

公司报告

招商證券(香港)有限公司
证券研究部

北控水务 (371 HK)

艰难环境, 强者更强

■ 2019年余下时间内, 潜在的水处理并购项目达250万吨/日。如并购完成可使新增产能达到410万吨/日, 超过400万吨/日的全年目标

■ “轻资产”水环境项目板块表现良好, 上调盈利预测

■ 维持买入评级, 上调现金流量贴现法目标价至5.65港元

市场竞争激烈, 但取得了扎实的目标

虽然新项目的获取面临日趋激烈和成熟的市场环境, 但我们相信北控水务作为市场领导者将受益于其规模经济和项目执行能力, 能够在水处理行业继续扩张。北控水务仍然看到东部和沿海地区拥有庞大的水处理需求, 并且这些地区政府的支付能力稳定。公司认为尽管国有企业的参与不断增加, 压低了项目回报率, 但这样的回报率水平是不可持续的, 潜在的亏损可能会导致日后需出售资产。北控水务对其400万吨/日的新增产能指引仍持乐观态度, 因为公司除已锁定的160万吨/日新项目外, 还有250万吨/日的潜在并购项目正在洽谈中。

未来增长重点是水环境项目

19年上半年, 公司在建水环境项目投资总额达370亿元人民币, 其中重资产项目(传统)约占总数的41%, 由于公司专注轻资产业务模式(如只需投入少于项目总投资10%的资本金), 我们预计重资产项目占比长期还将持续下降。我们认为这将有助于提升该业务板块收入, 因为与之前的高资本投入属性相比业务变得更具扩展性。尽管如此, 公司仍愿意出售部分现有营运项目的股权给第三方投资者(例如保险基金)或发行资产抵押债券以获得优质项目所需的资本金。

维持买入评级, 上调现金流量贴现法目标价至5.65港元

我们预计水处理项目运营、BOT以及水环境项目建设将实现更多增长, 因此上调公司2019-2021年预测收入4%。我们将公司19E/20E/21E年应占联营、合营公司收入分别上调9.8%/5.7%/5.5%, 以反映其联营、合营公司从事水环境整治项目所带来的利润贡献上升。整体上, 我们将公司19E/20E/21E年的核心利润分别上调8.5%/4.6%/3.8%。因此, 我们将现金流量贴现法目标价上调至5.65港元, 对应10.8倍/9.7倍19E/20E年预测市盈率。其股票现在处于2020E年7.4倍的预测市盈率, 较其3年历史平均市盈率9.5倍折让22%。

盈利预测及估值

12月31日(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	21,192	24,597	28,037	30,680	33,218
毛利	6,465	8,776	9,624	10,500	11,372
报告净利润	3,717	4,471	5,185	5,918	6,609
经常性净利润	3,582	4,284	5,185	5,918	6,609
经常性的每股收益(港元)	0.40	0.45	0.52	0.58	0.65
核心市盈率(x)	10.8	9.6	8.3	7.4	6.6
市净率(x)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2
股息率(%)	3.6	4.1	4.8	5.4	6.0
ROE (%)	19.9	19.3	19.1	19.4	19.3
净负债率(%)	102.8	112.2	108.5	117.1	121.9

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测, 股价截至2019年9月17日

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

萧俊豪

+852 3189 6395

ericsiu@cmschina.com.hk

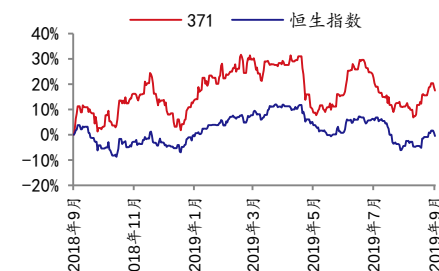
最新变动

盈利预测和目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.33
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$ 5.65 (+30.5%)
前次目标价	HK\$5.30

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
371 HK	5.6	(9.5)	(17.4)
恒生指数	4.1	(7.7)	(0.5)

