

公司研究/首次覆盖

2020年05月27日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (首次评级)

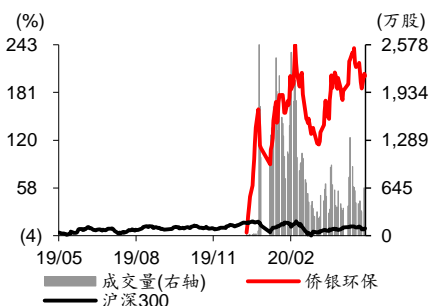
当前价格(元): 25.01
合理价格区间(元): 31.33~32.90

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

环卫领域领军者，迈向一体化布局

侨银环保(002973)

环卫行业领军者，打造人居环境综合提升服务商

公司深耕环卫领域多年，是领先的人居环境综合提升服务商，16-19 年营收/归母净利润 CAGR 分别达 43%/25%。2019 年公司环卫项目新增合同年化金额行业第二，市占率达 3.1%，公司在横向加快拓展城乡环卫业务的同时持续加码纵向业务布局，向下游延伸至垃圾填埋/渗滤液运输/生活垃圾无害化处理等业务，未来有望进一步提升盈利能力。我们预计公司 2020-22 年归母净利为 3.2/3.4/4.5 亿元，对应 EPS 为 0.78/0.83/1.10 元，参考可比公司 2020 年 PE 均值 32x，我们给予 2020 年目标市盈率 40-42 倍，目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

深耕环卫领域多年，登陆资本市场加码发展动力

公司深耕环卫领域多年，主营城乡环卫保洁业务（2019 年营收占比达 97%），2016-2019 年营收/归母净利润 CAGR 分别高达 43%/25%；1Q20 公司业绩继续高增长，受益于运营项目持续扩张，营收/归母净利分别同比 +40.4%/+184.8%。公司立足广东，辐射全国，服务范围覆盖全国 17 个省，参与管理项目三百余个，2019 年华南地区收入占比同比下降 7.1pct 至 54.7%，收入结构持续优化。2019 年底公司成功实施 IPO 募资 1.9 亿元，用于推进城乡环境服务项目及智慧环卫信息化系统平台升级项目。

中国环卫市场持续扩张中，美国经验显示全产业链一体化布局优势突出

据我们的测算，2019 年中国环卫运营市场规模 3171 亿元，2020-24 年 CAGR 为 7%，预计 2020 年市场规模超 3300 亿，2024 年超 4300 亿。对标美国环卫市场，行业集中度高，19 年 WM/RSG/WCN 市占率为 20%/14%/7%，三大龙头均以并购为主线，向固废全产业链延伸，成功扩大市场份额，龙头强者恒强，并享有 PB 估值溢价。

19 年新增环卫订单金额市占率第二，未来有望强者恒强

公司环卫行业龙头地位稳固，19 年新增合同年化金额全国排名第二，市占率达 3.1%，公司在运营的项目已涉及 60 余个城市，区域营销中心已扩展至 11 个，服务区域持续扩大。此外，公司持续推进纵向业务布局，积极向下游拓展了生活垃圾处置业务，包括垃圾填埋场运营/渗滤液运输/后端生活垃圾无害化处理等，近年来相继中标广州市李坑综合处理厂 BOT 项目等优质项目，未来有望显著提升公司盈利能力。

目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 34/46/57 亿元，2020-2022 年有望实现归母净利润 3.2/3.4/4.5 亿元，对应 EPS 为 0.78/0.83/1.10 元，参考可比公司 2020 年 PE 均值 32x，考虑到公司成长前景可期（20-22 年归母净利润 CAGR 达 51%，可比公司均值为 28%），运营属性突出，可享受一定估值溢价，我们给予 2020 年目标市盈率 40-42 倍，目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：环卫市场化进度不及预期；项目竞争加剧影响盈利前景。

公司基本资料

总股本 (百万股)	408.66
流通 A 股 (百万股)	40.89
52 周内股价区间 (元)	8.27-28.35
总市值 (百万元)	10,221
总资产 (百万元)	3,551
每股净资产 (元)	2.80

