

北控城市資源(03718.HK)為一家綜合廢物管理解決方案供應商，專注於提供環境衛生服務及危險廢物處理服務，業務可分為 i) 環境衛生服務、ii) 危險廢物處理及 iii) 其他廢棄電器及電子產品處理三大類。集團於 2020 年 1 月於香港聯交所上市掛牌，上市價為每股 0.69 港元。

北控城市資源 (03718.HK)

分析員: 敖曉風, CFA
 電話: +852 2533 3713
 電郵: research@sbichinacapital.com

投資要點

長項目周期提供穩定收入來源，項目增加下持續成長

i) 環境衛生服務為集團之核心業務，過往一直佔集團總收入比超過七成，而集團取得之特許經營權一般屆乎3年 – 25年不等。根據招股書中集團已獲得的項目顯示，集團已確定於2019年/2020年/2021年分別透過現有項目確認18.1億港元/14.6億港元/14.2億港元收入，相當於2018年環境衛生服務收入之112.4%/90.6%/87.9%；ii) 上市後，北控水務集團(00371.HK)持有集團約26.3%之股權。我們認為獨立運作之集團仍能背靠北控水務集團(00371.HK)作為大股東的身份取得逾千萬級別的大型項目。根據最新的公告，集團於2020年初已中標四個新項目，總金額接近80億元人民幣；iii) 集團環境衛生服務項目合約一般可透過與客戶訂立的補充協議調整，包括a) 提供額外服務而收取額外服務費或b) 於個別情況下可申請調整服務費。

業務之間存協同效應

i) 環境衛生服務業務屬輕資產業務，具穩定現金流，前期的資本投入較少；危險廢物處理屬於重資產業務，前期資本投入較大。環境衛生服務穩定的現金流有利集團資金管理，降低危險廢物處理大量資金投入帶來的負擔；ii) 地方政府委任公司在區域內提供環境衛生服務後，同時會引薦其予相同區域內的工業公司以提供危險廢物處理服務，兩者之間互相帶動，增加取得項目的機會，因而存在協同效應。

毛利率具提升空間

i) 受惠於機械化普及率提高，環境衛生服務逐步由汽車(包括垃圾車及其他衛生車輛)及設備代替，集團近年投入增加一方面滿足未來增長需求，同時能夠在控制員工成本方面存正面作用；ii) 危險廢物處理業務穩定性相對較低，隨着更多的項目投入，各項目的貢獻更為分散，有利集團於危險廢物處理業務的利潤率更為穩定。

穩定增長且確定性強，為逆市選擇之一，首予「買入」評級

受惠於集團現有項目帶來的穩定現金流，加上危險廢物處理項目於 2021 年大量投運及我們認為集團未來仍能夠保持取得較大型的新項目，因此我們相信集團未來數年的利潤增長與現金流入確定性高。而機械化比例提升、危險廢物處理項目上升亦有利於集團未來的毛利水平，雖然機械化比例提升、危險廢物處理項目上升導致集團未來的資本開支較大，惟集團現時的槓桿比率處於合理水平，提升融資空間仍然存在。根據我們的預測，集團 2019 年/2020 年/2021 年的淨利潤分別為 3.2 億港元/4.0 億港元/6.1 億港元，穩定增長且確定性強的前景是逆市選擇之一，因此我們首次給予集團「買入」評級，目標價每股 1.08 港元，相當於 15.6x/12.4x/8.3x 預測市盈率。

股票代號 (03718.HK)

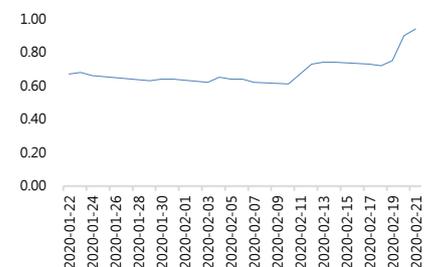
建議	買入
目標價 (港元)	1.08
現價 (港元)	0.94
過去 12 個月波動區間 (港元)	0.60 – 1.03
市值 (億港元)	33.8
30 日平均成交量 (百萬股)	N/A
公眾持股量 (%)	73.9%

資料來源: 彭博、SBI CHINA CAPITAL

價格表現 (03718.HK)

	1 個月	3 個月	12 個月
價格變動	36.2%	N/A	N/A
相對恒指變動	41.3%	N/A	N/A

資料來源: Choice



北控城市資源 (03718.HK)

資料來源: Choice

業務概覽

集團為一家綜合廢物管理解決方案供應商，專注於提供環境衛生服務及危險廢物處理服務，業務可分為 i) 環境衛生服務、ii) 危險廢物處理及 iii) 其他廢棄電器及電子產品處理三大類。

環境衛生服務項目

集團一般為公共設施提供綜合環境衛生服務，主要為地方政府政府機構及國有或非國有企業服務。根據弗若斯特沙利文報告，按 2018 年收入計算，集團為中國環境衛生服務市場中企業界別第四大供應商，佔企業界別市場份額的 1.6% 及佔整體市場的 0.6%，其所提供之服務包括綜合道路清潔、垃圾分類、垃圾收運、垃圾轉運站管理、公廁管理、糞便收運、綠道養護、河道保潔服務及物業管理服務，例如：

