

北控水務集團 (371.HK)

水務行業龍頭企業，“雙平臺”戰略助力輕資產轉型

香港 | 環保 | 公司研報

投資概要

水務行業龍頭，主營業務持續增長

公司主要業務包括經營水處理服務、水環境治理建造及技術服務，目前公司水廠之覆蓋已擴展至遍及中國大陸21個省、5個自治區及2個直轄市。截至2018年底，公司就合共937座水廠訂立服務特許權安排及委託協議。年內新項目之每日總設計能力為5,756,813噸。於2018年底，公司每日總設計能力為36,824,633噸，自2008年以來，公司總設計能力保持著37.71%的年複合增長率。截至2018年，公司共獲得總投資額為403.97億人民幣的綜合治理項目（不含通州和包頭項目），共有23項綜合治理項目正在建設。公司水處理規模及產能增量均領先同業，在香港上市的水務企業中，擁有最大的水處理能力。2019年3月23日，第十七屆水業戰略論壇發佈2018年度水業企業評選榜單，公司以4670.47萬噸/日的水務總處理規模及494.28萬噸/日的總新增規模，位居2018年度水業十大影響力企業第一名。

“雙平臺”戰略助力輕資產轉型

公司通過構建資產管理平臺、運營管理平臺「雙平臺」逐步向輕資產企業轉型。公司資產管理平臺是與第三方機構協商合作成立基金管理公司-北控金服，通過對水務環境資產進行基金持股、資產證券化等資本運作，為公司項目提供資金支援，以解決融資壓力，以新的金融手段促進產業發展。運營管理平臺方面，通過成立“數字化研究院”，打造智慧水務平臺，並建立集中採購中心，提升運營管理效率，降低人力及運營成本，實現價值增長。我們認為，公司“雙平臺”戰略將不斷互相促進，使公司從重資產向輕資產轉化的能力不斷強化。

三峽集團入股，“長江大保護”未來可期

三峽集團控股子公司長江電力以全資子公司中國長電國際為主體認購北控水務 5%股權，合計代價 20.2 億港元，其中約 15 億港元用於 BOT 和 TOT 的傳統水務項目，約 5 億港元用於水環境治理綜合項目。2019 年 1 月，生態環境部、國家發改委聯合印發《長江保護修復攻堅戰行動計畫》，要求到 2020 年底，長江流域水質優良的國控斷面比達到 85%以上，劣 V 類比低於 2%；長江經濟帶地級及以上城市建成區黑臭消除比達 90%以上，地級及以上城市集中式飲用水水源水質優良比例高於 97%。2019 年 6 月，公司與中國三峽集團及其他公司新成立的合營公司奪得嶽陽市的第一個 PPP 項目，總投資額為 44.5 億元人民幣。公司認為，“長江大保護”未來預計會有萬億的市場規模，憑藉公司豐富的水治理項目經驗、運營優勢以及充足的技術沈澱，與三峽集團強強聯合，能夠發揮出很好的協同效應。

首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 5.81 港幣

我們採用剩餘收益估值模型，得到目標價 5.81 港幣，對應 FY19/FY20/FY21 10.71/9.36/8.04 倍 PE，較現價（4.74HKD as of July 8, 2019）有+22.57%的升幅，首次覆蓋，給予“買入”評級。

10 July 2019

買入（首次覆蓋）

現價 HKD 4.74

（現價截至 7 月 8 日）

目標價 HKD 5.81 (+22.57%)

公司資料

普通股股東（百萬股）：	9332
市值（港幣百萬元）：	47,473
52 周最高價/最低價（港幣）：	5.09/3.61

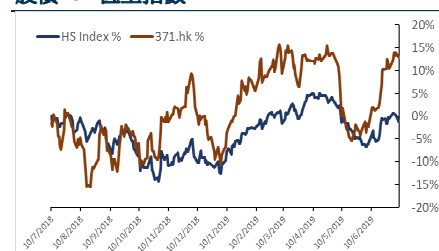
主要股東，%

北控環境有限公司	41.17
中國長電國際（香港）有限公司	5.00

股價表現，%

	1 個月	3 個月	1 年
北控水務集團	10.75%	0.73%	12.95%
恆生指數	2.73%	-6.05%	-1.24%

股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

mn HKD	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	21,192	24,597	27,229	30,577	34,834
Net Profit for Owners	3,717	4,471	5,178	6,061	7,217
EPS HKD	0.42	0.48	0.54	0.62	0.72
P/E	11.17	9.89	8.74	7.64	6.56
BVPS HKD	2.37	2.73	3.00	3.32	3.69
P/B	2.00	1.74	1.58	1.43	1.29
ROE	19.94%	19.33%	19.12%	19.85%	20.85%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

段煉 (2277 6515)

leonduan@phillip.com.hk

行業分析

中國水質現狀

根據國家環保總局發佈的《地表水環境質量標準（GB3838-2002）》，中國水質劃分為 6 個等級：I、II、III、IV、V 和劣 V，其中 I~III 為優良水質，詳細劃分標準如下：

表-1：中國水質等級劃分

水質等級	劃分標準
I	水質良好，地下水只需消毒處理，地表水經建議淨化處理（如過濾）、消毒後即可供生活飲用；主要適用於源頭水、國家自然保護區
II	水質受輕度污染。經常規淨化處理（如絮凝、沉澱、過濾、消毒等），其水質即可供生活飲用；主要適用於集中式生活飲用水地表水源地一級保護區、珍稀水生生物棲息地、魚蝦類產卵場、仔稚幼魚的索餌場等
III	適用於集中式生活飲用水源地二級保護區、一般魚類保護區及游泳區
IV	適用於一般工業保護區及人體非直接接觸的娛樂用水區
V	適用於農業用水區及一般景觀要求水域
劣 V	除調節局部氣候外，基本上已無使用功能

Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Environmental Protection“Environmental Quality Standards for Surface Water (GB3838-2002)”

根據生態環境部發佈的《2018 中國生態環境狀況公報》顯示，2018 年全國地表水及流域水水質逐步改善，但湖泊水及地下水水質情況不容樂觀。水質按分類現狀如下：

- 全國地表水 I~III 類比例為 74.3%，同比增 3.1%；劣 V 類比例為 6.9%，同比降 1.6%。
- 河流流域 I 類比例為 5.0%，同比增 2.8%；II 類比例為 43.0%，同比增 6.3%；III 類比例為 26.3%，同比降 6.6%；IV 類比例為 14.4%，同比降 0.2%；V 類比例為 4.5%，同比降 0.7%；劣 V 類比例為 6.9%，同比降 1.5%。
- 111 個重要湖泊（水庫）中，I 類水質的湖泊（水庫）7 個，佔 6.3%，同比增 0.9%；II 類 34 個，佔 30.6%，同比增 6.5%；III 類 33 個，佔 29.7%，同比降 3.3%；IV 類 19 個，佔 17.1%，同比降 2.5%；V 類 9 個，佔 8.1%，同比增 1%；劣 V 類 9 個，佔 8.1%，同比降 2.6%。主要污染指標為總磷、化學需氧量和高錳酸鹽指數。
- 全國 10168 個國家級地下水水質監測點中，I 類水質監測點佔 1.9%，同比降 6.9%；II 類佔 9.0%，同比降 14.1%；III 類佔 2.9%，同比增 1.4%；IV 類佔 70.7%，同比增 18.9%；V 類佔 15.5%，同比增 0.7%。超標指標為錳、鐵、濁度、總硬度、溶解性總固體、碘化物、氯化物、“三氮”（亞硝酸鹽氮、硝酸鹽氮和氨氮）和硫酸鹽。

