

买入

环卫项目连续中标，未来业绩增长可期

北控城市资源 (3718.HK)

2022-01-05 星期三

投资要点

目标价: **0.83 港元**
 现价: 0.63 港元
 预计升幅: 32%

重要数据

日期	2022-01-04
收盘价 (港元)	0.63
总股本 (百万股)	3,600
总市值 (百万港元)	2,268
净资产 (百万港元)	3,893
总资产 (百万港元)	7,757
52 周高低 (港元)	2.46/0.47
每股净资产 (港元)	0.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

北控水务集团有限公司 (28.04%)

相关报告

深度报告-20201015

更新报告-20210512

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyqz.com.hk

➤ 中标深圳坂田街道城市大管家项目，合同总额约 9.8 亿元人民币：

2021 年 12 月 15 日，公司成功中标广东省深圳市龙岗区坂田街道城市管家服务项目采购，预计合同总额约为人民币 9.78 亿元，合同期为 5 年，年服务费为人民币 1.96 亿元，服务范围覆盖坂田街道整个辖区，服务范围包括市政清扫保洁、垃圾清运/转运站管理、公厕管理、垃圾转运站除臭设备管理、道路绿化/绿道/公园管养及其他环卫服务等。

➤ 环卫项目连续中标，未来业绩增长可期：

继深圳坂田大单后，近日公司公告中标四川省资阳市安岳县城乡环卫一体化服务采购项目，估计合约总值约 1.52 亿元人民币，合约期为 3 年，预计年收入将达到 5,055 万元人民币。经初步统计，2021 年公司中标的环卫项目合同总额达到人民币 21.44 亿元，新增年收入人民币约 3.76 亿元，持续助力公司业绩稳定增长。

➤ 疫情“常态化”下环卫需求提升：

疫情“常态化”下，国内疫情防控成效显著，但局部疫情时有爆发，因此，做好城市环境卫生工作至关重要。我们认为疫情“常态化”下，社会对高质量、高标准、精细化的环卫服务要求提高，公司作为深耕行业多年成熟企业，不仅能够持续为市场提供专业化、高质量的环卫服务，还通过持续加大机械化、智能化的投入，提升精细化管理能力，有能力应对市场变化，随着全国环卫服务需求提升，市场化进程加速，公司业绩有望实现持续稳定的增长。

➤ 维持买入评级，目标价 0.83 港元：

我们结合公司盈利预测和行业估值情况，更新公司目标价 0.83 港元，相当于公司 2021 年和 2022 年 6.0 倍和 4.6 倍 PE，目标价较现价有 32% 的上升空间，维持“买入”评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	2,711	3,520	4,357	5,573	7,147
同比增长 (%)	45.6%	29.8%	23.8%	27.9%	28.3%
毛利率 (%)	28.9%	30.9%	29.0%	28.0%	28.0%
净利润 (%)	270	427	496	650	880
同比增长 (%)	75.8%	58.3%	16.1%	31.2%	35.4%
净利润率 (%)	9.9%	12.1%	11.4%	11.7%	12.3%
每股盈利 (分)	9.99	11.97	13.77	18.06	24.45
PE@0.63HKD	6.3	5.3	4.6	3.5	2.6

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

中标深圳坂田街道城市大管家项目，合同总额约 9.8 亿元人民币：

2021 年 12 月 15 日，公司全资子公司北控城市环境服务集团成功中标广东省深圳市龙岗区坂田街道城市管家服务项目采购，预计合同总额约为人民币 9.78 亿元，合同期为 5 年，年服务费为人民币 1.96 亿元，服务范围覆盖坂田街道整个辖区，服务范围包括市政清扫保洁、垃圾清运/转运站管理、公厕管理、垃圾转运站除臭设备管理、道路绿化/绿道/公园管养及其他环卫服务等。

环卫项目连续中标，未来业绩增长可期：

继深圳坂田大单后，近日公司公告中标四川省资阳市安岳县城乡环卫一体化服务采购项目，估计合约总值约 1.52 亿元人民币，合约期为 3 年，预计年收入将达到 5,055 万元人民币。截至 2021 年 6 月，公司环卫项目数量 113 个，年化服务费 36.3 亿港元，平均服务年限 9 年，合同总金额 389.8 亿港元，剩余服务年期总合同金额 292.5 亿港元。2021 年，公司中标的环卫项目合同总额达到人民币 21.44 亿元，新增年收入人民币约 3.76 亿元，持续助力公司业绩稳定增长。