環境衛生服務	描述	特別設備需求
道路 (人工)清潔	環衛工負責人工清潔道路	
道路 (機械)清潔	結合高壓沖洗及打掃，並通過廣泛使用機械清洗車，進行道路機械清潔	小型打掃車及護欄清洗車
其他道路 清潔服務	除雪及鏟冰	吹雪機、融雪劑撒佈機、碎冰機及融雪機
垃圾分類	安裝電子垃圾袋分配器及電子垃圾分類垃圾箱，部份社區中集團亦為居民分配二維碼以追蹤其垃圾分類行為	垃圾袋分配器及電子垃圾分類垃圾箱
垃圾收運	從垃圾箱收集生活垃圾並以全密封車輛運輸至指定的垃圾轉運站	
垃圾 轉運站管理		
公廁管理	設立專業設施維護團隊，定期檢查公廁易損壞的設施	
糞便收運	從住宅及商業單位以及公廁清除、收集及運輸糞便到指定地點	
綠道養護	灌溉、施肥、除草、修剪、防蟲及綠道清潔	
河道保潔	在清潔船或岸上部署河道保潔設備及拾檢工具拾取漂浮垃圾	
物業管理服務	自 2019 年起，集團在北京的住宅及辦公區域提供物業管理服務，包括道路清潔服務、房間保潔服務、垃圾收運服務、糞便收運服務及綠道養護服務、住宅及辦公區域管理服務、污水系統管理服務、設備維修維護服務及供熱管理服務	

資料來源：公司資料

截至 2018 年底，集團營運約 106 個環境衛生服務項目，較 2017 年底增加 34 個，並於 2019 年 6 月底增加至 112 個，遍佈 23 個省、直轄市及自治區，其中 BTO、TOT、運維項目分別為 3 個、3 個及 106 個。

圖：集團國內項目分佈



資料來源：彭博、SBI CHINA CAPITAL

營運模式	特點	項目
BTO	項目開發人自授權人收回全部投資並負責特許經營期間項目設施的施工及運營。特許經營期屆滿須無償將設施移交當地政府機構	務川縣城鄉生活垃圾收運項目、河間農村項目
TOT	政府向投資者轉移該項目於某一期間的擁有權或經營權，合約屆滿後，投資者須無償向地方政府機構移交地方政府機構相關環境衛生服務設施的擁有權	秦皇島市撫寧區垃圾運輸項目、南皮縣城鄉項目

資料來源：公司資料、SBI CHINA CAPITAL

環境衛生服務收入於 2018 年按年增長 143.7% 至 16.1 億港元，主要於受惠於集團 i) 於 2017 年 4 月及 7 月收購北控城市服務及重慶濱南，該兩項目於 2018 年的收入貢獻較 2017 年顯著；ii) 透過公開招標中標新環境衛生服務項目。2017 年/2018 年/2019 年上半年財年新增合約價值分別為 131.1 億港元/43.1 億港元/15.7 億港元，年底承包面積分別為 1.0 億平方米/1.4 億平方米/1.6 億平方米。

危險廢物處理業務

在目前國家危險廢物名錄所列的 46 大類別危險廢物中，集團合資格處理 38 類。截至 2019 年 6 月底，集團有五個在營危險廢物處理項目及兩個試營危險廢物處理項目，同時亦有兩個在建項目及八個計劃未來建設的項目。以處理量計算，集團危險廢物處理業務的處理量由 2017 年的 4.6 萬噸增加 176.1% 至 2018 年的 12.8 萬噸，並於 2019 年上半年按年增加 2.9 倍至 9.8 萬噸。根據弗若斯特沙利文報告，於危險廢物處理服務市場中，按在營項目(包括試營項目)廢物處置的總設計處理能力計算，集團於 2018 年底在中國排名第六，市場份額達 0.7%。

危險廢物處理項目	處理方法	設計產能
在營及試營項目		
廣西貴港北控水務醫療廢物處置中心	加熱蒸汽滅菌	1,650.0 噸/年，2019 年 12 月增至 3,650.0 噸/年
山東省工業固體廢物處置中心	填埋、廢水及廢液 物化淨化、焚燒	填埋: 5.4 萬噸/年 廢水及廢液物化淨化: 1.4 萬噸/年 焚燒: 1,300.0 噸/年
甘河工業園尾礦渣堆場及循環利用項目	填埋	6.0 萬噸/年
寧夏睿源廢舊甲醇及混醇回收循環利用項目	精餾提純	9.0 萬噸/年
格爾木工業廢渣集中處置項目	填埋	10.0 萬噸/年
壽光市工業固體廢物處置中心	焚燒	9,000.0 噸/年
重慶塑料綜合利用項目	塑料回收	5.0 萬噸/年
在建項目		
宜昌市姚家港工業廢物處理及資源化項目	填埋、廢水及廢液 物化淨化、焚燒	填埋: 7.9 萬噸/年 廢水及廢液物化淨化: 2.0 萬噸/年 焚燒: 2,700 噸/年
新疆哈密南崗建材水泥窯協同處置工業廢物項目	水泥窯協同處置	5.0 萬噸/年
山東省工業固體廢物處置中心項目(二期)	焚燒	3.0 萬噸/年
壽光市工業固體廢物處置中心工程項目(二期)	焚燒、廢水及廢液 物化淨化、填埋	填埋: 3.0 萬噸/年 廢水及廢液物化淨化: 1.8 萬噸/年 焚燒: 2.2 萬噸/年
梓潼北控循環經濟產業園項目	焚燒、填埋	填埋: 3.0 萬噸/年 焚燒: 2.0 萬噸/年
仙居縣危廢焚燒處置中心項目	焚燒	1.5 萬噸/年
自貢市工業危險廢物處置及資源化項目	焚燒、填埋	填埋: 3.0 萬噸/年 焚燒: 2.0 萬噸/年
自貢市醫療廢物處置中心二期項目	高溫蒸汽滅菌 及焚燒	3,614.0 噸/年
二道湖工業園危險廢物填埋場項目	填埋	10.0 萬噸/年
廣西貴港北控水務醫療廢物處置中心擴建項目	高溫蒸汽滅菌	3,650.0 噸/年