圖-1：2015-2018 年全國地表水水質類別比例

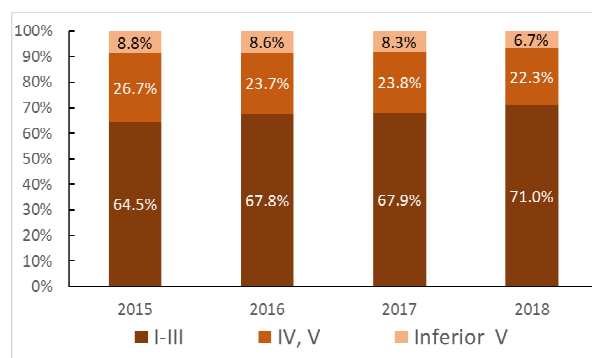
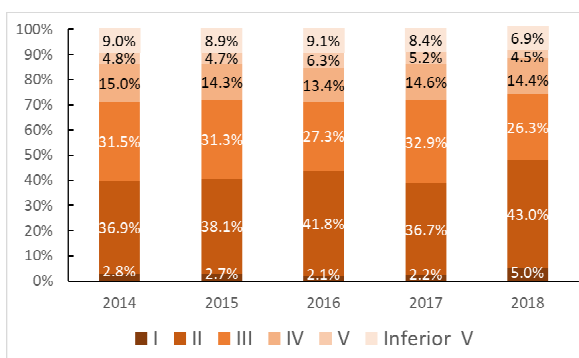


圖-2：2014-2018 年全國流域水水質類別比例



Source Ministry of Ecology and Environment, Phillip Securities (HK) Research

圖-3：2014-2018 年全國湖泊水水質類別比例

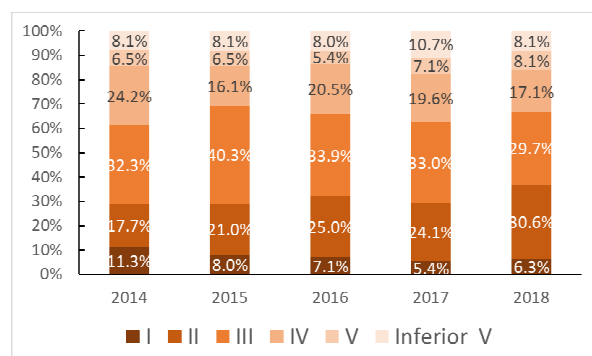
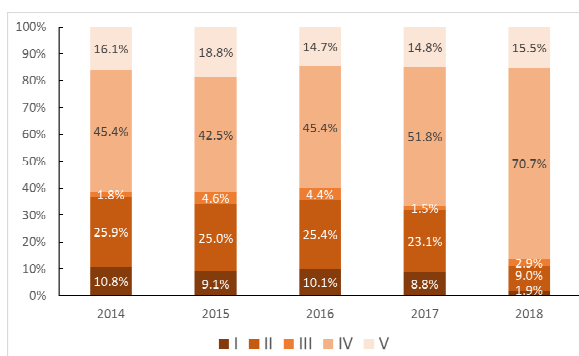


圖-4：2014-2018 年全國地下水水質類別比例

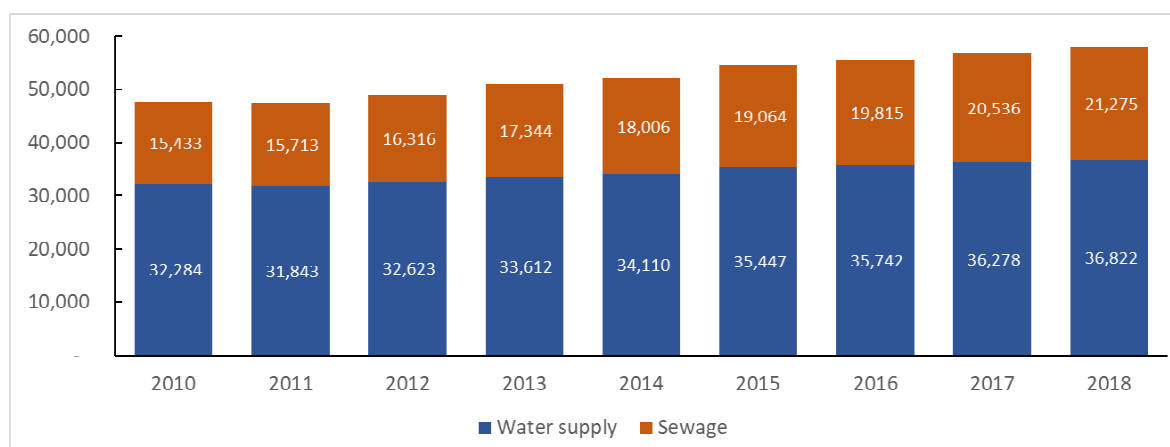


Source: Phillip Securities (HK) Research, Ministry of Ecology and Environment

中國水務行業現狀

中國城市化的增長，創造了長期的水務和污水處理業務需求。截至 2016 年底，中國設市城市、縣城累計建成污水處理廠 3552 座，污水處理能力約 1.9 億立方米/日，近年增長速度在 4-6%之間。供水方面，截至 2016 年底，城市用水普及率已達到 98.4%，縣城用水普及率也達到 90.5%。近幾年供水設施建設已趨近飽和，全國城鎮供水總量保持基本穩定，保持 1%-3%的增長速度。

圖-5：2010-2018 中國污水處理及供水能力（萬噸/日）



Source: Phillip Securities (HK) Research, National Bureau of Statistics, Ministry of Housing and Urban-Rural Development

根據國家統計局數據顯示，2017 年中國城鎮人口佔比為 59%，且呈現逐年升高態勢。與此對應，根據 BMI Research 預測，至 2025 年，中國污水處理需求量將達到 880 億立方米。綜合來看，中國污水處理市場需求強勁而供應不足，未來污水處理業務仍存在許多長期機遇。

圖-6：城鎮人口佔總人口百分比

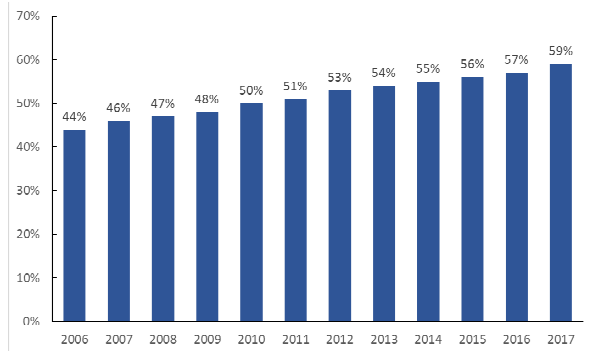
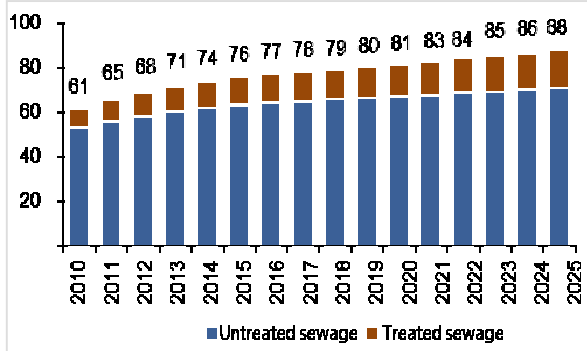


圖-7：中國污水處理業務需求（十億立方米）



Source: Phillip Securities (HK) Research, National Bureau of Statistics, BMI Research

根據 GWI 發佈的 2017 年度全球水價白皮書，中國水價遠低於世界其他國家，中國最貴的城市水價還不及全球最貴城市水價的十分之一，污水處理費也遠低於全球水價最貴十大城市，中國水價及污水處理費還有很大提升空間。

圖-8：全球十大水費最貴城市及其污水處理費（美元）

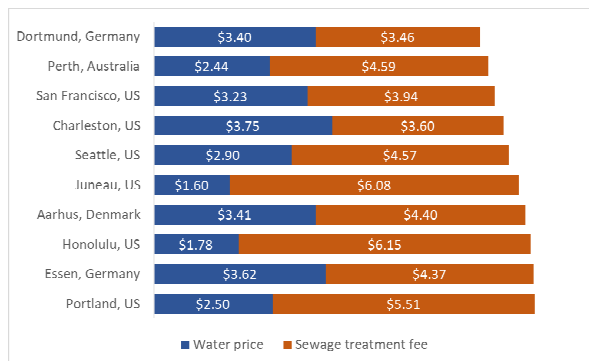
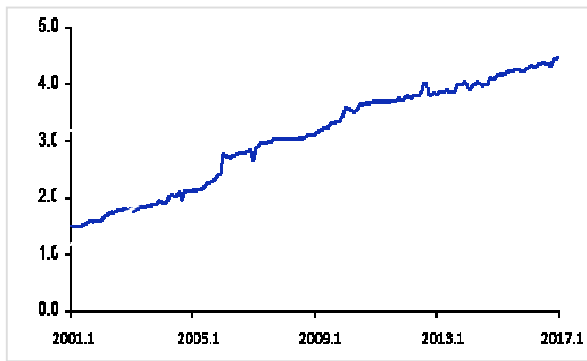


