

中信证券研究部



李想
 首席公用分析师
 S1010515080002

核心观点

环卫格局正在重塑，龙头受益市场化率及进入门槛提升；公司师出名门且通过股权绑定大股东管理团队，助公司在环卫市场开拓、续约等竞争优势突出；危废板块布局合理，在山东青海等升规模领跑；主业高增推动业绩爆发且现金流强劲，预计 2019~2022 年净利 CAGR 将达 44.7%。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 2.80 港元。

■ 聚焦环卫服务和危废处置，成长迅速的环保新贵。公司环卫及危废业务呈现高速增长态势，2017~2019 两大板块营收复合增长率分别高达 72%与 94%，在环卫及危废市场均已取得龙头地位。公司控股股东为北控水务集团，持股比例 28%。

■ 师出“北控系”名门，多重助力夯实优势和塑造壁垒。公司通过借助大股东的政府和渠道资源实施业务二次开发和交叉销售，在环卫市场争优势突出。大股东管理团队持有公司股本 12.33%，推动其有强烈意愿为公司推荐业务机会。公司具有管理基因且项目普遍高质，环卫毛利率在业内领先且仍有提升空间。多重优势助力公司发展势头良好，2019 年末的环卫合同总金额已达 220 亿港元，我们预计 2022 年其环卫市占率将从 2019 年末接近 1%提升至 2.3%，龙头地位届时将进一步巩固。公司可从大股东的环保重资产投资中收获协同效应，帮助其短周期轻资产环卫项目到期后顺利续约，提升服务粘性并加宽竞争护城河。

■ 布局危废，综合解决城市固废难题。公司定位城市固废综合解决商，危废板块合理布局，在危废大省山东和青海领跑市场。公司 2019 年末的危废处置能力为 42.2 万吨/年，4 个在建无害化处理项目将于 2020 年底前投运，处理能力总共为 12.23 万吨/年，预计 2022 年公司危废处置能力将增加至 72.2 万吨/年。

■ 主业高增带动业绩爆发，轻带重谋整体发展。公司环卫受益于规模快速扩张和管理提效，预计环卫毛利将从 2019 年的 4.82 亿港元增至 2022 年的 14.87 亿港元；危废受益于产能扩张和利用率提升，预计危废毛利将自 2019 年的 2.51 亿港元增至 2022 年的 4.87 亿港元。我们预计 2020~2022 年公司经营活动现金流净额分别为 11.0/12.4/16.5 亿港元，主业现金流创造能力表现优异，环卫和危废两大主业资产轻重结合，公司自我造血滚动支撑发展的能力极为突出。

■ 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：我们预计 2020~2022 年净利润分别为 5.50/6.65/8.53 亿港元，折算 EPS 预测为 0.15/0.18/0.24 港元，当前股价对应 PE 分别为 8/7/5 倍。我们给予公司 2021 年 15 倍目标 PE，对应目标价为 2.80 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

北控城市资源	03718.HK
评级	买入（首次）
当前价	0.95 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	0.97/0.59 港元
近 1 月绝对涨幅	18.75%
近 6 月绝对涨幅	37.68%
近 12 月绝对涨幅	37.68%

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	10	16	8	7	5
PB	2.10	1.99	1.28	1.04	0.85

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 15 日收盘价

目录

聚焦环卫服务和危废处置，成长迅速的环保新贵	1
推动市场化及升级行业格局，千亿环卫服务市场重塑	2
环卫行业规模约 2,000 亿元，市场化率提升潜力充沛.....	2
环卫门槛提升渐成趋势，行业再添集中度提升红利	5
龙头公司毛利率普遍触底，环卫迎来规模效应拐点	7
师出北控系名门，多重助力夯实优势和塑造壁垒	8
资源：成熟资源助力业务交叉销售，环卫拓展具备先天优势.....	8
意愿：定位大股东管理团队持股平台，嫁接资源助发展意愿强劲.....	10
效果：环卫发展迅速且项目普遍高质，一揽子服务提升粘性和壁垒.....	11
管理：高效管理助力环卫毛利率表现优异，预计 2022 年提升至 27.0%	13
布局危废，综合解决城市固废难题	15
危废行业高景气，盈利能力突出	15
危废处置产能未来仍有提升空间	16
主业高增带动业绩爆发，轻带重谋整体发展	17
主业高增带动业绩爆发，预计 2019~2022 年净利 CAGR44.7%	17
以轻带动谋求整体发展，自我滚动发展能力突出	18
风险因素	19
首次覆盖给予“买入”评级	19
盈利预测关键假设	19
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 2.70 港元.....	20

插图目录

图 1: 2019 年公司整体营收中各业务板块构成情况	1
图 2: 2016~2019 年公司收入及净利润变动趋势	1
图 3: 公司股权结构 (上市前)	2
图 4: 2015-2019 年国内以市场化模式签署的环卫服务新签合同首年服务金额	5
图 5: 2016-2019Q3 不同规模的环卫项目参与企业数量	5
图 6: 2015-2019 年头部企业行业排名	7
图 7: 2015-2019 环卫行业上市公司环卫板块毛利率对比	7
图 8: 北控水务集团污水及供水处理能力在各地区分布	8
图 9: 北京控股集团旗下主要业务领域及相关重点公司统计	9
图 10: 公司上市前股权穿透图	10
图 11: 重点环卫公司 2019 年环卫运营收入比较	11
图 12: 重点环卫公司 2019 年末在手环卫合同规模统计	11
图 13: 公司新增环卫合同及环卫营收变动趋势	13
图 14: 公司在环卫运营领域市占率变动趋势	13
图 15: 2019 年重点环卫公司的环卫运营毛利率	14
图 16: 2016~2022 年公司环卫运营毛利率变动趋势	14
图 17: 危废经营许可证数量及变动趋势	15
图 18: 2011~2017 年危废处置量及变动趋势	15
图 19: 2016-2022 年公司危废实际处置量及其变动趋势	17
图 20: 公司 2016~2022 年毛利构成情况	17
图 21: 公司 2016~2022 年的期间费用率情况	17
图 22: 2016-2022 年公司危归母净利润及其增速	18
图 23: 2016-2022 年公司经营活动现金流净额及投资活动现金流净额比较	19

表格目录

表 1: 环卫行业市场空间测算	3
表 2: 国家推进公用事业市场化的政策	4
表 3: 水务行业第一梯队公司 2018 年主要经营、财务指标对比	8
表 4: 2016-2019H1 北控水务推荐 vs 公司独立获取的环卫项目	10
表 5: 上海自阅股东情况	10
表 6: 公司环卫项目区域分布情况	12
表 7: 年初迄今公司环卫中标合同统计 (RMB mn)	12
表 8: 董事会成员与北控水务集团的关系	13
表 9: 危废焚烧项目利润估算	15
表 10: 公司盈利预测关键假设	19
表 11: 公司盈利预测及估值	20
表 12: 可比公司盈利预测及估值	20

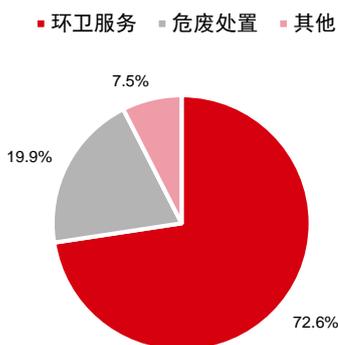
■ 聚焦环卫服务和危废处置，成长迅速的环保新贵

公司业务专注于环境卫生服务及危险废物处理两大领域，前身最早成立于 2013 年，当时北控水务集团 (0371.HK) 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；2014 年 7 月，北控水务集团成立贵港医疗废物，开始运营危废处理项目；2015 年 7 月，北控城市服务成立并在全中国开展环境卫生业务；2017 年 4 月，公司完成包含环境卫生服务和危废处理业务的两大战略业务布局；2020 年 1 月，公司在港交所主板上市。

截止 2019 年末，公司在全国共有 97 个市政环卫项目，在手环卫合同总规模为 220 亿港元，总承包面积为 1.50 亿平方米；共有 8 个在运营危废项目（其中 2 个为试运营），无害化/资源化处理能力分别为 37/25 万吨，2019 年实际危废处理量为 16.2 万吨。经过自成立以来近 7 年的高速发展，目前公司环卫及危废处置规模均在所处细分行业内排名靠前，在市政环卫和危废处置领域均已经树立龙头地位和较高品牌影响力。

