

2020年08月05日

北控城市资源 (03718.HK)

北控旗下环卫黑马, 固废一体化布局成长可期

■北控系出身, 快速成长行业领军: 北控城市资源成立于2013年, 是北控水务(0371.HK)旗下的环卫服务与危废处置公司。公司一方面依托母公司获取高质量项目, 同时通过收并购方式实现业务的飞速成长, 短短几年实现了业绩腾飞。2019年实现营收27.1亿港元, 同比增长45.6%, 2016-2019年复合年均增长率高达379.2%。公司高级管理层团队大多来自北控水务集团, 拥有丰富行业、管理及运营经验, 有望复制集团的管理经验, 助力公司长远发展。

■优秀赛道的领跑者, 布局固废一体化, 轻重资产并行: 公司同时聚焦环卫服务和危废处置, 2019年环卫服务收入占比73%, 危废处置业务占比20%。环卫服务受益于市场化推进带动行业规模的高速增长以及龙头公司市占率的进一步提升, 危废业务得益于“小而散”行业的加速整合以及现有产能和利用率的提高。公司两大主业均能贡献稳定的经营现金流, 并且环卫服务轻资产模式, 前期资本投入较少, 而危废处置前期资本投入较大, 环卫贡献的稳定现金流利于公司资金管理, 降低危废业务大量资本开支带来的负担。

■在手订单充沛, 稳步经营业绩可期: 随着管理项目逐渐增加, 公司通过经验复制以及标准化运营提高经营效率, 实现规模经济, 目前已具备在公开招标上取得项目的竞争能力。2020年以来公司先后中标多个环卫项目, 包括新桥和沙井街道环卫一体化PPP项目, 合约总金额约73亿元, 合约期限长达15年。公司在快速发展的同时提高拿单的质量, 截止2019年底公司环卫服务总承包面积为约1.5亿平方米(2018年1.42亿平方米), 平均收入每平方米10.7港元(2018年为每平方米9.2港元)。随着未来危废项目也逐渐投产后, 公司业绩有望进一步增厚。

■投资建议: 我们青睐公司凭借北控水务集团的背书和自身快速持续的市场拓展能力, 有望稳居环卫服务市场龙头位置, 未来在市场化率和集中度提升的共同驱动下, 其发展空间将被进一步打开。且随着危废产能持续加码及运营管理经验的丰富, 有望持续改善盈利水平。预测2020/21/22年归母净利润分别为4.8/6.5/7.4亿港元, 对应EPS分别为0.18/0.24/0.27港元。首次评级给予买入-A评级。6个月目标价1.87港元。

■风险提示: 项目推进进度不及预期、市场竞争加剧风险、人力成本上升风险。

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 买入-A
首次覆盖6个月目标价: 1.87 港币
股价(2020-08-05) 1.31 港币

交易数据

总市值(百万美元)
流通市值(百万美元)
总股本(百万股)
流通股本(百万股)
12个月价格区间(美元)

资料来源: 彭博

邵琳琳 分析师
SAC 执业证书编号: S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107马丁 分析师
SAC 执业证书编号: S1450520040001
mading@essence.com.cn
010-83321051汪磊 报告联系人
wanglei4@essence.com.cn

相关报告

摘要(百万港元)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
主营收入	1,863	2,711	3,749	4,716	5,407
归母净利润	430	281	481	646	742
经调整每股收益(元)	0.16	0.10	0.18	0.24	0.27

盈利和估值	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
经调整市盈率(倍)			7.57	5.64	4.91
市净率(倍)			1.63	1.41	1.18
经调整净利润率	23.11%	10.38%	12.84%	13.70%	13.73%
净资产收益率	37.10%	16.70%	22.16%	23.32%	22.24%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 集团助力，快跑迈入行业头部	5
1.1. 北控系出身，环保基因优势显著.....	5
1.2. 集团背书，助力公司腾飞.....	6
1.3. 管理到位，精细化前行.....	7
1.4. 业绩高速增长，各项指标稳中转好.....	7
2. 优秀赛道的领跑者，打造一体化解决方案	9
2.1. 并购打开公司成长空间，期待赛道集中度趋势提升.....	9
2.2. 千亿环卫市场任驰骋.....	10
2.3. 危废准入门槛高，产能释放在即.....	13
2.4. 固废一体化协同，轻重资产并行.....	16
3. 环卫龙头跑马圈地，危废蓝海厚积薄发	17
3.1. 环卫大单趋势明显，助力龙头公司强者愈强.....	17
3.2. 危废市场小而散，潜在并购机会多.....	19
4. 投资建议	21
5. 风险提示	22
6. 财务报表	23

图表目录

图 1: 公司业务发展主要里程碑.....	5
图 2: 公司股权架构图（上市前）.....	5
图 3: 公司组织架构.....	6
图 4: 收入和扣非净利润情况（百万港元）.....	8
图 5: 收入分布结构（2019 年）.....	8
图 6: 公司毛利率变化情况.....	8
图 7: 公司管理费率和财务费率变化情况.....	8
图 8: 公司利润率变化情况.....	9
图 9: 公司平均 ROE 变化情况.....	9
图 10: 环卫服务行业市场化渗透率变化.....	10
图 11: 环卫收入占比.....	10
图 12: 环卫服务运营范围（截止 2019H1）.....	10
图 13: 公司环卫服务收入变化.....	11
图 14: 公司环卫项目数.....	11
图 15: 公司环卫服务承包面积及单位价格.....	11
图 16: 环卫服务毛利率.....	12
图 17: 昆明城乡环卫一体化项目.....	12
图 18: 公司环卫项目按照合约期限分类（截止 2019 年 H1）.....	12
图 19: 我国危废处置牌照（万吨）.....	13
图 20: 我国危废处置能力（万吨）.....	13
图 21: 2017 年各省危废产生量分布.....	13
图 22: 公司危废处置收入（百万港元）.....	15
图 23: 公司危废实际处置量（吨）.....	15

图 24: 公司危废项目产能利用率情况.....	15
图 25: 东江环保固定资产情况.....	16
图 26: 东江环保现金流情况.....	16
图 27: 玉禾田固定资产情况.....	16
图 28: 玉禾田现金流情况.....	16
图 29: 玉禾田和东江环保 ROE(扣非)比较.....	17
图 30: 玉禾田和东江环保资产周转率比较.....	17
图 31: 公司现金流情况.....	17
图 32: 近五年环卫服务中标项目年化金额 (亿元)	18
图 33: 2019 年度环卫市场化 TOP10 城市	18
图 34: 2016-2019 环卫行业上市公司环卫板块毛利率对比.....	19
图 35: 2018 年危废市占率情况 (按总设计产能)	19
图 36: 2018 年危废市占率情况 (按实际处置量)	19
图 37: 公司期末现金情况 (百万港元)	20
图 38: 公司权益乘数变化.....	20
图 39: 年初以来环卫可比公司 PE (TTM) 变化.....	21
表 1: 公司订单获取情况.....	6
表 2: 公司的环境保护相关内控措施.....	7
表 3: 公司并购动态.....	9
表 4: 公司年初至今中标情况.....	11
表 5: 公司危废产能和市占率情况.....	14
表 6: 公司危废产能 (截止 2019H1)	14
表 7: 深圳宝安项目招标要求.....	18
表 8: 近两年危废板块并购动态 (不完全统计)	20
表 9: 公司估值对比表.....	21
表 10: 收入利润表.....	23
表 11: 现金流量表.....	23
表 12: 资产负债表.....	24

1. 集团助力，快跑迈入行业头部

1.1. 北控系出身，环保基因优势显著

北控城市资源集团有限公司（以下简称“北控城市资源”）是北控水务（0371.HK）旗下的环卫服务与危废处置公司，战略定位于“专业的城市环境与资源利用综合服务商”。公司前身成立于2013年，当时北控水务（广西）成立贵港环卫，开始在广西贵港投资建设及运营垃圾收运站，从事生活垃圾运输。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。2015年北控城市服务和万光成立，前者开始在全国扩展环卫业务，后者于2016年成为北控水务联营公司，作为危废处置的平台公司。2019年3月26日北控城市资源于开曼群岛成立，作为投资控股公司，并不涉及运营业务。2020年1月北控城市资源于港交所主板上市。

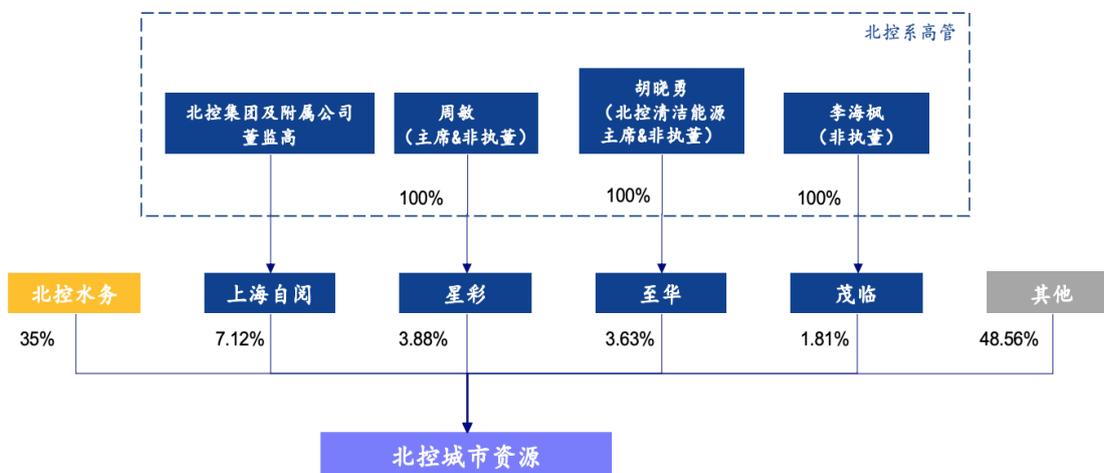
图 1：公司业务发展主要里程碑



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

北控系绑定，利益共同体促发展目标一致。根据招股说明书，上市前北控水务集团（00371.HK）持有公司股权比例为 35.0%，是第一大股东。值得注意的是，尽管公司股权看似分散，但是其背后控制人均均为北控系董监高及核心管理人员，通过上海自阅、茂临、星彩、至华等平台持有公司上市前总股本的 16.44%。公司上市后大股东和管理团队持股比例分别稀释至 26.25% 和 12.3%。公司通过管理层持股建立了长期利益共同体，实现所有者和经营者的发展目标一致，利于公司长期发展。

