

北控城市资源集团有限公司

3718.HK / 3718 HK

中国 / 香港
工业/废物管理

长仓

会议纪要

► 危险废物处理业务

- 受疲弱的经济活动影响，平均处理费用录得同比下降。公司认为长期的毛利率可维持在40%左右，对比19财年为46.5%。展望未来2至3年，该公司将专注于无害废物处理项目（项目毛利率较高，约50%以上，而其他项目为30-40%），预计将有4个项目于2020年底前投入运营。
- 公司强调其业务模式与香港上市的竞争对手不同，(1) 客户类型主要为工业客户，而同业的客户为当地政府，及(2) 项目类型以BOO/自营业务为主，而同业以BOT为主，因此与BOT项目为主的公司比较，公司报表上呈现的现金流与利润的走势较一致。
- 由于(1) 公司要求某些客户需要预付服务费用，及(2) 与主要收费对象为政府的同业相比，公司危废板块不需政府补贴，因此带来更佳的现金流。我们认为目前公司上市时间尚短，市场尚未完全意识到其与同业不同的商业模式。
- 我们估计危废板块的应收帐款在19财年约占整体应收帐15%，应收帐款天数约97天，而环卫板块及非核心业务约108及411天。非核心业务的应收帐款主要来自政府补贴，19财年占收入及整体应收帐约7%/26%，公司预计未来不会在该板块进一步拓展。

► 环境卫生服务业务

- 管理层表示，目前在手环卫项目的年化收入约28亿港元，当中包括营运中项目约21亿港元，以及今年新中标项目约7亿港元，对比19财年板块收入为19.6亿港元。公司有信心在20及21财年板块的收入和利润可实现中双位数的增长。
- 公司在新项目上基本已大致完成全年目标，但仍将密切注视在长三角和珠三角地区的项目，并主要针对年收入超过5,000万及较长期的合同（超过3年）。
- 对于部份较大型项目，公司可透过提高机械化率以降低劳工成本（占板块销售成本约60-70%），因此在项目移交后公司仍有提高项目毛利率的空间。该公司认为当前的毛利率水平从长远来看是可持续的。（19财年为24.5%）。

HK\$0.74*

目标价：HK\$0.94

上升空间：27.0%

恒生指数：23,301.36*

*2020年5月27日收盘价

股票数据

52周最高/最低价 (港元)	1.04/0.56
日均交易量 (百万美元)	0.87
市值 (百万美元)	344
总发行量 (百万股)	3,600.0
公众持股比例(%)	36.06%
核数师	E&Y
大股东:	
北京控股集团有限公司	28.0%

资料来源：港交所、彭博

公司简介

北控城市资源集团有限公司是一家综合性废物管理解决方案提供商。公司专注于提供环境卫生服务和危险废物处理服务。

股价图



资料来源：彭博

卢逸安

(852) 2283 7618

Endy.lo@sunwahkingsway.com

www.sunwahkingsway.com

北控城市资源集团有限公司

长仓

3718.HK / 3718 HK

中国 / 香港

工业/废物管理

► 疫情的影响

- 危废板块在疫情期间的停工影响，但已在4月份逐渐恢复生产，现时产能利用率已恢复至正常水平。尽管宏观经济疲弱，但公司仍然预期板块收入及利润本年可实现中双位数的增长。
- 环卫板块方面，由于政府在疫情期间要求公司提供更多清洁服务，因此期间基本上没有任何项目停止运营。公司指出消毒和清洁物资是由当地政府采购及提供，因此对公司成本端没有显著影响，但疫情爆发延迟了政府的公开招标时间。另外，公司可能会受惠于政府提供的额外优惠政策，包括增值税和社保减免等。
- 我们维持看好环卫市场发展的观点，但在疲弱经济的环境下我们对危废板块持相对保守态度。受惠于其良好的执行记录和强大的股东支持（北控水务，371 HK – HK\$2.99），我们相信北控城市资源是环卫服务市场化的主要受益者之一。我们预计公司在20/21财年的收入和核心净利润分别为37/47亿港元，及3.93/4.87亿港元，对应20/21财年市盈率为6.8/5.5倍及3年每股盈利CAGR为21%。我们给予“长仓”评级，基于7倍的21财年市盈率下12个月目标价为0.94港元。