表1：公司环卫中标项目概览

中标日期	项目名称	地区	估计合约总值 (人民币百万元)	估计年收入 (人民币百万元)	合约期 (年)
2021/12/31	安岳县城乡环卫一体化服务采购项目	四川资阳市	152	5,055	3
2021/12/14	龙岗区坂田街道城市管家服务项目采购	广东深圳市	977.75	195.55	5
2021/11/23	仁化县乡村环卫保洁市场化项目	广东韶关市	35.85	11.95	3
2021/10/22	盘州市中心城区环卫绿化市场化运营项目(二次)	贵州盘州市	782.05	52.14	15
2021/10/11	茂名市电白区中心城区第二期环卫服务外包市场化项目—水东街道标段	广东茂名市	98.04	32.68	3
	茂名市电白区中心城区第二期环卫服务外包市场化项目—水东湾新城市政道路标段	广东茂名市	23.40	7.80	3
2021/4/8	南雄市(第二批)十镇环卫服务市场化委托运营项目	广东南雄市	45.85	15.28	3
2021/2/9	全南县城区绿地养护市场化运作(2021年—2023年)项目(国内服务)	江西赣州市	29.49	9.83	3
合计			2,144.43	375.78	

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

疫情“常态化”下环卫需求提升：

我国疫苗接种率的不断提升，国内疫情防控治理成效明显，但局部疫情时有发生，因此，做好城市环境卫生工作至关重要。全国各省份纷纷出台一系列政策对医废处理、日常垃圾清理、环卫设施消杀、公共环境消毒和环卫人员防护等领域提出具体的要求。我们认为疫情“常态化”下，社会对高质量、高标准、精细化的环卫服务要求提高，公司作为深耕行业多年成熟企业，不仅能够持续为市场提供专业化、高质量的环卫服务，还通过持续加大机械化、智能化的投入，提升精细化管理能力，有能力应对市场变化，随着全国环卫服务需求提升，市场化进程加速，公司业绩有望实现持续稳定的增长。

表2：疫情期间各地方政府关于环卫的政策

省市	政策	具体内容
福建	《新冠肺炎疫情医疗废物应急处置企业运行管理规程》	人员防护：操作人员的防护要求要达到卫生健康管理部门规定的一级防护要求，在每次运送或处置要求完毕后，立即进行手清洗和消毒，并及时洗澡
广东	《关于加强废弃口罩管理做好新型冠状病毒感染肺炎防控有关工作的通知》	设施消杀：加强对生活垃圾投放点管理，及时对垃圾投放点和收集站进行消杀 人员防护：各地要做好收集、转运、处理的环卫作业人员及生活垃圾焚烧厂现场工作人员自身防护措施
四川	《关于切实做好新型冠状病毒疫情期间城市环境卫生的紧急通知》	垃圾处理：各地要加强对城乡生活垃圾的收运管理，确保生活垃圾日产日清 人员防护：建立环境卫生定期清洁消毒制度，对城市重点区域场所和环卫工人休息室等进行定时清洁消毒工作
浙江	《关于抓紧做好住房城乡建设系统新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作 的紧急通知》	设施消杀：加强环卫设施的消毒和保洁力度，严格按照规范要求对生活垃圾实施 日产日清，垃圾运输车必须密闭，并及时进行无害化处置 医废处理：环卫主管部门要加强对生活垃圾处理全过程监管，严禁医疗废弃物混入生活垃圾处理系统

资料来源：各地方生态环境厅、各地区疾控中心、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价 0.83 港元：

我们结合公司盈利预测和行业估值情况，更新公司目标价 0.83 港元，相当于公司 2021 年和 2022 年 6.0 倍和 4.6 倍 PE，目标价较现价有 32% 的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：

