

背靠龙头聚焦环服&危废，资源&管理优势助力腾飞

买入（首次）

2020年08月31日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

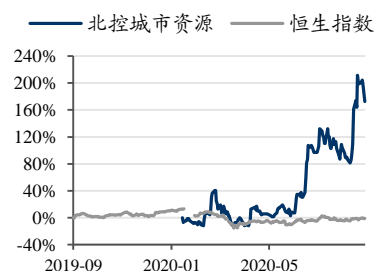
yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	2711.23	3793.64	5230.01	7165.27
同比（%）	22.58%	39.92%	37.86%	37.00%
归母净利润（百万港元）	281.33	501.26	542.82	752.81
同比（%）	-34.63%	78.18%	8.29%	38.69%
每股收益（港元/股）	0.08	0.14	0.15	0.21
P/E（倍）	22.52	12.64	11.67	8.42

投资要点

- **聚焦环卫服务&危废处置业务，背靠水务龙头北控水务集团实现业务快速发展。**公司20年于港交所上市，主营业务包括环卫服务、危废处置及废电处理，其中环卫营收占比70%以上。实控人为水务行业龙头北控水务集团，16年以来集团移交优质环卫/危废项目助力公司快速发展。19年公司实现营收27.11亿港元，近3年复合增速达379.19%；实现归母净利润2.81亿港元，近3年复合增速达318.36%。19年经营性现金流净额大幅回正，同比提升1283.92%至6.36亿港元。
- **标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计6家环卫上市龙头营收6年可扩张至5.58倍。**随着市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计25年我国环卫服务市场化率有望达到80%，对应市场化空间可达3748亿元，较19年增长134.11%，当前环卫行业竞争格局较为分散。但未来环卫行业未来迎**标准化驱动大合同增加、机械化率提升、龙头管理优势降本增效3大趋势**，我们预计25年6家环卫龙头公司营收市占率可提升至20%，叠加25年环服市场化空间较19年增134%，我们预计25年6家上市环卫龙头整体营收可扩张至5.58倍。
- **环卫订单高增大单频落地，国资背景&管理优势助力盈利份额双升。**1) **环服业务拓展迅速，一体化大单占比提升。**公司环服业务4年营收复合增长率达373.72%。截止19年末，公司在手合同总额235.66亿元，同增32.75%，年化22.61亿元，同增30.92%；20H1新增订单总额80亿元，年化7.24亿元，排名行业第2，新增大单数量占比持续提升至25%，项目平均服务年限达11.05年，显著高于行业均值。2) **国资背景带来资源&资金优势，助力业务拓展。**大股东北控水务为水务行业龙头，具备丰富渠道及项目资源。截止19H1，集团共计移交54个优质环服项目，占比近50%，平均毛利率达22.50%，比公司独立获取项目平均毛利率高出2.8pct。集团拥有AAA级信用评级，资金优势明显。3) **高管团队持股绑定核心利益，管理能力突出实现较高盈利能力。**公司核心管理层持股比例高达12.33%，助于激发团队活力。19年公司环服毛利率24.50%，同比大增3.03pct，高于同业均值2.66pct。4) **加强环卫机械化、智能化的投入与推进，截至2020H1，15个项目已上线智慧环卫系统，3个项目已完成智慧环卫平台建设工作。**
- **政策加速危废产能缺口弥合，聚焦无害化业务拓展保障业绩增长现金流改善。**危废行业当前仍处于供需错配状态，政策&事件驱动危废产能缺口加速弥合。截止2020H1，公司危废项目在运营8个，总产能达49.73万吨/年，在建项目4个，建成后危废总产能将达66.6万吨/年。未来公司主要聚焦无害化业务拓展，危废业务盈利水平较高，现金流水平良好，有望保障公司业绩持续增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司20-22年EPS分别为0.14/0.15/0.21港元，对应13/12/8倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.76
一年最低/最高价	0.56/2.22
市净率(倍)	2.48
港股流通市值(百万港元)	6336.00

基础数据

每股净资产(元)	0.71
资产负债率(%)	46.98
总股本(百万股)	3600.00
流通股本(百万股)	3600.00

相关研究

内容目录

1. 聚焦环卫服务&危废处置，背靠水务龙头北控水务集团业务发展迅速.....	5
1.1. 环卫服务贡献主增长，危废处置打开新空间.....	5
1.2. 集团支持&核心高管持股，绑定核心利益激发团队活力	7
1.3. 公司营收高速增长，经营性现金流大幅回正.....	8
2. 环卫市场化加速迎翻倍成长空间，国资背景&管理优势助力份额盈利双升.....	9
2.1. 环卫市场化加速空间翻番，标准化&机械化趋势促上市龙头营收 6 年扩张至 5.58 倍10	
2.1.1. 市场化率快速提升带来成长红利，预计 25 年环卫市场化规模翻倍至 3748 亿元10	
2.1.2. 标准化造就环卫一体化大项目，利于龙头份额集中.....	12
2.1.3. 经济性优势&政策要求驱动机械化率提高，促进行业龙头份额提升	14
2.1.4. 龙头企业有望凭借管理优势进一步扩大市场份额.....	17
2.2. 背靠水务龙头资源优势&管理能力突出，大单验证盈利份额双提升	19
2.2.1. 环服业务规模快速扩张，环卫大单占比增长迅速.....	19
2.2.2. 大股东北控水务为水务龙头，国资背景带来资源&资金优势助力环卫市场开拓23	
2.2.3. 管理层持股激发积极性，管理运营优势凸显，环服盈利能力明显提升.....	25
2.2.4. 积极布局机械化&智慧化，加强智慧环卫时代下竞争优势	27
3. 政策加速危废产能缺口弥合，聚焦无害化拓展保障业绩增长	28
3.1. 危废行业整体供需错配，未来行业将趋于专业化、规模化.....	28
3.2. 危废业务盈利能力突出，投产规模稳步提高.....	31
3.3. 聚焦无害化处理，持续拓展保障业绩增长.....	35
4. 管理层高效运作调整业务结构，专注环服&危废现金流有望持续改善.....	35
5. 盈利预测与投资建议	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 公司发展沿革	5
图 2: 环服营收占比始终维持在 70%以上	6
图 3: 20H1 环服业务毛利占比较 19 年提升 17.84pct	6
图 4: 高毛利危废业务有望拉升公司整体毛利率	6
图 5: 公司股本结构 (截至 2019 年年报)	7
图 6: 来自北控水务&独立获取的环卫项目数量情况	8
图 7: 来自北控水务&独立获取的环卫项目收入和毛利情况	8
图 8: 2016-2019 年公司营业收入复合增速达 379.19%	8
图 9: 2019 年公司毛利率同比提升 0.72pct 至 28.09%	8
图 10: 20H1 资产负债率同比下降 7.6pct 至 46.98%	9
图 11: 2019 年公司经营活动现金流净额大幅回正	9
图 12: 对比海外发达国家 19 年环卫市场化率, 我国环卫市场化率还有较大提升空间	12
图 13: 预计 2025 年我国环卫服务市场化空间可达 3748 亿元, 较 2019 年提升 134%	12
图 14: 2019 年海外典型环卫企业的人工成本占比显著低于国内企业	14
图 15: 2016-2020H1 年环卫企业服务年限比较	18
图 16: 2016 年美国前三大环卫巨头占据了约 44% 的市场份额	18
图 17: 环卫服务业务四年营收复合增长率达 373.72%	19
图 18: 2018-2020H1 环卫服务毛利率持续提升	19
图 19: 2016-2020H1 环卫订单新增合同金额和年化金额大幅增长	20
图 20: 2016-2020H1 在手订单总额和在手年化订单金额稳步提升	20
图 21: 2018-2020H1 公司新增大单数量比例大幅提升	21
图 22: 2016-2020H1 公司新增大单/在手大单年化金额大幅增长	21
图 23: 2016-2020H1 公司新增大单/在手大单总合同额大幅增长	21
图 24: 公司环服平均服务年限显著高于行业平均水平	22
图 25: 2020 年公司环境卫生服务在营项目区域分布	24
图 26: 2020 年北控水务集团重点项目区域分布	24
图 27: 北控水务集团业务布局	24
图 28: 公司核心员工和高管团队持股比例高达 12.33% (截至 2019 年年报)	25
图 29: 公司环卫服务毛利率比同业均值 21.84% 高 2.66pct	26
图 30: 2019 年公司人员成本占比同比下降 0.65pct 至 52.97%	27
图 31: 2013-2018 年全国危废产量情况	29
图 32: 2013-2018 年全国危废企业无害化处置占比情况	29
图 33: 危废处置业务营收情况 (单位: 亿港元)	31
图 34: 危废处置业务毛利情况 (单位: 亿港元)	31
图 35: 危废项目实际处理量 (单位: 吨)	33
图 36: 无害化和资源化项目平均处理单价 (单位: 港元/吨)	33
图 37: 公司危废业务毛利率位于行业前列	33
图 38: 2017 年全国各省危废产量占比	34
图 39: 2017 年全国各省市危废处置量占比分布情况	34
表 1: 政策密集出台, 驱动环卫市场化率提升	10

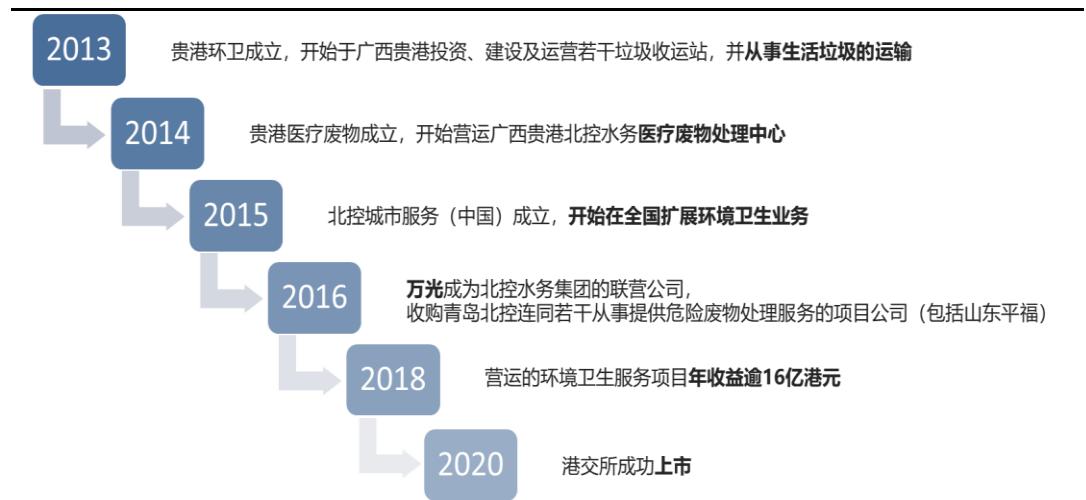
表 2: 标准化服务单价明显高于传统环卫项目	13
表 3: 环卫机械化经济性测算	15
表 4: 国家及地方出台多项政策提高环卫机械化水平	16
表 5: 对标海外当前中国机械化程度较低	17
表 6: 北控水务集团债券评级及主体评级均为 AAA	25
表 7: 2018 年全国危废产量测算表	28
表 8: 危废行业相关支持政策	30
表 9: 公司危废处理项目情况一览表	32
表 10: 公司营业收入预测	36
表 11: 截至 2020/08/31 可比公司 PE 估值	37

1. 聚焦环卫服务&危废处置，背靠水务龙头北控水务集团业务发展迅速

1.1. 环卫服务贡献主增长，危废处置打开新空间

北控城市资源集团有限公司是一家综合性的废物管理解决方案服务提供商，2020 年于港交所成功上市，公司业务包括环境卫生服务、危险废物处理和废弃电器及电子产品处理 3 个方面，目前专注于环境卫生服务和危险废物处理。公司历史可追溯至 2013 年，当时北控水务（广西）成立贵港环卫，开始在广西贵港市进行垃圾收运站的投资、建设和运营，由此北控水务正式涉足环卫领域。2014 年，北控水务（广西）成立贵港医疗废物，并开始进行广西贵港北控水务医疗废物处理中心的运营，将危废处理纳入了公司的业务板块。2015 年北控城市服务（中国）正式成立，将环卫业务的范围拓展至了全国。2016 年，公司通过收购若干危废处理公司对危废业务进行了进一步拓展，至此，公司完成了环卫+危废双翼齐飞的业务布局。截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有环卫项目 107 个，危废在营项目 7 个、试营项目 1 个、在建项目 4 个。

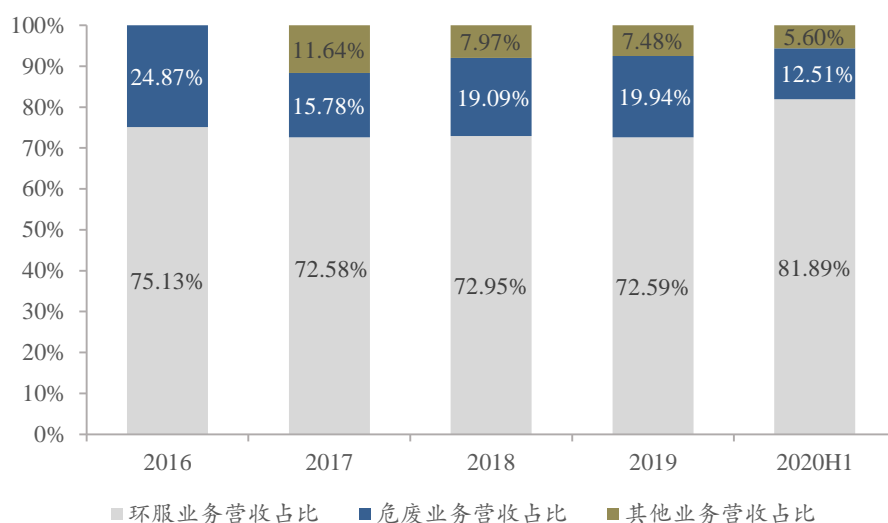
图 1：公司发展沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

环卫业务营收占比始终维持在 70% 以上。环境卫生服务为公司收入主要来源，2019 年公司环卫业务营收同比提升 21.98% 至 19.68 亿港元，2020H1 环卫服务业务同比增长 39.64% 至 12.66 亿港元。2016-2020H1 环卫业务营收占比突出，分别为 75.13%、72.58%、72.95%、72.59%、81.89%。2017-2020H1 危废处理业务营收分别为 1.44 亿港元、4.22 亿港元、5.40 亿港元、1.93 亿港元，同比增长 2250.08%、193.17%、28.02%、-30.23%。危废处理营收占比为 15.78%、19.09%、19.94%、12.51%。