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,576	2,195	3,353	4,569	5,728
+/-%	32.77	39.30	52.73	36.26	25.37
归属母公司净利润 (百万元)	102.66	131.35	320.12	339.49	450.89
+/-%	14.39	27.94	143.72	6.05	32.82
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	0.32	0.78	0.83	1.10
PE (倍)	99.56	77.81	31.93	30.11	22.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
环卫行业领军者，借力资本市场加速发展	5
环卫行业龙头，业绩持续向好	5
借力资本市场东风，加速业务发展	7
中国环卫第三方步入下半场，竞争格局在优化	8
2019 年中国环卫运营市场规模预计 3171 亿，2024 年有望超 4300 亿	8
市场化率不足 50%，尚有逾一半的提升空间	9
对标美国：全产业链一体化规模效应显著	10
WM 成长复盘：通过并购快速成长的行业龙头	10
美国三大固废巨头对比：一体化业务布局，龙头享受估值溢价	12
公司稳居行业第一方阵，横向拓宽+纵向延伸齐头并进	14
业务布局立足广东，异地项目进展顺利	14
打造一体化业务能力，推动业务纵向布局	15
环卫领域市占率第二，未来有望强者更强	16
优质大型项目占比持续提升，充裕订单强化发展预期	17
首次覆盖给予“买入”评级	20
预计公司 2020-22 年业绩步入快速成长期	20
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 31.33-32.90 元	21
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

图表目录

图表 1： 侨银环保股权结构（截至 2020 年一季报）	5
图表 2： 2015-2019 侨银环保营收情况	5
图表 3： 2015-2019 侨银环保归母净利润情况	5
图表 4： 2015-2019 年侨银环保营收拆分	6
图表 5： 2015-2019 年侨银环保毛利润拆分	6
图表 6： 侨银环保营收地域分布	6
图表 7： 侨银环保历年毛利率及净利率	7
图表 8： 侨银环保资产周转率	7
图表 9： 公司 IPO 募资主要用途	7
图表 10： 我国环卫运营市场空间测算	8
图表 11： 美国环卫市场化率水平	9
图表 12： 我国环卫市场化水平对比美国环卫市场化水平	9
图表 13： 我国环卫公司新签环卫服务合同总金额	9
图表 14： 我国环卫公司新签环卫服务年化总金额	9

图表 15: 我国代表性环卫龙头公司新签环卫服务年化总金额	10
图表 16: 2019 美国固废市场竞争格局 (按公司类型)	10
图表 17: 2019 美国固废市场竞争格局 (按业务类型)	10
图表 18: WM 的成长路径分析	11
图表 19: 2000-2019 财年 WM 营业收入及同比增速	11
图表 20: 2000-2019 财年 WM 营业利润及同比增速	11
图表 21: 2007 财年后 WM 垃圾回收业务基本保持稳定	11
图表 22: WM PE 与归母净利润 (FY2001- FY2019)	12
图表 23: 2000 年以来 WM PE 均值在 20x 左右 (2000-2020.5)	12
图表 24: 美国三大固废企业营收对比 (百万美元)	12
图表 25: 美国三大固废企业垃圾收集业务营收对比 (百万美元)	12
图表 26: 美国三大固废企业股价走势 (2010.1-2020.5)	13
图表 27: 美国三大固废企业横向对比	13
图表 28: 2015-2019H1 公司分地区营收 (百万元)	14
图表 29: 2015-2019H1 公司分地区营收占比 (%)	14
图表 30: 侨银环保业务布局	14
图表 31: 公司城乡环境卫生一体化项目管理情景示例	15
图表 32: 公司主要在手项目梳理	16
图表 33: 中国环卫服务市场企业分类	16
图表 34: 2019 年中国环卫服务市场占有率	17
图表 35: 城乡环卫保洁项目历年数量	17
图表 36: 城乡环卫保洁项目历年收入金额	17
图表 37: 公司近年新增订单首年服务费规模持续增长	18
图表 38: 典型环卫上市公司新签订单总额	18
图表 39: 典型环卫上市公司环卫服务收入	18
图表 40: 典型环卫上市公司管理费用率+销售费用率对比	19
图表 41: 典型环卫上市公司管理费用率对比	19
图表 42: 典型环卫上市公司销售费用率对比	19
图表 43: 典型环卫上市公司环卫服务毛利率	19
图表 44: 分部收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	20
图表 45: 费用及净利润预测 (百万元)	21
图表 46: 可比公司估值 (2020/5/26)	21
图表 47: 侨银环保历史 PE-Bands	22
图表 48: 侨银环保历史 PB-Bands	22

