

# 业务模式清晰，长期价值可达

华泰研究

2021年7月04日 | 中国香港

首次覆盖

公用环保/环保

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

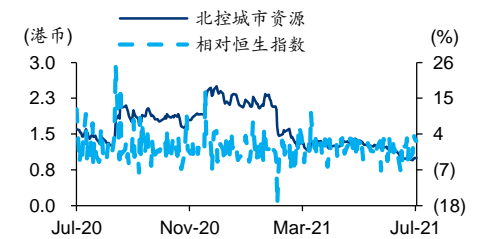
1.41

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+86-21-28972079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+86-755-82493570

## 基本数据

目标价(港币)	1.41
收盘价(港币截至7月2日)	1.00
市值(港币百万)	3,600
6个月平均日成交额(港币百万)	17.47
52周价格范围(港币)	0.94-2.54
BVPS(港币)	0.84

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 北控城市资源的长期价值可期

我们看好北控城市资源的长期价值,原因如下:1)公司主营环卫服务和危废处理业务,具有行业龙头地位;2)其实际控制人为北控水务集团,两者间的协同效应将促进公司成长;3)公司将环卫服务和危废处置并行发展以打造“一站式解决方案”服务品牌,这有助于实现稳定的现金流表现并降低资本支出;4)公司通过搭建智慧环卫平台实行智能化运营和精细化管理,支撑毛利率维持稳定。我们预计北控城市资源 2021/2022/2023 年 EPS 为 0.13/0.17/0.21 港币,给予 10.9 倍 2021 年预测 PE,目标价 1.41 港币。首次覆盖给予“买入”评级。

## 受益于环卫服务市场规模扩大,公司优势逐步释放

据我们估算,2020 年中国环卫服务市场规模为 3,275 亿人民币,第三方运营占比约为 55%,经营规模预计从 2020 年的 1,787 亿人民币扩大到 2025 年的人民币 3,600 亿元以上,CAGR 为 21%。随着未来经营规模扩大,公司的项目承接优势和高利润率有望进一步释放。我们预计 2021/2022/2023 年环卫服务收入为 34.9 亿/44.5 亿/56.0 亿港元,同比增长 24/28/26%。

## 危废处理业务主要受生态保护驱动

新固废法(2020 年 9 月生效)和地方政策共同提高了进入或继续从事危废处置行业的门槛并带动需求,在此背景下,我们认为公司市占率有望提升。随着公司未来产能扩大和产能利用率提高,经营表现或进一步改善。公司的危废处理板块有望扩张,我们预计 2021/2022/2023 年危废处理收入为 7.42 亿/8.38 亿/9.27 亿港元,同比增长 54/13/11%。

## 首次覆盖给予“买入”评级,目标价为 1.41 港币

我们预计北控城市资源 2021/2022/2023 年收入为 44.6 亿/55.2 亿/67.7 亿港元,归母净利润为 4.65 亿/5.99 亿/7.72 亿港元,EPS 为 0.13/0.17/0.21 港币,对应 7.7/6.0/4.7 倍 2021/2022/2023 年预测 PE。鉴于公司于港股市场流动性较低,我们给予该股 10.9 倍 2021 年预测 PE 的估值,较可比公司均值 13.6 倍 2021 年预测 PE(据 Wind 一致预期)存在 20%的折让,目标价为 1.41 港币。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:环卫行业市场化进程慢于我们的预期;竞争加剧;危废处理项目实施相关风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(港币百万)	2,711	3,520	4,459	5,524	6,766
+/-%	22.58	29.83	26.67	23.88	22.49
归属母公司净利润(港币百万)	281.33	426.83	465.21	599.38	772.02
+/-%	(34.63)	51.72	8.99	28.84	28.80
EPS(港币,最新摊薄)	0.10	0.12	0.13	0.17	0.21
ROE(%)	15.51	14.17	13.38	14.70	15.92
PE(倍)	9.60	8.35	7.74	6.01	4.66
PB(倍)	1.49	1.18	1.04	0.88	0.74
EV EBITDA(倍)	4.45	1.91	1.82	1.23	0.62

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>4</b>
与市场不同之处.....	4
<b>优质城市环境和资源利用综合服务商</b> .....	<b>5</b>
协同效应促成长，公司发展迅速.....	5
营收快速增长，精细化管理促进效益提升.....	6
<b>环卫服务：行业需求旺盛，北控城市资源快速成长</b> .....	<b>8</b>
行业展望：预计 2021-2025 年中国环卫第三方运营市场规模 CAGR 为 21%.....	8
北控城市资源：加快环卫布局，提升营运效率.....	9
<b>危废处置：市场空间广阔，公司产能逐步扩张</b> .....	<b>11</b>
行业展望：新固废法加持，危废处理行业前景广阔.....	11
北控城市资源：项目多位于产废大省，利用率尚存提升空间.....	14
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>17</b>
预计 2021-2023 年归母净利润 CAGR 为 22%.....	17
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 1.41 港币.....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：北控城市资源：截至 2020 年底，业务覆盖 24 个省、市、自治区.....	5
图表 2：北控城市资源：发展历程.....	5
图表 3：北控城市资源：2016-1H19 环卫服务项目（单位：个、百万港币）.....	6
图表 4：北控城市资源：2017-2020 年营业收入.....	6
图表 5：北控城市资源：2017-2020 年持续经营业务净利润.....	6
图表 6：北控城市资源：2017-2020 年按分部收入拆分.....	6
图表 7：北控城市资源：2018-2020 年各分部收入增速.....	6
图表 8：北控城市资源：2017-2020 年毛利拆分.....	7
图表 9：北控城市资源：2017-2020 年各分部毛利率.....	7
图表 10：北控城市资源：2017-2020 年费用率.....	7
图表 11：北控城市资源：2017-2020 年资产负债率.....	7
图表 12：北控城市资源：2017-2020 年现金流.....	7
图表 13：北控城市资源：应收账款周转率与可比公司比较.....	7
图表 14：2015-2020 年全国新签环卫服务合同总金额.....	8
图表 15：2015-2020 年全国新签环卫服务合同年化金额.....	8
图表 16：预计 2025 年我国环卫运营市场规模将超 4500 亿人民币.....	9
图表 17：预计 2025 年我国环卫第三方运营市场将超 3600 亿人民币.....	9
图表 18：我国环卫服务第三方运营公司的市占率.....	9
图表 19：我国七家代表性环卫公司新签环卫服务合同总金额.....	9
图表 20：北控城市资源：2020 年环卫业务运营概要.....	10
图表 21：公司智慧环卫平台.....	10

图表 22: 环卫服务公司毛利率比较 .....	10
图表 23: 2015-2019 年我国危险废物产生量 .....	11
图表 24: 2015-2019 年我国危险废物综合利用处置量 .....	11
图表 25: 2013-2019 年全国危险废物经营许可证处置能力情况 .....	11
图表 26: 危废处置技术路线 .....	12
图表 27: 2019 年危废处置方式占比 .....	12
图表 28: 新固废法新增修订概览 .....	13
图表 29: 各地危废政策规划 .....	13
图表 30: 资质壁垒、技术壁垒和资金壁垒 .....	14
图表 31: 北控城市资源: 2016-2020 年危废处理业务收入拆分 .....	14
图表 32: 北控城市资源: 2016-2020 年危废处理业务毛利拆分 .....	14
图表 33: 北控城市资源: 2018-2020 年危废处理单价拆分 .....	15
图表 34: 北控城市资源: 截至 2020 年底危废处理项目 .....	15
图表 35: 北控城市资源: 2018-2020 年无害化处置项目运营情况 .....	16
图表 36: 北控城市资源: 2018-2020 年回收循环利用项目运营情况 .....	16
图表 37: 北控城市资源: 分部收入和毛利率预测 .....	17
图表 38: 北控城市资源: 营业收入、费用率和归母净利润预测 .....	18
图表 39: 可比公司估值表 .....	18
图表 40: 报告提及公司列表 .....	19
图表 41: 北控城市资源 PE-Bands .....	19
图表 42: 北控城市资源 PB-Bands .....	19

## 核心观点

- 1) **北控城市资源有望凭借国企支持和精细化管理的优势兑现长期价值。**公司主要股东为北控水务集团（持股 28%），二者均由北京控股集团有限公司最终持有，该公司由北京市政府全资持有。北控城市资源主营环卫和危废处理服务，2020 年二者的收入分别占总收入的 80%和 14%；整体毛利率从 2017 年的 27%扩大至 2020 年的 31%；收入逐年增长，经营效率不断提高。
- 2) **环卫服务：行业发展迅速，市场化空间有待释放。**我们预计 2021-2025 年中国环卫服务市场规模的 CAGR 为 7%，2021 年市场规模将超过 3,500 亿人民币，到 2025 年将超过 4,500 亿人民币；第三方运营规模预计从 2020 年的 1,787 亿人民币增加到 2025 年的 3,600 亿人民币（2021-2025 年 CAGR 达 21%），环卫市场化率将由 55% 提升至 80%。受益于广阔的市场空间，北控城市资源有望凭借强大的项目获取能力实现收入的快速增长。同时，我们认为智慧化运营及精细化管理有望助力公司的毛利率进一步抬升。
- 3) **危废处理服务：加大生态保护力度为公司撑开广阔增长空间。**2020 年 9 月《固体废物污染环境防治法》（修订后的固体废物法）修订生效，部分修订进一步提高了行业门槛。多个产废大省为危废处理提出具体指标，这些政策有望提振危废处理需求。随着行业监管和资质审查收紧及行业标准提高，危废处理市场的集中度有望提高，优质公司的市占率将进一步扩大。随着北控城市资源未来产能利用率提高，经营表现或进一步改善；公司危废处理板块有望扩张。