图表 1: 財務摘要

截至12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入 (百萬港元)	1,863	2,711	3,661	4,728	6,029
淨利潤 (百萬港元)	180	295	393	487	661
核心每股盈利 (港元)	0.067	0.109	0.109	0.135	0.184
核心每股盈利增長 (%)	N/A	63.6	-0.1	23.8	35.8
每股帳面價值 (港幣)	0.576	0.504	0.591	0.674	0.841
市盈率 (x)	4.6	7.1	6.8	5.5	4.0
市淨率 (x)	1.3	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	7.0	3.7	4.3	3.9	3.2
核心淨資產回報率 (%)	15.5	17.5	19.9	21.4	24.2
淨負債比率 (%)	42	19	43	60	54

資料來源：公司資料、新華滙富研究

北控城市资源集团有限公司

长仓

3718.HK / 3718 HK

中国 / 香港

工业/废物管理

圖表 2: 收入明細

截至12月31日 (百萬港元)	FY 2018	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
環境衛生服務	1,264	1,968	2,935	3,867	5,055
同比增長	91%	56%	49%	32%	31%
佔收入比例	68%	73%	80%	82%	84%
危險廢物處理業務	422	540	543	670	779
同比增長	193%	28%	1%	23%	16%
佔收入比例	23%	20%	15%	14%	13%
其他	176	203	182	192	195
同比增長	66%	15%	-10%	5%	2%
佔收入比例	9%	7%	5%	4%	3%
總收入	1,863	2,711	3,661	4,728	6,029
同比增長	104%	46%	35%	29%	28%

資料來源：公司資料、新華滙富研究

圖表 3: 毛利明細

截至12月31日 (百萬港元)	FY 2018	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
環境衛生服務	278	482	719	947	1,238
同比增長	88%	73%	49%	32%	31%
毛利率	22.0%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
佔毛利比例	50%	61%	73%	74%	76%
危險廢物處理業務	229	251	217	288	351
同比增長	195%	10%	-14%	33%	22%
毛利率	54.2%	46.5%	40.0%	43.0%	45.0%
佔毛利比例	41%	32%	22%	23%	21%
其他	48	51	42	44	45
同比增長	180%	6%	-17%	5%	2%
毛利率	27.3%	25.0%	23.0%	23.0%	23.0%
佔毛利比例	9%	6%	4%	3%	3%
毛利	555	784	978	1,280	1,634
毛利率	29.8%	28.9%	26.7%	27.1%	27.1%
同比增長	129%	41%	25%	31%	28%

資料來源：公司資料、新華滙富研究

财务报表 (截至 12 月 31 日)

利润表 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	1,863	2,711	3,661	4,728	6,029
銷售成本	(1,308)	(1,928)	(2,682)	(3,449)	(4,395)
毛利	554	783	978	1,280	1,634
其他收入/(費用)	1,360	1,984	2,778	3,512	4,470
經營開支	(298)	(334)	(425)	(547)	(664)
經營利潤	308	506	649	796	1,044
其他非經營項目	0	0	0	0	0
淨財務費用	(44)	(72)	(80)	(95)	(109)
合營和合資企業	(1)	0	2	3	5
稅前利潤	263	433	571	704	940
稅項	(43)	(87)	(114)	(141)	(188)
已終止業務	252	6	0	0	0
少數股東應占利潤	(42)	(71)	(64)	(76)	(92)
淨利潤	430	281	393	487	661
調整項	250	(14)	0	0	0
核心淨利潤	180	295	393	487	661