圖-9：中國 36 個大中城市平均工業用水水費（元/噸）



Source: Phillip Securities (HK) Research, GWI, Wind

政策推動，水環境治理市場仍存較大發展空間

根據 2016 年 11 月國務院印發的《“十三五”生態環境保護規劃》指出，到 2020 年，地級及以上城市集中式飲用水水源水質達到或優於Ⅲ類比例高於 93%；全國地下水污染加劇趨勢得到初步遏制，質量極差的地下水比例控制在 15%左右；地級及以上城市建成區黑臭水體比例均控制在 10%以內，其他城市力爭大幅度消除重度黑臭水體；沿海省（區、市）入海河流基本消除劣 V 類的水體；到 2020 年，全國所有縣城和重點鎮具備污水收集處理能力，城市和縣城污水處理率分別達到 95%和 85%左右，地級及以上城市建成區基本實現污水全收集、全處理；提升污水再生利用和污泥處置水準，大力推進污泥穩定化、無害化和資源化處理處置，地級及以上城市污泥無害化處理處置率達到 90%，京津冀區域達到 95%；實現缺水城市再生水利用率達到 20%以上，京津冀區域達到 30%以上；推進海綿城市建設，能夠將 70%的降雨就地消納和利用的土地面積達到城市建成區面積的 20%以上，地級及以上缺水城市全部達到國家節水型城市標

準要求，京津冀、長三角、珠三角等區域提前一年完成。“十三五”生態環境保護水環境質量主要包含以下指標：

表-2：“十三五”生態環境水質量指標

指標	2015年	2020年
地表水品質達到或好於Ⅲ類水體比例（%）	66	>70
地表水品質劣Ⅴ類水體比例（%）	9.7	<5
重要江河湖泊水功能區水質達成率（%）	70.8	>80
地下水品質極差比例（%）	15.7	~15
近岸海域水質優良（一、二類）比例（%）	70.5	~70

Source: Phillip Securities (HK) Research, “13th Five-Year” Ecological Environmental Protection Plan

另據 2016 年 12 月國家發展改革委會同住房城鄉建設部共同編制的《“十三五”全國城鎮污水處理及再生利用設施建設規劃》指出，截至 2015 年，全國城鎮污水處理能力已達到 2.17 億立方米/日，城市污水處理率達到 92%，縣城污水處理率達到 85%；“十三五”期間規劃新增污水管網 12.59 萬公里，其中，設市城市 6.62 萬公里，縣城 2.92 萬公里，建制鎮 3.05 萬公里；老舊污水管網改造 2.77 萬公里，其中，設市城市 1.58 萬公里，縣城 0.73 萬公里，建制鎮 0.46 萬公里；合流制管網改造 2.88 萬公里，其中，設市城市 1.70 萬公里，縣城 1.17 萬公里；新增污水處理設施規模 5022 萬立方米/日，其中，設市城市 2856 萬立方米/日，縣城 1071 萬立方米/日，建制鎮 1095 萬立方米/日；提標改造污水處理設施規模 4220 萬立方米/日，其中設市城市 3639 萬立方米/日，縣城 581 萬立方米/日；新增污泥（以含水 80%濕污泥計）無害化處置規模 6.01 萬噸/日，其中，設市城市 4.56 萬噸/日，縣城 0.92 萬噸/日，建制鎮 0.53 萬噸/日；新增再生水利用設施規模 1505 萬立方米/日，其中，設市城市 1214 萬立方米/日，縣城 291 萬立方米/日。

投資方面，“十三五”城鎮污水處理及再生利用設施建設共投資約 5644 億元。其中，各類設施建設投資 5600 億元，監管能力建設投資 44 億元。設施建設投資中，新建配套污水管網投資 2134 億元，老舊污水管網改造投資 494 億元，雨汙合流管網改造投資 501 億元，新增污水處理設施投資 1506 億元，提標改造污水處理設施投資 432 億元，新增或改造污泥無害化處理處置設施投資 294 億元，新增再生水生產設施投資 158 億元。“十三五”期間地級及以上城市黑臭水體整治控源截汙涉及的設施建設投資約 1700 億元，已分項計入規劃重點建設任務投資中。

表-3：“十三五”城鎮污水處理及再生利用設施建設目標

指標	2015年	2020年	新增
污水處理率（%）	91.9	95	3.1
		其中：地級及以上城市建成區基本實現全收集、全處理	
		≥85	
污泥無害化處置率	53	70	22
		其中：東部地區縣城力爭達到90	
		其中：中西部地區建制鎮力爭達到50	
再生水利用率	35	75	22
		其中：地級及以上城市90	
		力爭達到60	
污水管網規模（萬公里）	29.65	提高5個百分點	5
		提高5個百分點	
		提高5個百分點	
再生水生產設施規模（萬立方米/日）	2653	≥30	7.9
		≥20	
		力爭達到15	
污水管網規模（萬公里）	29.65	42.24	12.59
污水處理設施規模（萬立方米/日）	21744	26766	5022
污泥無害化處置設施規模（萬噸/日）	3.74	9.75	6.01
再生水生產設施規模（萬立方米/日）	2653	4158	1505

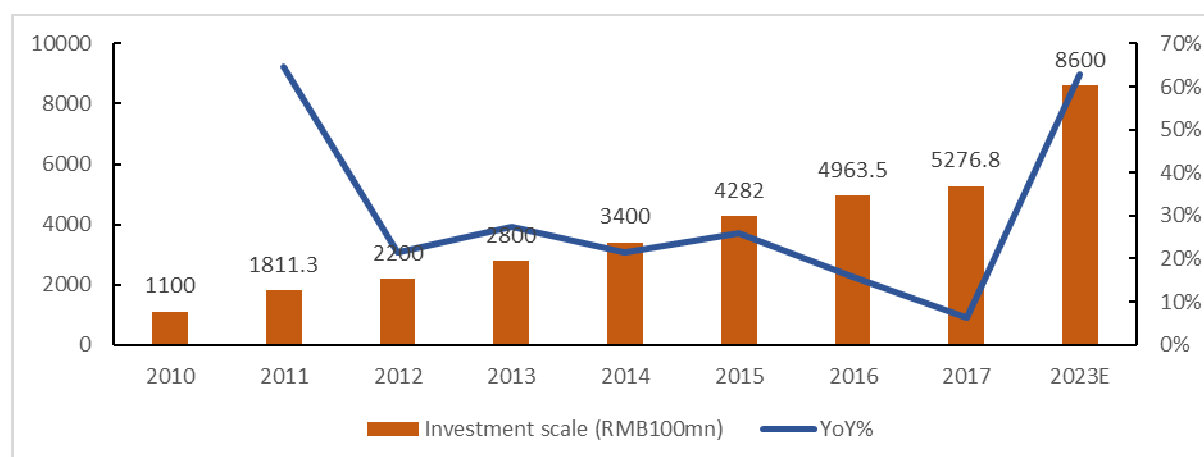
Source: Phillip Securities (HK) Research, "13th Five-Year Plan" for Urban Wastewater Treatment and Recycling Facilities Construction

水務行業集中度較低，市場容量仍不斷擴大

根據前瞻產業研究院研究顯示，中國現有自來水廠 4000 多家，污水處理廠 3500 多座，水務企業眾多但行業集中度較低：CR5 已運營規模市佔率為 11%，CR10 已運營規模市佔率為 16.5%，供水領域的市場集中度相對較低。在污水處理行業，CR5 污水處理企業市佔率為 19%，CR10 市佔率為 27.2%，相對於供水市場，污水處理市場的集中度相對較高。市場過度分散制約了水務行業的技術進步及服務的集約化，預計未來行業龍頭將進行較多的並購整合，通過外延式擴張，打破技術及地域的限制，形成幾大水務集團主導市場的競爭格局。

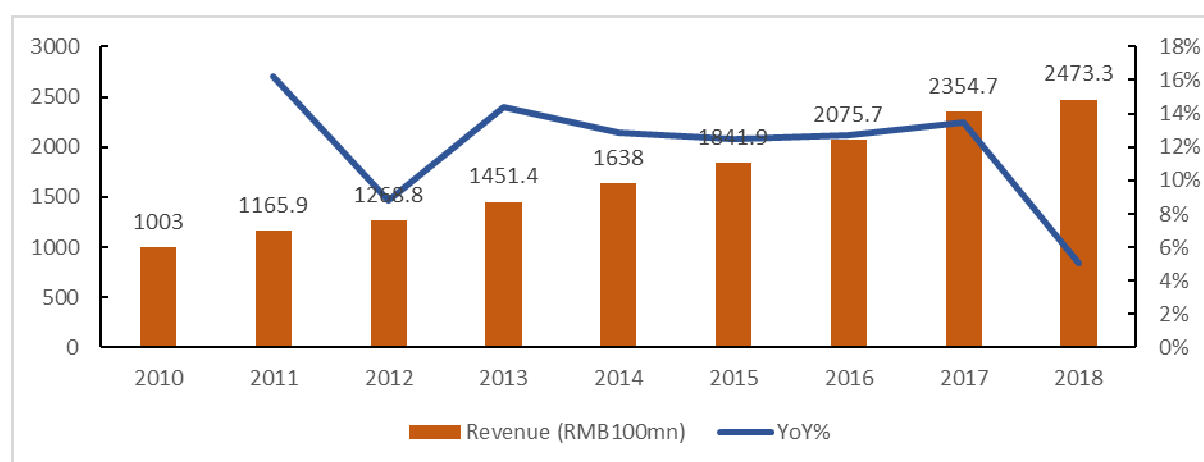
水務行業作為弱週期性行業，行業發展程度與經濟增長水平、人口數量及城市化進程等因素高度相關。近年來，行業政策監管要求不斷加強，黑臭水體治理、海綿城市建設、鄉鎮污水處理等領域快速增長，總體來看，水務行業投資規模不斷變大，市場容量仍存有較大發展空間。根據前瞻產業研究院資料，“十二五”期間水務行業投資年均增速達 24%，預計到 2023 年，我國水務行業的年度投資額將突破 8600 億元。

圖-10：2010-2023 中國水務行業投資規模及同比增長情況



Source: Phillip Securities (HK) Research, Qianzhan Industrial Research

圖-11：2010-2018 水務行業規模以上企業銷售收入及同比增長情況



Source: Phillip Securities (HK) Research, Qianzhan Industrial Research

公司分析

公司介紹

公司是香港聯合交易所主板上市公司（股份代號：0371），是國內具有核心競爭力的大型水務集團。2008 年北京控股收購上華控股有限公司，並將其更名為北控水務集團有限公司及定位為北京控股水務業務的上市平臺。北控水務集團有兩大主營業務，分別為傳統水務業務和水環境綜合治理業務。傳統水務業務方面，目前在全球共有 900 多座水廠，涵蓋各種水廠類型，總簽約設計處理量為 3,682 萬噸/日。水環境綜合治理業務方面，目前公司水環境綜合治理項目簽約總額超過 404 億人民幣。

截至目前，公司在全國範圍內及馬來西亞、葡萄牙等國擁有多個水務項目，水處理規劃規模超過千萬噸/日，實現了全國性的戰略佈局，並成功進軍海外市場。經過多年發展，公司獲得了“中國水務新銳企業”、“中國知名水務企業”等榮譽稱號，並於 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年連續四年榮登“中國水業十大影響力企業”榜首。公司是香港主板上市的北京控股有限公司（股份代號：0392）旗下水務旗艦企業。北京控股 1997 年 5 月於香港聯合交易所上市，是一間具有北京市政府背景的、以城市燃氣和基礎設施為核心業務的綜合性公用事業紅籌公司，位列中國 500 強公用事業、公共設施經營和管理類企業第 1 名。

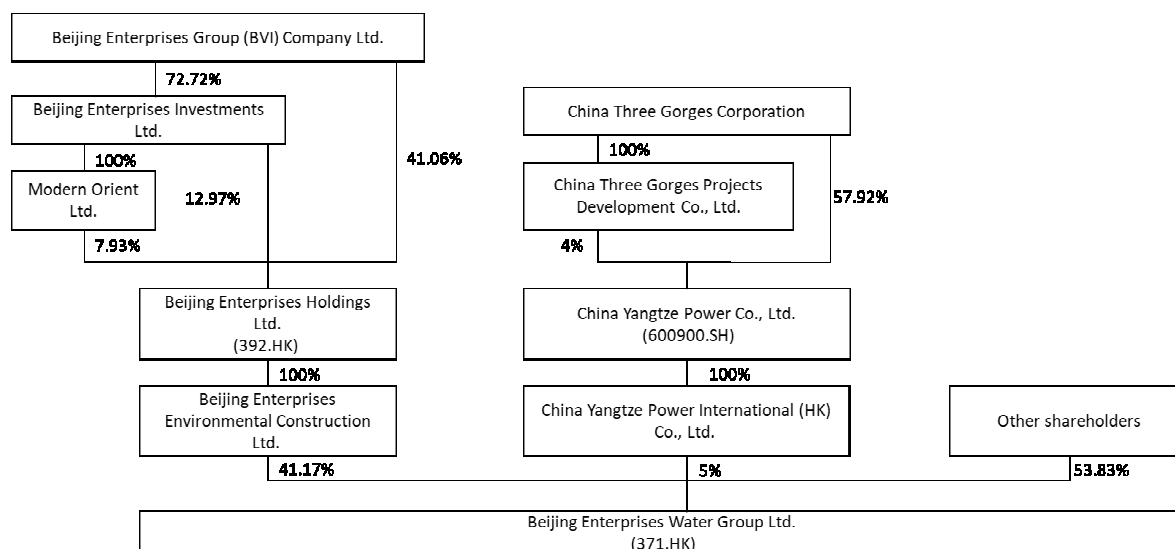
公司 2018 年錄得營業收入 245.97 億港元，同比增長 16%，累計實現公司股東應佔溢利 44.71 億港元，同比增長 20%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司新增淨處理規模為 543.68 萬噸/日，總設計能力為 3,682.5 萬噸/日。

圖-12：公司發展里程碑



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-13：公司股權架構（截止 2019 年 6 月 4 日）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

業務分析

公司是北控集團旗下專注於水資源循環利用和水生態環境保護事業的旗艦企業，作為一家綜合性、全產業鏈、領先的專業化水務環境綜合服務商，集產業投資、設計、建設、運營、技術服務與資本運為一體，總資產、總收入和水處理規模位居國內行業第一位。公司主要業務包括經營水處理服務、水環境治理建造及技術服務，其中水處理服務包括污水及再生水處理和供水服務，水環境治理建造包括綜合治理項目建造和建設 BOT 水務項目。

1、水處理服務

截至 2018 年底，公司於中國大陸擁有運營中之 274 座污水處理廠及 10 座再生水處理廠。污水處理廠及再生水處理廠之每日運作總設計能力分別為 12,031,550 噸（2017：11,059,750 噸）及 809,200 噸（2017：617,200 噸）。平均每日處理量為 10,704,386 噸及平均每日處理比率為 87%。水廠之實際平均水處理合同價格約為每噸人民幣 1.10 元（2017：每噸人民幣 1.08 元）。年內實際總處理量為 3,799,800,000 噸，其中 3,493,200,000 噸由附屬公司貢獻，而 306,600,000 噸則由合資企業貢獻。年內之總營業收入為 4,276,100,000 港元。公司股東應佔溢利淨額為 2,040,300,000 港元，其中 1,894,000,000 港元由附屬公司貢獻，而 146,300,000 港元則由合資企業及聯營公司貢獻。公司於葡萄牙、澳門、新加坡、澳洲及新西蘭擁有 37 座污水處理廠及 4 座再生水廠，每日運作總設計污水處理能力為 602,748 噸，實際處理量為 160,100,000 噸，總營業收入為 368,400,000 港元，公司股東應佔溢利為 58,700,000 港元。

供水服務方面，公司於 2018 年底擁有 77 座運營中之自來水廠，每日運作總設計能力為 6,715,600 噸（2017 日：6,555,600 噸）。供水服務實際平均合同價格約為每噸人民幣 2.07 元（2017：每噸人民幣 2.14 元），實際處理總量為 1,441,500,000 噸，其中 794,200,000 噸由附屬公司貢獻並錄得營業收入 1,839,300,000 港元，而 647,300,000 噸則由合資企業貢獻。就北京 9 號水廠之服務特許權安排應收款項已確認估算利息收入 25,500,000 港元。公司股東應佔溢利為 723,500,000 港元，其中附屬公司貢獻溢利 590,700,000 港元，而