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

2018年，集團危險廢物處理業務收入按年增長193.2%至4.2億港元，當中銷售精細化工及其他產品業務收入增至1.7億港元，主要受益於2018年3月收購寧夏睿源，而該公司主要運營廢舊甲醇及混醇回收循環利用項目。惟受到寧夏睿源舊甲醇及混醇回收循環利用項目的產品組合變動，加上甲醇銷售單價下跌，導致危險廢物處理業務的毛利率由2018年上半年財年的54.1%下降至2019年上半年財年的44.0%。

其他業務

其他業務主要來自於廢棄電器及電子產品處理，集團主要自廢棄電器及電子產品回收站採購廢棄電器及電子產品。2017年/2018年/2019年上半年財年貢獻集團11.6%/8.0%/7.0%之總數入。2018年集團重點投向核心環境衛生服務及危險廢物處理服務業務。因此至今並既無制定任何策略進一步發展/額外注資於該業務。

已終止經營業務

集團於2018年6月出售甘肅華壹予北控中科成，該前附屬公司業務涵蓋廢棄電器拆解及電子廢物處置，客戶包括金屬產品企業、塑料產品企業及回收企業，該等客戶一般向甘肅華壹購買拆解產品，包括金屬廢料及塑料。截至2016年底/2017年底/2018年6月30日止六個月，甘肅華壹分別錄得實際處理量180.6萬件/201.6萬件及56.4萬件，並於同期錄得7,454.8萬港元虧損/1.1億港元虧損/2.6億港元盈利。

同時，集團於2019年8月與重慶濱南及其少數股東訂立協議，集團於2019年10月21日向少數股東出售重慶濱南51%股權。重慶濱南於出售前擁有約34個環境衛生服務項目，惟其毛利率較集團其他項目低，導致重慶濱南於2018年及2019年上半年分別錄得0.7百萬港元虧損及逾千萬港元虧損。出售完成後，集團不再運營重慶濱南的環境衛生服務項目。

公司簡介

在集團成立以前，集團現時的業務透過不同的經營實體進行營運，直至 2019 年 3 月集團成立作為投資控股並持有相關經營實體。截至最後實際可行日期，集團合共擁有 84 間提供環境衛生服務的附屬公司、29 間提供危險廢物處理服務的附屬公司及 3 間從事提供廢棄電器及電子產品處理服務的附屬公司。

早於 2013 年，北控水務(廣西)成立貴港環衛，開始於廣西貴港投資、建設及運營垃圾收運站，並從事生活垃圾的運輸。北控水務(廣西)並於約一年後成立廣西貴港醫療廢物，開始運營醫療廢物處理中心，成為集團現時主要業務之初型。其後北控城市服務(中國)與萬光於 2015 年 7 月成立，前者開始在全國擴展環境衛生業務，後者則於 2016 年底成為北控水務集團(00371.HK)的聯營公司並提供危險廢物處理服務的平台公司。

2015 年 - 2017 年，集團進行一系列的重組轉讓，萬光成為主要投資控股並控制不同的境內營運實體。2016 年與 2018 年，多個投資者先後向萬光進行增資，完成後萬光分別由北控水務集團(00371.HK)、上海自閱(合夥人趙貞為北控水務集團(00371.HK)的辦公室負責人、閔友暉則為北控水務集團(00371.HK)的法務總監)、茂臨(由非執行董事李海楓全資擁有)、星彩(由主席兼非執行董事周敏全資擁有)、至華(由北控水務集團(00371.HK)附屬公司董事及獨立第三方胡曉勇全資擁有)、Genius Link(由鄭達祖全資擁有)、HNW Investment Fund(有表決權的股份由建銀國際全資擁有)及 Glowing Trend(由獨立第三方張焱全資擁有)擁有 35.0%、7.1%、1.8%、3.9%、3.6%、33.0%、8.0%及 7.6%權益。

圖：集團上市後股權架構



資料來源：彭博、SBI CHINA CAPITAL

集團於 2020 年 1 月於香港聯交所上市掛牌，上市所得資金預計用於 i) 購買危險廢物處理項目的設備及設施(包括焚燒系統、廢水及廢液物化淨化系統、除臭系統)，並用於 2020 年或 2021 年開始投運的項目、ii) 就梓潼北控循環經濟產業園項目興建樓宇，項目預期於 2021 年開始投運、iii) 為 2020 年及 2021 年取得的環境衛生項目分別購置 158 輛及 90 輛汽車(包括垃圾車及其他衛生車輛)、iv) 償還於 2020 年到期且按香港銀行同業拆息加 1.75%的利率計息的銀行借貸、v) 一般營運資金。

