



中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002

核心观点

员工持股平台上海自阅减持为上市后正常行为，且减持完成后的公司及大股东管理团队在公司仍有大额利益绑定，本次减持不影响公司长期发展势头；公司在环卫领域的政府资源、发展意愿、管理效率均突出，竞争优势突出；公司 H2 收入持续高增可期，管理效率仍有改善空间；维持目标价 2.80 港元，维持“买入”评级。

■ **事项：股东上海自阅减持 7,500 万股。**公司公告称股东上海自阅通过配售协议减持 7500 万股，价格为 1.53 港元/股，减持完成后上海自阅不再成为公司主要股东。

■ **减持后仍有充足管理层利益绑定。**上海自阅为公司员工持股平台，共有 8 人，其中赵克喜及张海林为公司管理层，其余为北控水务集团核心骨干。上海自阅 2016 年通过增资方式进入公司，投资规模为 1.05 亿港元，每股成本为 0.55 元，上市后后期持股比例被摊薄至 5.34%。本次减持为上市后正常行为，交易完成后上海自阅仍持有公司 3.26% 持股，而且除上海自阅外，公司还有茂临及星彩公司等其他北控水务高管持股平台，公司管理团队及大股东管理团队在公司中仍有充分利益绑定。

■ **资源、意愿及效率均突出，环卫运营发展潜能充沛且竞争优势明显。**大股东成熟政府资源网络助力公司推进业务交叉销售，环卫拓展具备先天优势。公司及大股东管理团队在公司有充分激励，拓展市场并在项目获取后高效管理增厚股东价值的意愿充沛。截止 2020H1，公司环卫在手年化合同规模已达 32.17 亿港元，公司环卫运营毛利率在业内一直维持在较高水平，公司兼具国企资源和民企效率，优势突出。

■ **发展趋势：H2019 收入高增可期，管理效率持续改善可期。**公司上半年共获取 13 个环卫项目，年化服务总金额高达 8.05 亿港元，这些项目将在下半年贡献业绩并为环卫业务延续上半年高增态势提供充分保障；公司危废业务近期恢复态势明显，预计下半年产能及需求将恢复到正常水平，相比 H1 环比改善潜力较大；H1 剔除政策性影响后环卫运营毛利率已改善至 26.2%，且未来管理效率仍有提升空间。

■ **风险因素：**项目拓展不及预期；政府支付能力下降；人工成本大幅上升

■ **投资建议：**我们维持公司 2020~2022 年 EPS 预测 0.15/0.18/0.24 元，公司当前股价对应 PE 分别为 12/10/7 倍，我们给予公司 2021 年 15 倍目标 PE，对应目标价为 2.80 港元，维持“买入”评级。

北控城市资源 03718.HK

| | |
|------------|--------------|
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 1.76 港元 |
| 目标价 | 2.80 港元 |
| 总股本 | 3,600 百万股 |
| 港股流通股本 | 3,600 百万股 |
| 52 周最高/最低价 | 2.15/0.59 港元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | 24.82% |
| 近 6 月绝对涨幅 | 125.64% |
| 近 12 月绝对涨幅 | 155.07% |

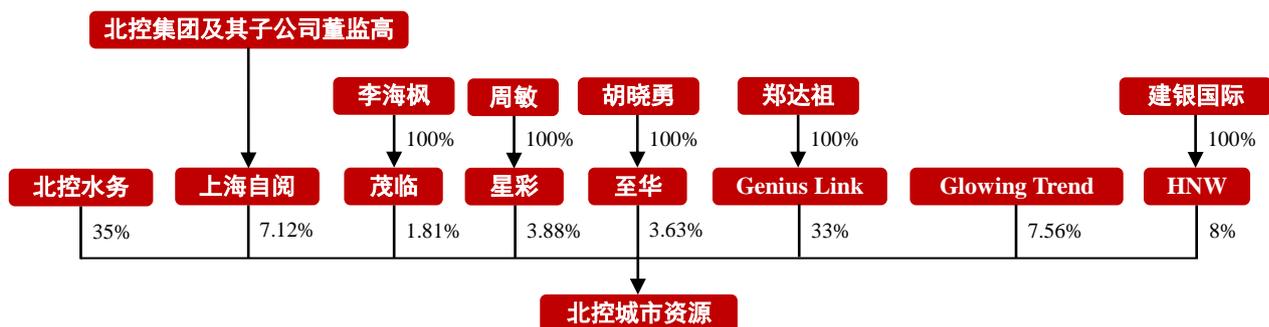
| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,212 | 2,711 | 3,914 | 5,359 | 6,790 |
| 营业收入增长率 | 142.4 | 22.6 | 44.4 | 36.9 | 26.7 |
| 净利润(百万元) | 430 | 281 | 550 | 665 | 853 |
| 净利润增长率 | -1609.0 | -34.6 | 95.5 | 20.9 | 28.3 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.12 | 0.08 | 0.15 | 0.18 | 0.24 |
| 净资产收益率 ROE% | 27.7 | 15.5 | 18.4 | 18.2 | 18.9 |
| PE | 15 | 23 | 12 | 10 | 7 |
| PB | 2.95 | 2.81 | 1.80 | 1.47 | 1.19 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 31 日收盘价

