

从环卫到城市管理服务的一颗新星

——北控城市资源 (3718.HK) 首次覆盖报告

公司动态

◆**环卫+危废业务两翼齐飞，业绩增长确定性高。**北控城市资源集团有限公司始于2013年，在北控水务集团的大力支持（业务、经验、关系）和自身市场持续开拓的推动下，目前已基本形成环卫+危废两翼齐飞的发展格局。公司2019年实现营业收入27.11亿港元，同比增长45.56%；实现持续经营业务净利润3.46亿港元，同比增长57.48%；2019年末在手环卫年化合同额近23亿元，2020年至今新签年化订单额6.91亿元，叠加危废项目的稳步落地贡献收入，公司业绩增长确定性较高。

◆**疫情推动环卫市场发展提速，三大优势有望推动公司市占率持续提升。**疫情后国家加大对社会卫生治理要求，2020年1-4月环卫市场招投标额近200亿创历史新高；公司在成本控制（毛利率2019年同比增加2.5个pct至24.5%）、一体化布局（全国覆盖，城市管理服务内容覆盖）、政府关系（母公司摆渡&自身发展）均具有领先优势，未来公司发展战略也将以大体量、长周期的PPP项目为主，也较好地契合了我国重点城市的城市服务市场发展方向。

◆**城市管理与无废城市渐起，公司有望通过平台化拓展实现突破。**无论是城市管理还是无废城市，目前已有平台化发展萌芽，同时在数字经济的加持下，这个趋势将越来越快。而城市管理与无废城市也可通过“垃圾分类、环卫”进行融合，行业空间、格局均会发生重要变化。在这个过程中，公司一方面拥有城市管理全方位能力，且其自身环卫业务中已包含垃圾分类业务；另一方面公司在危废业务的规划（未来实现一省一厂）和持续扩张也将有利于公司未来实现平台化运作，未来发展值得期待。

◆**首次覆盖，给予“买入”评级。**(1) 公司环卫业务高速发展，2020Q1新签年化订单额6.91亿元，有较大概率完成全年10~12亿元目标，可有效保障后续业绩高速增长；危废业务在建项目稳步推进，落地后将为公司贡献稳定业绩及现金流；(2) 公司作为H股稀缺环卫标的，估值相较A股环卫公司来说显著低估（A股环卫公司20年平均PE约30倍，公司20年PE仅6倍）；(3) 疫情后城市管理精细化、市场化趋势提速，空间打开且物业与环卫有融合趋势，H股龙头物业公司20年PE约40倍，公司估值有进一步提升空间。预计公司20-22年归母净利润分别为4.05/5.57/6.61亿港元，对应20-22年EPS分别为0.11/0.15/0.18港元。综合考虑公司业绩成长性、估值显著被低估、以及未来估值仍有提升空间等三方面因素，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**环卫市场竞争加剧致使新签订单及盈利能力不及预期；危废项目投产及处理价格不及预期；收并购带来的商誉风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	1863	2711	4015	5319	6428
营业收入增长率	104.15%	45.56%	48.07%	32.50%	20.84%
净利润(百万港元)	430	281	405	557	661
净利润增长率	-1608.95%	-34.63%	43.92%	37.61%	18.66%
EPS(港元)	0.16	0.10	0.11	0.15	0.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.11%	16.70%	19.64%	21.53%	20.68%
P/E	5	7	6	5	4
P/B	1.2	1.1	1.1	0.9	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年5月8日

买入(首次)

当前价：0.72 港元

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsec.com

秦波(执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebsec.com

联系人

郝菁

021-52523827

haojian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：3.6

总市值(亿港元)：25.92

一年最低/最高(港元)：0.59/0.97

近3月换手率：25.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	上市以来
相对	14.38	27.71	20.80
绝对	14.29	16.13	4.35

资料来源：Wind

目 录

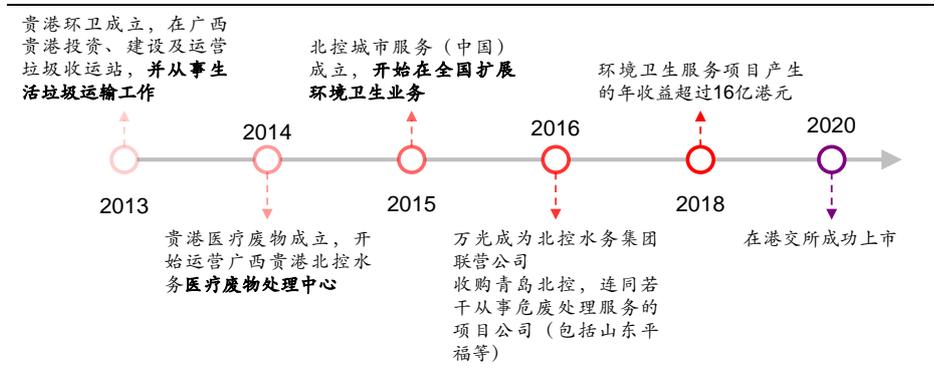
1、 环卫+危废两翼齐飞，业绩增长确定性高	3
1.1、 母公司支持+自身业务突破带动公司高速发展.....	3
1.2、 19年业绩高增长，现金流显著改善.....	5
2、 环卫：在手年化订单 23 亿，20 年持续突破	8
2.1、 运营稳健，拿单高效，业绩增长的坚实基础.....	8
2.2、 行业群雄割据，三大优势有望推动公司市占率进一步提升	9
3、 危废：20 年 4 项目投产，贡献稳健业绩增量.....	11
3.1、 在建项目稳步投产，无害化业务是发展重点.....	11
3.2、 行业供需错配仍存，疫情影响不改长期向好趋势.....	12
4、 盈利预测.....	14
4.1、 关键假设及盈利预测	14
4.2、 盈利预测	15
5、 估值与股价催化剂.....	15
5.1、 估值	15
5.2、 股价驱动因素	17
6、 首次覆盖，给予“买入”评级.....	17
7、 风险分析.....	17

