

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

北控水务 (371 HK)

19年前4个月的营运处于正轨

■ 公司于19年前4个月取得超过100万吨/日的废水处理项目及年初至今取得70亿元人民币的水环境治理项目

■ 与中国三峡集团的合作有序进行

■ 我们维持买入评级, 现金流量贴现法目标价为5.4港元

新项目获取处于正轨

就污水处理及供水项目而言, 于19年前4个月, 北控水务新增了超过100万吨/日的水处理产能, 达到管理层400万吨/日的全年指引的~25%。由于公司现正跟进超过1,080万吨/日的项目, 管理层有信心达到2019年的新增产能目标。大部分新取得的项目都是绿地项目。由于收购价格欠缺吸引力, 管理层预见收购步伐缓慢。就水环境治理项目(以PPP为主)而言, 公司在衡水及岳阳取得2个PPP项目, 总投资额为~70亿元人民币。

预期与中国三峡集团的合作增加

于今年6月, 北控水务、中国三峡集团与其他公司新成立的合营公司赢得它们在岳阳市的第一个PPP项目, 总投资额为44亿元人民币。北控水务认为, 由于长江三角洲区域的水环境治理项目市场规模可达2万亿人民币以上, 因此附近一带商机蓬勃。展望未来, 管理层预期与中国三峡集团在新项目开发和管理都会有更深入的合作, 例如, 中国三峡集团已增加其于北控水务的股权, 由19年1月的4.7%增至19年6月的5%, 而当三峡集团于北控水务的股权达到10%, 便可在北控水务董事会占一席位。因此, 管理层有信心于2019年与中国三峡集团取得200亿元人民币的PPP项目。

PPP项目的轻资产经营模式

如管理层所强调, 北控水务对于PPP项目采取轻资产经营模式, 北控水务只会贡献少于其项目总投资的10%的资本金, 并提供有关的设计、工程采购建设和运营服务, 而这些服务的支付期也较短。同时, 咨询、工程采购建设、运营服务所产生的收入可覆盖北控水务在这些项目的大部分投资额。

专注改善中期现金流

北控水务已将重点从积极扩张转至改善中期现金流。公司已采取一系列的措施, 例如严格筛选和审批项目以及对PPP项目实施资产抵押要求。管理层预期, 公司自由现金流将于未来3至5年转正。

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	27,724	30,429	33,128
毛利	6,465	8,776	9,826	10,826	11,915
报告净利润	3,717	4,471	5,306	6,157	7,054
经常性净利润	3,582	4,284	5,306	6,157	7,054
经常性的每股收益(港元)	0.40	0.45	0.53	0.61	0.70
核心市盈率(x)	11.6	10.2	8.7	7.6	6.7
市净率(x)	2.0	1.7	1.6	1.4	1.3
股息率(%)	3.3	4.0	4.6	5.3	6.1
ROE (%)	19.9	19.3	19.6	20.1	20.4
净负债率(%)	102.8	112.2	103.1	108.0	109.3

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

蔡雯, CFA
+852 3189 6268
scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊豪
+852 3189 6395
ericssi@cmschina.com.hk

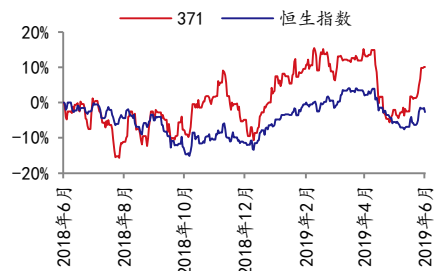
最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.63
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$ 5.40 (+16.6%)
前次目标价	HK\$5.40

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
371 HK	12.4	15.8	10.1
恒生指数	3.0	9.9	(2.7)

行业: 环保	
恒生指数	28,186
国企指数	10,742

重要数据	
52周股价区间(港元)	3.46-4.99
港股市值(百万港元)	46,353
日均成交量(百万股)	20.66
每股净资产(港元)(2018)	2.92