核心观点

侨银环保科技股份有限公司前身系广州市霖泽园林绿化有限公司，创立于 2001 年，主营方向为园林绿化设计，2008 年正式转型环卫业务，致力于人居环境综合提升事业。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

1) 深耕环卫领域多年，行业龙头地位稳固

公司 2008 年进军环卫市场，深耕环卫领域多年，环卫业务发展迅速，2016-2019 年公司新增合同总金额 13.2 亿元、88.4 亿元、63.9、123.8 亿元，2019 年公司环卫项目新增合同年化金额行业第二，市占率达 3.1%，行业龙头地位稳固。

2) 国内环卫市场规模持续扩张，对标国外显示全产业链布局者优势突出

据我们测算，2019 年中国环卫运营市场规模为 3171 亿元，预计 2020-24 年 CAGR 为 7%；2019 年第三方运营市场规模为 1422 亿元，市场化率约为 45%，对比美国 81% 的市场化率，中国环卫市场化率尚有逾一半的提升空间，预计 2024 年环卫第三方运营规模将超 3000 亿元，2020-24 第三方市场运营市场规模 GAGR 为 16%。

美国固废市场竞争格局稳定，收运环节 74% 占据绝对市场份额（据 waste business journal 统计），19 年 WM/RSG/WCN 市占率为 20%/14%/7%，三大固废龙头均以并购为主线，实现固废收运、处置、回收利用一体化业务布局，扩大市场份额，巩固行业龙头地位。国内环卫市场竞争格局分散，龙头公司有望复制美国固废企业发展路径，实现强者恒强。

3) 横纵一体化持续扩张，未来有望强者更强

公司立足广东，辐射全国，服务范围覆盖全国 17 个省，2019 年华南地区收入占比同比下降 7.1pct 至 54.7%，收入结构持续优化。在运营的项目已涉及 60 余个城市，区域营销中心已扩展至 11 个。公司 IPO 募资 1.9 亿元，加速全国城乡环境服务项目区域扩张，市占率有望进一步提升。

公司在横向加快拓展城乡环卫业务的同时持续加码纵向业务布局，向下游延伸至垃圾填埋/渗滤液运输/生活垃圾无害化处理等业务，近年来相继中标广州市李坑综合处理厂 BOT 项目等优质项目，未来有望显著提升公司盈利能力。

我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 34 亿元、46 亿元、57 亿元，归母净利润 3.2 亿元、3.4 亿元、4.5 亿元，归母净利润 GAGR 为 51%，对应 EPS 为 0.78/0.83/1.10 元，参考可比公司 2020 年 PE 均值 32x，给予公司 2020 年目标市盈率 40-42 倍，对应目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