## 与市场不同之处

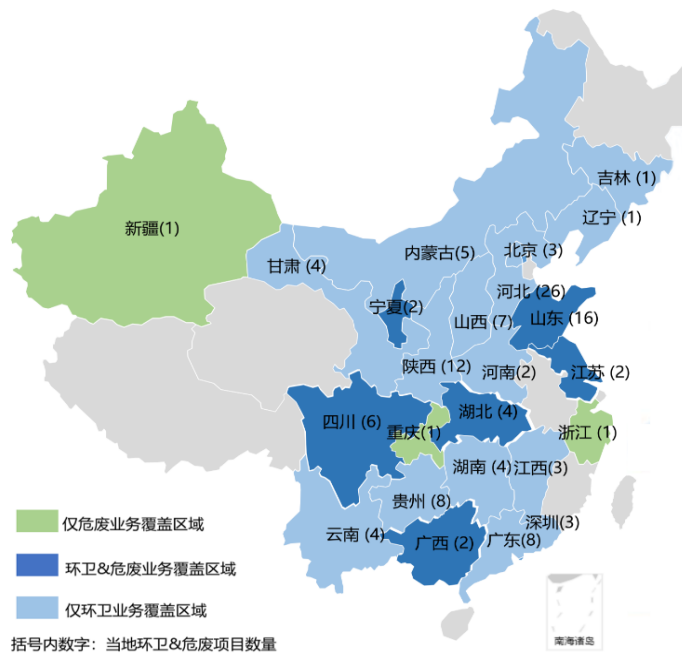
市场认为环卫服务行业的竞争格局不断恶化，但我们认为或因新冠疫情影响下地方财政压力加大，导致环卫服务项目小型化趋势加速；2021 年以来，随着经济持续复苏，我们认为行业竞争格局有望向好，预计我国环卫市场化运营规模有望从 2020 年的 1787 亿人民币增长至 2025 年的超 3600 亿人民币（CAGR 为 21%），市场化率从 55% 提升至 80%。我们认为北控城市资源有望凭借国企背景、资金优势和精细化管理的经验，在环卫服务市场化的浪潮下充分受益。

## 优质城市环境和资源利用综合服务商

### 协同效应促成长，公司发展迅速

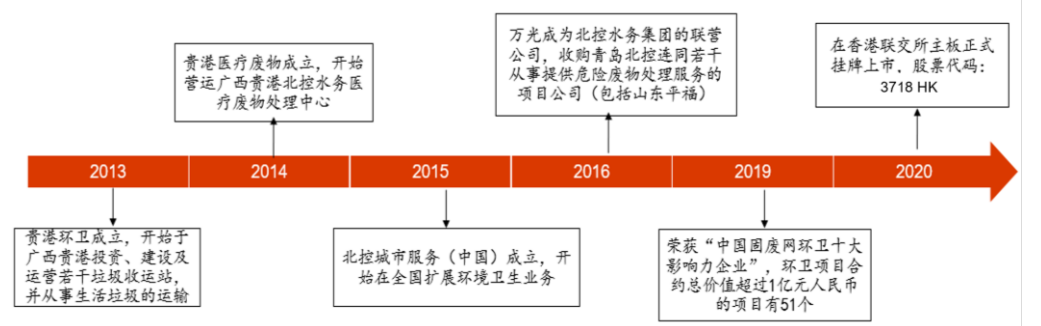
领先的城市环境和资源利用综合服务商，2020年1月登陆香港联交所。北控城市资源集团有限公司（简称“北控城市资源”）的前身广西贵港北控水务环卫服务有限公司（简称“贵港环卫”）成立于2013年，历经八年的发展，北控城市资源目前主要从事提供环境卫生服务及危险废物处理业务，辅以其他业务，包括废弃电器、电子产品拆解及拆解产品的出售。截至2020年底，公司业务覆盖24个省、市、自治区，在手环卫服务项目113个，服务面积达1.94亿平方米；危废处置业务中的无害化、资源化项目总设计处理能力分别为42.37万吨/年、25万吨/年，其中，分别已投运24.73万吨/年、25万吨/年。

图表1：北控城市资源：截至2020年底，业务覆盖24个省、市、自治区



资料来源：公司2020年业绩会PPT，华泰研究

图表2：北控城市资源：发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

控股股东为北控水务集团，管理层利益与股东利益深度绑定。截至2020年底，北控水务集团持有北控城市资源28%的股份，是其控股股东。此外，北控城市资源及北控水务集团的管理团队通过上海自阅、茂临、星彩、至华四大平台持有公司股份12.3%，深度绑定管理层与股东的利益。公司与北控水务集团均由北京控股集团有限公司最终持有，实际控制人为北京市国资委。



背靠“北控系”，协同效应显著。自2016年起，北控水务集团连续5年入选《财富》中国500强，拥有AAA级债券主体评级（根据新世纪评级）。国企背景为北控城市资源造就融资优势，且在其早期环境服务项目开拓方面提供大力支持。据北控城市资源的招股说明书，2016-1H19来自北控水务集团推荐的环卫服务项目收入占总项目收入的100/75/68/70%。

图表3：北控城市资源：2016-1H19 环卫服务项目（单位：个、百万港币）

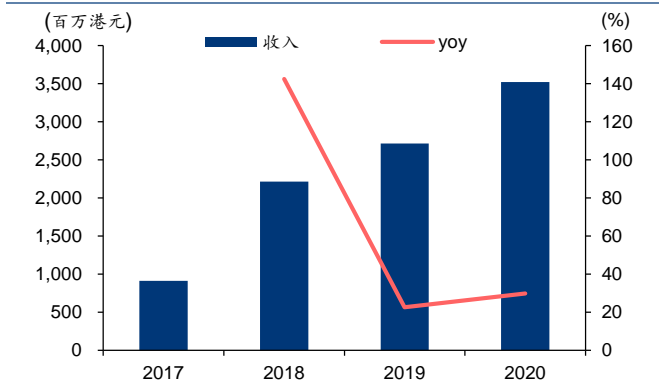
	2016			2017			2018			1H19		
	项目数量	收入	毛利率	项目数量	收入	毛利率	项目数量	收入	毛利率	项目数量	收入	毛利率
来自北控水务集团	1	19	36%	40	496	23%	52	1100	20%	54	770	23%
独立获取	0	0	-	31	167	20%	54	513	25%	58	325	20%

资料来源：招股说明书，华泰研究

### 营收快速增长，精细化管理促进效益提升

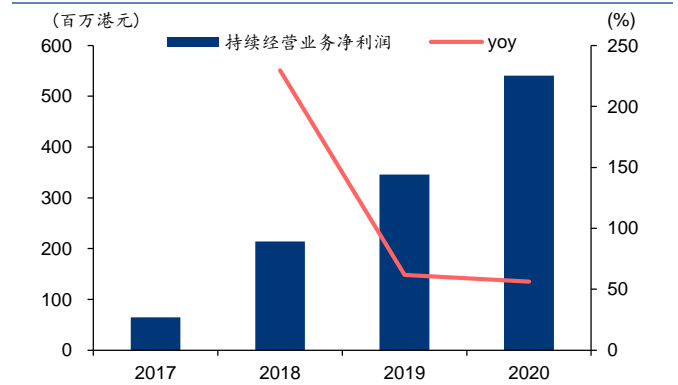
环卫服务业务贡献主要增长，盈利能力持续提升。2017-2020年北控城市资源的收入从9.12亿港元增长至35.20亿港元，CAGR达57%，环卫服务业务发展贡献主要增长；同期持续经营业务净利润从0.65亿港元增至5.40亿港元，CAGR为103%，盈利能力持续提升。

图表4：北控城市资源：2017-2020年营业收入



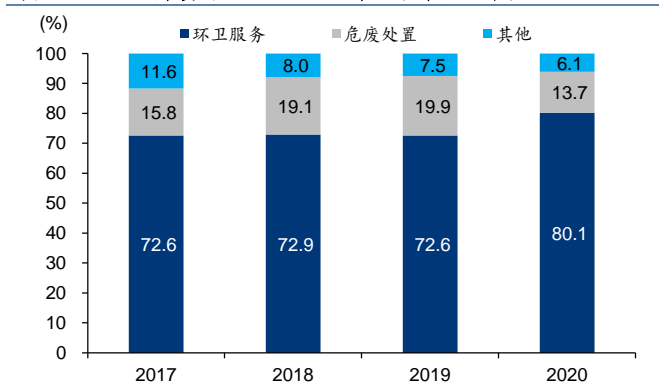
资料来源：招股说明书，公司公告，华泰研究

图表5：北控城市资源：2017-2020年持续经营业务净利润



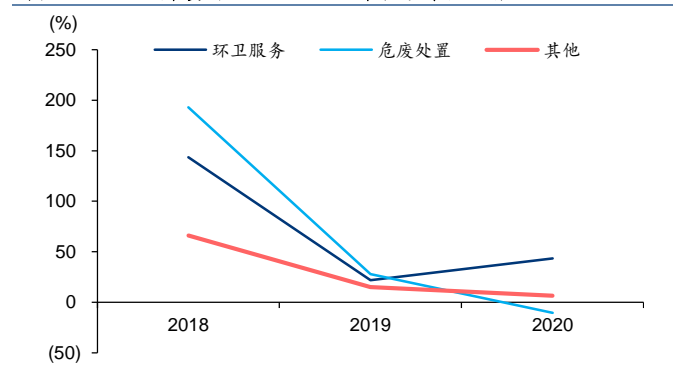
资料来源：招股说明书，公司公告，华泰研究

图表6：北控城市资源：2017-2020年按分部收入拆分



资料来源：招股说明书，公司公告，华泰研究

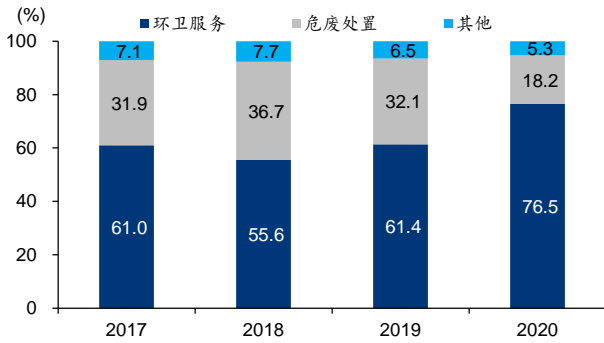
图表7：北控城市资源：2018-2020年各分部收入增速



资料来源：招股说明书，公司公告，华泰研究

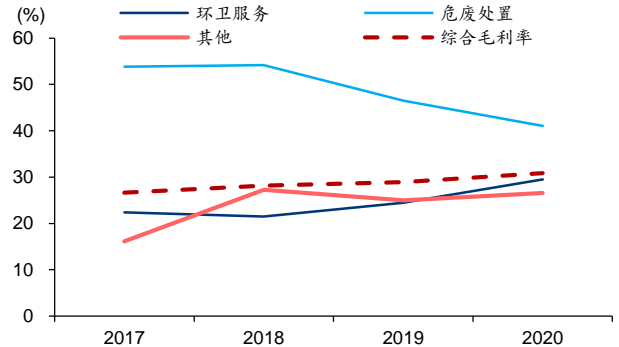
环卫服务毛利率提升带动综合毛利率抬升。公司的综合毛利率从2017年的26.6%提升至2020年的30.9%，（剔除疫情期间的增值税和社保优惠后为26.9%），其中，环卫服务毛利率由2017年的22.4%增长至2020年的29.5%（剔除增值税和社保优惠后为24.6%，同比增加0.1个百分点）；危废业务毛利率由53.8%下降到41%，2020年毛利率下滑主要因疫情影响复工复产进度，上游产废单位供给不足，危废处置价格下跌。

图表8: 北控城市资源: 2017-2020年毛利拆分



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

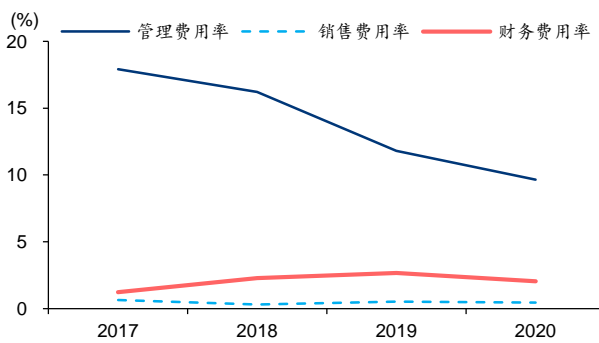
图表9: 北控城市资源: 2017-2020年各分部毛利率



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

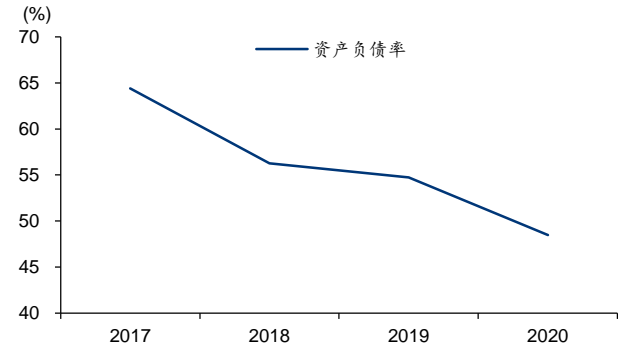
**期间费用率持续走低。**公司的期间费用主要来自于管理费用, 2020 管理费用占总费用的 79%。2017 年以来, 随着公司收入规模快速提升、精细化管理控制费用支出, 管理费用率逐年下降, 自 2017 年的 17.9% 下降至 2020 年的 9.7%。2017-2019 年财务费用率随公司业务规模扩张小幅提升 (由 1.2% 升至 2.7%), 2020 年公司登陆资本市场后, 财务费用率同比下降 0.7 个百分点到 2.0%。

图表10: 北控城市资源: 2017-2020年费用率



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

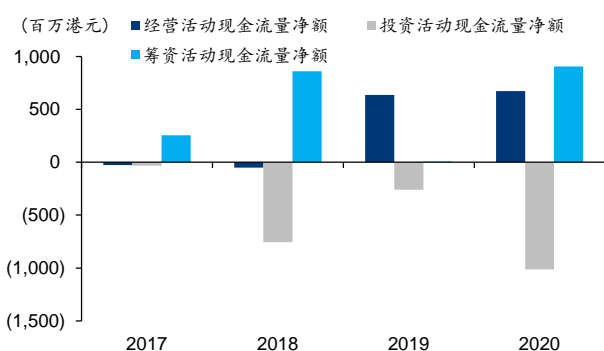
图表11: 北控城市资源: 2017-2020年资产负债率



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

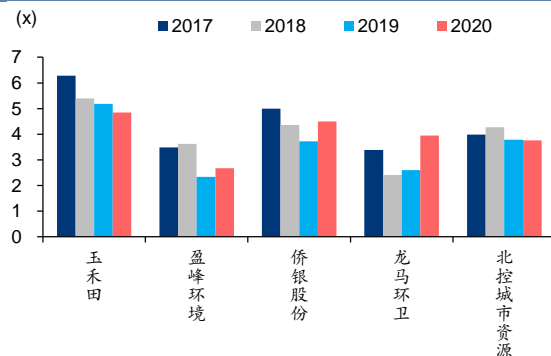
**经营性现金流持续改善。**2017-2018 年公司经营活动现金流量净额为负, 主要因 1) 废弃电器及电子产品处理业务应收的政府补贴回款较慢 (根据招股说明书, 该补贴的回款周期通常为 3-4 年), 且该政府补助在能够合理保证收到并符合所有附加条件时才能确认收入, 故主营该业务的子公司甘肃华壹 2017、2018 年分别亏损 1.13、0.58 亿港元; 2) 收购的环卫服务项目现金流较差。公司 2018 年 6 月出售甘肃华壹 62% 的股权, 同时加强对收购项目的整合、加大对环卫服务项目的应收账款的考核力度, 2019 年经营性净现金流同比由负转正, 为 6.36 亿港元; 2020 年经营性净现金流增长至 6.73 亿港元, 是持续经营业务归母净利润的 1.6 倍, 现金流与净利润匹配程度高。2017 年以来公司的营业收入快速扩张, 应收账款规模同步增加, 2020 年应收账款周转率为 3.76x, 处于行业可比公司的平均水平。

图表12: 北控城市资源: 2017-2020年现金流



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华泰研究

图表13: 北控城市资源: 应收账款周转率与可比公司比较



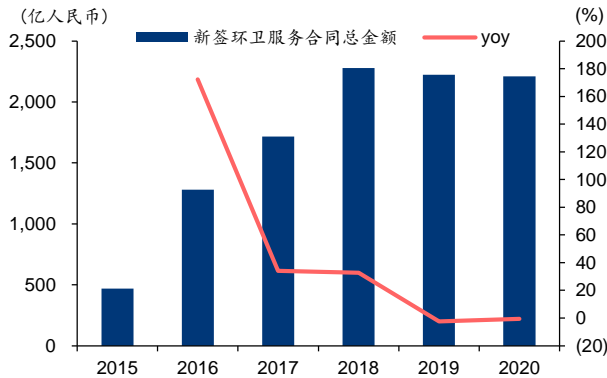
资料来源: Wind, 华泰研究

## 环卫服务：行业需求旺盛，北控城市资源快速成长

行业展望：预计 2021-2025 年中国环卫第三方运营市场规模 CAGR 为 21%

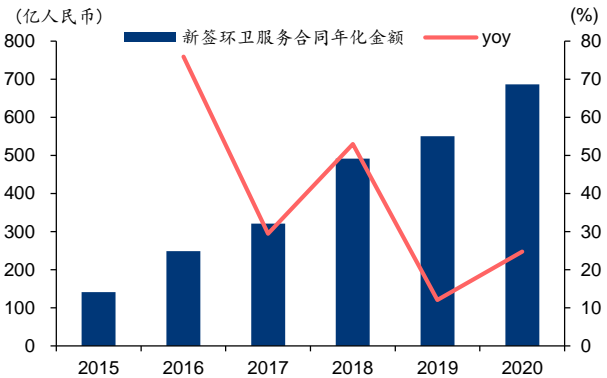
2016-2020 年新订单总金额和年化金额的 CAGR 分别为 36%和 37%。据环境司南的统计，2016 年环卫市场化进入高速发展阶段，全国新签环卫服务合同总金额为 1,280 亿人民币，年化金额为 248 亿人民币，分别同比增长 172%和 76%。2017-2020 年环卫市场化步伐加速，新签环卫服务合同年化金额持续创新高，分别达到 321 亿/491 亿/550 亿/686 亿人民币。

图表14：2015-2020 年全国新签环卫服务合同总金额



资料来源：环境司南，华泰研究

图表15：2015-2020 年全国新签环卫服务合同年化金额



资料来源：环境司南，华泰研究

2025 年中国环卫运营市场规模有望超 4,500 亿人民币，2021-2025 年 CAGR 为 7%。参考我们于 2021 年 3 月 16 日发布的报告《宇通重工借壳，新能源环卫王者归来》，我们根据国家统计局、住房和城乡建设部公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数量及等级公路长度等数据，测算得到 2020 年环卫服务市场规模总量为 3,275 亿人民币。随着生活水平提高及乡村生活垃圾逐步纳入城市处理体系，城镇人均垃圾量仍有提升空间。同时，农村的人均垃圾产生量和垃圾清运比例将有更大提升空间，环卫市场呈现高速增长态势，预计 2021-2025 年中国环卫运营市场规模 CAGR 为 7%，2021 年市场规模超 3,500 亿人民币，2025 年超 4,500 亿人民币。

我们测算，2020 年我国环卫第三方运营比例约 55%，尚有近一半的提升空间。我们测算，我国环卫市场化运营比例由 2015 年的不足 10%增长至 2020 年的约 55%，2020 年环卫市场化运营规模为 1,787 亿人民币。根据发达国家经验，环卫市场化率如果达到 80%属于较高的市场化水平，因此我国环卫市场化率还有一定的提升空间。据环境司南的统计，2020 年我国新增环卫市场化订单年化金额约 686 亿人民币，同比增长 25%，我们假设 2021-2025 年环卫市场化订单年化金额将保持年均 10%-20%的增速持续增长；假设我国环卫市场化订单的平均服务年限为三年（即 2019 年新增的订单将于 2022 年到期退出、重新招标），则 2021-2025 年每年净新增的环卫市场化订单年化金额在 340-410 亿人民币，预计 2025 年我国环卫第三方运营规模超 3,600 亿人民币（2021-2025 年 CAGR 达 21%），环卫市场化率将提升至 80%。