从公司股东结构看，大股东北控水务集团的董事、监事、高管团队及核心骨干等普遍在公司持有股份，其通过上海自阅、茂临、星彩、至华等平台持有公司上市前总股本的 16.44%，按照公司上市规模测算，大股东管理团队持有公司上市后股本的 12.33%。通过大股东管理团队在公司持股，公司进一步加深和大股东的双方利益绑定，确保公司与北控水务集团之间的持续良性互动，推动北控水务集团的管理团队有强烈意愿与动机开放共享其现有的政府资源储备体系和资源平台，为公司推荐城市固废资源各个领域的业务拓展机会，进一步为公司在环卫和危废等领域持续高速发展奠定坚实基础。

图 1：公司上市前股权穿透图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

其中，(1) 在上市前，上海自阅持有公司 7.12% 的股权，其合伙人包括赵贞、闫友晖、赵克喜、刘玉琼、王建利、张海林、陈丽萍及黄文龙，其中赵克喜及张海林为公司执行董事，其余为北控水务集团的核心骨干；(2) 茂临由公司非执行董事李海枫全资持股，持有公司上市前 1.81% 的股权；(3) 星彩由公司主席兼非执行董事周敏全资持股，持有公司上市前 3.88% 的股权；(4) 至华由北控清洁能源集团的主席兼执行董事胡晓勇全资持股，持有公司上市前 3.63% 的股权。

表 1：上海自阅股东情况

| 股东 | 持股比例 | 身份 |
|-----|------|--|
| 赵贞 | 10% | 北控水务集团办公室负责人 |
| 闫友晖 | 10% | 北控水务集团法务总监、5 间附属公司的董事及 36 间附属公司的监事 |
| 赵克喜 | 20% | 北控城市资源执行董事 |
| 刘玉琼 | 15% | 北控水务集团建设管理中心造价总监 |
| 王建利 | 15% | 北控水务建设总监、20 间附属公司的董事、1 间附属公司的监事及 1 间的总经理 |
| 张海林 | 10% | 北控城市资源执行董事 |
| 陈丽萍 | 10% | 北控水务集团华中区水务环境组副总经理及 4 间附属公司的董事 |
| 黄文龙 | 10% | 北控水务战略发展中心总经理、1 间附属公司的董事兼总经理及 6 间附属公司的董事 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,212 | 2,711 | 3,914 | 5,359 | 6,790 |
| 营业成本 | 1,589 | 1,928 | 2,678 | 3,772 | 4,766 |
| 毛利率 | 28.18% | 28.90% | 31.59% | 29.62% | 29.81% |
| 营业税金及附加 | 57 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 销售费用 | 359 | 320 | 438 | 600 | 761 |
| 营业费用率 | 16.21% | 11.80% | 11.20% | 11.20% | 11.20% |
| 管理费用 | 6 | 14 | 20 | 27 | 34 |
| 管理费用率 | 0.29% | 0.53% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 财务费用 | 50 | 72 | 50 | 66 | 66 |
| 财务费用率 | 2.27% | 2.67% | 1.27% | 1.24% | 0.98% |
| 投资收益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 45 | 87 | 142 | 172 | 220 |
| 营业利润率 | 17.53% | 20.19% | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 营业外收入 | 472 | 352 | 647 | 782 | 1,003 |
| 营业外支出 | 42 | 71 | 97 | 117 | 150 |
| 利润总额 | 430 | 281 | 550 | 665 | 853 |
| 所得税 | 21.34% | 12.98% | 16.53% | 14.59% | 14.77% |
| 所得税率 | 0.12 | 0.08 | 0.15 | 0.18 | 0.24 |
| 少数股东损益 | 2,212 | 2,711 | 3,914 | 5,359 | 6,790 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 1,589 | 1,928 | 2,678 | 3,772 | 4,766 |
| 净利率 | 28.18% | 28.90% | 31.59% | 29.62% | 29.81% |

