

北控城市资源 (3718. hk): 环卫服务与危废处置, 双轮驱动的固废新星

2021年4月27日

强烈推荐/首次

北控城市资源 公司报告

背靠北控水务集团, 管理层行业经验丰富。公司大股东北控水务集团, 是北京控股集团有限公司旗下专注于水资源循环利用和水生态环境保护事业的旗舰企业。大股东遍布全国的客源和声誉将支持公司固废业务持续扩张。同时公司的核心管理团队在固废、环保行业深耕多年, 公司通过员工持股, 将管理层与公司高度绑定, 充分激发管理层动能。

环卫业务后来居上, 业务布局多点开花。截至 2020 年底, 公司共有 113 个正在运营的环境卫生服务项目, 环卫服务在手订单总金额为 370.1 亿元, 年化金额为 34.6 亿元, 项目平均期限 11 年。公司成立较晚, 但后来居上, 上市后拿单能力稳健提升, 2020 年公司全年新增合同总额突破 110 亿元, 年化合同金额约 10.5 亿元, 年化合同金额排名行业第二, 仅次于盈峰环境。充足的环卫服务在手订单, 将为公司业绩增长保驾护航。同时环卫服务隶属于城市服务的一部分, 公建物业、市政运维等城市服务领域业务模式与环卫服务相似, 且正处于市场化探索的初期, 未来公司可向城市服务商转变, 从环卫服务到城市管家, 随着服务内涵的扩大, 公司所处市场空间将持续扩容。

资质齐全、技术完备、资金优势, 行业地位不断巩固。公司在手危废项目优质, 公司目前有 7 个已运营项目及 2 个试运营项目, 已运营无害化产能为 24.7 万吨/年, 资源化产能为 25 万吨/年, 公司亦有 3 个在建危废项目。公司在产废大省山东及青海战略性地建立工业废物处理设施, 根据弗若斯特沙利文报告, 在 2018 年, 公司在运营项目 (包括在营及试运营项目) 的废物处置总设计处理能力分别排名第四及第一。优势区位保障项目的危废供给, 从而保证危废业务良好的盈利能力。

盈利预测: 预测公司 21-23 年营业收入 47.57/59.48/73.51 亿港元, 净利润 5.43/7.44/9.78 亿港元, 净利增速 27.29%/36.94%/31.39%, EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 港元, 对应 PE 分别为 8X/6X/5X。首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示: 行业政策变化; 项目进展不达预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万 HKD)	2,725.44	3,539.46	4,757.15	5,947.72	7,351.12
增长率 (%)	22.31%	29.87%	34.40%	25.03%	23.60%
归母净利润 (百万 HKD)	281.33	426.83	543.29	744.01	977.54
增长率 (%)	-34.63%	51.72%	27.29%	36.94%	31.39%
净资产收益率 (%)	15.51%	14.17%	15.28%	17.31%	18.53%
每股收益(HKD)	0.10	0.12	0.15	0.21	0.27
PE	12.60	10.63	8.35	6.10	4.64
PB	0.19	0.15	0.13	0.11	0.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

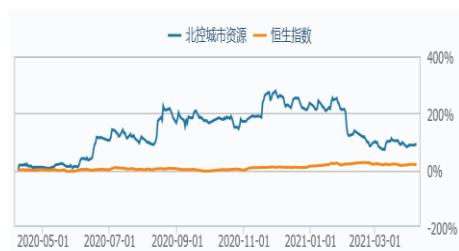
北控城市资源集团有限公司, 是中国综合废物管理解决方案服务提供商, 主要从事提供环境卫生服务及危险废物处理业务。(资料来源于招股说明书)

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (港元)	2.54-0.68
总市值 (亿港元)	45
流通市值 (亿港元)	45
总股本/流通 A 股 (亿股)	36/0
流通 B 股/H 股 (亿股)	0/36
52 周日均换手率	0.46

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

目 录

1. 环卫服务+危废处置, 双轮驱动的固废新星.....	4
2. 环卫服务: 背靠北控, 后来居上.....	6
2.1 多年运营经验积累品牌与口碑, 助力公司业务拓展全国.....	6
2.2 新能源示范标杆项目已出, 受益行业电动化趋势.....	7
3. 危废处置: 处置缺口仍存, 业绩释放在即.....	8
3.1 资质齐全、技术完备, 行业地位不断巩固.....	8
3.2 在手危废项目质地良好, 产能利用率爬坡释放业绩.....	10
4. 盈利预测.....	10
5. 风险提示.....	11