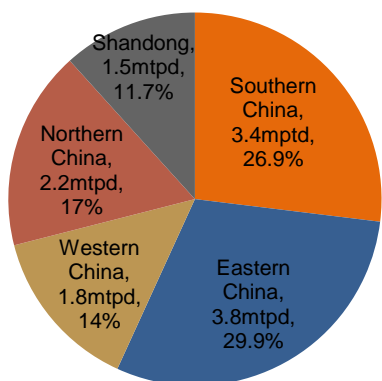
主要股东	
Beijing Enterprises Group	41.2%
China Three Gorges	5.0%
Min Zhou	3.1%
BNP Paribas	2.9%
总股数(百万股)	10,011
自由流通量(百万股)	5,580

相关报告

1. BJ ENT WATER (371 HK) – Asset light transformation on track 2019/03/27 (BUY)
2. Environmental Protection Sector – 2018 results review: another entry point for WTE (OVERWEIGHT) 2019/05/02
3. Environmental Protection Sector – 2018 results preview: Expecting earnings growths are in line (OVERWEIGHT) 2019/02/14
4. 北控水务 (371 HK) - 与中国三峡集团合作 2019/01/21 (买入)
5. Environmental Protection Sector – Stick with industrial leaders with substantial capital 2019/01/15 (OVERWEIGHT)
6. 北控水务 (371 HK) - 稳定但健康增长 2018/11/01 (买入)
BJ ENT WATER (371 HK) – Eye on M&A opportunities 2018/08/29 (BUY)

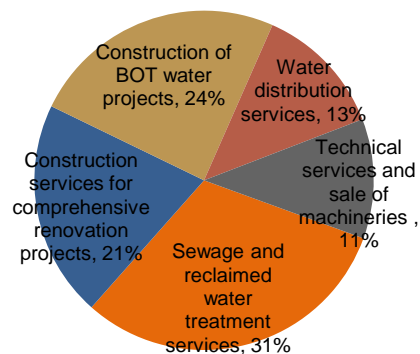
重点图表

图1: 北控水务 — 2018年污水及再生水处理服务在中国分布



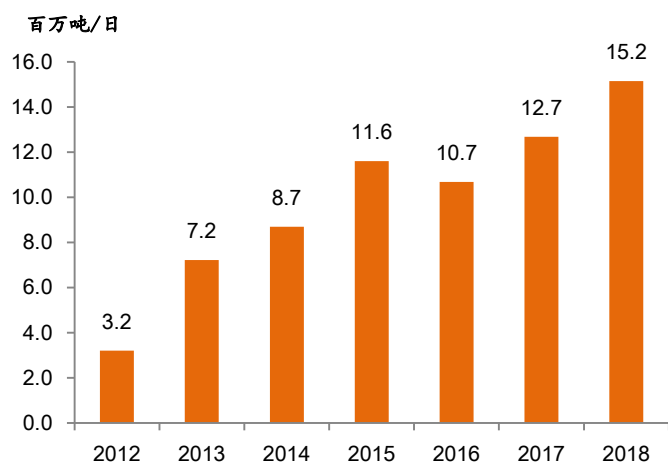
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 北控水务 — 18年度净利润构成



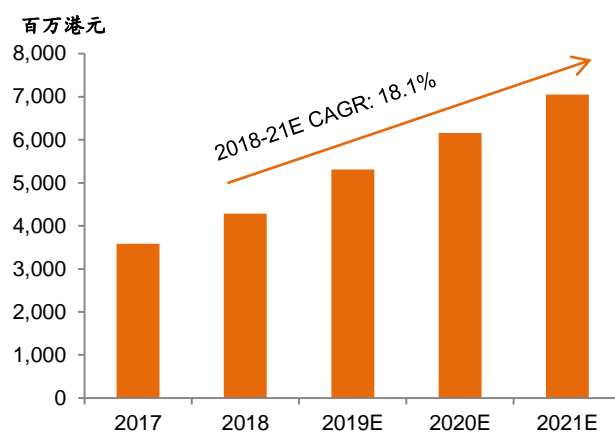
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 北控水务 — 尚未投产/转换的产能



