

30/3/2021 | 4 页

北控城市资源 (3718 HK)

20 财年业绩逊预期；21 财年环卫板块增长持续，危废板块强劲复苏；重申「长仓」评级

北控城市资源 (3718 HK) 20 财年收入/净利润同比增长 29.8%/ 58.3%，达 35 亿/4.268 亿 (港元，下同)，低于市场预期的 36 亿/4.49 亿。撇除(1)一次性的疫情相关补贴 (约影响净利 1.2 亿) 和 (2) 资产处置收益，核心净利润为 3.03 亿 (同比增长 4.8%)。净利增长主要受强劲的环卫板块 (核心净利润：同比+63%) 推动，但被危废板块的疲弱表现所抵消 (核心净利润：同比-46%)，主要由于其平均售价下降 (无害化处置项目/回收循环利用项目的平均售价分别下降约 24%/4.8%)。2021 年在危废板块强劲复苏以及环卫板块稳健增长下，我们预计公司 21/22 财年的核心净利润同比增长约 56%/24%。重申「长仓」评级。

会议纪要要点

环卫板块将在 21 财年实现强劲增长

20 财年在手环卫项目有 113 个，年化收入约为 33.3 亿，同比增长 38% (22 个新项目的年化收入为 10.48 亿)。毛利率上升至 29.5%，主要由于疫情相关补贴推动 (同比增长 500 点子，19 财年为 24.5%)。管理层表示现有项目的毛利率大致在 22% 至 28% 的范围内，通常在项目期头两年时较低。展望 21 财年，管理层的目标是增加 10 亿的项目金额，以 (1) 规模较大且期限更长的合约为主 (单体项目金额 4,000 万以上，而 20 财年整体平均为 2,900 万港元)，目标总合同总金额为 43 亿以上或同比增长约 33%；及 (2) 着眼于长三角，大湾区和京津冀地区。环卫板块的资本支出约占 21 财年资本支出的 50% (总计：约 12 亿)。

危废处理量将在 21 财年强劲恢复，但平均售价预计难以大涨

管理层预计 21 财年的危废板块将实现强劲复苏，产能大幅提升下无害化处置项目处理量将增加一倍以上。2021 年前两个月的平均售价与 20 财年全年平均相若，管理层认为由于竞争加剧，平均售价不太可能回到 19 财年的水平，因此低个位数的增长更为合理。管理层预计分部净利润将不低于 19 财年的水平。

重申「长仓」评级，目标价下调至 1.80 港元

我们将 21/22 财年净利润预测下调了 9-13%，以反映我们对于环卫板块收入和毛利率的最新假设。我们看到在其他行业参与者陆续进入行业下竞争格局比预期更激烈，例如在雄厚资本背书下物管公司纷纷进入行业并提供进取的业绩指引。就执行速度而言，公司的国企背景或有可能是竞争劣势。我们下调了目标估值倍数，并将 12 个月内目标价下调至 1.80 港元 (环卫板块/危废板块的 22 财年目标市盈率为 15 倍/10 倍)。然而在目前估值仍吸引及盈利增长确定性高下，我们对公司维持「长仓」评级。

长仓

目标价	HKD 1.80
先前的评级/目标价	长仓/HKD2.9
最后价格 (30 Mar 21)	HKD 1.23
上行/下行空间 (%)	46.3%
恒生指数	25,178.9
市值 (百万港元/美元)	4.4/0.6
52周范围 (港币)	0.6 - 2.54
6个月平均每日交易额 (千美元)	3,506
流通量 (%)	25.20%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

股价表现

	1M	3M	12M
绝对值 (%)	(3)	(31)	81
绝对值 (美元, %)	(3)	(31)	81
相对恒生指数 (%)	(1)	(53)	56

资料来源：彭博

公司概况

北控城市资源集团(3718.HK)主要从事环境卫生服务及危险废物处理服务，公司在2019年底于国内合计拥有97个环境卫生服务及6个在管危险废物处理项目。公司以收入计算是中国私营界别排名第四位的环卫服务提供商及以总设计能力计算是中国排名第六的危废处理运营商。股东主要是北控水务集团(371.HK)，占28%。