订单增长低于预期，PPP 模式融资收紧，政府应收账款期延长

表3：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
A股	000967.SZ	盈峰环境	CNY	7.29	0	16.7	16.2	13.1	10.5	1.4	1.3	1.2	0.8
	300815.SZ	玉禾田	CNY	31.05	0	13.6	14.0	11.4	9.3	3.0	2.8	2.3	1.8
	002973.SZ	侨银股份	CNY	15.59	0	17.0	18.2	14.7	10.9	3.9	3.6	2.9	2.8
	603686.SH	福龙马	CNY	14.30	0	13.4	11.8	10.0	8.5	2.0	1.7	1.5	3.8
	平均					15.2	15.1	12.3	9.8	2.6	2.4	2.0	2.3
H股	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
	0257.HK	光大环境	HKD	6.47	397	6.6	5.4	5.0	4.8	0.8	0.7	0.7	0.6
	1381.HK	粤丰环保	HKD	4.04	99	9.4	7.5	6.9	6.5	1.3	1.2	1.0	0.9
	1330.HK	绿色动力环保	HKD	4.13	144	9.6	6.1	4.8	3.9	0.8	0.8	0.7	0.6
	0895.HK	东江环保	HKD	3.73	69	9.1	10.9	9.9	9.8	0.6	0.6	0.5	0.5
	3989.HK	首创环境	HKD	0.20	29	5.2	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
	1257.HK	中国光大绿色环保	HKD	2.87	59	3.9	4.5	4.0	3.6	0.4	0.4	0.4	0.3
	平均					8.0	6.0	5.3	5.0	0.8	0.7	0.6	0.5
	3718.HK	北控城市资源	HKD	0.63	23	5.3	4.6	3.5	2.6	0.7	1.0	1.2	1.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	2,711	3,520	4,357	5,573	7,147
经营成本	(1,928)	(2,433)	(3,093)	(4,012)	(5,146)
毛利	783	1,087	1,263	1,560	2,001
行政费用	(320)	(340)	(367)	(396)	(428)
财务开支	(72)	(72)	(79)	(87)	(96)
应占联营公司利润	0	1	0	0	0
其他开支	(3)	(27)	(28)	(28)	(31)
税前盈利	433	704	828	1,086	1,470
所得税	(87)	(163)	(192)	(252)	(341)
少数股东应占利润	76	114	140	184	249
归属股东净利润	270	427	496	650	880
折旧及摊销	237	317	323	329	336
EBITDA	(514)	(629)	(679)	(717)	(771)
增长					
总收入 (%)	46%	30%	24%	28%	28%
EBITDA (%)	28%	22%	8%	5%	8%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	1,052	1,725	1,883	2,186	2,540
应收账款	775	1,097	1,152	1,210	1,270
存货	45	47	49	52	55
其他流动资产	415	669	687	721	758
流动资产	2,287	3,539	3,772	4,169	4,622
固定资产	1,749	2,283	3,003	3,643	4,123
其他固定资产	952	1,296	1,294	1,398	1,385
非流动资产	2,700	3,579	4,297	5,041	5,508
总资产	4,987	7,118	8,069	9,210	10,130
流动负债	1,618	2,322	2,580	2,950	3,014
应付帐款	161	233	245	257	270
短期银行贷款	564	986	1,035	1,087	1,141
其他短期负债	893	1,103	1,300	1,605	1,602
非流动负债	1,112	1,129	1,186	1,123	851
长期银行贷款	826	773	811	730	438
其他负债	286	357	375	393	413
总负债	2,730	3,451	3,766	4,073	3,865
少数股东权益	444	656	796	979	1,228
股东权益	1,814	3,012	3,507	4,157	5,038
每股账面值(港元)	0.67	0.84	0.97	1.15	1.40
营运资金	669	1,217	1,192	1,220	1,609

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA利率(%)	-19%	-18%	-16%	-13%	-11%
净利率(%)	10%	12%	11%	12%	12%
营运表现					
SG&A/收入(%)	12%	10%	8%	7%	6%
实际税率(%)	20%	23%	23%	23%	23%
股息支付率(%)	0%	0%	0%	0%	100%
库存周转	12	15	15	15	15
应付账款天数	156	145	100	100	100
应收账款天数	92	100	100	100	100
ROE(%)	17%	14%	14%	16%	17%
ROA(%)	5%	7%	7%	8%	9%
财务状况					
净负债/股本	0.2	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
收入/总资产	0.54	0.49	0.54	0.61	0.71
总资产/股本	2.75	2.36	2.30	2.22	2.01
收入对利息倍数	37.5	48.9	55.0	63.9	74.5

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(514)	(629)	(679)	(717)	(771)
融资成本	1,232	1,674	1,902	2,205	2,652
营运资金变化	(11)	(235)	(11)	39	(9)
所得税	(70)	(138)	(192)	(252)	(341)
营运现金流	636	673	1,019	1,276	1,530
资本开支	(770)	(672)	(800)	(800)	(800)
其他投资活动	511	(341)	(286)	(286)	(288)
投资活动现金流	(258)	(1,014)	(1,086)	(1,086)	(1,088)
负债变化	117	303	88	(29)	(238)
股本变化	270	90	0	0	0
股息	0	0	0	0	1
其他融资活动	(381)	511	21	21	21
融资活动现金流	7	904	109	(8)	(216)
现金变化	384	563	42	182	227
期初持有现金	677	1,052	1,725	1,883	2,186
汇率变动	(9)	110	115	121	127
期末持有现金	1,052	1,725	1,883	2,186	2,540

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>