

公司研究

中标年化近 2 亿元大单，短期拿单承压长期发展值得期待

——北控城市资源（3718.HK）中标事项点评

要点

事件：公司近期发布多个自愿性公告中标项目，11月起先后中标广东省韶关市仁化县乡村环卫保洁市场化项目（年化合同额 1195 万元）和广东省深圳市龙岗区坂田街道城市管家服务项目（年化合同额 1.96 亿元）。

环卫项目拿单回暖但仍低于预期，需持续关注环卫项目拿单情况。

公司环卫项目拿单情况在 2021H2 有明显改善，2021 年 10 月至今已陆续中标 5 个环卫项目（广东茂名、贵州盘州、广东韶关、广东深圳等地），截至 2021 年 12 月 17 日公司 2021 年环卫项目累计签订年化合同金额约 4 亿港币；但是在 2021 年部分地方政府换届、外部竞争加剧、以及自身选择项目审慎等多因素影响下，公司恐较难完成原先制定的新增年化合同额 10 亿港币的全年目标。

展望未来，我们认为公司环卫业务板块仍有广阔的发展前景：一方面，18 部门联合印发《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，将“生活垃圾清运量”、“城市居民小区生活垃圾分类覆盖率”、“农村地区生活垃圾分类覆盖率”等三项和环卫直接相关的指标纳入《无废城市建设体系指标》（2021 年版）三级指标，进一步提升环卫在“无废城市”建设中的地位；另一方面，公司于 2021 年 8 月与蘑菇车联签署战略合作协议，通过大数据分析提升公司未来的作业质量和客户满意度，积极推动智慧化城市服务业务落地。

2021 年危废业务盈利能力回暖，持续关注后续项目投产情况。

2021H1 公司危废板块毛利率同比提升 0.3 个 pct 至 40.1%，疫情后盈利能力逐步回暖；截至 2021H1 公司已投运无害化业务产能 43.60 万吨/年、资源化业务产能 25 万吨/年，同时拥有 3 个无害化在建项目（总产能 8.5 万吨/年）。展望未来，危险废物处置是无废城市建设的重要一环，公司将稳步推进在建项目的顺利投运从而确保业绩的稳步增长，同时公司将加大对资源化项目的开拓力度，力争未来形成资源化、无害化并重的局面。

维持“买入”评级：根据公司环卫项目拿单规划和危废项目投产进度，我们下调公司 21-23 年盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 4.9/5.74/7.05 亿港元（下调 7%/12%/9%），当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 4/3/3 倍。虽然公司短期环卫项目拿单有一定压力，但是长期我们看好公司成本控制、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，同时危废板块业绩将随着项目的逐步投运保持稳健增长态势，**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。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	2711	3520	4341	5008	5983
营业收入增长率	45.56%	29.83%	23.33%	15.36%	19.47%
净利润（百万港元）	281	427	490	574	705
净利润增长率	-34.63%	51.72%	14.73%	17.24%	22.73%
EPS（港元）	0.10	0.12	0.14	0.16	0.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.70%	17.69%	15.04%	15.16%	15.91%
P/E	5	4	4	3	3
P/B	0.8	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 2021-12-17

注：公司 2020 年上市后，股本从 2019 年的 27 亿股提升至 2020 年至今的 36 亿股

买入（维持）

当前价：0.51 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

haoqian@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):	18.36
一年最低/最高(港元):	0.48/2.34
近 3 月换手率:	13.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.08	-30.87	-65.57
绝对	-23.88	-37.80	-77.92