资料来源：公司数据及新华汇富研究

卢逸安, CFA

(852) 2283 7618

Andy.Lo@sunwahkingsway.com

图 1: 财务摘要

截至12月31日	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入 (百萬港元)	1,863	2,711	3,520	4,825	6,076
核心淨利潤 (百萬港元)	180	290	303	478	595
核心每股盈利 (港元)	0.067	0.107	0.085	0.133	0.165
核心每股盈利增長 (%)	N/A	60.5	-20.7	56.3	24.4
每股帳面價值 (港幣)	0.576	0.504	0.837	0.961	1.157
核心市盈率 (x)	18.4	11.5	14.5	9.3	7.4
市淨率 (x)	2.1	2.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	9.8	5.5	4.8	4.5	3.7
核心淨資產回報率 (%)	15.5	17.2	12.6	14.8	15.6
淨負債比率 (%)	42	19	1	19	19

资料来源: 公司資料、新华汇富研究

财务报表 (截至12月31日)

利润表 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入	1,863	2,711	3,520	4,825	6,076
销售成本	(1,308)	(1,928)	(2,433)	(3,450)	(4,339)
毛利	554	783	1,087	1,376	1,736
其他收入 / (费用)	1,360	1,984	2,475	3,490	4,383
经营开支	(298)	(334)	(356)	(513)	(679)
经营利润	308	506	773	903	1,102
其他非经营项目	0	0	0	0	0
净财务费用	(44)	(72)	(72)	(95)	(105)
合营和合资企业	(1)	0	1	1	1
税前利润	263	433	702	809	999
税项	(43)	(87)	(163)	(194)	(240)
已终止业务	252	0	0	0	0
少数股东应占利润	(42)	(76)	(114)	(136)	(164)
净利润	430	270	425	478	595
调整项	250	(20)	122	0	0
核心净利润	180	290	303	478	595

数据源：公司资料、新华汇富研究

资产负债表 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
房地产、厂房及设备	1,527	1,749	2,283	3,019	3,471
无形资产	1	2	5	5	5
合营和合资企业	34	32	37	38	38
其他投资	0	0	6	0	0
其他项目	988	917	1,248	1,362	1,481
非流动资产	2,551	2,700	3,579	4,424	4,995
存货	87	45	47	67	84
贸易和其他应收款	657	775	1,112	1,525	1,920
银行存款和现金	734	1,052	1,725	1,262	1,328
其他项目	873	415	654	731	815
流动资产	2,352	2,287	3,539	3,585	4,146
银行和其他借贷	341	566	987	1,085	1,193
贸易和其他应付款	122	161	233	331	416
其他流动负债	989	891	1,101	1,136	1,211
流动负债	1,453	1,618	2,322	2,552	2,820
银行和其他借贷	1,049	826	773	850	935
其他项目	256	286	357	459	497
非流动负债	1,305	1,112	1,129	1,309	1,432
净资产	2,145	2,258	3,667	4,148	4,890
股东资金	1,555	1,814	3,012	3,460	4,167
非控制性权益	589	444	656	688	723
总权益	2,145	2,258	3,667	4,148	4,890

数据源：公司资料、新华汇富研究

杜邦分析	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
税收负担 (%)	163.7	62.2	60.6	59.2	59.6
利息负担 (%)	85.3	85.7	90.8	89.6	90.6
经营利润	16.5	18.7	22.0	18.7	18.1
资产周转率 (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
杠杆比率 (x)	3.2	2.7	2.4	2.3	2.2
核心资产回报率 (%)	4.5	5.9	5.0	6.3	6.9
核心净资产回报率 (%)	15.5	17.2	12.6	14.8	15.6

数据源：公司资料、新华汇富研究

财务比率	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入同比增长	104	46	30	37	26
核心净利润同比增长	109	61	5	58	24
经营利润率	16.5	18.7	22.0	18.7	18.1
核心利润率	9.7	10.7	8.6	9.9	9.8
净负债比率 (%)	42.2	18.7	1.2	19.4	19.2
净负债/总资产 (%)	13.4	6.8	0.5	8.4	8.8
流动比率 (%)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息覆盖率 (倍)	7.0	7.0	10.7	9.5	10.5
股息覆盖率 (倍)	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil
应收账款周转天数	135	128	132	131	130
应付账款周转天数	28	27	30	30	31
存货周转天数	20	12	7	6	6
现金周期	127	114	110	107	105