行业: 环保

恒生指数	26,790
国企指数	10,502

重要数据

52周股价区间(港元)	3.65-4.99
港股市值(百万港元)	43,376
日均成交量(百万港元)	61.87
每股净资产(港元)(2018)	2.73

主要股东

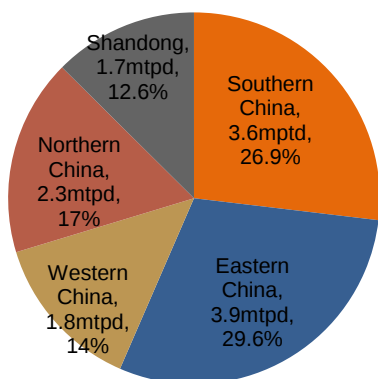
Beijing Enterprises Group	41.1%
China Three Gorges	5.0%
Min Zhou (管理层)	3.1%
总股数(百万股)	10,018
自由流通量	50.8%

相关报告

1. BJ ENT WATER (371 HK) – Light asset model for healthier growth 2019/08/28 (BUY)
2. 北控水务(371 HK) - 19年前4个月的营运处于正轨2019/06/25 (买入)
3. BJ ENT WATER (371 HK) – Asset light transformation on track 2019/03/27 (BUY)
4. 环保行业 - 2018年业绩回顾: 垃圾发电股的新买入良机 (推荐) 2019/05/02
5. 环保行业 - 2018年业绩前瞻: 预计盈利增长符合预期 (推荐) 2019/02/14
6. 北控水务 (371 HK) - 与中国三峡集团合作 2019/01/21 (买入)
7. 环保行业 - 坚守资本雄厚的行业龙头2019/01/15 (推荐)

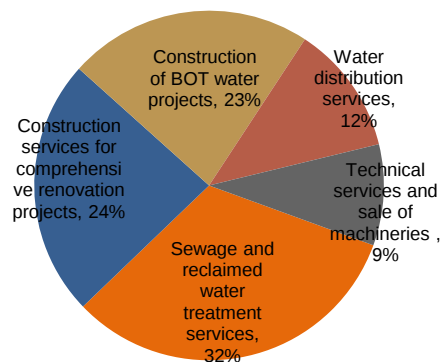
重点图表

图1: 北控水务 — 2019年上半年污水及再生水处理服务在中国的分布



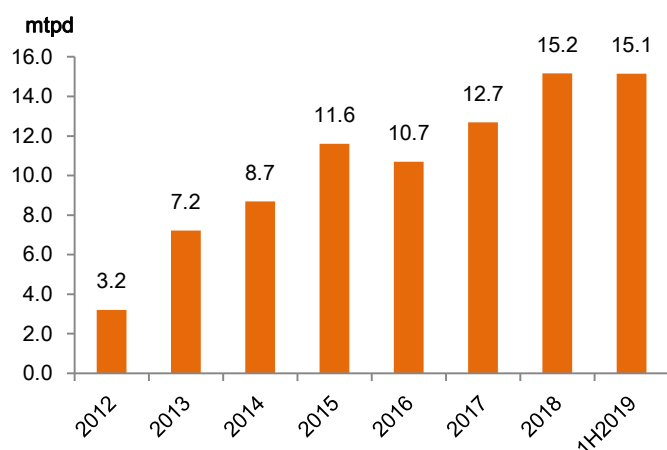
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 北控水务 — 2019年上半年净利润构成



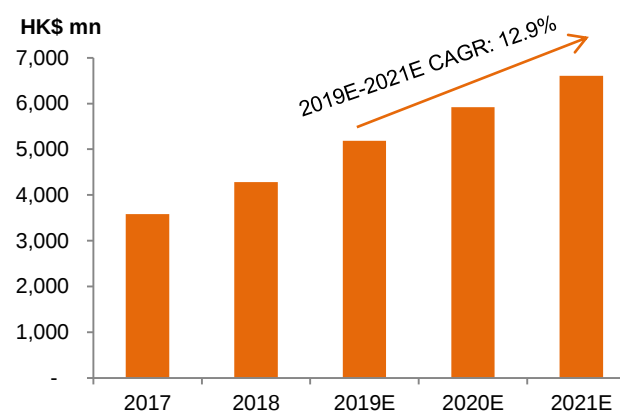
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 北控水务 — 尚未投产/转换的产能



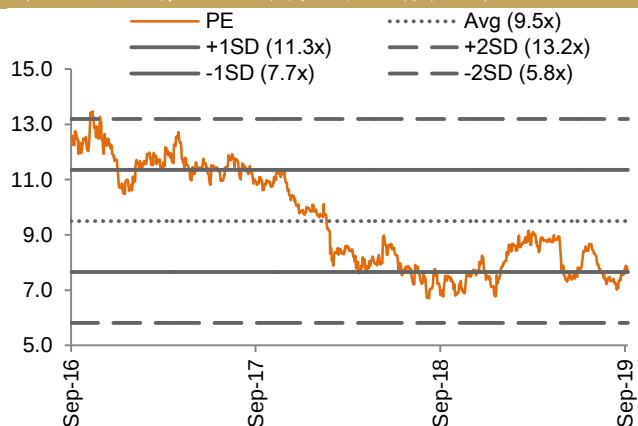
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 北控水务 — 核心利润预测



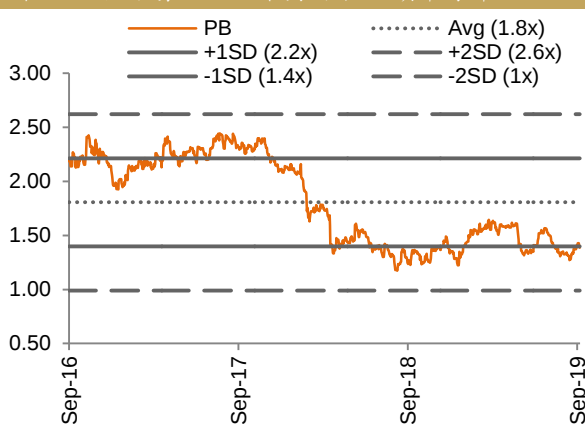
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图5: 北控水务 — 12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

图6: 北控水务 — 12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

2019年9月17日(星期二)

财务预测表

资产负债表

12月31日 年终(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	3,842	4,223	4,648	5,105	5,560
于合资公司及联营公司之投资	10,653	11,692	12,697	13,948	15,448
特许经营权	4,191	3,914	4,029	4,108	4,152
服务特许权安排应收款项	33,323	27,613	28,982	30,050	31,008
应收合约客户款项	15,060	34,723	44,434	52,574	60,069
应收账款、预付款项及其他应收款项	3,847	5,501	6,718	7,765	8,803
其他	6,007	6,739	6,683	6,681	6,675
非流动资产	76,922	94,404	108,192	120,231	131,714
应收合约客户款项	876	3,009	3,835	4,538	5,185
服务特许权安排应收款项	2,615	3,252	3,414	3,540	3,652
应收账款、预付款项及其他应收款项	9,598	11,579	13,786	15,460	17,069
现金	9,939	12,938	9,395	6,581	6,458
受限制现金及已抵押存款	46	657	657	657	657
其他	465	542	563	573	583
流动资产	23,539	31,976	31,650	31,348	33,604
总资产	100,461	126,381	139,843	151,579	165,318
应付账款	11,688	17,873	20,255	20,180	19,662
其他应付款项及应计负债	6,770	8,885	11,217	12,293	13,308
银行贷款	4,689	4,292	4,559	5,362	6,433
公司债券、应付票据和其他	3,853	4,431	5,120	2,329	4,661
其他	694	1,036	1,197	1,147	1,243
流动负债	27,693	36,517	42,348	41,312	45,307
银行贷款	21,444	27,782	29,514	34,711	41,641
公司债券、应付票据和其他	13,966	19,524	18,786	21,535	19,166
其他	4,317	4,747	5,030	5,585	6,043
非流动负债	39,726	52,052	53,330	61,831	66,849
负债总额	67,420	88,569	95,678	103,143	112,156
净资产总额	33,041	37,812	44,165	48,436	53,162
股本	879	941	1,004	1,004	1,004
储备	19,905	24,548	27,659	31,210	35,175
股东权益	20,785	25,490	28,663	32,214	36,179
永续资本工具	6,623	6,351	9,096	9,337	9,578
少数股东权益	5,634	5,972	6,405	6,885	7,405
总权益	33,041	37,812	44,165	48,436	53,162
负债总额	43,952	56,028	57,980	63,937	71,900
净现金(负债)	(33,967)	(42,433)	(47,928)	(56,700)	(64,785)
每股净资产(港元)	2.37	2.73	2.90	3.20	3.58