合資企業則貢獻溢利合共 132,800,000 港元。公司於葡萄牙及澳洲擁有 33 座供水廠及 1 座海水化淡廠，供應食水。每日運作總設計能力為 1,507,100 噸，實際處理量為 103,500,000 噸，其中 69,800,000 噸由附屬公司貢獻，而 33,700,000 噸由合資企業貢獻。年內總營業收入為 502,600,000 港元，公司股東應佔溢利為 125,800,000 港元。

圖-14：污水及再生水處理營業收入及歸母淨利潤

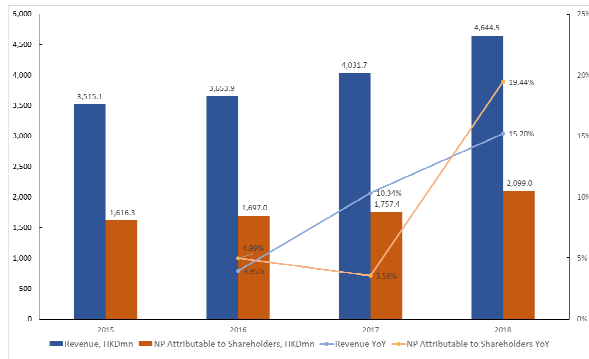
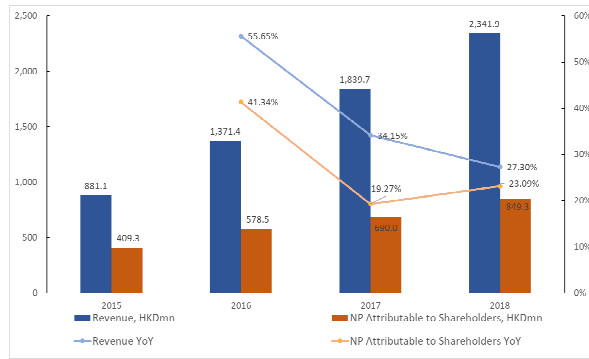


圖-15：供水服務營業收入及歸母淨利潤



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

2、水環境治理建造服務

公司於年內有 23 項綜合治理項目正在建設。營業收入由去年之 7,335,300,000 港元減少 728,400,000 港元至本年度之 6,606,900,000 港元。營業收入減少主要由於年內內蒙古建造工程減少所致。2018 年公司股東應佔來自水環境治理項目利息收入為 105,900,000 港元（2017：52,600,000 港元）。綜合治理項目之公司股東應佔溢利由去年之 1,045,500,000 港元增加 353,400,000 港元至本年度之 1,398,900,000 港元。

公司就其水處理業務以 BOT 方式訂立多項服務特許權合約。2018 年，在建水廠主要位於山西、山東、浙江、貴州、湖南及河北各省。建造 BOT 水務項目之總營業收入為 8,698,600,000 港元（2017 年：6,647,100,000 港元），而公司股東應佔溢利為 1,654,100,000 港元（2017 年：1,133,400,000 港元）。

圖-16：綜合治理項目營業收入及歸母淨利潤

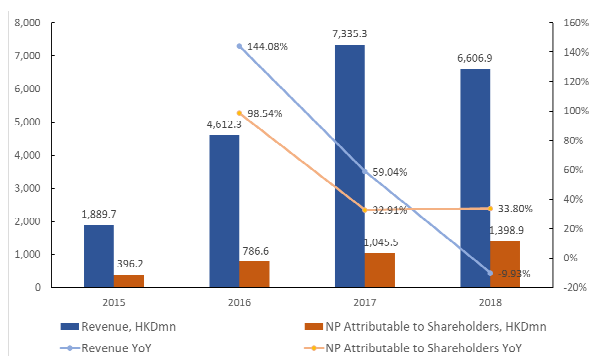
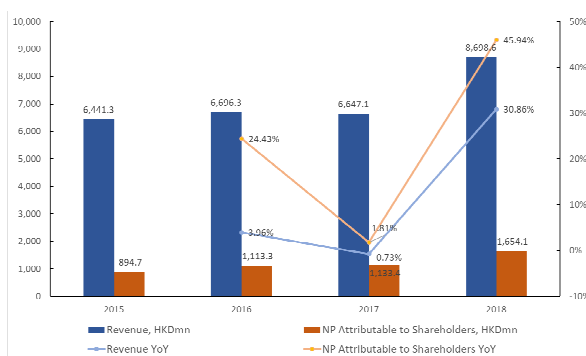


圖-17：建造 BOT 水務項目營業收入及歸母淨利潤



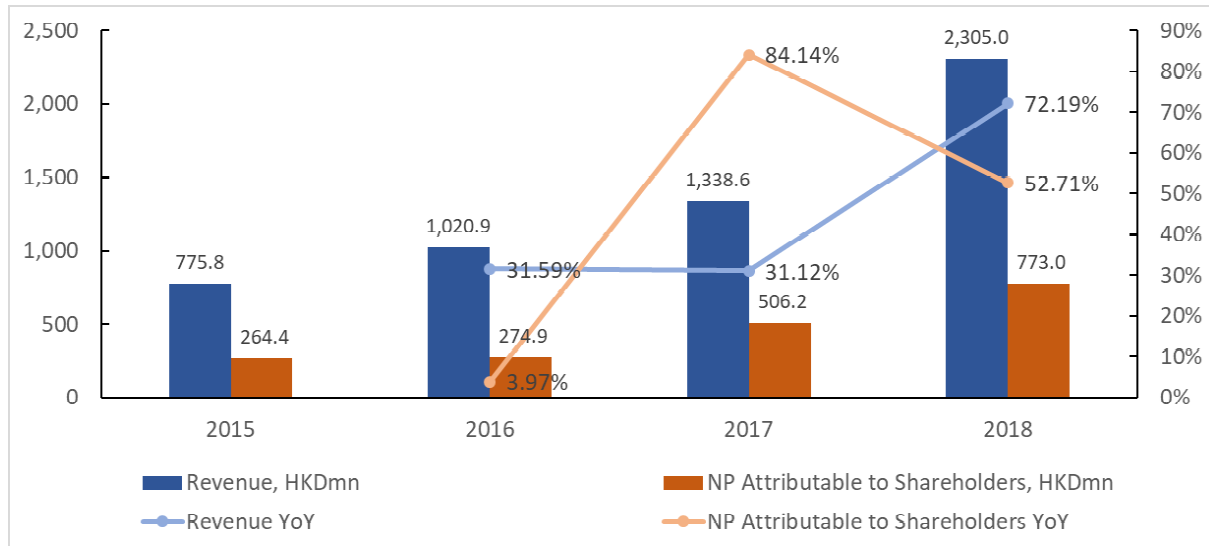
Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

3、水環境治理技術服務及設備銷售

公司擁有多項水處理廠工程諮詢及設計資格。2018 年公司提供技術服務及設備銷售之營業收入為 2,305,000,000 港元（2017 年：1,338,600,000 港

元)，佔公司總營業收入 9%。公司股東應佔溢利為 773,000,000 港元（2017 年：506,200,000 港元）。

圖-18：水環境治理技術服務及設備銷售營業收入及歸母淨利潤



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司亮點

水務行業龍頭企業，主營業務穩健增長

公司主要業務包括經營水處理服務、水環境治理建造及技術服務，目前公司水廠之覆蓋已擴展至遍及中國大陸 21 個省、5 個自治區及 2 個直轄市。截至 2018 年底，公司就合共 937 座水廠（其中包括 771 座污水處理廠、139 座自來水廠、25 座再生水處理廠及 2 座海水淡化廠）訂立服務特許權安排及委託協議。年內新項目之每日總設計能力為 5,756,813 噸，包括規模 320,000 噸之建造－經營－移交（「BOT」）項目、規模 175,000 噸之移交－經營－移交（「TOT」）項目、規模 1,824,250 噸之公營－私營合夥（「PPP」）項目、規模 958,656 噸之委託營運項目及透過併購所得規模 2,478,907 噸之項目。