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 734 | 1,052 | 1,660 | 1,738 | 2,120 |
| 存货 | 87 | 45 | 104 | 117 | 167 |
| 应收账款 | 657 | 775 | 1,141 | 1,547 | 1,970 |
| 其他流动资产 | 873 | 415 | 534 | 553 | 648 |
| 流动资产 | 2,352 | 2,287 | 3,439 | 3,956 | 4,905 |
| 固定资产 | 1,527 | 1,749 | 2,302 | 2,851 | 3,388 |
| 长期股权投资 | 34 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 无形资产 | 374 | 449 | 611 | 781 | 958 |
| 其他长期资产 | 616 | 471 | 471 | 471 | 471 |
| 非流动资产 | 2,551 | 2,700 | 3,416 | 4,135 | 4,849 |
| 资产总计 | 4,902 | 4,987 | 6,855 | 8,091 | 9,754 |
| 短期借款 | 306 | 564 | 500 | 500 | 500 |
| 应付账款 | 122 | 161 | 224 | 312 | 392 |
| 其他流动负债 | 1,025 | 893 | 1,494 | 1,860 | 2,440 |
| 流动负债 | 1,453 | 1,618 | 2,217 | 2,671 | 3,332 |
| 长期借款 | 1,049 | 826 | 826 | 826 | 826 |
| 其他长期负债 | 256 | 286 | 286 | 286 | 286 |
| 非流动性负债 | 1,305 | 1,112 | 1,112 | 1,112 | 1,112 |
| 负债合计 | 2,758 | 2,730 | 3,329 | 3,783 | 4,444 |
| 股本 | 0 | 270 | 360 | 360 | 360 |
| 资本公积 | 1,555 | 1,544 | 2,625 | 3,290 | 4,142 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,555 | 1,814 | 2,985 | 3,650 | 4,502 |
| 少数股东权益 | 589 | 444 | 541 | 658 | 809 |
| 股东权益合计 | 2,145 | 2,258 | 3,526 | 4,308 | 5,311 |
| 负债股东权益总计 | 4,902 | 4,987 | 6,855 | 8,091 | 9,754 |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------|------|--------|--------|--------|
| 税前利润 | 517 | 440 | 789 | 954 | 1,223 |
| 所得税支出 | -35 | -70 | -142 | -172 | -220 |
| 折旧和摊销 | 156 | 237 | 285 | 381 | 486 |
| 营运资金的变化 | -454 | -11 | 119 | 16 | 93 |
| 其他经营现金流 | -237 | 41 | 50 | 66 | 66 |
| 经营现金流合计 | -51 | 636 | 1,101 | 1,245 | 1,648 |
| 资本支出 | -503 | -507 | -1,000 | -1,100 | -1,200 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -255 | 249 | 0 | 0 | 0 |
| 投资现金流合计 | -757 | -258 | -1,000 | -1,100 | -1,200 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 621 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 856 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资现金流 | 4 | -111 | -114 | -66 | -66 |
| 融资现金流合计 | 860 | 7 | 507 | -66 | -66 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 52 | 384 | 608 | 78 | 382 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 142.4 | 22.6 | 44.4 | 36.9 | 26.7 |
| 营业利润增长率 | 156.7 | 25.7 | 57.9 | 28.3 | 27.5 |
| 净利润增长率 | -1609.0 | -34.6 | 95.5 | 20.9 | 28.3 |
| 毛利率 | 28.2 | 28.9 | 31.6 | 29.6 | 29.8 |
| EBITDA Margin | 21.1 | 27.4 | 28.7 | 26.1 | 26.1 |
| 净利率 | 21.3 | 13.0 | 16.5 | 14.6 | 14.8 |
| 净资产收益率 | 27.7 | 15.5 | 18.4 | 18.2 | 18.9 |
| 总资产收益率 | 8.8 | 5.6 | 8.0 | 8.2 | 8.7 |
| 资产负债率 | 56.3 | 54.7 | 48.6 | 46.8 | 45.6 |
| 所得税率 | 17.5 | 20.2 | 18.0 | 18.0 | 18.0 |
| 股利支付率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。