表格目录

表 1: 北控城市资源近 5 年新签订单.....	6
表 2: 全国环卫服务市场空间估算.....	7
表 3: 杭州城市管理局发布《关于强化保洁管理的若干意见(征求意见稿)》.....	8
表 4: 北控城市资源危废项目.....	10
表 5: 北控城市资源收入拆分.....	11

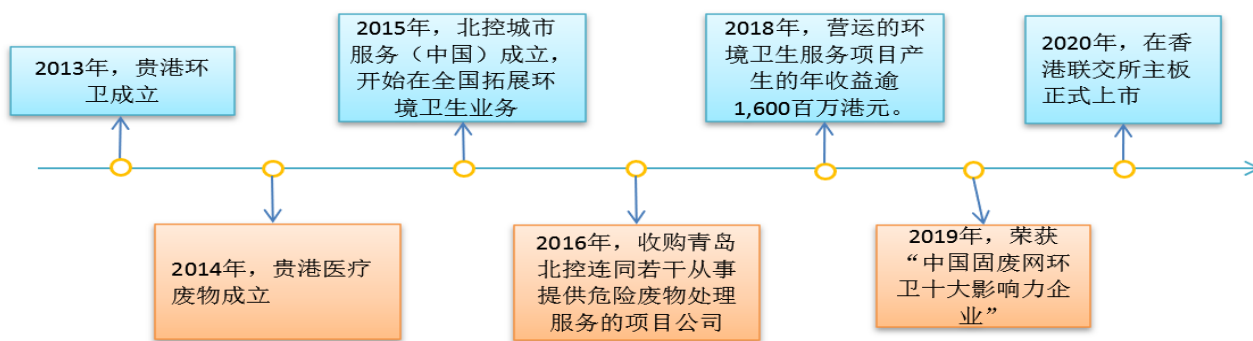
插图目录

图 1: 北控城市资源历史发展进程.....	4
图 2: 公司主营业务收入变化 (单位: 万 HKD)	4
图 3: 公司归母净利润变化 (单位: 万 HKD)	4
图 4: 2017-2020 公司毛利率与净利率	5
图 5: 公司 2020 年收入结构.....	5
图 6: 2016-2020 公司营收构成变化 (单位: 万 HKD)	5
图 7: 公司各项业务毛利率变化.....	5
图 8: 公司股权结构.....	6
图 9: 环卫服务中标项目年化金额 (单位: 亿元)	7
图 10: 美国环卫市场化率 (2015)	7
图 11: 我国危废产能仍存缺口.....	9
图 12: 危废处理率和产能利用率仍处于较低水平	9
图 13: 危废处置行业集中度低	9

1. 环卫服务+危废处置, 双轮驱动的固废新星

北控城市资源集团有限公司, 是中国综合废物管理解决方案服务提供商, 主要从事提供环境卫生服务及危险废物处理业务。公司历史可追溯至 2013 年, 北控水务(广西)成立贵港环卫, 开始在广西贵港投资、建设及运营若干垃圾收运站, 并从事生活垃圾的运输。2014 年 7 月, 北控水务(广西)成立贵港医疗废物, 开始运营广西贵港北控水务医疗废物处理中心。北控城市服务(中国) 2015 年 7 月成立, 整合了北控水务集团旗下的环卫服务与危废处置板块后, 开始在全国扩展环境卫生业务。2017 年 4 月, 公司完成了环卫服务及危废处理两个板块的战略布局, 跻身环卫市场龙头企业行列, 并于 2020 年 1 月在香港联交所挂牌上市。

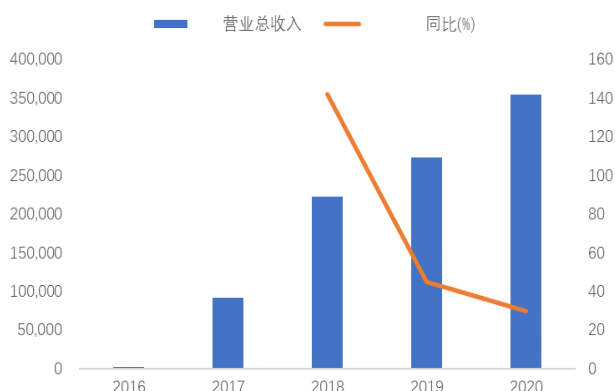
图 1: 北控城市资源历史发展进程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

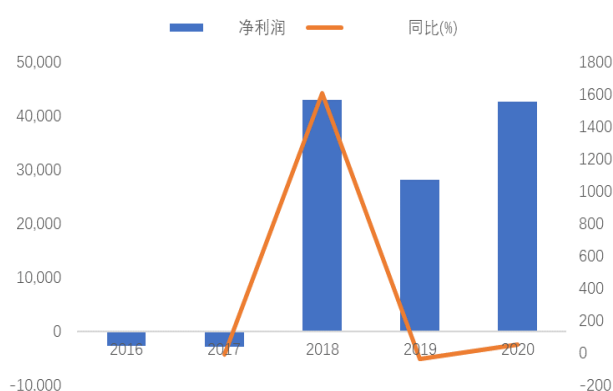
环卫服务与危废处置是公司的两大块业务, 其中, 环卫服务一直是北控城市资源营收的主要增长来源, 2020 年公司营收构成中, 环卫服务业务占 80.14%, 危废业务占 13.72%。截至 2020 年年底, 环卫业务方面, 本集团签约有 113 个环境卫生服务项目, 服务项目覆盖 24 个省、直辖市及自治区。危废业务方面, 公司能处理国家危险废物名录的 46 类主要危险废物中的 40 类, 有 7 个已运营项目及 2 个试运营项目, 已运营无害化产能为 24.7 万吨/年, 资源化产能为 25 万吨/年。公司亦有 3 个在建危废项目。

图 2: 公司主营业务收入变化(单位: 万 HKD)



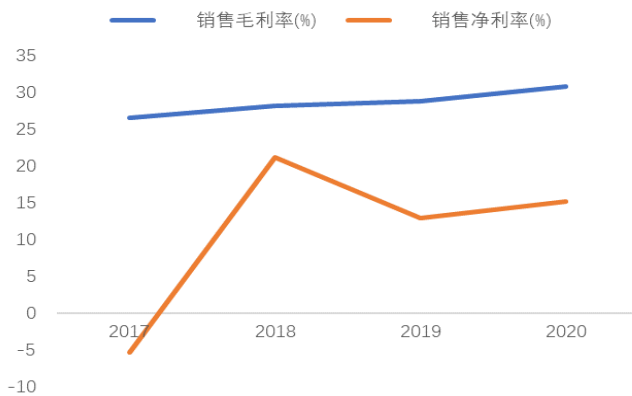
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 公司归母净利润变化(单位: 万 HKD)

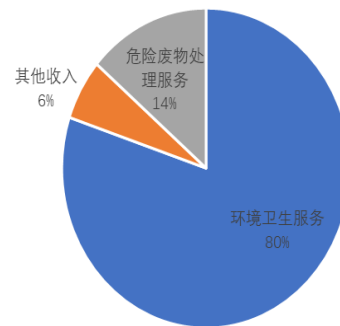


资料来源: wind, 东兴证券研究所

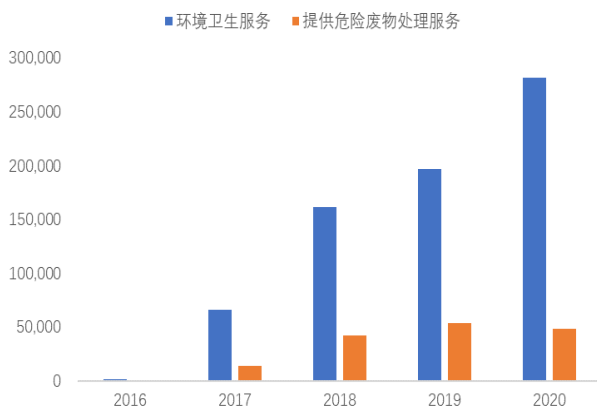
盈利能力稳健、双轮驱动的固废新星。2020 全年, 公司环境卫生服务业务的营收为 28.21 亿港元, 同比增长 122.8%; 危险废物处理业务的营收为 4.83 亿港元, 同比下滑 10.6%, 危废业务下滑主要是受疫情影响, 处置费和处理量都有所下降。公司综合毛利率为 30.9%, 相比 2019 年的 28.9% 上升 2pct。其中, 环境卫生服务业务的毛利率 29.5%, 较去年同期上升 5.0%, 主要得益于去年疫情期间的增值税和社保减免政策, 危废处理业务毛利率 41.0%, 较去年同期下降 5.5%。预计未来随着产能利用率爬坡, 新项目磨合期过去, 公司的盈利能力将保持稳健。

图 4: 2017-2020 公司毛利率与净利率


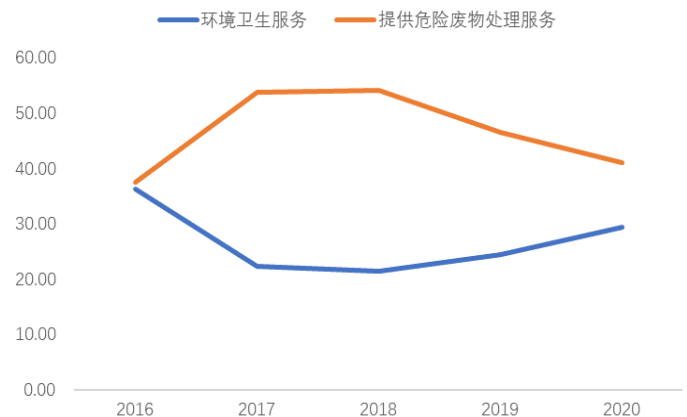
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司 2020 年收入结构