表-4：水處理服務持有項目分析

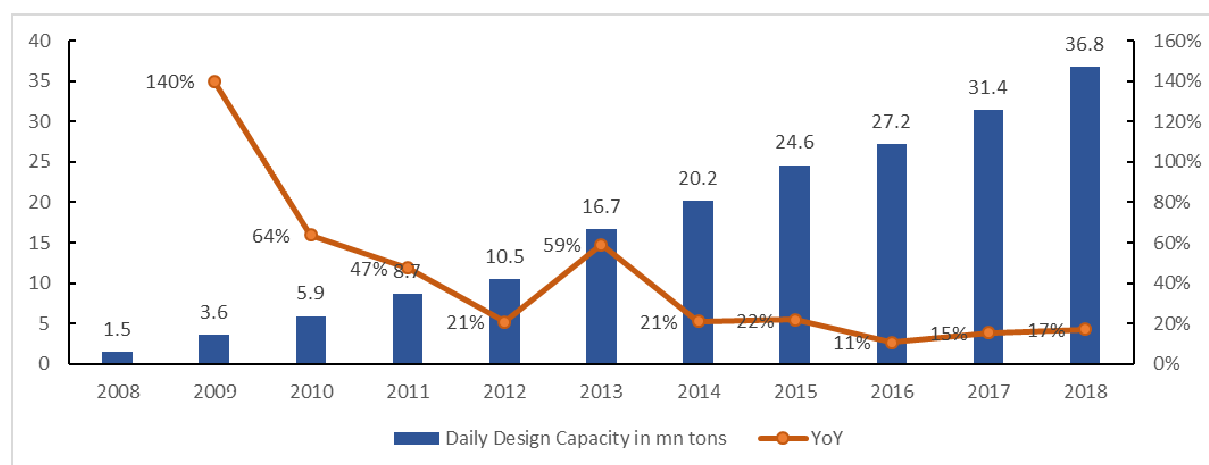
投入項目	污水處理（噸）	供水服務（噸）	再生水（噸）	海水淡化（噸）	總計（噸）
2008 年	1,480,000	50,000	-	-	1,530,000
2009 年	1,662,500	100,000	212,000	-	1,974,500
2010 年	1,230,000	1,125,000	-	50,000	2,405,000
2011 年	1,405,250	1,239,200	175,000	-	2,819,450
2012 年	813,000	840,000	112,500	-	1,765,500
2013 年	3,591,700	2,521,000	101,000	-	6,213,700
2014 年	1,528,700	1,585,200	328,000	-	3,441,900
2015 年	855,900	2,297,100	109,200	-	3,262,200
2016 年	2,120,100	1,403,694	232,000	-	3,755,794
2017 年	3,017,776	697,500	504,500	-	4,219,776
小計	17,704,926	11,858,694	1,774,200	50,000	31,387,820
2018 年	2,970,963	1,689,100	476,750	300,000	5,436,813
總計	20,675,889	13,547,794	2,250,950	350,000	36,824,633

其中：					
營運中	12,257,548	7,922,700	1,185,950	300,000	21,666,198
尚未營運	8,418,341	5,625,094	1,065,000	50,000	15,158,435
總計	20,675,889	13,547,794	2,250,950	350,000	36,824,633
尚未營運中：					
未開工	2,992,198	3,772,394	1,065,000	-	7,829,592
-計畫開工	490,200	172,000	335,000	-	997,200
在建	3,214,743	1,322,700	-	-	4,537,443
建成未轉商運	2,211,400	530,000	-	50,000	2,791,400
總計	8,418,341	5,625,094	1,065,000	50,000	15,158,435

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

由於項目到期等原因，公司於 2018 年退出項目之每日設計能力合共為 320,000 噸。因此，2018 年每日設計能力淨增加 5,436,813 噸。於 2018 年底，公司每日總設計能力為 36,824,633 噸，自 2008 年以來，公司總設計能力保持著 37.71% 的年複合增長率。

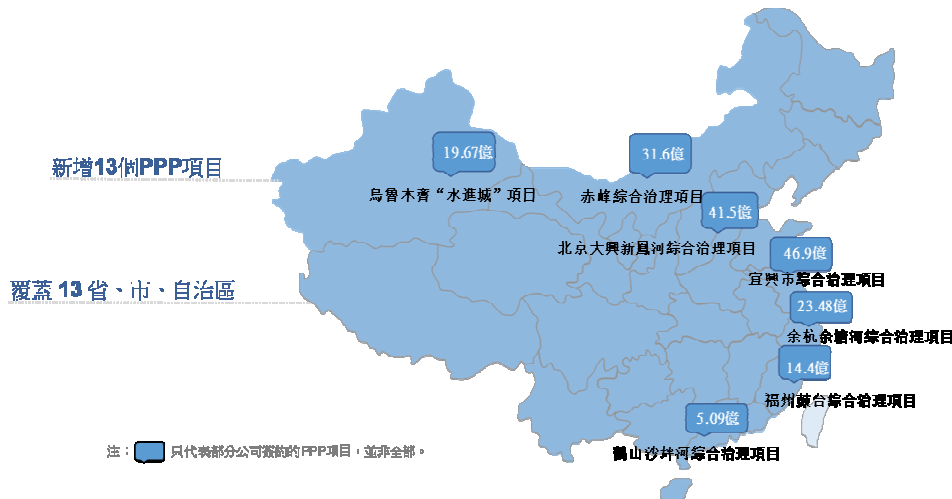
圖-19：水處理服務業務每日總設計能力（百萬噸）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

截至 2018 年，公司共獲得總投資額為 403.97 億人民幣的綜合治理項目（不含通州和包頭項目），共有 23 項綜合治理項目正在建設，主要位於浙江杭州、浙江台州、成都簡陽、廣東鶴山、馬來西亞登嘉樓、內蒙古、四川瀘州及北京涼水河等地。

圖-20：2018 年新增綜合治理項目概覽



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

公司水處理規模及產能增量均領先同業，在香港上市的水務企業中，擁有最大的水處理能力。另外，公司項目覆蓋地域最廣泛，大量優質項目遍及各地，形成全國性的規模優勢。2019年3月23日，第十七屆水業戰略論壇發佈2018年度水業企業評選榜單，北控水務以4670.47萬噸/日的水務總處理規模及494.28萬噸/日的總新增規模，位居2018年度水業十大影響力企業第一名。

圖-21：同業2018年水務總規模（萬噸/日）

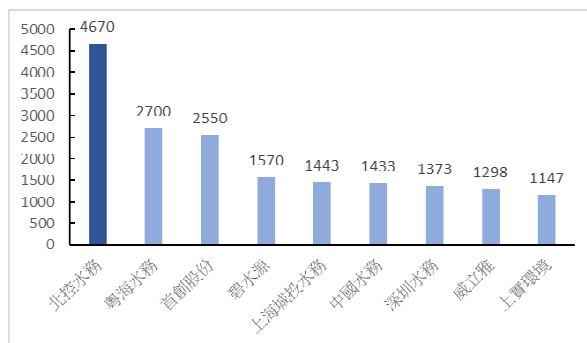
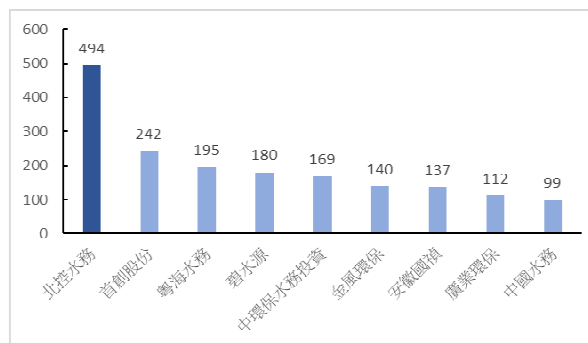


圖-22：同業2018年水務總新增規模（萬噸/日）



Source: Phillip Securities (HK) Research, 2018 Water Industry Enterprise Selection