1、环卫+危废两翼齐飞，业绩增长确定性高

1.1、母公司支持+自身业务突破带动公司高速发展

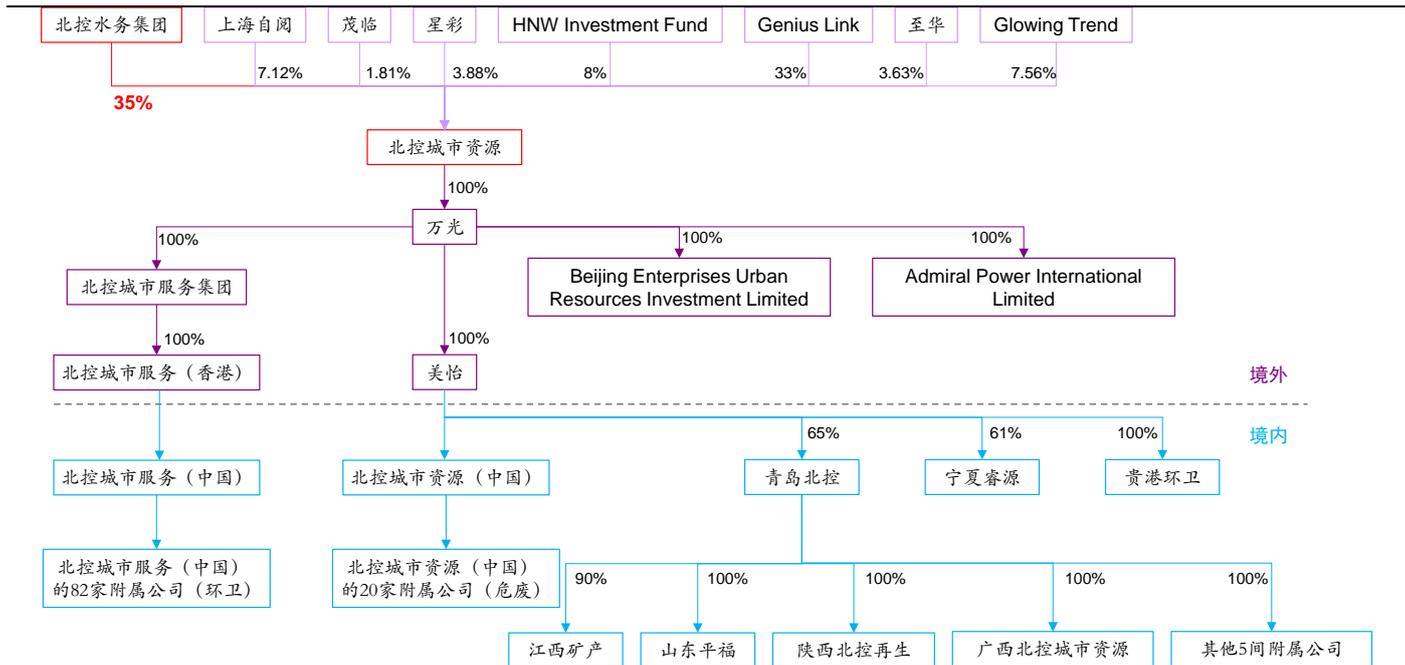
北控城市资源集团有限公司（以下简称“北控城市资源”）始于2013年，彼时北控水务（广西）成立贵港环卫并在广西贵港市进行垃圾收运站的投资、建设和运营，开启了北控水务集团环卫业务的突破；2014年，北控水务（广西）成立并运营广西贵港北控水务医疗废物处理中心，在环卫业务的基础上扩展至危废领域；在此基础上，北控城市服务（中国）于2015年7月正式成立，并在全国范围内拓展环卫业务；2016年，公司通过收购危废公司进一步拓展危废业务。截至2019年6月30日，公司共拥有84家环卫附属公司、29家危废附属公司、以及3家废弃电器及电子产品拆解处理附属公司，已基本形成了环卫+危废两翼齐飞的发展格局。

图 1：公司历史发展里程碑



资料来源：公司公告

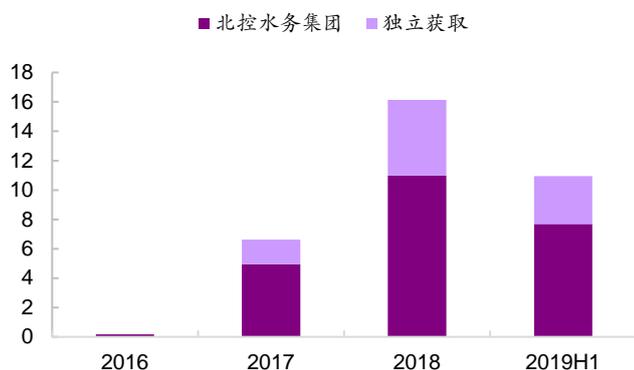
图 2：上市前公司股权架构



资料来源：公司公告

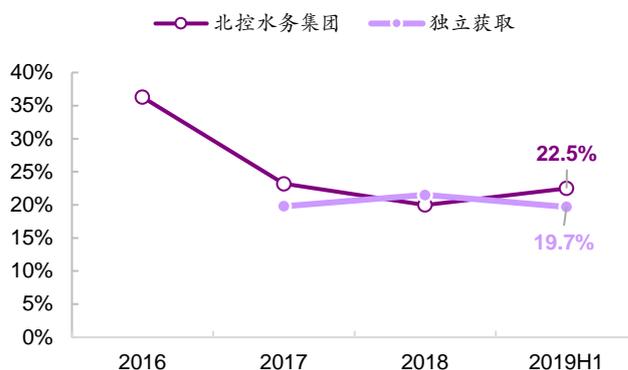
北控水务集团的支持是公司发展的重要助力，而自身管理水平的进步和环卫市场的持续开拓则是发展的核心源泉。公司早期的发展离不开母公司北控水务集团的大力支持，公司运营的环卫项目中超过一半均来自母公司，2016-19H1 项目数量分别为 1/40/52/54 个（收入为 0.19/4.96/11/7.7 亿港元），盈利能力也维持在较高水平（17-19H1 来自母公司项目毛利率维持在 20% 以上）。而公司自身对环卫业务的发掘和开拓亦在持续突破，从 16 年的 0 项目到 2019H1 独立获取 58 个项目，收入也提升至 3.25 亿港元，在集团支持力度稳步提升的同时，独立获取业务的收入占比也提升至 30%，推动公司业绩保持高速发展。

图 3：环卫项目来自北控水务集团&独立获取金额



资料来源：公司公告，单位：亿港元

图 4：环卫项目来自北控水务集团&独立获取毛利率



资料来源：公司公告

北控水务集团给公司提供的不只是项目的支持，更多是参与环保项目运营的经验良好的政企关系。公司自 2015 年正式成立并开始在全国范围内拓展业务，2016 年至今已荣获多项环卫行业荣誉，其依靠的正是北控水务数十年来参与环保项目管理运营的丰富经验，和与地方政府良好而密切的合作关系，这也进一步给公司环卫业务的拓展带来了良好的基础条件。

表 1：公司获得荣誉情况

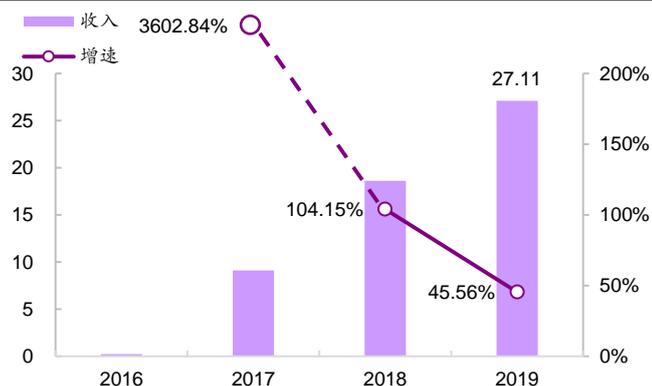
2016	2017	2018
中国清洁行业百强品牌证书	中国清洁行业推优行业贡献奖	中国市政环卫行业诚信经营示范单位
中国城市环境卫生协会城乡环卫一体化专业委员会副主任单位	中国清洁行业推优十大著名品牌	第十届中国清洁环卫环境行业年会十大示范工程项目
北京市市容环境卫生协会会员	2017 中国清洁行业百强名单	第十届中国清洁环卫环境行业年会十佳清洁服务供应商
中国城市环境卫生协会会员	城乡环卫一体化示范单位	第十届中国清洁环卫环境行业年会著名品牌
中国中小商业企业协会清洁行业分会副会长单位会员	中国智慧环卫优秀示范评选—行业影响力奖	2018 年度中国环卫行业影响力企业
中国再生资源回收利用协会会员	2017 年度中国环卫行业影响力企业	
智慧环卫优秀示范奖—最具社会价值奖	2016-2017 年度环境卫生行业争优创新系列表彰活动银奖	
中国中小商业企业协会清洁行业分会战略合作伙伴		
云南省清洁服务行业协会战略合作伙伴单位		