图 2：公司股权架构图（上市前）

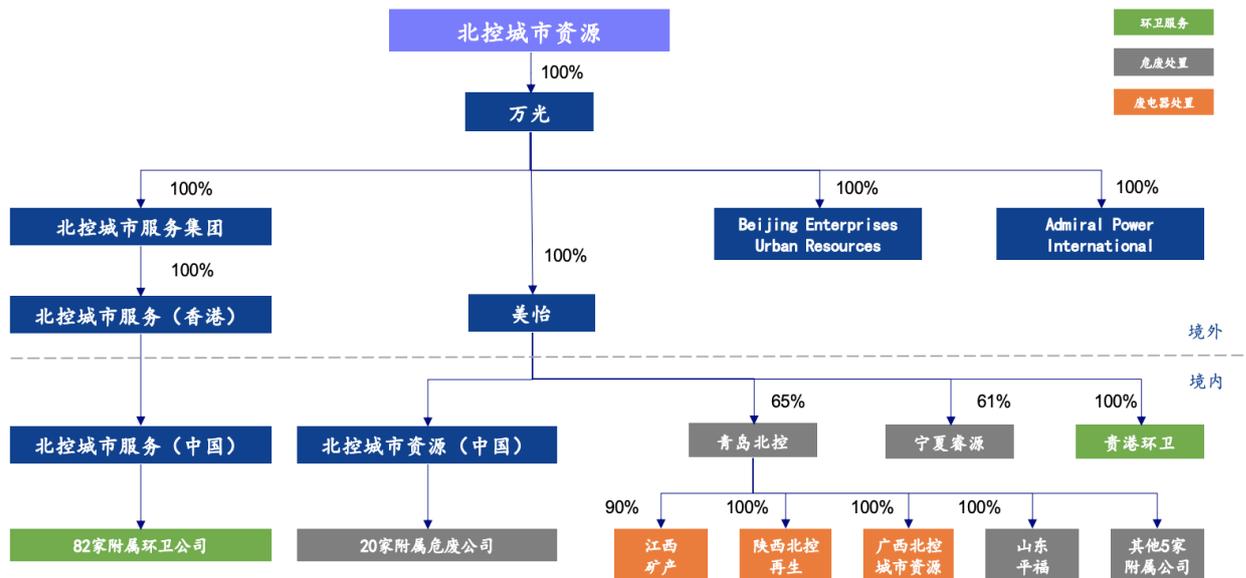


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 集团背书，助力公司腾飞

北控城市资源成立以前，业务通过不同的经营实体进行营运，2015 至 2017 年期间集团进行一系列的重组转让，万光成为主要投资控股并控制不同的境内营运实体，直至 2019 年 3 月公司成立，作为投资控股并持有相关经营实体。公司合计拥有 84 家环卫附属公司、29 家危废处置附属公司，以及 3 家从事废弃电器及电子产品处理的附属公司。

图 3：公司组织架构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

股东优势显著，助力公司获取大单。公司大股东北控水务是集产业投资、设计、建设、运营、技术服务与资本运作为一体的全产业链水务环境综合服务商，是国内水务行业领军龙头，总资产、总收入和水处理规模均位国内行业第一位。而北京控股(即北控水务集团的股东)是市政服务的翘楚，主营业务涵盖城市燃气、城市水务和固废处理三大公用事业板块，两者均为香港联交所上市公司。北控水务及北京控股均由北京控股集团有限公司最终拥有，是北京市人民政府成立及全资拥有以提供城市公共服务的公司，旗下共有上市公司 10 家，参股公司超过 300 家。北控集团的业务已扩展至中国约 400 个城市，股东遍布全国的客源、声誉及品牌认可度能够为北控城市资源的扩张策略提供有效支持。截至 2019 年 6 月，公司环卫服务项目 112 个，其中 54 个在营项目及 4 个未投运项目由北控水务推荐获得，占 2019 年上半年环卫收入的 70%。该 58 个项目中有 30 个已转让给北控城市资源。上市后公司将独立营运，与北控水务互不竞争，但是我们认为背靠大股东北控水务及北控集团有助于公司获取大型环卫项目。

表 1：公司订单获取情况

	2016			2017			2018			2019H1		合计
	来自北控水务	独立获取	合计	来自北控水务	独立获取	合计	来自北控水务	独立获取	合计	来自北控水务	独立获取	
项目数	1	0	1	40	31	71	52	54	106	54	58	112
收入(千港元)	18,512	0	18,512	495,562	166,619	662,181	1,099,996	513,429	1,613,425	769,971	324,878	1,094,849
毛利率	36.3%	-	36.3%	23.2%	19.8%	22.4%	20.0%	24.5%	21.5%	22.5%	19.7%	21.7%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 管理到位，精细化前行

资深管理层是公司可持续发展的基石。公司高级管理层团队大多来自北控水务集团，拥有丰富的行业、管理及运营经验，有望复制集团的管理经验，助力公司长远发展。行政总裁及总裁赵克喜先生协助公司建立了危险废物处理业务，加入公司前在北控水务担任不同管理职位超过15年。副总裁张海林先生在环境卫生服务行业从事企业管理及业务发展工作超10年，之前任职于北控水务。副总裁陈震先生在能源及资源行业工作超过18年。

果断处置不良业务有助于公司长远发展。2018年初管理层决心将资源专注于环卫和危废两大核心业务，于2018年6月以234.4万元出售所持有甘肃华壹的62%股权给北控中科成。甘肃华壹业务涵盖废弃电器拆解及电子废物处置，客户包括金属产品企业、塑料产品企业及回收企业，客户一般向甘肃华壹购买拆解产品，如金属废料及塑料。2016年-2018年上半年，甘肃华壹实际处理量分别为180.6万件/201.6万件/56.4万件，同期业绩分别为亏损0.75亿港元/亏损1.1亿港元/盈利2.6亿港元。2019年10月公司向少数股东出售重庆滨南51%股权，主要由于重庆滨南拥有的30多个环境卫生服务项目，毛利率较公司其他项目低，导致重庆滨南于2018年及2019年上半年分别亏损70万港元及亏损超过千万港元。

重视精细化管理，内控制度完善。作为劳动密集型产业，公司基本没有采用来自就业机构的派遣劳工，而是通过各种渠道积极招聘技术熟练的符合资格人才，并对新员工指导及培训计划，以熟悉设备及系统的运作以及相关安全程序。公司设有监督系统，让新员工接受经验丰富员工的监督及指导，在实践中学习。现有员工定期接受在职技术、操作及安全培训，以确保具备必要的技能以胜任其各自的工作。另一方面，不论是公司的环卫服务业务还是危废处置业务，均需要遵守一系列的环境保护条例，符合相关的监管规定和指引。公司董事及高级管理层发布多项有关环境合规的内部政策，并监督及管理项目公司，确保按照相关环境法律及法规运营。

表2：公司的环境保护相关内控措施

内部控制措施	具体办法
牌照申请	向地方政府机构申请，公司预计于2020年6月底前取得营运中全部城市的垃圾运输许可证
选址	在远离住宅区的地区设计及兴建废物处理设施，以降低对居民的影响
环境影响评估	在危险废物处理设施动工前，委聘专业第三方进行强制性环境影响评估，向相关政府部门提交评估结果，供审阅及批准。此为开始建造及最终获发危险废物经营许可证的先决条件
排放控制	确保焚烧产生的气体在排放前会经过气体处理流程，去除有害物质。安装有害物质水平的监测系统，该系统与相关环保政府部门连接并直接向其报告
污水控制	先在内部处理污水，确保在污水处理厂进行处置前达到《污水综合排放标准》的规定
灰尘控制	使用密封容器收集焚烧产生的灰尘，并于获许提供填埋服务的自有填埋场处置灰尘

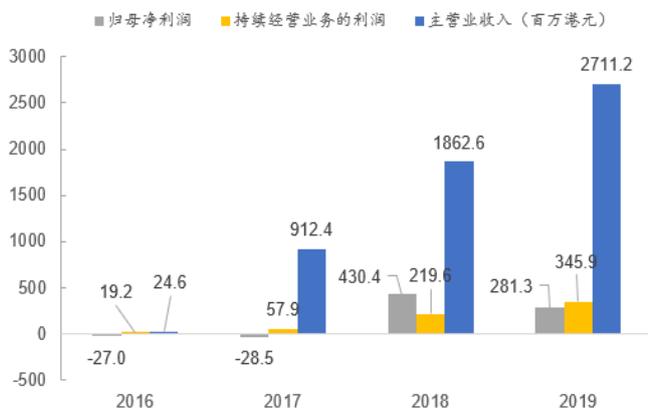
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.4. 业绩高速增长，各项指标稳中转好

公司近几年业务保持高速增长，2016年至2019年营业收入复合增长率高达379.2%，2019年实现收入27.1亿港元，同比增长45.6%。归母净利润为2.81亿港元，同比下滑34.6%，主要原因是处置了重庆滨南及相关业务。但是通过对比公司持续经营业务的利润情况，一直处于高速增长状态，2016至2019年复合增长率为162.3%。公司收入来源分为三部分：环卫服务，危废处置以及废弃电器、电子设备处理。环卫服务是公司的主要收入来源，近3年均保持在总收入70%以上的水平。我们认为公司业绩快速增长的背后主要有两点：一方面是公

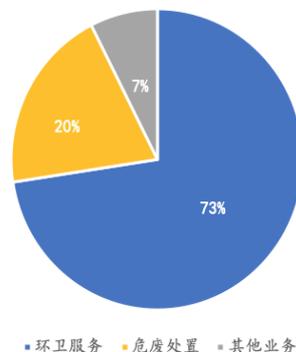
公司的环卫服务项目在不断增加，从2016年的仅1个项目增加到2019年底的97个；另一方面是公司布局的环卫服务和危废处理行业，均处于高速增长的轨道。

图 4：收入和扣非净利润情况（百万港元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

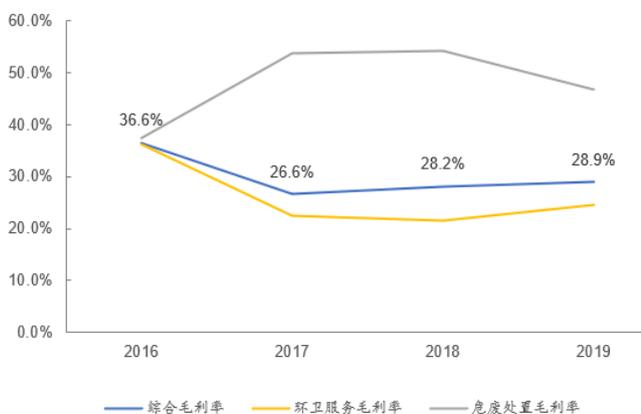
图 5：收入分布结构（2019 年）



资料来源：wind，安信证券研究中心

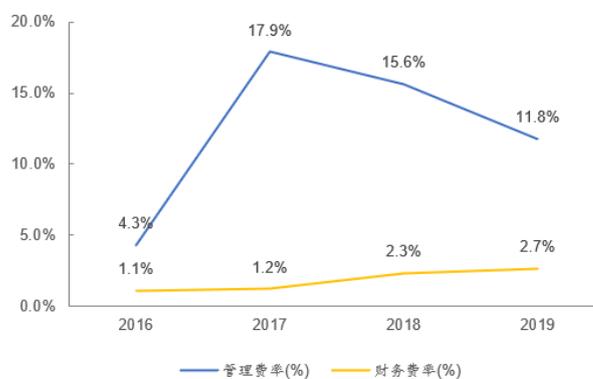
步入稳步成长阶段，各项经营指标提升。整体来看可将公司的发展路径分为两个阶段：第一阶段（高速发展期：2013-2019）：公司依托母公司北控水务获取高质量项目，同时通过收并购方式实现业务的飞速成长；第二阶段（标准化经营，稳中有进：2019-至今）：随着管理项目逐渐增加，公司通过经验复制以及标准化运营提高经营效率，实现规模经济，目前已具备较强的项目的竞争能力。2020年以来公司先后中标多个项目，包括新桥和沙井街道环卫一体化PPP项目，合约总金额约73亿元，合约期限长达15年。随着公司迈入稳步经营期，公司各项经营指标趋于稳定。从毛利率来看，近3年综合毛利率稳步提升，主要系公司注重精细化管理，环卫服务业务毛利率提升所致。而净利率波动较大，主要是由于公司近几年并购活跃且处置不良业务，2018年开始扭亏为盈，未来有望保持稳定水平。比较公司持续经营业务利润率情况，2019年为12.8%，同比提高1pct。从ROE角度，我们通过比较近几年公司平均ROE变化，发现ROE一直在稳步提高，2019年上半年数据年化后为15.0%，同比增长2pct。公司期间费率主要以管理费率为为主，尽管环卫服务作为劳动密集业务，公司管理费率先三年持续下降，彰显公司经营水平。考虑到危废处置为资金密集型行业，对比公司近几年的财务费用率情况，一直处于增长趋势，2019年为2.7%，处于合理水平。

图 6：公司毛利率变化情况



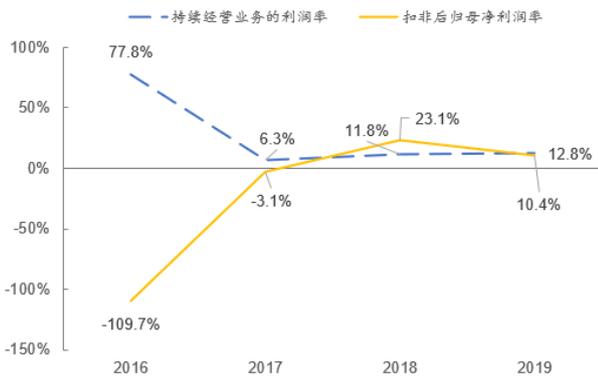
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：公司管理费率和财务费率变化情况



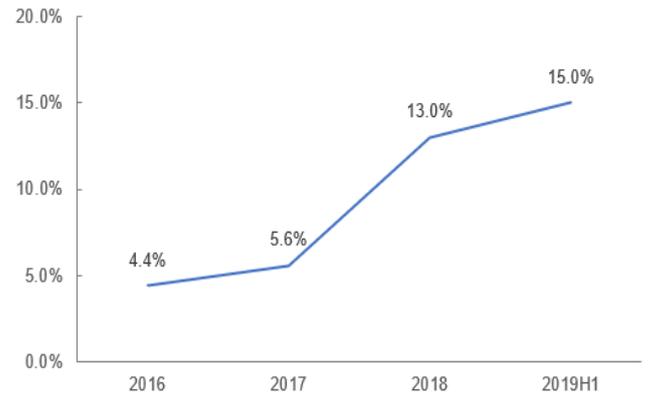
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：公司利润率变化情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：公司平均 ROE 变化情况



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心（注：2019 半年比率数据已年化）

2. 优秀赛道的领跑者，打造一体化解决方案

2.1. 并购打开公司成长空间，期待赛道集中度趋势提升

并购布局环卫和危废领域。和业内其他环卫服务公司以内生为主的发展路径有所区别，公司通过内生增长和外延并购相结合快速发展。2016 至 2018 年期间，公司陆续收购整合北控城市服务和重庆滨南扩大环卫业务，收购山东平福和宁夏睿源来提高危废处置产能，完成环卫和危废处置双主线的业务布局。根据招股说明书，截止 2019H1，公司合计拥有 84 间从事提供环境卫生服务的附属公司、29 间从事提供危险废物处理服务的附属公司及三间从事提供废弃电器及电子产品处理服务的附属公司，业务覆盖我国 28 个省及直辖市地区。

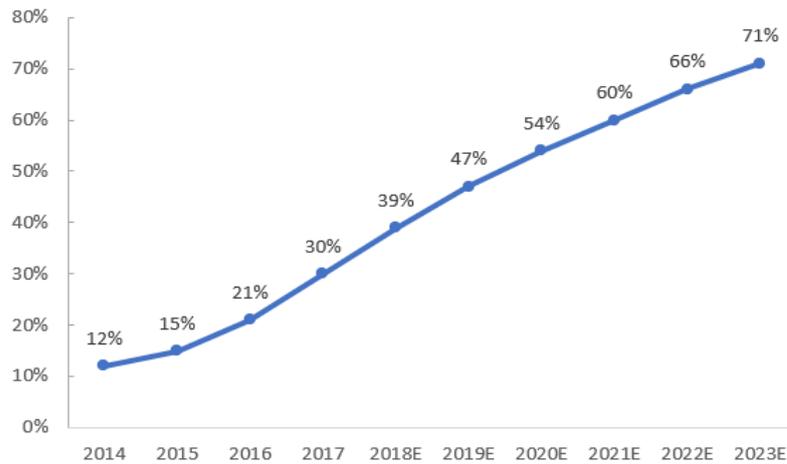
表 3：公司并购动态

日期	公司	行业
2016-2017	北控城市服务	环境卫生服务
	重庆滨南（已出售）	环境卫生服务
	山东平福	危险废物处理
	江西矿产	废弃电器处理
	陕西北控再生	废弃电器处理
2018	宁夏睿源	危险废物处理

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

行业龙头市占率有望进一步集中。一直以来，环卫市场呈现出环卫企业小而多、市场格局散而乱的局面。行业内企业规模小的偏多，受产能和资本限制，大部分也只能承接小型合同。由于大量中小企业纷纷涌入行业，依托地方资源优势获得订单，环卫行业集中度较低。目前环卫龙头渗透率较低，处于大面积推广发展的阶段。参考发达国家的发展规律，环卫市场化率到 60% 以上才达到成熟水平。因此，在当前政府对环卫服务日益提高的标准要求以及有限的财政支付、管理能力约束下，环卫市场化是环卫领域大势所趋。根据 Frost & Sullivan 的相关研究测算，认为 2020 年环卫服务的市场化渗透率将首次超过 50%，并且未来还有进一步提升空间。

图 10：环卫服务行业市场化渗透率变化

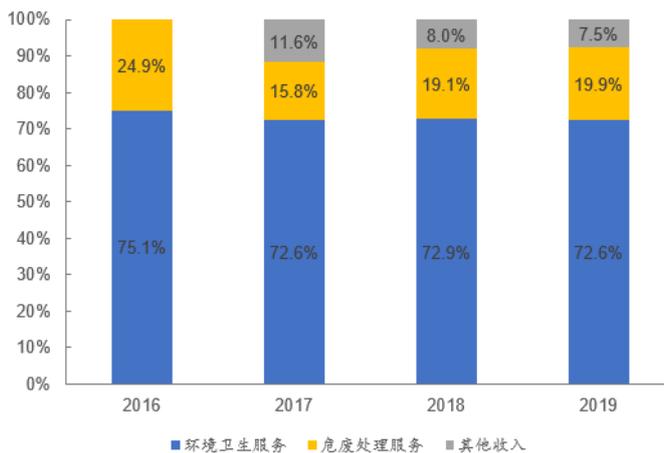


资料来源：Frost & Sullivan，安信证券研究中心

2.2. 千亿环卫市场任驰骋

环卫服务是公司收入的主要来源，占比一直在70%以上，其客户主要为地方政府机构和企业。根据招股说明书，按2018年收入计算，公司是环卫服务市场的第4大供应商，占企业级别市场份额的1.6%及整体环卫市场的0.6%，公司提供综合道路清洁、垃圾分类、垃圾收运、垃圾转运站管理、公厕管理、粪便收运、绿道养护、河道保洁服务及物业管理服务。公司于2019年6月底环卫服务项目增加至112个，遍布23个省、直辖市及自治区，其中BTO、TOT、运维项目分别为3个、3个及106个。截止2019年12月底，公司环卫项目以BTO、TOT、运维运行的项目分别为3个、3个及91个。项目数量减少主要是因为滨南集团业绩不及预期，对外出售导致。

图 11：环卫收入占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：环卫服务运营范围（截止 2019H1）