圖-23：同業2009-2018產能總增加量（百萬噸/日）

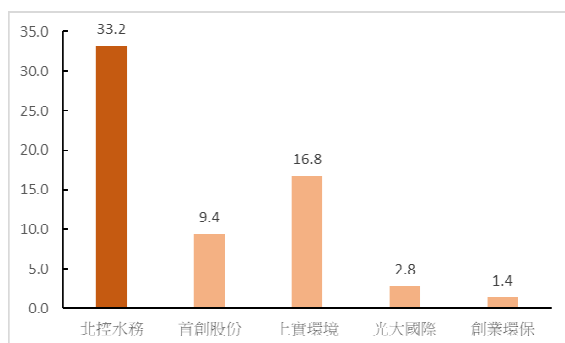
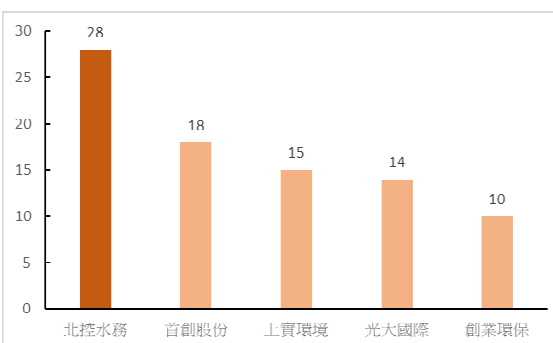


圖-24：同業省市自治區、直轄市覆蓋（個）



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

“雙平臺”戰略助力輕資產轉型

為更好地應對環保產業的新形勢和新挑戰，公司確定向輕資產化轉型的戰略方向，通過構建資產管理平臺、運營管理平臺「雙平臺」逐步向輕資產企業轉型。公司資產管理平臺是與第三方機構協商合作成立基金管理公司-北控金服，通過對水務環境資產進行基金持股、資產證券化等資本運作，為公司項目提供資金支援，以解決融資壓力，以新的金融手段促進產業發展。北控金服下設兩個全資控股平臺：北控南南（天津）投資管理有限公司，作為北控水務集團的資產管理平臺，主要提供北控水務相關 PPP 項目產業基金的組建、管理和運營等服務；北控衡石（天津）投資管理有限公司，作為北控水務集團的投資平臺，主要參與北控水務相關 PPP 產業基金的投資。

運營管理平臺方面，通過成立“數字化研究院”，打造智慧水務平臺，並建立集中採購中心，提升運營管理效率，降低人力及運營成本，實現價值增長。同時公司通過佈局輕資產技術公司，大力投入技術研發，包括於 2014 年 5 月以 1.81 億元取得南京市政設計研究院 100% 股權，及於 2015 年收購淮安市水利勘測設計研究院等研究機構，獲得多項專項甲級資質，為公司的水環境綜合治理業務提供更多技術及設計服務支援，加強公司對價值鏈整合的綜合設計能力。我們認為，公司“雙平臺”戰略將不斷互相促進，使公司從重資產向輕資產轉化的能力不斷強化。

三峽集團入股，“長江大保護”未來可期

三峽集團控股子公司長江電力以全資子公司中國長電國際為主體認購北控水務 5% 股權，合計代價 20.2 億港元，其中約 15 億港元用於 BOT 和 TOT 的傳統水務項目，約 5 億港元用於水環境治理綜合項目。長江環保為三峽集團子公司，定位為承擔長江大保護相關事業的項目實施任務，包括統籌實施長江流域樞紐運行管理、重大生態修復工程實施、壩庫區生態環境管理和環境綜合治理、流域水資源科學調度與綜合利用等項目。

2019 年 1 月，生態環境部、國家發改委聯合印發《長江保護修復攻堅戰行動計畫》，要求到 2020 年底，長江流域水質優良的國控斷面比達到 85% 以上，劣 V 類比低於 2%；長江經濟帶地級及以上城市建成區黑臭消除比達 90% 以上，地級及以上城市集中式飲用水水源水質優良比例高於 97%。2018 年 5 月 29 日，國家發展改革委在九江組織召開推進三峽集團開展長江經濟帶城鎮污水處理試點工作現場會，確立以三峽集團為總牽頭，打響三峽集團長江大保護的「第一槍」。

2019 年 6 月，北控水務、中國三峽集團與其他公司新成立的合營公司奪得嶽陽市的第一個 PPP 項目，總投資額為 44.5 億元人民幣。公司認為，“長江大保護”未來預計會有萬億的市場規模，憑藉公司豐富的水治理項目經驗、運營優勢以及充足的技術沈澱，與三峽集團強強聯合，能夠發揮出很好的協同效應。

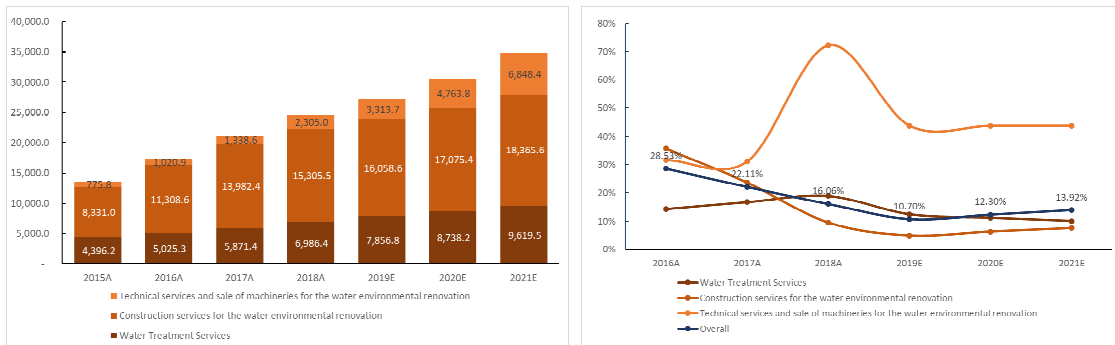
財務預測及估值

財務表現

公司 2018 年營業收入為 245.97 億港元，同比增長 16.06%；毛利為 87.76 億元，同比增長 35.75%；毛利率為 35.68%，同比增加 5.18%；歸母淨利潤為 44.71 億元，同比增長 18.18%。從歷史數據來看，公司總體營業收入及毛利均保持較快穩定增長，我們預計，隨著公司輕資產轉型不斷深化，部分業務營收可能受到影響，但毛利率的增加及輕資產業務的快速發展，能夠逐步提高公司利潤水平，為公司帶來優質的現金流，我們相信，通過雙平臺戰略的不斷相互促進，公司未來將會有持續地業績及利潤增長。

圖-25：各業務分部收入（百萬港元）

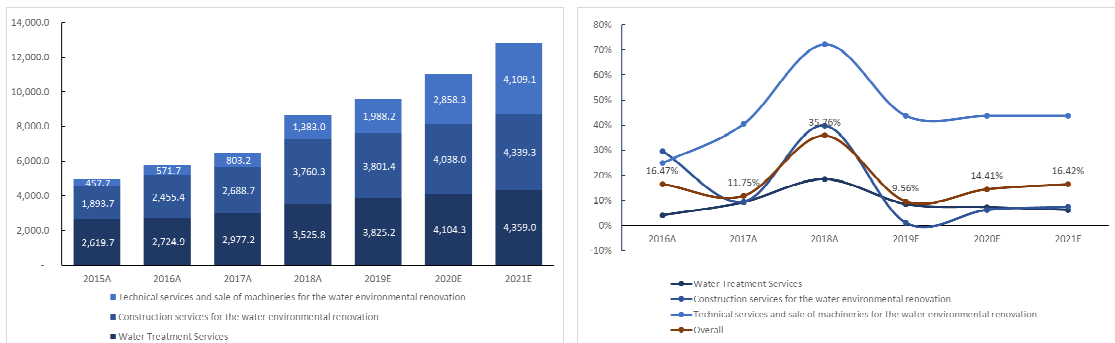
圖-26：各業務分部收入增長率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