投資要點

長項目周期提供穩定收入來源，項目增加下持續成長

環境衛生服務為集團之核心業務，過往一直佔集團總收入比超過七成，而集團取得之特許經營權一般屆乎3年 – 25年不等。由於年費在簽訂合同時已獲基本確認，加上特許經營期長，集團未來大部份收入與現金流入的確定性高。

➤ 現有環境衛生服務項目確定性高

根據招股書中集團已獲得的項目顯示，集團已確定於2019年/2020年/2021年分別透過現有項目確認18.1億港元/14.6億港元/14.2億港元收入，相當於2018年環境衛生服務收入之112.4%/90.6%/87.9%。同時，扣除已出售之重慶濱南的項目，透過現有項目集團每年可獲的年費逾22億港元，相當於2018年全年總收入，為集團定下穩定的收入基礎。

➤ 背靠北控水務集團(00371.HK)項目獲得大型項目

上市後，北控水務集團(00371.HK)持有集團約26.3%之股權。截至2019年6月底，集團手持112個產生收益的環境衛生服務項目，當中54個在營項目及4個未投運項目由北控水務集團(00371.HK)推介，並貢獻集團2019年上半財年約70.3%之分部收入。在該58個項目中有30個已轉讓予集團，即集團或附屬公司已成為相關合約的訂約方。上市後，集團將減少擁有北控水務集團(00371.HK)推介的項目，營運獨立於北控水務集團(00371.HK)及其附屬公司，且互不競爭，惟我們認為獨立運作之集團仍能背靠北控水務集團(00371.HK)作為大股東的身份取得逾千萬級別的大型項目。根據最新的公告，集團於2020年初已中標四個新項目，總金額接近80億元人民幣，其中新橋和沙井街道環衛一體化PPP項目總合約價值約73.2億港元人民幣，合約期為15年，相當於為集團貢獻4.9億元人民幣收入。

同時集團有六個在營的危險廢物處理項目，貢獻2019年上半財年約18.8%之總收入，當中山東省工業固體廢物處置中心及寧夏睿源廢舊甲醇及混醇回收循環利用項目是兩大收入來源。在未來的3年(尤其是2021年)，集團預期約有接近一倍的項目將會投入運作，為集團帶來增長。

➤ 額外增值服務

集團環境衛生服務項目合約中的年費、總合約價值、特許經營期與合約面積一般可透過與客戶訂立的補充協議調整，包括i) 提供額外服務而收取額外服務費或ii) 於個別情況下可申請調整服務費，例如集團可以就針對疫情而提高服務頻率的要求等而收取額外費用。

複雜的環境合規條例形成准入門檻

根據目前有關於環境保護的條例，企業於國內提供環境衛生服務及危險廢物處理服務的企業須遵守一系列的監管規定與指引，當中包括：

監管條例	詳細要求
《城市生活垃圾管理辦法》	從事城市固體廢物經營性清掃、收集、運輸的企業應取得城市生活垃圾經營性清掃、收集、運輸服務的相關許可證
《城市生活垃圾處理及污染防治技術政策》	對垃圾從收集、運輸到處置全過程的管理和技術選擇應用進行了規定
《生活垃圾填埋場污染控制標準》	對城市固體廢物填埋場選址、設計、施工、驗收、填埋廢物入場、封場、後期維護和管理、污染物排放、環境和污染物監測等適用標準進行了規定
《生活垃圾衛生填埋處理技術規範》	對新建、改建、擴建的城市固體廢物衛生填埋處理工程的選址、設計、施工、驗收和作業管理所適用的標準進行了規定
《固體廢物污染防治法》	對危廢的產生、收集、貯存、運輸、處置、轉移等方面進行了規定
《關於實行危險廢物處置收費制度促進危險廢物處置產業化的通知》	政府組織建設集中處置設施時，應通過公開招投標的方式選擇優選擇有資質的企業承擔危廢集中處置工作
《危險廢物經營許可證管理辦法》	在中國境內從事危廢收集、貯存、處置經營活動的單位，應當依法領取危險廢物經營許可證。危廢經營許可資質按照經營方式，分為危廢收集、貯存、處置綜合經營許可資質和危廢收集經營許可資質
《醫療廢物管理條例》	對醫療廢物的收集、運送、貯存、處置以及監督管理等活動做出規定
《危險廢物焚燒污染控制標準》	對危廢焚燒全過程的污染控制標準進行了規定
《危險廢物填埋污染控制標準》	對危廢安全填埋場在建造和運行過程中涉及的環境保護要求，包括填埋物入場條件、填埋場選址、設計、施工、運行、封場及監測等方面進行了詳細規定
《危險廢物貯存污染控制標準》	對危廢包裝、貯存設施的選址、設計、運行、安全防護、監測和關閉等要求進行了詳細規定
《再生資源回收管理辦法》	對包括廢舊金屬、報廢電子產品、報廢機電設備及其零部件等在內的再生資源的回收管理進行了詳細規定
《廢棄電器電子產品處理資格許可管理辦法》	該辦法對企業申請廢棄電器電子產品處理資格的實質條件、申請方法、監督管理等方面進行了規定。根據該辦法規定，如廢棄電器電子產品處理企業增加廢棄電器電子產品處理類別、新建處理設施、改建或擴建原有處理設施或處理廢棄電器電子產品超過資格證書確定的處理能力 20%以上，則應按照原申請程序，重新申請廢棄電器電子產品處理資格

