

## 买入

## 城市管理服务的“未来之星”

北控城市资源 (3718.HK)

2020-10-15 星期四

## 投资要点

目标价: **2.72 港元**  
 现价: 1.88 港元  
 预计升幅: 45%

## 重要数据

日期	2020-10-14
收盘价 (港元)	1.88
总股本 (百万股)	3,600
总市值 (百万港元)	6,768
净资产 (百万港元)	2,555
总资产 (百万港元)	5,739
52 周高低 (港元)	2.22/0.56
每股净资产 (港元)	0.71

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

北控水务集团有限公司 (28.04%)  
 Genius Link Utilities L.P. (24.75%)  
 HNW Investment Fund Series SPC (6.00%)  
 Glowing Trend Investments Limited (5.67%)  
 上海自阅企业管理合伙企业 (有限合伙) (5.34%)

## 研究部

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

## &gt; 中国领先的综合废物管理解决方案提供商:

公司的业务主要覆盖环境卫生和危险废物处理业务。按 2019 年收入计, 公司为中国企业界别第四大环境卫生服务提供商; 就危险废物处理业务而言, 公司在营及试营项目的废物处置的总设计处理能力于 2019 年末在中国排名第四。公司作为具有互补协同业务的废物管理解决方案供应商, 环卫服务与危废处理业务构成一体化运营, 可以充分利用全链条管理优势, 发挥两项业务的互补性及协同性, 促进公司的可持续发展。

## &gt; 环卫服务市场不断扩容, 龙头公司强者恒强:

在国家环保政策以及城市化率不断提升的驱动下, 环卫服务市场不断扩容, 预期 2024 年市场规模有望达到 5,591 亿元, 未来五年 CAGR 约为 13.3%。目前环卫服务市场高度分散, 2019 年 CR10 市占率仅为 21%。基于环卫项目的轻资产模式以及环卫市场容量的快速增长趋势, 近年来跨界进入者不断增加, 特别是房地产物业头部公司也纷纷入局环卫市场, 将进一步加剧行业竞争。未来在行业竞争加剧和环卫订单大标化趋势下, 预期市场份额将向龙头公司集中, 行业将呈现强者恒强的局面。

## &gt; 公司竞争优势显著, 是城市管理服务的“未来之星”:

公司依托北控水务集团的强大股东背景, 集资源、资金、技术等综合优势于一体, 在获单能力, 项目作业质量综合评价, 盈利水平方面均处于行业较好水平。公司打造环卫业务“1+N”的商业模式, 以传统环卫业务为主体, 统筹推进垃圾分类、园林绿化、物业管理、水域保洁等业务, 专注提供全方位城市管理服务, 有望成为城市管理服务的“未来之星”。

## &gt; 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 2.72 港元:

我们结合公司盈利预测和行业估值情况, 给予公司目标价 2.72 港元, 相当于公司 2021 年和 2022 年 15 倍和 11.6 倍 PE, 目标价较现价有 45% 的上升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,863	2,711	3,769	4,997	6,407
同比增长	-	45.6%	39.0%	32.6%	28.2%
毛利率	29.8%	28.9%	30.0%	29.0%	28.0%
净利润	153	270	484	653	844
同比增长	-	75.8%	79.4%	34.9%	29.3%
净利润率	8.2%	9.9%	12.8%	13.1%	13.2%
每股盈利 (港仙)	5.68	9.99	13.43	18.13	23.44
PE@1.88HKD	0.0	18.8	14.0	10.4	8.0

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

# 目录

目录	2
1.公司介绍	5
1.1 中国综合废物管理解决方案提供商	5
1.2 环卫服务是公司核心收入和利润来源	6
1.3 公司环卫服务业务收入和利润增长强劲	7
2.环卫市场	8
2.1 市场不断扩容，行业规模持续增长	8
2.2 行业高度分散，头部企业强者恒强	12
3.危废行业	15
3.1 国家危废污染防治政策持续加强	15
3.2 危废处置能力仍存在较大缺口	16
4.公司竞争优势	17
4.1 强大股东背景带来资源优势	17
4.2 大单占比有利提升竞争力和市场份额	18
4.3 智慧化服务提升经济效益	20
5.财务分析	21
5.1 公司环卫业务运营和盈利能力处于行业较好水平	21
5.1 公司财务稳健，股东回报稳定	22
6.盈利预测	23
6.1 收入预测	23
6.2 盈利预测	23
7.估值与投资建议	23
风险提示	24

## 图目录

图 1: 公司股权结构图	6
图 2: 公司 2020H1 收入构成	6
图 3: 公司 2020H1 毛利润构成	6
图 4: 2014-2019 年公司营业收入 (百万港元)	7
图 5: 2014-2019 年公司归属股东净利润 (百万港元)	7
图 6: 2014-2019 年公司环卫业务收入 (百万港元)	7
图 7: 2013-2019 年公司环卫业务毛利润 (百万港元)	7
图 8: 中国环卫行业产业链	8
图 9: 中国环卫服务市场发展阶段	8
图 10: 2015-2018 年中国城市生活垃圾清运量及增速	10
图 11: 2015-2018 年中国城市清扫保洁面积及同比增速	10
图 12: 2014-2018 年中国城市建成区绿化覆盖率	10
图 13: 2014-2024E 中国城市化率	10
图 14: 2019-2020 年前 7 月成交年化额对比 (人民币亿元)	11
图 15: 2014-2024E 中国环卫服务市场规模 (人民币亿元)	11
图 16: 中国环卫市场主要参与者及特点	12
图 17: 城市综合服务商“双空间”业务的运营模式	14
图 18: 环卫一体化 PPP 项目运营模式	14
图 19: 2018 年中国工业危废处理利用量占比	15
图 20: 2014-2024E 中国危废产生量 (百万吨)	16
图 21: 2013-2019 年中国危废产能利用率	16
图 22: 北控水务商务版图	17
图 23: 深圳宝安新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	18
图 24: 公司新增大单年化金额占比	19
图 25: 公司智慧环卫平台	20
图 26: 主要环卫上市公司毛利率对比	21
图 27: 公司总资产负债率	22
图 28: 公司在手现金和经营现金流 (百万港元)	22
图 29: 公司 ROE 和 ROA	22
图 30: 公司应收账款期 (天数)	22

## 表目录

表 1: 公司发展历程	5
表 2: 环卫行业相关政策梳理	9
表 3: 2019 年新增市政环卫招标项目年化总金额排名	12
表 4: 主要物业公司进入环卫领域动作梳理	13
表 5: 危险废物政策梳理	15
表 6: 2020 年 TOP5 环卫一体化项目	18
表 7: 公司项目概况表	19
表 8: 公司合约面积及每平方米收入	19
表 9: 2019 年主要环卫上市公司 ROE 及拆分对比	21
表 10: 收入预测	23
表 11: 盈利预测	23
表 12: 行业估值	24

## 1. 公司介绍

### 1.1 中国综合废物管理解决方案提供商

公司是中国综合废物管理解决方案提供商，公司的业务主要覆盖环境卫生和危险废物处理业务。根据弗若斯特沙利文报告，按 2019 年收入计，公司为中国企业界别第四大环境卫生服务提供商。就危险废物处理业务而言，公司在营及试营项目的废物处置的总设计处理能力于 2019 年末在中国排名第四。2019 年公司荣获“中国固废网环卫十大影响力企业”，“中国智慧环卫智能+环卫运营二等奖”。

公司作为具有互补协同业务的废物管理解决方案供应商，环卫与危废处理业务能构成一体化运营，充分利用全链条管理优势，两项业务的互补性及协同性将助力公司的可持续发展。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2020	1 月 15 日，公司在香港联交所主板正式挂牌上市，发行总股本 36 亿股，其中发行新股 9 亿股，发行价每股 0.69 港币，募集资金净额 6.21 亿元港币。
2019	荣获“中国固废网环卫十大影响力企业”，“中国智慧环卫智能+环卫运营二等奖”
2019	环卫项目合约总价值超过 1 亿元人民币的项目有 51 个
2018	于第十届中国清洁环卫环境行业年会中荣获著名品牌、十大示范工程项目、十佳清洁服务供应商
2018	营运的环境卫生服务项目产生的年收益逾 1,600 百万港元
2016	收购青岛北控连同若干从事提供危险废物处理服务的项目公司（包括山东平福）
2016	荣获中国城市环境卫生协会智慧环卫专业委员会颁发的智慧环卫优秀示范奖—最具社会价值奖
2016	北控城市服务（中国）成立，我们开始在全国扩展环境卫生业务
2014	贵港医疗废物成立，开始营运广西贵港北控水务医疗废物处理中心
2013	贵港环卫成立，开始于广西贵港投资、建设及运营若干垃圾收运站，并从事生活垃圾的运输