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 2016-2020 公司营收构成变化 (单位: 万 HKD)


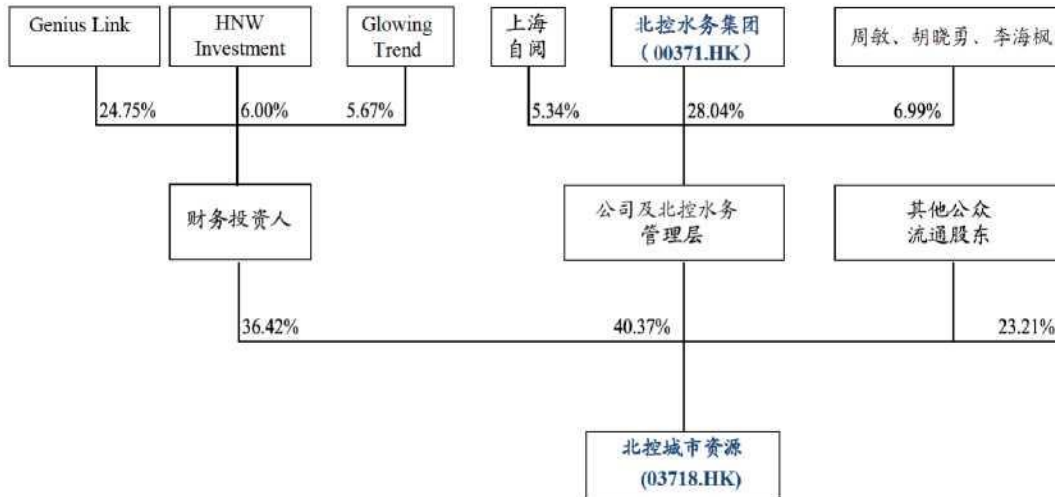
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司各项业务毛利率变化


资料来源: wind, 东兴证券研究所

背靠北控水务集团, 管理层行业经验丰富。截至 2020 年上半年, 北控水务集团为公司实际控制人, 持股 28.04%, 公司高管周敏、胡晓勇、李海枫共持股 6.99%, 上海自阅持股 5.34%。三家财务投资人持股比例合计 36.42%, 剩余部分为公众流通股, 占比 23.21%。大股东客源、声誉遍布全国, 公司未来扩张将受惠于股东北京控股及北控水务集团的大力支持, 同时公司核心管理团队在固废、环保行业深耕多年, 公司通过员工持股, 将管理层与公司高度绑定, 激发管理层动能。

图 8: 公司股权结构



资料来源: 中国危废产业网, 东兴证券研究所

2. 环卫服务: 背靠北控, 后来居上

2.1 多年运营经验积累品牌与口碑, 助力公司业务拓展全国

背靠北控水务集团, 借助多年环卫服务项目运营积累的品牌与口碑效应, 助力公司业务全国布局。与其他可比竞争对手玉禾田、侨银环保等相比, 公司虽然成立时间较晚, 但在发展过程中抓住了行业机遇和自身优势, 后来居上。截至 2020 年底, 公司共有 113 个正在运营的环境卫生服务项目, 环卫服务在手订单总金额为 370.1 亿元, 年化金额为 34.6 亿元, 项目平均期限 11 年。公司上市后拿单能力稳健提升, 2020 年公司先后在广东、山东、山西、江西、四川、湖南、湖北、青海、河北、江苏等 10 个省份收获 23 个项目, 全年新增合同总额突破 110 亿元, 年化合同金额约 10.5 亿元, 年化合同金额排名行业第二, 仅次于盈峰环境。充足的环卫服务在手订单, 将为公司业绩增长保驾护航。

表 1: 北控城市资源近 5 年新签订单

中标年份	项目数量	年服务金额 (亿港元)	平均期限	总合同金额 (亿港元)
2016	16	3.3	17	55.37
2017	32	8.0	11	89.66
2018	22	4.4	8	35.22
2019	24	8.5	9	77.19
2020	23	10.5	11	112.66
总计	113	34.6	11	370.1