资料来源：公司公告

1.2、19 年业绩高增长，现金流显著改善

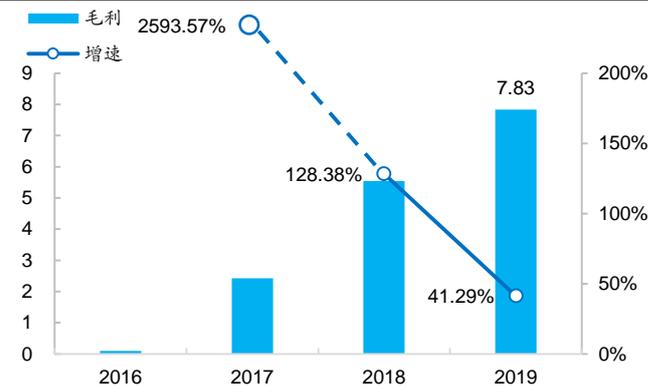
公司 2019 年实现营业收入 27.11 亿港元，同比增长 45.56%，实现毛利 7.83 亿港元，同比增长 41.29%；持续经营业务净利润达 3.46 亿港元，同比增长 57.48%；由于 2019 年公司出售重庆滨南 51% 股权，全年归母净利润同比有所下滑，减少 25.41% 至 2.81 亿港元。

图 5：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

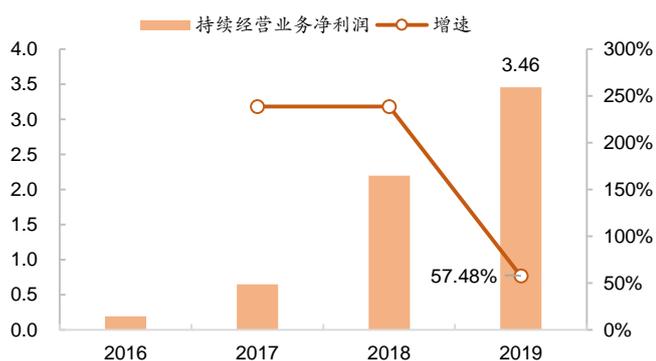
图 6：公司毛利情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

公司持续经营业务净利润增速高于营业收入增速，主要系收入占比达 70% 的环卫服务的毛利率显著提升（从 2018 年的 22% 提升至 2019 年的 24.5%），叠加公司高效的经营管理使得行政开支占比同比减少 3.85 个 pct 至 11.8%，两者共同作用使得公司持续经营业务净利润显著增长。

图 7：公司持续经营业务净利润情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

图 8：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

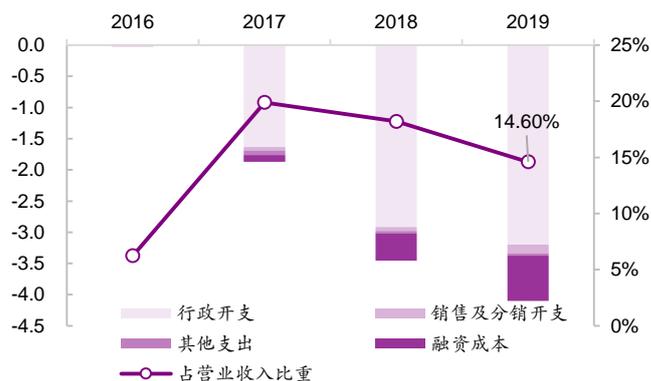
毛利率方面，虽然环卫业务毛利率有所上升，但由于无害化业务方面的甘河工业园项目许可证过期、以及资源化业务方面的甲醇市场价格下跌因素影响，公司危废业务毛利率同比下滑 7.67 个 pct 至 46.53%，使得公司整体毛利率小幅下滑 0.87 个 pct 至 28.90%。

图 9：公司毛利率情况



资料来源：公司公告

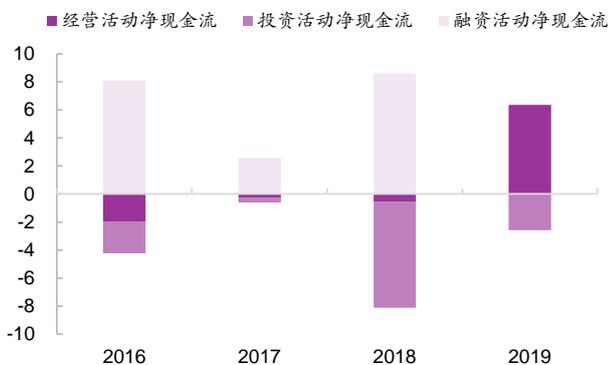
图 10：公司其他开支情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

现金流方面，公司 2019 年实现经营活动净现金流 6.35 亿港元，2018 年为负主要系电子拆解业务亏损所致；2018 年 6 月份出售甘肃华一（电子拆解业务公司）后公司经营活动现金流转负为正；公司 2019 年末应收账款及票据 7.8 亿港元；2019 年底公司在手现金 10.52 亿港元，加上 20 年上市募集的 6 亿港元，在手现金约 16 亿港元，可较好地覆盖公司 2020 年 12 亿港元的 CAPEX 计划。

图 11：公司现金流情况



资料来源：公司公告，单位：亿港元

图 12：公司净现金流及历年报告期末在手现金情况



资料来源：公司公告，单位：亿港元

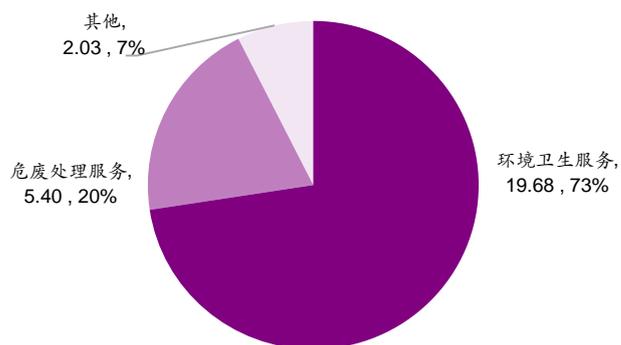
分业务来看，公司两项核心主业环卫和危废处置在 2019 年均实现了快速增长，环卫业务实现营业收入 19.68 亿港元，同比增长 55.67%，实现毛利 4.8 亿港元，同比增长 73.36%；危废业务实现营业收入 5.40 亿港元，同比增长 28.02%；实现毛利 2.5 亿港元，同比增长 9.90%（毛利增速低于营业收入增速系毛利率降低所致，前文已有解释）。收入占比结构方面，环卫业务仍是公司的核心收入来源，2019 年收入和毛利占比分别为 73%和 62%；危废业务收入和毛利占比分别为 20%和 32%，毛利占比高于收入占比系危废业务毛利率更高所致（危废 46.53% vs 环卫 24.50%）。