图 2：环服营收占比始终维持在 70%以上



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20H1 环服毛利占比较 19 年大幅提升 17.84pct，高毛利危废业务抬升公司整体毛利率。公司环卫服务业务毛利占比始终维持在 50%以上，20H1 环卫服务业务毛利占比较 19 年提升 17.84pct 至 79.38%，主要系疫情期间政府授予的增值税减免和其他减免增厚毛利所致，剔除减免因素的影响，20H1 环卫服务业务毛利占比为 75.09%，较 19 年提升 13.54pct。2018-2020H1 环服业务毛利率持续上升，20H1 环服毛利率同比大幅提升 7.7pct 至 31.8%，剔除增值税和其他减免因素的影响，20H1 环服实际毛利率为 26.3%，同比提升 2.2pct。20H1 危废毛利率同比下降 4.2pct 至 39.8%。尽管危废业务毛利率有所下滑，但仍显著高于环服和其他业务的毛利率，高毛利的危废业务有望持续抬升公司整体毛利率水平。

图 3：20H1 环服业务毛利占比较 19 年提升 17.84pct

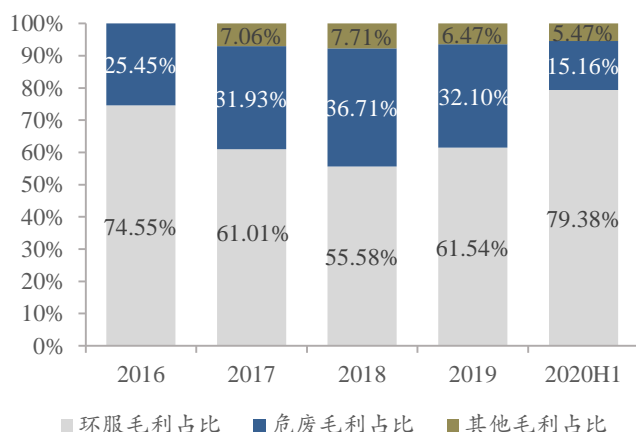
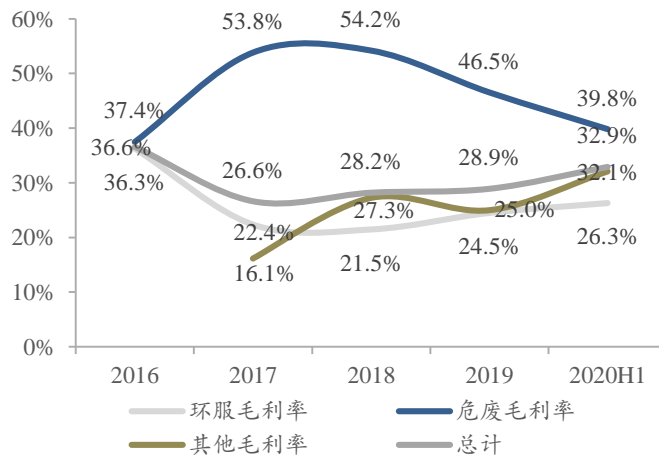


图 4：高毛利危废业务有望拉升公司整体毛利率



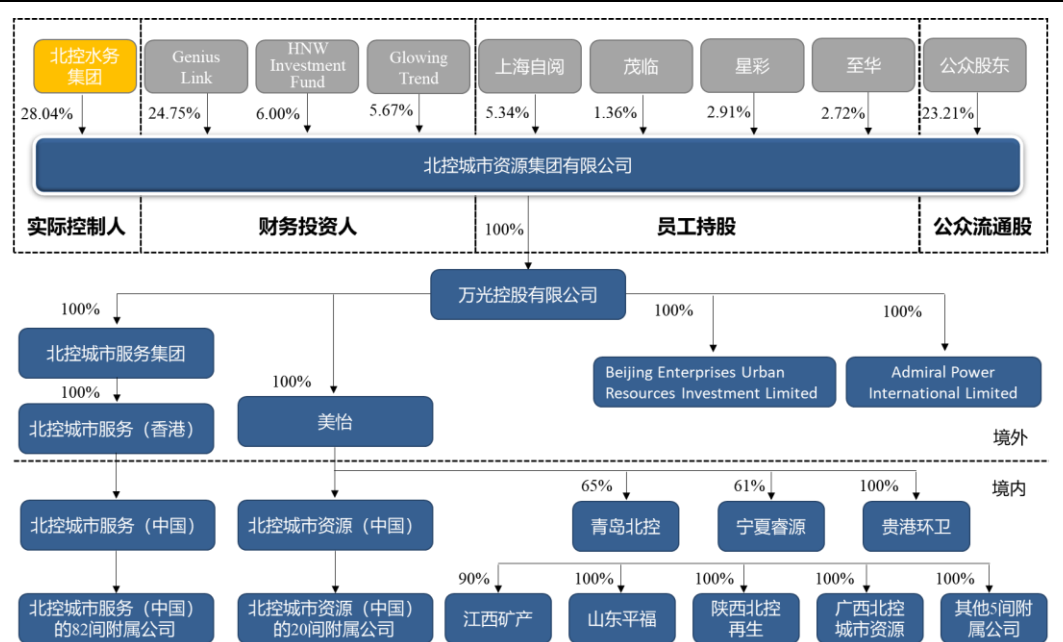
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 集团支持&核心高管持股，绑定核心利益激发团队活力

核心管理层持股绑定收益，高活力团队促进企业快速发展。公司的实际控制人为水务行业龙头北控水务，持股占比为 28.04%。3 家财务投资人（Genius Link Utilities L.P、HNW Investment Fund Series SPC、Glowing Trend Investments Limited）合计持股 36.42%，4 个员工持股平台合计持股 12.33%，剩余部分为公众流通股，占比为 23.21%。从股本结构来看，公司高管及员工持股占比较高，持股 5.34% 的上海自阅，其合伙人赵贞、闫友晖均为北控水务高管，持股 2.91% 的星彩为公司主席兼非执行董事周敏的全资公司，持股 1.36% 的茂临为公司非执行董事李海枫的全资公司，持股 2.72% 的至华为北控水务附属公司董事及独立第三方胡晓勇的全资公司。公司注重对高管的股权激励，高管高度绑定公司，有助于激发团队的管理活力，促使企业管理更加规范高效，推动企业快速发展。

图 5：公司股本结构（截至 2019 年年报）

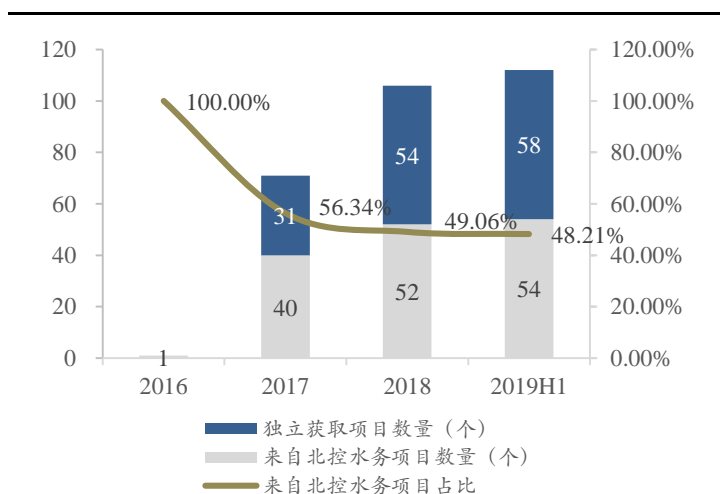


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

承接北控水务集团优质项目助力公司快速发展，团队一致保障市场开拓能力。公司实际控制人为北控水务，持股占比为 28.04%。从公司环卫项目的来源来看，集团将原有的环卫项目陆续承接至上市公司平台助力发展。2016-2019H1，公司环卫项目分别有 1/40/52/54 个项目来自北控水务集团，为公司带来了 0.19/4.96/11/7.7 亿港元的收入，从

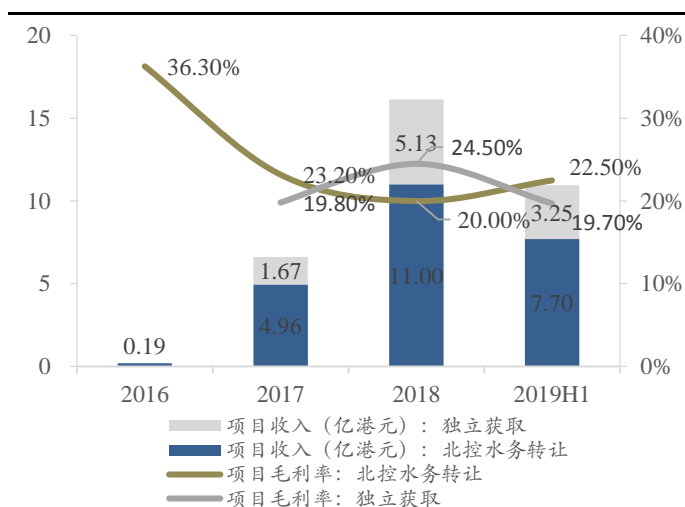
北控水务承接的环卫项目数量占比 50%左右,收入占比 70%左右。与此同时,公司环卫市场拓展团队与集团原有项目团队一致,保障公司未来业务开拓能力。从项目数量占比来看,2018 年公司独立获得的项目已超过北控水务转让,2019 年上半年延续此趋势,独立获得项目 58 个,收入占比由 2017 年的 25%提升至 30%。公司危废项目主要依靠自身开拓,2016 年,北控水务向公司转让广西贵港北控水务医疗废物处置中心项目,助力公司步入危废领域,经过 4 年的发展,公司在手危废业务已开拓至 12 个(含在营、试营、在建)。

图 6: 来自北控水务&独立获取的环卫项目数量情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 来自北控水务&独立获取的环卫项目收入和毛利情况



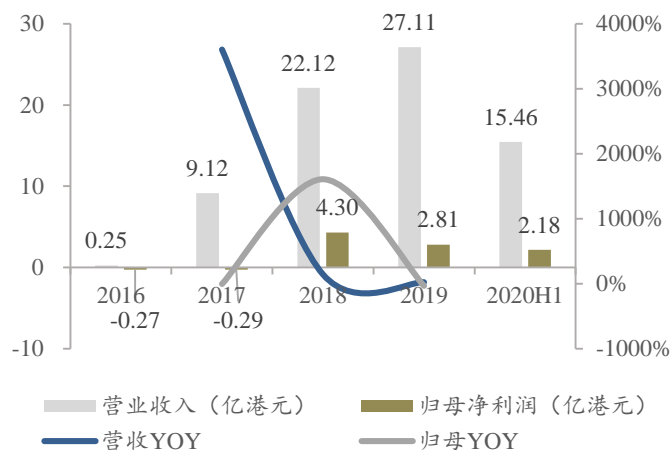
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 公司营收高速增长, 经营性现金流大幅回正

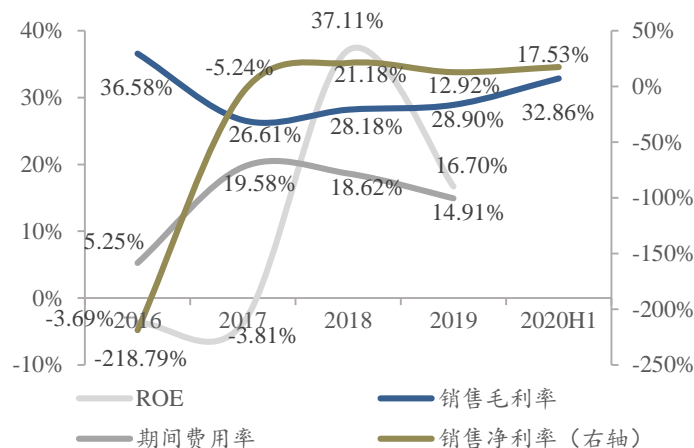
2016-2019 年公司营收复合增速达 379.19%, 毛利率近三年持续提升。2019 年公司实现营业收入 27.11 亿港元, 同比增长 22.58%。2016-2019 年营业收入复合增速达 379.19%, 2020H1 公司营业收入同比增长 20.12%至 15.46 亿港元, 2016 年以来公司营业收入实现高速增长; 2019 年公司实现归母净利润 2.81 亿港元, 同比下降 34.63%, 2020H1 归母净利润同比大增 71.58%至 2.18 亿港元。2019 年 ROE 同比降低 20.41pct 至 16.70%, 主要系 2019 年内终止经营业务的收益较上期大幅下滑所致; 2019 年期间费用率同比下降 3.71pct 至 14.91%, 近三年期间费用率大幅下降, 主要系管理费用率下降所致, 体现了公司经营管理能力日益加强。2020H1 销售净利率同比提升 7.12pct 至 17.53%, 销售毛利率同比提升 6.53pct 至 32.86%, 2016 年以来公司销售毛利率稳步提升。

图 8: 2016-2019 年公司营业收入复合增速达 379.19%

图 9: 2019 年公司毛利率同比提升 0.72pct 至 28.09%



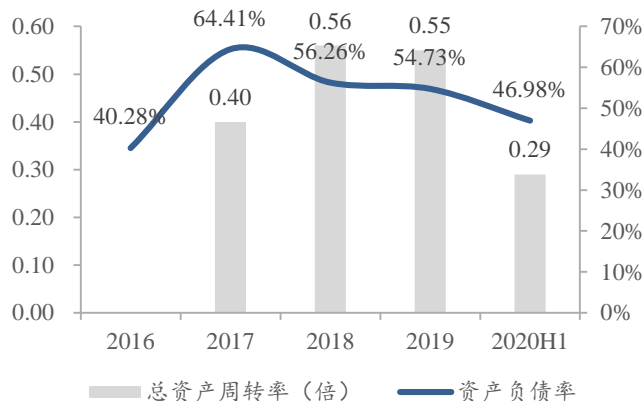
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