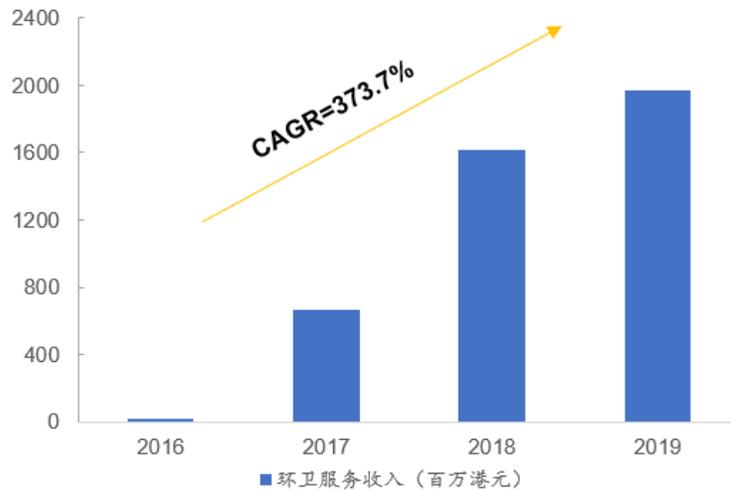


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

量价齐升，环卫业务高速增长。公司环卫服务业务保持着高增速，2016 年仅 1 个项目，贡献收入 1656 万元，2019 年环卫收入增长至 19.7 亿元，CAGR 高达 373.7%。公司环卫业务高速增长的背后一方面来自环卫项目数量大幅度增加，另一方面环卫服务单位面积价格也有所提高。公司 2018 年环卫项目已经突破 100 个，2019 年底环卫项目总数 97 个，全年新增项目 33 个，总项目数减少的原因是公司出售了重庆滨南导致。但是总承包面积有所增加，可见公司在高速发展的同时也提高拿单的质量。截止 2019 年 12 月 31 日，公司环境卫生服务项目的总

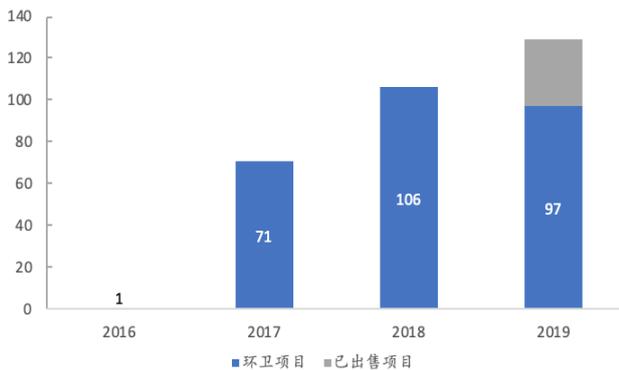
承包面积为约 1.5 亿平方米(2018 年 1.42 亿平方米), 平均收入每平方米 10.7 港元(2018 年为每平方米 9.2 港元)。

图 13: 公司环卫服务收入变化



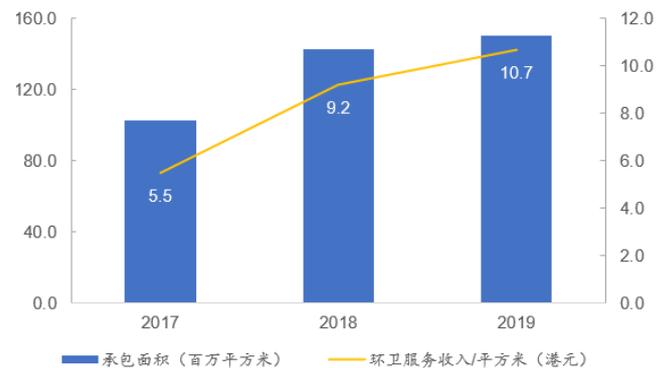
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 公司环卫项目数



资料来源: 招股说明书, 公司报告, 安信证券研究中心

图 15: 公司环卫服务承包面积及单位价格



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 安信证券研究中心

表 4: 公司年初至今中标情况

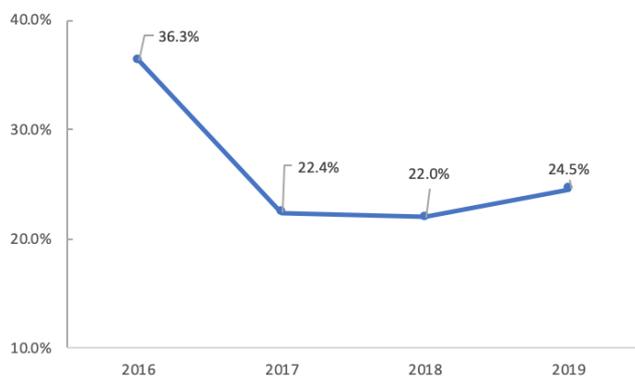
项目名称	签约时间	年限	地区	合同总金额 (亿元)	年化金额 (亿元)
江永县桃川等四个乡镇农村生活垃圾收转运项目	2020.01	9 年	湖南	0.7	0.08
淄博市周村区环卫作业市场化政府购买服务项目	2020.01	8 年	山东	3.93	0.49
新田县农村生活垃圾前端清扫保洁及收集服务项目	2020.01	3 年	湖南	0.75	0.25
新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020.01	15 年	广东	73.12	4.87
定兴县城区公厕管理维护服务项目第一标段 (二次)	2020.01	3 年	河北	0.02	0.01
淄博市张店新旧城区园林绿化养护项目	2020.02	3 年	山东	1.54	0.51
潍坊市环境保护服务总公司库存有害化学药剂进行报废处理项目	2020.03	8 天	山东	0.01	0.01
太原晋源区义井街办、金胜镇购买环卫市场化运营服务项目	2020.03	3 年	山西	1.62	0.54
南充市嘉陵区城乡环境综合治理项目	2020.03	25 年	四川	10.59	0.42
泸州市纳溪区环卫社会化服务项目	2020.04	3 年	四川	0.68	0.23
淄博市 2020 年张店新旧城区裸露地补植服务	2020.04	2 年	山东	0.48	0.24
大荔县城区环卫作业市场化购买服务项目	2020.05	3 年	陕西	1.14	0.38

贵德县常牧镇曲丹峪集镇清扫保洁、垃圾填埋场及新增公厕运营管理项目（第二次）	2020.05	3年	青海	0.06	0.02
仁化县城区生活垃圾分类试点项目	2020.05	3年	广东	0.2	0.07
辛集市城市管理综合行政执法局城区重点区域深度保洁项目(B包)	2020.05	3年	河北	0.01	/
宁津县保店镇人民政府城乡环卫一体化	2020.06	1年	山东	0.01	/
合计				94.86	8.14

资料来源：公司公告，公开资料整理，安信证券研究中心

智能环卫助力高效管理，毛利率持续提升。2019年公司环境卫生服务的毛利率上升至24.5%，同比提高2.45pct，主要由于公司有效控制经营成本，持续专注于提升营运效率，并于业务流程中运用先进技术。公司推出试点项目，要求环卫工佩戴数字手环并在每辆车辆上安装全球定位系统追踪器，并在清洗车上安装远程燃料监控器。因此能实时追踪环卫工及清洗车的工作进度以及车辆的燃料使用。透过此类设备收集的资料会传输至云端平台，而综合管理平台根据收集的资料进行实时监控及评估。通过科技打造智能环卫能促进提高营运效率，从而增加环卫服务的利润。

图 16：环卫服务毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

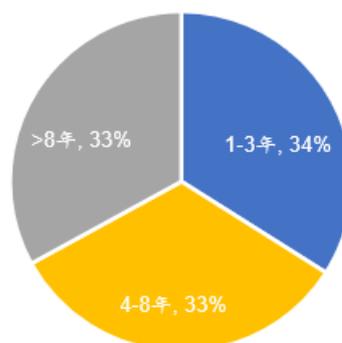
图 17：昆明城乡环卫一体化项目



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

长周期项目为公司可持续发展奠定基础。环卫项目具有准入门槛低，人力密集的特点，对于中小环卫企业而言，往往需要在当地不停承接短期业务实现扩张。根据公司招股说明书，现有环卫项目中约 1/3 合约期限超过 8 年，约 1/3 合约期限为 4~8 年，剩下 1/3 的合约期限为 1~3 年。长周期项目为公司未来 5 年发展提供了基础。

图 18：公司环卫项目按照合约期限分类（截止 2019 年 H1）

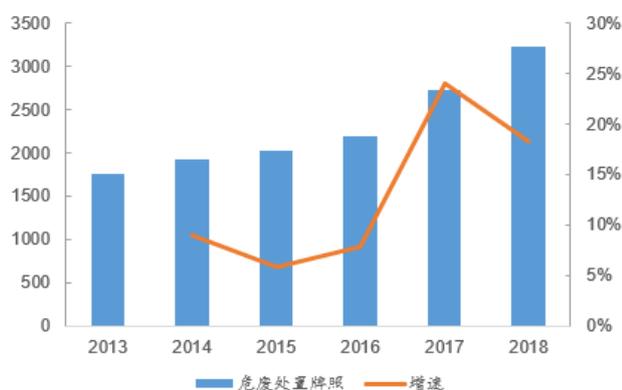


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.3. 危废准入门槛高，产能释放在即

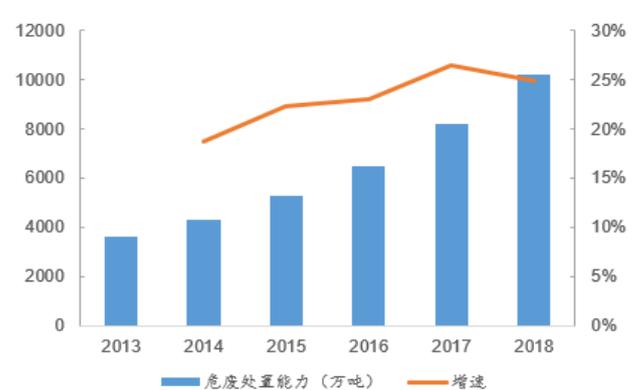
处置资格和资本投入带来准入壁垒。我国要求公司须持有危险废物经营许可证才能开展危险废物处理业务。而考虑到危废处置的危险性及重要性，监管机构仅将经营许可证授予具有行业经验及专业知识的企业，并且牌照的获取时间通常较长。根据《危险废物经营许可证管理办法》，拥有三项或以上技术且拥有三年以上行业经验以及配备合格废物运输及处理设施的公司才能取得收集、贮存及处置危险废物的综合经营许可证。根据环保部，截至 2018 年全国共颁发危废经营许可证 3220 份，全国核准的处置产能为 10212 万吨/年。另一方面来看，危废处置是资本密集型行业，处理设施通常需要大量资本投资。相关的大量经常性投资要求行业参与者拥有雄厚的资本实力及融资能力。

图 19：我国危废处置牌照（万吨）



资料来源：《2019 年大、中城市固体废物污染环境防治年报》，安信证券研究中心

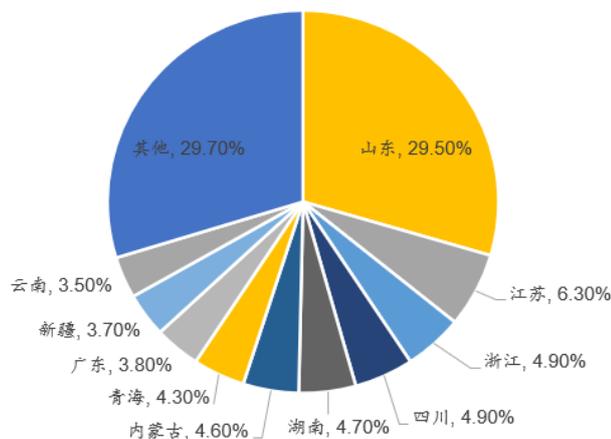
图 20：我国危废处置能力（万吨）



资料来源：《2019 年大、中城市固体废物污染环境防治年报》，安信证券研究中心

精准卡位产废大省，地域优势明显。我国危险废物产生量与处理能力分布不均。拥有较多工业企业的省份（如山东省、内蒙古及青海），其 2017 年危险废物产生量占当年全国危废总产量 38.4%，但是危废处置的总设计处理能力相对较低，占 2018 年中国危险废物处置的总设计处理能力的 4.2%。由于分布不均，工业企业多的省份面临处理设施不足的情况。从处置产能来看，公司在山东和青海的危废处置能力均位于当地前列，分别排名第四及第一。

图 21：2017 年各省危废产生量分布



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

表 5：公司危废产能和市占率情况

		北控城市资源	当地前五大合计
山东省	总设计处理能力 (千吨/年)	90.4	485.2
	市场份额 (%)	7.9% (排名第 4)	42.4%
	实际处理量 (千吨)	61.3	239.9
	市场份额 (%)	9.9% (排名第 1)	37.7%
青海省	总设计处理能力 (千吨/年)	138.0	221.6
	市场份额 (%)	58.1% (排名第 1)	99.0%
	实际处理量 (千吨)	15.4	76.8
	市场份额 (%)	19.7% (排名第 2)	98.1%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

危废处置类别多，新项目产能在即。在目前国家危险废物名录所列的 46 大类别危险废物中，公司具有资格处理 38 类。处理方式包括目前市面上的全部四种主要方式，包括焚烧、废水及废液物化净化、固化及填埋处置。公司还将业务延伸至回收循环利用工业废物中的材料。通过收购宁夏睿源切入废旧甲醇及混醇回收循环利用。截至 2019 年 12 月底，公司有 6 个在营危险废物处理项目，2 个试营危险废物处理项目，5 个在建项目，4 个规划建设项目。以处理量计算，公司危险废物处理业务的实际处理量由 2017 年的 4.6 万吨增加 176.1% 至 2018 年的 12.8 万吨，并于 2019 年增长至 16.2 万吨。根据公司招股说明书，按 2018 年在营项目(包括试营项目)废物处置设计产能计算，公司在全国危险废物处理服务市场排名第 6，市场份额达 0.7%。

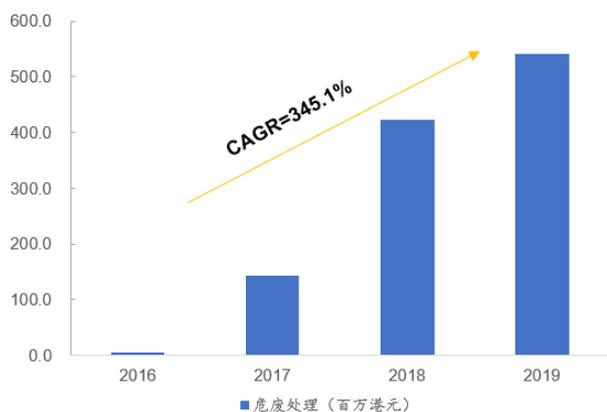
表 6：公司危废产能（截止 2019H1）

项目名称	处置方式	产能
在运营及试运营项目		
广西贵港北控水务医疗废物处置中心	加热蒸汽灭菌	1,650.0 吨/年, 2019 年 12 月增至 3,650 吨/年
山东省工业固体废物处置中心	填埋、废水及废液物化净化、焚烧	填埋: 5.4 万吨/年 废水及废液物化净化: 1.4 万吨/年 焚烧: 1,300.0 吨/年
甘河工业园尾矿渣堆场及循环利用项目	填埋	6.0 万吨/年
宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目	精馏提纯	9.0 万吨/年
格尔木工业废渣集中处置项目	填埋	10.0 万吨/年
寿光市工业固体废物处置中心	焚烧	9,000.0 吨/年
重庆塑料综合利用项目	塑料回收	5.0 万吨/年
在建及规划建设项目		
宜昌市姚家港工业废物处理及资源化项目	填埋、废水及废液物化净化、焚烧	填埋: 7.9 万吨/年 废水及废液物化净化: 2.0 万吨/年 焚烧: 2,700 吨/年
新疆哈密南岗建材水泥窑协同处置工业废物项目	水泥窑协同处置	5.0 万吨/年
山东省工业固体废物处置中心项目(二期)	焚烧	3.0 万吨/年
寿光市工业固体废物处置中心工程项目(二期)	焚烧、废水及废液物化净化、填埋	填埋: 3.0 万吨/年 废水及废液物化净化: 1.8 万吨/年 焚烧: 2.2 万吨/年
梓潼北控循环经济产业园项目	焚烧、填埋	填埋: 3.0 万吨/年 焚烧: 2.0 万吨/年
仙居县危废焚烧处置中心项目	焚烧	1.5 万吨/年
自贡市工业危险废物处置及资源化项目	焚烧、填埋	焚烧: 3.0 万吨/年 填埋: 2.0 万吨/年
自贡市医疗废物处置中心二期项目	高温蒸汽灭菌及焚烧	3,614.0 吨/年
二道湖工业园危险废物填埋场项目	填埋	10.0 万吨/年

广西贵港北控水务医疗废物处置中心扩建项目 高温蒸汽灭菌 3,650.0 吨/年
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

危废项目产能爬坡空间大。2019 年公司危废业务实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 28%，16-19 年 CAGR 约 345.1%，和环卫业务一样处于高速增长状态。公司于 2018 年起业务拓展回收循环利用工业废料，通过收购宁夏睿源切入废旧甲醇及混醇回收循环利用，是近两年公司危废业务的增长点。截至 2019 年 12 月 31 日，无害化处置项目的处理设施的总设计处理能力为每年 370,396 吨 (2018 年: 252,050 吨)，同比增长 47%，但是实际处理量为 76,345 吨 (2018 年: 80,486 吨) 同比下滑 5.1%，主要是部分项目涉及危废牌照更换没有投产。由于公司主要通过并购扩大业务，危废处理设施并未全面利用。宁夏睿源项目 2019 年的处理量为 85,994 吨，相较 2018 年 47,548 吨的处理量同比增长 80.9%，产能利用率由 75.4% 提升至 146.0%。2018 年甘河工业园尾矿渣堆场及循环利用项目及格尔木工业废渣集中处置项目的利用率分别为 18.3% 及 6.3%。利用率低是由于 18 年才开始在青海省经营业务，还处于开拓客源中，并且 2019 年涉及到危废牌照更换甚至没有产能。随着公司在青海省进一步扩张，实际处理量将继续增加。我们认为随着未来危废业务经营迈入稳定阶段，产能度过爬坡期后，危废板块能贡献不菲利润。

图 22：公司危废处置收入（百万港元）



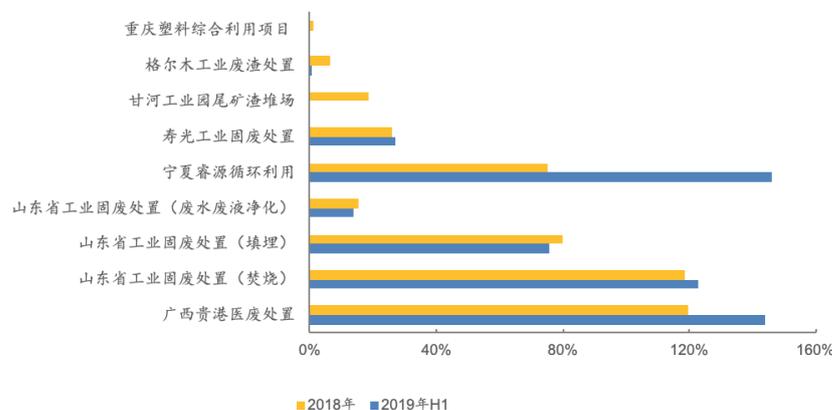
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：公司危废实际处置量（吨）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，安信证券研究中心

图 24：公司危废项目产能利用率情况



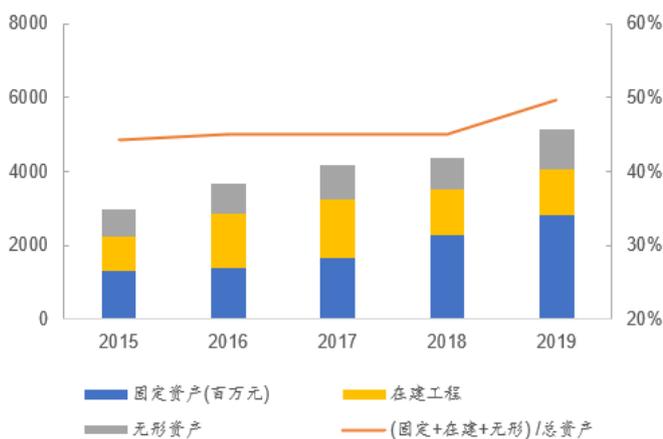
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 固废一体化协同，轻重资产并行

