

公司研究

盈利能力阶段性承压，加大城市大管家服务业务开拓布局

——北控城市资源（3718.HK）2022年全年业绩公告点评

要点

事件：公司发布2022年全年业绩公告，2022年实现营业收入49.46亿港元，同比增长11.14%；实现归母净利润2.78亿港元，同比下降44.68%；拟派末期股息1港仙/股，全年派息2港仙/股，派息率为25.9%。

受疫情影响环卫和危废毛利率均有所下滑，环卫新签年化合同金额显著提升。

环卫板块：2022年公司新签环卫项目35个，新签年化合同额同比高增126%至12.2亿港元（2021年为5.4亿港元）；终止项目11个，2022年底在手项目共152个，年化合同额约49.2亿港元。公司环卫板块2022年实现营业收入40.24亿港元，同比增长18.3%；毛利率同比下降4.1个pct至21.8%（若不考虑疫情相关的增值税及其他减免优惠毛利率同比下降3.3个pct至21.8%）。

危废板块：2022年在疫情影响下公司危废项目的上游企业经营规模缩减致公司处理的整体危废量有所下降，2022年无害化处理量同比减少9%至18.63万吨，循环回收利用处理量同比减少19.8%至4.82万吨。此外，危废无害化处理单价则在竞争加剧的背景下持续下滑，平均单价同比下滑11.4%至1923港元/吨，带动无害化处理业务毛利率同比下滑18.8个pct至18.7%；而在大宗商品价格上涨背景下公司资源化处理平均单价同比上升19%至5271港元/吨，但相应的采购成本的大幅增加使得毛利率同比下滑4.6个pct至18.0%。

通过“一体两擎”实现长期发展，积极拓展城市大管家模式。

在城市服务业态区域多元化背景下，公司将秉承“一体两擎”的战略发展路径，即以“六力管理支撑体系”（产品力、市场力、品牌力、经营力、数智力、保障力）作为核心竞争力的战略执行载体，通过区域深耕新战法（深耕城市、城中村、农村，实现“1+N”多元城市服务业态综合布局）和协同母公司加速发展（水固生态要素一体化服务）的两个引擎实现长期发展。此外，公司持续积极拓展城市大管家模式，2022年中标城市管家项目年化金额超6亿元人民币，未来城市管家模式前景广阔，公司中标项目规模有望保持行业领先。

维持“买入”评级：公司两项业务盈利能力均有所承压，我们下调公司23-24年盈利预测并新增25年盈利预测，预计公司23-25年归母净利润分别为3.96/5.22/6.19亿港元（下调44%/下调36%/新增），当前股价对应23-25年PE分别为5/4/3倍。在2022年公司环卫项目新签规模显著增长后，长期我们持续看好公司成本控制、一体化布局、政府关系等方面的优势保障公司环卫项目规模提升，环卫和危废业务盈利能力也有望于2023年企稳，**维持“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。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万港元）	4450	4946	6415	7981	9173
营业收入增长率	26.42%	11.14%	29.70%	24.42%	14.93%
净利润（百万港元）	502	277.71	395.60	522.39	619.43
净利润增长率	17.62%	-44.68%	42.45%	32.05%	18.58%
EPS（港元）	0.14	0.08	0.11	0.15	0.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.42%	8.09%	11.09%	12.98%	13.48%
P/E	4	7	5	4	3
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-3-29

买入（维持）

当前价：0.56 港元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

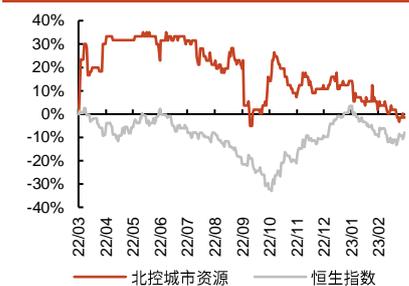
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	36
总市值(亿港元)	20.16
一年最低/最高(港元)	0.54/0.77
近3月换手率	0.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.58	-13.97	6.97
绝对	-6.67	-12.50	0.09