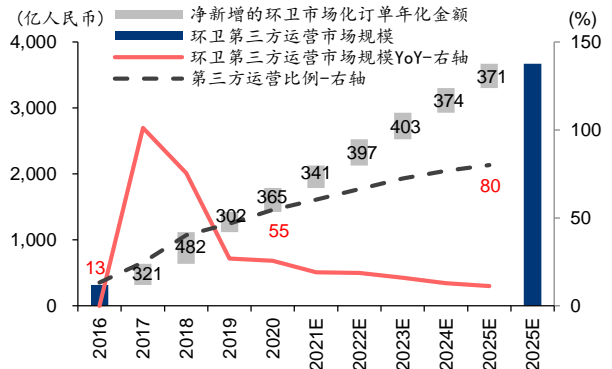


图表16: 预计2025年我国环卫运营市场规模将超4500亿人民币



资料来源: 国家统计局, 住房和城乡建设部, 城乡建设统计公报, 华泰研究预测

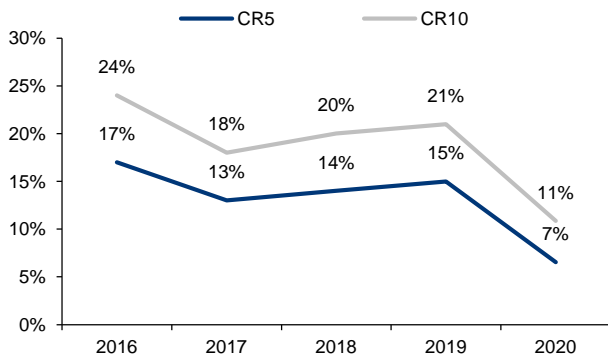
图表17: 预计2025年我国环卫第三方运营市场将超3600亿人民币



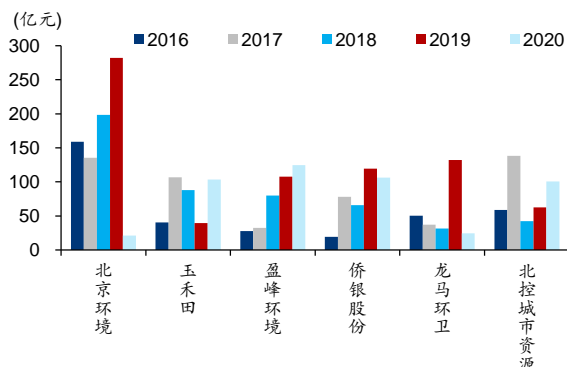
资料来源: 国家统计局, 住房和城乡建设部, 城乡建设统计公报, 环境司南, 华泰研究预测

对比美国等发达国家, 我国环卫市场集中度明显偏低, 2020年CR5仅为7%。特许经营机制下的环卫运营作为城市固废处理的入口环节, 逐渐引起众多行业参与者的关注, 加之项目单体规模小、准入门槛低, 竞争明显加剧。竞争企业主要包括原有的环卫企业、向上游拓展的固废龙头、向下游拓展的设备企业和地方国资企业, 以及横向拓展的物业管理企业。根据环境司南和E20的数据, 2016-2019年我国环卫市场CR10基本维持在21%左右, CR5基本维持在15%左右。2020年, 环卫市场竞争程度愈演愈烈, CR10仅为11% (据Waste Business Journal统计, 2020年美国CR3为52%), 较之2019年的21%, 出现大幅下滑, 我们认为或因疫情影响下地方财政压力加大, 导致环卫服务项目小型化趋势加速; 2021年以来, 随着经济持续复苏, 我们认为行业竞争格局有望向好。

图表18: 我国环卫服务第三方运营公司的市占率

注: 按新增年化服务金额计算市占率  
资料来源: 环境司南, E20, 华泰研究

图表19: 我国七家代表性环卫公司新签环卫服务合同总金额



资料来源: 环境司南, E20, 相关公司公告, 华泰研究

### 北控城市资源: 加快环卫布局, 提升营运效率

北控城市资源制定“1+N”的环卫商业模式, 即以传统环卫业务为主体, 统筹推进垃圾分类、园林绿化、物业管理、水域保洁等, 提供全方位的城市管理服务, 打造城市综合服务商。2020年, 公司新增中标项目23个, 对应年化合同金额为10.48亿港元、合同总金额113亿人民币。根据公司2020年业绩会, 未来公司发展将进一步布局开发长三角经济带、粤港澳大湾区与京津冀区域以及各个省会城市和中心城市, 重点获取大体量、长周期的项目。

图表20: 北控城市资源: 2020年环卫业务运营概要

- 截止2020年12月31日
- ◆ 新增中标项目23个
  - ◆ 雇员近3.9万名
  - ◆ 服务人口超过2,000万人
  - ◆ 清扫保洁面积超1.9亿平方米
  - ◆ 生活垃圾清运量达22,780吨/日
  - ◆ 垃圾中转站418座
  - ◆ 公共厕所2,126座
  - ◆ 填埋场11座
  - ◆ 绿化管养1,818万平方米
  - ◆ 水域保洁2,386万平方米



资料来源: 公司2020年业绩会PPT, 华泰研究

**智慧环卫平台助力精细化管理运营。**公司以物联网为基石, 通过大数据分析, 优化人工和车辆资源配置, 控制成本支出, 提高运营效率。截至2020年底, 公司21个项目已上线智慧环卫系统, 应用率达30%。

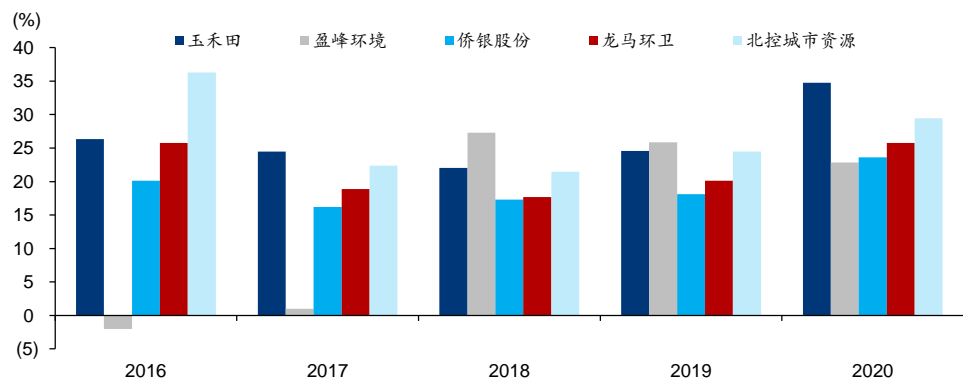
图表21: 公司智慧环卫平台



资料来源: 公司2020年业绩会PPT, 华泰研究

**智慧化运营及精细化管理助力公司的毛利率保持在较高水平。**典型环卫上市公司环卫服务毛利率基本维持在20%至25%之间(不考虑2020年的增值税和社保优惠影响), 2016年营改增导致环卫公司的毛利率普遍下降, 随后分别于2017-2018年见底。2020年北控城市资源的环卫业务毛利率为29.5%, 仅低于玉禾田(34.8%), 在行业中处于较高水平。

图表22: 环卫服务公司毛利率比较



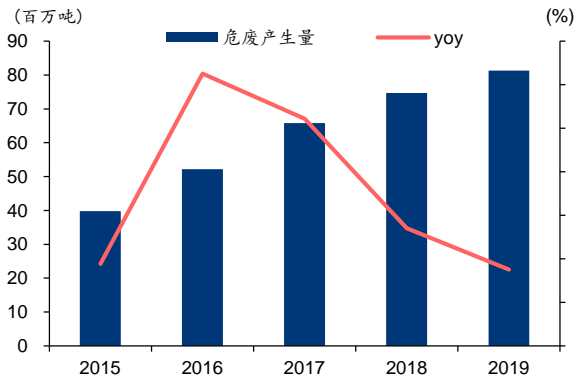
资料来源: Wind, 华泰研究

## 危废处置：市场空间广阔，公司产能逐步扩张

### 行业展望：新固废法加持，危废处理行业前景广阔

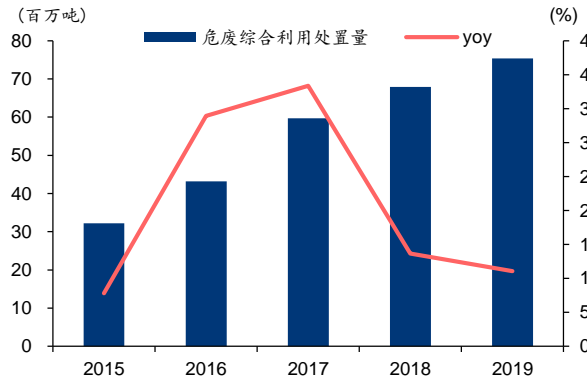
危废产生量逐年提升，危废处置能力同步增强。我国危险废物具有产生量大、种类多、来源广泛、环境监管难度大的特点，而危险废物的处理关乎国民健康和生态安全。近年来，我国危废产生量和利用处置量持续增加，根据《生态环境统计公报》，2019年我国危险废物产生量为8,126万吨、综合利用处置量为7,539.3万吨（对应处置缺口为586.7万吨），2016-2019年年均复合增速分别达20%、24%。