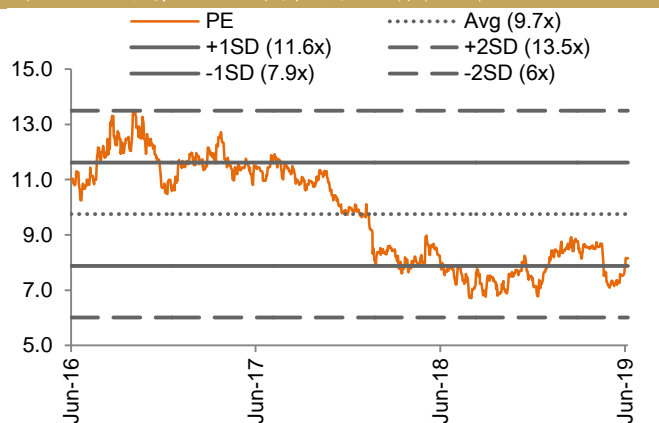
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 北控水务 — 核心利润预测



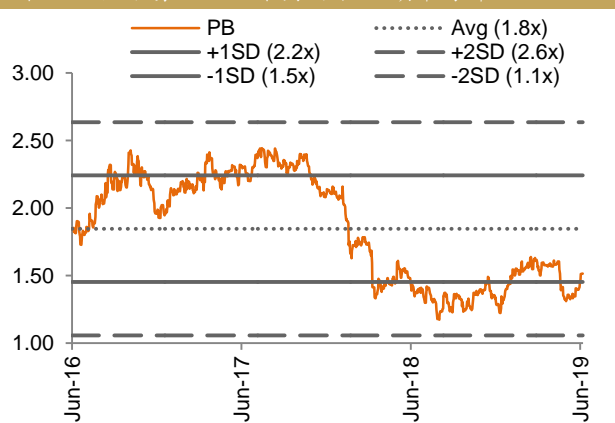
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

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

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	4,516	4,807	5,096
于合资公司及联营公司之投资	10,653	11,692	12,700	13,925	15,408
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	28,489	29,303	30,008
应收合约客户款项	15,060	34,723	42,407	49,496	55,956
应收账款、预付款项及其他应收款项	3,847	5,501	6,668	7,709	8,748
其他	6,007	6,739	6,691	6,698	6,705
非流动资产总额	76,922	94,404	105,500	116,046	126,074
应收合约客户款项	876	3,009	3,660	4,272	4,830
服务特许权安排应收款项	2,615	3,252	3,356	3,452	3,535
应收账款、预付款项及其他应收款项	9,598	11,579	13,669	15,345	16,979
现金	9,939	12,938	11,711	6,728	4,596
受限制现金及已抵押存款	46	657	657	657	657
其他	465	542	556	565	574
流动资产总额	23,539	31,976	33,608	31,019	31,170
总资产	100,461	126,381	139,108	147,065	157,243
应付账款	11,688	17,873	19,688	19,603	19,092
其他应付款项及应计负债	6,770	8,885	10,903	11,942	12,923
银行贷款	4,689	4,292	4,559	4,827	5,362
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	1,228	1,208	1,352
流动负债总额	27,693	36,517	41,499	39,910	43,390
银行贷款	21,444	27,782	29,514	31,246	34,711
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	5,074	5,716	6,298
非流动负债	39,726	52,052	53,375	58,497	60,174
负债总额	67,420	88,569	94,874	98,407	103,565
净资产总额	33,041	37,812	44,235	48,659	53,678
股本	879	941	1,004	1,004	1,004
储备	19,905	24,548	27,718	31,395	35,609
股东权益总额	20,785	25,490	28,722	32,399	36,613
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	6,417	6,922	7,488
总权益	33,041	37,812	44,235	48,659	53,678
负债总额	43,952	56,028	57,980	59,937	63,900
净现金(负债)	(33,967)	(42,433)	(45,612)	(52,552)	(58,647)
每股净资产(港元)	2.37	2.73	2.90	3.22	3.63
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	8,353	9,347	10,388
折旧和摊销	405	511	552	601	651
营运资金变化	(12,279)	(13,358)	(8,696)	(10,550)	(10,213)
其他	421	482	(579)	(394)	(339)
已付税款	(541)	(567)	(632)	(755)	(887)
经营活动所得净现金	(6,714)	(5,573)	(1,003)	(1,751)	(401)
资本开支	(1,208)	(996)	(948)	(958)	(971)
其他	1,093	(2,013)	521	490	457
投资活动所得净现金	(115)	(3,010)	(428)	(468)	(513)
发行/回购股份	0	3,602	2,567	0	0
股息支付	(1,227)	(1,600)	(1,969)	(2,285)	(2,618)
净债务变化	6,275	12,654	1,952	1,958	3,963
其他	(1,079)	(1,616)	(2,346)	(2,436)	(2,563)
融资活动所得净现金	3,968	13,040	203	(2,763)	(1,218)
现金变更净值	(2,861)	4,458	(1,227)	(4,982)	(2,132)
调整	1,887	(116)	329	329	329
期初余额	10,912	8,596	12,608	11,381	6,399
期末余额	9,939	12,938	11,711	6,728	4,596