公司聚焦环卫市场及危废处理市场，打造“一站式解决方案”固废服务供应商。危险废物处理设施通常需要大量资本投资。根据招股书，一般而言一座处理量为 30 万吨的填埋处置厂房需要约人民币 1 亿元的期初投资。并且危险废物处理设施的施工周期通常为 3 至 5 年，大量的经常性投资要求雄厚的资本实力及融资能力。

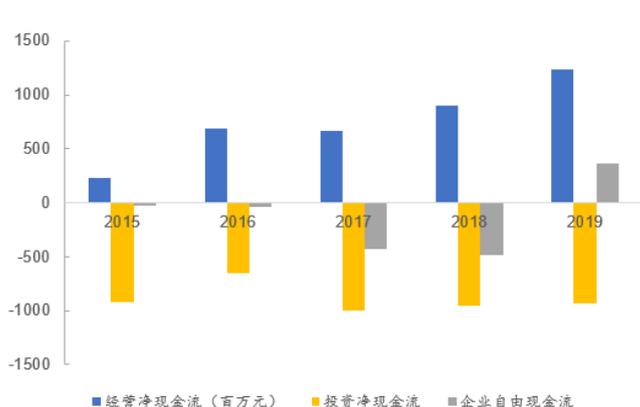
以东江环保为例，(在建工程+固定资产+无形资产)/总资产的比例一直保持在 40%以上，尽管经营现金流良好，但是每年资本开支通常较大，自由现金流往往呈负数，因此对公司现金流周转要求较高。

图 25：东江环保固定资产情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

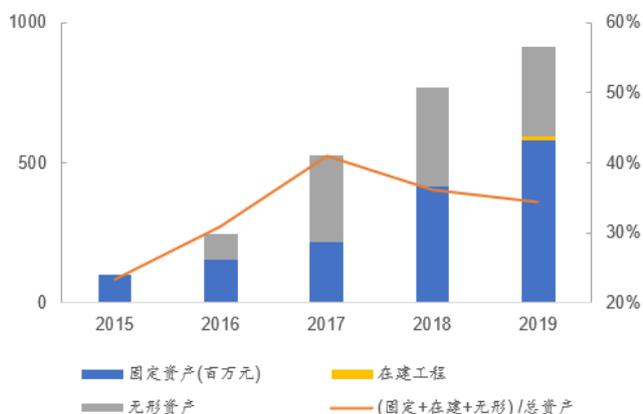
图 26：东江环保现金流情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

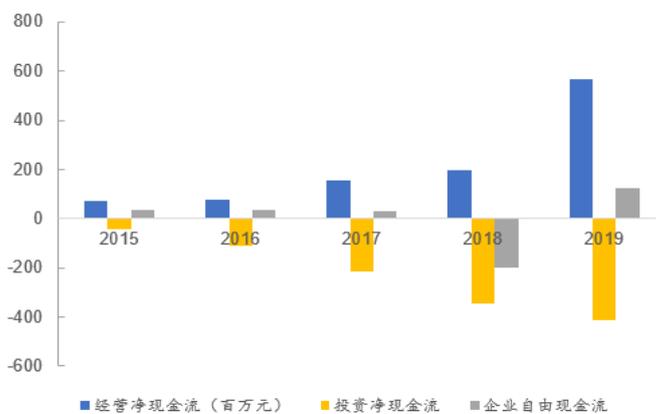
而以玉禾田为典型代表的环卫公司，资产属性偏轻，(在建工程+固定资产+无形资产)/总资产的比例相对较低，尤其的固定资产部分。另一方面由于环卫是劳动力异常密集行业，地方财政部门往往按照月度或者季度支付环卫项目服务费，因此项目应收账款账期普遍较短，经营现金流水平较好。同时环卫新项目的所需投资额相对较小，主要是环卫设备相关开支，故自由现金流通常为正值。

图 27：玉禾田固定资产情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28：玉禾田现金流情况



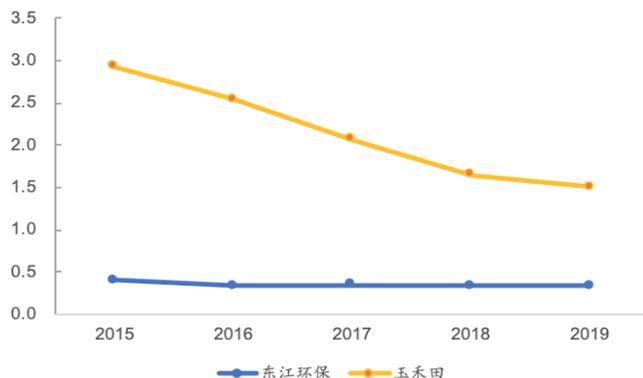
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 29：玉禾田和东江环保 ROE(扣非)比较



资料来源：wind，安信证券研究中心

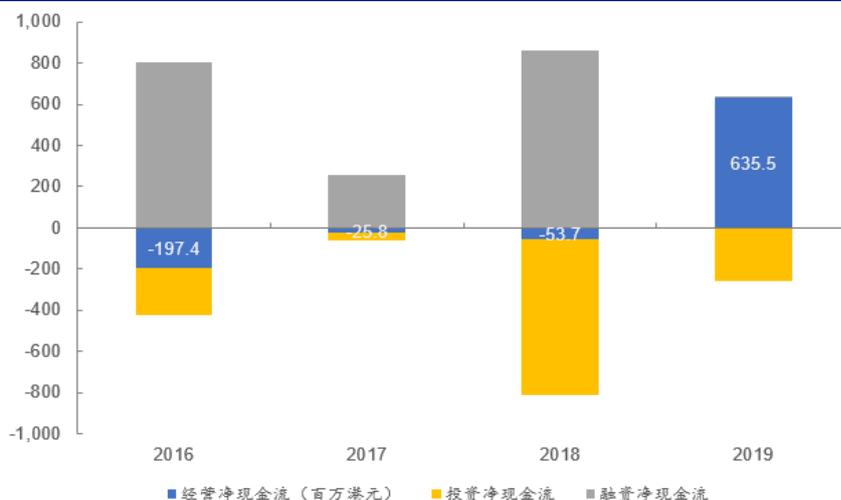
图 30：玉禾田和东江环保资产周转率比较



资料来源：wind，安信证券研究中心

我们认为公司同时布局环卫服务和危废处置，均能贡献稳定的经营现金流，并且环卫服务前期资本投入较少，而危废处置前期资本投入较大，环卫贡献的稳定现金流利于公司资金管理，降低危废业务大量资本开支带来的负担。2018 年公司现金流为负主要是因为电子拆解业务亏损所致，同年公司出售甘肃华壹(电子拆解业务公司)后，2019 年公司经营净现金流已经由负转正，同时投资净现金流大幅收窄，随着危废项目逐渐投产和稳步经营后，公司现金流将显著好转。

图 31：公司现金流情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

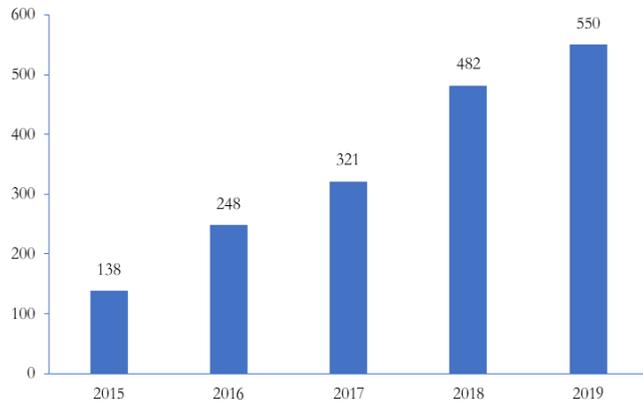
3. 环卫龙头跑马圈地，危废蓝海厚积薄发

3.1. 环卫大单趋势明显，助力龙头公司强者愈强

环卫市场化推进从一线城市逐渐深入。十九大以后，环卫行业的“政事分开、事企分开、管办分离”改革进程将加速，环卫市场化也将由此更加彻底、更加深入的推进。环境司南数据统计显示，2019 年度开标项目年化总金额在 550 亿元左右。从 2015 年 138 亿到 2019 年 550 亿，从百亿级到五百亿级，短短五年时间，全国环卫服务市场“中标项目年化金额”一年一个台阶，可见环卫行业市场空间和市场化程度快速发展。数据同时表明 2019 年度环卫市场化城市排行榜共有 289 座城市上榜，其中 4 个直辖市、285 个地级市(含“天门市、仙桃市、潜江市”三个省辖市)。289 个上榜城市中，2019 年度开标环卫服务项目年化额超过 10 亿元的城市有 10 个，分别为北京市、上海市、深圳市、郑州市、天津市、杭州市、苏州市、成

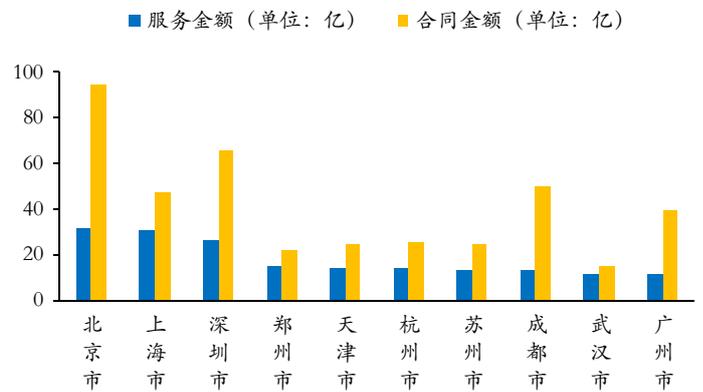
都市、武汉市和广州市。其中，北京和上海年化额超过 30 亿元，深圳市年化额接近 26 亿元。今年以来已有超过 10 个 10 亿级别环卫项目出现。在目前环卫一体化趋势下，拥有资金、经验、品牌、地域优势的龙头企业将优先受益。根据环境司南统计，广深地区从 2019 年便陆续开标重磅级项目，而 2020 年截止目前全国 10 亿级以上的项目总额已达 271.12 亿元。