資料來源：公司資料、SBI CHINA CAPITAL

一系列的監管要求與資質要求提高集團行業准入壁壘，即使繁鎖的監管規定衍生出較高的交易費用，但高准入壁壘導致供應受限，並保障集團免於與同業過度競爭及其利潤水平。為應對複雜的監管條例，集團一般在申請牌照、選址、環境影響評估、排放控制、污水控制、灰塵控制上實施內部控制，包括：

內部控制措施	詳細辦法
申請牌照	與地方政府機構的協商後，集團預計於2020年6月底前取得營運中城市的垃圾運輸許可證
選址	於遠離住宅區的地區設計及興建廢物處理設施，以降低對居民的影響
環境影響評估	於危險廢物處理設施動工前，委聘專業第三方進行強制性環境影響評估，並向相關政府部門提交評估結果，供其審閱及批准為開始建造及最終獲授危險廢物經營許可證的先決條件
排放控制	確保焚燒產生的氣體在排放前會經過氣體處理流程，去除有害物質。此外亦安裝有害物質水平的監測系統，該系統與相關環保政府部門連接並直接向其報告
污水控制	先在內部處理污水，確保在污水處理廠進行處置前達到《污水綜合排放標準》的規定
灰塵控制	使用密封容器收集焚燒產生的灰塵，並於獲許提供填埋服務的自有填埋場處置灰塵

資料來源：公司資料、SBI CHINA CAPITAL

業務之間存協同效應

- 業務特性差異有利資金管理

環境衛生服務業務屬輕資產業務，具穩定現金流，前期的資本投入較少，勞動密集型業務以人力成本為主要營運現金開支；危險廢物處理屬於重資產業務，前期資本投入較大，前期一般用於土地使用權、興建設施及購買物業、廠房及設備，後期資金需求則用於設施或設備翻修、翻新、改建或升級。環境衛生服務穩定的現金流有利集團資金管理，降低危險廢物處理大量資金投入帶來的負擔。
- 一站式解決方案

一般情況下，當地政府委任公司在區域內提供環境衛生服務後，同時會引薦其予相同區域內的工業公司以提供危險廢物處理服務，而擁有環境衛生服務及危險廢物處理服務的公司則被視為具有一站式解決方案的能力，兩者之間互相帶動，增加取得項目的機會，因而存在協同效應。

毛利率具提升空間

➤ 機械化處理

中國的環境衛生服務屬勞動密集型產業，勞工成本為環境衛生服務供應商的主要成本，而集團的員工成本分別佔2017年/2018年/2019年上半財年總收入的43.5%/47.6%/45.0%。截至最後實際可行日期，集團聘請約3.2萬名員工，其中約95.3%隸屬於營運部門。根據弗若斯特沙利文報告，鑑於中國經濟快速增長及城市化率提高，中國環境衛生服務市場的工人平均年薪由2014年約3.4萬元人民幣增至2018年約4.5萬元人民幣，複合年增長率為7.6%，並預期2018年 - 2023年的複合年增長率將提高至7.3%至6.4萬元人民幣。

受惠於機械化普及率提高，環境衛生服務逐步由汽車(包括垃圾車及其他衛生車輛)及設備代替，有利於降低員工成本。根據弗若斯特沙利文報告，城市市政環境衛生專用的車輛及設備數目由2014年的1.4億輛增加至2018年的2.6億輛，複合年增長率為15.2%，並預期於2023年進一步增加至4.9億輛。集團近年亦致力朝相同的方向發展，2017年/2018年，集團購置約2.7億港元/3.2億港元的汽車(包括垃圾車及其他衛生車輛)及設備，投入增加一方面滿足未來增長需求，同時能夠在控制員工成本方面存正面作用。

➤ 管理層決斷迅速

集團2017年/2018年/2019年上半財年毛利率分別為26.6%/28.2%/26.3%，其中環境衛生服務毛利率分別為22.4%/21.5%/21.7%；危險廢物處理業務毛利率分別為53.8%/54.2%/44.0%；其他業務毛利率分別為16.1%/27.3%/28.5%。

環境衛生服務業務方面，集團於2019年上半財年毛利率下跌主要受累於重慶濱南的項目所致，該項目於2017年收購，並於2018年/2019年上半財年該項目分別錄得約71.2萬港元及約1,226.0萬港元虧損。因此，集團於本年8月出售持續虧損的重慶濱南，出售有利於現有業務的利潤水平，而迅速的決定力亦對穩定集團未來利潤水平有一定的正面作用。

➤ 項目集中度降低

危險廢物處理業務穩定性相對較低，主要受到收益來自於山東省工業固體廢物處置中心、寧夏睿源廢舊甲醇及混醇回收循環利用項目兩個項目貢獻所致，而2019年上半財年下降主要由於寧夏睿源產品的售價下降所拖累。隨着更多的項目投入，各項目的貢獻更為分散，有利集團於危險廢物處理業務的利潤率更為穩定。