图 13: 各分项业务营业收入情况



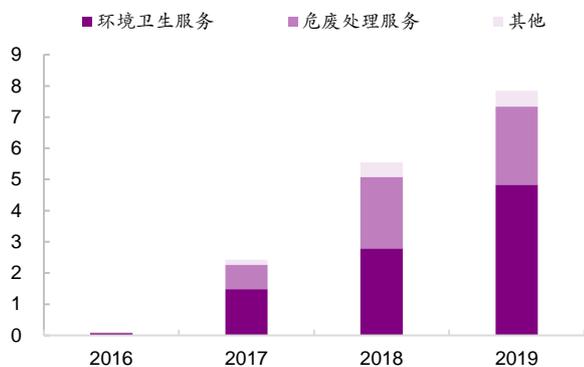
资料来源：公司公告，单位：亿港元

图 14: 2019 年分项业务营业收入占比



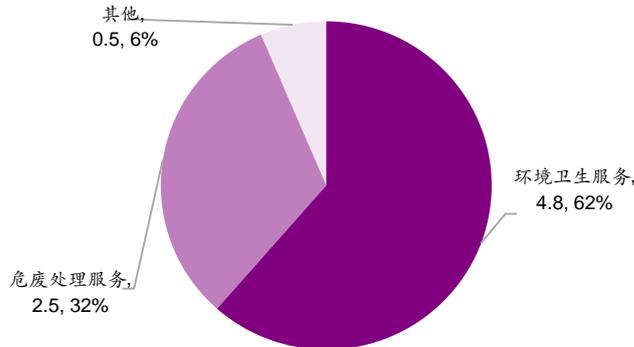
资料来源：公司公告，营业收入单位：亿港元

图 15: 各分项业务毛利情况



资料来源：公司公告，单位：亿港元

图 16: 2019 年分项业务毛利占比



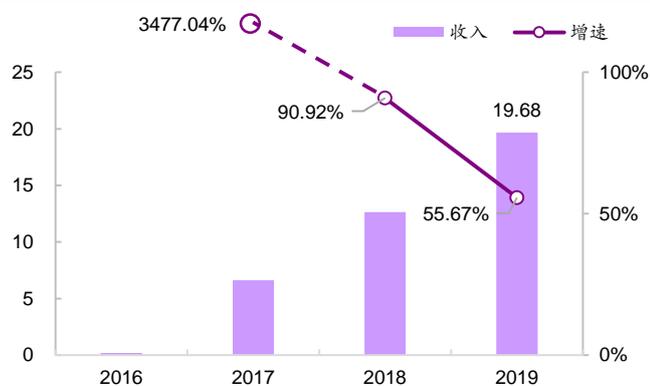
资料来源：公司公告，毛利单位：亿港元

2、环卫：在手年化订单 23 亿，20 年持续突破

2.1、运营稳健，拿单高效，业绩增长的坚实基础

环卫业务是公司的立足之本。自公司 2015 年成立以来，环卫业务在北控水务集团的支持和自身不断的市场开拓下实现了跨越式增长，营业收入从 2016 年的 0.19 亿港元增长至 2019 年的 19.68 亿港元，16-19 年 CAGR 达 474%；优秀的项目管控能力亦使得公司毛利率稳步提升，从 2017 年的 22.37% 提升至 2019 年的 24.50%（2016 年公司仅有一个环卫项目运营，不具有统计意义）。我们认为毛利率的提升主要有三方面原因：一是规模化效应带来的单位成本下降（运营项目总体规模增加，单一项目体量扩大），二是公司优秀的运营和成本管控能力，三是智慧环卫为运营效率带来的显著提升。

图 17：环卫业务营业收入情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

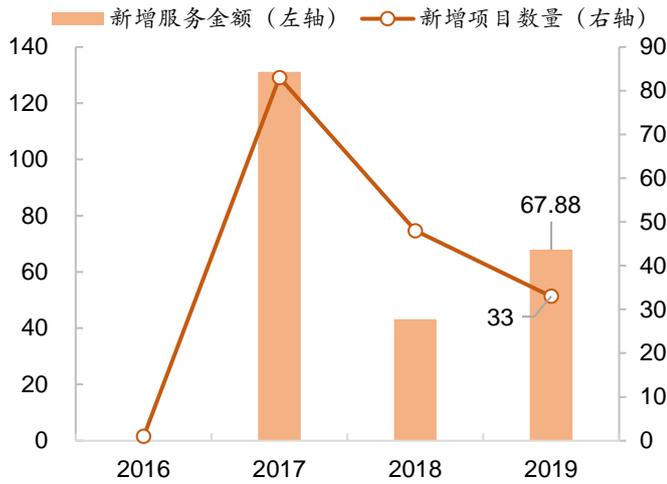
图 18：环卫业务毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

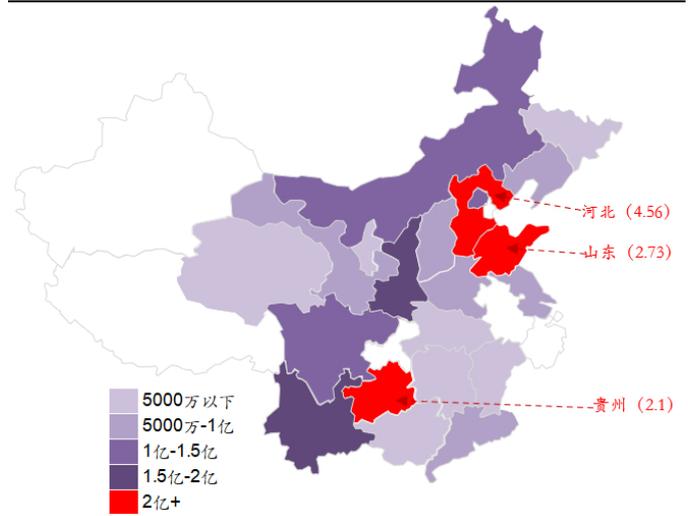
优秀的运营能力也保证了公司可以持续获取新的项目。公司 2019 年新增项目数量 33 个，总合同金额达 67.88 亿元；2019 年底，公司在手运营环卫项目 97 个（新增 33 个，往年累计 106 个，19 年到期退出+转让 42 个），**年化服务金额近 23 亿元**，分布在河北、山东、贵州等 21 个省市；其中，河北、山东、贵州的年化服务金额超 2 亿元。而随着公司在 2020 年初成功中标深圳宝安区年化 4.9 亿元的 PPP 项目，广东的年化金额将达 5.56 亿元，超过河北成为公司最为重要的环卫运营区域。

图 19：历年新增环卫服务金额及数量情况



资料来源：公司公告，左轴：亿人民币；右轴：个

图 20：截至 2019 年底公司环卫年化服务金额分布



资料来源：公司公告，单位：亿人民币

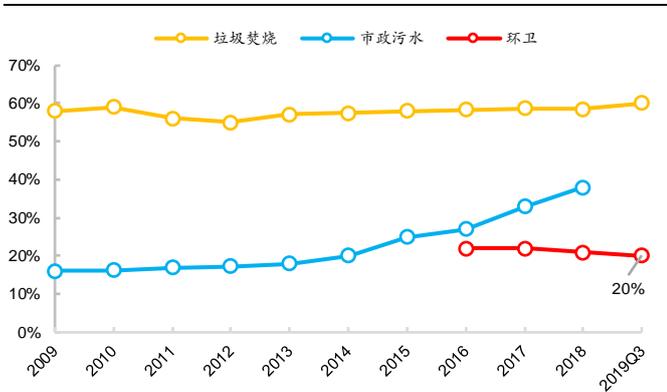
2.2、行业群雄割据，三大优势有望推动公司市占率进一步提升

群雄逐鹿，国资在大项目获取上更具优势

从进军环卫市场的企业特征来看，主要分为四方势力，即环卫服务起家逐渐成长的专业环卫企业、向下游环卫服务延伸的环卫设备商、向上游拓展的垃圾处理/水处理企业和有政府背景的地方国资环卫企业。