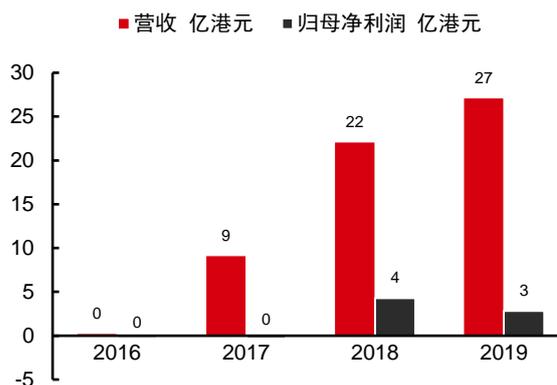
公司营收呈现高速增长态势，2017~2019 年环卫服务与危废处理的营收年均复合增长率分别高达 72% 与 94%。2019 年，公司实现营业收入 27.11 亿港元，同比增长 45.12%，实现归母净利润 2.81 亿港元，同比减少 34.63%，净利润下降主要与资产出售带来一次性投资收益拉高 2018 年净利润基数有关。从 2019 年公司营收构成看，环卫服务实现营收 19.68 亿港元，在公司整体营收中占比为 72.6%，在整体收入中占比最高；危废处置实现营收 5.40 亿港元，在整体营收中占比为 20.0%，为公司第二大收入来源；其他收入贡献主要来自废弃电器及电子产品处理业务，公司 2018 年即决定不再继续投资发展新增电废拆解项目，仅在现有电废拆解项目到期前申请续期。

图 1：2019 年公司整体营收中各业务板块构成情况 (%)



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

图 2：2016~2019 年公司收入及净利润变动趋势 (亿港元)

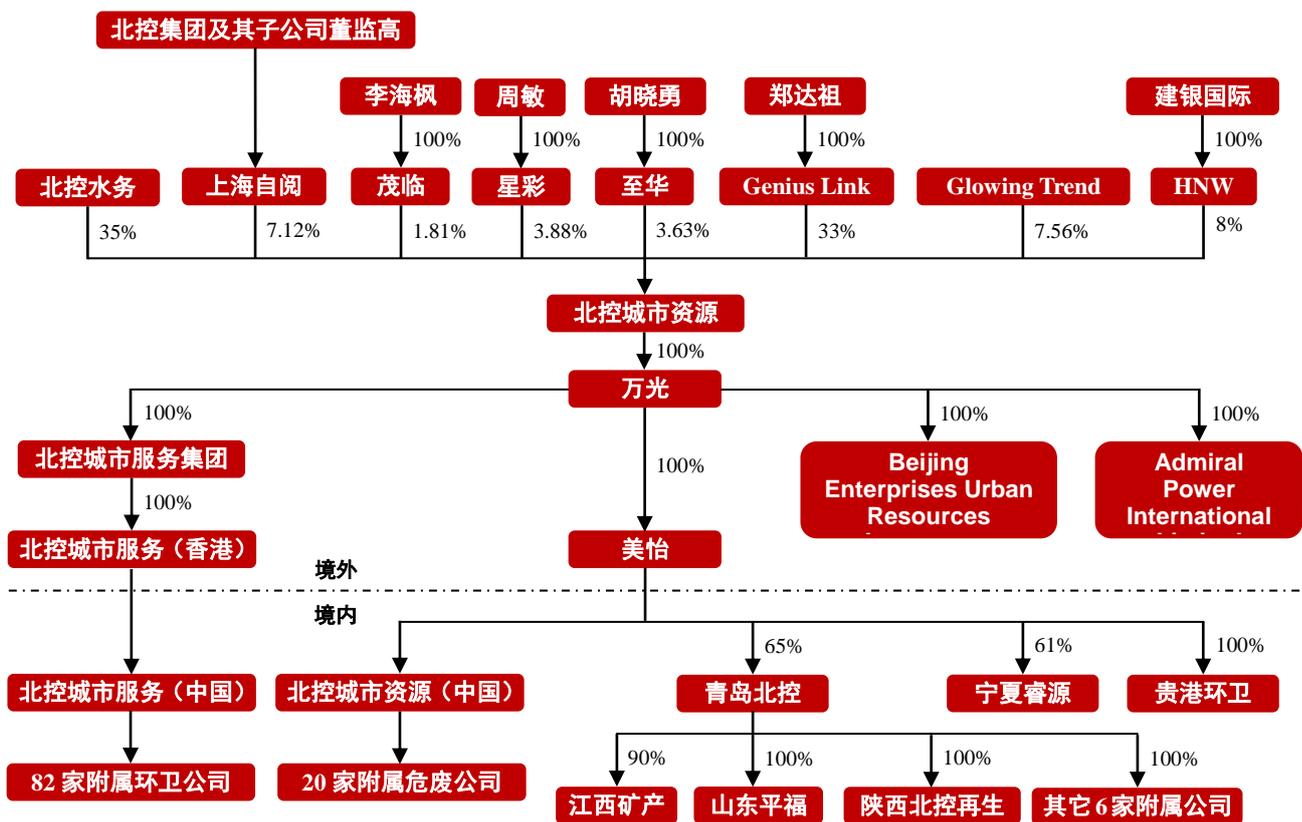


资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

公司控股股东为北控水务集团，北控水务集团持有公司上市前总股本的 35%，成功上市后，持股比例被摊薄至 28%。此外，大股东北控水务集团的管理团队及公司管理团队通过上海自阅、茂临、星彩、至华等投资机构持有公司上市前总股本的 16.44%，上市后持股比例倍摊薄至 12.33%。

公司控股股东在业内拥有较高的声誉、品牌认可度以及充裕政府资源储备，大幅提升公司拓展城市固废业务能力；同时，公司以及北控水务集团多名高层人员持有公司股份，利益绑定较为充分；此外，公司多名董事会成员具有北控水务背景，确保公司可以嫁接北控水务集团的优秀管理基因和制度文化。多方面因素推动公司快速发展且保障项目高质量，为公司在国内环卫、危废行业持续快速成长奠定坚实基础。

图 3：公司股权结构（上市前）



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

推动市场化及升级行业格局，千亿环卫服务市场重塑

环卫行业规模约 2,000 亿元，市场化率提升潜力充沛

市政环卫服务业在国内的国民经济行业分类中属于公共设施管理业，主要包括以下三个方面：一、环境卫生管理：指城乡生活垃圾、粪便等的收集、运输、处理处置，道路的清扫保洁，公共厕所清洁等；二、城乡市容管理：指对城乡户外标志、材料堆放等的清理活动；三、绿化管理：指对城市绿地的养护和管理活动。

在当前阶段，国内环卫服务市场主要分为道路清扫保洁、垃圾清运和公厕维护保洁三部分。我们测算，2019 年我国环卫市场规模为 1,741 亿元（如无特殊指出，货币单位为人民币，下同），其中清扫、清运及公厕维护的市场规模分别为 1,245、281、216 亿元；

且我们预计环卫市场规模在 2022 年将进一步增加至 2,125 亿元，2019~2022 市场复合增速为约为 7.0%。我们测算的基本假设如下：

- 目前城市道路年清扫市场价格普遍在 8~12 元/平方米，假设 2018 年国内清扫均价为 9.8 元平方米；清运均价普遍在 70~90 元/吨，假设 2018 年国内清运均价为 87 元/吨；国内公厕维护价格普遍在 10~12 万区间内，假设 2018 年国内公厕年维护均价为 11 万元；我们假设清扫、清运及公厕维护价格的年均涨幅为 3%，和通胀水平基本接近；
- 我们假设城市清扫面积增速稳步小幅回落，假设城市垃圾清运量未来维持在 4%左右的增速，而县城垃圾清运量维持在 3%增速；
- 我们假设城市公厕数量未来增速维持在 1.5%，县城公厕数量的未来增速维持在 1.5%，和两者近期实际增速基本接近；

表 1：环卫行业市场空间测算

		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
城市清扫保洁面积	亿平方米	67.61	73.03	79.49	84.20	86.93	90.41	94.02	97.78	101.70
% 增长	%	4.7%	8.0%	8.8%	5.9%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
县城清扫保洁面积	亿平方米	22.90	23.70	25.10	24.76	31.53	32.48	33.45	34.46	35.49
% 增长	%	15.7%	3.5%	5.9%	-1.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
单位年平均保洁费用	元/平方米		9.0	9.3	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11.1
% 增长	%			3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
清扫市场规模	亿元		871	970	1,040	1,165	1,245	1,330	1,421	1,519
城市生活垃圾清运量	亿吨	1.79	1.91	2.04	2.15	2.28	2.42	2.56	2.72	2.88
% 增长	%	3.6%	7.2%	6.6%	5.4%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
县城生活垃圾清运量	亿吨	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70	0.72	0.74	0.77
% 增长	%	2.3%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
单位垃圾清运费	元/吨		80.0	82.4	84.9	87.4	90.0	92.7	95.5	98.4
% 增长	%			3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
清运市场规模	亿元		206	223	240	259	281	304	330	359
城市公厕数量	万座	12.44	12.63	12.98	13.61	14.75	14.97	15.20	15.42	15.66
% 增长	%	1.5%	1.6%	2.7%	4.9%	8.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
县城公厕数量	万座	3.87	3.90	3.91	4.08	4.14	4.22	4.30	4.39	4.48
% 增长	%	2.1%	0.6%	0.3%	4.3%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
单个公厕年运营费用	万元/座		10	10	11	11	11	12	12	12
% 增长	%			3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
公厕管理市场规模	亿元		165	174	188	206	216	226	237	248
环卫市场规模合计	亿元		1,242	1,367	1,468	1,630	1,741	1,861	1,988	2,125
% 增长	%			10.0%	7.4%	11.1%	6.8%	6.8%	6.9%	6.9%