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

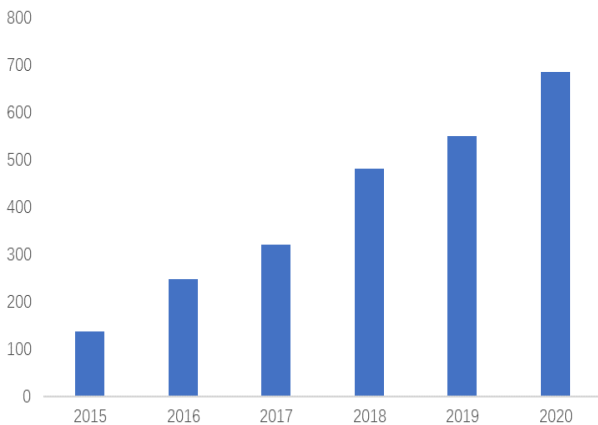
由环卫服务到城市管家, 公司服务内涵将不断扩大。环卫服务市场收入主要由道路清扫、垃圾收运以及公厕运行三部分构成, 随着试点城市垃圾分类政策的推进, 也带来了增量市场空间。根据城乡建设统计年鉴的数据, 按清扫、收运、公厕不同的市场平均价格分别估算城市、县城、乡镇的环卫市场容量之后在进行加

总, 得出全国光环卫服务市场容量超 3000 亿, 目前全国市场化率约 50%。未来城市环卫市场进一步放开已是大势所趋, 农村生活环境整治才刚刚开始, 而农村理论垃圾产生量跟城镇相当, 对标美国 65% 的环卫市场化率, 我国城市与农村的环卫市场化率都有进一步提升空间。同时环卫服务隶属于城市服务的一部分, 公建物业、市政运维等城市服务领域业务模式与环卫服务相似, 且正处于市场化探索的初期, 未来公司可向城市服务商转变, 从环卫服务到城市管家, 随着服务内涵的扩大, 企业所处市场空间将持续扩容。

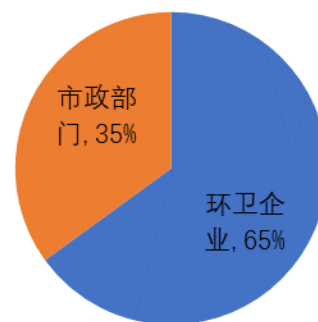
表 2: 全国环卫服务市场空间估算

区域	服务项目	数量	单价	市场容量 (亿元)
城市	道路清扫	84.2 亿平方米	15 元/平方米·年	1263
	垃圾收运	2.15 亿吨	75 元/吨	161
	公厕	136084 座	30 万元/座·年	408
县城	道路清扫	24.76 亿平方米	8 元/平方米·年	198
	垃圾收运	0.67 亿吨	55 元/吨	37
	公厕	45808 座	25 万元/座·年	115
乡镇	道路清扫	75.8 亿平方米	3 元/平方米·年	227
	公厕	152437 座	15 万元/座·年	229
垃圾分类	城市户数	2.43 亿户	150 元/户	365
合计	—	—	—	3003

资料来源: 2017 年中国城乡建设统计年鉴, 东兴证券研究所

图 9: 环卫服务中标项目年化金额 (单位: 亿元)


资料来源: 环境司南, 东兴证券研究所

图 10: 美国环卫市场化率 (2015)


资料来源: 环境司南, 东兴证券研究所

2.2 新能源示范标杆项目已出, 受益行业电动化趋势

环卫服务行业项目大型化、电动化成趋势。为了更好的提升城市形象、规范城市环卫工作, 各地的环卫市场出现了去碎片化趋势, 行业项目成大型化发展趋势, 行业准入门槛有所提升, 龙头企业的品牌力、口碑力有所显现。如杭州今年 7 月城市管理局发布的《关于强化保洁管理的若干意见(征求意见稿)》中, 提出了

延长服务期限、限制单个标段的最小作业面积等举措。

与此同时, 随着新能源汽车行业的快速发展和“智慧城市”试点工作的不断深化, 传统环卫模式正在被颠覆, 环卫车领域迎来了“电动化”、“智能化”的创新革命。政府部门陆续出台相应政策推广新能源环卫车, 工信部发布的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》提出, 2021年起, 国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于80%。到2035年, 公共领域用车全面电动化。