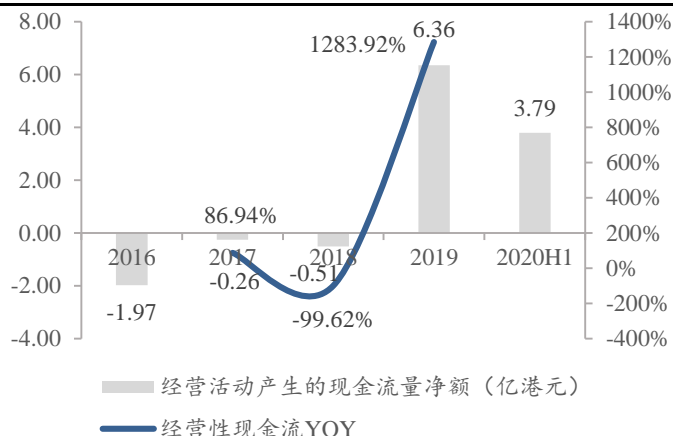
资产负债率持续下降，经营活动现金流净额大幅回正。2017-2020H1 年公司资产负债率为 64.41%/56.26%/54.73%/46.98%，20H1 年公司资产负债率同比下降 7.6pct 至 46.98%；2016-2018 年公司经营活动现金流净额分别为 -1.97/-0.26/-0.51 亿港元，2019 年公司经营活动现金流净额大幅回正，同比提升 1283.92%至 6.36 亿港元，现金流水平显著好转。环卫服务、危废处理业务均属于回款周期较快，现金流稳定的行业，随着公司项目的不断投产及运营，现金流水平有望持续转好，同时良好的现金流能够为公司未来资本开支提供保障。

图 10: 20H1 资产负债率同比下降 7.6pct 至 46.98%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2019 年公司经营活动现金流净额大幅回正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 环卫市场化加速迎翻倍成长空间，国资背景&管理优势助力份额盈利双升

2.1. 环卫市场化加速空间翻番，标准化&机械化趋势促上市龙头营收 6 年扩张至 5.58 倍

2.1.1. 市场化率快速提升带来成长红利，预计 25 年环卫市场化规模翻倍至 3748 亿元

环卫市场规模的增长除了环卫服务需求增加带来的总体行业空间自然增长外，**环卫行业更大的发展看点在于市场化率加速提升带来订单从 to G 端向 to B 端转移的成长红利**。环卫服务总体规模既包括由政府主导的（to G 端）环卫服务也包括由第三方市场化企业提供的（to B 端）环卫服务。而环卫服务市场化规模仅指由第三方市场化企业提供的（to B 端）环卫服务，这是各类环卫服务企业可真实发展的市场空间。

政策要求驱动环卫市场化率提升，提高效率、提升质量、减轻财政压力。2002 年起，国家陆续出台政策，促进包括环卫行业在内的公用事业市场化改革，通过政府购买社会服务的方式提高市场化率。对其动因进行分析，我们认为在原有“管干合一”的体制下，环卫行业监管缺位、竞争不足、效率低下，而市场化改革既能加强竞争，提高运营效率与保洁质量，同时还能减轻地方政府的财政负担，未来环卫市场化趋势还将加速扩张。

表 1：政策密集出台，驱动环卫市场化率提升

时间	文件名称	主要内容	颁布部门
2002.12	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	开放市政公用行业投资建设、运营、作业市场，建立政府特许经营制度。	建设部
2006.1	《关于印发中国城乡环境卫生体系建设的通知》	构建环境卫生市场化运作体系，通过政府采购的方式招标市场主体。加快环境卫生市场化运作步伐，逐步消除地区封锁和行业垄断。	建设部
2013.9	《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	推动公共服务市场化，政府向社会力量购买服务。这对推动政府职能转变，激发社会经济活力，提高公共服务水平和效率有重要意义。	国务院办公厅
2013.11	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	在公共服务领域可利用社会力量，加大政府购买公共服务项目的力度，原则上通过合同、委托等方式向社会购买。	中共十八届三中全会通过
2014.9	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	充分认识推广运用政府和社会资本合作模式。尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式(PPP)发展的制度体系。	财政部
2015.4	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	鼓励和引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营。转变政府职能，强化政府与社会资本协商合作。规发挥社会资本优势，提高公共服务质量效率。	国家发展改革委等六部委
2015.5	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》	在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式，广泛采用政府和社会资本合作模式。	财政部等三部门

2017.7	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》	以全面实施为核心，在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，推进 PPP 模式应用。政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。	财政部
2019.6	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》	各地级城市应于 2019 年底前，编制完成生活垃圾分类实施方案，到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖。到 2022 年，各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖，其他各区至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。	生态环境部等九部门

数据来源：发改委、财政部、环境部、住建部等部门，东吴证券研究所

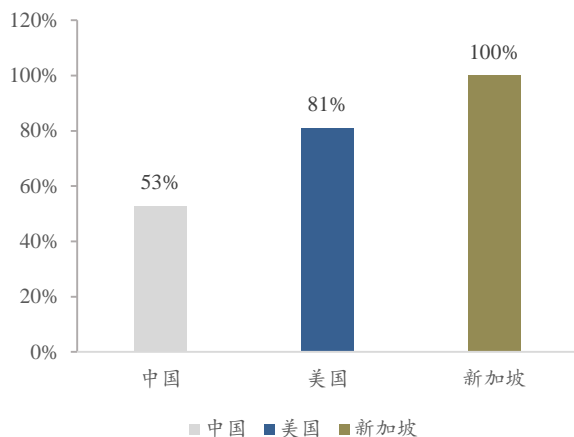
卫生意识增强&环保标准提升，环卫市场化已成必然趋势。我国环卫事业的市场化发展，不仅是政策推动的产物，同时也是环保标准不断提升的必然结果。2000 年“创建全国卫生城市”活动要求各地组建卫生检查组织；2014 年《国家卫生城市标准》将标准提高至建立完善的生活垃圾转运站、公厕等环卫设施，生活垃圾做到日产日清；2017 年《生活垃圾分类制度方案》进一步提出至 2020 年底，生活垃圾回收利用率达 35%以上。在城镇化率提升和近期“疫情”催化的影响下，全民卫生意识和对环境质量的要求不断提高，叠加环保标准趋严，环卫行业的市场化运作有助于提高运营效率，提升保洁质量，是时代背景下的顺势而为。

15-19 年环卫服务市场增长迅速，测算 19 年市场化率为 52.46%。据环境司南披露数据，2019 年我国环卫行业开标的首年服务费金额为 550 亿元，较 2015 年的 141 亿元大幅增长 290%；2019 年总服务费金额 2223 亿元，较 2015 年的 470 亿元大幅增长 373%。我们以当年开标的总服务费金额除以首年服务费金额得到 2015/16/17/18/19 年的平均服务年限分别为 3.33/5.16/5.35/4.69/4.04 年，根据项目的平均到期年限可以看出，2019 年仍在市场化运营的项目包括 2016-2019 共 4 年的订单，合计年化金额 1601 亿元，除以上文测算的环卫行业总体规模 3052.1 亿元（传统环卫服务+增值环卫服务），可得截至 2019 年我国环卫服务行业市场化率为 52.46%。

我国环卫市场化率仍有近 30pct 的提升空间，预计 2025 年环卫服务市场化行业空间翻倍至 3748 亿元。对比同期海外成熟市场，美国和新加坡的环卫服务行业市场化率分别已达 81%和 100%。在政策驱动和环保要求趋严的背景下，结合海外成熟市场市场化率对标，环卫服务市场化运营凭借其高效、高质量的优势，预计 2025 年我国环卫服务市场化率有望达到 80%左右，还有近 30pct 的提升空间。根据我们 2020 年 5 月 17 日发布的环卫行业深度报告《大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善》，我们预计 2025 年中国环卫服务总体市场规模 4685 亿元，较 2019 年的增长空间约 88.82%。

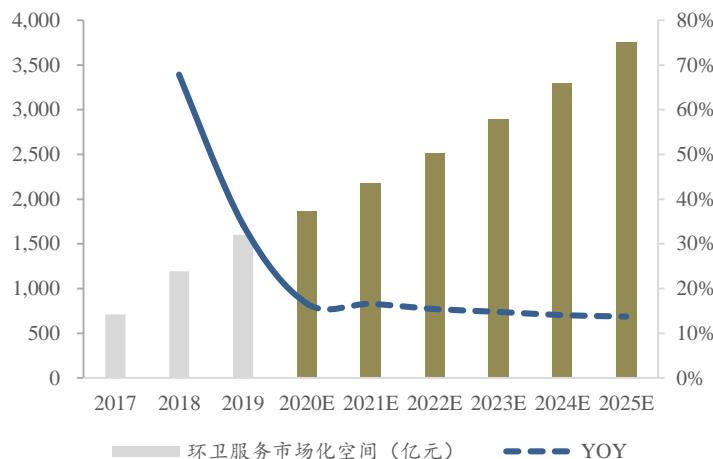
假设 2020 至 2025 年我国环卫服务市场化率从 52.46% 到 80% 线性递增，可得 2025 年全国环卫服务市场化空间有望达到 3748.07 亿元，较 2019 年提升 134.11%。

图 12：对比海外发达国家 19 年环卫市场化率，我国环卫市场化率还有较大提升空间



数据来源：环卫科技网，中国知网，东吴证券研究所

图 13：预计 2025 年我国环卫服务市场化空间可达 3748 亿元，较 2019 年提升 134%



数据来源：环境司南，东吴证券研究所测算

2.1.2. 标准化造就环卫一体化大项目，利于龙头份额集中

环卫标准化提高参与者竞争门槛，助力行业龙头份额提升。 1) **服务范围扩大。** 环卫服务项目招标方管理层级提升，如从一条街道的路面清扫项目提升为整个街道或多个街道联合的路面清扫打包项目，甚至提升为整个行政区或地级市的路面清扫打包项目。2) **服务内容一体化。** 环卫服务内容从路面清扫的单项服务，扩充为路面清扫+垃圾清运+公厕及垃圾中转站运维的一体化项目，扩大单个环卫服务项目的体量。3) **服务品类扩充。** 除了传统的环卫服务内容一体化打包外，服务品类扩充至其他的增值环卫服务，如：垃圾分类服务、小广告清理、水面保洁、门前四包等，打造成“城市服务管家”的大环卫服务。以上 3 类趋势，使得环卫服务标准化程度和单个项目的体量不断提高，同时也对市场参与者的资金、资质、人员、技术、过往业绩提出了更高的要求。**环卫服务龙头有望凭借其雄厚的资金实力、丰富的管理技术经验和优秀的市场开拓能力，获取更多的大型标准化环卫服务项目，从而加速份额提升。**

标准化环卫项目单价是传统项目的 3 倍，造就环卫大订单。 深圳项目合同规模较大，符合环卫标准化的内涵与趋势。1) **服务范围扩大：** 福田区项目、宝安区新桥和沙井项目、宝安区新安、福永和福海项目综合清扫保洁面积分别为 449.03、1402.58、1584.01 万平方米，相比传统环卫项目，管辖区域显著扩大。2) **服务内容一体化：** 深圳项目包括道路清扫保洁、垃圾收转运、公厕运维管理，郑州项目包括道路清扫保洁、垃圾收转运等，环卫服务内容更加一体化。3) **服务品类扩充：** 深圳项目向垃圾分类前端设施维护、

智慧平台建设运维、环卫停车场运维管理等增值服务内容拓展。此外，**标准化环卫服务项目的单价明显高于传统环卫服务项目**。以深圳三个 PPP 项目为例，项目平均服务单价为 29.87 元/㎡年，而传统环卫服务项目的平均服务单价仅为 9.45 元/㎡年。标准化环卫服务项目的平均单价是传统项目的 3 倍。**标准化环卫带来的服务范围扩大、服务年限延长，叠加由服务内容一体化与服务品类扩充带来的服务单价的提升，环卫大订单频频现身。**

表 2：标准化服务单价明显高于传统环卫项目

服务类型	项目名称	中标日期	中标金额(万元/年)	服务年数(年)	环卫面积(万㎡)	服务单价(元/㎡年)	服务内容
标准化环卫服务项目	福田区政府环卫 PPP 项目	2019.10	11530.00	10	449.03	25.68	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等
	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020.02	46797.48	15	1402.58	33.37	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等
	宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	2020.05	48399.11	15	1584.01	30.55	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等
	标准化环卫服务项目平均单价					29.87	\
传统环卫服务项目	枝江市董市镇第二轮环卫保洁市场化作业服务项目	2020.01	218.14	2	26.17	8.34	道路保洁,道路冲洗,垃圾收集运输,垃圾压缩站的维护与管理
	东莞市水乡大道 1 标(含公厕养护)环卫保洁项目	2019.12	425.28	0.5	42.71	9.96	道路保洁,公厕管理
	重庆市荣昌区双河街道环卫保洁服务项目(二次采购)	2020.03	148.33	3	14.74	10.06	道路清扫保洁、垃圾收集运输、公共绿地管护、公厕及化粪池管护、环卫车辆管护