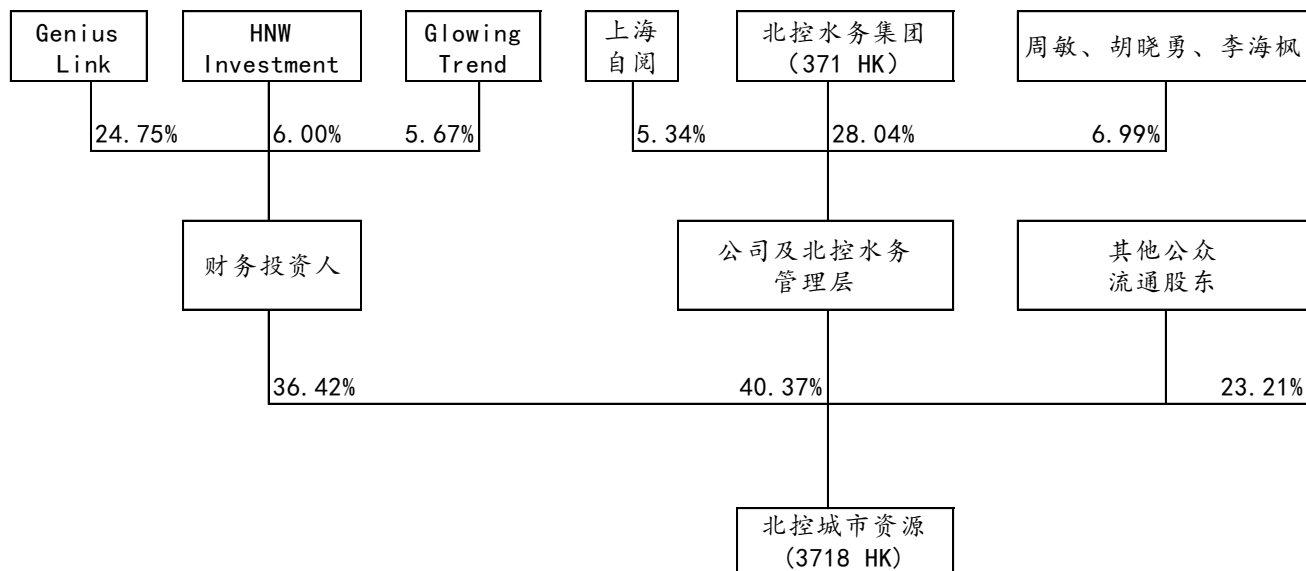
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司于 2020 年 1 月 15 日在香港联合交易所挂牌上市，目前总股本 36 亿。其中北控水务集团持股 28.04%，为公司的实际控制人；公司及北控水务管理层合计持股达到 40.37%；3 家财务投资人合计持股 36.42%；其他公众流通股占比为 23.21%。

公司管理团队由拥有丰富行业、管理及运营经验的专业人士组成。大部分高级管理层团队成员已于废物处理及能源及资源等相关行业工作逾十年。公司重视对管理层和员工的股权激励，公司高管及员工持股有助于激发管理团队的管理活力和员工积

极性，有利于公司长期稳定发展。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 环卫服务是公司核心收入和利润来源

2020 年上半年公司收入构成中，环卫服务收入占比 81.9%，危废处置收入占比 12.5%，其他业务收入占比 5.6%；2020 年上半年公司毛利润构成中，环卫服务毛利润占比 79.4%，危废处置毛利润占比 15.2%，其他业务毛利润占比 5.4%；

图 2：公司 2020H 收入构成

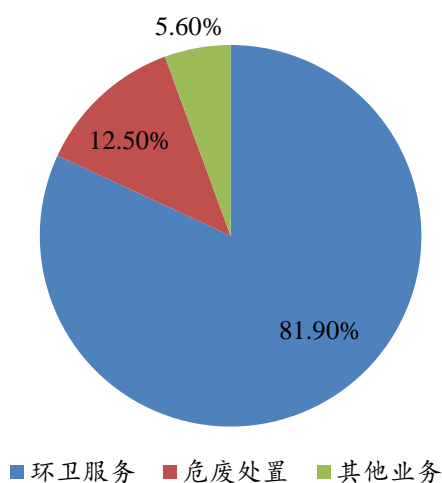
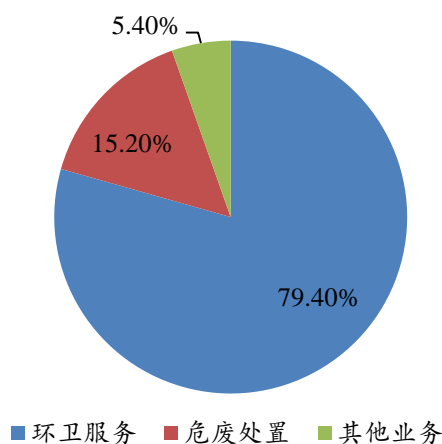


图 3：公司 2020H 毛利润构成



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 公司环卫服务业务收入和利润增长强劲

2020 年上半年公司实现营业收入约为 15.46 亿港元，同比增长 20.1%，归属于母公司的净利润约为 2.18 亿元，同比增长 71.6%。公司收入和净利润增长主要受益环境卫生服务项目的收入和利润的增加。

2020 年上半年公司环卫业务实现收入约为 12.66 亿港元，同比增长 39.6%，实现毛利润为 4.03 亿港元，不含疫情相关的增值税及其他减免优惠毛利率为 26.3%，同比提升 2.2 个百分点。

图 4：2018-2020 1H 公司营业收入（百万港元）

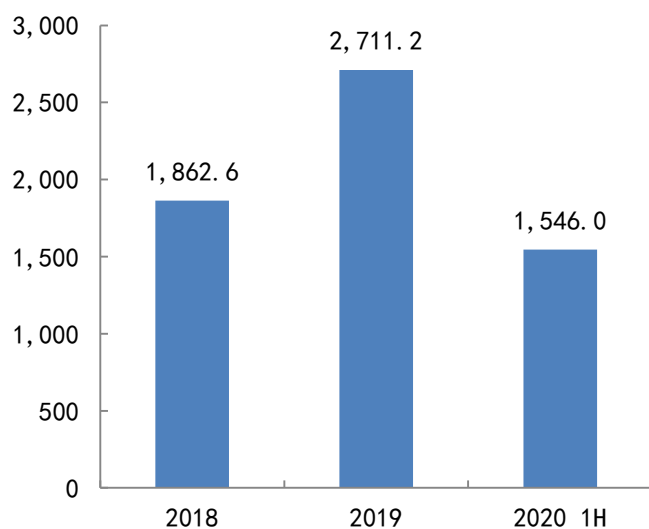
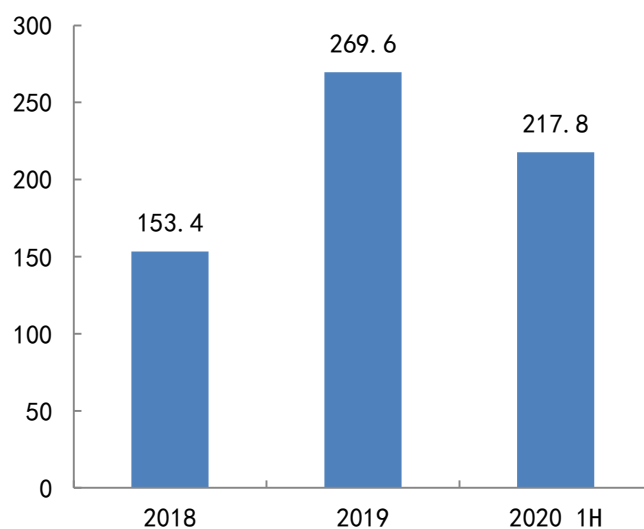


图 5：2018-2020 1H 公司归属股东净利润（百万港元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：2017-2020 1H 公司环卫业务收入（百万港元）