表 3: 杭州城市管理局发布《关于强化保洁管理的若干意见(征求意见稿)》

要点	具体内容
提高机械化作业水平	1) 确保主城区次干道机械化清扫率85%以上, 副城区次干道机械化清扫率80%以上, 三县市次干道机械化清扫率65%以上。 2) 街巷保洁机械化率2020年底前达到20%, 2021年底前达到40%, 2022年底前达到60%。 3) 按每新增一台机械相当于3至5名保洁员的标准, 通过“机械换人”来减少养护作业人员。 4) 将保洁作业机械化率(包括清扫、洒水、高压冲洗、吸尘、抑尘、应急响应等)作为技术评价的重要指标, 其中必须涵盖小型机械化推广指标。机械化内容相应分值原则不低于9分。
提升清洁能源车占比	1) 新能源车主要是指国六天然气车和电动车。各区、县(市) 每年新增或更新环卫车辆中, 新能源车或清洁能源车辆不得低于总量的80%。 将2)新能源车采用比例作为技术评价的重要指标, 相应分值原则不得低于9分。
推进区域化保洁	由区城管局协调区财政安排3年项目预算一次性采购保洁养护服务, 并视服务情况作不超过2次续签, 使服务期限达到5年(3+2), 以 推动新能源车更换。
统一车辆形象	包括车辆编号和外观

资料来源: 杭州城市管理局, 东兴证券研究所

公司于2020年1月中标广东省深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化PPP项目, 合约总值约73.12亿元, 估计每年收入约4.87亿元, 合约期为15年。该项目是首个合同额超过70亿元级的环卫市场化项目, 且该项目全部采用新能源纯电动环卫装备进行道路综合清扫保洁以及垃圾收运和转运, 有着重要的示范意义, 该项目的承接, 说明公司的综合运营服务能力受到市场认可, 该项目的成功运营, 将有助于公司进一步承接采用新能源装备作业的环卫项目, 未来公司有望受益于项目大型化、电动化的行业发展趋势。

3. 危废处置: 处置缺口仍存, 业绩释放在即

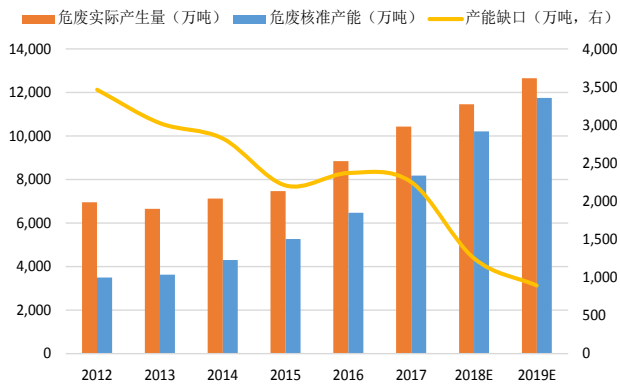
3.1 资质齐全、技术完备, 行业地位不断巩固

从商业模式来看, 与轻资产的环境卫生业务相比, 危险废物处理业务属于重资产投入, 危废处置业务的毛利率和盈利能力较环境卫生业务更高, 但前期需要大量资本开支, 建设危废处置设施, 进入运营期后, 公司需要像产废单位收集危废原材料, 产废单位需要支付处置费, 如果采用资源化方式处理危废, 在处理完毕后, 还有资源化产物的销售收入。公司环境卫生与危废处置双主业, 业务模式具有互补性和协同性, 有助于公司的可持续发展。

危废的实际处置与产生仍存巨大缺口。2018年, 全国危险废物经营单位核准经营规模达到10212万吨/年, 从实际利用处置情况来看, 2018年危险废物实际经营规模为2697万吨, 其中, 实际利用量为1911万吨, 处置医疗废物98万吨, 采用填埋方式处置危险废物157万吨, 采用焚烧方式处置危险废物181万吨, 采用

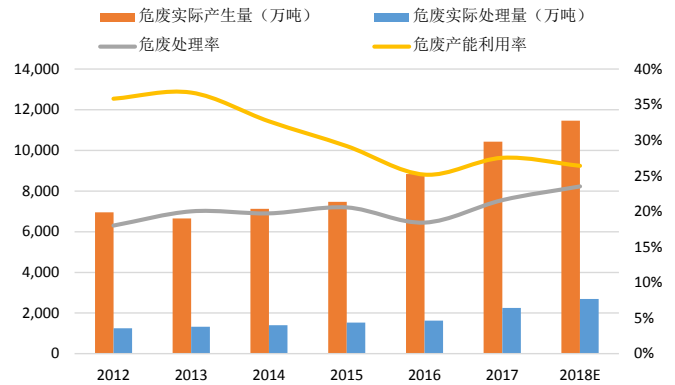
水泥窑协同方式处置危险废物 101 万吨, 采用其他方式处置危险废物 192 万吨。由此可计算, 2018 年末危废实际收集和利处置量仅 2697 万吨, 整体危废处置率仅 24%, 产能利用率也仅只有 26%。一方面市场还有大量的危废未进入到环保部的备案中, 另一方面, 已备案的危废也有大量未经正规渠道处置, 监管不严与供需错配等问题使得行业仍存在着巨大的处置缺口。同时, 随着环保督察的趋严, 各省份纷纷出台危废的规划目标, 危废的供需缺口有望在短时间内得到匹配和平衡。