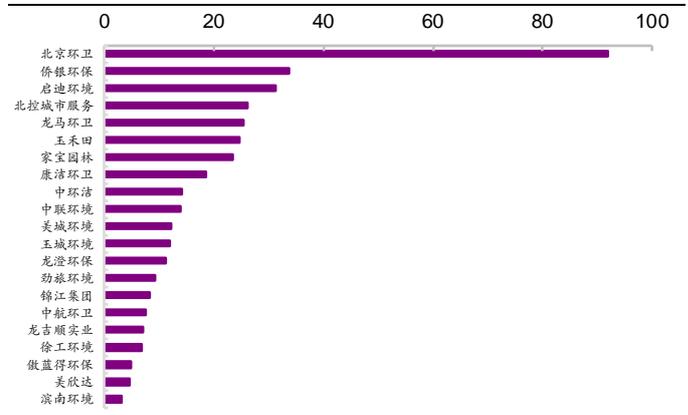
根据 E20 平台的统计，截至 2019 年前三季度环卫市场仍呈现群雄逐鹿的局面，市场化集中度 (CR10) 相较其他运营类项目 (市政污水、垃圾焚烧) 仍处于低位 (20%左右)；从具体公司情况来看，四方势力各有千秋，北京环卫集团/北控城市资源 (地方国资)、侨银环保 (专业环卫)、启迪环境 (下游公司)、龙马环卫 (环卫设备) 位列前五。

图 21：历年垃圾焚烧、市政污水、环卫 CR10



资料来源：E20 环境平台

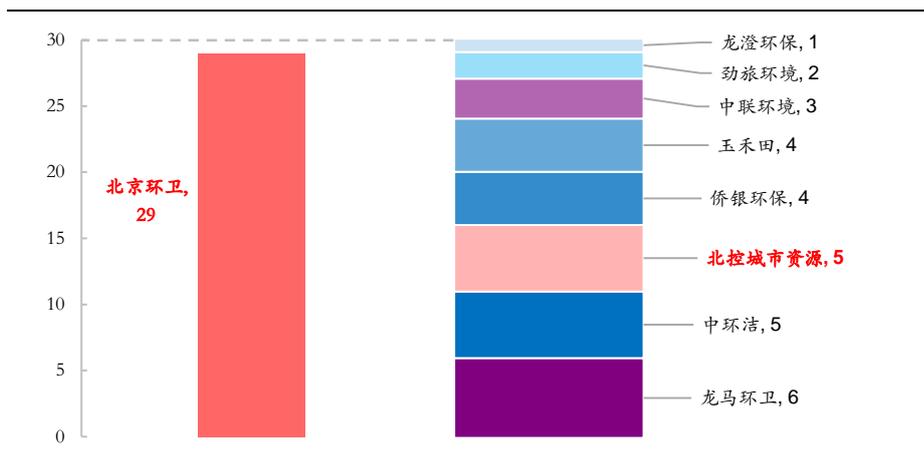
图 22：环卫企业年服务总金额排名



资料来源：E20 环境平台，单位：亿元；截至 2019 年 10 月底

而国资企业在获取大规模项目上更具优势。根据 E20 环境平台的统计，年服务金额在 1 亿元以上的项目基本被国资企业所垄断（北京环卫 29 个，北控城市服务 5 个，共 34 个），远超其他企业（其他企业总和为 25 个）。我们认为原因主要有以下两点：一是国资和大中城市的政府关系较好，政府在大规模项目上也更愿意选择国资企业；二是该类项目多为 PPP 模式运作，国资在资金实力上具有显著优势。

图 23：年服务金额 1 亿元以上项目个数公司分布情况



资料来源：E20 环境平台，单位：个；截至 2019 年 10 月底

三大优势助力公司市占率持续提升

放眼未来，什么是环卫企业未来的核心竞争力？（1）**成本控制能力**。运营成本（尤其是人力成本）上升是环卫企业遇到的核心问题，而**机械化和智慧化**是控制运营成本的最有效手段，加速推进上述两方面工作落地、并有效实现成本控制的公司在未来项目竞标和利润获取方面将更具有竞争力。（2）**一体化布局进度**。一体化的推进不仅是环卫行业，也是固废行业未来的发展趋势，无论是横向的服务范围拓展，还是纵向的产业链拓展，率先实现业务范围和产业链扩张的公司不仅可以在多领域融合的背景下获得先发优势，也将实现产业链利润的最大化获取。（3）**政府关系**。与地方政府保持良好关系不仅有利于项目的获取，也在费用支付和调价方面有一定优势，更是利于在未来城市精细化管理全面铺开之时占据领先地位，获得先发优势。

公司在上述方面均具有较强的能力。（1）**成本控制方面**，公司毛利率维持在 20% 以上，2019 年同比增加 2.5 个 pct 至 24.5%，体现出公司优秀的运营水平和成本控制能力。（2）**一体化布局进度方面**，公司不仅在全国范围实现了业务的覆盖，其项目亦已经涉及绿化、物业管理、市政管养、河道维护等城市管理服务的全方面内容，这也为公司未来参与城市精细化管理项目的招投标打下坚实基础。（3）**政府关系方面**，北控水务集团作为我国环保行业的龙头企业，和全国各地政府均有非常紧密的合作关系，而公司也已成功将其业务范畴扩展至全国 21 个省市；公司未来环卫项目的重点方向在珠三角、粤港澳大湾区、长三角、京津冀等核心区域，同时各个省会、中心城市亦是公司布局的关键，上述地区一般将以大体量、长周期的 PPP 项目为主，也较好地契合了公司未来环卫项目拿单的方向。

2020 年公司已先拔头筹。截至 2020 年 5 月，公司已先后中标深圳宝安、山东周村、湖南新田县、山东张店（园林绿化）、山西晋源区、山东张店（裸露地补植）等 6 个项目，年化合同已达 6.91 亿元；公司 2020 年的目标新签年化合同额为 10~12 亿元，5 月 6 日深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目发布（资格预审）结果公告，公司成功入围（一共 24 家），竞争虽然较为激烈，但公司拥有之前中标深圳市宝安区新沙和沙井街道环卫一体化 PPP 项目的优势；如成功斩获本项目（年化合同额 5.6 亿元），公司今年新签年化合同额将达 12.51 亿元，不仅超过去年全年中标年化合同额（7.66 亿元），亦将提前半年实现年度目标，为公司 2021 年的业绩增长打下坚实的基础。

表 2：公司 2020 年中标环卫项目情况（截至 2020 年 5 月 8 日）

省份	项目名称	年化合同金额（亿元）	总合同金额（亿元）
广东	深圳宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	4.87	73.12
山东	周村区环卫作业市场化政府购买服务项目	0.49	3.93
湖南	新田县农村生活垃圾前端清扫保洁及手机服务项目	0.25	0.75
山东	淄博市张店新旧城区园林绿化养护项目	0.51	1.54
山西	晋源区议井街办，金胜镇购买环卫市场化运营服务项目	0.54	1.62
山东	2020 张店新旧城区裸露地补植服务	0.24	0.48
汇总：		6.91	81.44