现金流量表

12月31日 年终(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营运利润	5,279	7,360	8,216	9,075	9,929
折旧和摊销	405	511	555	612	672
营运资金变化	(12,279)	(13,358)	(10,719)	(11,922)	(11,557)
其他	421	482	(641)	(448)	(407)
已付税款	(541)	(567)	(616)	(717)	(815)
经营活动所得净现金	(6,714)	(5,573)	(3,205)	(3,399)	(2,178)
资本开支	(1,208)	(996)	(1,084)	(1,136)	(1,157)
其他	1,093	(2,013)	481	447	460
投资活动所得净现金	(115)	(3,010)	(602)	(689)	(697)
发行/回购股份	0	3,602	2,567	0	0
股息支付	(1,227)	(1,600)	(1,911)	(2,182)	(2,436)
净债务变化	6,275	12,654	1,952	5,958	7,963
其他	(1,079)	(1,616)	(2,343)	(2,503)	(2,774)
融资活动所得净现金	3,968	13,040	265	1,273	2,753
现金变更净值	(2,861)	4,458	(3,542)	(2,814)	(123)
调整	1,887	(116)	329	329	329
期初余额	10,912	8,596	12,608	9,066	6,252
期末余额	9,939	12,938	9,395	6,581	6,458

损益表

12月31日 年终(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,192	24,597	28,037	30,680	33,218
销售成本	(14,728)	(15,821)	(18,413)	(20,180)	(21,846)
毛利	6,465	8,776	9,624	10,500	11,372
其他收入及收益净额	911	1,066	1,264	1,453	1,624
管理费用	(1,753)	(2,206)	(2,399)	(2,598)	(2,783)
其他经营费用净额	(343)	(276)	(273)	(279)	(285)
总经营费用	(1,186)	(1,416)	(1,408)	(1,424)	(1,443)
营运利润	5,279	7,360	8,216	9,075	9,929
净财务费用	(1,177)	(1,682)	(1,833)	(2,018)	(2,278)
分占联营公司业绩	1,078	914	1,207	1,495	1,793
其他	135	187	0	0	0
税前利润	5,315	6,779	7,590	8,552	9,444
所得税	(875)	(1,549)	(1,596)	(1,764)	(1,913)
税后利润	4,441	5,230	5,994	6,788	7,532
少数股东权益	(483)	(513)	(569)	(629)	(682)
永续资本工具持有人	(240)	(246)	(241)	(241)	(241)
净利润	3,717	4,471	5,185	5,918	6,609
非核心项目调整	(135)	(187)	0	0	0
核心净利润	3,582	4,284	5,185	5,918	6,609
利息折旧及摊销前利润	5,684	7,871	8,771	9,688	10,601
基本每股盈利(港元)	0.42	0.48	0.52	0.59	0.65
摊薄核心每股收益(港元)	0.40	0.45	0.52	0.58	0.65
每股股利(港元)	0.16	0.18	0.21	0.24	0.26

财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率(%)					
收入	22.1	16.1	14.0	9.4	8.3
利息折旧及摊销前利润	8.3	38.5	11.4	10.4	9.4
营运利润	6.7	39.4	11.6	10.5	9.4
核心净利润	32.3	19.6	21.0	14.1	11.7
摊薄核心每股收益	31.6	13.1	14.6	12.5	11.7
每股股利	30.3	18.2	12.7	13.8	11.4
利润率(%)					
毛利率	30.5	35.7	34.3	34.2	34.2
利息折旧及摊销前利率	26.8	32.0	31.3	31.6	31.9
息税前利率	24.9	29.9	29.3	29.6	29.9
净利率(核心利润)	16.9	17.4	18.5	19.3	19.9
实际税率(%)	21.3	27.3	25.0	25.0	25.0
营运费用占收入比率(%)	5.6	5.8	5.0	4.6	4.3
利息覆盖率(x)	4.5	4.4	4.5	4.5	4.4
股息支付率(%)	39.0	40.3	40.0	40.0	40.0
资本净负债比率(%)	102.8	112.2	108.5	117.1	121.9
总资本净负债比率(%)	50.7	52.9	52.0	53.9	54.9
流动比率(x)	0.8	0.9	0.7	0.8	0.7
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率(x)	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6
息税前利率(%)	30.6	34.4	33.6	34.5	35.3
利息负担(x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
税率负担(x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
股本收益率(%)	19.9	19.3	19.1	19.4	19.3
资本回报率(%)	8.8	8.5	8.6	8.9	8.8

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828