穩定增長且確定性強，為逆市選擇之一，首予「買入」評級

受惠於集團現有項目帶來的穩定現金流，加上危險廢物處理項目於 2021 年大量投運及我們認為集團未來仍能夠保持取得較大型的新項目，因此我們相信集團未來數年的利潤增長與現金流入確定性高。而機械化比例提升、危險廢物處理項目上升亦有利於集團未來的毛利水平，雖然機械化比例提升、危險廢物處理項目上升導致集團未來的資本開支較大，惟集團現時的槓桿比率處於合理水平，提升融資空間仍然存在。根據我們的預測，集團 2019 年/2020 年/2021 年的淨利潤分別為 3.2 億港元/4.0 億港元/6.1 億港元，穩定增長且確定性強的前景是逆市選擇之一，因此我們首次給予集團「買入」評級，目標價每股 1.08 港元，相當於 15.6x/12.4x/8.3x 預測市盈率。

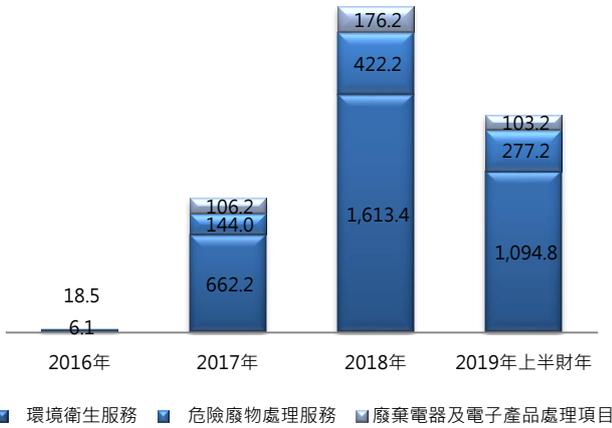
同業比較												
百萬, 港元	市值	經調整市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	收入	毛利率(%)	經營利潤率(%)	淨利潤率(%)	股本回報率(%)	自由流通率(%)	
000826 CH 啟迪桑德	15,102.7	19.3	13.2	1.0	1.4	13,036.1	27.7	13.0	6.0	1.1	46.4	
603686 CH 龍馬環衛	6,068.7	21.5	13.9	21.1	1.4	4,083.3	24.7	8.0	6.9	10.2	57.0	
257 HK 光大國際	33,233.5	7.6	5.2	0.9	1.0	27,228.0	34.6	29.8	16.0	15.8	0.1	
1257 HK 光大綠色環保	713.4	9.5	N/A	0.8	1.4	493.9	36.9	23.1	15.2	6.4	30.4	
895 HK 東江環保	8,689.5	17.3	8.1	1.1	1.4	3,894.2	35.3	21.2	12.9	9.1	90.9	
1381 HK 粵豐環保電力	9,442.0	7.1	4.7	1.0	1.2	7,001.8	29.6	26.4	18.9	15.5	26.4	
1330 HK 綠色動力環保	161.9	14.5		0.6	0.1	1,429.5	6.5	1.2	0.8	0.9	27.0	
436 HK 新宇環保	9,945.2	31.0	6.8	1.1	2.5	1,251.1	55.6	48.8	25.7	10.9	86.9	
平均值	10,419.6	16.0	8.7	3.5	1.3	7,302.2	31.3	21.4	12.8	8.7	53.1	

資料來源: 彭博、SBI CHINA CAPITAL

風險因素

- 集團未能取得新項目
 集團過往逾半項目來自於大股東北控水務集團(00371.HK)，惟是次上市集團宣佈將減少由擁有由大股東所推薦的項目，一旦集團未能如往般取得更多的新項目，集團將未能維持高增長。
- 危險廢物處理監管要求進一步嚴謹
 一旦中國內地對相關服務的監管進一步嚴謹，集團對設施等的投入要求將隨之提升以符合較嚴謹的規定。
- 環境衛生服務市場競爭進一步激烈，導致利潤下降
 根據弗若斯特沙利文報告，按 2018 年收入計算，集團為中國環境衛生服務市場企業界別的第四大供應商，佔整體市場份額 0.6%；於危險廢物處理服務市場中，按在營項目的總設計處理能力計算，集團於 2018 年底在中國排名第六，市場份額達 0.7%。由於市場較為分散，而項目一般採用招標形式競投，行業競爭激烈可能導致利潤率下跌。
- 逾期應收款項未能如期收回
 截至 2019 年 6 月底，集團應收款項當中逾五成經已逾期，而情況於過去數年一直未見任何改善。一旦該等款項未能如期收回，將造成撇帳/減值的可能。
- 應收款項周期持續延長
 集團應收帳款周期約 90 日，而地方政府為集團的主要客戶之一。惟地方政府新增債務增長持續下降，加上中國經濟增長存在加快放緩的可能，在現金流入減少的情況下地方政府可能要求延長還款期限，影響集團未來現金流。

分部收入 (港元, 百萬)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

環境衛生服務分部收入 (港元, 百萬)