	传统环卫服务项目平均单价	9.45	
--	--------------	------	--

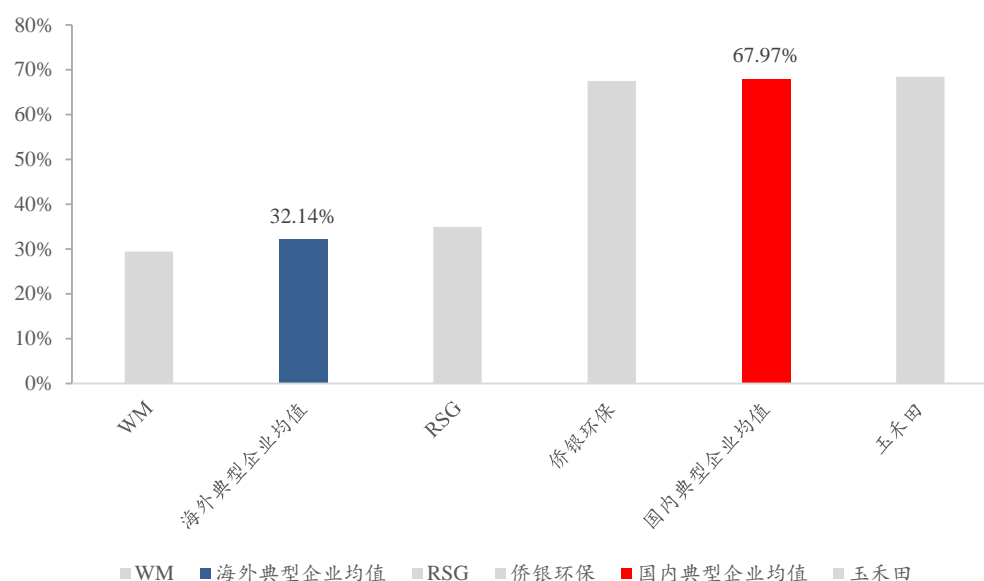
数据来源：环境司南，招标网，政府采购网，东吴证券研究所

2.1.3. 经济性优势&政策要求驱动机械化率提高，促进行业龙头份额提升

首先，人口老龄化&降低运营成本&政策要求，促进环卫项目机械化率提升。

人口老龄化&降低人工成本，环卫服务机械化势在必行。据国内典型环卫公司披露数据，我国现阶段 50 岁以上的环卫工人数量占比约为 65%，随着我国社会老龄化程度加深叠加因环卫行业对劳动者缺乏吸引力致使人员流动性较高，未来环卫服务领域的劳动力短缺压力将呈加大趋势。此外人工成本也随着经济水平的发展而逐步提升，以机器替人，从而降低经营成本、补充劳动力将成为未来行业发展的必行趋势。对标海外，我们以玉禾田、侨银环保作为国内环卫服务典型企业代表，2019 年其人工成本占比均值为 67.97%，而同期海外典型企业 WM、RSG 的人工成本占比均值仅为 32.14%，机械化率具有很大的提升空间。

图 14：2019 年海外典型环卫企业的人工成本占比显著低于国内企业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

环卫机械化&智能化可提高人均产值。这主要体现在两方面。1) 机械化扩大单位环卫工人的作业面积，提升作业效率。环卫机械化率提升，将增加环卫工人的可操作装备数量，扩大单位环卫工人的作业面积，提升作业效率，从而提高人均产值。2) 智能化提升环卫服务精细化管理水平。通过智慧环卫系统及大数据云平台对环卫服务涉及的人员、车辆、设施、作业状况等实施全过程管理和监控，有助于提升环卫服务的精细化管理水

平，优化作业方法及作业路径、减少跑冒滴漏、降低运营成本、提高运营效率，从而提高人均产值。

机械化已具备较明显的经济性优势。根据住建部《城镇市容环境卫生劳动定额》，我们对清扫作业机械替代进行测算，提出以下假设：1) 人均每小时清扫面积按四级道路测算为 1350 平方米；2) 环卫设备每小时运行距离按地面道路测算为 6000 米；3) 环卫设备作业宽度设为 3 米。经测算，一台清扫设备相当于替代 13 名环卫工人的工作量。以此，我们对机械替代经济性进行测算，对相同作业量的环卫方案 1) 人工方案：配置环卫员工 13 名，人均配置环卫板车（单价 3000 元，按 10 年折旧）2) 机械化方案：配置司机 1 名，环卫车辆 1 台（单价 60 万元，按 8 年折旧）。经测算相同作业量环卫方案，机械方案运营成本仅人工成本的 **38.35%**，机械化清扫设备已具备明显的经济优势。

表 3：环卫机械化经济性测算

人工		环卫机械	
道路清扫 (m ² /h)	1350	清扫作业 (m/h)	6000
		作业宽度 (m)	3
有效工时 (h)	6	有效工时 (h)	6
清扫面积 (m ²)	8100	清扫面积 (m ²)	108000
单台机械可替代人工数		13	
人工方案		机械方案	
方案设计	环卫员工 13 人	方案设计	环卫车辆配司机 1 人
年人工支出总额	520000	年人工支出总额	65000
年折旧费	3900	年折旧费	75000
年工具维护损耗费	15600	年作业装备维护损耗费	6000
		年车辆保险费	30000
		年车辆保养费	5000
		年能源消耗费	25920
合计	539500	合计	206920
机械运营成本/人工运营成本		38.35%	

数据来源：《城镇市容环境卫生劳动定额》，东吴证券研究所测算

国家及地方出台多项政策要求提高环卫机械化水平。《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》要求：2020 年底前，地级及以上城市建成区机械化清扫率达到 70% 以上，县城达到 60% 以上，重点区域要显著提高。地方层面，北上广深以及江西、山东、南京等地陆续出台提高环卫机械化水平的支持政策，部分省市机械化清扫率要求

达到 90%以上。

表 4：国家及地方出台多项政策提高环卫机械化水平

时间	机构/地区	政策	要求
2018.6	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	大力推进道路清扫保洁机械化作业，提高道路机械化清扫率，2020 年底前，地级及以上城市建成区达到 70%以上，县城达到 60%以上，重点区域要显著提高。
2019.4	住建部	《住房和城乡建设部办公厅关于进一步加强施工工地和道路扬尘管控工作的通知》	推行机械化作业。推行城市道路清扫保洁机械化作业方式，推动道路机械化清扫率稳步提高。到 2020 年底前，地级及以上城市建成区道路机械化清扫率达到 70%以上，县城达到 60%以上，京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等重点区域要显著提高
2017.2	江西省	《关于进一步提高城市道路机械化清扫水平减少城市道路扬尘污染的通知》	到 2017 年底，设区市建成区城市主干道车行道机械化清扫率达到 80%以上，到 2020 年底，设区市建成区城市主干道车行道基本实现机械化清扫。
2019.1	山东省	《全面加强住建领域生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战实施意见》	2020 年年底前，山东各市城市建成区道路机械化清扫和洒水比例达到 70%以上，县城达 60%以上。
2013.9	深圳市	《深圳市人民政府办公厅关于印发深圳市大气环境质量提升计划的通知》	2015 年底前，全市市政道路机扫率稳定在 80%以上。
2014.8	广东省	《广东省人民政府办公厅印发关于进一步改善环卫工人待遇意见的通知》	到 2015 年，地级以上市城区主、次干道的道路机械化清扫率达 100%，县（市）城区达 80%。
2016.12	上海市	《上海市绿化市容“十三五”规划》	2020 年道路机械化清扫率达到 92%，推广新能源环卫装备应用
2018.9	北京市	《北京市环境卫生事业发展规划》	城市道路清扫保洁：2018 年城市道路机扫率达到 90%，2020 年达到 92%。推进环卫新能源车使用，研究环卫新能源车、清洁能源车采购补助政策，新能源车、清洁能源车占比达 31%
2019.2	南京市	《市政府办公厅转发市城管局关于南京市 2019 年城市管理工作实施意见的通知》	2019 年，城区主干道机械化清扫率达到 95%以上，江北新区主干道机械化清扫率达到 90%以上，郊（园）区主干道机械化清扫率达到 87%以上。

数据来源：国务院，住建部，各地方政府官网，东吴证券研究所

对标海外，全国环卫机械化程度提升空间达 38.66pct。根据我们 2020 年 6 月 1 日发布的盈峰环境深度报告《环卫真实机械化水平提升空间大，装备龙头拓智慧环卫服务露峥嵘》，现阶段欧美发达国家普遍环卫机械化程度达到 80%，假设欧美成熟市场强度因子为 1，深圳项目平均投资强度已达到全球成熟市场的投资强度水平，考虑到全国仍

有大部分项目未大型一体化，以海口两个典型项目的平均投资强度代表当前全国平均投资强度，则与欧美统一数据口径下，全国环卫机械化平均投资强度因子达 0.60，结合面积因子 68.9%（住建部披露的机械化率），可以得到全国真实机械化程度为 41.34%，较成熟市场环卫机械化率 80%，提升空间可达 38.66pct。

表 5：对标海外当前中国机械化程度较低

	环卫机械化程度	面积因子	强度因子
欧美	80%	80%	1.00
中国	41.34%	68.9%	0.60

数据来源：住建部，东吴证券研究所

其次，机械化率提升提高资本开支门槛&倒逼招标层级提升，助力龙头份额集中。

机械化率提升，提高项目资本开支门槛，助力行业龙头份额集中。相比人工占比较大的短期轻资产项目，高机械化率项目要求对设备、车辆等固定资产进行初始投资，前期资本开支较大，无形中提高了市场参与者的准入门槛。而环卫龙头企业因其资金实力雄厚，拥有的车辆设备较多，也积累了较为丰富的环卫机械化项目运作经验，更有利于其高机械化率要求的大型项目竞争中脱颖而出，从而提升市场份额。

机械化率提高还将倒逼招标层级提升，形成良性循环。例如，每个仅需要 0.5 台清扫设备的 10 个小型区域由于最低采购台数为 1 台的限制，若分开招标需采购 10 台环卫设备。若改为统一招标，则仅需采购 5 台环卫设备，经济性明显。因此，机械化率提高将倒逼招标层级提高，结合上文分析，进而促进行业龙头份额提升。

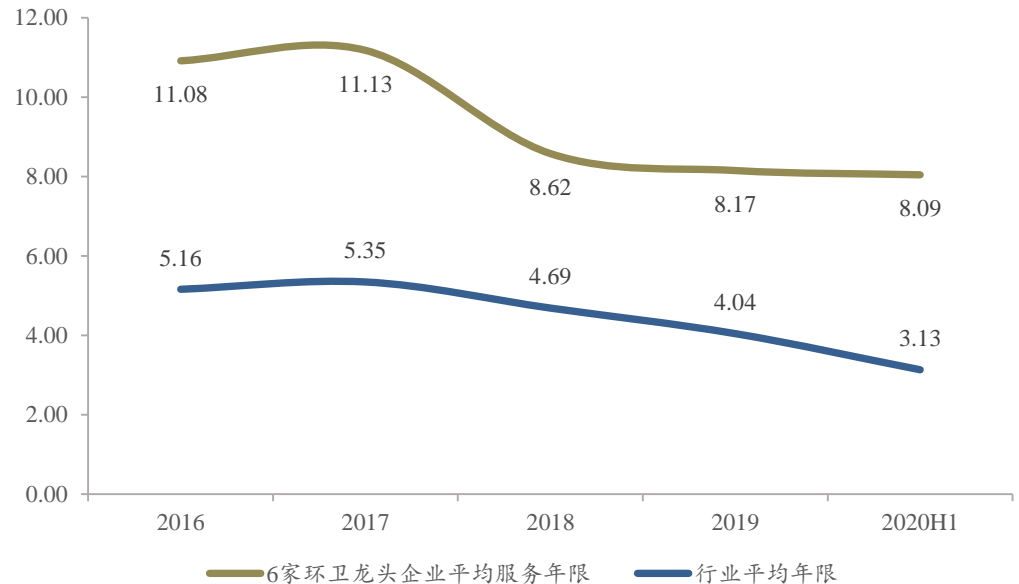
2.1.4. 龙头企业有望凭借管理优势进一步扩大市场份额

精细化管理降本增效，助力获得更多市场份额。环卫服务龙头企业通过丰富的项目运作经验，形成了一整套精细化管理的运营体系，包括对人员、物料、设备的优化管理，智慧环卫监控减少跑冒滴漏等，项目盈利能力更高，有助于在其他项目的竞争中获得更多的市场份额。

此外，龙头企业平均服务年限远高于行业平均，存量项目积累提高市占率。我们以环卫服务合同总金额除以首年服务金额得到项目平均服务年限。2016-2020H1，6 家环卫龙头企业（玉禾田、侨银环保、龙马环卫、盈峰环境、北环集团、北控城市资源）平均服务年限分别为 11.08、11.13、8.62、8.17、8.09 年，行业平均服务年限分别为 5.16、5.35、4.69、4.04、3.13 年，环卫龙头企业平均服务年限是行业平均的 2 倍以上。相比动辄 1-3 年到期的短约项目，较长的服务年限有利于龙头企业不断积累存量项目规模，提升市占

率。

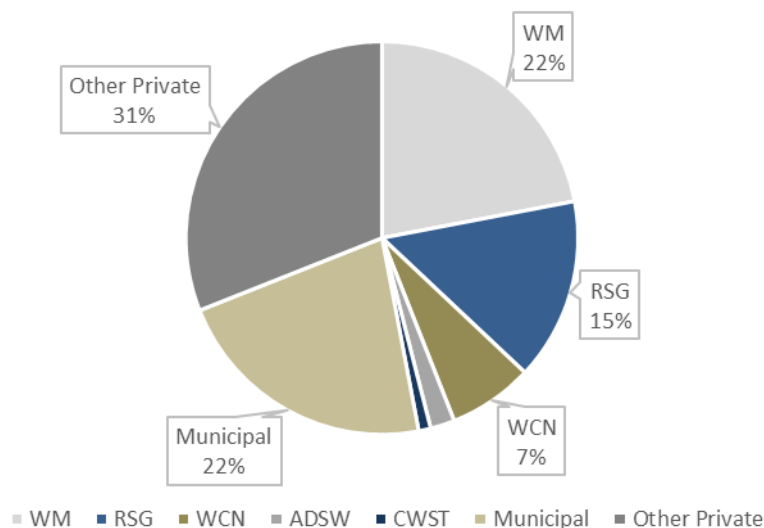
图 15: 2016-2020H1 年环卫企业服务年限比较



数据来源：公司公告，环境司南，东吴证券研究所

预计环卫上市龙头营收 6 年可扩张至 5.58 倍。据观研天下《2018 年中国环卫市场分析报告》，2016 年美国前三大环卫巨头 Waste Management, Republic Services, Waste Connection 占据了 44% 全美固废市场份额，另大约有三分之一的市场是由较小的私人运营商占据（Other private）；近四分之一市场是非常分散的当地企业占据（Municipal）。随着环卫服务项目趋向标准化&机械化，叠加行业龙头具备领先的管理优势迎来份额提升，我们预计 2025 年 6 家上市环卫龙头营业收入市占率可从 2019 年的 8.38% 提升至 20%，叠加 2025 年环卫服务市场化空间较 19 年增长 134%，两者相乘则预计环卫上市龙头企业营收 6 年可扩张至 5.58 倍！