图表23：2015-2019年我国危险废物产生量



资料来源：生态环境部，华泰研究

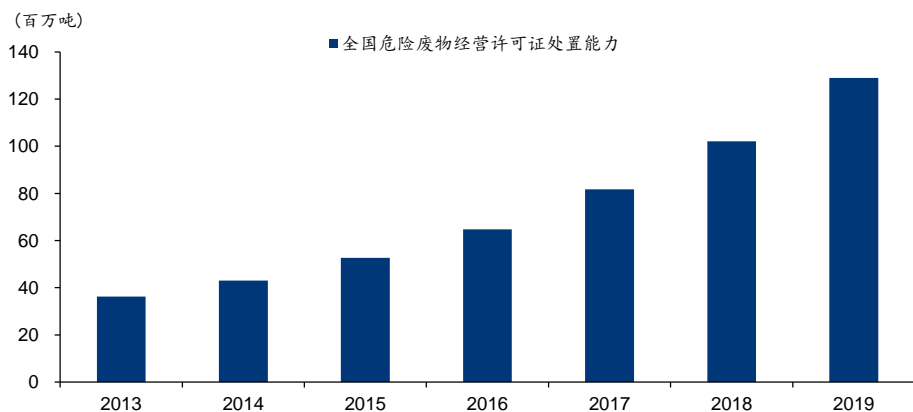
图表24：2015-2019年我国危险废物综合利用处置量



资料来源：生态环境部，华泰研究

危废处置缺口仍存在。根据生态环境部公布的《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，截至2019年底，全国危险废物（含医疗废物）许可证持证单位核准收集和利用处置能力达到12,896万吨/年，实际收集和利用处置量为3,558万吨，核准产能投产率为27.6%。目前各省发放的许可证对应的处理能力与危废总产量基本达到平衡，但受危废处置企业的资质与地区收储结构难以匹配、运营管控能力欠缺等因素影响，危废实际处理能力远低于许可的处理能力，危废处置仍存在很大缺口。

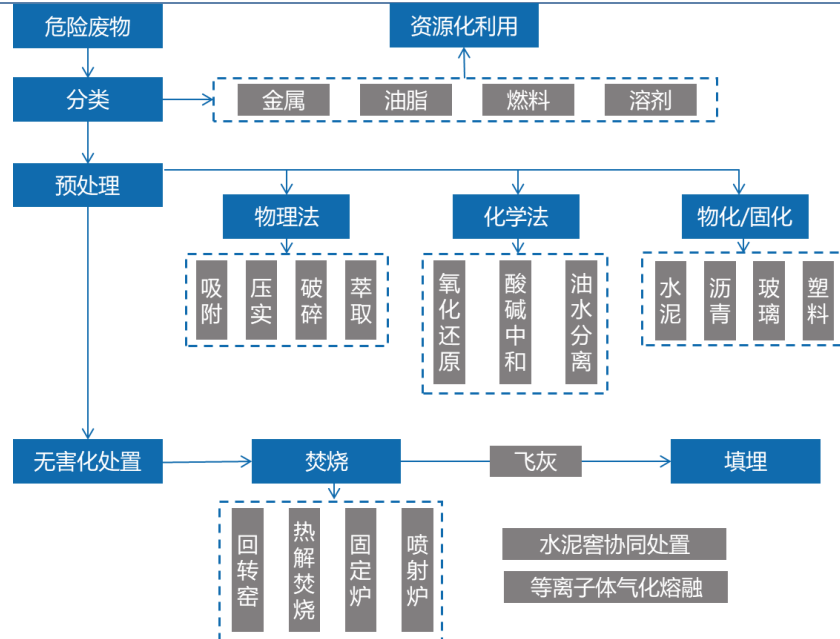
图表25：2013-2019年全国危险废物经营许可证处置能力情况



资料来源：生态环境部，华泰研究

传统危废的处理方式主要包括资源化利用和无害化集中处置。1) 对于部分危险废物具有较高的再利用价值，一般为运至处理厂区后，先进行资源分类后，采用预处理、精细净化、原料提纯和合成反应等资源化综合利用技术进一步提取其中的有价值资源，资源化后的废弃物还有少部分进入无害化处置。2) 对不可资源化利用或可资源化利用价值极低的工业废物，则需要进行无害化处置，可分为预处理技术和处置技术，预处理技术包括物理法、化学法和固化（固化之后大部分会进行填埋处置）等；处置技术包括焚烧和安全填埋、物化等；而对于不可通过焚烧实现减量化的危废等，可采用卫生填埋方式处理；物化则是对废乳化液、废酸碱等通过物理化学方法进行物化处理。

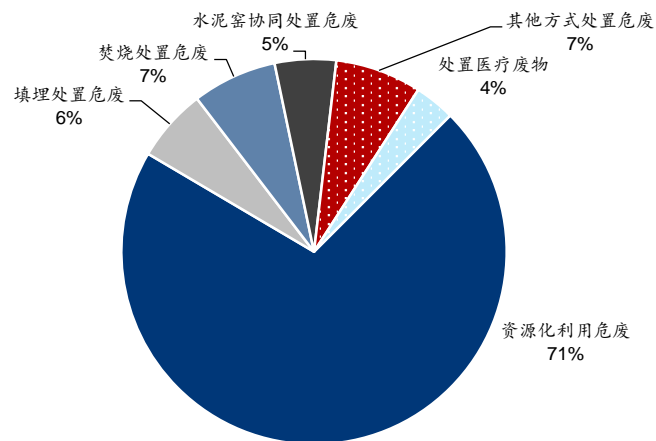
图表26：危废处置技术路线



资料来源：招股说明书，华泰研究

资源化利用为主要处置方式，无害化处置需求有望提升。以2019年为例，当年实际利用处置量为3,477万吨。其中，资源化利用危险废物2,468万吨，占比71%；采用填埋方式处置危险废物213万吨，采用焚烧方式处置危险废物247万吨，采用水泥窑协同方式处置危险废物179万吨，采用其他方式处置危险废物252万吨；处置医疗废物118万吨。

图表27：2019年危废处置方式占比



资料来源：生态环境部，华泰研究

新固废法重点完善危险废物监管制度。《固体废物污染环境防治法》（2020年修订）（以下简称新固废法）已于2020年9月1日起施行。修订法案从危废定义鉴别、产生源头、转移过程、收集利用处置等多方面进行了修订和完善。



**图表28：新固废法新增修订概览**

修订	具体内容及影响
危废定义制度方面新增鉴别制度和分级分类管理制度	根据鉴别标准动态调整危废名录，分级分类管理方面建立信息化监管体系，共享危险废物转移数据和信息。定义鉴别相关制度推动危废管理进一步精细化，有利于淡化资质依赖。
产生源制度方面包括台账、排污许可、清洁生产 and 连带责任四项内容	台账方面要求记录申报危险废物的种类、产生量、流向、贮存、处置等信息，进一步增强信息透明度；另三项内容规定：产生工业固体的企业应当取得排污许可证，应当依法实施清洁生产审核，以及相关运输处置企业如造成环境污染与生态破坏，依法承担连带责任。制度意图从源头上规范工业固体的产运与处置，遏制非法倾倒，强化源头监管。
转移相关制度新增转移管理办法	强调危险废物电子或者纸质转移联单的必要性，更加清晰地分化移出者、运输者、接受者责任界定，强化转移过程监管。
收集利用处置制度方面	第七十六条提出：相邻省、自治区、直辖市之间可以开展区域合作，统筹建设区域性危险废物集中处置设施、场所。这对于当前的危废处置率和产能利用率提升或是一大利好。同时进一步强调许可证的申领，对企业资质提出了更高的要求，有助于进一步提高行业壁垒。

资料来源：北极星固废网，华泰研究

**各省市政府陆续出台危废政策规划，政策驱动有望带动行业需求上涨。**江苏、山东、浙江、新疆、陕西等危废产量大省均提出了具体的危废处置指标，力求达到供需平衡，同时进一步强调危废管理体系的构建，强化危废管理水平。以危废处置量全国居前的陕西省为例，《陕西省危险废物处置利用设施建设规划（2017-2025年）》提出到2025年，基本实现危险废物的安全处置，全省危险废物集中处置能力达到37.15万吨/年，较2020年新增20万吨/年。

**图表29：各地危废政策规划**

省份	来源	内容
浙江	《浙江省危险废物利用处置设施建设规划修编(2019-2022年)》(征求意见稿)	到2022年，全省拟新增危险废物总利用处置能力约39万吨/年，包括焚烧3.5万吨/年、填埋3.2万吨/年、综合利用31.6万吨/年、医疗废物处置能力0.7万吨/年。达到省政府关于危险废物利用处置能力满足“危险废物不出市”的要求并有一定富余
新疆	《自治区危险废物处置利用设施建设布局指导意见》	到2023年底，全区危险废物集中处置利用能力达到230万吨/年
陕西	《陕西省危险废物处置利用设施建设规划（2017-2025年）》	到2025年，基本实现危险废物的安全处置，全省危险废物集中处置能力达到37.15万吨/年，其中新增20万吨/年；医疗废物处置能力达到7.62万吨/年，其中新增能力2.5万吨/年。
四川	《四川省危险废物集中处置设施建设规划（2017—2022年）中期调整方案》	到2022年底，全省危险废物集中处置能力达到107.83万吨/年，水泥窑协同处置能力达到48.5万吨/年，医疗废物集中处置能力达到14.74万吨/年，全省危险废物处置能力与处置需求总体匹配
山东	《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》	到2023年年底，全省建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系，全省危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡，危险废物环境风险防范能力得到显著提升。结合当前实际和工作要求，分3个层次推进。其中，2020年年底，威海市率先实现；2021年年底，济南、青岛、烟台、日照4市提前实现；其他市争取2022年年底基本实现，2023年全部实现。到2025年，全省危险废物利用处置能力进一步优化提升，危险废物全过程的环境监管体系进一步完善，危险废物环境风险防范机制进一步健全。
江苏	《江苏省危险废物集中处置设施建设方案》	到2020年，江苏全省各设区市和重点地区危险废物处置能力与产生种类、数量基本匹配，处置设施布局趋于合理，处置能力不足问题得到有效缓解，各类医疗废物全部纳入集中处置，江苏基本建立起较为完善的危险废物处置体系。其中，工业危险废物集中处置能力较2017年新增85万吨，年总处置能力达到180万吨以上。
广东	《广东省环境保护厅关于固体废物污染防治三年行动计划（2018-2020年）》	到2020年基本建成覆盖全省的固体废物资源化和无害化处理处置体系，建立相对完善的固体废物监管体系，初步实现固体废物的全过程监管，有效控制固体废物环境污染。具体指标为：到2020年，全省工业危险废物安全处置率、医疗废物安全处置率均达到99%以上，城市污水处理厂污泥无害化处置率达到90%以上，全省城市生活垃圾无害化处理率达到98%以上，95%以上的农村生活垃圾得到有效处理。
湖南	《湖南省重点固体废物环境管理“十三五”规划》	到2020年，全面掌握全省重点固体废物特别是危险废物的产生、贮存、利用和处置情况；全省危险废物安全处置率100%，危险废物产生单位规范化管理抽查合格率达90%以上，危险废物经营单位的规范化管理抽查合格率达95%以上；城镇医疗废物集中无害化处置率为100%，偏远地区医疗废物得到无害化处置

