

环卫业务维持高增长，重点关注危废业务回暖情况

——北控城市资源 (3718.HK) 2020 年半年报点评

海外公司简报

◆**事件**：公司发布 2020 年半年报，2020 年上半年实现营业收入 12.87 亿港元，同比+20.1%，实现归母净利润 2.18 亿港元，同比+71.6%，超出正面盈利预告（归母净利润增长超 60%）。

◆**环卫业务维持高增长，毛利率水平持续提升**。公司环卫业务维持高速增长态势，2020H1 营业收入同比+39.6%至 12.61 亿港元；剔除增值税、社保等疫情期间的优惠政策收入增厚后，营业收入同比+32.6%至 12.0 亿港元；其中，1.52 亿港元来自于上半年新签环卫项目的收入贡献（公司上半年新签项目 13 个，年化服务金额 8.05 亿港元），10.5 亿港元来自于存量项目。公司加速推进项目机械化率提升和智慧化手段的运用、叠加大体量项目增多带来的规模效应，在剔除优惠政策影响后公司毛利率水平仍呈稳健提升态势，报告期内同比+2.2 个 pct 至 26.3%。

◆**危废业务逐步回暖，关注下半年危废处置价格情况**。疫情对危废的需求和价格都产生了较大影响，公司危废业务 2020H1 营业收入同比-30.2%至 1.93 亿港元，毛利率同比-4.2 个 pct 至 39.8%，其中：无害化业务板块实际处理量同比-22.2%至 3.9 万吨，平均单价同比-21.5%至 2894 港元/吨，营业收入同比-26.9%至 1.13 亿港元，毛利率同比-5.7 个 pct 至 46.2%；资源化业务板块实际销售量同比-23.0%至 2.84 万吨，平均单价同比-14.8%至 2814 港元/吨，营业收入同比-34.3%至 8001 万港元，毛利率同比-3.1 个 pct 至 30.8%。随着疫情得到有效控制，二季度客户危废处置需求已有明显改善，叠加上半年新疆哈密水泥窑协同项目正式投运贡献产能，公司 7 月危废实际处理量较上半年平均单月增长已超过 50%，下半年处理量有望恢复正常水平，需持续关注下半年危废处置价格回暖情况。

◆**维持“买入”评级**。受益于疫情期间国家出台的税收优惠和社保减免相关政策，我们上调公司 2020 年盈利预测；但危废处理价格在疫情影响下降幅加快，故我们小幅下调公司 21-22 年盈利预测。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.32/5.28/6.31 亿港元（原预测为 4.05/5.57/6.61 亿港元），对应 2020-22 年 EPS 为 0.12/0.15/0.18 港元，当前股价对应 20/21 年 PE 分别为 16/13 倍。综合考虑公司业绩成长性、估值仍被低估、以及未来估值仍有提升空间等三方面因素，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。

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	3900	5258	6352
营业收入增长率	104.15%	45.56%	43.84%	34.82%	20.82%
净利润（百万港元）	430	281	432	528	631
净利润增长率	-1608.95%	-34.63%	53.49%	22.18%	19.60%
EPS（摊薄，港元）	0.16	0.10	0.12	0.15	0.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	37.11%	16.70%	20.81%	20.30%	19.85%
P/E	12	19	16	13	11
P/B	3.4	2.9	3.0	2.5	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 27 日

买入（维持）

当前价：1.97 港元

分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

yinzs@ebscn.com

郝骞（执业证书编号：S0930520050001）

021-52523827

haoqian@ebscn.com

市场数据

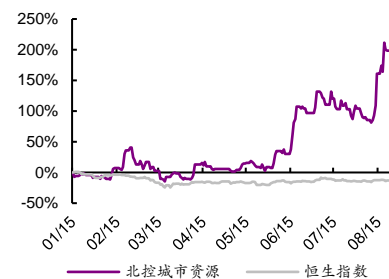
总股本(亿股)：3.6

总市值(亿元)：70.92

一年最低/最高(元)：0.59/2.15

近 3 月换手率：38.55%

股价表现(上市至今)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	45.37	168.18	187.00
绝对	48.12	177.46	185.51

资料来源：Wind

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	3,900	5,258	6,352
销售成本	-1,308	-1,928	-2,847	-3,793	-4,591
毛利	554	783	1,052	1,464	1,762
其他收入及收益净额	55	60	186	116	140
行政开支	-291	-320	-460	-621	-750
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	677	827	989
所得税开支	-43	-87	-137	-167	-200
已终止经营业务盈利	252	6	0	0	0
净利润	472	352	540	660	790
归属本公司所有者净利	430	281	432	528	631
稀释每股收益 (元)	0.16	0.10	0.12	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	607	1,021	1,261
除税前净利	515	440	677	827	989
折旧摊销	-81	278	331	452	574
减: 净营运资金增加	454	11	191	-7	-21
其他	-942	-93	-592	-252	-281
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	-571	-333	-268

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增速	104%	46%	44%	35%	21%
毛利增速	128%	41%	34%	39%	20%
归属股东净利增速	-1609%	-35%	53%	22%	20%
毛利率	30%	29%	27%	28%	28%
净利率	23%	10%	11%	10%	10%
ROE	37%	17%	21%	20%	20%
ROIC	7%	11%	12%	12%	12%
ROA	9%	6%	6%	6%	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%	43%	56%	62%
流动比率	1.62	1.41	0.98	0.81	0.72
速动比率	1.56	1.39	0.94	0.76	0.67

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	4,593	6,158	7,774
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、押金及其他应收款	152	115	115	115	115
其他非流动资产	419	443	1,426	2,175	3,065
流动资产	2,352	2,287	2,060	2,233	2,407
存货	87	45	97	130	157
贸易应收款项及应收票据	657	775	867	1,169	1,412
应收环境停用费	137	219	321	424	540
预付款项、押金及其他应收款	161	85	177	238	288
现金及现金等价物	734	1,052	481	148	-120
其他流动资产	576	111	117	124	130
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	2,096	2,764	3,355
贸易应付款项及应付票据	122	161	179	238	288
其他应付款项及应付费用	938	826	1,303	1,735	2,100
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	2,336	2,863	3,494
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	552	685	843

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产周转率	0.38	0.54	0.59	0.63	0.62
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	0.12	0.15	0.18
每股经营现金 (港元)	-0.02	0.24	0.17	0.28	0.35
每股净资产 (港元)	0.58	0.67	0.65	0.80	0.97
每股股利 (港元)	0	0	0	0	0

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	12	19	16	13	11
PB	3.42	2.93	3.04	2.48	2.03
EV/EBITDA	19.83	12.40	9.08	7.21	5.92
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, 也不, 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