图 16: 2016 年美国前三大环卫巨头占据了约 44% 的市场份额



数据来源：观研天下《2018 年中国环卫市场分析报告》，东吴证券研究所

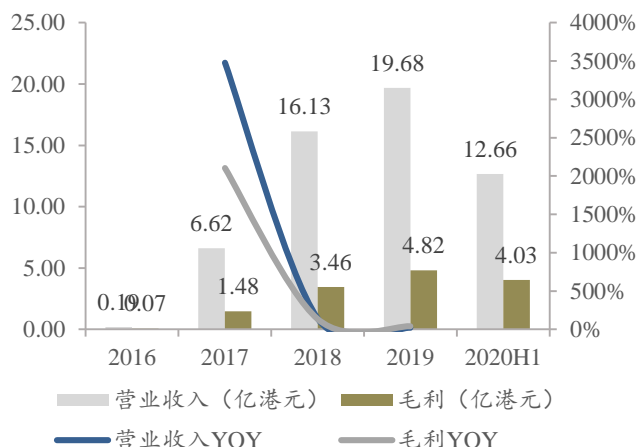
2.2. 背靠水务龙头资源优势&管理能力突出，大单验证盈利份额双提升

2.2.1. 环服业务规模快速扩张，环卫大单占比增长迅速

环卫服务业务规模快速增长，四年营收复合增长率达 373.72%。自 2015 年公司开始在全国范围内扩展环境卫生业务，环卫服务项目快速积累。2016-2020H1 公司环卫服务在运营项目分别为 1、71、106、97、107 个。截至 2020 年 6 月，公司环卫服务在运营项目合同总额 311.68 亿元，年化合同额 28.94 亿元。2019 年公司环卫服务业务营业收入同比增长 21.98%至 19.68 亿港元，毛利率同比提升 3.03pct 至 24.50%，2020H1 继续提升至 26.3%，环卫服务业务盈利能力显著增强。公司拓展环卫服务业务仅 4 年时间，实现环服业务营业收入从 1851 万港元增至 19.68 亿港元，复合增速达 373.72%，毛利从 672 万港元增至 4.82 亿港元，复合增速达 315.54%，环服业务实现快速增长。2020H1 环卫服务延续高增长趋势，营业收入同比增长 39.64%至 12.66 亿港元；环卫服务盈利能力进一步提升，毛利率同比增长 2.2pct 至 26.3%。

图 17：环卫服务业务四年营收复合增长率达 373.72%

图 18：2018-2020H1 环卫服务毛利率持续提升



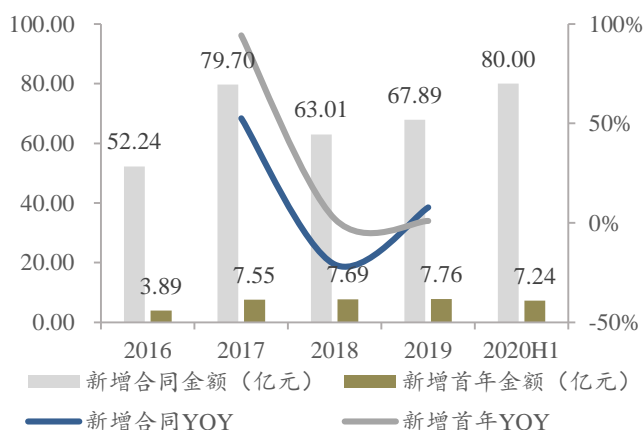
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

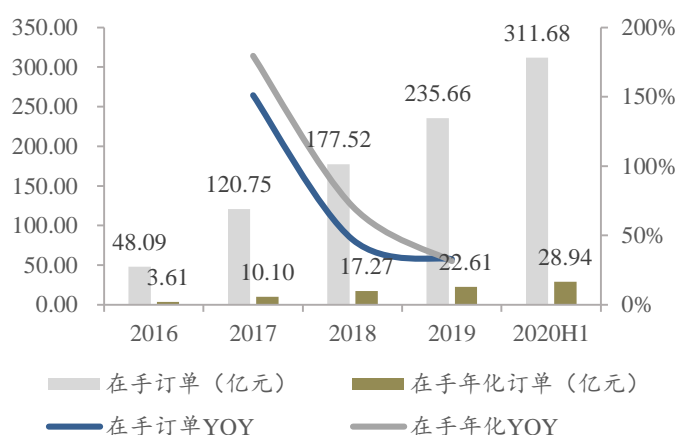
环卫服务订单快速增长, 20H1 新增订单位居行业第 2。据公司项目明细统计, 2016-2019 年公司环卫服务新增合同总金额为 52.24/79.70/63.01/67.89 亿元, 新增合同年化金 3.89/7.55/7.69/7.76 亿元。2016-2019 年在手订单总额分别为 48.09/120.75/177.52/235.66 亿元, 在手订单年化金额 3.61/10.10/17.27/22.61 亿元。2017-2019 年公司在手订单总额同比增长 151.07%/47.02%/32.75%, 在手订单年化金额同比增长 179.59%/70.94%/30.92%。根据公司公告及环境司南数据, 2020 年 H1 公司新签订环卫服务订单 13 个, 新增年化金额达 7.24 亿元, 新增合同总额达 80 亿元, **新增订单规模位列行业第二, 且 2020H1 新增订单规模已超越 2019 年公司全年订单增量, 新签订单实现高速增长。**

图 19: 2016-2020H1 环卫订单新增合同金额和年化金额大幅增长



数据来源: 招标网, 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 2016-2020H1 在手订单总额和在手年化订单金额稳步提升



数据来源: 招标网, 公司公告, 东吴证券研究所

环卫一体化大单占比提升，行业角逐中竞争力超群。公司一直以来致力于积极布局大体量、长周期的环卫项目，环卫大单持续落地验证公司竞争力。我们根据年化服务金额大于 5000 万元或者总合同金额大于 5 亿元筛选环卫服务大订单，可得 **1) 大单数量占比**：2016-2020H1 公司新增订单中大订单数量占比分别为 10%、9.52%、10.53%、13.79%、25%，大单数量占比大幅提升，截至 2020H1 公司在手订单中大单数量占比达 15.93%。**2) 大单年化金额占比**：2016-2020H1 公司新增订单中大单年化金额占比持续攀升，从 2016 年的 23.69% 增至 2020H1 的 80.64%，截至 2020H1 公司在手大单年化金额占比达 68.46%；**3) 大单总金额占比**：2016-2020H1 公司新增订单总合同额中大单总金额占比从 2016 年的 41.53% 增至 2020H1 的 92.26%，截止 2020H1 公司在手大单总金额占比达 67.14%。其中，2020 年上半年公司大单获取情况瞩目，2020H1 公司新增大单数量占比达 25%，位于行业前列，在 2020H1 深圳招标的两个大体量环卫一体化 PPP 项目中，北控城市资源均入围，并成功中标一单“深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目”，该项目总合同金额/年化金额为 73.12/4.87 亿元，占目前公司在手订单合同总额/年化金额的 23.46%/16.84%，体现了公司在大体量、长周期项目竞争中具备较强的市场认可度。

图 21：2018-2020H1 公司新增大单数量比例大幅提升



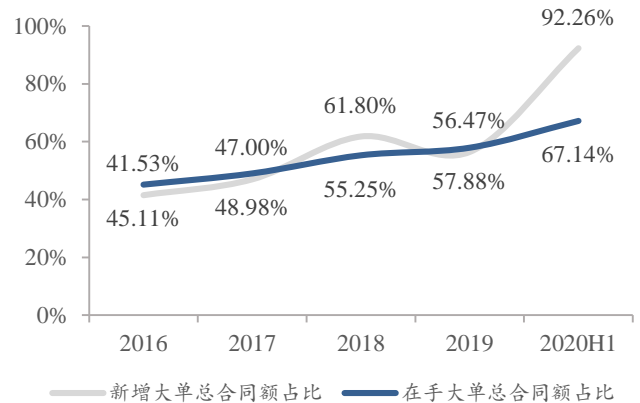
数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

图 22：2016-2020H1 公司新增大单/在手大单年化金额大幅增长

图 23：2016-2020H1 公司新增大单/在手大单总合同额大幅增长



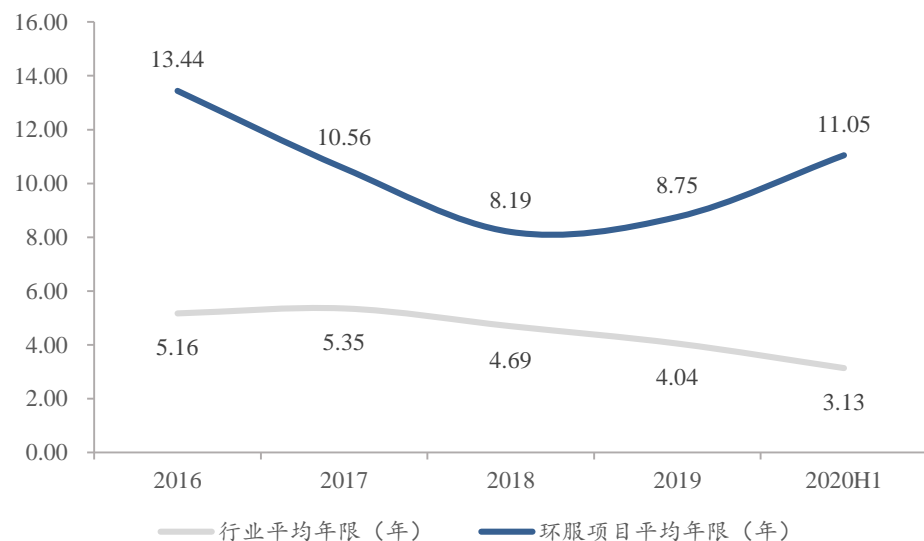
数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

致力于布局长周期大体量的一体化项目，存量项目积累保障未来现金流。2016-2020H1，公司新增环服项目的平均服务年限分别为 13.44/10.56/8.19/8.75/11.05 年，显著高于行业平均水平。在行业平均服务年限下降趋势中，公司环卫项目平均服务年限自 18 年起实现持续回升。未来公司环卫服务发展战略将着重在华南粤港澳大湾区、华东长三角经济带和京津冀地区及各省省会和中心城市积极拓展大体量、长周期项目，在经济发展水平较高地区重点布局环卫项目，助于抢占优质项目资源，持续提升核心竞争力。20H1 公司拿下深圳宝安区环卫一体化 70 亿的订单即展现了在一体化项目领域的竞争实力，未来公司环卫服务项目的平均服务年限有望继续提升。相比 1-3 年到期的短期项目，一体化项目具有较长的服务年限和较高的年化金额，有利于龙头企业不断积累存量项目规模，对未来现金流提供充足的保障。

图 24：公司环服平均服务年限显著高于行业平均水平



数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

2.2.2. 大股东北控水务为水务龙头，国资背景带来资源&资金优势助力环卫市场开拓

大股东占据行业龙头地位，具备丰富的管理经验和资源优势。公司第一大股东为北控水务集团，其持股比例为 28.04%。北控水务集团是一家综合性、全产业链、领先的专业化水务环境综合服务商。背靠中国最大的城市投资建设及运营服务商北京城市控股集团，北控水务拥有领先的业务规模、高效的管理机制、全国性的产业布局和资源。

(1) 水务行业龙头，市政水务总设计能力达 3938.89 万吨/日。集团以市政水务和水环境综合治理为两大核心主业。截至 2019 年 12 月 31 日，集团市政水务总设计能力为 3938.89 万吨/日，共有 1252 座水厂（其中包括 1058 座污水处理厂、162 座自来水厂、30 座再生水处理厂及 2 座海水淡化厂）订立服务特许权安排及委托协议，流域治理面积超过 7000 平方公里。北控水务的总资产、总收入和水处理规模位居国内行业首位，是当之无愧的中国水务行业龙头。

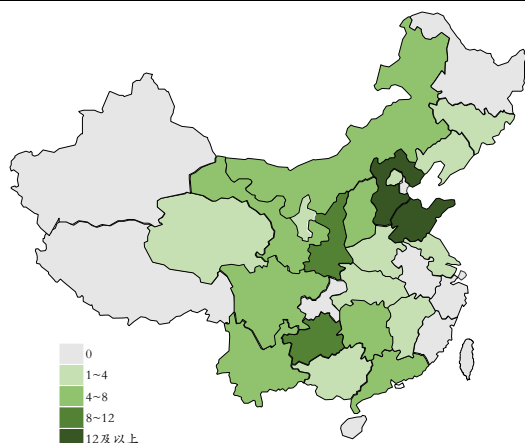
(2) 管理机制完善，股份激励提升组织活力。集团不断推进组织、岗位和项目三大基础标准化工作，建立统一的数据仓库和管理语言。通过重塑绩效体系，实施股份奖励计划，来激发组织活力，从介入式管控向战略管控全面转型，夯实增长引擎，集团丰富的管理经验有望向公司复刻。

(3) 产业布局全国，覆盖 33 个省市自治区。集团服务领域遍布中国 33 个省、市、自治区（含中国香港、台湾地区），覆盖 100 多个地级市。全国性的产业布局意味着遍布全国的客户资源，利于资源协同效应的进一步扩大。

受益于大股东移交的优质环卫项目，公司在环卫市场拓展速度突出。2016-2019 年公司近 50%在手项目来自北控水务集团，截至 2019 年 6 月 30 日，公司环卫服务在运营项目为 112 个，其中 54 个来自北控水务集团，58 个为公司独立获取，集团转让的订单平均毛利率达 22.50%，比公司独立获取的订单平均毛利率高 2.80pct。北控水务集团持续为公司带来大量优质的环卫项目，助力公司迅速开拓环卫市场。

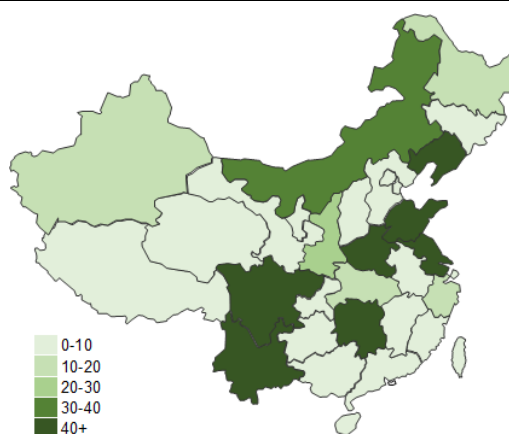
公司与集团项目区域分布重叠度大，客户资源协同利于业务拓展。根据公司公告，截至 2020 年 6 月 30 日，公司在运营的环境卫生服务项目覆盖 21 个省、直辖市及自治区。从区域分布来看，河北、山东、陕西、贵州是公司环境卫生服务项目的主要分布地。公司大股东北控水务集团服务领域遍布中国 33 个省、市、自治区，覆盖 100 多个地级市。集团官网披露了中国大陆内重点项目的地区分布，北控水务和公司项目的区域分布有较大的重叠。集团和公司的大部分客户均为当地政府部门，项目区域的重叠使得集团易于向公司传输客户资源，资源的协同效应加速项目的积累。在未来项目的区域布局上，公司和集团均把华南粤港澳大湾区、华东长三角经济带和京津冀地区作为重点发展区域。公司和集团项目拓展的战略布局具有高度的区域一致性，集团的客户和渠道资源有望进一步惠及公司。

