,000(L)	2.91(L)	03/05/2021
IS20210428E00395 (IS20210427E00060之修訂本)	邓伟明	1101(L)	1,500,000(L)	HKD 1.3833	252,168,000(L)	7.00(L)	26/04/2021
IS20210427E00060 (已按IS20210428E00395取替)	邓伟明	1101(L)	1,500,000(L)	HKD 1.3833	252,168,000(L)	7.00(L)	26/04/2021
DA20210428E00119	周敏	1101(L)	8,140,000(L)	HKD 1.3789	175,960,000(L)	4.89(L)	23/04/2021
DA20210427E00058	周敏	1101(L)	6,504,000(L)	HKD 1.3515	167,820,000(L)	4.66(L)	22/04/2021
DA20210426E00002	周敏	1101(L)	6,472,000(L)	HKD 1.3186	161,316,000(L)	4.48(L)	21/04/2021
DA20210423E00042	周敏	1101(L)	5,712,000(L)	HKD 1.3902	154,844,000(L)	4.30(L)	20/04/2021
DA20210422E00060	周敏	1101(L)	9,172,000(L)	HKD 1.3397	149,132,000(L)	4.14(L)	19/04/2021
DA20210421E00025	周敏	1101(L)	14,368,000(L)	HKD 1.3410	139,960,000(L)	3.89(L)	16/04/2021
DA20210420E00121	周敏	1101(L)	9,116,000(L)	HKD 1.3452	125,592,000(L)	3.49(L)	15/04/2021
DA20210420E00119	李海楓	1101(L)	340,000(L)	HKD 1.3371	50,000,000(L)	1.39(L)	15/04/2021
DA20210419E00003	周敏	1101(L)	11,656,000(L)	HKD 1.3113	116,476,000(L)	3.24(L)	14/04/2021
DA20210419E00001	李海楓	1101(L)	500,000(L)	HKD 1.2792	49,660,000(L)	1.38(L)	14/04/2021

资料来源: 披露易、国元证券经纪(香港)整理

2021 年危废业务处理量翻倍增长，利润达到 2019 年水平：

疫情影响下，2020 年公司危废业务无害化平均单价下降 23.6%，资源化销售量同比下降 17%，从而造成利润同比下降 42%至 9,676 万港元。2021 年资源化出售量与 2020 年持平，无害化处理量较 2020 年翻倍增长，主要增量就来自山东平福和湖北宜昌项目。山东平福无害化工厂处理量较 2021 年有所增加，宜昌焚烧填埋的项目 2020 年下半年晚些时候才开始投产，2020 年贡献比较低，2021 年处理量将达到 5 万吨，这两个项目加起来，无害化处理量就会翻倍，预期 2021 年危废业务利润有望达到或略高于 2019 年利润水平。

维持买入评级，目标价 1.86 港元：

我们结合公司盈利预测和行业估值情况，给予公司目标价 1.86 港元，相当于公司 2021 年和 2022 年 11 倍和 8.5 倍 PE，目标价较现价有 48%的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：

订单增长低于预期，PPP 模式融资收紧，政府应收账款期延长

表3：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB MRQ
					2020	2021E	2022E	2023E	
H股									
0257.HK	光大环境	HKD	4.75	292	4.9	4.2	3.8	3.6	0.6
1381.HK	粤丰环保	HKD	4.03	98	9.3	7.7	7.2	6.5	1.4
1330.HK	绿色动力环保	HKD	3.64	119	8.5	5.7	4.6	3.9	0.8
0895.HK	东江环保	HKD	4.76	72	11.6	7.0	6.4	5.9	0.8
3989.HK	首创环境	HKD	0.15	21	3.8	0.0	0.0	0.0	0.3
1257.HK	光大绿色环保	HKD	3.04	63	4.2	3.5	3.1	2.8	0.5
行业平均					7.0	4.7	4.2	3.8	0.7
A股									
000967.SZ	盈峰环境	RMB	7.97	252	18.2	15.0	12.5	10.7	1.5
300815.SZ	玉禾田	RMB	80.21	111	17.6	16.4	13.4	11.8	4.1
002973.SZ	侨银股份	RMB	16.11	66	17.5	17.7	13.8	11.3	4.3
603686.SH	龙马环卫	RMB	15.99	66	15.0	13.0	10.8	9.0	2.3
行业平均					17.1	15.5	12.6	10.7	3.0
3718.HK	北控城市资源	HKD	1.26	45	10.5	7.5	5.7	4.3	1.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	2,711	3,520	4,997	6,407	8,231
经营成本	(1,928)	(2,433)	(3,548)	(4,613)	(5,927)
毛利	783	1,087	1,449	1,794	2,305
行政费用	(320)	(340)	(367)	(396)	(428)
财务开支	(72)	(72)	(79)	(87)	(96)
应占联营公司利润	0	1	0	0	0
其他开支	(3)	(27)	(28)	(28)	(31)
税前盈利	433	704	1,014	1,320	1,774
所得税	(87)	(163)	(235)	(306)	(412)
少数股东应占利润	76	114	172	223	300
归属股东净利润	270	427	607	790	1,062
折旧及摊销	237	317	323	329	336
EBITDA	(514)	(629)	(679)	(717)	(771)
增长					
总收入 (%)	46%	30%	42%	28%	28%
EBITDA (%)	28%	22%	8%	5%	8%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,052	1,725	2,026	2,508	3,095
应收账款	775	1,097	1,152	1,210	1,270
存货	45	47	49	52	55
其他流动资产	415	669	687	721	758
流动资产	2,287	3,539	3,915	4,491	5,177
固定资产	1,749	2,283	3,003	3,643	4,123
其他固定资产	952	1,296	1,294	1,398	1,385
非流动资产	2,700	3,579	4,297	5,041	5,508
总资产	4,987	7,118	8,211	9,532	10,686
流动负债	1,618	2,322	2,580	2,950	3,014
应付帐款	161	233	245	257	270
短期银行贷款	564	986	1,035	1,087	1,141
其他短期负债	893	1,103	1,300	1,605	1,602
非流动负债	1,112	1,129	1,186	1,123	851
长期银行贷款	826	773	811	730	438
其他负债	286	357	375	393	413
总负债	2,730	3,451	3,766	4,073	3,865
少数股东权益	444	656	827	1,050	1,351
股东权益	1,814	3,012	3,618	4,408	5,470
每股账面面值(港元)	0.67	0.84	1.01	1.22	1.52
营运资金	669	1,217	1,334	1,542	2,164

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA利率(%)	-19%	-18%	-14%	-11%	-9%
净利率(%)	10%	12%	12%	12%	13%
营运表现					
SG&A/收入(%)	12%	10%	7%	6%	5%
实际税率(%)	20%	23%	23%	23%	23%
股息支付率(%)	0%	0%	0%	0%	100%
库存周转	12	15	15	15	15
应付账款天数	156	145	100	100	100
应收账款天数	92	100	100	100	100
ROE(%)	17%	14%	17%	18%	19%
ROA(%)	5%	7%	8%	9%	11%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.3)
收入/总资产	0.54	0.49	0.61	0.67	0.77
总资产/股本	2.75	2.36	2.27	2.16	1.95
收入对利息倍数	37.5	48.9	63.1	73.5	85.9

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(514)	(629)	(679)	(717)	(771)
融资成本	1,232	1,674	2,088	2,439	2,955
营运资金变化	(11)	(235)	(11)	39	(9)
所得税	(70)	(138)	(235)	(306)	(412)
营运现金流	636	673	1,162	1,455	1,763
资本开支	(770)	(672)	(800)	(800)	(800)
其他投资活动	511	(341)	(286)	(286)	(288)
投资活动现金流	(258)	(1,014)	(1,086)	(1,086)	(1,088)
负债变化	117	303	88	(29)	(238)
股本变化	270	90	0	0	0
股息	0	0	0	0	1
其他融资活动	(381)	511	21	21	21
融资活动现金流	7	904	109	(8)	(216)
现金变化	384	563	185	361	460
期初持有现金	677	1,052	1,725	2,026	2,508
汇率变动	(9)	110	115	121	127
期末持有现金	1,052	1,725	2,026	2,508	3,095

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>