数据源：公司资料、新华汇富研究

现金流量表 (百万港元)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
息税前利润	263	433	702	809	999
折旧及摊销	156	237	294	385	494
资产出售净损失 / (收益)	(320)	(24)	0	0	0
合营和合资企业贡献	1	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(454)	(11)	(280)	(410)	(361)
税项支付	(35)	(70)	(132)	(156)	(193)
利息支付	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	335	71	57	80	89
经营活动现金流	(54)	636	641	707	1,026
资本支出	(938)	(958)	(928)	(1,233)	(1,033)
非流动资产处置	55	174	0	0	0
合营和合资企业投资	(16)	0	0	0	0
已收利息	8	8	16	16	16
已收股息	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	134	517	0	0	0
投资活动现金流	(757)	(258)	(912)	(1,217)	(1,017)
新增借贷	1,011	355	933	1,162	1,278
偿还借贷	(155)	(238)	(564)	(986)	(1,085)
已付股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	4	(111)	(105)	(129)	(137)
融资活动现金流	860	7	264	47	57
现金增加 / (减少)	49	384	563	(463)	66
年初现金	631	677	1,052	1,725	1,262
外汇换算影响	(3)	(9)	110	0	0
年末现金	677	1,052	1,725	1,262	1,328

数据源：公司资料、新华汇富研究

免责声明

本报告并非要约或招揽购买及认购任何证券。本报告中所提及的证券，在某些司法管制的区域下，并不适合作买卖。本报告或其任何部份均不得直接或间接分发或传送予该等司法管制区域或当地居民，违者将构成触犯有关法律及条例的罪行。本报告之拥有人应了解并遵守相关之限制。本报告只供私下传阅之用，在未得汇富金融服务有限公司（“汇富金融服务”）及其附属公司（统称“汇富集团”）书面同意之前，不得抄袭、影印、复制或再分发。

本报告由汇富金融服务在中华人民共和国香港特别行政区（“香港”）分发，汇富金融服务为根据香港法例第 571 章证券及期货条例在香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册为持牌法团，中央编号为 ADF346。

本报告所载资料摘录自相信属可靠之来源，惟汇富金融服务概不就其真确性或准确性作出任何明示或暗示之陈述或保证。印制本报告旨在协助收取本报告之人士，惟彼等作出判断时不应依赖此作为一项具权威性之报告或以此为依据。本报告不得诠释要约、邀请及招揽购买或出售于本报告所述公司之任何证券。本报告所载之建议，并无考虑任何特定收件人之特定投资目标、财务状况及特别需要。所有意见及估算反映我们在本报告日之判断，故可随时更改，无须另行通知。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）可出任本报告所述任何发行商之证券发售之牵头或副经办人，可不时为任何发行商提供金融服务或其它顾问服务或从任何发行商招揽金融服务或其它业务。

在过往一年，汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）可能担任本报告所述任何发行商之金融工具之市场庄家或以委托人形式进行买卖，并可能作为该发行商之包销商、配售代理、顾问或放款人。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司、联属公司、股东、高级职员、董事及任雇员）可就任何发行商之证券、商品或衍生工具（包括期权）或其中之任何其它金融工具设立好仓或淡仓及进行买卖。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）之雇员可出任任何该等机构或发行商之董事或作为该等机构或发行商之董事会代表。

尚有其它资料可供索阅。
2021 汇富集团。版权所有，不得翻印。

总办事处

香港
汇富金融服务有限公司
香港金钟道 89 号
力宝中心 1 座 7 楼
电话：852-2877-1830
传真：852-2877-2665

联属公司及海外办事处

加拿大
Kingsway Capital of Canada Inc.,
8 King Street, East
Suite 1201
Toronto ON M5C 1B5
Canada
Tel: 416-861-3099
Fax: 416-861-9027

中国
汇富金融服务有限公司
北京代表处
北京汇富融金投资顾问有限公司
中国北京市东城区建国门内大街 18 号
恒基中心 1 座 18 楼
邮编 100005
电话：8610-6518-2813
传真：8610-6518-2448

上海汇富融略投资顾问有限公司
上海市浦东花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 8 楼
邮编 200120
电话：8621-5049-0358
传真：8621-5049-0358

深圳汇富投资咨询有限公司
中国深圳市
福田区深南大道 4019 号
航天大厦 A 座 701 室
邮编 518048
电话：86-755-3333-6539
传真：86-755-3333-6536