图 11: 我国危废产能仍存缺口



资料来源:《全国固废防治年报》, 东兴证券研究所

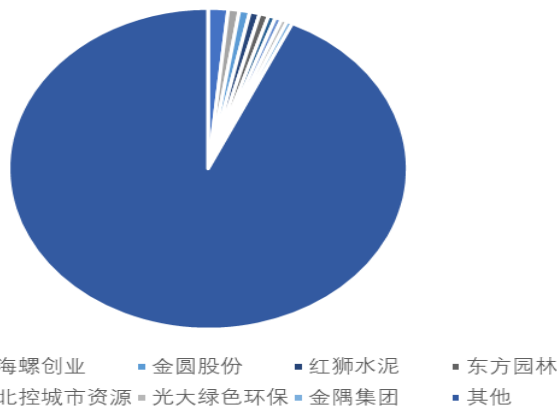
图 12: 危废处理率和产能利用率仍处于较低水平



资料来源:《全国固废防治年报》, 东兴证券研究所

资质齐全、技术完备、资金优势, 行业地位不断巩固。我国危废处理行业的参与者众多, 但整体规模和生产能力偏小, 具有核心竞争力的企业也较少, 大部分企业技术、资金、研发能力弱, 处理资质单一, 呈现出显著的“小、散、乱”特征。从许可证数量和产能情况来看, 2019 年行业前 8 的产能集中度仅为 6.4%, 2019 年末 3084 家危废企业平均的处置能力不足 4 万吨/年。根据弗若斯特沙利文报告, 截至 2018 年 12 月 31 日, 公司从事废物处置项目的处理设施的中设计处理能力为每年 253,050 吨, 于中国排名第六。危废行业存在一定的准入门槛, 包括资质壁垒、技术壁垒和资金壁垒, 而公司资质齐全, 目前危废处理资质涵盖了 46 大类中的 40 大类, 焚烧/干化/物化/填埋等无害化处置技术完备, 未来有望通过行业整合获得市占率提升。

图 13: 危废处置行业集中度低



资料来源: 中国危废产业网, 东兴证券研究所

3.2 在手危废项目质地良好, 产能利用率爬坡释放业绩

在手危废项目优质, 占据优势区位。公司目前有 7 个已运营项目及 2 个试运营项目, 已运营无害化产能为 24.7 万吨/年, 资源化产能为 25 万吨/年, 公司亦有 3 个在建危废项目。从区位布局看, 山东、青海分别是中国最大及第七大危险废物产生省份。公司在产废大省山东及青海战略性地建立工业废物处理设施。根据弗若斯特沙利文报告, 在 2018 年, 公司在运营项目 (包括在营及试营项目) 的废物处置总设计处理能力分别排名第四及第一。优势区位保障项目的危废供给, 从而保证危废业务良好的盈利能力。

表 4: 北控城市资源危废项目

运营项目				
序号	项目名称	处置类型	设计处理量 (吨/年)	状态
1	广西贵港医废项目	高温蒸汽减菌	3650	已运营
2	山东平福危废项目	焚烧/物化/填埋	81400	已运营
3	山东寿光危废项目	焚烧	9000	已运营
4	宜昌姚家港危废项目	焚烧/物化/干化	99692	已运营
5	新疆哈密水泥窑协同项目	水泥窑协同处置	50000	已运营
6	四川自贡医废项目	高温蒸汽减菌	3600	已运营
合计			247342	
试运营项目				
1	山东寿光危废项目 (二期)	焚烧/物化/填埋	58376	试运营
2	山东平福危废项目 (二期)	焚烧	33000	试运营
合计			91376	
在建项目				
1	浙江台州仙居危废项目	焚烧	15000	在建
2	四川自贡危废项目	焚烧/填埋	50000	在建
3	江苏睢宁危废项目	焚烧	20000	在建
合计			85000	
资源化项目				
1	宁夏睿源项目	精馏提纯	200000	运营
2	重庆项目	塑料再生	50000	运营
合计			250000	

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

4. 盈利预测

公司背靠强大的股东资源, 具有大体量项目的开拓能力, 同时公司环卫服务与危废处置具有良好的协同效应, 双轮驱动下, 我们看好公司成为固废领域的领军者。预测公司 21-23 年营业收入 47.57/59.48/73.51 亿港元, 净利润 5.43/7.44/9.78 亿港元, 净利增速 27.29%/36.94%/31.39%, EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 港元, 对应 PE 分别为 8X/6X/5X。首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。我们预测公司 21-23 年营业收入拆分如下。