资料来源：住建部，国家统计局，中信证券研究部预测

2003 年以前，我国环卫行业一直是由各个地区环卫局、环卫处等政府部门或行政事业单位进行管理。在这种管理体制下，不参与市场竞争、效率低下、监管缺位等引发一系列问题，同时也给地方财政造成一定的财政负担。近年来，国家出台一系列相关政策，构建公用事业市场化框架。一是推进政企分开、政事分开，简政放权；二是加快推进市政公用事业的市场化进程，引入竞争机制，推广政府和社会资本合作模式，由政府授权特许经营或加大政府购买服务力度。在此基础上，各个地方也出台多项在公用事业领域引进社会资本投资的政策，要求当地环卫监管部门从“管干一体”转型为专业监督管理组织，将环卫服务项目向社会公开招标，推动环卫服务业走向市场化之路。

表 2：国家推进公用事业市场化的政策

时间	文件名称	主要内容
2002 年 12 月	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	加快推进市政公用行业市场化进程，引入竞争机制，建立政府特许经营机制
2012 年 11 月	《十八大政府工作报告》	推进政企分开、政资分开、政社分开
2013 年 9 月	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	明确要求在公共服务领域更多利用社会力量，加大政府购买服务力度
2013 年 11 月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，推进公共资源配置市场化，进一步破除各种形式的行政垄断
2014 年 12 月	《政府购买服务管理办法（暂行）》	政府新增或临时性、阶段性的服务事项，适合社会力量承担的，应当按照政府购买服务的方式进行
2014 年 12 月	《关于推行环境污染第三方治理的意见》	以环境公用设施、工业园区等领域为重点，健全统一规范、竞争有序、监管有力的第三方治理市场，吸引和扩大社会资本投入
2015 年 4 月	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	发挥社会资本融资、专业、技术和管理优势，提高公共服务质量效率；转变政府职能，强化政府与社会资本协商合作
2015 年 5 月	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》	围绕增加公共产品和公共服务供给，广泛采用政府和社会资本合作模式
2016 年 9 月	《住房城乡建设部等部门关于进一步鼓励和引导民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业的意见》	明确将拓宽民间资本投资渠道，规范直接投资，鼓励民间资本通过政府和社会资本合作（PPP）模式参与市政公用设施建设运营；鼓励市县、乡镇和村级污水收集处理、垃圾处理项目“打包”投资和运营，实施统一招标、建设和运行，探索市政公用设施运营以城带乡模式
2016 年 10 月	《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作的通知》	大力践行公共服务领域供给侧结构性改革，进一步加大 PPP 模式推广应用力度，积极引导各类社会资本参与
2017 年 7 月	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》	政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式；有序推进存量项目转型为 PPP 模式；符合全面实施 PPP 模式条件的各类污水、垃圾处理项目，政府参与的途径限于 PPP 模式；政府与社会资本间应签署 PPP 协议，明确权益分配和风险担机制，并通过成立具有法人资格的 PPP 项目公司实现项目商业风险隔离
2017 年 9 月	《国务院办公厅关于进一步激民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》	鼓励民间资本参与政府和社会合作项目，促进基础设施和公用事业建设
2017 年 11 月	《国家发展改革委关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》	提出创造民间资本参与 PPP 项目的良好环境，鼓励民营企业运用 PPP 模式盘活存量资产，加大民间资本 PPP 项目融资支持力度，加强政府和社会资本合作诚信体系建设

资料来源：财政部等各政府部门官网，中信证券研究部

当前环卫市场化正处于快速推进过程中，在此阶段，环卫公司的成长动力除行业整体高单位数增长带来的行业扩容外，环卫公司更大的成长红利在于市场化加速推进带来的订单从政府手中向市场化公司转移。根据环境思南统计，2015 年国内以市场化模式签署的环卫服务新签合同首年服务金额为 141 亿元，2019 年已经增至 550 亿元，2015~2019 年复合增速高达 40.5%，远远超出环卫行业同期约 10%的自然增长速度。从市场化程度看，

目前美国市政废物管理市场的市场化率为 80.0%，私营企业在市场影响力和占有率等方面拥有支配地位；而我们估计，2019 年国内环卫市场化率约为 47%，虽然近年来国内市场化率有明显提升但相比海外发达国家仍处于相对较低水平，市场化率仍有较大提升潜力为业内优秀环卫公司提供充足市场发展机遇。

图 4：2015-2019 年国内以市场化模式签署的环卫服务新签合同首年服务金额（亿元）

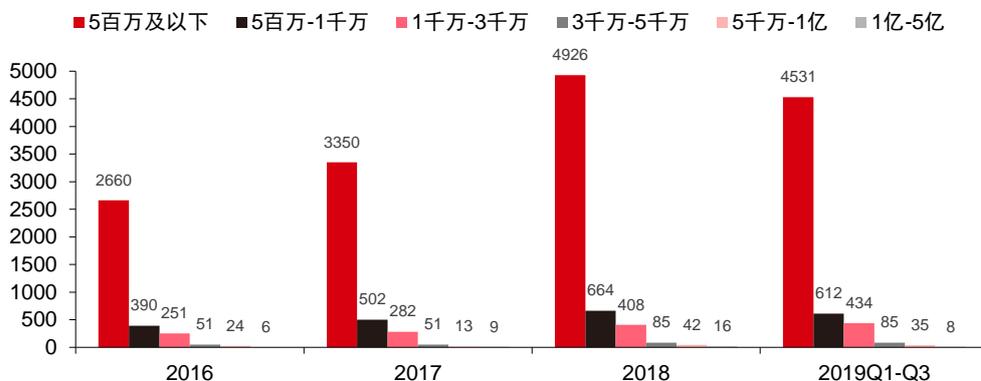


资料来源：环境司南，龙马环卫公司公告，中信证券研究部

环卫门槛提升渐成趋势，行业再添集中度提升红利

环卫合同轻资产、短周期的特征突出，行业参与者众多且普遍规模偏小。环卫单个项目规模普遍偏小且服务期限较短，采用政府购买服务模式的环卫合同年限普遍在 3 年以内。环卫行业项目特性导致该领域进入门槛偏低，参与者众多，目前环卫行业约有上万家市场参与者，但大部分参与者普遍实力不强。根据 E20 环境研究院统计，绝大多数环卫企业仅能执行 500 万元/年以下的项目，仅有少部分企业能够执行 500 万元/年以上的项目，能够达到 5,000 万元/年以上项目要求的企业较为稀缺。

图 5：2016-2019Q3 不同规模的环卫项目参与企业数量



资料来源：E20 环境研究院，中信证券研究部

标杆示范项目指明方向，环卫项目大型化和长期化渐成趋势。年初以来，深圳市接连释放了新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目、新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项

目等两个大型环卫项目，合同期限均为 15 年，项目总预算金额分别为 73/78 亿元，项目规模接连打破国内环卫市场项目金额历史记录，连续近百亿量级巨型项目在业内引发强烈震动。接连释放大型项目，表明深圳破除改造阻力和打破既有利益格局决心，预计将产生明显示范效应，带动环卫项目大型化和长期化模式在其他城市复制推广。

随着行业发展，目前国内环卫行业已经成长出一批具有影响力的龙头环卫公司，具备承接大型环卫项目的经验和能力。随着部分传统民营环卫公司成功上市、环卫装备及垃圾末端处置龙头将传统业务延伸环卫服务领域、其他环保细分市场公司跨领域切入环卫业务等，市政环卫运营领域已经走出一批龙头环卫公司。

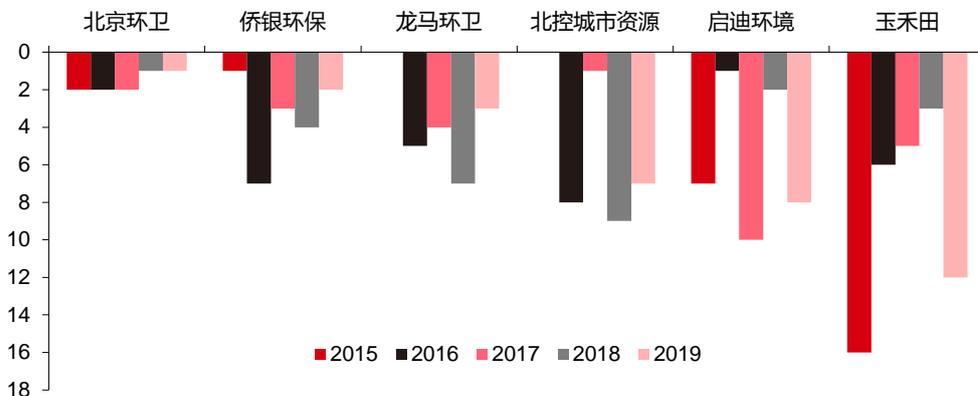
- **传统环卫龙头企业：**以规模和管理在业内具有一定知名度，近期成功上市打通资本市场通道，以玉禾田、侨银环保为代表；
- **市场化改制国企：**通过改制后市场化模式运作，依托当地政府资源优势开展环卫项目布局，以北京环卫为代表；
- **跨领域切入环保企业：**在水务投资运营等领域布局时亦借助联动优势开拓环卫业务，凭借积累的政府资源优势在环卫风口不断释放潜力，并成为集团独立业务板块，进而逐渐发展成为环卫行业主要竞争者之一，以北控城市资源为代表；
- **车辆装备类转型企业：**以环保装备车辆为主业，在接触环卫市场化过程中，不断斩获环卫服务项目，从环卫下游链条向环卫服务上游延伸，以龙马环卫、盈峰环境为代表；
- **业务链条延伸的固废处置企业：**在固废领域分羹生活垃圾焚烧市场份额的同时，不断借助环卫一体化项目向前端延展，以启迪环境为代表；
- **园林绿化类转型环卫企业：**起步于园林绿化行业，在环卫市场化大趋势下，通过积累的园林绿化优势与地方政府资源优势，实现环卫业务的快速发展，以家宝园林为代表。