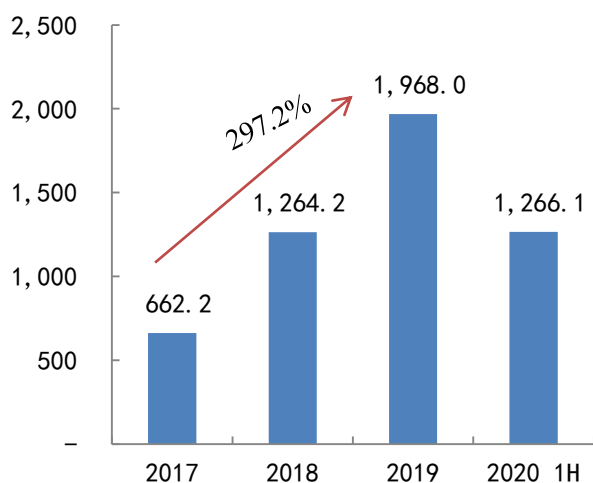
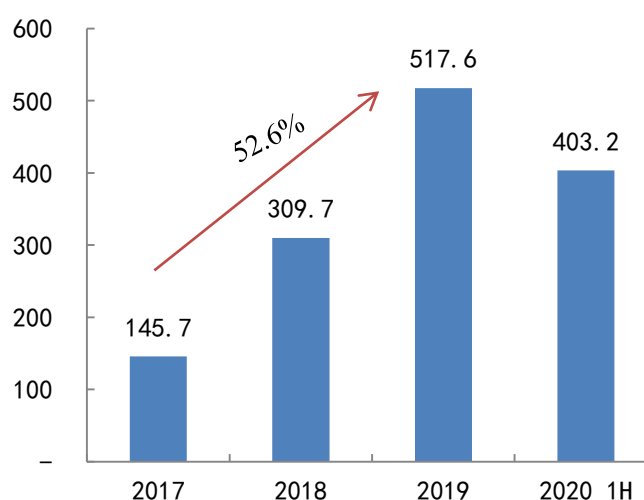


图 7：2017-2020 1H 公司环卫业务毛利润（百万港元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



## 2.环卫市场

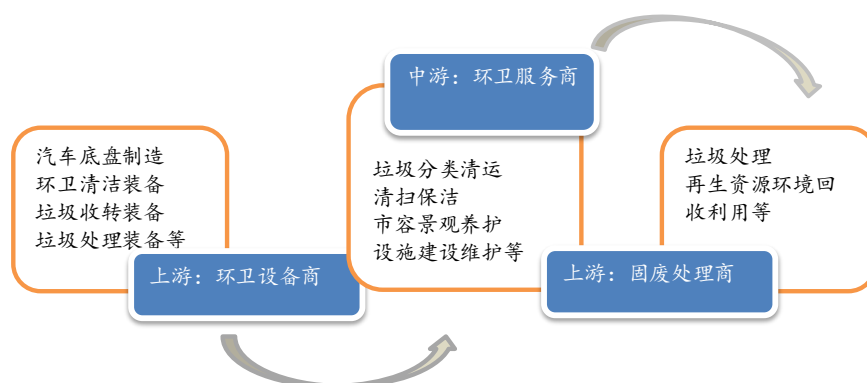
### 2.1 市场不断扩容，行业规模持续增长

#### 2.1.1 环卫行业正处于高速发展期

环卫服务市场是为市政体系服务的集道路清扫、垃圾转运、厕所清洁等综合清洁服务市场，其公用事业属性明显，兼具垄断效应和规模相应，所以其市场发展格局往往与公用事业行业：污水处理、垃圾焚烧、电力燃气市场类似。

环卫服务业是城市公用事业的一部分，工作内容为对城市环境卫生和市容市貌进行维护，具体包括：(1)城市道路、广场等公共区域的清扫保洁、洒水作业；(2)居民区、公共区域的生活垃圾收集、清运；(3)环卫设施如公厕、废物箱、垃圾中转站的建设、维修和保养；(4)城市垃圾、粪便、特种垃圾的终端无害化处理；(5)城市市容景观绿化的规划、建设和养护等。

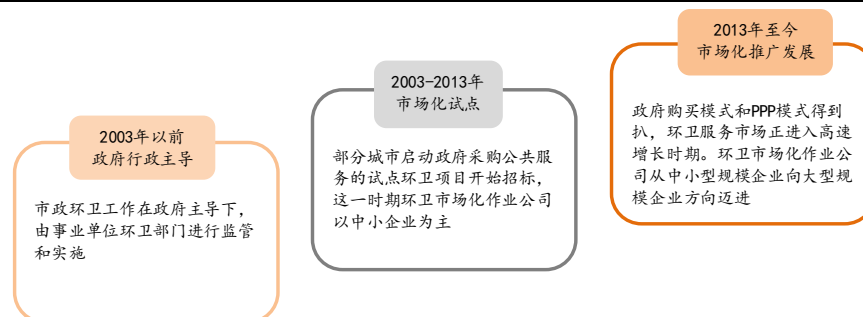
图 8：中国环卫行业产业链



资料来源：E20 水网固废网、国元证券经纪（香港）整理

我国环卫服务最早主要由政府管理和实施的，国家出台政府购买公共服务相关政策后，环卫服务市场化成为必然发展趋势，目前处于第三阶段即市场化推广发展阶段。

图 9：中国环卫服务市场发展阶段



资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理



## 2.1.2 政策驱动环卫市场化快速推进

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。2020 年 4 月，新版固废法审议通过，确认我国将推行生活垃圾分类制度，生活垃圾分类首次写入国家立法。新固废法在生活垃圾治理方面，进行了全方位升级，当下人民群众最关心的垃圾分类全面纳入，为未来生活垃圾治理的全面提升提供了有力法治保障。

表 2：环卫行业相关政策梳理

2002. 12	建设部	《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
2013. 9	国务院办公厅	《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
2014. 9	财政部	《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
2017. 7	财政部	《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
2019. 6	生态环境部、住建部等 9 部门	《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》	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，至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。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

资料来源：发改委、财政部、住建部等、国元证券经纪（香港）整理

2020 年 9 月，习近平主席主持召开中央深改委，审议通过《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》（简称《意见》），会议指出，将从落实城市主体责任、推动群众习惯养成、加快分类设施建设、完善配套支持政策等方面入手，加快构建以法治为基础、政府推动、全民参与、城乡统筹、因地制宜的垃圾分类长效机制，加强全链条管理。我们认为《意见》的审议通过有助于垃圾分类政策加速推进，垃圾分类政策的实施将充分带动环卫行业收运环节需求释放。

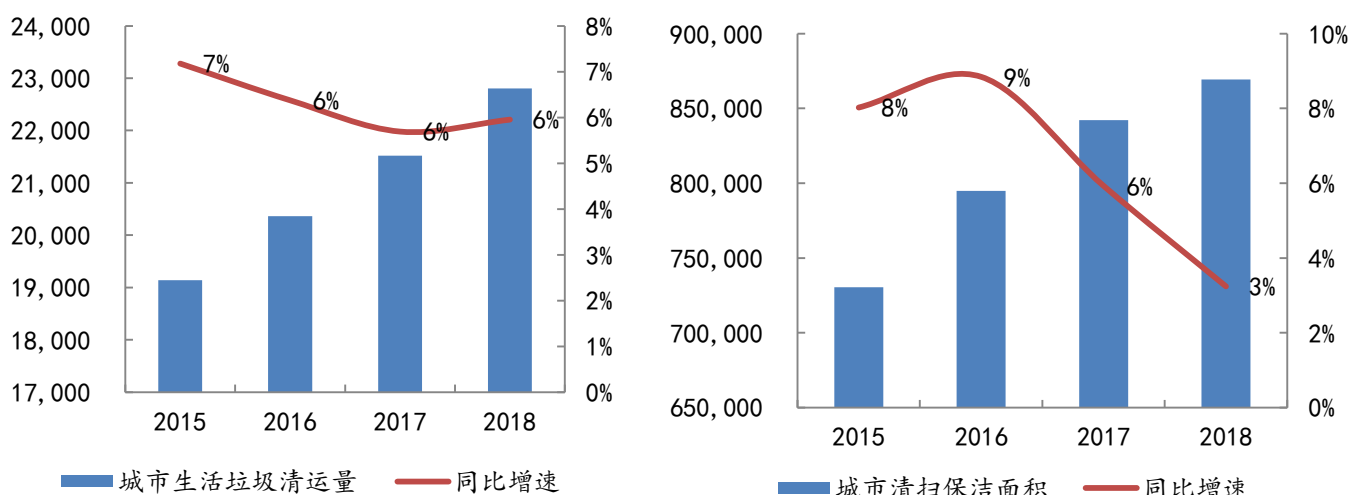
目前 46 个试点城市中已有 16 个城市发布新版《生活垃圾管理条例》，南京、大连新版垃圾分类条例已经人大常委会审议通过；郑州、重庆生活垃圾分类管理办法已公开征求意见。此外，儋州、三沙、三亚、焦作等非试点城市也将于 2020 年底或 2021 年初正式实施生活垃圾分类制度。垃圾分类是清扫转运的前端，在各地推广的前期，存在社区指导、监督分类的服务需求，可以自然地纳入到环卫一体化的项目中去，继续拓宽环卫一体化项目的范围和规模。