图 25: 2020 年公司环境卫生服务在营项目区域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 26: 2020 年北控水务集团重点项目区域分布



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 27: 北控水务集团业务布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

央企股东背景, 显著融资优势支撑公司资本开支。公司大股东为北控水务集团有限公司, 其实际控制人为北京市国资委, 拥有 AAA 级债项及主体评级。从发行债券的历史情况来看, 北控水务集团共发行 16 支企业债。最新评级信息显示, 主体及债券评级均为 AAA。在环卫趋向一体化&机械化&智能化发展过程中, 行业资金壁垒逐渐升高,

公司业务拓展及研发投入加快，拥有央企股东背景的公司具有可靠的信用背书和显著的资金优势，支撑公司业务快速发展。

表 6：北控水务集团债券评级及主体评级均为 AAA

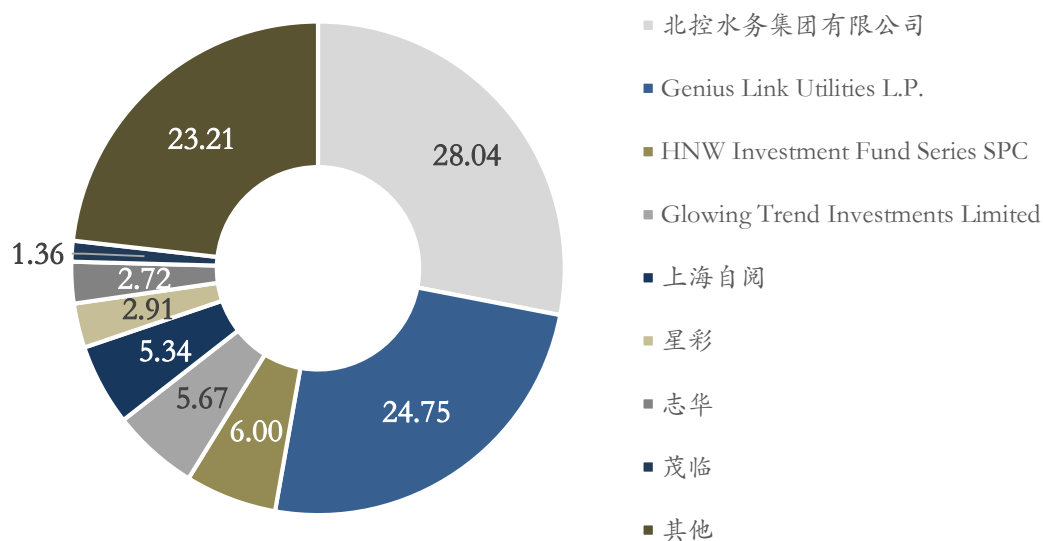
公司名称	债券类型	债项评级	主体评级
北控水务集团（0371.HK）	企业债	AAA	AAA
东方园林（002310.SZ）	一般公司债	AAA	AA+
格林美（002340.SZ）	一般企业债	AA	AA
碧水源（300070.SZ）	中期票据	AA+	AA+
维尔利（300190.SZ）	可转债	AA-	AA-
瀚蓝环境（600323.SH）	可转债	AA+	AA+

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.3. 管理层持股激发积极性，管理运营优势凸显，环服盈利能力明显提升

核心管理层持股释放积极效应，促使公司高效运转。截至 2020 年 3 月 27 日，公司核心员工和高管团队持股比例高达 12.33%。其中上海自阅（合伙人赵贞为北控水务的办公室负责人、闫友晖为北控水务的法务总监）股权占比 5.34%；星彩（由主席兼非执行董事周敏全资拥有）股权占比 2.91%；至华（由北控水务附属公司董事及独立第三方胡晓勇全资拥有）股权占比 2.72%；茂临（由非执行董事李海枫全资拥有）股权占比 1.36%。团队持股模式将公司和管理层的利益绑定，促使团队工作更积极，公司管理更规范，机制更灵活。

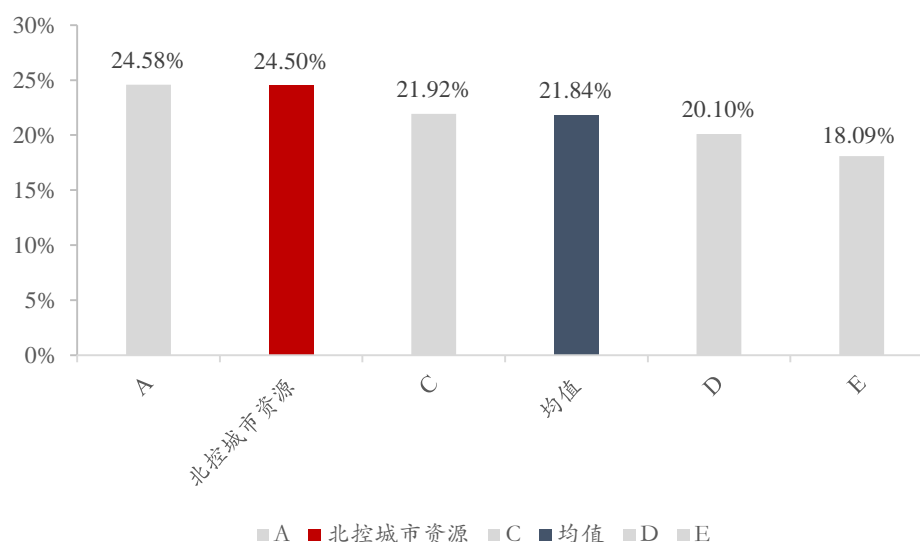
图 28：公司核心员工和高管团队持股比例高达 12.33%（截至 2019 年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理运营经验丰富，实现高于行业平均 2.66pct 的毛利率。公司通过丰富的项目运作经验，已经形成了一整套精细化管理运营体系。主要体现在**1) 制定严格内部标准。**根据环卫项目大小、城市道路状况、服务内容等制定清晰、严格的人工和设备标准；**2) 制定规范化作业方案。**根据项目城市道路、城市面积、服务内容制定规范化的作业方案。**3) 实施精细化管理。**对人、车等影响成本的因素进行追踪和对比，挖掘降本增效的潜力。**4) 保障福利待遇。**积极承担关爱员工的社会责任，与每位环卫工人签订劳动合同，保障保险福利待遇。在管理运营体系不断完善下，公司 2019 年环卫服务毛利率实现同比大增 3.03pct 至 24.50%，我们对 2019 年披露环卫服务毛利率的 5 家环卫典型上市公司进行分析，2019 年 A/B（北控城市资源）/C/D/E 的环卫服务业务的毛利率分别为 24.58%/24.50%/21.92%/20.10%/18.09%，公司环卫服务毛利率比同业均值 21.84%高 2.66pct，体现出高于行业平均水平的盈利能力。

图 29：公司环卫服务毛利率比同业均值 21.84%高 2.66pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

有效控制人工成本，提高运营效率实现降本增效。公司注重企业文化建设，从人文关怀的角度出发，激发员工能动性，提高效率，从而达到节约人工的效果，实现降本增效。环卫服务属于劳动密集型产业，人员成本是环卫服务业务的主要成本项目。从公司总体情况来看，2019 年公司聘用 3.32 万名雇员（2018 年为 3.36 万名），人员成本占营业成本的比重同比下降 0.65pct 至 52.97%。公司目前积极推进机械化和智能化，环卫工人数量和人员成本占比有望进一步优化。

图 30: 2019 年公司人员成本占比同比下降 0.65pct 至 52.97%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.4. 积极布局机械化&智慧化，加强智慧环卫时代下竞争优势

智慧数字化势不可挡，公司积极增强智能管控能力。公司秉承“智创未来”的数字化发展理念，加快信息系统研发与建设，打造统一的数据信息管控平台，进一步提高智能管控水平。公司加大研发力度，对作业标准、作业方案、装备应用场景、无人化装备等进行研究和实践，对已建成的智能环卫项目升级改造，植入 5G、自动化、大数据等技术应用，优化人工和车辆资源分配。据公司公告，公司已推出试点项目要求环卫工佩戴数字手环并在每辆车辆上安装全球定位系统追踪器和远程燃料监控器，实时追踪环卫工及环卫车的工作进度、车辆的燃料使用情况。通过后端计算分析，建立最佳运行标准，达到精细化管理水平，公司计划分配全球发售估计所得款项净额总额约 16.5%或 9790 万港元用于购买垃圾车及其他卫生车辆。

智慧环卫建设进展迅猛，15 个项目已上线智慧环卫系统。截至 2020 年 6 月 30 日，15 个项目已上线智慧环卫系统，3 个项目已完成智慧环卫平台建设工作。目前，公司智慧环卫管控平台已初具规模，有力推进了项目“人、车、物、事”一体化智慧管控，为公司智慧化建设提速升级打下了坚实基础。在中国城市环境卫生协会举办的“2019 智慧环卫高峰论坛”上，公司荣获“2019 年度中国智慧环卫具型案例”，行业知名度得到了进一步提升。未来，公司计划植入 5G 和大数据技术，建设集团化整体环卫平台，辐射全部环卫项目。

在环卫行业市场空间快速释放的过程中，公司明确长周期、大体量项目的拓展方向，依托国资背景带来的资源、资金优势以及自身管理运营实力，未来环卫服务市场份额及盈利能力有望持续提升。

3. 政策加速危废产能缺口弥合，聚焦无害化拓展保障业绩增长

3.1. 危废行业整体供需错配，未来行业将趋于专业化、规模化

危废行业整体处于供需错配状态，未来行业将趋于专业化、规模化。从 2013 年的两高司法解释到 2020 年的新固废法出台，危废行业监管日趋严格，危废产生企业瞒报、漏报、随意处置的现象将逐步被取缔，危废正规处置的需求量将进一步增长。而从行业供给端来看，危废处理产能呈高速增长状态，但资质利用率始终较低，行业供需错配现象明显。2020 年新固废法出台，对危废处置的资质和收集转运提出明确要求，进一步加强了行业准入壁垒，行业竞争格局逐步稳定，未来的竞争将集中在技术和管理方面，行业整体将趋于专业化、规模化。

需求端：危废产量持续增长，存量累积庞大，实际需求远超统计量。随着监管趋严，过往瞒报、漏报的存量和当期真实产生的危废量将逐步显现出来，据生态环境部《第二次全国污染源普查公报》可知，截止 2017 年，全国固废累积贮存量已达 8881.16 万吨。据《2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》显示，2018 年全国 200 个大、中城市的危废产生量为 4643.0 万吨，同比增长 15.78%。以 2017 年大、中城市危废产量占全国的比来推算，2018 年全国危废产量为 8031.7 万吨。但由于统计数据均为企业自行申报数据，企业为逃避高额危废处置费用，统计数据存在较强失真现象。2017 年，中国统计局显示我国一般工业固废产量为 33.16 亿吨，危废产量为 6936.9 万吨，危废占固废的比仅为 2.01%，与发达国家 5%-10% 的水平相差较多。假设危废占一般固废比重为 3%，预计 2018 年危废实际产量为 1.18 亿吨。

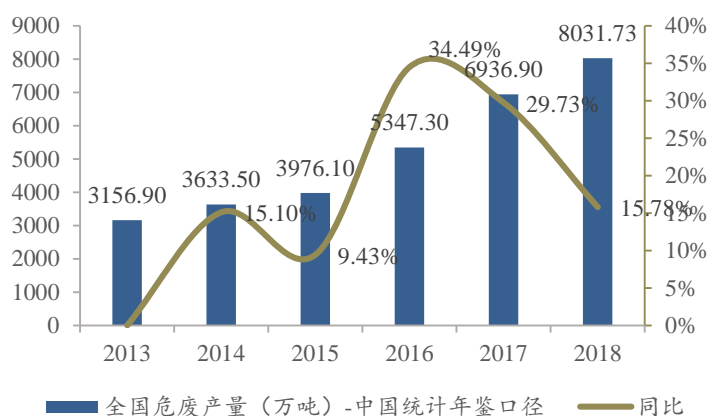
表 7：2018 年全国危废产量测算表

	2017	2018
一般固体废物产生量（万吨）：全国	331592.0	392341.7
危废产生量（万吨）：全国	6936.9	8031.7
危废占固废的假定比重	3.00%	
预计危废实际产生量（万吨）	9947.8	11770.3
一般固体废物产生量（万吨）：大、中城市	131000	155000
占全国一般固废产量的比	39.51%	39.51%
危废产生量（万吨）：大、中城市	4010.1	4643.0
占全国危废产量的比	57.81%	57.81%
涵盖的大、中城市数量（个）	202	200

数据来源：中国统计年鉴，《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

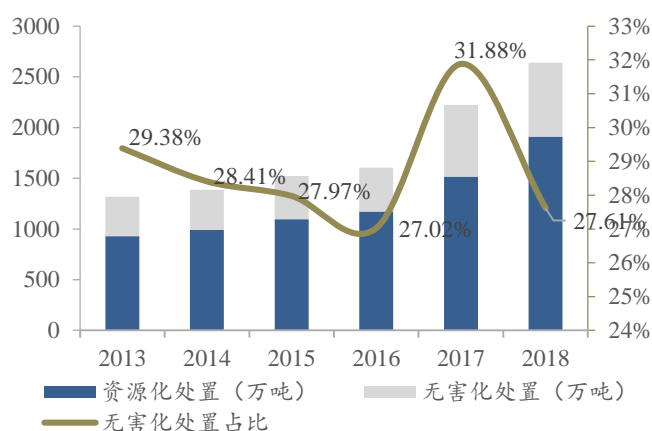
供给端：危废处置供需缺口明显，企业产能利用率低，无害化处置资质短缺。根据《2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》可知，2018 年全国危废利用处置产能达 1.02 亿吨，与上文所测算的 2018 年危废产量相比仍存在约 1600 万吨的产能缺口。同时，2018 年危废实际利用处置量为 2697 万吨，危废企业产能利用率仅为 26.41%，有效利用率低下主要系危废企业处置利用种类供需不平衡，获取渠道单一，环评及建设期长导致部分企业有牌照却无实际处置能力等现象所致。此外，从危废处置方式的占比来看，2013-2018 年，无害化处置危废占比始终低于 30%（除 2017 年以外），行业无害化处置的产能和实际处理量较低，未来危废无害化处置仍有较大的提升空间。

