



中信证券研究部



李想
首席公用环保
分析师
S1010515080002

核心观点

上半年公司实现营收 21.11 亿港元，归母净利润 2.49 亿港元，业绩略低于预期。H1 环卫服务订单低于预期，但考虑公司行业龙头地位和雄厚股东背景，预计后续订单获取依然可期；公司正借助股东背景持续拓展新业务，无人化装备加速智慧城市布局。考虑公司 H1 环卫订单获取略低于预期，我们适当下调 2021~2023 年净利润预测至 5.04/5.94/7.26 亿港元，折算 EPS 预测为 0.14/0.16/0.20 港元，维持公司“买入”评级，目标价 2.10 港元。

■ **H1 业绩略低于预期。**公司上半年实现营收 21.11 亿元，同比增长 36.5%；实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 14.1%；折算 EPS 0.69 港元。业绩略低于预期，主要是公司新增订单不及预期，危废市场竞争加剧处置单价下跌所致。

■ **H1 环卫订单获取低于预期，危废盈利有望触底回升。**公司环境卫生服务收入为 16.37 亿港元，同比增长 29.3%。部分在跟踪项目遇到政府换届等因素，使得公上半年仅新增 2 个环卫运营项目，目前在运营项目共 113 个，总承包面积约 1.94 亿平方米。毛利率同比下滑 4.4pct 至 27.4%，主要原因是疫情影响逐步消除，政府增值税减免和社保减免力度有所下降；危废无害化处置收入为 22.15 亿港元，同比上升 95.4%。市场竞争激烈导致危废平均处置单价同比下降 28.2%至 2,077 港元/吨，毛利率因此同比下滑 3.1pct 至 43.1%；回收循环利用收入为 1.20 亿港元，同比增长 49.3%，毛利率为 34.6%，同比上升 3.8pct，主要原因是期间大宗商品市场景气度较高，资源化平均处置单价同比增长 42.6%至 4,014 港元/吨。目前在运营危废项目共 8 个，总设计处理能力为 35.10 万吨/年，未来还有 3 个计划建设项目，有望于下半年取得收益。H1 期间费用率整体平稳，净负债率由 2020 年底的 0.9%快速上升至 10.3%，主要由于公司持续拓展业务，银行借款增加所致。公司 H1 经营活动现金流净额 3.57 亿港元，略有下滑的原因是部分危废项目所得税减免有所减少。

■ **环卫长期竞争力完好无损，无人化装备加速智慧城市布局。**尽管公司 H1 环卫新签订单偏弱，但公司龙头地位+强大资源网络+积极进取管理团队，使得公司在环卫市场长期竞争力完好无损。未来公司将借助股东背景，参加更多招标程序以获取更多优质新项目，扩展回收、分类、绿道养护、循环利用等相关业务领域。公司与蘑菇车联合作，借助 AI 大数据分析及时整改业务，增强作业质量和客户满意度；加速布局无人化装备，降低人工成本，将为未来市场开拓打下坚实基础。

■ **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；竞争加剧，大宗商品价格波动剧烈。

■ **投资建议：**由于公司上半年环卫订单增速不及预期拖累，我们下调 2021~2023 年净利润预测至 5.04/5.94/7.26 亿港元（原预测 2021-22 年 5.61/7.31 亿港元），折算 EPS 预测为 0.14/0.16/0.20 港元，当前股价对应 PE 分别为 6/5/4 倍。我们给予公司 2021 年 15 倍目标 PE，对应目标价为 2.10 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	0.79 港元
目标价	2.10 港元
总股本	3,600 百万股
港股流通股本	3,600 百万股
总市值	28.44 亿元
近三月日均成交额	4.93 亿港元
52 周最高/最低价	2.54/0.76
近 1 月绝对涨幅	-12.22%
近 6 月绝对涨幅	-35.77%
近 12 月绝对涨幅	-62.38%

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,711	3,520	4,760	5,967	7,201
增长率 YoY%	22.6	29.8	35.2	25.4	20.7
净利润(百万元)	281	427	504	594	726
增长率 YoY%	-34.6	51.7	18.0	17.9	22.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.08	0.12	0.14	0.16	0.20
净资产收益率 ROE%	15.5	14.2	14.3	14.5	15.0
PE	10	7	6	5	4
PB	1.28	0.79	0.68	0.58	0.50