资料来源：各省生态环境厅，华泰研究

**新固废法有望提高准入壁垒，行业集中度有待提升。**危废处置行业存在资质壁垒、技术壁垒和资金壁垒，随着更严格标准的出台、更全面的监管制度落地，行业壁垒将进一步提升。国家对固废管理实行“就近式、集中式”处理原则，危废跨区运输省级审批繁琐、转移运输成本高昂、风险大，这些条件限制了企业的跨地区发展。同时，危废行业尚处成长期，



市场参与者多，竞争格局分散，企业平均规模偏小。据 Frost&Sullivan 的统计，截至 2018 年底，我国危废处置行业参与者超过 1,000 家，按照设计处理能力统计，CR10 为 9.8%（其中北控城市资源的市场份额为 0.7%，排名第六）；若按实际处理量计，则 CR10 为 13.8%（其中北控城市资源的市场份额为 0.6%，排名第九）。我们认为新固废法的实施有望规范行业发展、推动行业整合，集中度仍有提升空间。

图表30： 资质壁垒、技术壁垒和资金壁垒



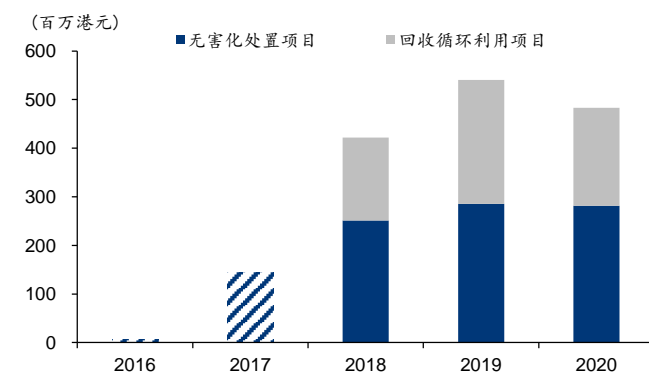
资料来源：生态环境部，华泰研究

**集约化或成未来发展趋势。**随着监管要求的强化以及行业趋向饱和，市场整体供求关系趋于平衡，未来危废经营企业的竞争将转变为内涵升级式的品质化竞争，技术更先进、处理成本低、管理有优势、安全风险低的企业将更具竞争优势。同时，随着行业监管和资质审批趋严，标准提高，危废市场集中度有望进一步上升，资质较差的小企业面临着淘汰或被收购的情况。

### 北控城市资源：项目多位于产废大省，利用率尚存提升空间

**危废处理业务发展迅速，无害化与资源化并重。**北控城市资源 2016 年通过收购进入危废处理领域，主要业务包括为工业企业及医疗机构收集、运输、储存及无害化处理危险废物，后于 2018 年将业务范围扩大至工业废物材料的回收循环利用。按照项目种类划分，公司的危废业务分为无害化和资源化板块。2016-2020 年危废业务营收从 600 万港币增长至 4.83 亿港币，CAGR 达 198%。2020 年危废业务实现营收 4.83 亿港币，同比减少 11%，其中无害化处置项目营收为 2.82 亿港币，占比 58%，回收循环利用项目营收为 2.01 亿港币，占比 42%。2020 危废处理业务实现毛利 1.98 亿港币，毛利率为 41%（其中无害化处置项目毛利率为 46%，回收循环利用项目毛利率为 34%），同比减少 6 个百分点，主要是处置单价下降所致。

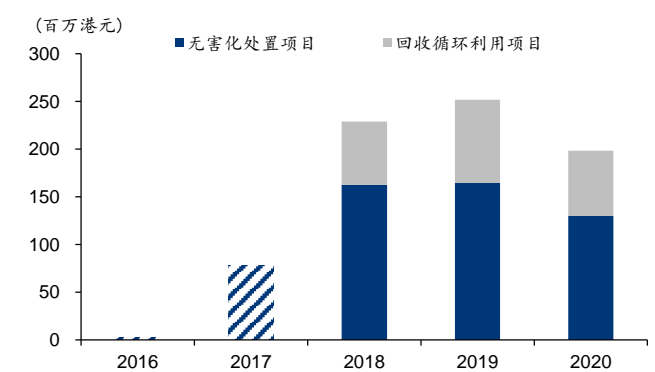
图表31： 北控城市资源：2016-2020 年危废处理业务收入拆分



注：2016-2017 年危废处理业务收入未披露拆分数据

资料来源：Wind，华泰研究

图表32： 北控城市资源：2016-2020 年危废处理业务毛利拆分

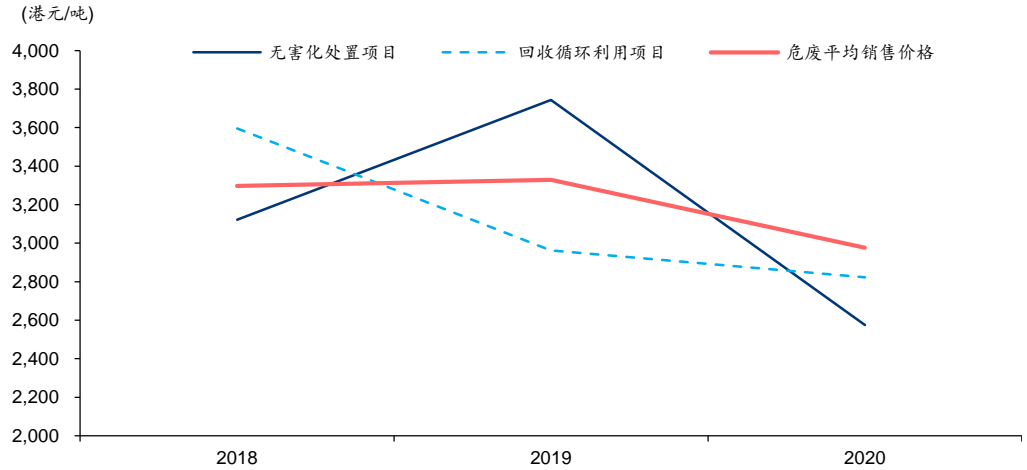


注：2016-2017 年危废处理业务毛利未披露拆分数据

资料来源：Wind，华泰研究

2018-2019 年危废处置单价走势较为平稳，2020 年波动明显。2018-2019 年危废处理业务平均单价分别为 3,298、3,329 港币/吨，2020 年单价同比下降 11%至 2,976 港币/吨，主要受新冠疫情影响，上游客户产废不足，导致供需关系恶化，危废处置价格明显回落。拆分来看，无害化处理项目单价同比下降 31%至 2,575 港币/吨，回收循环利用项目受甲醇市场价格下跌影响，单价同比下降 5%至 2,822 港币/吨。

图表33：北控城市资源：2018-2020 年危废处理单价拆分



资料来源：Wind，华泰研究

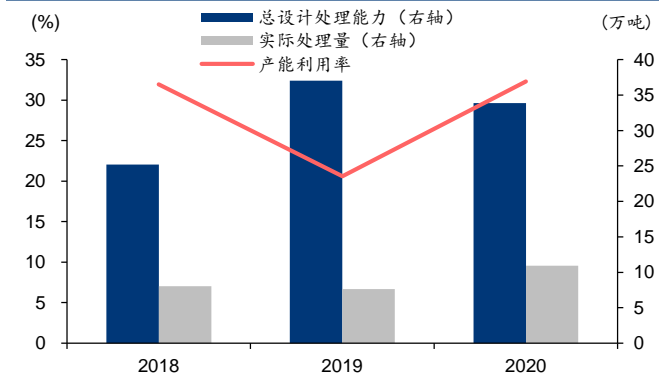
危废项目多处于产废大省，区域位置优。截至 2020 年底，公司共有 8 个在运营中的危险废物处理项目、2 个试营危险废物处理项目、3 个在建项目，随在建项目陆续投产，产能将进一步扩张。根据生态环境部公布的《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2019 年各省危废产生情况中，山东、浙江、四川分别是工业危废产生量的第一、第三、第五大省，新疆的危废产生量位居全国第 14 名。公司危废板块布局合理，在危废大省领跑市场。

图表34：北控城市资源：截至 2020 年底危废处理项目

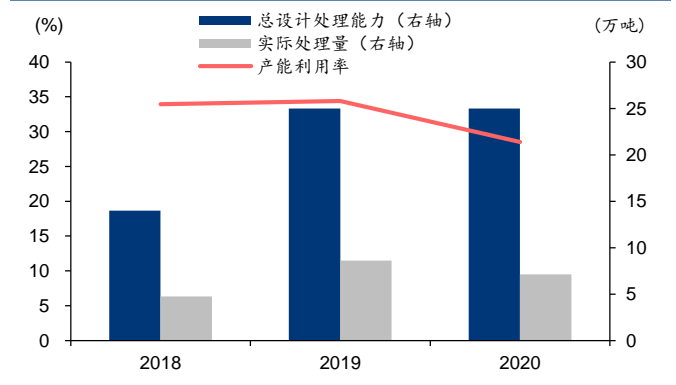
无害化业务	项目名称	处置类型	设计处理量 (吨/年)
运营项目			
1	广西贵港医废项目	高温蒸汽减菌	3,650
2	山东平福危废项目	焚烧/物化/填埋	81,400
3	山东寿光危废项目	焚烧	9,000
4	宜昌姚家港危废项目	焚烧/物化/填埋	99,692
5	新疆哈密水泥窑协同项目	水泥窑协同处置	50,000
6	四川自贡医废项目	高温蒸汽减菌	3,600
<b>运营项目总计</b>			<b>247,342</b>
试运营项目			
1	山东寿光危废项目(二期)	焚烧/物化/填埋	58,376
2	山东平福危废项目(二期)	焚烧	33,000
<b>试运营项目总计</b>			<b>91,376</b>
在建项目			
3	浙江仙居危废项目	焚烧	15,000
4	四川自贡危废项目	焚烧/填埋	50,000
5	江苏睢宁危废项目	焚烧	20,000
<b>在建项目总计</b>			<b>85,000</b>
<b>危废项目总计</b>			<b>423,718</b>
资源化业务			
运营项目			
1	宁夏睿源项目	精馏提纯	200,000
2	重庆项目	塑料再生	50,000
<b>资源化项目总计</b>			<b>250,000</b>