### 2.1.3 环卫市场化规模持续增长

目前市场上主流的环卫一体化项目主要服务内容包括道路清扫和保洁、垃圾收运和转运、绿化管理、公厕管理等。过去 10 年，这四方面的需求一直在稳步提升。

由于环境卫生服务主要于中国城市及郊区提供，城市化为市场的主要驱动因素。于 2018 年至 2024 年，中国的城市化率预期由 59.6% 上升至 67.4%，而大部分现有城市地区的城市化水平预期会进一步提高。因此，未来环境卫生服务的覆盖范围预期会进一步扩大，现有区域的服务需求也将进一步增加。

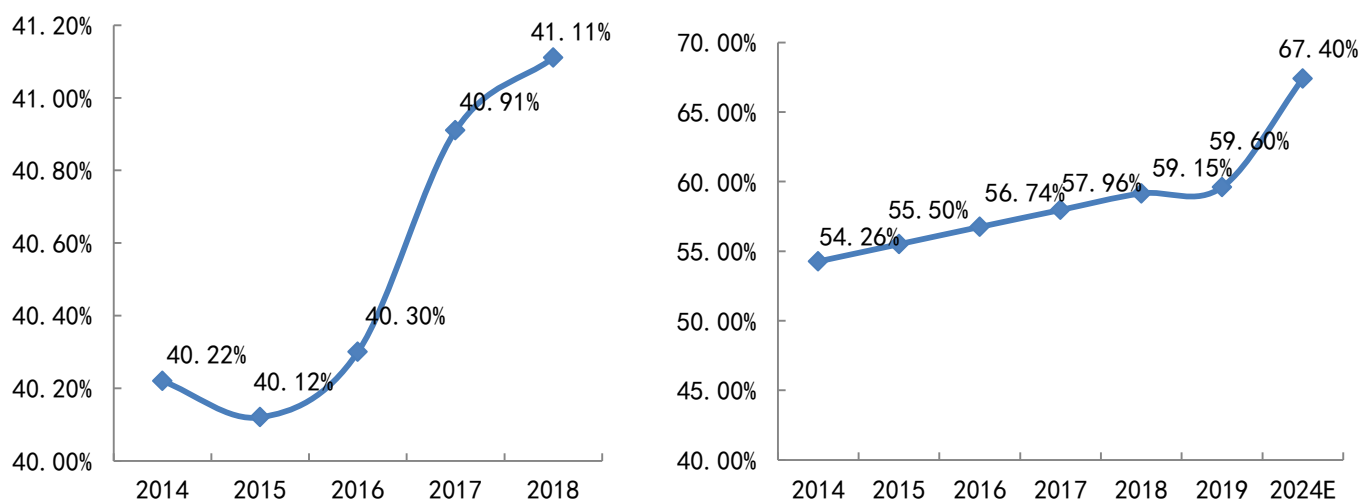
图 10: 2015-2018 年中国城市生活垃圾清运量及增速 图 11: 2015-2018 年中国城市清扫保洁面积及同比增速



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 12: 2014-2018 年中国城市建成区绿化覆盖率 图 13: 2014-2024E 中国城市化率

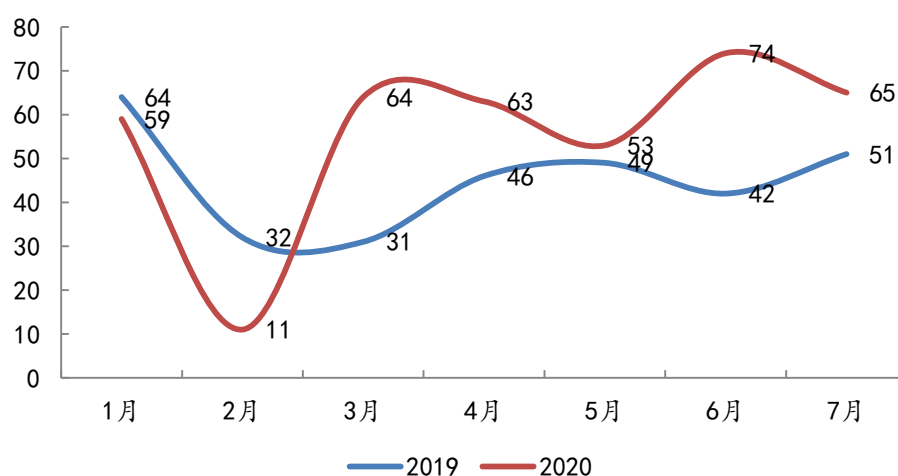


资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

环境司南数据监测显示，截止7月31日，2020年前七个月，全国各地环卫运营项目的成交年化额达到389亿，与去年同期相比增长23.5%。按今年前7个月成交年化额月平均值55亿元估算，预计8-12月的成交年化额大约是275亿元，2020年度全国环卫运营项目的成交年化总额有望突破600亿大关，再创历史新高。近五年来，全国环卫市场化增势不减，成交年化额呈现出逐年走高的态势，其中：2017年的增幅为54%，2018年的增幅为12%，2019年度的增幅为29%，2020年度的增幅有望在17%左右。

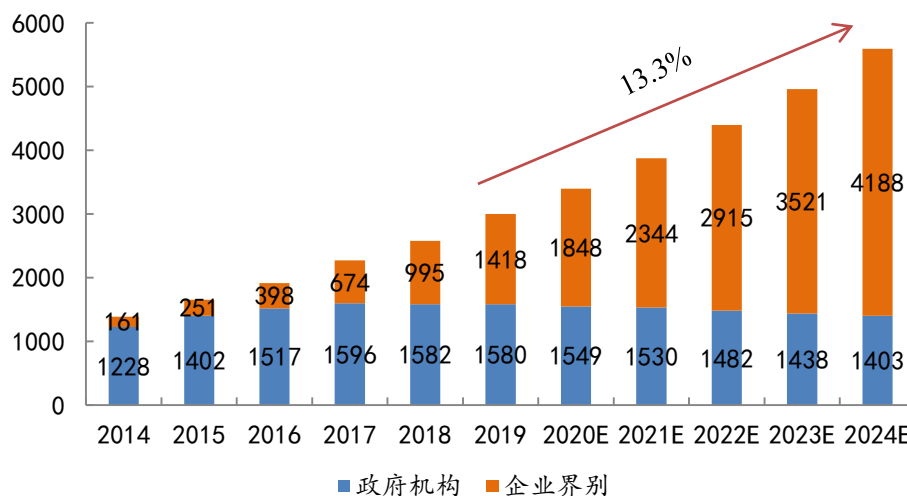
图 14：2019-2020 年前 7 月成交年化额对比（人民币亿元）



资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理

根据弗若斯特沙利文报告，2019年环卫服务市场规模为2,998亿元，到2024年市场规模有望达到5,591亿元，未来五年环卫服务市场空间的复合增速约为13.3%。

图 15：2014-2024E 中国环卫服务市场规模（人民币亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

## 2.2 行业高度分散，头部企业强者恒强

### 2.2.1 行业高度分散，市场参与者类型较多

基于环卫项目的轻资产模式以及环卫市场容量的快速增长趋势，近年来行业新进入者呈现增加趋势，包括上游设备制造商中联环境、龙马环卫，下游垃圾发电运营商美欣达、城发环境等，以及岭南园林等来自环保行业的新进入者。

图 16：中国环卫市场主要参与者及特点

大型国有企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>•特点：政府资源丰富，国有背景攻城略地</li> <li>•公司：北京环境、北控城市资源、中环洁、启迪环境</li> </ul>
装备类环卫公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>•特点：政府资源丰富，依托国有背景攻城略地</li> <li>•公司：龙马环卫、中联重科、徐工环境</li> </ul>
末端固废处理延伸的环卫	<ul style="list-style-type: none"> <li>•特点：与地方政府关系良好，企业核心在末端处置，目前环卫估量不大</li> <li>•公司：中国天楹、光大环境、瀚南环境</li> </ul>
物业、绿化等转型而来的环卫企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>•特点：进入市场较早，依托早有的项目运营经验。借助市场化浪潮跑马圈地</li> <li>•公司：万科物业、侨银环保、玉禾田</li> </ul>
区域性环卫企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>•特点：草根出身，缺乏背景和资金优势，但在区域内有一定影响力</li> <li>•公司：昌邑廉洁、上海中荷、东莞家宝、新安洁</li> </ul>