行业进入门槛上升，龙头公司受益于行业集中度提升。大体量投资意味着行业进入门槛正在抬高，比如说深圳市宝安区新安等街道一体化项目总投资为 5.2 亿元，大量资本实力不足的中小型环卫公司已经不能对接政府在行业发展新阶段的需求；同时，地方政府通过整体招标形式释放需求，改变项目小型和割裂形态，也说明政府日益希望对接有品牌和美誉度的优质环卫龙头以获取优质服务，客观上推动环卫打破属地壁垒，消除市场对环卫公司高度依赖关系型营销的传统印象。市场化的环卫公司会持续洗牌已经初露端倪，不能适应竞争新业态的中小型环卫公司预计将陆续被整合或者淘汰出局，龙头环卫公司有望在行业集中度提升过程中，不断提升自身市场份额和获取更快的成长机遇。

根据环境思南等公布的数据，我们统计了北京环卫、侨银环保、龙马环卫、北控城市资源、启迪环境、玉禾田等 6 家头部环卫企业每年新签合同额在行业内的排名。结果显示，2015-2019 年，以上头部企业排名均维持在较高水平，除个别年份的玉禾田外，上述企业企业历年来订单排名均未曾跌出前 10 名，龙头企业在环卫行业处于竞争优势地位和持续

拿单能力已经得到验证。此外，我们综合环境司南公布的 2015-2019Q1 环卫企业新签合同额 TOP50 榜单，用合计 251 个样本量，测算了排名前 50 的环卫企业新获项目的平均年限，结果显示头部企业的平均项目年限约为 7.85 年，龙头企业普遍已有大量长期合同在手。

图 6：2015-2019 年头部企业行业排名



资料来源：E20，环境司南，中信证券研究部

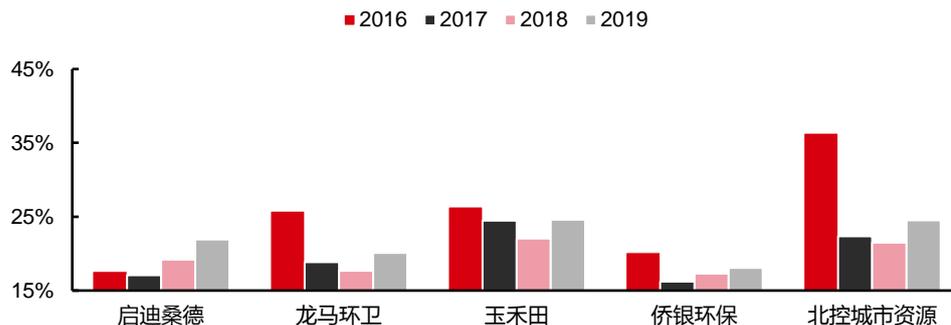
龙头公司毛利率普遍触底，环卫迎来规模效应拐点

从环卫上市公司的运营毛利率看，2016~2018 年，各家公司的环卫运营毛利率普遍出现下滑。我们判断行业内龙头公司在前期出现共性的毛利率下降主要受成本端拖累，龙头企业普遍面临完善社保缴纳、推进机械化带来的车辆费用及折旧上升、管理经验积累需要时间等共性问题。

以玉禾田为例，2015~2018 年，从管理费用中的职工薪酬测算出的管理人员人均薪酬基本稳定，分别为 11.0/11.0/10.5 万元/年；从生产成本中测算出来的同期环卫一线作业人员的薪酬分别为 2.7/3.0/3.3 万元/年，年涨幅分别为 10%/10%。管理人员薪酬稳定而生产人员成本快速攀升，主要原因为部分一线员工补缴社保推升了生产成本中的人工成本。此外，为稳定就业，在环卫公司承接项目时，地方政府会要求中标企业在合同前期不能裁员，但与此同时环卫公司在中标后会加大环卫机械车辆采购力度，导致车辆费用和折旧摊销成本会有明显增加，因此在环卫项目早期阶段的机械化替代效果并不明显。

进入 2019 年后，各家公司的环卫运营毛利率普遍逆转了前期的持续下行态势，我们认为，龙头环卫公司在 2019 年的运营毛利率普遍迎来改善，背后推动力是环卫公司普遍迎来管理规模临界点，即规模效应开始发挥作用。在管理合同规模扩张到一定水平后，新中标合同中员工补缴社保对运营成本的压力会被充分稀释；在环卫公司度过与地方政府约定的全员接受期限后，项目上的环卫员工淘汰优化等措施开始实施，机械化替代的效率优势将会相应体现；此外，随着管理项目的增多，环卫运营公司积累的管理经验也会逐步丰富并推动管理经验异地复制，提升项目管理效率。

图 7：2015-2019 环卫行业上市公司环卫板块毛利率对比



资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部

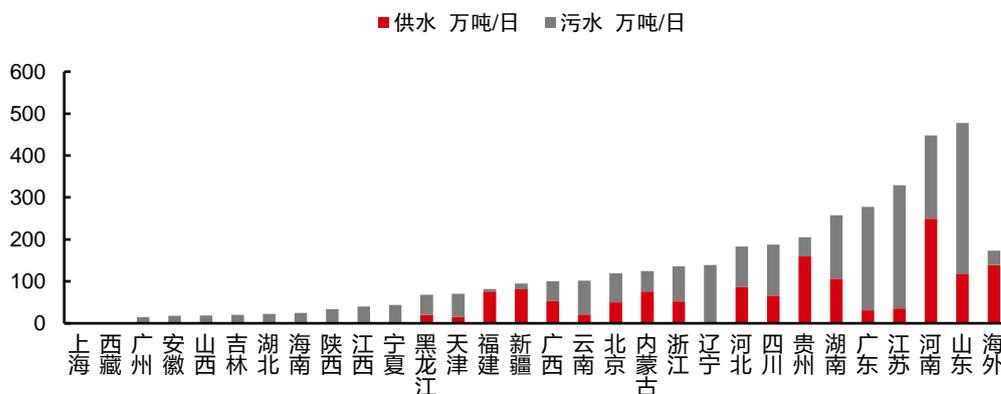
■ 师出北控系名门，多重助力夯实优势和塑造壁垒

资源：成熟资源助力业务交叉销售，环卫拓展具备先天优势

公司控股股东为北控水务集团，目前北控水务集团已经发展成为集产业投资、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，总资产、总收入和水处理规模等均位居国内水务行业第一位。截止 2019 年末，北控水务集团业务范围覆盖 28 个省、市、自治区，在全球共有 1,200 多座水厂，涵盖污水、供水、中水等各种水厂类型，总设计水处理能力为 3,939 万吨/日，水环境综合治理项目签约总额超过 500 亿人民币。2019 年，北控水务集团实现营收 258.7 亿元，归母净利润 44.12 亿元。

北控水务集团在国内水务行业已经树立独一无二的经营规模及市场地位，已经成功将公司打造成为水务行业知名品牌。受益于业务辐射区域广泛，北控水务集团在全国已经架起全国性的政府资源网络及信息渠道；此外，依托高效管理及先进技术积累，北控水务集团的城镇水务项目普遍运营良好，和项目所在地方政府建立了充分信任关系。

图 8：北控水务集团污水及供水处理能力在各地区分布（万吨/日）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注释：计算时污水处理能力涵盖中水项目

表 3：水务行业第一梯队公司 2018 年主要经营、财务指标对比

主要业务区域	营业收入 亿元	毛利率 %	年末供水能力 万立方米/日	年末污水处理能力 万立方米/日	总资产 亿元
北控水务	245.97	35.68	2166.62	1344.35	1263.81
首创股份	124.55	30.9	1402.92	1226	698.88
创业环保	53.13	29.82	232.5	941.8	297.19
中国光大水务	24.47	36.32	30.5	499	156.87
重庆康达环保	47.68	34.04	-	386.5	195.84
上海实业环境	29.34	36.88	-	-	165.15

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

北控水务集团为北京控股集团的水务业务平台，北京控股集团以“让城市生活更美好”为社会责任使命，致力于提供国内领先、国际一流的现代城市一体化综合服务。北京控股集团业务覆盖全国 400 多个城市，已成为地跨境内外市场、兼具实业经营和资本运营的国有控股集团，旗下有 11 家上市公司。截至 2018 年底，北京控股集团总资产达 3,204 亿元，位列“中国企业 500 强”第 202 位，“中国服务业企业 500 强”第 79 位。

图 9：北京控股集团旗下主要业务领域及相关重点公司统计



资料来源：北京控股集团官网

从上述分析可以看出，北控水务集团拥有国企背景带来雄厚政府资源、遍布全国的完善信息渠道网络、水务领域的品牌美誉度、政府充分信任关系等一系列优势，由于地方政府是市政环卫服务的购买方，大股东北控水务集团及整个北控系的实力突出，公司在国内拓展环卫业务时相比竞争对手具有明显先天竞争优势，长期看有更好成长潜力。特别需要指出的是，对于公司而言，在大股东北控水务集团的水务业务已经涉足的区域发展市政环卫业务，可以看成为针对该地方政府客户的业务交叉销售和市场二次开发，开发模式可以通过大股东北控水务集团名义获取环卫项目但公司为实际运营载体，也可以公司通过独立投标获取环卫项目。交叉销售使得公司在环卫项目获取难度方面明显较小首次拓展市场，推动公司环卫业务发展优势在大股东业务已经涉足区域体现的格外明显。

从公司过往环卫业务实际发展情况看，借力大股东优势的业务协同发展在公司环卫业务快速扩张过程中发挥重要作用。2016~2019H1，公司以大股东北控水务集团名义获取环卫项目创造的收入分别为 0.19/4.96/11.00/7,70 亿港元，收入贡献均超过自身独立投标所获取项目贡献的收入。此外，需要注意的是，相比公司以自身名义独立获取的项目，以大股东北控水务集团名义获取项目有更高的毛利率。

表 4：2016-2019H1 北控水务推荐 vs 公司独立获取的环卫项目

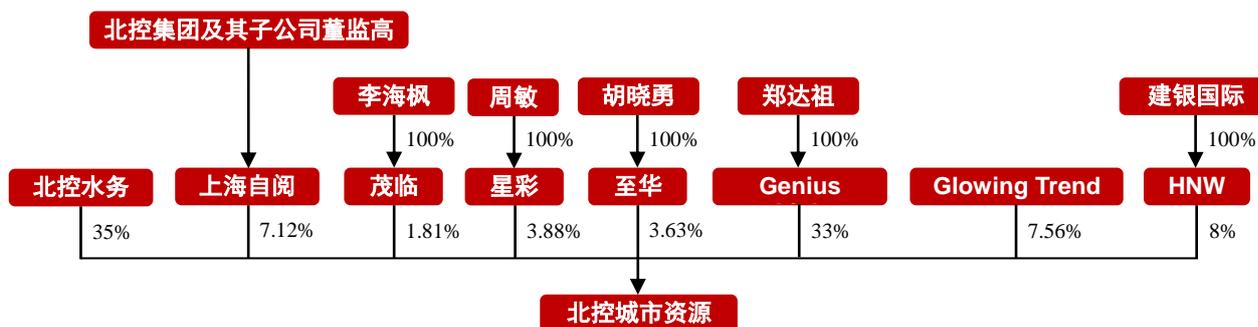
	2016			2017			2018			2019 上半年		
	推荐	独立获取	总计	推荐	独立获取	总计	推荐	独立获取	总计	推荐	独立获取	总计
项目数目	1	0	1	40	31	71	52	54	106	54	58	112
规模：mn 港元	19	0	19	496	167	662	1100	513	1613	770	325	1,095
毛利率	36%	-	36%	23%	20%	22%	20%	25%	22%	23%	20%	22%
平均规模：mn 港元	19	-	19	7	5	9	21	10	15	14	6	10

资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

意愿：定位大股东管理团队持股平台，嫁接资源助发展意愿强劲

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 10：公司上市前股权穿透图



资料来源：北控城市资源招股说明书，中信证券研究部

其中，(1) 上海自阅持有公司上市前 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) 至华由前北控水务集团总裁、现任北控清洁能源集团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 5：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

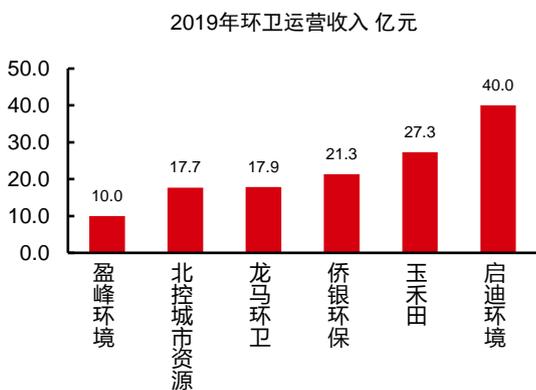
资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

除大股东管理层持有公司股份外，以总裁赵克喜先生等为代表的公司现有管理团队也在公司持有股份。公司通过管理层持股建立了长效利益共享、激励约束机制，实现了所有者及经营者目标的一致，有效调动管理层积极性和激发公司持续改善经营效率。

效果：环卫发展迅速且项目普遍高质，一揽子服务提升粘性和壁垒

在大股东先天资源优势铺垫，大股东管理团队利益强力绑定，公司管理团队积极进取等因素共同驱动下，公司自 2016 年切入环卫运营市场后业务快速突破，2016 年公司环卫合同规模仅为 0.19 亿港元，2017 年即暴增至 131 亿港元。截止 2019 年末，公司在手环卫合同总金额已经达到 220 亿港元，环卫业务范围已覆盖全国 23 个省、市、区。从环卫运营收入以及期末在手环卫订单看，公司已经赶传统环卫龙头的规模体量，国内一线环卫运营龙头的地位初步树立。

图 11：重点环卫公司 2019 年环卫运营收入比较（亿元）



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部，注释，港币汇率按照 0.9 进行折算

图 12：重点环卫公司 2019 年末在手环卫合同规模统计（亿元）



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部预测，注释：港币汇率按照 0.9 进行折算

项目质量的另一个关键指标是项目的单位清扫价格，我们统计了公司截至 2019H1 环卫项目的区域分布情况，结果如下所示，公司在各省的单位清扫价格普遍较高，在重点布局的广东、贵州、陕西等省份更是取得了超过 10 元/m²/年的单价，这为公司出众的盈利能力奠定了坚实的基础。

表 6：公司环卫项目区域分布情况

	项目个数	平均年限 年	总年费 万元	总合约价值 万元	单位清扫价格 元/m ² /年
广东	6	7	54961	762296	18
河北	21	11	34601	426396	8
贵州	10	7	20323	160819	16
云南	9	7	18329	223744	9
陕西	8	14	12541	137528	11
内蒙古	9	13	11538	154269	7
重庆	17	3	8646	26841	7
山东	8	5	8290	48966	-
江苏	2	6	8258	32140	9
山西	4	13	6976	80195	13
辽宁	1	5	6874	34369	14
河南	2	14	5849	73927	6
四川	4	3	4523	13568	9
湖北	1	5	4488	22440	8
吉林	1	20	4331	86618	8
湖南	4	9	4322	32849	29
甘肃	2	12	4271	47662	13
宁夏	4	6	2494	23550	9
黑龙江	2	13	1622	25104	16
青海	1	3	1597	4792	9
江西	1	3	549	1646	19
北京	2	3	234	645	
广西	3	23			

资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

2020 年年初，公司独立在港交所主板上市，成为公众公司大幅提升公司在行业内的影响力和知名度，进一步强化公司在环卫市场发展潜能。从上市后新签订单情况看，2020 年 1~5 月，公司环卫中标合同累计金额已经达到 82.79 亿元，年化金额 7.36 亿元，2020 年 1~5 月合同总金额已经超过 2019 全年 67.88 亿元，公司上市后在环卫运营市场的发展势头良好。

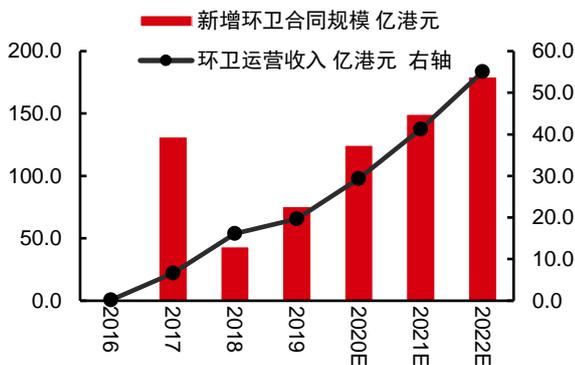
表 7：年初迄今公司环卫中标合同统计（人民币百万元）

项目名称	合约总金额（百万元）	年化金额（百万元）	合约期限（年）
新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	7,312	487	15
周村区环卫作业市场化政府购买服务项目	393	49	8
新田县农村生活垃圾前端清扫保洁及收集服务项目	75	25	3
淄博市张店新旧城区园林绿化养护项目	154	51	3
太原市晋源区议井街办，金胜镇购买环卫市场化运营服务项目	162	54	3
2020 年张店新旧城区裸露地补植服务	48	24	
大荔县城区环卫作业市场化购买服务项目	114	38	3
仁化县城区生活垃圾分类试点项目	20	7	3
合计	8,279	736	11