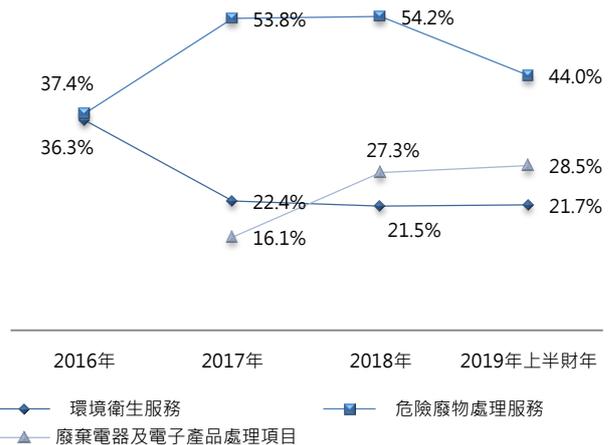
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

危險廢物處理服務分部收入 (港元, 百萬)



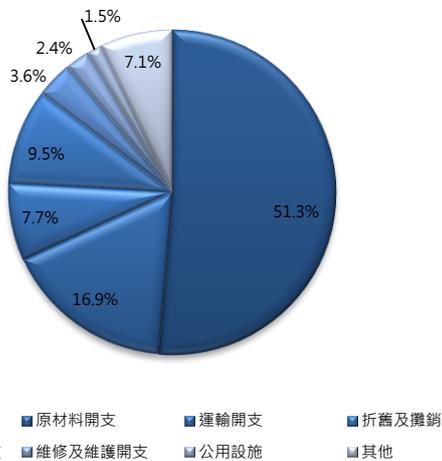
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

毛利率



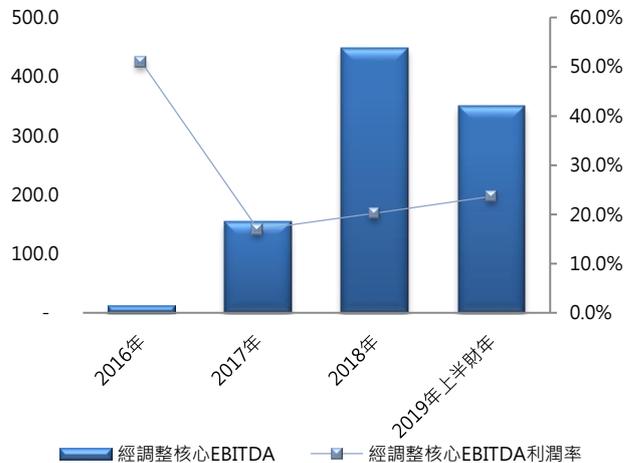
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

2019年上半財年直接成本分拆



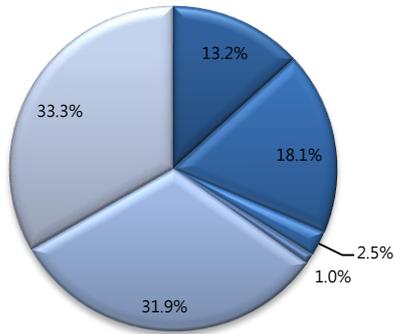
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