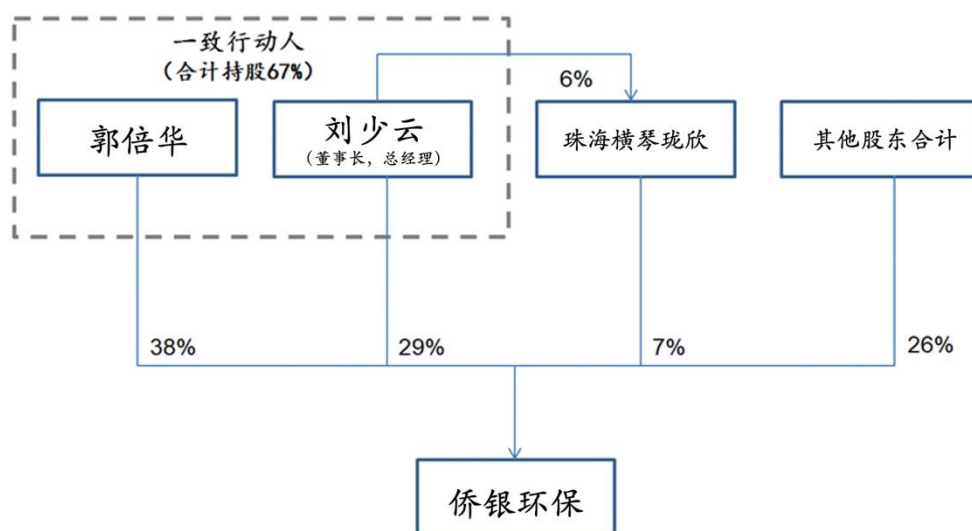
环卫行业领军者，借力资本市场加速发展

环卫行业龙头，业绩持续向好

运营属性纯正的环卫服务企业。侨银环保科技股份有限公司前身系广州市霖泽园林绿化有限公司，创立于 2001 年，主营方向为园林绿化设计。2008 年，公司主营业务转变为环卫清洁。2019 年，环卫业务收入（包括城乡环卫保洁、市政环卫工程、其他环卫业务）占公司主营业务收入 99%，公司在全国 17 个省 60 余城运营 300 余个环卫项目。2020 年 1 月 6 日在深交所成功上市，是中国环卫服务行业第一家 A 股上市公司。

董事长家族持股 67%，员工持股平台持股 7%。董事长控股能力强，董事长兼总经理刘少云（持股 29%）系郭倍华（持股 38%）之婿，二人共同持有公司股份 67%。珠海横琴珑欣为员工持股平台，持股 7%，共 43 人参与，包含三十余位高管人员，员工持股计划将充分调动公司高管的积极性，有助于公司业务增长，并彰显高管对公司中长期发展的信心。

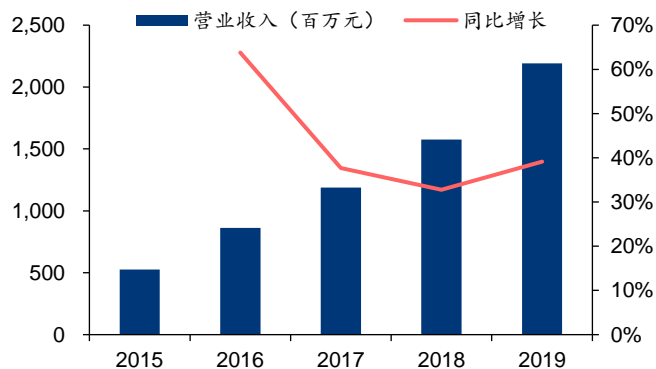
图表1：侨银环保股权结构（截至 2020 年一季度）



资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

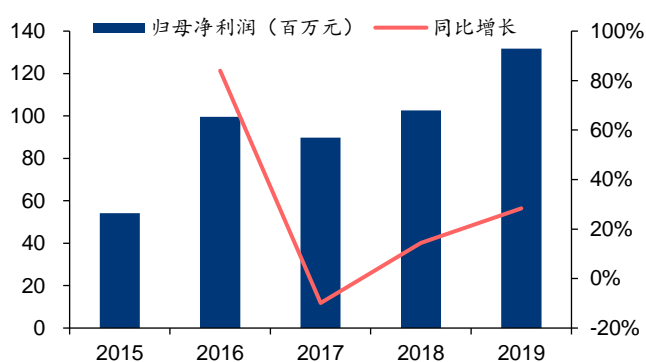
侨银环保收入及利润快速增长。侨银环保的营业收入从 2016 年的 8.6 亿元增长至 2019 年的 22.0 亿元，CAGR 达到 43%。与此同时，归母净利润从 1.0 亿元增长至 1.3 亿元，CAGR 为 25%。