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	2,711	3,520	4,341	5,008	5,983
销售成本	-1,928	-2,433	-3,110	-3,549	-4,225
毛利	783	1,087	1,231	1,459	1,758
其他收入及收益净额	60	70	87	75	90
行政开支	-320	-340	-376	-423	-494
销售及分销开支	-14	-16	-20	-23	-27
其他开支	-3	-27	-27	-30	-30
融资成本	-72	-72	-90	-113	-136
分占合营公司盈利/亏损	0	1	1	1	1
持续业务的除税前盈利	433	704	807	947	1,162
所得税开支	-87	-163	-187	-220	-270
已终止经营业务的年内盈	6	0	0	0	0
净利润	352	540	620	727	892
归属本公司所有者净利	281	427	490	574	705
稀释每股收益 (港元)	0.10	0.12	0.14	0.16	0.20

现金流量表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	636	673	948	1,275	1,341
除税前净利	440	704	807	947	1,162
折旧摊销	278	387	426	546	477
减: 净营运资金增加	11	280	9	-116	-111
其他	-93	-698	-294	-102	-187
投资活动现金流	-258	-1,014	-1,171	-1,171	-1,171
资本性支出	-306	-976	-1,171	-1,171	-1,171
其他	48	-38	0	0	0
融资活动现金流	7	904	-118	-293	-469
债务净变化	117	303	-118	-293	-469
股本净变化	47	671	0	0	0
其他	-158	-70	0	0	0
净现金流	384	563	-341	-190	-300

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	46%	30%	23%	15%	19%
毛利增速	41%	39%	13%	18%	20%
归属股东净利增速	-35%	52%	15%	17%	23%
毛利率	29%	31%	28%	29%	29%
净利率	10%	12%	11%	11%	12%
ROE	17%	18%	15%	15%	16%
ROIC	11%	11%	10%	10%	11%
ROA	6%	6%	6%	6%	6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	55%	48%	49%	50%	50%
净负债比率	12%	0%	19%	29%	37%
流动比率	1.41	1.52	1.55	1.37	1.20
速动比率	1.39	1.50	1.52	1.35	1.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
非流动资产	2,700	3,579	5,087	6,470	8,132
物业、厂房及设备	1,749	2,283	3,315	3,967	4,723
商誉	280	295	295	295	295
经营特许权	114	283	273	341	402
预付款项、按金及其他应收款	115	70	70	70	70
其他非流动资产	443	648	1,134	1,798	2,643
流动资产	2,287	3,539	3,375	3,501	3,621
存货	45	47	59	67	80
贸易应收款项及应收票据	775	1,097	1,155	1,332	1,592
应收环境停用费	219	329	437	547	663
预付款项、按金及其他应收款	85	106	118	136	162
现金及现金等价物	1,052	1,725	1,384	1,195	895
其他流动资产	111	233	222	225	229
非流动负债	1,112	1,129	1,998	2,407	2,817
计息银行及其他借贷	826	773	1,641	2,051	2,461
其他非流动负债	286	357	357	357	357
流动负债	1,618	2,322	2,177	2,550	3,030
贸易应付款项及应付票据	161	233	252	287	342
其他应付款项及应计费用	826	966	1,145	1,307	1,556
计息银行及其他借贷	564	986	703	879	1,055
其他流动负债	67	136	78	78	78
母公司拥有人应占权益	1,814	3,012	3,501	4,075	4,780
股本	270	360	360	360	360
储备	1,544	2,652	2,652	2,652	2,652
非控股权益	444	656	786	939	1,126

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产周转率	0.54	0.49	0.51	0.50	0.51
存货周转率	29.68	53.71	53.71	53.71	53.71
应收账款周转率	3.84	3.81	3.81	3.81	3.81
应付账款周转率	13.84	12.53	12.53	12.53	12.53

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
稀释每股收益 (港元)	0.10	0.12	0.14	0.16	0.20
每股经营现金 (港元)	0.24	0.19	0.26	0.35	0.37
每股净资产 (港元)	0.67	0.84	0.97	1.13	1.33
每股股利 (港元)	0	0	0	0	0

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E	5	4	4	3	3
P/B	0.76	0.61	0.52	0.45	0.38
EV/EBITDA	11.64	8.15	6.94	5.77	5.28
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
行业及公司评级	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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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