资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理

从 2019 年的市场格局来看，北京环境、侨银环保、龙马环卫、中联重科等前十大新增订单获取服务商当年签订的合同年化总金额来看，CR10 市占率仅为 21%，表明环卫行业还处于完全竞争的蓝海状态。

表 3：2019 年新增市政环卫招标项目年化总金额排名

Top	公司	金额（人民币亿元/年）	市占率
1	北京环境	25.89	6.50%
2	侨银环保	12.36	3.10%
3	龙马环卫	10.77	2.70%
4	中联重科	7.06	1.80%
5	中环洁	5.32	1.30%
6	玉诚环境	5.05	1.30%
7	北控城市资源	4.97	1.20%
8	启迪环境	4.78	1.20%
9	家宝园林	4.55	1.10%
10	廉洁环卫	3.63	0.90%

资料来源：E20 水网固废网、国元证券经纪（香港）整理

## 2.2.2 物业巨头纷纷布局环卫市场，加剧行业竞争

截至 2020 年 5 月，已经有 3,322 家企业新增了环卫业务，其中 195 家是物业相关企业，占 2020 年总量的 6%。随着城市管理精细化已成为各级政府的重要任务，万科、龙湖、碧桂园等物业头部公司纷纷入局环卫市场。万科物业在珠海横琴新区试水首个“物业城市”、龙湖物业在重庆两江新区探索“城市管家”；绿城生活集团与中环节战略合作；碧桂园服务推出“城市共生计划”，并于近日以 24.5 亿元大手笔收购环卫公司满国康洁 70% 股权，收购 PE 约 15.9 倍。

**表 4：主要物业公司进入环卫领域动作梳理**

企业名称	具体动作	时间	具体内容
万科物业	项目合作	2018年5月	珠海横琴“物业城市”
		2019年9月	珠海横琴“物业城市”
		2019年	广州白云“物业城市”
		2019年	成都高新区“物业城市”
		2019年	青岛动车小镇“物业城市”
		2020年5月	厦门鼓浪屿“物业城市”
龙湖物业	合资合作	2018年7月	重庆两江新区“城市管家”
碧桂园	战略规划	2018年12月	提出“城市共生计划”
	项目中标	2020年4月	寿阳县环卫作业市场化运作项目
	收购公司	2020年10月	以24.5亿元收购环卫公司满国康洁70%股权
建业物业	项目中标	2020年1月	与郑州市二七区城市管理执法局战略合作，探索城市服务模式
保利物业	项目中标	2020年5月	洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目三标段
雅居乐	战略合作	2020年6月	与玉禾田建立战略合作关系
招商局物业	项目中标	2020年6月	中标东莞市松山湖城市综合管理项目
绿城生活集团	战略合作	2020年6月	与中环洁战略合作，打造健康、智慧新社区

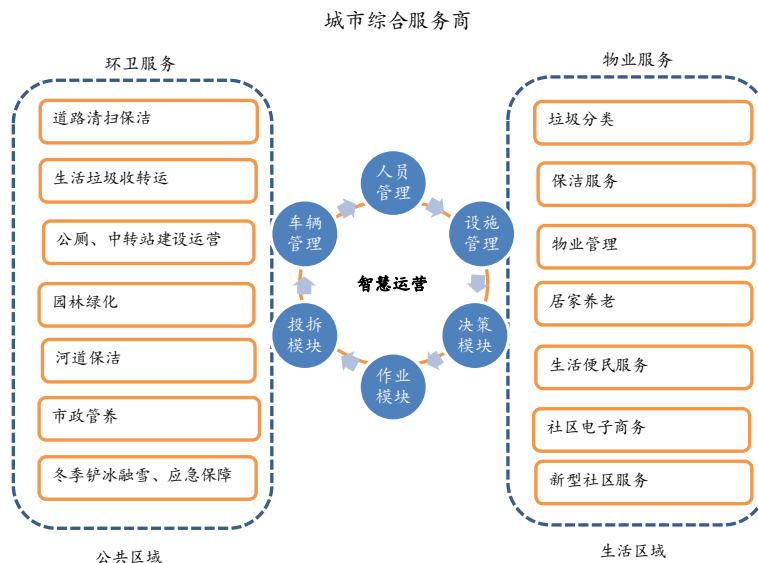
资料来源：E20 水网固废网、环境司南、国元证券经纪（香港）整理

环卫与物业属于服务性项目，现金流较好，项目运作呈现“短平快”的特点。但环卫与物业有明显的差异。一方面，环卫是开放式管理，人员结构老龄化，采用大型机械化设备进行作业，业主单位为政府；另一方面，物业公司是封闭式（围墙内）管理，人员较环卫行业相对年轻，主要采用小型设备进行作业，业主是千万老百姓。

近期物业公司开始从生活区域走向公共区域，“双空间、跨区域、一体化”模式正在悄然拉开序幕。无论是传统环卫公司还是物业公司，预期跨区域业务拓展及项目运营都将面临着一定挑战。物业管理的发展要比环卫市场化更早，在资金、人才、管理、标准、制度等方面更加趋于成熟。而在城市管理服务一体化趋势下，物业公司也需要从生活区域走向公共区域，要求物业服务企业的多元化服务越来越丰富。因此在城市综合服务体运营模式下，预期未来物业公司和环卫公司的战略合作，收并购也会越来越多。总之，城市环卫服务的蓝海市场正被逐步打开，未来环卫行业的竞争将会越来越激烈，而优质龙头企业有望在竞争中脱颖而出。



图 17：城市综合服务商“双空间”业务的运营模式

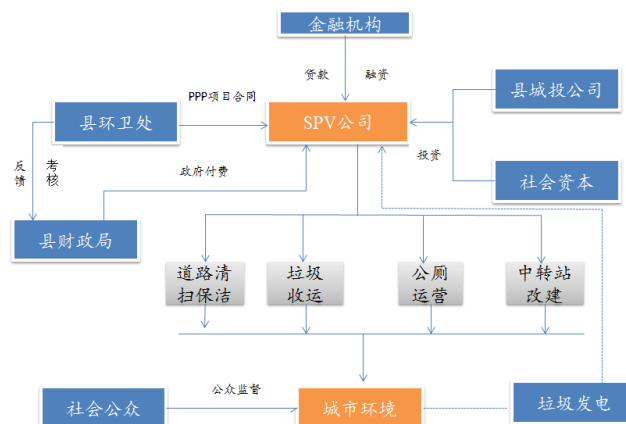


资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理

### 2.2.3 环卫一体化项目大标化，有利于龙头企业份额提升

2020 年是环卫行业大标年份，超大体量项目频出。截止目前，年度 TOP10 项目的合同额均超过 10 亿元，特别是环卫一体化 PPP 项目大量涌现，合同金额呈扩大趋势。环卫一体化 PPP 项目由政府部门与中标公司合资成立项目公司 SPV，并获得特许经营权，由其全权建设运营环卫一体化项目。该模式有助于缓解地方政府财政紧张的问题，减少设备采购资金压力。另外，专业化公司服务效率更高，能提供更好的服务质量，市场化推行能形成质量统一、高效的市场环境。环卫一体化项目大标化趋势下，有利于龙头企业份额提升。

图 18：环卫一体化 PPP 项目运营模式



资料来源：E20 水网固废网、国元证券经纪（香港）整理

## 3.危废行业

### 3.1 国家危废污染防治政策持续加强

《固体废物污染环境防治法》简称《固废法》，自 1995 年通过以来，已先后经历 5 次修改，是生态环境保护领域法律中修改次数最多的一部法律，凸显了该法在生态环境领域的重要地位。新《固废法》将于 2020 年 9 月 1 日起施行，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。

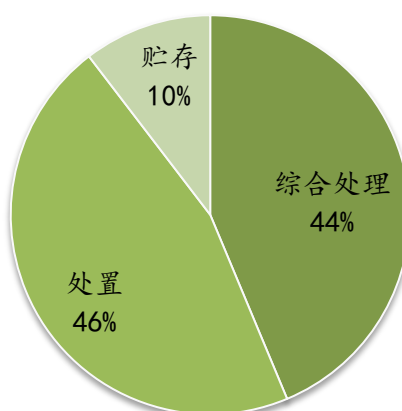
表 5：危险废物政策梳理

2019/11/7	生态环境部	《危险废物鉴别标准通则》	进一步明确了鉴别程序，明确列入《国家危险废物名录》但不排除具有腐蚀性、毒性、易燃性、反应性的固体废物，依据GB5085.1-6以及HJ298进行鉴别
2019/11/12	生态环境部	《危险废物鉴别技术规范》	进一步细化了危险废物鉴别的采样对象、份样数、采样方法、检测结果判断等技术更新，增加了环境事件涉及的固体废物特性鉴别的采样、检测、判断等技术要求
2020/4/29	全国人大常委会	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》（2020年修订）	自2020年9月1日起施行。强调固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则；固体废物污染环境防治坚持污染担责的原则；产生工业固体废物的单位应当取得排污许可证