资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部

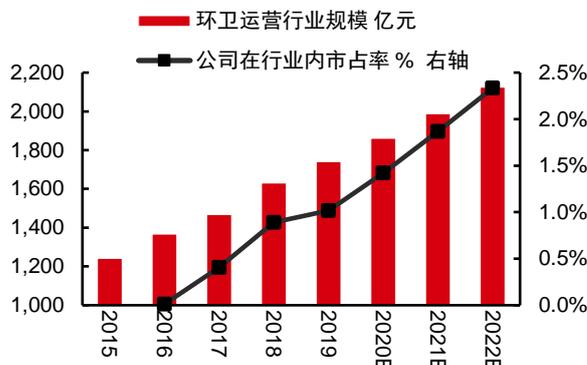
按照公司当前快速增长的发展势头，我们预计 2022 年公司环卫运营收入将进一步增加至 55.1 亿港元，2020~2022 年环卫运营收入的复合增速为 37.0%。如前所述，国内环卫市场高度分散，公司 2019 年在行业内市占率约为 1.0%，预计在 2022 年将增加至 2.3%，公司在行业内的龙头地位届时将得到进一步巩固。

图 13：公司新增环卫合同及环卫营收变动趋势（亿港元）



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部预测

图 14：公司在环卫运营领域市占率变动趋势（%）



资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部预测

如前所述，环卫项目具有复杂性不够、轻资产、短周期的缺点，使得对于环卫企业而言，如何提升公司和项目所在地政府的服务粘性，顺利推动项目到期后续约以实现持续运营目的，是环卫公司塑造其在行业内长期竞争优势和竞争壁垒的核心要素。

环卫的本质是现代城市服务，因此提升服务质量无疑对于项目持续续约有帮助。公司除狠抓内部管理、通过管理标准化保证整体服务质量以提升客户口碑外，公司在提升服务粘性方面，还拥有环卫同类竞争对手普遍不具备的优势。大股东北控水务集团的水环境领域项目普遍是重资产、长周期、对管理能力依赖较高，和项目所在地的政府绑定较深。公司可以从大股东的重资产水务投资收获协同效应，推动政府从一揽子环保服务的角度去考虑，在公司短周期的环卫项目到期后顺利续约，进而保证公司的环卫服务粘性，加宽公司的环卫业务的竞争护城河。

管理：高效管理助力环卫毛利率表现优异，预计 2022 年提升至 27.0%

从公司高管团队过往履历看，总裁赵克喜先生和副总裁张海林先生等管理层在大股东北控水务集团均曾长期任职。北控水务集团在业内一直以注重管理著称，因此公司有望将大股东的先进管理经验复制到项目经营活动中，对于高度重视管理的环卫行业而言，高效管理是保证项目回报，推动公司长远发展的制度保障。从毛利率角度看，公司 2019 年的环卫运营毛利率在主要市场参与者中排名靠前。

表 8：董事会成员与北控水务集团的关系

姓名	职位	与北控水务关系
赵克喜	执行董事兼行政总裁	2003 年~2008 年，在北控水务集团附属公司北控中科成环保任审计部门主任 2008 年~2016 年，在北控水务集团担任多个职位，离职前担任副总裁
张海林	执行董事兼副总裁	2009 年~2015 年，在北控水务集团担任多个职位，离职前担任行政经理
周敏	主席兼非执行董事	2008 年~2016 年，任北控水务集团执行董事

职位	与北控水务关系
	2016年起,担任北控水务集团行政总裁
李力 非执行董事	2010年加入北控水务集团 2014年起,担任北控水务集团的执行董事,并于2016年成为执行总裁
李海枫 非执行董事	2008年至今,担任北控水务集团执行董事及副总裁

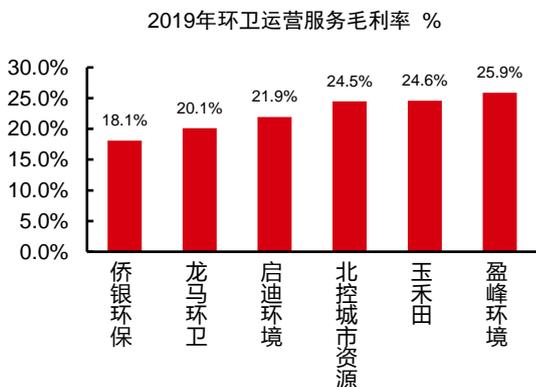
资料来源:北控城市资源公告,中信证券研究部

在新介入环卫项目后,环卫公司通常需要根据实际作业情况制定针对性管理优化方案,再加上一线环卫人员优化需要时间,社保规范化也会影响前期成本,我们看到2016~2018年的公司环卫运营毛利率在业务快速扩张过程中不断下降。但是随着时间推移,公司制度化管理和提升效率的各种措施开始出现成效,环卫员工淘汰优化开始实施、机械化替代的效率优势逐步体现、集采也会带来的成本优势,规模效应的积极影响开始体现,推动公司环卫运营毛利率开始在2019年迎来触底回升。2019年,公司环卫运营毛利率改善至24.5%,同比提升3个百分点。

年初以来,受疫情影响,政府出台一系列减税降费政策,2月20日,人社部等三部委联合印发《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》,其中规定对大型企业、民办非企业单位、社会团体2~6月的养老、失业、工伤保险费用等三险企业负担部分减半征收;2月8日,财政部印发了《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》,对纳税人提供生活服务所取得收入,免征增值税;在今年5月末召开的两会上,政府工作报告明确提出,前期出台并在6月前到期的减税降费政策执行期限全部延长到2020年年底。

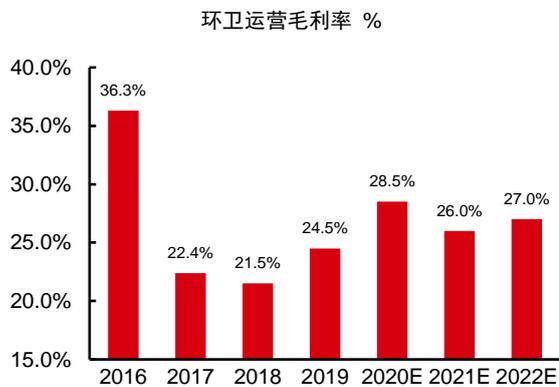
环卫劳动力高度密集的特性,使得减半征收社保对于环卫企业盈利能力提升有明显帮助;环卫行业目前适用的增值税税率为6%,环卫公司可抵扣的成本进项通常为在成本中占比较小的小购车辆,同时项目所在地政府通常将税收优惠全额让给环卫公司,因此增值税减免对于公司盈利也有明显提升作用。我们预计,增值税和社保的一次性政府优惠政策将推动公司2020年环卫运营毛利率进一步提升至28.5%。预计2020~2021年,公司环卫运营毛利率将改善至26.0%和27.0%。此外,和竞争对手相比,依托公司高质项目及高效管理,公司环卫运营毛利率在环卫公司中居于头部地位。

图 15: 2019年重点环卫公司的环卫运营毛利率 (%)



资料来源:北控城市资源公告,中信证券研究部

图 16: 2016~2022年公司环卫运营毛利率变动趋势 (%)



资料来源:北控城市资源公告,中信证券研究部预测

布局危废，综合解决城市固废难题

危废行业高景气，盈利能力突出

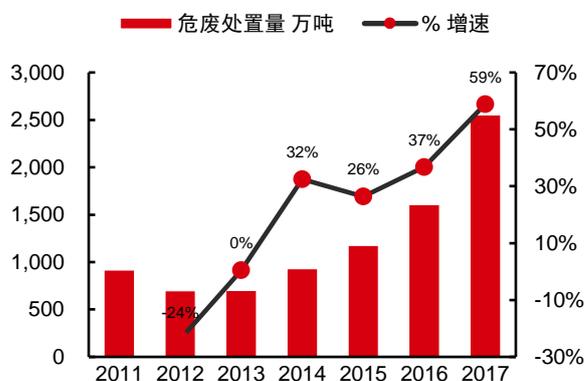
在 2013 年末两高司法解释颁布后，监管日益严格使得长期存在的产废企业瞒报、漏报等漏洞被逐步堵住，国内危废处置量特别是无害化处置量呈现高速增长态势。2017 年，国内危废无害化处置规模为 2552 万吨，同比上升 58.9%。行业处理量增加推动危废处理设施数量持续上升，截止 2017 年末，国内各省颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共 2,722 份，较 2014 年上升 24.0%。从危废许可证所属区域分布看，危废处置企业主要集中在华东及华南等工业发达省份，其中江苏省以 336 份许可证位居国内第一，其次为浙江、湖南、山东、河南等省份。