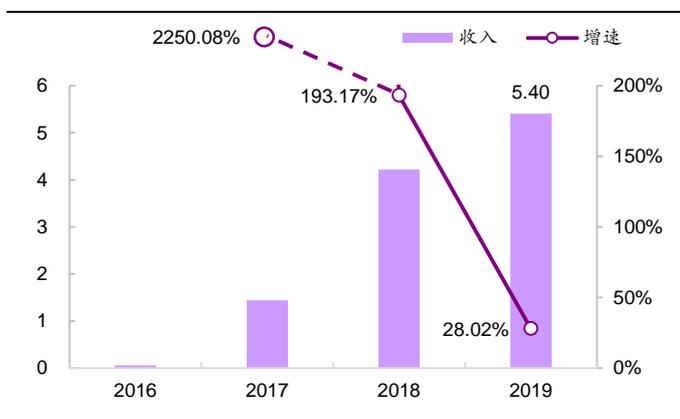
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、危废：20 年 4 项目投产，贡献稳健业绩增量

3.1、在建项目稳步投产，无害化业务是发展重点

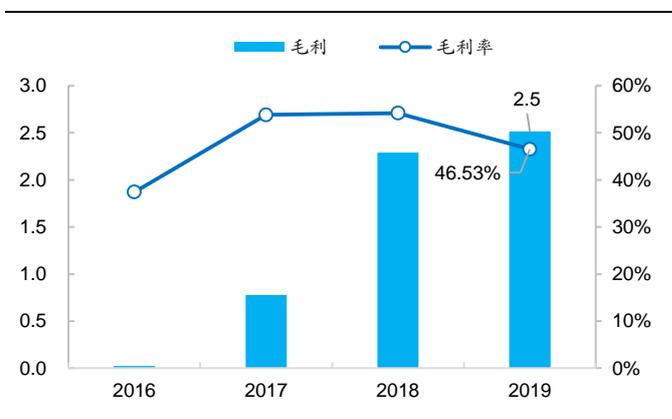
危废业务同样是公司营业收入的重要组成部分。2019 年公司危废业务实现营业收入 5.4 亿港元，同比增长 28.02%，16-19 年 CAGR 达 445%；实现毛利 2.5 亿港元，同比增长 9.90%，毛利增速低于营业收入增速系毛利率下滑所致（前文已有所解释，无害化业务方面的甘河工业园项目许可证过期、以及资源化业务方面的甲醇市场价格下跌共同影响毛利率）。

图 24：危废业务营业收入情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

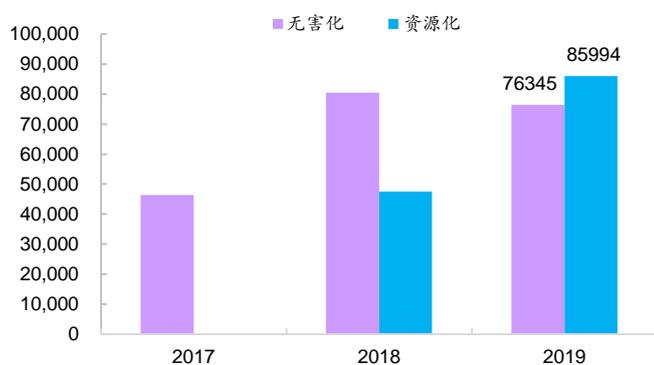
图 25：危废业务毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告，左轴：亿港元

公司自 2015 年成立以来，每年均有新危废项目投产，危废处理量呈稳步上升态势；2019 年公司无害化业务处理危废 7.63 万吨，同比-5%，平均销售价格 3743 港元/吨，同比+19.9%，主要系单价较低的甘河工业区项目许可证到期，在 2019 年无处理量所致；公司资源化业务处理危废 8.6 万吨，同比+80.9%，平均销售价格 2963 港元/吨，同比-17.6%，主要系下游的甲醇价格下跌所致。截至 2019 年底，公司共运营危废处置产能 44 万吨/年（无害化 19、资源化 25）、试运营产能 17.6 万吨（全部为无害化）、在建产能 17.2 万吨（无害化 12.2、资源化 5）；试运营产能在 2020 年正式投入生产将保障公司 2020 年危废收入的增长，而部分在建项目计划在 2020 年底投产将为 2021 年危废收入的增长打下基础。

图 26：历年危废处理量情况



资料来源：公司公告，单位：吨

图 27：2019 年底危废产能情况

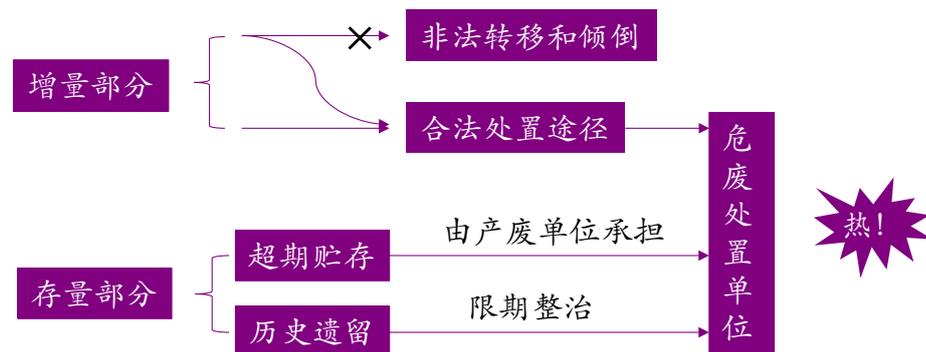


资料来源：公司公告，单位：吨/年

3.2、行业供需错配仍存，疫情影响不改长期向好趋势

需求端：当前危废处置需求“双层叠加”——历史存量+当期增量。一方面，在制度完善和严督察背景下，每年新增危废中瞒报、漏报行为减少，非法转移和倾倒途径被切断，大量危废寻找合法处置途径。另一方面，在环保督察中大量危废贮存被发现，短期内面临行政压力，处置需求十分迫切。存量和增量叠加，危废处置需求显著提升，在危废产能供给增加速度不足的情况下，市场热度持续提升。

图 28：危废处置需求面临“双层叠加”

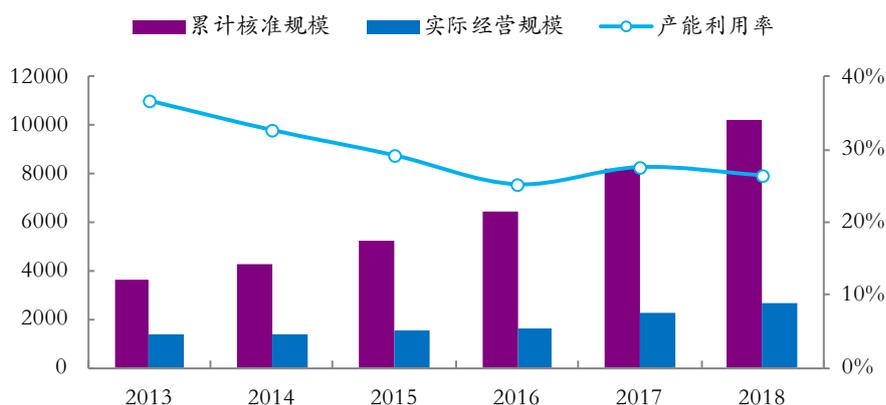


资料来源：光大证券研究所

供给端：水泥窑协同处置虽好，但仍有其局限性。水泥窑协同处置有着建设成本低、周期短、产能释放快等优点，是危废供不应求时快速提升危废处置产能的最有效补充手段，但是其仍有可处理品类有局限性、受制于水泥生产致使运营效率受限等问题，因此水泥窑协同处置是危废处置产能的有效补充，但要完全代替常规资源化/无害化处置手段并不现实。