經調整核心 EBITDA 利潤 (港元, 百萬)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

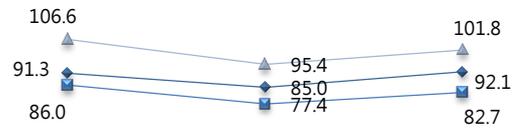
2019 年上半財年固定投資分拆



- 樓宇
- 廠房及機器
- 租賃物業裝修
- 傢俬、裝置及設備
- 汽車
- 在建工程

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

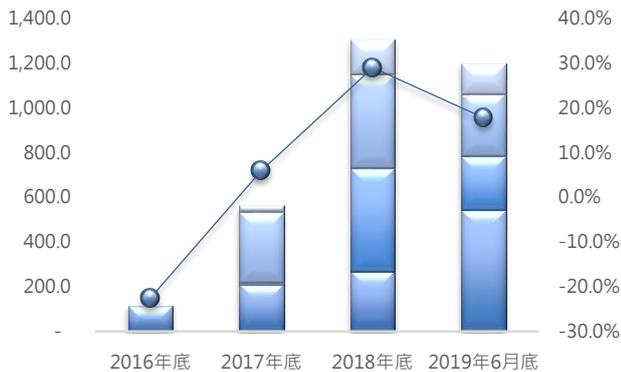
應收賬款周轉天數



- ◆ 平均貿易應收款項周轉日數
- 平均貿易應收款項、應收票據及合約資產周轉日數
- ▲ 平均貿易應收款項、應收票據、合約資產及應收環境停用費用周轉日數

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

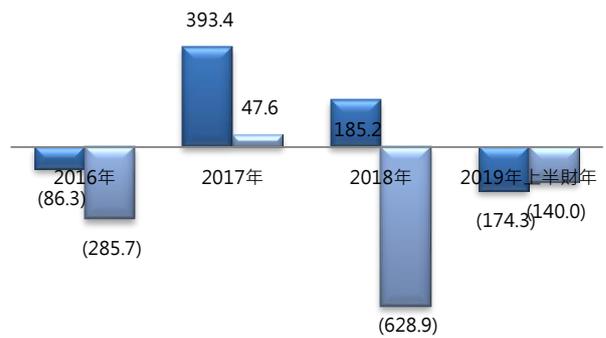
計息負債與淨負債權益比率



- 一年內或按要
- 第二年
- 第三至第五年
- 超過五年
- 淨負債權益比率

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

自由現金流



- 股權自由現金流
- 公司自由現金流

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

財務報表

損益表 (港元, 百萬)	2018年 (A)	2019年 (E)	2020年 (E)	2021年 (E)	資產負債表 (港元, 百萬)	2018年 (A)	2019年 (E)	2020年 (E)	2021年 (E)
總收入	2,211.8	2,999.8	4,436.1	6,036.7	固定資產	1,526.9	2,092.9	2,361.9	2,434.8
按年增長		35.6%	47.9%	36.1%	無形資產	394.2	338.6	396.2	397.2
銷售成本	(1,588.6)	(2,135.1)	(3,162.1)	(4,286.0)	其他非流動資產	629.8	806.5	819.9	871.1
毛利	623.3	864.6	1,274.1	1,750.6	非流動資產	2,550.9	3,238.0	3,578.0	3,703.1
其他收入及收益	56.8	56.0	12.9	16.8					
經營支出	(369.3)	(443.3)	(737.6)	(958.6)	貿易及其他應收款項	87.0	60.7	71.5	81.1
經營溢利	310.7	477.3	549.3	808.8	受限制現金	656.9	805.6	1,443.0	1,738.4
融資成本	(50.2)	(94.9)	(68.3)	(87.9)	現金及現金等物	734.3	578.7	885.8	788.8
合營及聯營	(1.2)	-	-	-	其他流動資產	873.4	528.7	620.4	1,070.3
稅前盈利	259.4	382.4	481.1	720.9	流動資產	2,351.6	1,973.7	3,020.7	3,678.6
所得稅開支	(45.5)	(65.0)	(81.8)	(122.5)					
已終止經營業務	258.0	-	-	-	總資產	4,902.4	5,211.7	6,598.7	7,381.7
淨利潤	471.9	317.4	399.3	598.3					
按年增長		-32.7%	25.8%	49.8%	長期負債	1,048.9	439.7	566.2	600.5
					其他	256.3	273.4	316.3	376.9
經調整核心 EBITDA	448.3	698.0	812.0	1,065.5	非流動負債	1,305.2	713.1	882.5	977.4
					應付款項	121.9	150.8	262.6	310.9
					短期負債	306.2	535.4	689.6	731.3
					其他	1,024.6	1,425.8	1,357.0	1,356.7
					流動負債	1,452.8	2,112.0	2,309.2	2,398.9
					總負債	2,757.9	2,825.1	3,191.7	3,376.4
					非控股權益	589.0	583.0	670.0	800.5
					控股權益	1,555.5	1,803.7	2,736.9	3,204.8
					總權益	2,144.5	2,386.7	3,407.0	4,005.3

現金流量表 (港元, 百萬)	2018年 (A)	2019年 (E)	2020年 (E)	2021年 (E)	財務比率	2018年 (A)	2019年 (E)	2020年 (E)	2021年 (E)
稅前利潤	259.4	382.4	481.1	720.9	毛利率	28.2%	28.8%	28.7%	29.0%
財務開支	58.1	94.9	68.3	87.9	經營利潤率	14.0%	15.9%	12.4%	13.4%
財務收入	(7.7)	(9.0)	(7.1)	(10.8)	淨利潤率	21.3%	10.6%	9.0%	9.9%
折舊與攤銷	129.2	196.6	230.8	229.7	核心 EBITDA 利潤率	20.3%	23.3%	18.3%	17.7%
其他	(36.8)	(31.9)	(42.9)	(84.6)	股本回報率	29.1%	14.0%	13.8%	16.1%
營運資本變動	(453.6)	(191.1)	(525.4)	(230.9)	資產回報率	11.8%	6.3%	6.8%	8.6%
經營現金流	(51.4)	442.0	204.8	712.1	流動比率	161.9%	93.5%	130.8%	153.3%
					速動比率	139.7%	72.4%	110.1%	115.4%
資本開支	(619.0)	(761.7)	(806.5)	(896.1)	現金比率	50.5%	27.4%	38.4%	32.9%
其他	(137.7)	504.1	7.1	10.8	負債權益比率	63.2%	40.9%	36.9%	33.3%
投資現金流	(756.7)	(257.6)	(799.4)	(885.3)	淨負債權益比率	28.9%	16.6%	10.9%	13.6%
增股股本所得	-	-	621.0	-					
淨借貸	855.6	(380.1)	280.7	76.1					
已付股息	-	-	-	-					
其他	4.2	(35.2)	-	-					
融資現金流	859.8	(415.3)	901.7	76.1					
股權自由現金流	185.2	(699.8)	(320.9)	(107.8)					
公司自由現金流	(628.9)	(319.7)	(601.6)	(183.9)					

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

- 強烈建議買入 : 未來3個月絕對增長超過50%
- 建議買入 : 未來6個月絕對增長超過10%
- 建議持有 : 未來6個月絕對回報在-10%至+10%
- 建議售出 : 未來6個月絕對下降超過10%

披露：

2019年12月，SBI China Capital Financial Services Ltd. 為北控城市資源 (03718.HK)的聯席賬簿管理人、聯席牽頭經辦人及包銷商。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反應了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1) 在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2) 和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3) 在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。