图 32：近五年环卫服务中标项目年化金额（亿元）



资料来源：环境司南，安信证券研究中心

图 33：2019 年度环卫市场化 TOP10 城市



资料来源：环境司南，安信证券研究中心

市场化推进促行业准入门槛水涨船高，龙头公司显著受益。目前环卫市场化处于大面积推广发展的阶段，环卫市场呈现出环卫企业小而多、市场格局散而乱的局面，环卫龙头渗透率较低。行业内企业规模小的偏多，受产能和资本限制，大部分也只能承接小型合同。由于大量中小企业纷纷涌入行业，依托地方资源优势获得订单，环卫行业集中度较低。但是随着环卫行业市场化的推进，企业间的竞争体现在资源背景、管理运营经验、服务质量、品牌、资本实力、报价等多个方面，中小型环卫服务公司或受挤压严重。从新增订单集中度来看，北京环境、龙马环卫、北控城市服务、玉禾田、侨银环保等新增市场份额排名靠前。大型环卫一体化项目所要求的综合能力不是小型公司能够短时间补足的，环卫服务市场份额将快速向龙头集中。以深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目为例，年服务费为 5.6 亿元/年，服务期限 15 年，总合同金额达 78 亿元，是迄今为止国内最大的环卫一体化项目。2020 年 4 月开始招标，公告中对企业的财务状况提出了很高的要求，单财务要求就将国内一大批中小环卫企业拒之门外，最终通过资格审查的共有 24 家企业。随着国内环卫一体化项目越捆越大，政府对社会资本方的要求将水涨船高，未来优质大项目更趋向于赢者通吃，强者愈强。

表 7：深圳宝安项目招标要求

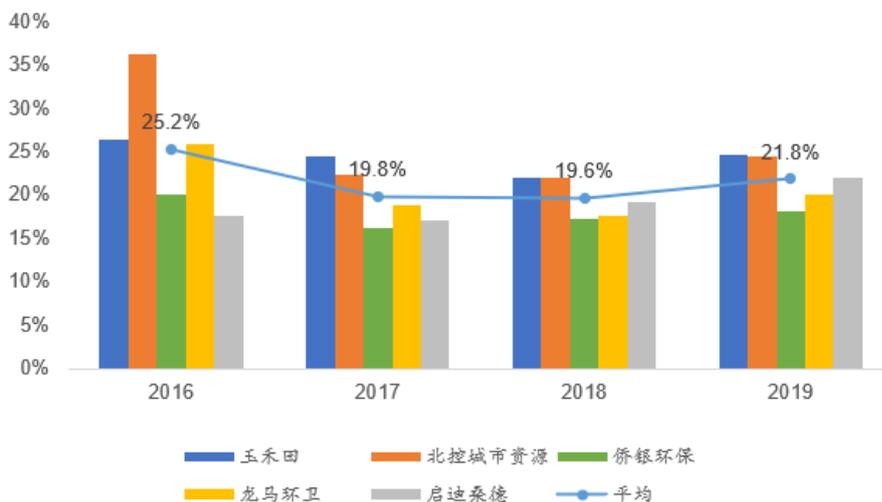
指标	具体要求
自由资金出资能力	要求招标公告发布前的 30 个自然日，社会资本银行账户现金存款余额最低之日的 存款余额达到 4 亿元 ，得 100 分；达不到的，其得分按照如下公示计算：社会资本得分=社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额÷4 亿元×100。
项目投融资能力	能够提供银行等金融机构开具的有效授信信贷额度证明， 全部授信总额度达到 10 亿元 ，得 100 分；达不到 10 亿元人民币的，其得分按照如下公示计算：社会资本得分=社会资本有效授信信贷额度÷10 亿元×100，四舍五入精确到小数点后两位。
经营管理盈利能力	社会资本具有较强的经营管理盈利能力，以 2017 年（或 2018 年）净利润为基准，社会资本 2018 年（或 2019 年）的 净利润增长率达到 30%（含 30%） 的得 100 分，达不到 30%的，其得分按照公式：社会资本得分=某年的净利润增长率÷30%×100；按照上述公式得分为负数的，最低得 0 分。

资料来源：采招网，安信证券研究中心

行业进入良性竞争，整体规模效应初显。我们选取了 5 家上市公司对比了 2016-2019 年环卫

业务的毛利率发现均经历了毛利率下滑的阶段，而环卫行业作为劳动密集行业，其成本主要来自人工。我们认为期间几年毛利率下滑主要是由于劳动成本上涨以及设备折旧导致。而进入2019年后毛利率有所回升，我们认为行业龙头的经营效率提升导致，也就是说头部企业的已经能够产生规模效应。

图 34：2016-2019 环卫行业上市公司环卫板块毛利率对比



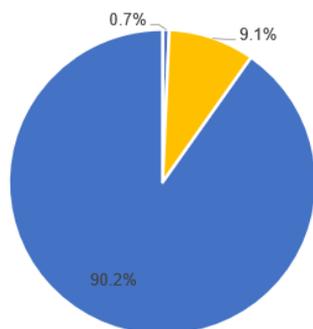
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 危废市场小而散，潜在并购机会多

危废处理行业高度分散。根据 Frost & Sullivan 的数据，截至 2018 年，已投运的废物处置(包括试管设施)超过 1,000 家，其中按总设计处理能力及实际处理总量计，前 10 大公司分别占总市场份额的 9.8%及 13.8%。按 2018 年总设计处理能力来看，排名第一的公司占 3.0%的市场份额，北控城市资源占约 0.7%的市场份额，排名第 6，按 2018 年实际处理总量来看，排名第一的公司占 4.4%的市场份额，北控城市资源占约 0.6%的市场份额，排名第 9。危废处理行业中存在小散乱的现象，排行前 10 位的危废处理企业市占率之和约全国市场的 10%，剩下的都被小散乱的企业瓜分。小企业很多都不具备资质和技术来处理危废，最终产生更大的危害。因此，随着近年来国家的监管在不断加强，加上市场巨大的空间吸引了资本介入，危废行业的整合正逐步加速。公司作为行业头部企业，具备综合处置能力、融资成本优势、资源优势，可受益于市场集中而整合小型服务供应商来不断提升公司在行业的领先地位。

图 35：2018 年危废市占率情况（按总设计产能）

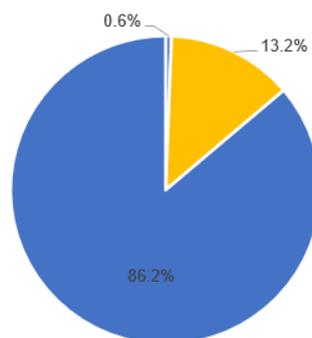
■ 北控城市资源 ■ CR10（除北控以外） ■ 全国其他已投运的危废处置总设计产能



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 36：2018 年危废市占率情况（按实际处置量）

■ 北控城市资源 ■ CR10（除北控以外） ■ 全国其他已投运的危废处置总设计产能



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

外延并购是危废行业的主要扩张方式。危废行业从2016年开始掀起并购热潮，多家行业外上市公司通过并购跨入危废行业，同时一些央企也展开布局。根据我们不完全统计，2018-2019年共超过20起重大并购案，包括环保类上市公司拓展新业务；危废公司扩大产能，提升市占率；其他行业公司跨界布局危废业务等。我们认为未来危废并购或将回归理性，但是小而散的行业格局依旧给业内企业提供了较大的整合空间。

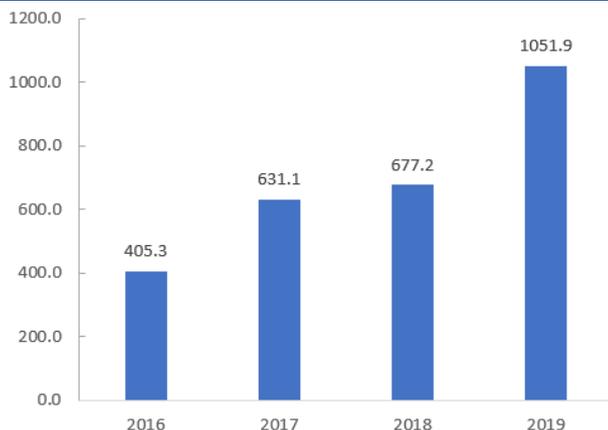
表 8：近两年危废板块并购动态（不完全统计）

收购时间	并购公司	标的公司	金额（亿元）	股权	收购标的产能（万吨/年）
2018.1	高能环境	阳新鹏富矿业	1.68	51%	9.92
2018.2	金圆股份	祥城环保	0.3	50%	7
2018.4	兴源环境	绿农环境	12	100%	/
2018.4	永清环保	高邮康博	8.3	100%	3
2018.5	金圆股份	天汇隆源	/	60%	10
2018.6	首创环境	清洁能源	0.6	80%	/
2018.6	雅居乐环保	泽州和美	/	70%	18
2018.7	雅居乐环保	湖南邦源	/	55%	26
2018.9	中再资环	中再环服	7.11	100%	3
2018.9	雅居乐环保	吉安创成	/	60%	35
2018.11	瀚蓝环境	赣州宏华环保	3.7	100%	7.2
2019.1	中化环境	上海环信	/	60%	/
2019.3	东江环保	富龙环保	0.64	21%	4.97（焚烧）
2019.5	金圆股份	江西汇盈	1.415	100%	13.27万吨/年
2019.5	太化股份	兴华锌业	/	70%	6万吨/年
2019.9	中再生	山东中再生	6.8	100%	1.65（焚烧），1.35（填埋）
2019.9	中再生	武汉泰森	3.15	100%	/
2019.9	云南水务	创联环保	0.403	100%	9
2019.9	浙富控股	申联环保	129.2	100%	/
2019.9	浙富控股	申能环保	15.84	40%	35
2019.11	润邦股份	中油优艺	9.9	73%	27
2019.11	星河环境	瑞思科环保	0.3393	51%	/
2019.12	达港控股	富源工业	/	51%	/