资料来源：Wind，华泰研究

危废处理项目的产能利用率受技术路线影响较大，2020年公司危废处理整体利用率为28%，同比提高2个百分点。截至2020年底，公司从事无害化处置项目的总设计处理能力达42.4万吨/年，从事回收循环利用项目的总设计处理能力达25万吨/年，可处置国家危险废物名录中40个主要类别。2020年公司无害化项目产能利用率为32.3%，同比提高11.7个百分点，2019年产能利用率较低主要系格尔木工业厂渣集中处置项目的产能利用率较低（1H19：0.5%），该项目的合约于2H19到期，故2020年公司整体的产能利用率明显恢复。2020年回收循环利用项目的产能利用率为28.5%，同比下降5.9个百分点，主要系受疫情影响，实际处理量下降拉低产能利用率。

**图表35：北控城市资源：2018-2020年无害化处置项目运营情况**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表36：北控城市资源：2018-2020年回收循环利用项目运营情况**


资料来源：Wind，华泰研究

## 盈利预测及估值

### 预计 2021-2023 年归母净利润 CAGR 为 22%

我们预计北控城市资源 2021/2022/2023 年营收增速为 26.7/23.9/22.5%，毛利率为 28.3/28.7/29.2%，主要基于以下核心假设与分析：

**1) 环境卫生服务：**2020 年，北控城市资源共新增 23 个环卫服务项目，合同总金额/年化金额分别为 112.7 亿/10.48 亿港元，同比增长 41/19%。截至 2020 年底，公司环卫服务在手订单年化金额为 33.3 亿港元。考虑到公司于 2020 年 1 月中标深圳新桥和沙井街道环卫一体化项目（年化金额 4.87 亿人民币），而 2021 年以来尚未中标类似规模的订单，我们预计 2021 年新增订单年化金额为 10.50 亿港元，同比基本持平。参考我们预测的 2021/2022 年环卫服务第三方运营市场规模同比增长 19/19%，考虑到北控城市资源的环卫服务业务规模较大、项目管理经验丰富，新增订单的增速或高于行业平均水平，因此我们预计 2021/2022 年公司新增年化合同金额同比增长 20/20%至 12.60 亿/15.12 亿港元。此外，我们假设每年到期退出的环卫订单年化金额占比为 3%，则 2021-2023 年公司环卫服务在手年化金额为 42.7 亿/53.8 亿/67.1 亿港元。考虑到公司全年均有望获取到新的订单，我们假设每年新增的在手订单将在当年贡献 1/6 的年化收入、在次年及以后的合同期内每年贡献全部的年化收入，因此，我们预计 2021/2022/2023 年公司环卫服务业务收入 34.9 亿/44.5 亿/56.0 亿港元，同比增长 24/28/26%。

毛利率方面，2020 年受益于新冠疫情期间的增值税和社保优惠政策，环卫服务业务毛利率为 29.5%，剔除增值税和社保优惠后的毛利率为 24.6%（同比提高 0.1 个百分点）。我们看好公司“智慧环卫系统”持续推进带来的项目管理更加智能化、精细化，从而提高资源配置效率，提升毛利率水平（剔除 2020 年新冠疫情期间的增值税和社保优惠后）。我们预计 2021/2022/2023 年环卫服务业务的毛利率为 25.6/26.6/27.6%。

**2) 危废业处理：**考虑公司的危废项目投产进度，我们预计 2021/2022/2023 年，1) 无害化处置项目的总设计处理能力为 42.37 万/42.37 万/44.37 万吨/年，产能利用率为 42/45/47%（同比提高 10/3/2 个百分点），平均销售价格同比增长 8/7/3%至 2,775/2,975/3,075 港币/吨；2) 回收循环利用项目的总设计处理能力保持在 25 万吨/年，产能利用率为 34/37/39%（同比提高 5/3/2 个百分点），平均销售价格稳定在 2,922 港币/吨（相较于 2020 年提高 4%）。综合以上假设，我们预计 2021/2022/2023 年危废处理业务收入为 7.42 亿/8.38 亿/9.27 亿港元（其中无害化处置收入 4.98 亿/5.71 亿/6.46 亿港元，回收循环利用收入 2.45 亿/2.67 亿/2.81 亿港元），毛利率为 41.4/40.7/40.0%。

**3) 其他业务：**其他业务收入主要来自废弃电器和电子产品的拆解服务，2020 年收入为 2.16 亿港元（同比增长 6.6%），我们预计该业务未来的收入和毛利率基本保持稳定，预计 2021/2022/2023 年收入为 2.30 亿/2.34 亿/2.38 亿港元，毛利率稳定在 26.5%

图表37：北控城市资源：分部收入和毛利率预测

(百万港币)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>环卫服务</b>	<b>1,613</b>	<b>1,968</b>	<b>2,821</b>	<b>3,486</b>	<b>4,451</b>	<b>5,601</b>
同比增速%	143.7	22.0	43.3	23.6	27.7	25.8
毛利率%	21.5	24.5	29.5	25.6	26.6	27.6
<b>危废处理</b>	<b>422</b>	<b>540</b>	<b>483</b>	<b>742</b>	<b>838</b>	<b>927</b>
同比增速%	193.2	28.0	(10.6)	53.7	12.9	10.6
毛利率%	54.2	46.5	41.0	41.4	40.7	40.0
<b>其他业务</b>	<b>176</b>	<b>203</b>	<b>216</b>	<b>230</b>	<b>234</b>	<b>238</b>
同比增速%	65.9	15.0	6.6	6.7	1.6	1.6
毛利率%	27.3	25.0	26.5	26.5	26.5	26.5

资料来源：Wind，华泰研究预测

期间费用率方面，1) 销售费用：规模较小，2019年和2020年销售费用率均为0.5%，我们预计2021-2023年销售费用率有望稳定在0.5%；2) 管理费用：随着收入规模快速提升，管理费用率明显下降，从2018年的16.2%降至2020年的9.7%，我们认为公司将持续受益于精细化管理带来的运营效率的提升，管理费用率有望持续降低，预计2021/2022/2023年管理费用率为9.6/9.6/9.5%；3) 公司登陆资本市场后资金实力显著增强，我们预计财务费用率有望走低，2021/2022/2023年分别为1.8/1.5/1.2%。

**图表38：北控城市资源：营业收入、费用率和归母净利润预测**

(百万港币)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,212</b>	<b>2,711</b>	<b>3,520</b>	<b>4,459</b>	<b>5,524</b>	<b>6,766</b>
同比增速%	142.4	45.6	29.8	26.7	23.9	22.5
毛利率%	28.2	28.9	30.9	28.3	28.7	29.2
<b>销售费用</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>34</b>
销售费用率%	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>管理费用</b>	<b>359</b>	<b>320</b>	<b>340</b>	<b>428</b>	<b>528</b>	<b>643</b>
管理费用率%	16.2	11.8	9.7	9.6	9.6	9.5
<b>财务费用</b>	<b>50</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
财务费用率%	2.3	2.7	2.0	1.8	1.5	1.2
<b>归母净利润</b>	<b>430</b>	<b>281</b>	<b>427</b>	<b>465</b>	<b>599</b>	<b>772</b>
净利率%	19.5	10.4	12.1	10.4	10.9	11.4
同比增速%	-	(34.6)	51.7	9.0	28.8	28.8

资料来源：Wind，华泰研究预测

### 首次覆盖给予“买入”评级，目标价1.41港币

我们预计公司2021/2022/2023年收入分别为44.6亿/55.2亿/67.7亿港元，归母净利润分别为4.65亿/5.99亿/7.72亿港元，对应EPS分别为0.13/0.17/0.21港币，当前股价对应2021/2022/2023年预测PE为7.7/6.0/4.7倍。截至2021年7月2日收盘价，港股恒生环保工程指数成分股PE TTM均值(12.1x)较A股Wind环境与设施服务指数PE TTM均值(21.4x)折价43%。我们给予北控城市资源2021年10.9倍目标PE，对应目标价为1.41港币，较可比公司均值13.6倍2021年预测PE(据Wind一致预期)存在20%的折让，考虑到北控城市资源在港股的流动性较差，我们认为折价合理。首次覆盖给予“买入”评级。

**图表39：可比公司估值表**

公司名称	股票代码	股价		市值		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)		归母净利 CAGR(%)		PEG
		2021/7/2	2021/7/2	2021/7/2	2021/7/2	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E-23E	21E	
玉禾田	300815 CH	35.02	11,648	14.3	11.7	3.2	2.6	23.0	22.4	14.2	1.0			
侨银股份	002973 CH	15.8	7,759	17.3	13.8	3.6	2.9	21.0	21.0	15.2	1.1			
盈峰环境	000967 CH	6.86	26,074	13.1	11.0	1.2	1.1	9.1	9.9	19.5	0.7			
龙马环卫	603686 CH	14.92	7,452	12.1	10.0	1.9	1.6	15.9	16.3	18.8	0.6			
东江环保	002672 CH	7.48	7,903	12.9	11.3	1.3	1.2	10.6	11.0	29.3	0.4			
润邦股份	002483 CH	4.72	5,344	11.9	9.8	1.0	0.9	8.7	10.1	28.9	0.4			
<b>平均值</b>				<b>13.6</b>	<b>11.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>14.7</b>	<b>15.1</b>	<b>21.0</b>	<b>0.7</b>			
北控城市资源	3718 HK	1	3,600	7.7	6.0	1.0	0.9	13.4	14.7	30.3	0.3			