图 31：2013-2018 年全国危废产量情况



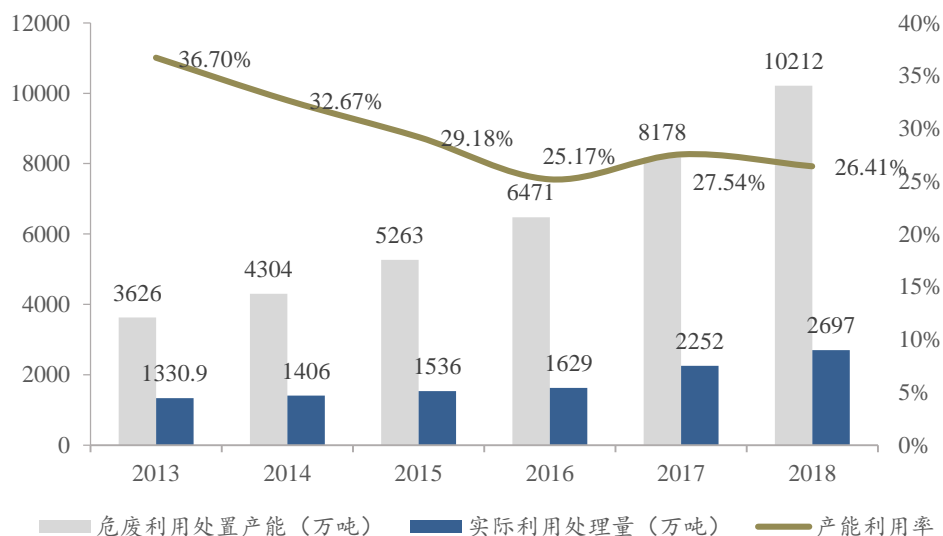
数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

图 32：2013-2018 年全国危废企业无害化处置占比情况



数据来源：《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

图 29：2013-2018 年全国危废利用处置产能、实际利用处置量及产能利用率情况



数据来源：《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

政策法规日益完善，危废污染防治持续加强。“十二五”起，国家从政策和监管层面均出台了一系列政策文件与法律规范，提出要不断提高危险废物污染防治水平，开展危险废物专项整治。2013 年，两高司法解释发布，明确四种从重处罚的环境污染犯罪情形，进一步降低环境污染的入罪门槛。2016 年，发改委将“加强危险废物污染防治，开展危险废物专项整治”纳入“十三五”规划，提出要实行最严格的环境保护制度。2016 年，环保部发布《中华人民共和国环境保护税法》，鼓励排污企业清洁生产、产生危废集中处理，促进了危废处理企业的发展。2020 年，新固废法正式颁布，着重强调了危废产生者和危废经营者的相关责任，要求产生者依法上报，经营者持证经营，双向发力，释放危废正规处置需求的同时，加强行业发展规范。

表 8：危废行业相关支持政策

年份	政策法规	颁布部门	主要内容
2001	《危险废物污染防治技术政策》	环保部	1) 以危险废物的减量化、资源化和无害化的管理原则，对产生源，收集，储存，利用，预处理到最终处理处置的各个环节提出指导性意见；2) 建立危险废物分级管理体系，推行从产生到处置的全过程管理机制，强化生命周期管理。
2011	《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》	环保部、卫生部	1) 危险废物管理进一步规范，产生单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 90%；经营单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 95%。2) 发展一批危险废物利用处置骨干企业，取缔一批非法利用处置危险废物企业，淘汰一批落后的利用处置设施。
2012	《“十二五”危险废物污染防治规划》	环保部、发改委等四部委	将 危险废物污染防治 作为“十二五”深化环境保护工作的重要内容，不断提高危险废物污染防治水平，降低危险废物环境风险
2013	《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》	最高人民法院、最高人民检察院	明确四种实施环境污染犯罪应当从重处罚的情形，进一步降低入罪门槛，提升 依法惩治环境污染犯罪 的效果
2016	《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》	发改委	提出“实行最严格的环境保护制度，强化排污者的主体责任”、“实施环境风险全过程管理， 加强危险废物污染防治，开展危险废物专项整治 ”
2016	《中华人民共和国环境保护税法》	环保部	落实“多排多缴、少排少缴、不排不缴”的正向激励机制，鼓励节能减排、引导绿色生产，促进企业绿色转型发展

2020	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(2020年修订)》	环保部	强化工业固体废物产生者和经营者的责任，完善排污许可制度
------	-------------------------------	-----	-----------------------------

数据来源：环保部，发改委，工信部等，东吴证券研究所

事件不断催化行业规范整治。近年来清废行动 2019、生态环境部集中约谈 7 省市政府、中纪委通报等事件成为行业发展催化剂，政府显著强化监管执法力度。2019 年 3 月，江苏盐城市响水县陈家港镇天嘉宜化工有限公司发生化学储罐爆炸事故，波及周边 16 家企业，导致 794 人伤亡，造成 19.86 亿元的直接损失，引起国家层面的高度重视。经检查，“响水爆炸事件”的起因为企业长期违法贮存危险废物，且企业的多项许可证已经过期。该事件持续发酵将进一步推动该地区甚至全国层面的危废监管力度，加速危废正规处理需求释放，实现危废处理行业的“量价齐升”。

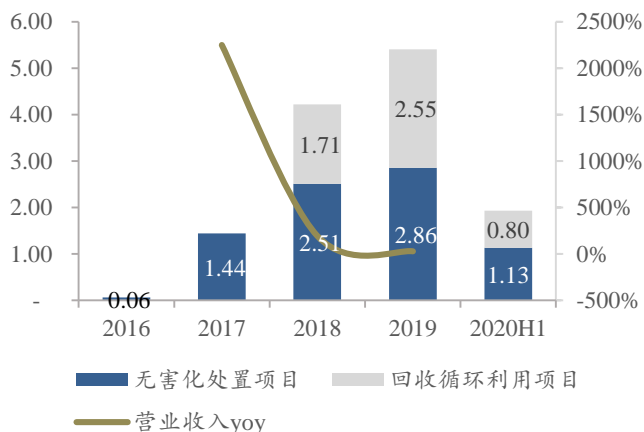
政策及事件加速供需缺口弥合，对应千亿运营市场空间。在政策及监管下预计危废处置行业缺口将快速弥合，行业有望进入集中整合期。假设危废产量按照 10%复合增速增长，到 2025 年危废实际产量约 2.3 亿吨，正规无害化处置比例达到 50%（对应约 1.1 亿吨/年），平均处置价格为 2000 元/吨，则对应运营市场空间约为 2294 亿元/年。

3.2. 危废业务盈利能力突出，投产规模稳步提高

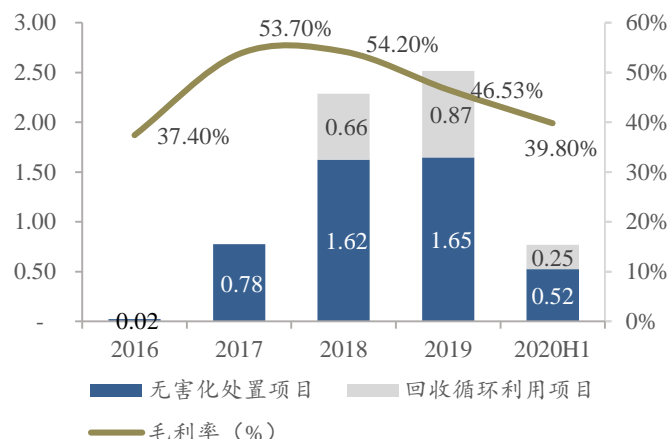
危废处理收入快速增长，近三年复合增速达 345.14%。2019 年公司危废处置业务实现营收 5.40 亿港元，同比增长 28.02%，2016-2019 年复合增速达 345.12%；实现毛利 2.51 亿港元，同比增长 9.90%，2016-2019 年复合增速达 378.60%。2019 年毛利增速低于营收主要系毛利率下降所致，2019 年公司危废业务的毛利率为 46.53%，较 18 年下降 7.67pct，其中无害化处理项目的毛利率由 2018 年的 64.60%同比下降 6.90pct 至 57.70%，主要系甘河工业园项目许可证过期所致；资源化项目的毛利率由 2018 年的 38.90%同比下降 4.90pct 至 34.00%，主要系甲醇市场价格下跌所致。20H1 危废业务毛利率进一步下滑至 39.80%，其中无害化处理项目的毛利率同比下降 5.70pct 至 46.20%；资源化项目的毛利率同比下降 3.10pct 至 30.80%。

图 33：危废处置业务营收情况（单位：亿港元）

图 34：危废处置业务毛利情况（单位：亿港元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

项目稳步投产，产能空间逐步释放。截止 2020 年 6 月 30 日，共有危废项目 12 个，总设计能力达 66.60 万吨/年。其中，1) 无害化项目 10 个，总产能达 41.60 万吨/年，其中有 5 个运营项目，产能达 24.37 万吨/年；1 个试运营项目，产能达 0.36 万吨/年；4 个在建项目，产能达 16.87 万吨/年；2) 资源化项目 2 个，总产能达 25 万吨/年，均为运营项目。

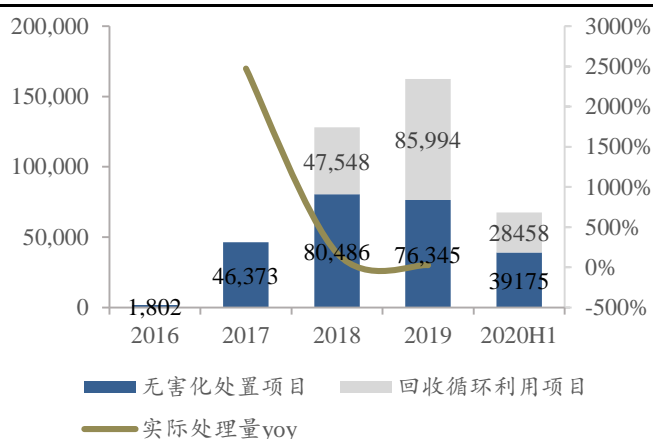
表 9：公司危废处理项目情况一览表

	项目名称	处理方法	设计处理能力 (吨/年)
无害化业务			
运营	广西贵港医废项目	高温蒸汽减菌	3650
	山东平福危废项目	焚烧/物化/填埋	81400
	山东寿光危废项目	焚烧	9000
	宜昌姚家湾危废项目	焚烧/物化/填埋	99692
	新疆哈密水泥窑协同项目	水泥窑协同处置	50000
	总计		243,742
试运营	四川自贡医废项目	高温蒸汽减菌	3600
	总计		3,600
在建	山东寿光危废项目（二期）	焚烧/物化/填埋	70674
	山东平福危废项目（二期）	焚烧/物化/填埋	33000
	浙江仙居危废项目	焚烧	15000
	四川自贡危废项目	焚烧/填埋	50000
	总计		168,674
资源化业务			
运营	宁夏睿源项目	精馏提纯	200000
	重庆项目	塑料再生	50000
	总计		250,000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

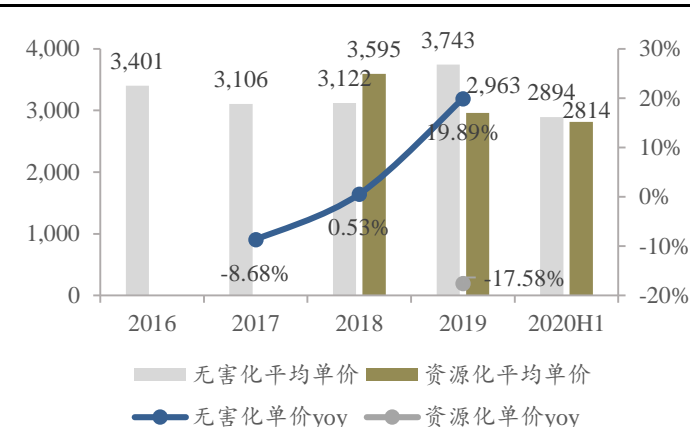
实际处理量连年上升，产能利用率高于行业平均水平 6.25pct。2019 年公司危废项目的实际处理量为 16.23 万吨，同比增长 26.79%，产能利用率达 30.04%。其中，无害化项目实际处理量为 7.63 万吨，同比下降 5.14%，产能利用率达 26.72%，无害化项目平均处理价为 3743 港元/吨，同比增长 19.89%；资源化项目实际处理量为 8.60 万吨，同比增长 80.86%，产能利用率达 33.76%，资源化项目平均处理单价为 2963 港元/吨，同比下降 17.58%，主要系甲醇价格下跌所致。从行业可比口径来看，2018 年公司危废实际处理量为 12.8 万吨/年，设计产能为 39.21 万吨/年，产能利用率为 32.66%，高出行业平均水平 26.41%约 6.25pct。