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

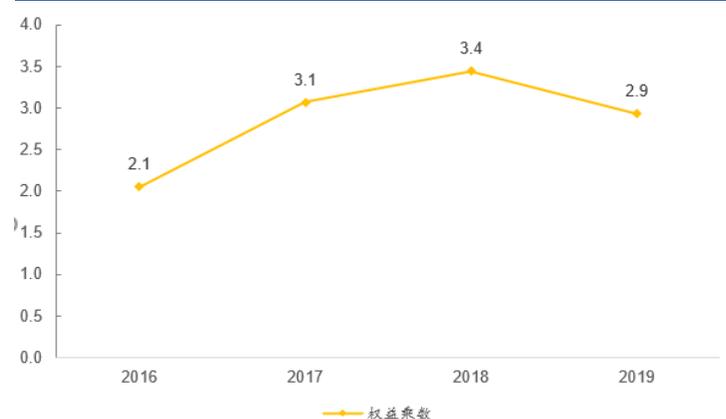
公司在手现金充沛，截止2019年底现金及等价物约10.52亿港元，能够为后续潜在危废项目并购提供支撑，进一步产能及规模。并且公司权益乘数开始降低，去杠杆明显。考虑到公司背靠国企大股东，融资渠道畅通，优化负债水平能够为未来扩张需求提供更大的发展空间。

图 37：公司期末现金情况（百万港元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 38：公司权益乘数变化

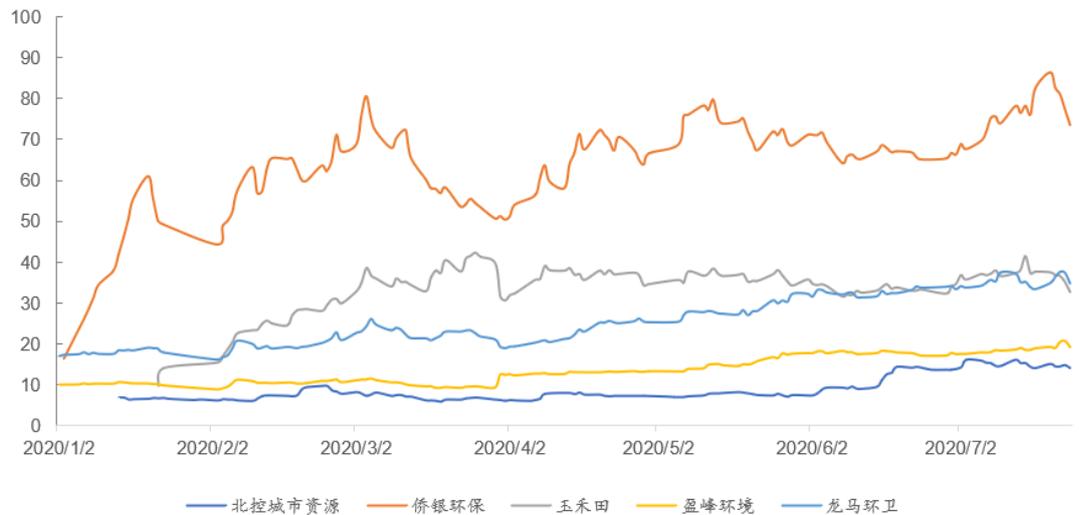


资料来源：wind，安信证券研究中心

4. 投资建议

我们青睐公司凭借北控水务集团的背书和自身快速持续的市场拓展能力，有望稳居环卫服务市场龙头位置，未来在市场化率和集中度提升的共同驱动下，其发展空间将被进一步打开。且随着危废产能持续加码及运营管理经验的丰富，有望持续改善盈利水平。由于港股没有可比环卫标的，我们选取港股商业模式相近的物业管理公司和其他环保公司，以及A股环卫公司进行估值对比。预测2020/21/22年归母净利润分别为4.8/6.5/7.4亿港元，对应EPS分别为0.18/0.24/0.27港元。首次评级给予买入-A评级。目标价1.87港元。

图 39：年初以来环卫可比公司 PE (TTM) 变化



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 9：公司估值对比表

公司名称	股票代码	交易货币	市盈率				EPS			ROE
			2020/7/31	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2019
H 股环保&物业公司										
东江环保	0895.HK	HKD	4.8	8.0	6.8	5.9	0.6	0.7	0.8	10.1
中国光大绿色环保	1257.HK	HKD	3.4	3.8	3.4	2.9	0.8	0.9	1.2	16.5
绿色动力环保	1330.HK	HKD	3.5	8.0	6.7	5.6	0.4	0.5	0.6	13.5
粤丰环保	1381.HK	HKD	3.5	7.9	6.9	6.1	0.4	0.5	0.6	16.1
绿城服务	2869.HK	HKD	10.6	44.2	34.1	26.6	0.2	0.3	0.4	18.8
保利物业	6049.HK	HKD	81.6	55.2	40.3	29.7	1.3	1.9	2.6	17.2
碧桂园服务	6098.HK	HKD	46.8	50.6	38.8	29.0	0.8	1.1	1.5	43.8
永升生活服务	1995.HK	HKD	14.9	57.1	37.1	25.3	0.2	0.4	0.5	21.9
A 股环保公司										
玉禾田	300815.SZ	CNY	122.6	31.4	25.5	18.9	3.9	4.8	6.5	37.3
侨银环保	002973.SZ	CNY	26.2	43.7	32.8	23.8	0.6	0.8	1.1	14.6
龙马环卫	603686.SH	CNY	25.1	27.8	25.1	20.9	0.9	1.0	1.2	11.2
盈峰环境	000967.SZ	CNY	10.1	20.2	16.8	14.4	0.5	0.6	0.7	9.1
北控城市资源	3718.HK	HKD	1.4	11.8	9.0	7.1	0.1	0.2	0.2	18.7

资料来源：wind，安信证券研究中心

5. 风险提示

(1) 项目推进进度不及预期

公司环卫业务是未来的重要增长点，在手项目众多，项目顺利推进投运能够给公司创造大量的收入，但如果项目拓展和投运不及预期，则会使公司难以实现预计的业绩增长。

(2) 市场竞争加剧风险

虽然与同行业其他企业相比，公司在资产规模、经营业绩、业务水平、市场品牌等方面位居行业前列，具有一定竞争优势，并已初步成为了跨区域全国布局的市政环卫和危废业务运营企业。但由于行业集中度较低，市场竞争激烈，可能使公司的市场份额出现下降，从而影响公司经营业绩的持续增长和盈利能力的提升。

(3) 人力成本上升风险

随着公司业务规模的快速扩大，公司需要利用更好的待遇水平来储备具有创新能力和丰富经验的管理人员，将会导致人力成本上升，同时近年来我国人均平均工资呈上涨趋势，如果项目运营期内人工成本上升较快，但服务费价格未能相应提升，或无法招聘到足量员工，则将对公司经营业绩造成不利影响。

6. 财务报表

表 10: 收入利润表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,863	2,711	3,749	4,716	5,407
环卫服务业务	1,264	1,968	2,752	3,454	4,010
危废处置业务	422	540	774	1,028	1,158
其他业务	176	203	223	234	239
收入成本	-1,308	-1,928	-2,625	-3,254	-3,676
毛利	554	783	1,125	1,462	1,730
毛利率	29.77%	28.90%	30.00%	31.00%	32.00%
销售、研发、一般及行政费用	-298	-334	-469	-559	-643
销售和营销费用	-6	-14	-19	-22	-27
一般及行政费用	-291	-320	-450	-538	-616
利息收入/支出	-44	-72	-47	-69	-113
其他损益(净值)	-4	-3	-7	-8	-9
税前利润	263	433	662	885	1,025
所得税(开支)/收益	-43	-87	-90	-125	-149
非经营项目利润	252	6	-	-	-
持续经营利润	220	346	572	760	876
净利润	472	352	572	760	876
归属于普通股股东的净利润	430	281	481	646	742
归母净利润率	23.11%	10.38%	12.84%	13.70%	13.73%

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心预测

表 11: 现金流量表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润	430	281	481	646	742
折旧与摊销	156	237	199	243	274
其他非现金项目	-185	129	-	-	-
营运资本变化	-454	-11	-221	-336	-133
经营活动净现金流	-51	636	459	554	883
投资活动净现金流	-757	-258	-287	-480	-618
融资活动净现金流	860	7	2	302	139
现金及现金等价物净增加/(减少)	48	375	174	375	403
汇兑收益/(亏损)	-3	-9	-	-	-
期初现金、现金等价物和限制性现金	631	679	1,054	1,229	1,604
期末现金及现金等价物	679	1,054	1,229	1,604	2,007

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心预测

表 12: 资产负债表

百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,352	2,287	3,047	3,887	4,723
存货	87	45	118	149	144
应收账款及其他流动资产	1,518	1,172	1,687	2,122	2,433
短期投资	-	-	-	-	-
现金和现金等价物	734	1,052	1,226	1,601	2,131
非流动资产	2,551	2,700	3,655	4,476	5,423
财产、厂房和设备	1,840	2,083	2,965	3,715	4,658
商誉	393	280	280	280	280
无形资产	1	2	2	2	2
经营特许权	61	114	114	114	114
预付款和其他流动资产	152	115	213	284	288
递延所得税	2	7	7	7	7
资产总额	4,902	4,987	6,701	8,364	10,146
流动负债	1,453	1,618	2,432	2,641	3,236
应付账款	173	226	241	318	400
其他应付款和应计负债	938	826	1,515	1,671	2,050
短期借款	306	564	917	970	1,186
非流动负债	1,305	1,112	1,294	2,266	2,806
递延收入和其他长期负债	251	281	447	526	624
长期债务	1,049	826	842	1,735	2,177
负债总额	2,758	2,730	3,726	4,907	6,043
股东权益	2,145	2,258	2,975	3,456	4,103
负债和权益总额	4,902	4,987	6,701	8,364	10,146

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动；

■ 分析师声明

邵琳琳、马丁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn	
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034