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	4,450	4,946	6,415	7,981	9,173
销售成本	-3,288	-3,939	-5,070	-6,274	-7,178
毛利	1,162	1,007	1,345	1,708	1,996
其他收入及收益净额	105	83	107	133	153
行政开支	-413	-475	-622	-782	-908
销售及分销开支	-37	-24	-31	-38	-44
其他开支	-16	-58	-58	-58	-58
融资成本	-83	-107	-133	-160	-186
分占合营公司盈利/亏损	3	1	1	1	1
持续业务的除税前盈利	719	428	609	804	954
所得税开支	-137	-112	-159	-210	-249
已终止经营业务的年内盈利	0	0	0	0	0
净利润	582	316	450	594	705
归属本公司所有者净利	502	278	396	522	619
稀释每股收益 (港元)	0.14	0.08	0.11	0.15	0.17

现金流量表 (百万港元)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	543	463	54	1,178	1,299
除税前净利	719	428	609	804	954
折旧摊销	485	508	432	499	560
减: 净营运资金增加	487	-512	686	-256	-236
其他	-1,148	39	-1,673	131	21
投资活动现金流	-897	-769	-1,031	-1,031	-1,031
资本性支出	-916	-1,031	-1,031	-1,031	-1,031
其他	18	262	0	0	0
融资活动现金流	289	318	68	-58	-184
债务净变化	528	193	68	-58	-184
股本净变化	37	0	0	0	0
其他	-276	125	0	0	0
净现金流	-66	13	-909	89	85

注: 公司暂未更新 2022 年现金流量表

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增速	26%	11%	30%	24%	15%
毛利增速	7%	-13%	34%	27%	17%
归属股东净利增速	18%	-45%	42%	32%	19%
毛利率	26%	20%	21%	21%	22%
净利率	11%	6%	6%	7%	7%
ROE	15%	8%	11%	13%	13%
ROIC	10%	6%	7%	7%	8%
ROA	6%	3%	4%	4%	4%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	48%	54%	58%	59%	59%
净负债比率	12%	25%	58%	62%	64%
流动比率	2.46	1.97	1.34	1.36	1.37
速动比率	2.41	1.95	1.31	1.32	1.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万港元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
非流动资产	4,067	4,101	7,099	8,061	9,159
物业、厂房及设备	2,748	2,911	4,653	5,334	5,970
商誉	302	283	283	283	283
经营特许权	231	179	221	199	179
预付款项、按金及其他应收款	83	71	71	71	71
其他非流动资产	703	657	1,872	2,174	2,656
流动资产	4,097	4,643	3,552	4,336	4,987
存货	74	58	93	116	132
贸易应收款项及应收票据	1,547	2,235	1,906	2,371	2,725
应收环境停用费	395	402	487	642	796
预付款项、按金及其他应收款	139	148	177	220	253
现金及现金等价物	1,689	1,601	692	780	865
其他流动资产	253	198	197	207	215
非流动负债	2,278	2,330	3,499	4,095	4,691
计息银行及其他借贷	1,913	1,937	3,105	3,701	4,297
其他非流动负债	365	394	394	394	394
流动负债	1,666	2,355	2,644	3,200	3,648
贸易应付款项及应付票据	275	388	392	485	555
其他应付款项及应计费用	872	915	1,418	1,754	2,007
计息银行及其他借贷	403	871	654	780	905
其他流动负债	116	181	181	181	181
母公司拥有人应占权益	3,498	3,368	3,764	4,286	4,905
股本	360	360	360	360	360
储备	3,138	3,008	3,008	3,008	3,008
非控股权益	722	690	745	817	902

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产周转率	0.55	0.57	0.60	0.64	0.65
存货周转率	55.01	55.01	55.01	55.01	55.01
应收账款周转率	3.41	3.41	3.41	3.41	3.41
应付账款周转率	13.12	13.12	13.12	13.12	13.12

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
稀释每股收益 (港元)	0.14	0.08	0.11	0.15	0.17
每股经营现金 (港元)	0.15	0.13	0.02	0.33	0.36
每股净资产 (港元)	0.97	0.94	1.05	1.19	1.36
每股股利 (港元)	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	4	7	5	4	3
P/B	0.58	0.60	0.54	0.47	0.41
EV/EBITDA	2.69	3.35	3.03	2.43	2.08
股息率 (%)	5%	4%	0%	0%	0%

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE