

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

北控水务 (371 HK)

与中国三峡集团合作

■ 19年1月18日,北控水务宣布向中国长电国际及北控水务母公司分别配股4.71亿股和1.28亿股,配股价格为4.29港元/股

■ 北控水务还与长江生态环保集团就共同致力于长江沿岸的水务项目达成合作协议

■ 维持买入评级,现金流量贴现法目标价为5.5港元。股票当前估值为8.2倍2019年预测市盈率,较公司10.4倍的3年历史平均市盈率折让21%

获得中国三峡集团的支持

2019年1月18日,北控水务与中国长江三峡集团的间接子公司中国长电国际签订股份认购协议,以4.29港元/股的认购价格向中国长电国际配售4.71亿股,占公司发行扩大后已发行股份约4.76%。而其认购所得20亿港元净现金中的15亿港元拟用于投资建造-经营-移交(BOT)及移交-经营-移交(TOT)项目在内的传统水务项目,剩余5亿港元用于建设水环境综合治理项目。

北控水务还宣布与长江生态环保集团在研究和业务领域均建立了合作关系。在业务方面,合作以城市污水处理为主并会延伸至其他水务和环保相关的项目,例如城市供水,管道网络、综合水治理和固废处理等。短期内,双方将开展整合在南京和长沙的项目,之后双方的合作将扩展至武汉、江苏和长江沿岸其他城市。同时,北控水务和长江生态环保集团还将研究联合建立资产管理平台和服务平台的可行性。这一资产管理平台将被定位为北控水务和长江生态环保集团有关保护长江的投资工具。我们相信由于中国政府决心解决长江流域水务相关的环境问题,此次北控水务和三峡集团的合作将帮助北控水务在长江流域抢占巨大的市场先机。

来自母公司的持续支持

同一日,北控水务宣布向其控股股东北控环境建设配股1.28亿股,配股价格为4.29港元,占公司发行扩大后已发行股份约1.34%。母公司持续的资金支持显示了对北控水务运营的信心。

盈利预测及估值

12月31日年结(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	17,355	21,192	23,308	25,663	28,297
毛利	5,785	6,465	8,241	9,387	10,595
报告净利润	3,227	3,717	4,472	5,248	6,029
经常性净利润	2,707	3,582	4,472	5,248	6,029
经常性的每股收益(港元)	0.30	0.40	0.47	0.55	0.63
核心市盈率(x)	14.7	11.2	9.5	8.2	7.1
市净率(x)	2.4	1.9	1.8	1.6	1.4
股息率(%)	2.7	3.5	4.1	4.8	5.5
ROE(%)	19.7	19.9	20.2	20.8	21.1
净负债率(%)	93.8	102.8	96.3	101.0	101.2

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

蔡雯, CFA

+852 3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊豪

+852 3180 6395

ericciu@cmschina.com.hk

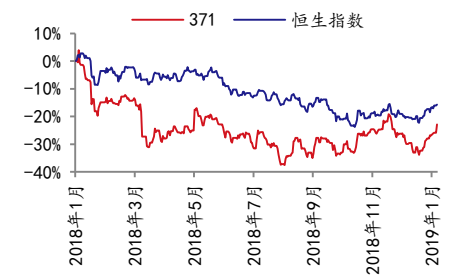
最新变动

公司新闻点评

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.47
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$ 5.50 (+23.0%)
前次目标价	HK\$5.50

股价表现



资料来源:彭博

%	1m	6m	12m
371 HK	10.1	12.7	(22.8)
恒生指数	5.6	(3.6)	(15.7)

行业: 环保

恒生指数	27,197
国企指数	10,713

重要数据

52周股价区间(港元)	3.53-6.06
市值(百万港元)	39,252
日均成交量(百万)	14.62
每股净资产(港元)(2018预测)	2.52

主要股东

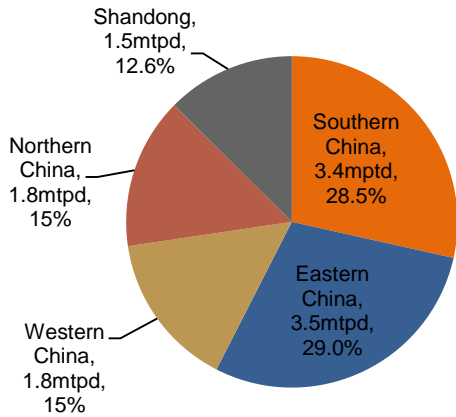
Beijing Enterprises Group	42.4%
Min Zhou	3.3%
Pictet Funds	3.1%
BNP Paribas	2.5%
总股数(百万股)	9,413
自由流通量(百万股)	5,110

相关报告

1. 环保行业 - 坚守资本雄厚的行业龙头 2019/01/15
2. 北控水务 (371 HK) - 稳中求进 2018/11/01
3. BJ ENT WATER (371 HK) - Eye on M&A opportunities 2018/08/29
4. 中国水务行业 - 环境类PPP项目的不确定性正在消除2018/05/24
5. 中国水务行业 - 风雨过后见彩虹 2018/04/23
6. 北控水务 (371 HK) - PPP政策的不利因素导致18财年净利润增长缓慢 2018/03/29
7. 北控水务 (371 HK) - 2017年业绩预览: 强大的项目储备支撑增长 2018/03/15
8. 中国水务行业 - 见底回升, 优质水务公司重估可期 2018/01/24

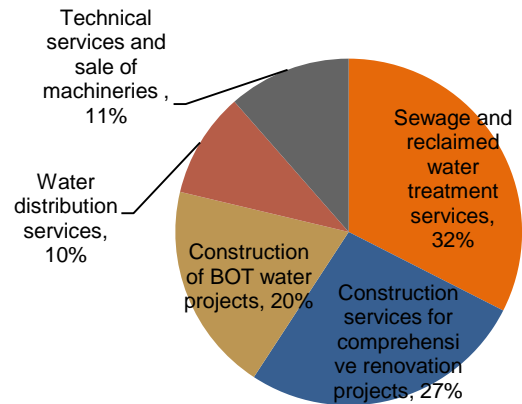
重点图表

图1: 北控水务 — 2018年上半年污水及再生水处理服务在中国的分布



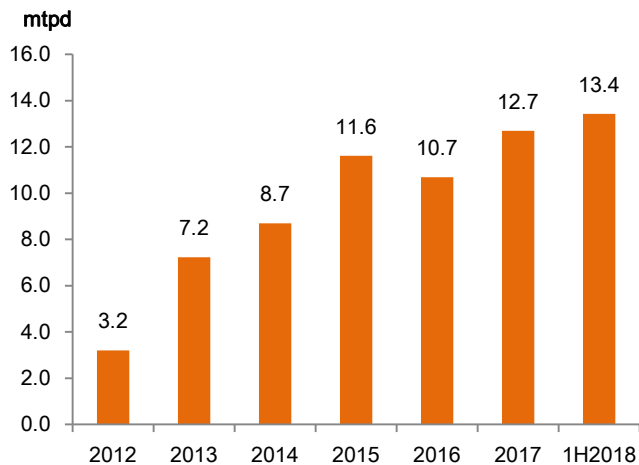
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 北控水务 — 18年度上半年净利润构成



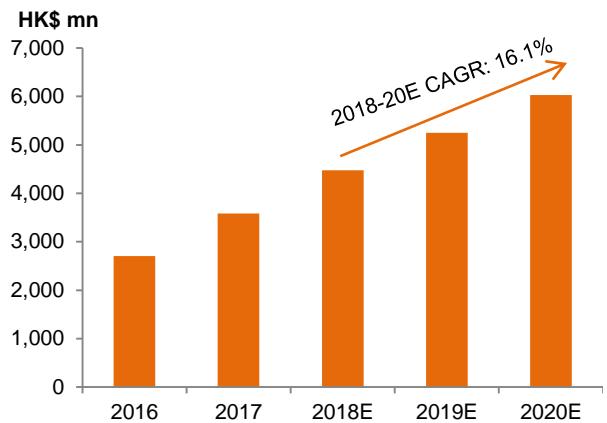
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 北控水务 — 尚未投产/转换的产能



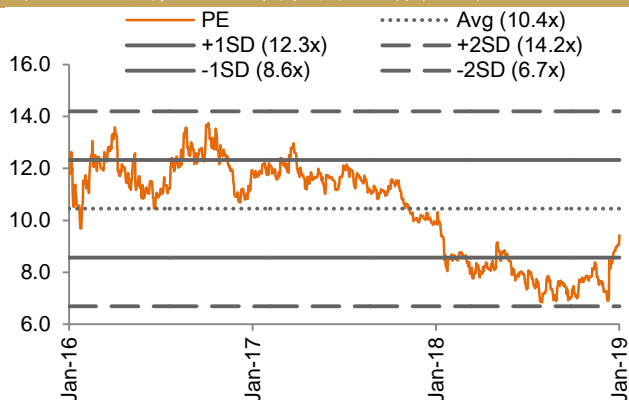
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 北控水务 — 核心利润预测



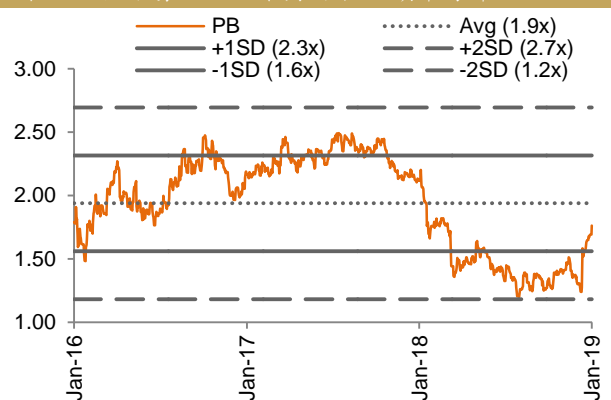
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

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

财务预测表

资产负债表

12月31日 年终(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固定资产	2,831	3,842	4,185	4,524	4,859
于合资公司及联营公司之投资	5,685	10,653	11,350	12,152	13,083
特许经营权	3,390	4,191	4,673	5,113	5,513
服务特许权安排应收款项	22,638	33,323	39,582	45,508	51,121
应收合约客户款项	16,204	15,060	18,413	21,459	24,507
应收账款、预付款项及其他应收款项	3,394	3,847	4,180	4,471	4,778
其他	4,930	6,007	6,109	6,178	6,247
非流动资产总额	59,072	76,922	88,492	99,404	110,108
应收合约客户款项	1,101	876	1,071	1,248	1,425
服务特许权安排应收款项	1,933	2,615	3,106	3,571	4,011
应收账款、预付款项及其他应收款项	7,439	9,598	10,489	11,238	12,037
现金	10,921	9,939	8,476	5,785	4,338
受限制现金及已抵押存款	135	46	46	46	46
其他	446	465	469	480	493
流动资产总额	21,975	23,539	23,656	22,367	22,351
总资产	81,047	100,461	112,147	121,772	132,459
应付账款	9,843	11,688	11,957	12,916	14,048
其他应付款项及应计负债	5,234	6,770	6,948	7,505	8,163
银行贷款	4,812	4,689	5,317	5,945	6,573
公司债券、应付票据和其他	52	3,853	308	753	2,298
其他	673	694	858	1,033	1,123
流动负债总额	20,615	27,693	25,388	28,152	32,205
银行贷款	16,663	21,444	24,316	27,188	30,059
公司债券、应付票据和其他	14,644	13,966	17,370	16,824	15,206
其他	2,359	4,317	4,792	5,161	5,802
非流动负债	33,665	39,726	46,477	49,173	51,068
负债总额	54,280	67,420	71,866	77,324	83,273
净资产总额	26,767	33,041	40,282	44,447	49,186
股本	874	879	944	948	948
储备	15,627	19,905	22,635	25,839	29,520
股东权益总额	16,501	20,785	23,580	26,786	30,467
永续资本工具	6,305	6,623	10,454	10,695	10,936
少数股东权益	3,961	5,634	6,248	6,966	7,783
总权益	26,767	33,041	40,282	44,447	49,186
负债总额	36,171	43,952	47,311	50,710	54,137
净现金(负债)	(25,115)	(33,967)	(38,789)	(44,878)	(49,753)
每股净资产(港元)	1.89	2.37	2.52	2.84	3.22

现金流量表

12月31日 年终(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运利润	4,947	5,279	7,136	8,381	9,521
折旧和摊销	302	405	492	555	618
营运资金变化	(7,879)	(12,279)	(11,183)	(9,237)	(8,707)
其他	459	421	17	(99)	51
已付税款	(329)	(541)	(783)	(971)	(1,172)
经营活动所得净现金	(2,500)	(6,714)	(4,320)	(1,372)	312
资本开支	(1,063)	(1,208)	(1,310)	(1,326)	(1,344)
其他	(966)	1,093	320	331	330
投资活动所得净现金	(2,029)	(115)	(990)	(995)	(1,013)
发行/回购股份	(82)	0	3,655	0	0
股息支付	(958)	(1,227)	(1,605)	(1,884)	(2,164)
净债务变化	5,871	6,275	3,500	3,500	3,500
其他	4,638	(1,079)	(1,703)	(1,939)	(2,081)
融资活动所得净现金	9,469	3,968	3,847	(323)	(745)
现金变更净值	4,940	(2,861)	(1,463)	(2,690)	(1,447)
调整	(384)	1,887	1,343	1,343	1,343
期初余额	6,366	10,912	8,596	7,133	4,442
期末余额	10,921	9,939	8,476	5,785	4,338

损益表

12月31日 年终(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,355	21,192	23,308	25,663	28,297
销售成本	(11,570)	(14,728)	(15,067)	(16,276)	(17,702)
毛利	5,785	6,465	8,241	9,387	10,595
其他收入及收益净额	1,011	911	1,126	1,311	1,525
管理费用	(1,538)	(1,753)	(1,875)	(1,959)	(2,223)
其他经营费用净额	(311)	(343)	(357)	(358)	(376)
总经营费用	(838)	(1,186)	(1,105)	(1,006)	(1,074)
营运利润	4,947	5,279	7,136	8,381	9,521
净财务费用	(1,198)	(1,177)	(1,432)	(1,676)	(1,842)
分占联营公司业绩	182	557	453	521	606
其他	713	657	425	489	568
税前利润	4,644	5,315	6,582	7,715	8,853
所得税	(971)	(875)	(1,226)	(1,475)	(1,728)
税后利润	3,673	4,441	5,356	6,240	7,125
少数股东权益	(389)	(483)	(643)	(751)	(855)
永续资本工具持有人	(57)	(240)	(241)	(241)	(241)
净利润	3,227	3,717	4,472	5,248	6,029
非核心项目调整	(520)	(135)	0	0	0
核心净利润	2,707	3,582	4,472	5,248	6,029
利息折旧及摊销前利润	5,249	5,684	7,628	8,936	10,139
基本每股收益(港元)	0.37	0.42	0.48	0.56	0.64
摊薄核心每股收益(港元)	0.30	0.40	0.47	0.55	0.63
每股股利(港元)	0.12	0.16	0.18	0.22	0.25

财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率(%)					
收入	28.5	22.1	10.0	10.1	10.3
利息折旧及摊销前利润	26.3	8.3	34.2	17.2	13.5
营运利润	25.3	6.7	35.2	17.5	13.6
核心净利润	22.9	32.3	24.8	17.4	14.9
摊薄核心每股收益	23.4	31.6	17.4	16.7	14.9
每股股利	25.3	30.3	19.0	17.0	14.5
利润率(%)					
毛利率	33.3	30.5	35.4	36.6	37.4
利息折旧及摊销前利率	30.2	26.8	32.7	34.8	35.8
息税前利率	28.5	24.9	30.6	32.7	33.6
净利率(核心利润)	15.6	16.9	19.2	20.4	21.3
实际税率(%)	25.9	21.3	21.5	22.0	22.5
营运费用占收入比率(%)	4.8	5.6	4.7	3.9	3.8
利息覆盖率(x)	4.1	4.5	5.0	5.0	5.2
股息支付率(%)	38.4	39.0	39.0	39.0	39.0
资本净负债比率(%)	93.8	102.8	96.3	101.0	101.2
总资本净负债比率(%)	48.4	50.7	49.1	50.2	50.3
流动比率(x)	1.1	0.8	0.9	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)	4.5	4.9	4.8	4.6	4.4
息税前利率(%)	33.7	30.6	34.4	36.6	37.8
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(%)	19.7	19.9	20.2	20.8	21.1
资本回报率(%)	9.4	9.0	8.9	9.0	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