此外，《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报 2019》数据显示，我国危废的产能利用率仍相对较低。2018 年我国核准的收集和利用处置能力已达 10212 万吨/年，但实际的收集和利用处置量仅为 2697 万吨，产能利用率仅为 26.4%。实际利用处置中，资源化利用的占比从 13 年起维持在 70% 左右，无害化的产能和实际处置产量仍需进一步提升。

图 29：危废产能利用率仍相对较低



资料来源：《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，光大证券研究所整理
左轴：万吨

“响水事件”有望持续推动“量价齐升”逻辑延续。根据新华社消息，2019 年 3 月 21 日 14 时 48 分许，江苏盐城市响水县陈家港镇天嘉宜化工有限公司

司化学储罐发生爆炸事故，并波及周边 16 家企业。经全力处置，现场明火已被扑灭。该事件的持续发酵或将推动未来该地区、甚至国家层面对工业固、危废监管力度的强化，进而维持并推动危废处置“量价齐升”的逻辑，公司作为危废行业龙头将乘危废行业高景气之风加速扩张。

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

公司的营业收入分为三部分，环卫、危废及其他（其他业务为公司运营的三个废弃电器和电子产品回收拆解厂）。

环卫业务关键假设：

1. 根据公司业绩发布会披露，公司 2020 年计划新增年化合同额 10~12 亿元，假设公司 20 年新增年化合同额 11 亿元，21-22 年各新增年化合同额 10 亿元；
2. 根据公司披露的在手环卫项目情况，假设 20-22 年到期的环卫项目均不续签，每年新签项目中均有 10% 的项目为一年期项目；
3. 假设当年新增项目和到期退出项目在当年收入确认的比例为 50%；
4. 审慎起见，假设 20-22 年环卫业务毛利率维持在 24.5%。

危废业务关键假设：

1. 审慎起见，假设公司存量项目产能利用率维持 2019 年水平；
2. 根据公司披露信息，假设公司试运营的宜昌、新疆水泥窑项目均于 2020 年开始确认收入；
3. 假设公司在建的仙居项目于 2020 年三季度投产，寿光二期、平福二期、自贡医废均于 2020 年四季度投产，自贡危废于 2021 年三季度投产；
4. 假设无害化和资源化的处置单价均与 2019 年持平。

其他业务关键假设：

1. 根据公司产品计划，公司在未来将不会新增电器电子回收拆解产能，假设在手的三个项目在未来均正常运营且发牌有效期到期后会持续续签；
2. 假设各项目的产能利用率保持稳定，但发牌有效期年份的产能利用率会有所波动；
3. 假设回收拆解单价与 2019 年持平。

4.2、盈利预测

根据上述假设，我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 40.15/53.19/64.28 亿港元，归母净利润分别为 4.05/5.57/6.61 亿港元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.11/0.15/0.18 港元。

表 3：北控城市资源营业收入盈利预测表

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万港元）	1,863	2,711	4,015	5,319	6,428
YOY%		45.56%	48.07%	32.50%	20.84%
环境卫生服务	1,264	1,968	3,104	4,083	4,953
危废处理服务	422	540	667	1,004	1,231
其他	176	203	243	232	243
营业成本（百万元）	1,308	1,928	2,893	3,802	4,611
环境卫生服务	986	1,486	2,344	3,083	3,740
危废处理服务	193	289	367	545	689
其他	128	152	182	174	182
毛利率（%）	29.80%	28.90%	27.94%	28.52%	28.26%
环境卫生服务	22.00%	24.50%	24.50%	24.50%	24.50%
危废处理服务	54.20%	46.53%	45.04%	45.68%	44.04%
其他	27.26%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5、估值与股价催化剂

5.1、估值

公司于 2020 年初上市，故没有历史估值可比，我们采用相对估值法。考虑到公司是从事环卫及危废等环保相关业务，我们选取国内同类可比上市公司，H 股的北控水务集团、中国光大水务、东江环保、中国光大绿色环保、中国光大国际、绿色动力环保、上海实业环境、粤丰环保（由于 H 股无纯正环卫标的，故我们选取 H 股环保类上市公司作为比较），以及 A 股的盈峰环境、龙马环卫、玉禾田、侨银环保。

表 4: H 股可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (港元)	EPS(港元)				PE (X)				CAGR (19-22)	PEG (2020)	市值 (亿港元)
	2020/5/8	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
北控水务集团	2.92	0.49	0.52	0.57	0.64	6	6	5	5	9.31%	0.60	292.62
中国光大水务	1.29	0.30	0.33	0.38	0.36	4	4	3	4	6.27%	0.62	36.91
东江环保	5.58	0.53	0.61	0.73	0.86	11	9	8	6	17.51%	0.52	84.79
中国光大绿色环保	3.19	0.78	0.93	1.08	1.20	4	3	3	3	15.44%	0.22	65.91
中国光大国际	4.56	0.85	1.01	1.18	1.33	5	5	4	3	16.09%	0.28	280.12
绿色动力环保	3.05	0.36	0.53	-	-	8	6	-	-	-	-	93.05
上海实业环境	1.29	0.23	0.25	0.27	-	6	5	5	-	-	-	33.58
粤丰环保	3.44	0.37	0.45	0.50	0.58	9	8	7	6	16.17%	0.47	83.92
平均值						7	6	5	4	13%	0.45	
北控城市资源	0.72	0.10	0.11	0.15	0.18	7	6	5	4	32.95%	0.19	25.92

资料来源: 北控城市资源为光大证券研究所预测, 其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

表 5: H 股物业公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (港元)	EPS(港元)				PE (X)				CAGR (19-22)	PEG (2020)	市值 (亿港元)
	2020/5/8	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
中海物业	9.11	0.16	0.21	0.27	0.35	57	43	34	26	29.81%	1.46	299.43
绿城服务	10.56	0.19	0.23	0.31	0.38	56	46	34	28	25.99%	1.77	311.28
雅生活服务	42.65	1.01	1.41	1.82	2.25	42	30	23	19	30.60%	0.99	568.67
碧桂园服务	36.45	0.68	0.90	1.24	1.66	54	41	29	22	34.65%	1.17	997.31
新城悦服务	19.32	0.37	0.55	0.79	1.06	52	35	24	18	42.03%	0.84	158.06
永升生活服务	11.80	0.16	0.26	0.41	0.60	74	45	29	20	55.36%	0.82	181.30
平均值						56	40	29	22	36%	1.17	
北控城市资源	0.72	0.10	0.11	0.15	0.18	7	6	5	4	32.95%	0.19	25.92

资料来源: 北控城市资源为光大证券研究所预测, 其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

表 6: A 股可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE (X)				CAGR (19-22)	PEG (2020)	市值 (亿元)
	2020/5/8	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
盈峰环境	6.45	0.43	0.51	0.60	0.69	15	13	11	9	17.07%	0.74	204.02
龙马环卫	19.90	0.65	0.82	1.00	1.17	31	24	20	17	21.64%	1.12	82.72
玉禾田	136.08	3.01	3.62	4.76	6.23	45	38	29	22	27.44%	1.37	188.33
侨银环保	26.75	0.32	0.49	0.72	1.03	84	55	37	26	47.65%	1.15	109.32
平均值						44	32	24	19	28%	1.09	
北控城市资源	0.63	0.09	0.10	0.14	0.16	7	6	5	4	32.95%	0.19	22.81