资料来源：生态环境部、国元证券经纪（香港）整理

危废主要包括工业废物、市政废物与医疗废物。其中工业废物占比 70% 以上、医疗废物约 14%。我国危废处置的方法主要有综合利用、处置和贮存。2018 年，200 个大中城市工业危废产生量达 4,643 万吨，综合利用量 2,367.3 万吨，处置量 2,482.5 万吨，贮存量 562.4 万吨。工业危险废物综合利用量占利用处置总量的 43.7%，处置、贮存分别占比 45.9% 和 10.4%。

图 19：2018 年中国工业危废处理利用量占比



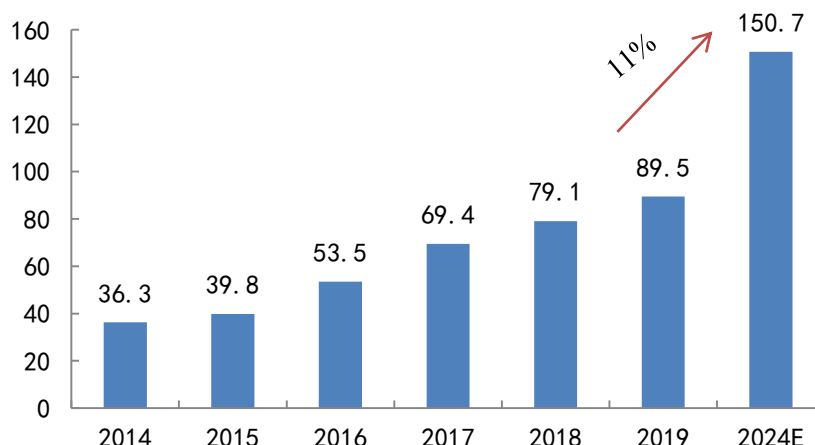
资料来源：生态环境部、中国统计年鉴、国元证券经纪（香港）整理



### 3.2 危废处置能力仍存在较大缺口

随着经济和社会发展，我国危险废物产生量越来越大，特别是工业危废呈现增长态势。随着危废产量的快速增长，我国核准的危废处置产能也不断攀升，但与产生的危废量相比，当前实际危废处置能力仍有较大缺口。

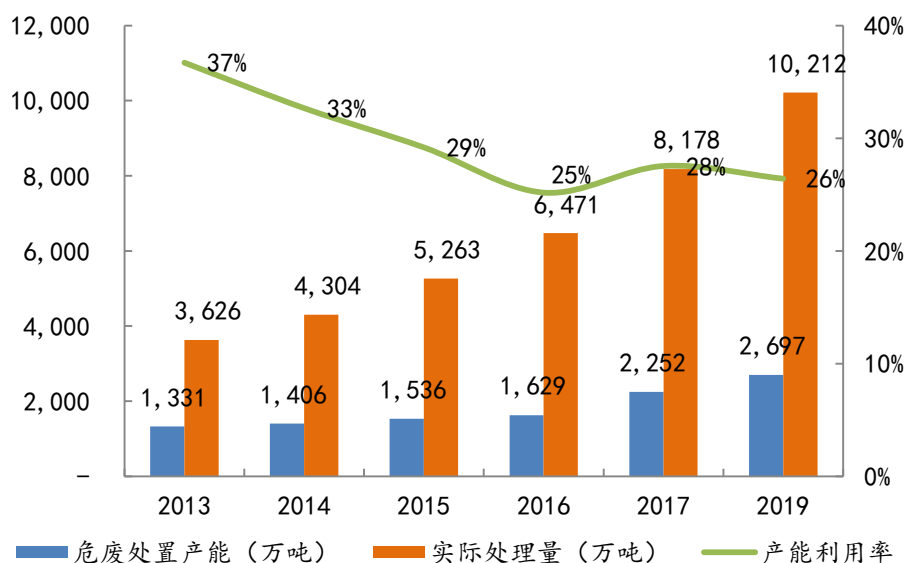
图 20：2014-2024E 中国危废产生量（百万吨）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2018 年，全国危险废物（含医疗废物）经营单位核准收集和利用处置能力达 10,212 万吨/年（含收集能力 1201 万吨/年）；但实际收集和利用处置量为 2,697 万吨（含收集 57 万吨），核准产能投产率仅为 26.4%。

图 21：2013-2019 年中国危废产能利用率



资料来源：《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》、国元证券经纪（香港）整理



## 4.2 大单占比有利提升竞争力和市场份额

截至目前，公司在 2020 年度 TOP5 超大环卫项目竞标中，公司占据 2 个超级大单，分别是深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目和广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目。

表 6：2020 年 TOP5 环卫一体化项目

Top	项目名称	开标时间	合同金额（万元）	中标公司
1	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目	2020/5/23	780,631	盈峰环境(000967.SZ)
2	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化PPP项目	2020/2/23	701,962	北控城市资源(3718.HK)
3	高平市城乡环卫一体化特许经营项目	2020/1/15	279,979	美欣达环卫
4	江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目	2020/9/2	156,523	北控城市资源(3718.HK)
5	南昌市红谷滩城市投资集团有限公司 市政公共服务市场管理一体化入围项目（标段一）	2020/8/6	150,000	玉禾田(300815.SZ)

资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理

深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目是深圳市宝安区首个环卫 PPP 项目，公司中标日期为 2020 年 2 月 17 日，预计合约总价值超过人民币 73 亿元，预计年收入达到人民币 4.87 亿元（其中：新桥街道：18,971 万元/年；沙井街道：29,776 万元/年），合约服务年期为 15 年。该项目作业内容涵盖道路清扫保洁 1,400 余万平方米，每日收运、转运垃圾 1,200 余吨，运维管理垃圾转运站 39 座，公共厕所 52 座，维护垃圾分类设施 1,048 个，管养行道树 53,000 多株，绿化管养面积超过 255 万平方米。在该项目竞标中，包括北京环境、中联环境、中环洁、龙马环卫、家宝园林、玉禾田、北控环境等 13 家社会资本顺利通过资格审查，而最终北控环境成功突围，成为该项目第一中标候选人，充分彰显出公司的市场竞争力。

图 23：深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目



资料来源：环境司南、国元证券经纪（香港）整理

2020年1-6月，公司中标环卫项目累计总合同额达到约89亿元。而根据公司公告，2020年9月2日，公司成功中标广东省江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目，总合同金额15.65亿元，预计年收入1.76亿元；2020年10月5日，中标四川省泸州市叙永县综合行政执法局叙永县清扫保洁服务项目，总合同金额5,208万元，预计年收入1,736万元。

因此，截至目前初步测算，2020年公司在广东、河北、河南、湖北、湖南、青海、山东、山西、陕西、四川等多个省份中标各类环卫项目，累计合同额已近百亿。

表 7：公司项目概况表

中标年份	项目数量	年服务金额 (亿港元)	平均期限 (年)	总合同金额 (亿港元)
2016 年	16	3.27	17	55.37
2017 年	32	8	11	89.66
2018 年	22	4.35	8	35.22
2019 年	24	8.5	9	77.19
2020 年 1-6 月	13	8.05	11	89.02
总计	107	32.17	11	346.46

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

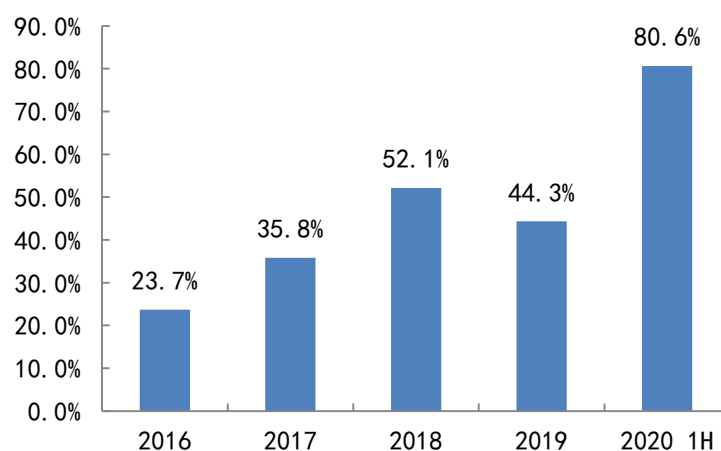
表 8：公司合约面积及每平方米收入

	2018	2019	2020 年 6 月
合约面积（百万平方米）	142.83	150.336	177.6
每平方米收入（港元/平方米）	9.2	10.7	6.2