表 5: 北控城市资源收入拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
环境卫生服务	1613	1968	2821	3800	4800	6000
增速	144%	22%	43%	35%	26%	25%
其他收入	176	203	216	238	261	288
增速	66%	15%	7%	10%	10%	10%
危废无害化	251	286	282	458	572	687
增速		14%	-1%	63%	25%	20%
危废资源化	171	255	201	262	314	377
增速		49%	-21%	30%	20%	20%
总计	2212	2711	3520	4757	5948	7351
增速	142%	23%	30%	35%	25%	24%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化;

项目进展不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万HKD					利润表	单位: 百万HKD				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2287	3539	4062	4601	5581	营业收入	2725	3539	4757	5948	7351
现金及现金等价物	1052	1725	1711	1784	2205	营业成本	1928	2433	3413	4280	5311
应收账款	775	1097	1427	1712	2054	营业开支	338	382	424	471	523
其他应收款	397	647	841	1010	1211	营业利润	460	724	920	1197	1518
存货	45	47	61	74	88	财务费用	64	54	59	65	72
其他流动资产	18	22	22	22	22	权益性投资损益	0	1	0	0	0
非流动资产合计	2700	3579	4023	4528	5103	其他非经常性损益	0	-2	0	0	0
权益性投资	32	37	37	37	37	非经常项目前利润	396	669	861	1132	1446
固定资产	1749	2283	2511	2762	3039	非经常项目损益	37	35	35	35	35
无形资产及商誉	395	696	801	921	1059	除税前利润	433	704	896	1167	1481
其他非流动资产	303	557	668	802	963	所得税	87	163	208	271	344
资产总计	4987	7118	8086	9130	10684	少数股东损益	71	114	145	152	159
流动负债合计	1618	2322	2662	2907	3179	持续经营净利润	275	427	543	744	978
短期借款	564	986	1035	1087	1141	非持续经营净利润	6	0	0	0	0
应付账款及票据	161	233	303	364	437	净利润	281	427	543	744	978
应交税费	66	89	107	118	130	EPS (元)	0.10	0.12	0.15	0.21	0.27
其他流动负债	828	1013	1216	1338	1471	主要财务比率					
非流动负债合计	1112	1129	1295	1321	1347		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	826	773	788	804	820	成长能力					
应付债券	0	0	0	0	0	营业收入增长	22.31%	29.87%	34.40%	25.03%	23.60%
其他非流动负债	286	357	357	357	357	归属于母公司净利润增	-34.63%	51.72%	27.29%	36.94%	31.39%
负债合计	2730	3451	3957	4227	4526	获利能力					
少数股东权益	444	656	574	604	882	毛利率(%)	28.90%	30.87%	28.18%	28.93%	30.87%
普通股股本	270	360	360	360	360	净利率(%)	10.32%	12.06%	11.42%	12.51%	13.30%
储备	1597	2652	3195	3939	4916	总资产净利润(%)	5.64%	6.00%	6.72%	8.15%	9.15%
未分配利润	0	0	0	0	0	ROE(%)	15.51%	14.17%	15.28%	17.31%	18.53%
归属母公司股东权益合	1814	3012	3555	4299	5276	偿债能力					
负债和所有者权益	4987	7118	8086	9130	10684	资产负债率(%)	55%	48%	49%	46%	42%
现金流量表						单位: 百万HKD					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.41	1.52	1.53	1.58	1.76
经营活动净现金流	636	673	925	966	1140	速动比率	1.39	1.50	1.50	1.56	1.73
投资活动净现金流	-258	-1014	-111	-134	-160	营运能力					
筹资活动净现金流	7	904	-828	-759	-559	总资产周转率	0.55	0.58	0.63	0.69	0.74
汇率变动影响	-9	110	50	50	50	应收账款周转率	4	4	4	4	4
现金及等价物净增加	375	673	14	-73	-421	应付账款周转率	19.30	17.98	17.74	17.83	18.37
期初现金及等价物余额	677	1052	1725	1739	1666	每股指标 (元)					
期末现金及等价物余额	1052	1725	1739	1666	1245	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.12	0.15	0.21	0.27
						每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.00	-0.04	0.20	1.17
						每股净资产(最新摊薄)	6.72	8.37	9.87	11.94	14.66
						估值比率					
						P/E	12.60	10.63	8.35	6.10	4.64
						P/B	0.19	0.15	0.13	0.11	0.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 4 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖环保、电力设备与新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526