资料来源: 北控城市资源为光大证券研究所预测, 其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据, 港币兑人民币汇率为 0.88

与 H 股可比公司相比, 由于公司的成长性远好于 H 股其他上市公司 (CAGR 32.95% vs 可比公司平均的 13%) 且近年来维持高速增长态势, 我们认为通过 PEG 估值法更能合理评估公司估值水平; 可比公司平均 PEG (2020) 为 0.45, 公司 PEG 仅为 0.19, 存在一定程度的低估。

与 A 股可比公司相比, 北控城市资源 2020 年 PE 亦显著低于可比公司的 2020 年平均 PE (6 vs 32); 虽然有不同交易所天然的包括流动性差异等因素导

致的估值差异，审慎起见考虑港股相较 A 股 50% 的折价水平（即 6 vs 16），**公司估值亦显著被低估。**

而长期来看，随着疫情后城市管理精细化、市场化趋势提速，更多如绿化、河道养护、物业管理、市政管养等增量业务空间打开，并且物业与环卫有融合趋势，H 股龙头物业公司 20 年 PE 约 40 倍，**公司估值有进一步提升空间。**

5.2、股价驱动因素

- 1. 公司环卫新签订单超预期：**2020Q1 公司展现出持续较强的拿单能力，后三季度如果公司能维持一季度的高拿单态势，全年订单量有望超预期，进而带动业绩超预期增长。
- 2. 公司危废项目投产及产能利用率超预期：**受疫情影响，公司上半年危废业务承压；下半年若能加大建设力度和收料力度，危废项目收入亦有望超预期增长。

6、首次覆盖，给予“买入”评级

（1）公司环卫业务高速发展，2020Q1 新签年化订单额 6.91 亿元，有较大概率完成全年 10~12 亿元目标，可有效保障后续业绩高增长；危废业务在建项目稳步推进，落地后将为公司贡献稳定业绩及现金流；（2）公司作为 H 股稀缺环卫标的，估值相较 A 股环卫公司来说显著低估（A 股环卫公司 20 年平均 PE 约 30 倍，公司 20 年 PE 仅 6 倍）；（3）疫情后城市管理精细化、市场化趋势提速，空间打开且物业与环卫有融合趋势，H 股龙头物业公司 20 年 PE 约 40 倍，公司估值有进一步提升空间。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.05/5.57/6.61 亿港元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.11/0.15/0.18 港元。**综合考虑公司业绩成长性、估值显著被低估、以及未来估值仍有提升空间等三方面因素，首次覆盖给予“买入”评级。**

7、风险分析

- 1. 市场竞争风险：**环卫市场竞争日趋激烈，叠加物管公司切入城市管理服务市场，公司新签订单在未来存在不确定性，且盈利能力可能承压。
- 2. 危废业务风险：**公司危废业务投产不及预期将影响处理量，处理价格未来存在不确定性。
- 3. 商誉风险：**截至 2019 年底，公司商誉为 2.80 亿港元，未来存在因被收购公司经营不及预期而商誉减值的可能。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,863	2,711	4,015	5,319	6,428
销售成本	-1,308	-1,928	-2,893	-3,802	-4,611
毛利	554	783	1,122	1,517	1,816
其他收入及收益净额	55	60	89	118	142
行政开支	-291	-320	-474	-628	-759
销售及分销开支	-6	-14	-21	-28	-34
其他开支	-4	-3	-3	-3	-3
融资成本	-44	-72	-77	-102	-126
占合营公司盈利/亏损	-1	0	0	0	0
持续业务的除税前盈利	263	433	635	873	1,036
所得税开支	-43	-87	-128	-176	-209
已终止经营业务盈利	252	6	0	0	0
净利润	472	352	507	697	827
归属本公司所有者净利	430	281	405	557	661
稀释每股收益 (元)	0.16	0.10	0.11	0.15	0.18

现金流量表 (百万港元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-54	636	582	1,079	1,297
除税前净利	515	440	635	873	1,036
折旧摊销	-81	278	331	452	574
减: 净营运资金增加	454	11	182	-29	-20
其他	-942	-93	-566	-218	-294
投资活动现金流	-757	-258	-1,171	-1,171	-1,171
资本性支出	-700	-306	-1,171	-1,171	-1,171
其他	-56	48	0	0	0
融资活动现金流	860	7	-7	-183	-358
债务净变化	856	117	-7	-183	-358
股本净变化	177	47	0	0	0
其他	-173	-158	0	0	0
净现金流	49	384	-596	-274	-233

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增速	104%	46%	48%	32%	21%
毛利增速	128%	41%	43%	35%	20%
归属股东净利增速	-1609%	-35%	44%	38%	19%
毛利率	30%	29%	28%	29%	28%
净利率	23%	10%	10%	10%	10%
ROE	37%	17%	20%	22%	21%
ROIC	7%	11%	12%	13%	12%
ROA	9%	6%	6%	7%	6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	56%	55%	57%	58%	57%
净负债比率	22%	12%	44%	55%	60%
流动比率	1.62	1.41	0.98	0.83	0.75
速动比率	1.56	1.39	0.93	0.78	0.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万港元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产	2,551	2,700	4,575	6,097	7,717
物业、厂房及设备	1,527	1,749	2,575	3,316	3,973
商誉	393	280	280	280	280
经营特许权	61	114	198	273	341
预付款项、按金及其他应收款	152	115	115	115	115
其他非流动资产	419	443	1,408	2,113	3,008
流动资产	2,352	2,287	2,068	2,302	2,516
存货	87	45	99	130	158
贸易应收款项及应收票据	657	775	893	1,182	1,429
应收环境停用费	137	219	321	442	559
预付款项、按金及其他应收款	161	85	182	241	291
现金及现金等价物	734	1,052	456	182	-51
其他流动资产	576	111	118	125	131
非流动负债	1,305	1,112	1,669	2,079	2,489
计息银行及其他借贷	1,049	826	1,383	1,793	2,202
其他非流动负债	256	286	286	286	286
流动负债	1,453	1,618	2,120	2,769	3,365
贸易应付款项及应付票据	122	161	182	239	289
其他应付款项及应付费用	938	826	1,323	1,739	2,109
计息银行及其他借贷	306	564	593	768	944
其他流动负债	86	67	23	23	23
母公司拥有人应占权益	1,555	1,814	2,309	2,866	3,527
股本	0	270	360	360	360
储备	1,555	1,544	1,544	1,544	1,544
非控股权益	589	444	545	685	852

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产周转率	0.38	0.54	0.60	0.63	0.63
存货周转率	18.76	29.68	29.68	29.68	29.68
应收账款周转率	3.67	3.86	4.56	4.56	4.56
应付账款周转率	11.52	16.16	16.16	16.16	16.16

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
稀释每股收益 (港元)	0.16	0.10	0.11	0.15	0.18
每股经营现金 (港元)	-0.02	0.24	0.16	0.30	0.36
每股净资产 (港元)	0.58	0.67	0.64	0.80	0.98
每股股利 (港元)	0	0	0	0	0

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	5	7	6	5	4
PB	1.25	1.07	1.12	0.90	0.73
EV/EBITDA	20.62	12.90	9.86	7.23	5.98
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