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司积极布局大体量、长周期的环卫项目。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2020 1H的80.6%。

图 24：公司新增大单年化金额占比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



### 4.3 智慧化服务提升经济效益

“智慧环卫”依托现代物联网技术，可实现对环卫工人和环卫设备的实时动态监控，同时及时反映所辖区域垃圾产生量、垃圾清扫效果、垃圾收运动态等信息，能在整个系统内进行任务分配、提高突发事件应对能力，提高环卫企业管理效率，降低管理成本，从而获得更高的经济收益。2019 年度智慧环卫市场最显著的变化，就是垃圾分类相关项目暴增，全年共开标各类垃圾分类系统平台开发及运营项目 64 个，年度 10 大智慧环卫项目全部为垃圾分类相关项目。

截止 2020 年 6 月 30 日，公司 15 个项目已上线智能环卫系统，3 个项目已完成智慧环卫平台建设。未来公司计划植入 5G 和大数据等技术应用，建设集团化整体智慧环卫平台，辐射全部环卫项目。

图 25：公司智慧环卫平台



资料来源：公司公告、环境司南、国元证券经纪（香港）整理

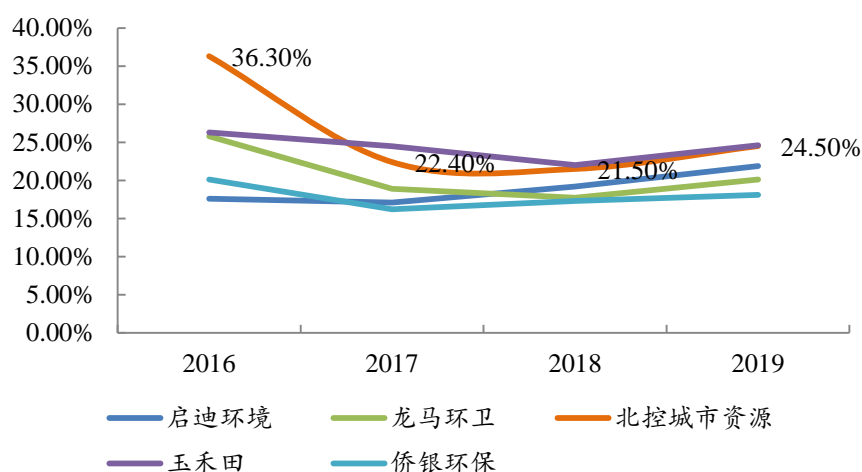
## 5. 财务分析

### 5.1 公司环卫业务运营和盈利能力处于行业较好水平

环卫行业在定价模式采取成本加成模式，基于行业合理利润率（相当于净利率）招标定价。

公司打造环卫业务“1+N”的商业模式，以传统环卫业务为主体，统筹推进垃圾分类、园林绿化、物业管理、水域保洁等业务，专注提供全方位的城市管理服务。2019年公司毛利率为24.5%，处于行业较好水平，公司优于行业的盈利水平也充分显示出公司商业模式及运营效率在行业中的竞争实力。

图 26：主要环卫上市公司毛利率对比



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

通过上市环卫公司杜邦分析对比来看，2019年公司ROE为16.7%，仅次于玉禾田，而通过分拆来看，主要是资产周转率较低所致，但公司权益乘数和净利率均位于行业较高水平。预计未来随着行业竞争加剧，公司将凭借在质量管理、成本控制和融资能力的优势获取更多份额，盈利水平有望进一步提升。

表 9：2019 年主要环卫上市公司 ROE 及拆分对比

公司简称	ROE	净利率	权益乘数	资产周转率
龙马环卫	11.24%	7%	1.8	0.98
盈峰环境	9.08%	11%	1.6	0.51
玉禾田	37.30%	9.50%	2.8	1.51
侨银环保	14.58%	7.70%	2.9	0.83
启迪环境	2.40%	4.20%	2.82	0.24
北控城市资源	16.70%	12.92%	2.94	0.55

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 5.1 公司财务稳健，股东回报稳定

环卫服务市场公用事业属性明显，兼具垄断效应和规模相应。环卫服务业的客户主要为政府环卫管理部门，通过公开招投标的方式获得，运营期平均为 3-5 年，采取轻资产模式，项目由地方财政预算出资，根据每月作业效等综合评价指标打分。款项按月或季度支付，支付周期约 1-3 个月，因此，环卫具有建设周期较短和现金流稳定的特点。

2019 年公司总资产负债率约 54.73%，2019 年加权平均资产收益率约 16.7%；2020 年上半年公司在手现金约 13.87 亿港元，经营现金流 3.79 亿港元，公司整体财务稳健，经营良好，股东回报稳定。

图 27：公司总资产负债率

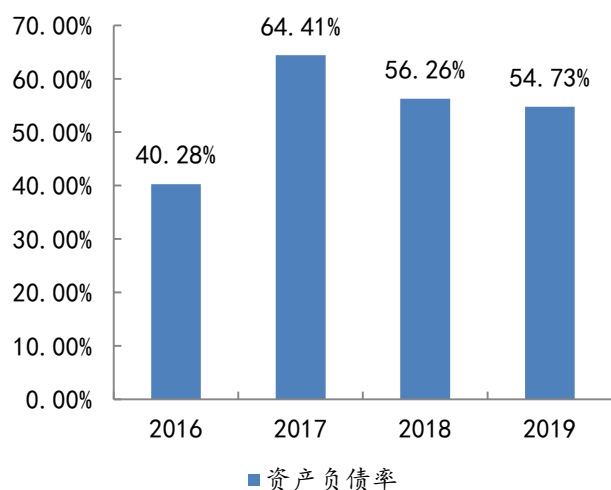
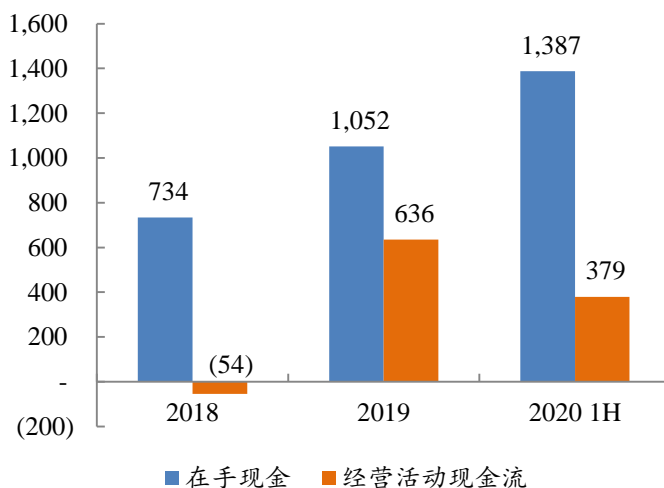
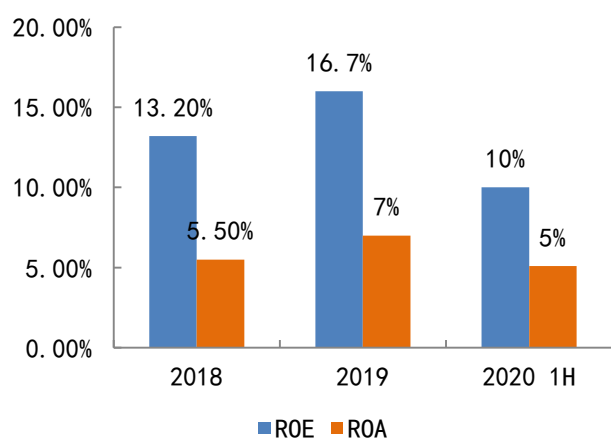


图 28：公司在手现金和经营现金流（百万港元）



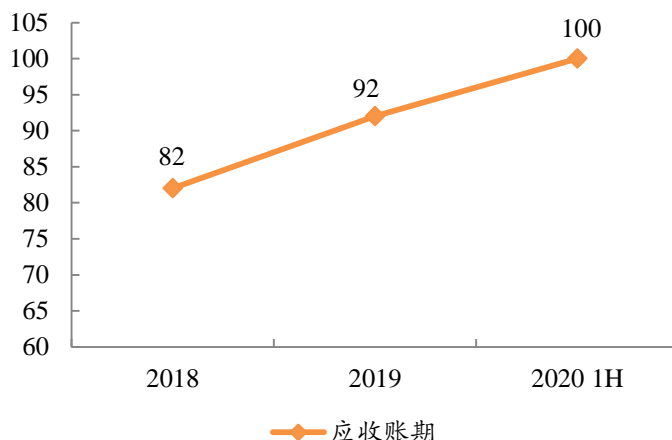
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 29：公司 ROE 和 ROA