图 17：危废经营许可证数量及变动趋势（%）



资料来源：生态环境部，中信证券研究部

图 18：2011~2017 年危废处置量及变动趋势（万吨）



资料来源：生态环境部，中信证券研究部

尽管危废处理存在政府指导价，但和污水处理及垃圾发电企业按照政府制定的污水处理费或者垃圾处理费收费不同，危废处理指导价格并非强制价格，存在较大灵活性，政府不参与供需双方定价且危废具有较高专业技术和管理经验壁垒，使得危废处置价格可以反映市场供需关系，在行业景气度较高时持续获取超额收益。

我们以处理能力 100 吨/天的典型危废焚烧项目为例，假设焚烧处理费为 3,500 元/吨，模拟测算结果显示，在项目投产达到设计产能后，每年营业收入约 1.16 亿元，实现净利润 3,339 万元，净利润率高达 29%。根据上述数据，该项目 IRR 测算高达 27%（按照 20 年运营期测算），显著高于垃圾发电和水处理项目常见的 8%~12% 内部收益率区间。

表 9：危废焚烧项目利润估算

项目名称	单价 (元/吨)	年消耗量	金额 (万元)
危废处理费收入	3,500	33,000	11,550
一、直接材料成本及折旧			4,754
1 原材料			2,793
1.1 氢氧化钙	1,300	880	114
1.2 阻垢剂	9,000	0.40	0.36
1.3 氢氧化钠 (30%)	4,700	800	376

	项目名称	单价 (元/吨)	年消耗量	金额 (万元)
1.4	清洁剂	90,000	0.02	0.18
1.5	活性炭	7,500	192	144
1.6	硫酸亚盐	800	4.70	0.38
1.7	飞灰处理费	2,600	1,917	498
1.8	炉渣处理费	2,600	5,694	1,481
1.9	PAM	20,000	86	172
1.10	PAC	2,000	0.20	0.04
1.11	消泡剂	100,000	0.60	6
1.12	稀硫酸	1,600	1.70	0.27
2	燃料动力			1,206
2.1	水	2.95	162,723	48
2.2	天然气	3.39 (元/m3)	1,598,500	542
2.3	电力	0.88(元/KWH)	7,000,000	616
3	折旧摊销			
3.1	折旧费用			756
二、	管理费用、销售费用及中间投入			2,272
1	修理费			379
2	无形资产和其他资产摊销			45
3	销售及管理费用			1,848
三、	利息开支			350
	税前利润			4,174
	所得税			835
	净利润			3,339
	净利率			29%

资料来源：中信证券研究部测算

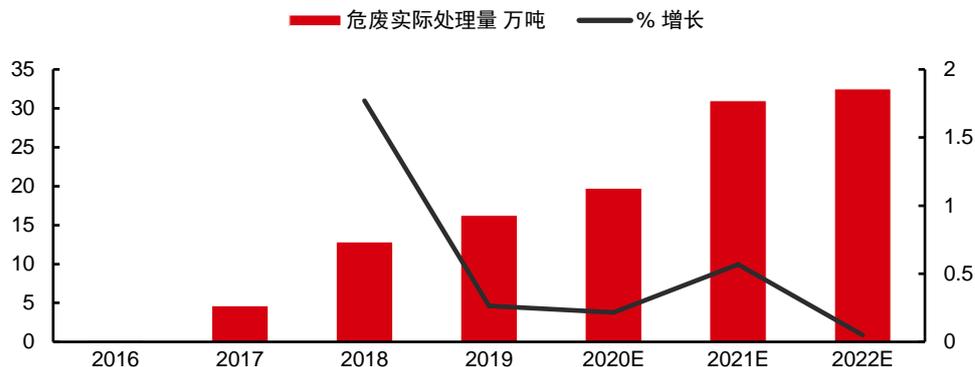
危废处置产能未来仍有提升空间

公司同时卡位环卫市场及危废处理市场，以“一站式解决方案”固废服务供应商为定位，其中，环卫服务主要以城市固废为目标，而危废处理主要以工业废物为目标，公司“一站式解决方案”固废服务供应商的定位综合了环卫服务迅速产生收益的能力以及危废处理的高回报率，推动公司长期可持续发展。

公司的危废板块合理布局，在危废大省山东和青海领跑市场。2017年，山东和青海分别是全国第1大和第7大的危废产生省份，分别占全国危废总产生量的29.5%及4.3%。2018年，公司在山东和青海投运的总设计处理能力分别达90,400吨及130,000吨，排名第4及第1，实际处理总量分别为63,100吨及15,400吨，排名第1及第2。

公司2019年末的危废已投运处理能力为42.2万吨/年，未来仍有增长空间。公司4个在建无害化处理项目将计划于2020年底前获得资质并开始投运，设计处理能力总共为12.23万吨/年。另外，公司拥有4个拟建项目，拟设计处理能力63.00万吨/年，如进展顺利，将于2021年及2020年底前投入运营。我们预计公司2022年的危废处置能力将进一步扩张至72.2万吨/年。

图 19: 2016-2022 年公司危废实际处置量及其变动趋势



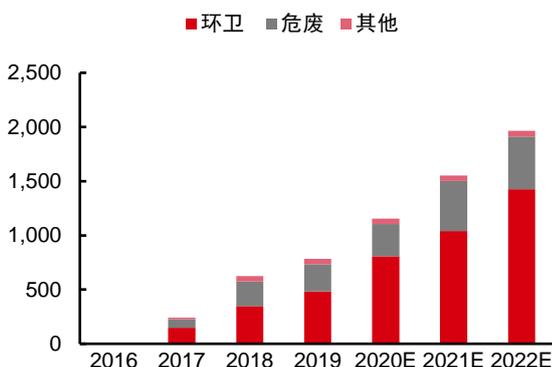
资料来源: 北控城市资源公告, Wind, 中信证券研究部预测

■ 主业高增带动业绩爆发, 轻带重谋整体发展

主业高增带动业绩爆发, 预计 2019~2022 年净利 CAGR 将达 44.7%

公司环卫和危废业务未来三年预计均将有优异成长表现, 其中环卫板块受益于公司环卫业务规模快速扩张和管理提效带来的毛利率持续改善, 危废板块受益于产能扩张和产能利用率的提升。具体而言, 预计公司环卫板块毛利将从 2019 年的 4.82 亿港元增至 2022 年的 14.87 亿港元, 危废板块毛利将自 2019 年的 2.51 亿港元增至 2022 年的 4.87 亿港元, 从毛利增长贡献看, 环卫明显超过危废, 未来公司核心增长动能明显更依靠环卫业务。

图 20: 公司 2016~2022 年毛利构成情况 (亿港元)



资料来源: 北控城市资源公告, 中信证券研究部预测

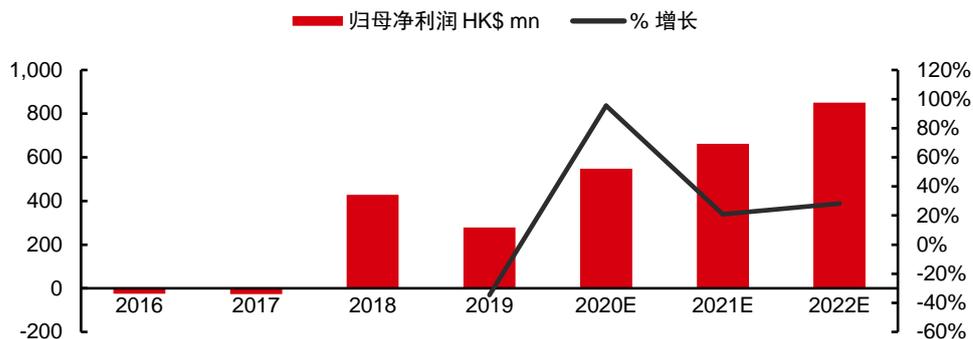
图 21: 公司 2016~2022 年的期间费用率情况 (%)



资料来源: 北控城市资源公告, 中信证券研究部预测

毛利快速增长且期间费用率基本平稳, 推动公司净利润有良好增长表现。我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 5.50/6.65/8.53 亿港元, 同比增长 95.5%/20.9%/28.3%, 2019~2022 年公司净利润复合增速高达 44.7%。