資料來源: 公司資料、新華滙富研究

資產負債表 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
房地產、廠房及設備	1,527	1,749	2,396	3,043	3,504
應收資產	1	2	2	2	2
合營和合資企業	34	32	33	34	36
其他投資	0	0	0	0	0
其他項目	988	917	982	1,052	1,122
非流動資產	2,551	2,700	3,413	4,131	4,664
存貨	87	45	62	80	102
貿易和其他應收款	657	775	1,047	1,352	1,724
銀行存款和現金	734	1,052	746	536	558
其他項目	873	415	486	548	620
流動資產	2,352	2,287	2,342	2,516	3,004
銀行和其他借貸	341	566	677	812	893
貿易和其他應付款	122	161	223	287	366
其他流動負債	989	891	948	1,023	1,099
流動負債	1,453	1,618	1,848	2,122	2,359
銀行和其他借貸	1,049	826	991	1,189	1,308
其他項目	256	286	322	422	461
非流動負債	1,305	1,112	1,313	1,611	1,769
淨資產	2,145	2,258	2,594	2,914	3,541
股東資金	1,555	1,814	2,128	2,425	3,027
非控制性權益	589	444	466	489	514
總權益	2,145	2,258	2,594	2,914	3,541

資料來源: 公司資料、新華滙富研究

杜邦分析	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅收負擔 (%)	163.7	64.9	68.9	69.2	70.3
利息負擔 (%)	85.3	85.7	88.0	88.4	90.1
經營利潤	16.5	18.7	17.7	16.8	17.3
資產周轉率 (x)	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8
槓杆比率 (x)	3.2	2.7	2.7	2.7	2.5
核心資產回報率 (%)	4.5	6.0	7.3	7.8	9.2
核心淨資產回報率 (%)	15.5	17.5	19.9	21.4	24.2

資料來源: 公司資料、新華滙富研究

財務比率	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入同比增長	104	46	35	29	28
核心淨利潤同比增長	109	64	33	24	36
經營利潤率	16.5	18.7	17.7	16.8	17.3
核心利潤率	9.7	10.9	10.7	10.3	11.0
淨負債比率 (%)	42.2	18.7	43.3	60.4	54.3
淨負債/總資產 (%)	13.4	6.8	16.0	22.1	21.4
流動比率 (%)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.3
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息覆蓋率 (倍)	7.0	7.0	8.1	8.4	9.6
股息覆蓋率 (倍)	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil
應收賬周轉天數	135	128	118	116	113
應付賬周轉天數	28	27	26	27	27
存貨周轉天數	20	12	7	8	8
現金週期	127	114	100	96	93

資料來源: 公司資料、新華滙富研究

現金流量表 (百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	263	433	571	704	940
折舊及攤銷	156	237	291	382	482
資產出售淨損失/(收益)	(320)	(24)	0	0	0
合營和合資企業貢獻	1	(0)	(2)	(3)	(5)
營運資金變動	(454)	(11)	(244)	(320)	(347)
稅項支付	(35)	(70)	(92)	(113)	(151)
利息支付	0	0	0	0	0
其他經營活動現金流	335	71	72	88	101
經營活動現金流	(54)	636	597	737	1,020
資本支出	(938)	(958)	(1,074)	(1,163)	(1,065)
非流動資產處置	55	174	0	0	0
合營和合資企業投資	(16)	0	0	0	0
已收利息	8	8	8	8	8
已收股息	0	0	0	0	0
其他投資活動現金流	134	517	0	0	0
投資活動現金流	(757)	(258)	(1,066)	(1,154)	(1,057)
新增借貸	1,011	355	842	1,010	1,012
償還借貸	(155)	(238)	(564)	(677)	(812)
已付股息	0	0	0	0	0
其他融資活動現金流	4	(111)	(114)	(127)	(141)
融資活動現金流	860	7	164	206	59
現金增加/(減少)	49	384	(305)	(211)	22
年初現金	631	677	1,052	746	536
外匯換算影響	(3)	(9)	0	0	0
年末現金	677	1,052	746	536	558

資料來源: 公司資料、新華滙富研究

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 / 或附属公司）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 / 或附属公司）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、附属公司、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 / 或附属公司）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。

2020 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