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,711	3,520	4,760	5,967	7,201
营业成本	1,928	2,433	3,441	4,348	5,228
毛利率	28.90%	30.87%	27.71%	27.13%	27.40%
其他收入及收益	60	70	60	60	60
管理费用	320	340	533	668	807
管理费用率	11.80%	9.65%	11.20%	11.20%	11.20%
销售费用	14	16	24	30	36
销售费用率	0.53%	0.45%	0.50%	0.50%	0.50%
财务费用	72	72	100	129	149
财务费用率	2.67%	2.05%	2.09%	2.16%	2.06%
投资收益	0	1	0	0	0
所得税	87	163	130	153	188
所得税率	20.19%	23.21%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	352	540	593	699	855
少数股东损益	71	114	89	105	128
归属于母公司股东的净利润	281	427	504	594	726
净利率	12.98%	15.35%	12.45%	11.71%	11.87%
每股收益(元)(摊薄)	0.08	0.12	0.14	0.16	0.20

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,052	1,725	2,175	2,669	3,511
存货	45	47	73	88	109
应收款项及应收票据	775	1,097	1,423	1,822	2,175
其他流动资产	415	669	709	745	783
流动资产	2,287	3,539	4,380	5,324	6,578
固定资产	1,749	2,283	2,769	3,178	3,511
长期股权投资	32	37	37	37	37
无形资产	449	679	835	972	1,088
其他长期资产	471	580	580	580	580
非流动资产	2,700	3,579	4,222	4,767	5,216
资产总计	4,987	7,118	8,602	10,092	11,794
短期借款	564	986	1,000	1,000	1,000
应付款项及应付票据	161	233	299	385	458
其他流动负债	893	1,103	1,515	1,819	2,194
流动负债	1,618	2,322	2,813	3,204	3,652
长期负债	826	773	1,173	1,573	1,973
其他长期负债	286	357	357	357	357
非流动性负债	1,112	1,129	1,529	1,929	2,329
负债合计	2,730	3,451	4,342	5,133	5,982
股本	270	360	360	360	360
储备	1,544	2,652	3,155	3,749	4,475
归属于母公司所有者权益合计	1,814	3,012	3,515	4,109	4,835
少数股东权益	444	656	744	849	977
股东权益合计	2,258	3,667	4,260	4,958	5,813

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	440	704	723	852	1,042
所得税支出	-70	-138	-130	-153	-188
折旧和摊销	237	317	358	454	551
营运资金的变化	-11	-235	86	-59	36
其他经营现金流	41	25	100	129	149
经营现金流合计	636	673	1,136	1,223	1,590
资本支出	-507	-970	-1,000	-1,000	-1,000
投资收益	0	-1	0	0	0
其他投资现金流	249	-42	0	0	0
投资现金流合计	-258	-1,014	-1,000	-1,000	-1,000
发行股票	0	621	0	0	0
负债变化	117	303	400	400	400
股息支出	0	-4	0	0	0
其他融资现金流	-111	-16	-86	-129	-149
融资现金流合计	7	904	314	271	251
现金及现金等价物净增加额	384	563	450	494	842

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	22.6	29.8	35.2	25.4	20.7
毛利增长率	25.7	38.7	21.4	22.7	21.9
净利润增长率	-34.6	51.7	18.0	17.9	22.3
毛利率	28.9	30.9	27.7	27.1	27.4
EBITDA Margin	27.4	31.0	24.8	24.0	24.2
净利率	13.0	15.4	12.4	11.7	11.9
净资产收益率	15.5	14.2	14.3	14.5	15.0
总资产收益率	5.6	6.0	5.9	5.9	6.2
资产负债率	54.7	48.5	50.5	50.9	50.7
所得税率	20.2	23.2	18.0	18.0	18.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入增长率	22.6	29.8	35.2	25.4	20.7
毛利增长率	25.7	38.7	21.4	22.7	21.9
净利润增长率	-34.6	51.7	18.0	17.9	22.3
毛利率	28.9	30.9	27.7	27.1	27.4
EBITDA Margin	27.4	31.0	24.8	24.0	24.2

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 Dalamal 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）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) 024/12/2020。

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。对于由英国分析师编制的研究资料，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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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 2021 版权所有。保留一切权利。