图 22: 2016-2022 年公司危归母净利润及其增速



资料来源: 北控城市资源公告, 中信证券研究部预测

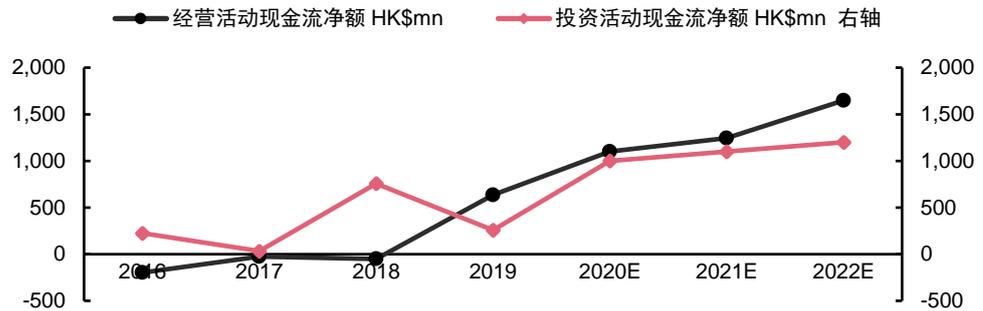
以轻带动谋求整体发展, 自我滚动发展能力突出

环卫和危废均属于经营活动现金流创造能力突出细分市场, 助力公司经营活动现金流表现优异。劳动力异常密集的行业属性使得地方财政部门在支付环卫项目服务费时, 通常采用当月结算上月服务费的模式, 项目应收账款账期普遍较短; 危废无害化处置当前仍处于供需不匹配的阶段, 产废企业需要支付预付款才能将所产危废得到及时处置在业内也较为普遍, 危废项目的现金流通常也比较优异。公司 2019 年的经营活动现金流净额高达 6.36 亿港元, 我们预计 2020~2022 年, 公司经营活动现金流净额将进一步增加至 11.0/12.4/16.5 亿港元, 持续维持优异表现。

从投资属性看, 公司的环卫主业资产属性偏轻, 通常环卫新项目的所需投资额为该项目首年营业收入的 30%~50%, 而垃圾发电/污水等重资产的项目所需投资额通常为该项目首年收入的 400%~500%; 危废处置主业资产属性偏重, 行业内常见的危废项目吨投资额标准为 3,000~5,000 元。按照公司未来的环卫&危废业务发展前景预测和项目投资情况, 我们预计公司 2020~2022 年的资本支出规模分别为 10.0/11.0/12.0 亿港元。

从公司的经营活动现金流及投资活动现金流的匹配情况看, 主业现金流创造能力突出且资产轻重结合, 预计公司未来三年 (2020~2022) 的经营活动现金流基本能够覆盖公司扩张所需的投资活动现金流, 公司自我造血滚动发展的能力突出。

图 23: 2016-2022 年公司经营活动现金流净额及投资活动现金流净额比较 (百万港元)



资料来源: 北控城市资源公告, Wind, 中信证券研究部预测

风险因素

项目推展不及预期; 政府支付能力下降; 人工成本大幅上升。

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测关键假设

受益于市政环卫需求快速释放以及公司在该领域的强大竞争优势, 我们预计公司环卫市场拓展延续快速增长态势, 2020~2022 年公司新增合同总规模分别为 149/179/215 亿港元, 公司签约环卫项目延续亿长周期&大合同的特征, 2020~2022 年新增合同的平均生命周期分别为 9.5/9.5/9.5 年;

公司危废业务维持快速增长态势, 预计 2020~2022 年公司危废处置能力分别为 60/69/72 万吨, 同比增长 42%/15%/5%, 危废实际处理量分别为 20/31/33 万吨, 同比增长 44%/33%/5%;

公司管理效率持续改善和规模效应拐点到来, 预计公司 2020~2022 年的环卫运营毛利率处于持续改善趋势中, 公司 2020~2022 年的环卫运营毛利率为 28.5%/26.0%/27.0%, 其中 2020 年毛利率出现明显回升, 主要受一次性政策优惠推动;

危废处置市场目前已经较为成熟, 预计公司 2020~2022 年危废处置的毛利率维基本稳定, 分别为 45.0%/45.0%/45.0%。

表 10: 公司盈利预测关键假设

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新增合同规模	亿港元	131	43	75	124	149	179	215
% 增长	%	70721%	-67%	75%	65%	20%	20%	20%
期末合同规模	亿港元		124	151	222	329	452	595
% 增长	%		#DIV/0!	21%	47%	48%	37%	32%
新增合同平均生命周期	y		0.0	8.5	9.5	9.5	9.5	9.5

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
危废处置能力	吨/年	0	14	33	42	60	69	72
% 增长	%	0%	8570%	133%	27%	42%	15%	5%
危废实际处理量	吨/年	0	5	13	16	23	31	33
% 增长	%	0%	2473%	177%	26%	44%	33%	5%
环卫运营毛利率	%	36%	22.4%	21.5%	24.5%	28.5%	26.0%	27.0%
危废处置毛利率	%	37%	53.7%	54.2%	46.5%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：北控城市资源公告，中信证券研究部预测

首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 2.80 港元

在上述盈利预测关键假设基础上，我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 5.50/6.55/8.53 亿港元，同比增长 95.5%/20.9%/28.3%，净利折算 EPS 预测分别为 0.15/0.18/0.24 港元，公司当前股价对应 PE 分别为 8/7/5 倍。

公司核心看点如下：1)：环卫和危废均属于环保行业中较好的赛道，约 2,000 亿规模的环卫市场空间广阔，提升市场化率和行业进入门槛正在重塑行业格局，而危废市场仍处于产能不足阶段且该领域项目回报突出；2) 公司背靠“北控系”的优势资源平台，且深度绑定大股东管理团队利益，助力公司拓展环卫及危废业务时具有先天优势；3) 大股东在全国各地长周期重资产投资规模巨大，有助于公司轻资产短周期环卫项目到期后顺利续约，帮助公司提升服务粘性和竞争护城河；4) 主业现金流创造能力突出且资产轻重结合谋求发展，自我造血滚动发展能力极强；5) 规模扩张和管理提效助力业绩处于高增周期，预计 2019~2022 年净利润复合增幅为 42.8%。

由于港股目前暂无轻资产、客户为政府的城市服务可比上市公司，我们选择在 A 股上市的环卫公司、以及提供服务居民的 H 股物业公司为可比对象。参考可比公司估值，我们给予公司 2021 年 15 倍目标 PE，对应目标价为 2.80 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：公司盈利预测及估值

项目/年度 (A)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	2,212	2,711	3,914	5,359	6,790
增长率 YoY%	142.4	22.6	44.4	36.9	26.7
净利润(百万港元)	430	281	550	665	853
增长率 YoY%	-1609.0	-34.6	95.5	20.9	28.3
每股收益 EPS(基本)(港元)	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	10	16	8	7	5
PB	2.10	1.99	1.28	1.04	0.85

资料来源：Wind，北控城市资源公告，中信证券研究部预测，注释：股价数据为 2020 年 6 月 17 日收盘价

表 12：可比公司盈利预测及估值

公司名称	代码	收盘价	市值			PE			PB		ROE	
			亿元	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2019	2020E		
市政环卫：												
玉禾田	300815.SZ	124.82	173	41	34	26	13.0	8.5	31.4%	24.9%		

公司名称	代码	收盘价	市值 亿元	PE			PB		ROE	
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2019	2020E
侨银环保	002973.SZ	23.87	98	66	41	30	9.2	7.3	13.9%	17.8%
龙马环卫	603686.SH	22.95	95	35	28	23	3.8	3.5	10.8%	12.5%
盈峰环境	000967.SZ	8.44	267	20	17	14	1.7	1.6	8.8%	9.4%
物业管理:										
保利物业	6049.HK	79.05	437	60	55	40	7.6	7.5	12.8%	13.7%
永升生活服务	1995.HK	11.58	193	73	48	31	14.2	12.9	19.5%	26.7%
中海物业	2669.HK	7.90	260	48	37	29	17.2	12.8	35.5%	34.5%
绿城服务	2869.HK	9.57	308	52	45	34	8.9	7.9	17.2%	17.5%
新城悦	1755.HK	20.55	168	55	38	26	16.6	13.2	30.1%	35.2%
碧桂园服务	6098.HK	35.65	982	52	40	29	16.5	12.4	31.6%	31.1%

资料来源: Wind, 北控城市资源公告, 中信证券研究部, 注释, 股价数据为 2020 年 6 月 17 日收盘价, 港股公司市值及股价为港币计价

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%
其他收入及收益	57	60	60	60	60
管理费用	359	320	438	600	761
管理费用率	16.21%	11.80%	11.20%	11.20%	11.20%
销售费用	6	14	20	27	34
销售费用率	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
所得税	45	87	142	172	220
所得税率	17.53%	20.19%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	472	352	647	782	1,003
少数股东损益	42	71	97	117	150
归属于母公司股东的净利润	430	281	550	665	853
净利率	21.34%	12.98%	16.53%	14.59%	14.77%
每股收益(元)(摊薄)	0.12	0.08	0.15	0.18	0.24

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
应收款项及应收票据	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
应付款项	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
长期负债	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
储备	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：北控城市资源公告，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”、“机构投资者”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.。如对本报告有任何疑问，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：本研究报告在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第761G条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

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、集团及其他附属机构的流动。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。