注：1) 可比公司的盈利预测数据来自Wind一致预期，股价的货币单位为人民币；2) 可比公司的市值基于HKDCNY = 1.20；3) 北控城市资源的盈利预测为华泰预测，股价的货币单位为港币

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究预测



图表40: 报告提及公司列表

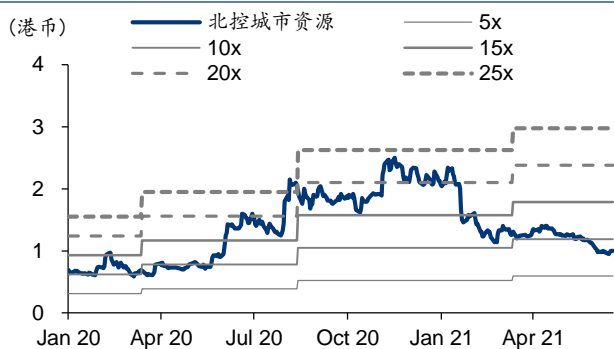
公司	代码	公司	代码
北控水务集团	371 HK	北京环境	未上市
北京控股集团有限公司	未上市	玉禾田	300815 CH
广西贵港北控水务环卫服务有限公司	未上市	盈峰环境	000967 CH
广西贵港北控水务医疗废物处理有限公司	未上市	侨银股份	002973 CH
北控城市服务(中国)	未上市	龙马环卫	603686 CH
万光控股有限公司	未上市	东江环保	002672 CH
青岛北控资源与环境技术有限公司	未上市	润邦股份	002483 CH
山东平福	未上市	-	-

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

## 风险提示

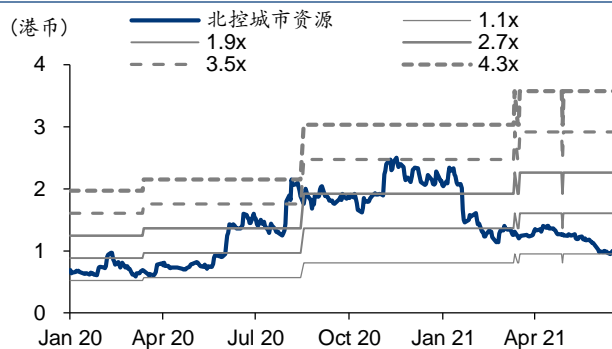
- 1) 环卫市场化进度不达预期。**环卫市场化率提升主要依赖政策驱动,我国实际推行进度可能不达预期,造成第三方运营市场增速不达预期。
- 2) 竞争加剧导致环卫项目盈利水平下滑超预期。**目前市场较充分认知环卫的入口价值,环卫项目竞争激烈化,可能导致环卫业务盈利水平短期下滑超预期。
- 3) 危废项目的实施进度低于预期。**危废处理项目的建设进度和产能利用率的波动将会导致盈利能力的的不确定性。

图表41: 北控城市资源 PE-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

图表42: 北控城市资源 PB-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度(港币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,711	3,520	4,459	5,524	6,766
销售成本	(1,928)	(2,433)	(3,198)	(3,937)	(4,787)
<b>毛利润</b>	<b>783.45</b>	<b>1,087</b>	<b>1,260</b>	<b>1,587</b>	<b>1,979</b>
销售及分销成本	(14.31)	(15.95)	(22.44)	(27.79)	(34.04)
管理费用	(320.02)	(339.69)	(428.06)	(527.52)	(642.76)
其他收入/支出	59.92	70.34	80.18	88.28	94.59
财务成本净额	(72.34)	(72.03)	(80.47)	(80.47)	(80.47)
应占联营公司利润及亏损	0.03	1.25	1.25	1.25	1.25
<b>税前利润</b>	<b>433.36</b>	<b>703.78</b>	<b>776.90</b>	<b>1,001</b>	<b>1,273</b>
税费开支	(87.49)	(163.37)	(180.34)	(232.35)	(282.70)
少数股东损益	(70.69)	(113.58)	(131.35)	(169.23)	(217.98)
<b>净利润</b>	<b>281.33</b>	<b>426.83</b>	<b>465.21</b>	<b>599.38</b>	<b>772.02</b>
折旧和摊销	236.59	316.62	353.75	484.88	595.69
EBITDA	742.26	1,091	1,210	1,565	1,948
EPS (港币, 基本)	0.10	0.12	0.13	0.17	0.21

### 资产负债表

会计年度(港币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	44.73	47.14	59.71	73.96	90.60
应收账款和票据	994.79	1,427	1,807	2,239	2,742
现金及现金等价物	1,052	1,725	1,145	822.86	770.74
其他流动资产	195.32	339.76	339.76	339.76	339.76
<b>总流动资产</b>	<b>2,287</b>	<b>3,539</b>	<b>3,352</b>	<b>3,476</b>	<b>3,944</b>
固定资产	1,749	2,283	3,129	3,844	4,449
无形资产	730.60	978.96	978.96	978.96	978.96
其他长期资产	221.27	317.32	317.32	317.32	317.32
<b>总长期资产</b>	<b>2,700</b>	<b>3,579</b>	<b>4,426</b>	<b>5,141</b>	<b>5,745</b>
<b>总资产</b>	<b>4,987</b>	<b>7,118</b>	<b>7,777</b>	<b>8,616</b>	<b>9,689</b>
应付账款	160.53	233.23	295.43	365.98	448.27
短期借款	563.95	986.07	986.07	986.07	986.07
其他负债	893.11	1,103	1,103	1,103	1,103
<b>总流动负债</b>	<b>1,618</b>	<b>2,322</b>	<b>2,384</b>	<b>2,455</b>	<b>2,537</b>
长期债务	825.83	772.57	772.57	772.57	772.57
其他长期债务	286.22	356.72	356.72	356.72	356.72
<b>总长期负债</b>	<b>1,112</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>	<b>1,129</b>
股本	270.00	360.00	360.00	360.00	360.00
储备/其他项目	1,544	2,652	3,117	3,716	4,488
股东权益	1,814	3,012	3,477	4,076	4,848
少数股东权益	443.74	655.54	786.89	956.12	1,174
<b>总权益</b>	<b>2,258</b>	<b>3,667</b>	<b>4,264</b>	<b>5,032</b>	<b>6,022</b>

### 估值指标

会计年度(倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9.60	8.35	7.74	6.01	4.66
PB	1.49	1.18	1.04	0.88	0.74
EV EBITDA	4.45	1.91	1.82	1.23	0.62
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率(%)	(9.54)	(9.27)	(13.89)	(6.70)	0.79

### 现金流量表

会计年度(港币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	742.26	1,091	1,210	1,565	1,948
融资成本	72.34	72.03	80.47	80.47	80.47
营运资本变动	(120.51)	(361.75)	(330.91)	(375.32)	(437.80)
税费	(87.49)	(163.37)	(180.34)	(232.35)	(282.70)
其他	28.94	34.81	(79.23)	(79.23)	(79.23)
<b>经营活动现金流</b>	<b>635.54</b>	<b>672.92</b>	<b>699.88</b>	<b>958.65</b>	<b>1,228</b>
CAPEX	(979.10)	(1,007)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他投资活动	720.65	(6.76)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(258.45)</b>	<b>(1,014)</b>	<b>(1,200)</b>	<b>(1,200)</b>	<b>(1,200)</b>
负债增加量	117.05	303.39	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	603.41	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(110.50)	(2.73)	(80.47)	(80.47)	(80.47)
<b>融资活动现金流</b>	<b>6.55</b>	<b>904.06</b>	<b>(80.47)</b>	<b>(80.47)</b>	<b>(80.47)</b>
现金变动	383.64	563.47	(580.60)	(321.83)	(52.12)
年初现金	677.25	1,052	1,725	1,145	822.86
汇率波动影响	(8.99)	109.91	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>1,052</b>	<b>1,725</b>	<b>1,145</b>	<b>822.86</b>	<b>770.74</b>

### 业绩指标

会计年度(倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率(%)</b>					
营业收入	22.58	29.83	26.67	23.88	22.49
毛利润	25.70	38.71	15.99	25.87	24.73
营业利润	61.57	57.43	11.07	25.77	24.76
净利润	(34.63)	51.72	8.99	28.84	28.80
EPS	-	14.89	7.95	28.84	28.80
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利润率	28.90	30.87	28.27	28.72	29.25
EBITDA	27.38	31.00	27.13	28.33	28.79
净利润率	10.38	12.13	10.43	10.85	11.41
ROE	15.51	14.17	13.38	14.70	15.92
ROA	10.21	11.26	11.45	12.99	14.42
<b>偿债能力(倍)</b>					
净负债比率(%)	18.63	1.11	17.66	22.96	20.38
流动比率	1.41	1.52	1.41	1.42	1.55
速动比率	1.39	1.50	1.38	1.39	1.52
<b>营运能力(天)</b>					
总资产周转率(次)	0.55	0.58	0.60	0.67	0.74
应收账款周转天数	118.72	123.83	130.56	131.86	132.53
应付账款周转天数	26.37	29.13	29.75	30.24	30.62
存货周转天数	12.30	6.80	6.01	6.11	6.19
现金转换周期	104.65	101.50	106.82	107.73	108.10
<b>每股指标(港币)</b>					
EPS	0.10	0.12	0.13	0.17	0.21
每股净资产	0.67	0.84	0.97	1.13	1.35

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，王玮嘉、黄波，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
  - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：北控水务集团（371 HK）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 北控水务集团（371 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 北控水务集团（371 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股（香港）有限公司**

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券（美国）有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司