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	27,724	30,429	33,128
销售成本	(14,728)	(15,821)	(17,899)	(19,603)	(21,213)
毛利	6,465	8,776	9,826	10,826	11,915
其他收入及收益净额	911	1,066	1,275	1,479	1,665
管理费用	(1,753)	(2,206)	(2,468)	(2,674)	(2,900)
其他经营费用净额	(343)	(276)	(279)	(284)	(292)
总经营费用	(1,186)	(1,416)	(1,473)	(1,479)	(1,527)
营运利润	5,279	7,360	8,353	9,347	10,388
净财务费用	(1,177)	(1,682)	(1,805)	(1,911)	(2,065)
分占联营公司业绩	1,078	914	1,220	1,483	1,794
其他	135	187	0	0	0
税前利润	5,315	6,779	7,768	8,920	10,117
所得税	(875)	(1,549)	(1,637)	(1,859)	(2,081)
税后利润	4,441	5,230	6,131	7,061	8,036
少数股东权益	(483)	(513)	(583)	(663)	(742)
永续资本工具持有人	(240)	(246)	(241)	(241)	(241)
净利润	3,717	4,471	5,306	6,157	7,054
非核心项目调整	(135)	(187)	0	0	0
核心净利润	3,582	4,284	5,306	6,157	7,054
税息折旧及摊销前利润	5,684	7,871	8,905	9,948	11,038
基本每股盈利(港元)	0.42	0.48	0.54	0.61	0.70
摊薄核心每股收益(港元)	0.40	0.45	0.53	0.61	0.70
每股股利(港元)	0.16	0.18	0.21	0.25	0.28

财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率(%)					
收入	22.1	16.1	12.7	9.8	8.9
税息折旧及摊销前利润	8.3	38.5	13.1	11.7	11.0
营运利润	6.7	39.4	13.5	11.9	11.1
核心净利润	32.3	19.6	23.9	16.0	14.6
摊薄核心每股收益	31.6	13.1	17.3	14.3	14.6
每股股利	30.3	18.2	16.1	15.7	14.3
利润率(%)					
毛利率	30.5	35.7	35.4	35.6	36.0
税息折旧及摊销前利率	26.8	32.0	32.1	32.7	33.3
息税前利率	24.9	29.9	30.1	30.7	31.4
净利率(核心利润)	16.9	17.4	19.1	20.2	21.3
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	5.3	4.9	4.6
利息覆盖率(x)	4.5	4.4	4.6	4.9	5.0
股息支付率(%)	39.0	40.3	40.3	40.3	40.3
资本净负债比率(%)					
总资本净负债比率(%)	50.7	52.9	50.8	51.9	52.2
流动比率(x)	0.8	0.9	0.8	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	4.7	4.4
息税前利率(%)	30.6	34.4	34.5	35.6	36.8
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	19.6	20.1	20.4
资本回报率(%)	8.8	8.5	8.8	9.4	9.5

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