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 30：公司应收账款期（天数）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



## 6. 盈利预测

### 6.1 收入预测

根据公司的商业盈利模式，在环卫服务板块，我们基于公司已签合同总金额和年化服务金额来预测收入；危废板块则根据项目进度，基于处理量和单价来预测收入。

我们预测公司 2021 年收入为 49.97 亿港元，同比增长 32.58%。其中环境卫生业务收入为 41.18 亿港元，同比增长 35%；危险废物处理收入为 7.1 亿港元，同比增长 30%。

表 10：收入预测

(百万港元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入合计	1,863	2,711	3,769	4,997	6,407
同比增长		45.56%	39.03%	32.58%	28.20%
环境卫生服务	1,264	1,968	3,050	4,118	5,354
同比增长		55.67%	55.00%	35.00%	30.00%
危险废物处理	422	540	546	710	887
同比增长		28.02%	1.00%	30.00%	25.00%
其他业务	176	203	173	170	166
同比增长		15.05%	-14.64%	-2.00%	-2.00%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

### 6.2 盈利预测

我们预测公司 2021 年归属股东净利润为 6.53 亿港元，同比增长 34.94%。

表 11：盈利预测

(百万港元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利	554	783	1,131	1,449	1,794
同比增长		41.29%	44.34%	28.16%	23.78%
除税前利润	263	433	777	1,049	1,356
同比增长		64.86%	79.35%	34.94%	29.33%
归属股东净利润	153	270	484	653	844
同比增长		75.84%	79.35%	34.94%	29.33%
每股盈利（港仙）	5.68	9.99	13.43	18.13	23.44
同比增长		75.88%	34.47%	34.94%	29.33%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

## 7. 估值与投资建议

我们结合公司盈利预测和行业估值情况，给予公司目标价 2.72 港元，相当于公司 2021 年和 2022 年 15 倍和 11.6 倍 PE，目标价较现价有 45% 的上升空间，首次覆盖

给予“买入”评级。

表 12：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE			PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E		2022E
H股															
0257. HK	光大环境	HKD	4. 59	282	273. 4	376. 9	37. 9%	43. 2	52. 0	20. 5%	5. 4	4. 7	4. 1	3. 7	0. 7
1381. HK	粤丰环保	HKD	3. 31	81	33. 5	39. 9	19. 0%	7. 5	8. 9	18. 3%	9. 0	7. 4	6. 2	5. 7	1. 3
1330. HK	绿色动力环保	HKD	3. 95	103	11. 7	19. 2	63. 3%	3. 1	4. 6	49. 2%	9. 9	8. 4	7. 0	6. 0	1. 2
0895. HK	东江环保	HKD	5. 75	89	37. 0	38. 1	3. 1%	4. 7	4. 7	1. 7%	10. 7	9. 8	7. 7	6. 6	1. 1
3989. HK	首创环境	HKD	0. 12	17	53. 1	66. 3	24. 9%	2. 1	3. 4	62. 1%	5. 1	-	-	-	0. 4
1257. HK	光大绿色环保	HKD	3. 41	70	70. 1	93. 0	32. 6%	13. 2	16. 2	22. 4%	4. 3	4. 0	3. 4	2. 8	0. 7
行业平均											7. 4	6. 9	5. 7	5. 0	0. 9
A股															
000967. SZ	盈峰环境	RMB	8. 63	273	148. 0	140. 9	-4. 8%	9. 7	15. 2	56. 3%	20. 1	17. 2	14. 5	12. 5	1. 7
300815. SZ	玉禾田	RMB	115. 62	160	32. 0	39. 9	24. 8%	2. 1	3. 5	67. 7%	51. 2	24. 9	23. 3	17. 9	7. 0
002973. SZ	侨银环保	RMB	26. 07	107	17. 9	24. 4	36. 4%	1. 2	1. 5	25. 1%	81. 1	32. 9	30. 7	22. 7	8. 7
603686. SH	龙马环卫	RMB	22. 56	94	39. 1	47. 0	20. 0%	2. 7	3. 0	11. 9%	34. 7	23. 5	19. 8	16. 2	3. 6
行业平均											46. 8	24. 6	22. 1	17. 3	5. 2
3718. HK	北控城市资源	HKD	1. 88	68	22. 3	27. 3	22. 3%	4. 3	2. 8	-34. 6%	24. 1	13. 8	11. 4	9. 1	2. 6

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 风险提示

订单增长低于预期，PPP模式融资收紧，政府应收账款期延长

## 财务报表摘要

### 损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	1,863	2,711	3,769	4,997	6,407
经营成本	(1,308)	(1,928)	(2,639)	(3,548)	(4,613)
毛利	554	783	1,131	1,449	1,794
行政费用	(291)	(320)	(323)	(349)	(377)
财务开支	(44)	(72)	(73)	(80)	(88)
应占联营公司利润	(1)	0	0	0	0
其他开支	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)
<b>税前盈利</b>	263	433	777	1,049	1,356
所得税	(43)	(87)	(157)	(212)	(274)
少数股东应占利润	66	76	137	184	239
<b>归属股东净利润</b>	153	270	484	653	844
折旧及摊销	156	237	241	246	251
<b>EBITDA</b>	(403)	(514)	(522)	(566)	(600)
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-	46%	39%	33%	28%
EBITDA (%)	-	28%	1%	9%	6%

### 资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>现金</b>	734	1,052	998	882	1,044
应收账款	657	775	814	855	898
存货	87	45	47	49	52
其他流动资产	873	415	773	848	898
<b>流动资产</b>	2,352	2,287	2,632	2,634	2,891
固定资产	1,527	1,749	2,469	3,189	3,909
其他固定资产	1,024	952	937	1,037	1,088
<b>非流动资产</b>	2,551	2,700	3,406	4,225	4,997
<b>总资产</b>	4,902	4,987	6,038	6,859	7,888
<b>流动负债</b>	1,453	1,618	1,735	1,922	2,144
应付帐款	122	161	169	177	186
短期银行贷款	306	564	592	622	653
其他短期负债	1,025	893	974	1,123	1,306
<b>非流动负债</b>	1,305	1,112	1,168	1,226	1,287
长期银行贷款	1,049	826	867	910	956
其他负债	256	286	301	316	331
<b>总负债</b>	2,758	2,730	2,903	3,148	3,432
少数股东权益	589	444	580	765	1,003
<b>股东权益</b>	1,555	1,814	2,555	2,947	3,453
每股账面值(港元)	-	0.67	0.71	0.82	0.96
营运资金	899	669	897	713	747

### 财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA利率(%)	-22%	-19%	-14%	-11%	-9%
净利率(%)	8%	10%	13%	13%	13%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入(%)	16%	12%	9%	7%	6%
实际税率(%)	16%	20%	20%	20%	20%
股息支付率(%)	0%	0%	0%	0%	0%
库存周转	16	12	15	15	15
应付账款天数	262	156	120	100	100
应收账款天数	84	95	100	100	100
ROE(%)	37%	17%	19%	22%	24%
ROA(%)	3%	5%	9%	10%	11%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.38	0.54	0.62	0.73	0.81
总资产/股本	3.15	2.75	2.36	2.33	2.28
收入对利息倍数	42.4	37.5	51.6	62.2	72.5

### 现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	(403)	(514)	(522)	(566)	(600)
融资成本	838	1,232	1,582	1,904	2,251
营运资金变化	(454)	(11)	0	0	(91)
所得税	(35)	(70)	(157)	(212)	(274)
<b>营运现金流</b>	(54)	636	904	1,126	1,287
资本开支	(507)	(770)	(800)	(800)	(800)
其他投资活动	(250)	511	(63)	503	500
<b>投资活动现金流</b>	(757)	(258)	(863)	(297)	(300)
负债变化	856	117	69	73	77
股本变化	0	270	90	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	4	(381)	(245)	(10)	(9)
<b>融资活动现金流</b>	860	7	(85)	63	68
<b>现金变化</b>	49	384	(44)	892	1,054
期初持有现金	631	677	1,052	0	0
汇率变动	(3)	(9)	(9)	(10)	(10)
期末持有现金	677	1,052	998	882	1,044

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：http://www.gyzq.com.hk