圖-27：各業務分部毛利（百萬港元）

圖-28：各業務分部毛利增長率



Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

表-5：公司過去四年財務表現

HKD in million			2015A	2016A	2017A	2018A
Water Treatment Services	Sewage and reclaimed water treatment services	Revenue	3,515.1	3,653.9	4,031.7	4,644.5
		YoY		3.95%	10.34%	15.20%
		COS	1,340.7	1,596.6	1,898.7	2,204.2
		GPM	61.86%	56.30%	52.90%	52.54%
		NP Attributable to Shareholders	1,616.3	1,697.0	1,757.4	2,099.0
		NP Attributable to Shareholders Margin	45.98%	46.44%	43.59%	45.19%
	Water distribution services	Revenue	881.1	1,371.4	1,839.7	2,341.9
		YoY		55.65%	34.15%	27.30%
		COS	435.8	703.8	995.5	1,256.4
		GPM	50.54%	48.68%	45.89%	46.35%
		NP Attributable to Shareholders	409.3	578.5	690.0	849.3
		NP Attributable to Shareholders Margin	46.45%	42.18%	37.51%	36.27%
	Sub-total	Revenue	4,396.2	5,025.3	5,871.4	6,986.4
		YoY		14.31%	16.84%	18.99%
		COS	1,776.5	2,300.4	2,894.2	3,460.6
		GPM	59.59%	54.22%	50.71%	50.47%
Construction services for the water environmental renovation	Construction services for comprehensive renovation projects	Revenue	1,889.7	4,612.3	7,335.3	6,606.9
		YoY		144.08%	59.04%	-9.93%
		COS	1,436.2	3,597.6	6,308.4	5,021.2
		GPM	24.00%	22.00%	14.00%	24.00%
		NP Attributable to Shareholders	396.2	786.6	1,045.5	1,398.9
		NP Attributable to Shareholders Margin	20.97%	17.05%	14.25%	21.17%
	Construction of BOT water projects	Revenue	6,441.3	6,696.3	6,647.1	8,698.6
		YoY		3.96%	-0.73%	30.86%
		COS	5,001.1	5,255.6	4,985.3	6,524.0
		GPM	22.36%	21.52%	25.00%	25.00%
		NP Attributable to Shareholders	894.7	1,113.3	1,133.4	1,654.1
		NP Attributable to Shareholders Margin	13.89%	16.63%	17.05%	19.02%
	Sub-total	Revenue	8,331.0	11,308.6	13,982.4	15,305.5
		YoY		35.74%	23.64%	9.46%
		COS	6,437.3	8,853.2	11,293.7	11,545.2
		GPM	22.73%	21.71%	19.23%	24.57%
Technical services and sale of machineries for the water environmental renovation	Revenue	775.8	1,020.9	1,338.6	2,305.0	
	YoY		31.59%	31.12%	72.19%	
	COS	318.1	449.2	535.4	922.0	
	GPM	59.00%	56.00%	60.00%	60.00%	
	NP Attributable to Shareholders	264.4	274.9	506.2	773.0	
	NP Attributable to Shareholders Margin	34.08%	26.93%	37.82%	33.54%	
Total Revenue			13,503.0	17,354.8	21,192.4	24,596.9
YoY				28.53%	22.11%	16.06%
COS adj			8,536.1	11,570.0	14,727.8	15,820.9
GPM			36.78%	33.33%	30.50%	35.68%
NP Attributable to Shareholders adj			2,455.4	3,227.0	3,717.2	4,471.3
NP Attributable to Shareholders adj Margin			18.18%	18.59%	17.54%	18.18%

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

盈利預測

我們預測公司 2019/2020/2021 年營業收入分別為 272.29/305.77/348.34 億元，同比增長 10.70%/12.30%/13.92%；毛利為 96.15/110.00/128.07 億元，同比增長 9.56%/14.41%/16.42%；股東應佔淨利為 51.78/60.61/72.17 億元，同比增長 15.80%/17.07%/19.07%；對應 EPS 分別為 0.54/0.62/0.72 元。公司持續推進“雙平臺”戰略及輕資產轉型，同時憑藉公司豐富的項目經驗及技術積累，與三峽集團強強聯合，優勢互補，積極拓展“長江大保護”萬億元市場，我們對公司未來的發展持樂觀態度。

表-6：公司盈利預測

HKD in million	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue	13,503.0	17,354.8	21,192.4	24,596.9	27,229.1	30,577.3	34,833.6
COS	8,536.1	11,570.0	14,727.8	15,820.9	17,614.3	19,576.7	22,026.3
GP	4,966.9	5,784.8	6,464.5	8,775.9	9,614.8	11,000.6	12,807.3
Operating Profit	3,493.12	3,936.02	4,367.97	6,293.76	6,922.97	8,032.71	9,481.22
EBIT	4,376.49	5,842.20	6,492.32	8,461.29	9,390.61	10,861.69	12,747.27
NP	2,767.79	3,672.98	4,440.54	5,230.02	5,989.61	7,011.76	8,348.58
NP attributable to shareholders	2,455.37	3,227.01	3,717.23	4,471.27	5,177.62	6,061.20	7,216.80
EPS (Basic)	0.2817	0.3704	0.4242	0.4791	0.54	0.62	0.72
EPS (Diluted)	0.2750	0.3627	0.4153	0.4713	0.5348	0.6121	0.7126

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

估值

我們採用剩餘收益估值模型，股權成本為 9.66%，抗衰減因數為 0.2，得到目標價 5.81 港幣，對應 FY19/FY20/FY21 10.71/9.36/8.04 倍 PE，較現價（4.74HKD as of July 8, 2019）有+22.57%的升幅。Wind 數據顯示公司 2019 年預期市盈率為 8.96x，相較於同業 14.33x 平均市盈率，同樣具吸引力，首次覆蓋，給予“買入”評級。

表-7：剩餘收益估值模型

HKD	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028
EPS	0.54	0.62	0.72	0.77	0.86	0.98	1.10	1.24	1.40	1.58
Dividend Payout Ratio	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
DPS	0.21	0.24	0.28	0.30	0.33	0.38	0.42	0.48	0.54	0.61
Add R/E PS	0.33	0.38	0.44	0.47	0.53	0.60	0.68	0.76	0.86	0.97
BPST	3.00	3.32	3.69	4.16	4.69	5.29	5.96	6.72	7.58	8.55
BPS0	2.73	3.00	3.32	3.69	4.16	4.69	5.29	5.96	6.72	7.58
ROE0	20%	21%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Re	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
RI=BPST*(ROE0-Re)	0.28	0.33	0.40	0.41	0.46	0.52	0.59	0.66	0.75	0.85
Persistent factor	0.20									
Terminal value	0.19									
PV	0.25	0.27	0.30	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	0.41
BPS0	2.73									
TP	5.81									

Source: Phillip Securities (HK) Research, Company Report

風險提示

1. 行業政策性風險
2. 項目拓展不及預期

財務報告

表-8：財務數據

FYE DEC	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
Valuation Ratios					
P/E	11.17	9.89	8.74	7.64	6.56
P/B	2.00	1.74	1.58	1.43	1.29
Dividend Yield	3.36%	3.90%	4.41%	5.05%	5.88%
Per Share Data in HKD					
EPS	0.42	0.48	0.54	0.62	0.72
DPS	0.16	0.18	0.21	0.24	0.28
BVPS	2.37	2.73	3.00	3.32	3.69
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	22.11%	16.06%	10.70%	12.30%	13.92%
Operating Profit	10.97%	44.09%	10.00%	16.03%	18.03%
Net Profit	20.90%	17.78%	14.52%	17.07%	19.07%
Margins					
Gross Margin	30.50%	35.68%	35.31%	35.98%	36.77%
Operating Profit Margin	20.61%	25.59%	25.42%	26.27%	27.22%
Net Profit Margin	20.95%	21.26%	22.00%	22.93%	23.97%
Key Ratios					
ROA	4.10%	3.94%	3.90%	4.21%	4.65%
ROE	19.94%	19.33%	19.12%	19.85%	20.85%
Income Statement in mn HKD					
Revenue	21,192.37	24,596.86	27,229.08	30,577.31	34,833.60
Gross Profit	6,464.52	8,775.94	9,614.79	11,000.60	12,807.32
EBIT	6,492.32	8,461.29	9,390.61	10,861.69	12,747.27
EBT	5,315.32	6,778.91	7,540.68	8,827.53	10,510.53
Net Profit	4,440.54	5,230.02	5,989.61	7,011.76	8,348.58
Minority Interest	483.03	512.74	565.97	704.54	885.77
Net Profit for Owners	3,717.23	4,471.27	5,177.62	6,061.20	7,216.80

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates
(財務資料截至 7 月 8 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2019 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE**Phillip Securities Pte Ltd**

Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG**Phillip Securities (HK) Ltd**

Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA**PT Phillip Securities Indonesia**

ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**

15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM**King & Shaxson Capital Limited**

6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA**PhillipCapital Australia**

Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA**Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN**PhillipCapital Japan K.K.**

Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**

No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE**King & Shaxson Capital Limited**

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES**Phillip Futures Inc**

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005