图 35：危废项目实际处理量（单位：吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

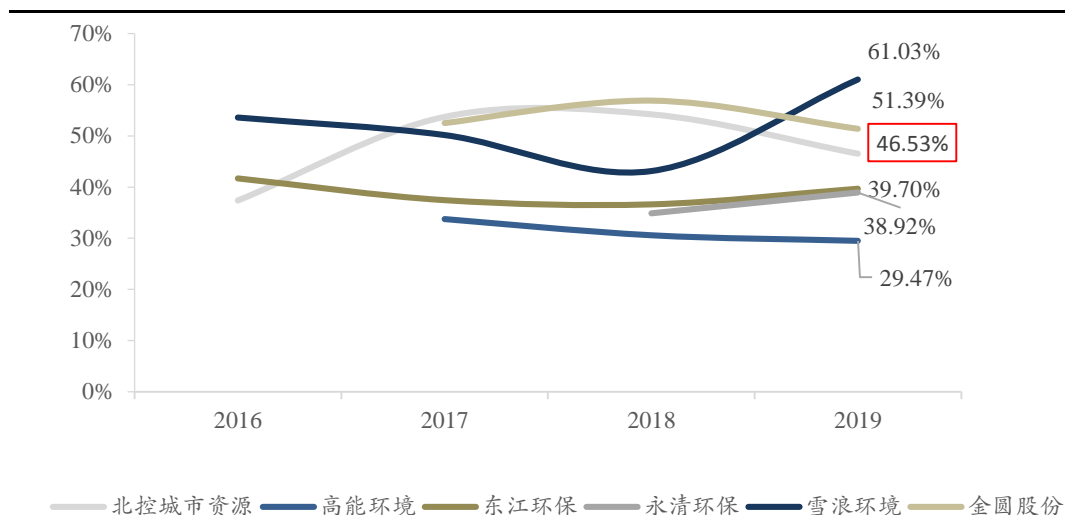
图 36：无害化和资源化项目平均处理单价（单位：港元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司危废业务毛利稳定，盈利能力强于同行业。公司从 2016 年参与危废项目以来，盈利水平一直较高，2017-2019 年公司危废业务毛利率为 53.70%/54.20%/46.53%。公司盈利优势显著，危废业务毛利率近三年来均位于行业前列。分业务来看，2017-2019 年公司无害化处理的毛利率为 53.70%/64.60%/57.70%，2018-2019 年资源化处理的毛利率为 38.90%/34.00%，均维持在较高水平。

图 37：公司危废业务毛利率位于行业前列



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

布局山东、青海，占据危废大省市场。我国各省份间的危废产生量差距很大，危废业务又具有一定的地域性质，跨省收运处理十分困难，故而提前抢占大省市场对后续业务的开展十分重要。1) **从危废产量来看**，山东和青海均为我国危废大省，2017年危废产生排名分别为第一和第七，占全国危废产生量的29.46%和4.26%。2) **从危废处置占比来看**，山东、青海危废处置占比较低，分别为14.44%、5.62%。3) **从危废贮存量来看**，青海省因危废处置量占比仅有5.62%，处置量水平低导致省内贮存量达到268.3万吨，为全国首位，山东危废贮存量140.4万吨，位列全国第二。根据公司招股书披露，2018年，公司在山东投运的总设计产能为9.04万吨，全省排名第四，总处理量为6.31万吨，全省排名第一；同年，在青海投运的总设计产能为13.00万吨，全省排名第一，总处理量为1.54万吨，全省排名第二。公司危废业务在两个危废大省呈领先地位。

图 38：2017 年全国各省危废产量占比

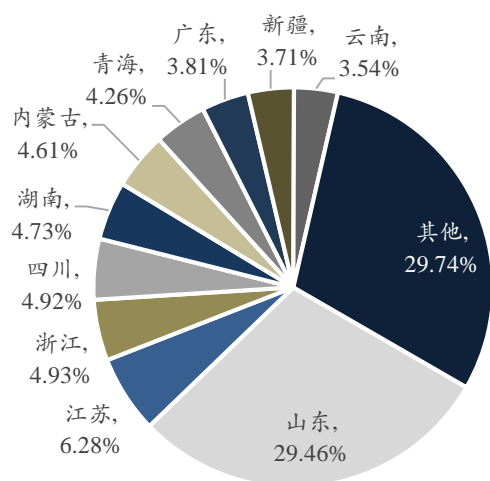
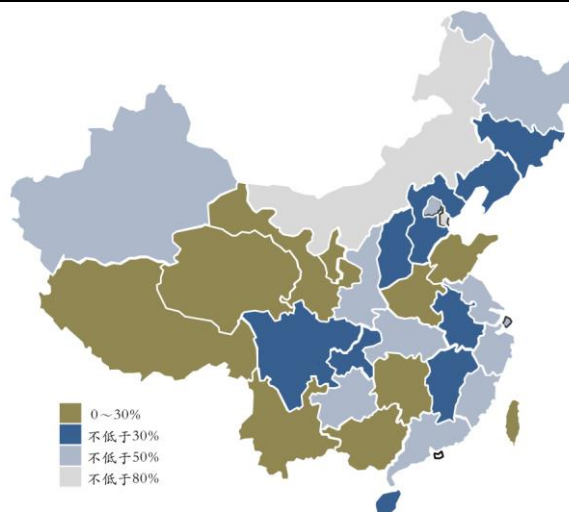


图 39：2017 年全国各省市危废处置量占比分布情况



数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

3.3. 聚焦无害化处理，持续拓展保障业绩增长

公司顺应行业需求，聚焦无害化处理，2020 年下半年度 2 个无害化项目将投产。从危废处置需求来看，由于资源化处置能为公司带来利益，故而过往企业瞒报的多为需无害化处理的危废，随着 2020 年新固废法的发布，瞒报危废量将进一步释放，无害化处置需求将继续推高。从供给端来看，无害化处置的产能资质审批很复杂，一般需耗时 3-5 年，有时甚至需要 7-8 年，且无害化处理对企业的处理技术、管理经验要求较高，政府在进行企业选择时也更倾向于经验丰富或有合作历史的企业，故而短时间内无害化处置的产能不会迅速增长，无害化处置危废的供需缺口进一步扩大。公司从 2016 年起开始危废无害化处置的运营，运营经验丰富，公司目前无害化尚有 4 个在建项目，总产能达 16.87 万吨/年，危废板块仍处于持续扩张状态，期待无害化业务的持续拓展。

商业模式清晰，盈利水平较高，提供良好现金流。由于危废处置企业的上游客户主要是大型工业企业：1) 盈利能力较为稳定，经营波动的风险较小；2) 法律意识相对较强，更加注重危废的合规处置；3) 无论是资源化还是无害化，市场化程度较高，收费机制透明，因此，危废处置行业的商业模式清晰、客户资质较好，现金流状况稳健，在市场估值体系重构的形势下，有望获得现金流和确定性溢价，毛利率能达到 40~50% 左右，有助于抬升公司整体盈利能力。

4. 管理层高效运作调整业务结构，专注环服&危废现金流有望持续改善

管理层及时调整发展战略，剥离品质较低的资产。1) 出售重庆滨南及旗下 32 个环卫项目，集中资源于优质项目。考虑到重庆滨南于截至 2018 年 12 月 31 日止年度及截至 2019 年 6 月 30 日止六个月分别录得亏损 0.7 百万港元及 12.3 百万港元，且重庆滨南于往绩记录期间录得的毛利率相对较低，因此公司管理层决定出售重庆滨南，将资源集中于其他环境卫生服务项目及毛利率较高的危险废物处理项目。2) 废电拆解行业高度依赖补贴，废电拆解板块呈收缩状态。废电拆解业务收入高度依赖补贴，补贴的发放受国家经济情况影响，存在延迟现象，2017 年补贴发放放缓，补贴基金预算大幅减少 81% 至 9.1 亿元，且实际发放额仅有 0.66 亿元。受补贴拖欠严重影响，2017 年废电拆解行业 1/3 的企业倒闭，1/3 的企业停产，剩余 1/3 勉强生产维持生产。此外，废电拆解业务补贴收入回款时间较长，从申报到政府完成确认程序进行付款往往需要 3~4 年的时间，业务现金流较差。公司废电拆解业务规模较小，竞争优势不明显，受行业趋势影响，2018 年公司进行业务收缩，收入占比由 11.64% 下滑至 7.97%，2019 年公司继续进行业务收

缩，收入占比下滑至 7.48%。

持续加强轻资产模式，重点发展环卫&危废业务，现金流水平改善可期。与废电拆解行业不同，环卫和危废业务均属于创现能力十分突出的领域。首先，环卫行业属于劳动密集型产业，在政府财政预算中属于一般性支出，支出规模稳定且多采用月付模式，业务现金流良好且稳定。其次，危废处置业务当前仍处于供需错配阶段，业务往来以预付款项居多，即危废处置企业可提前获得收入，业务创现能力优异。2019 年，公司经营性现金流实现转负为正，现金流净额达 6.36 亿港元，我们预计后续现金流将持续改善。

5. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，我们认为：

- 1) 环卫服务业务：环卫市场化加速带动成长红利，公司环服订单持续放量，预计 20-22 年环服业务营业收入增速分别为 55%、40%、40%，毛利率保持在 25%以上水平（20 年毛利率考虑疫情带来的补贴的影响）。
- 2) 危废处置业务：危废产能缺口加速弥合，公司危废项目持续拓展，在建及筹建项目陆续投产，考虑 20 年疫情影响危废项目投产及进厂量，预计 20 年营业收入增速为 0%，21-22 年危废业务恢复式增长，增速分别为 40%、30%，毛利率保持在 40%以上水平。
- 3) 其他主营业务：主要为废弃电器及电子产品处理，考虑公司战略调整将不重点发展废电拆解业务，预计 20-22 年营收增速分别为 0%、0%、0%，毛利率参考 20H1 毛利率维持在 30%以上水平。

表 10：公司营业收入预测

单位：亿港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
环卫服务收入	16.13	19.68	30.50	42.71	59.79
YOY	143.65%	21.98%	55.00%	40.00%	40.00%
毛利率	21.47%	24.50%	30.23%	26.00%	26.00%
危废处置收入	4.22	5.40	5.40	7.57	9.84
YOY	193.17%	28.02%	0.00%	40.00%	30.00%
毛利率	54.20%	46.53%	42.00%	41.00%	40.00%
其他主营收入	1.76	2.03	2.03	2.03	2.03
YOY	65.93%	15.05%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	27.26%	25.00%	32.00%	31.00%	30.00%
营业总收入	22.12	27.11	37.94	52.30	71.65

YOY	142.42%	22.58%	39.92%	37.86%	37.00%
综合毛利率	28.18%	28.90%	32.00%	28.36%	28.04%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

综上所述，环卫服务方面，在环卫行业市场空间快速释放过程中，公司依托国资背景带来的资源和资金优势，以及自身优异的管理运营实力，明确环卫一体化项目拓展方向，有望获取超越行业平均水平的市场份额。公司及时调整出售盈利较差资产，叠加优质项目陆续进入成熟运营期，环服毛利率有望保持较高的盈利水平。危废处置方面，公司无害化、资源化在建及筹建项目的陆续投产，保障危废业务稳步增长，公司整体盈利能力及现金流水平有望持续增强。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.14/0.15/0.21 港元，对应 13/12/8 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：截至 2020/08/31 可比公司 PE 估值

	2020E	2021E	2022E
侨银环保	43.26	34.72	25.56
盈峰环境	18.97	16.55	13.30
玉禾田	35.90	23.69	16.90
龙马环卫	27.55	22.72	18.37
平均值	31.42	24.42	18.53
北控城市资源	12.64	11.67	8.42

数据来源：Wind，东吴证券研究所（侨银环保 PE 数据来自 wind 一致预期）

6. 风险提示

- （1）市场化率提升不及预期：**未来环卫服务市场化空间增长的关键假设之一在于市场化率的提升，若市场化率提升不及预期，将对公司新增订单的获取产生较为不利的影响。
- （2）市场竞争加剧：**公司拓展产业链布局环境卫生管理行业。随着全国城镇化的发展和政府职能转变的深入，环境卫生管理行业市场化步伐进一步加快，包括上市公司和大型国企在内的众多企业纷纷进入这一行业，导致市场竞争愈加激烈。
- （3）利润率下降风险：**当前环卫服务行业竞争格局分散，大型国企、上市公司、跨界转型、中小型公司等参与者众多，若未来行业竞争加剧，可能会使公司业务的利润率下滑，对公司业绩产生不利影响。

北控城市资源三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E	(百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,287	3,279	3,690	4,256	营业收入	2,711	3,794	5,230	7,165
现金	1,052	1,620	1,440	1,191	减:营业成本	1,928	2,580	3,747	5,156
应收账款	775	1,085	1,496	2,049	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	45	60	87	120	营业费用	14	20	26	34
其他流动资产	415	514	667	897	管理费用	320	398	586	770
非流动资产	2,700	3,360	4,277	5,536	财务费用	64	42	37	45
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	1,749	2,216	2,870	3,774	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	14	15	16	16
无形资产	395	565	799	1,118	营业利润	460	811	887	1,221
其他非流动资产	557	579	608	644	加:营业外净收支	-27	-42	-37	-45
资产总计	4,987	6,639	7,967	9,792	利润总额	433	768	850	1,176
流动负债	1,618	1,928	2,399	3,054	减:所得税费用	87	142	170	235
短期借款	564	464	364	264	少数股东损益	71	125	137	188
应付账款	161	215	312	429	归属母公司净利润	281	501	543	753
其他流动负债	893	1,250	1,723	2,360	EBIT	460	811	886	1,096
非流动负债	1,112	1,252	1,429	1,659	EBITDA	697	932	1,045	1,431
长期借款	826	966	1,143	1,373	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	286	286	286	286	每股收益(港元)	0.08	0.14	0.15	0.21
负债合计	2,730	3,180	3,828	4,712	每股净资产(港元)	0.63	0.96	1.15	1.41
少数股东权益	444	569	706	894	发行在外股份(百万股)	270	3,600	3,600	3,600
归属母公司股东权益	1,814	2,890	3,433	4,186	ROIC(%)	10.1%	13.5%	12.6%	14.5%
负债和股东权益	4,987	6,639	7,967	9,792	ROE(%)	15.5%	17.3%	15.8%	18.0%
现金流量表					毛利率(%)	28.9%	32.0%	28.4%	28.0%
(百万港元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.7%	16.4%	13.0%	13.1%
经营活动现金流	636	743	827	1,046	资产负债率(%)	54.7%	47.9%	48.0%	48.1%
投资活动现金流	-258	-714	-1,008	-1,267	收入增长率(%)	22.6%	39.9%	37.9%	37.0%
筹资活动现金流	7	539	0	48	净利润增长率(%)	-34.6%	78.2%	8.3%	38.7%
现金净增加额	375	569	-181	-173	P/E	22.52	12.64	11.67	8.42
折旧和摊销	237	121	158	206	P/B	2.81	1.83	1.53	1.25
资本开支	-882	-759	-1,046	-1,297	EV/EBITDA	9.58	6.59	6.12	4.74
营运资本变动	47	-4	-10	-1					

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>