图表2：2015-2019 侨银环保营收情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

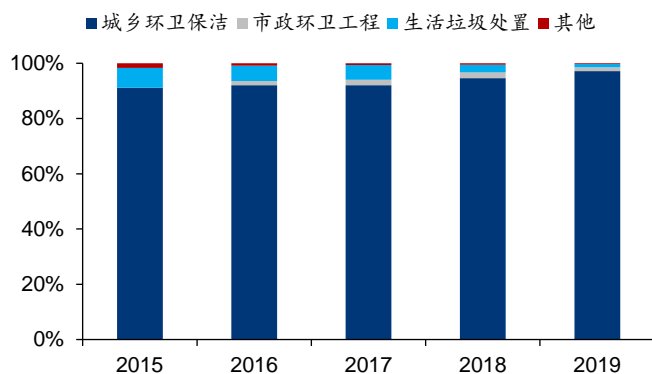
图表3：2015-2019 侨银环保归母净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

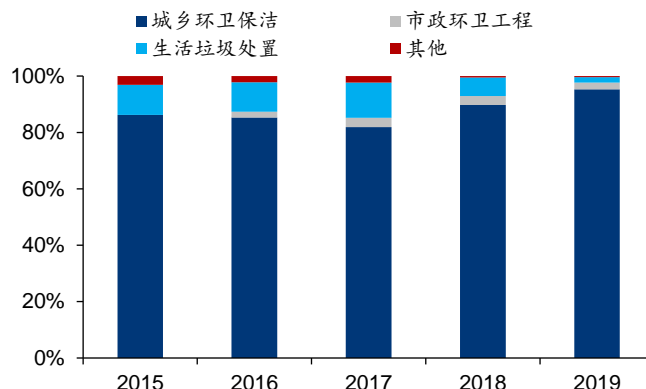
城乡环卫保洁板块贡献公司绝大部分利润。公司主营业务收入包括城乡环卫保洁收入、生活垃圾处置收入、市政环卫工程收入及其他环卫服务收入。城乡环卫保洁业务收入占比持续上升，从 2015 年的 91% 上升至 2019 年的 97%。该板块的毛利润占比也从 2015 年的 86% 提升至 2019 年的 95%。

图表4： 2015-2019 年侨银环保营收拆分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

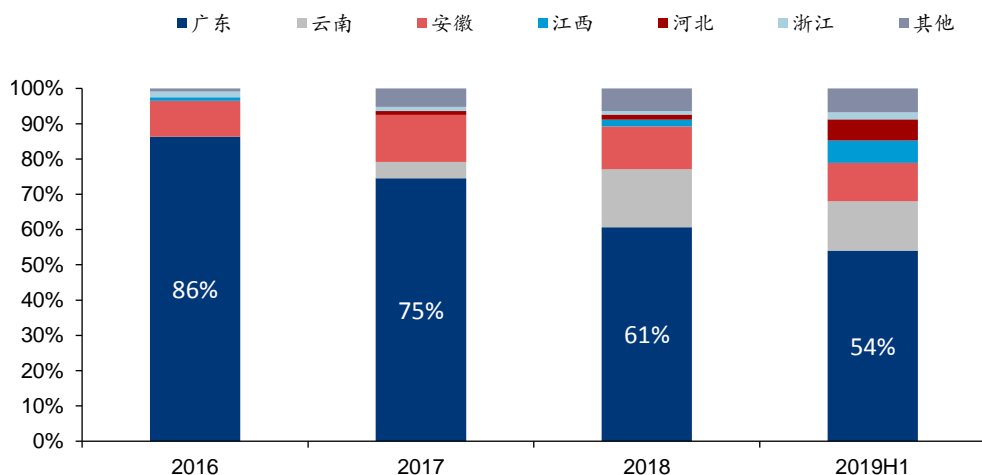
图表5： 2015-2019 年侨银环保毛利润拆分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

立足广东，辐射全国，2019 年华南地区收入占总营收比重下降至 54.7%。侨银环保成立于广东，曾中标全国单体规模最大厨余垃圾处理项目——广州李坑综合处理厂。2016 年，公司在广东省营业收入占比 86%。2017 年，公司逐渐迈出广东省，相继中标青海德令哈城乡一体化 PPP 项目，云南昆明官渡环卫一体化 PPP 项目（目前全国最大环卫 PPP 项目）等。2018 年开始，侨银环保继续进驻河南，海南，四川等各个省市，形成全国布局。随着公司积极开拓省外市场，广东省外项目收入也实现了较快增长，收入结构不断优化。

图表6： 侨银环保营收地域分布

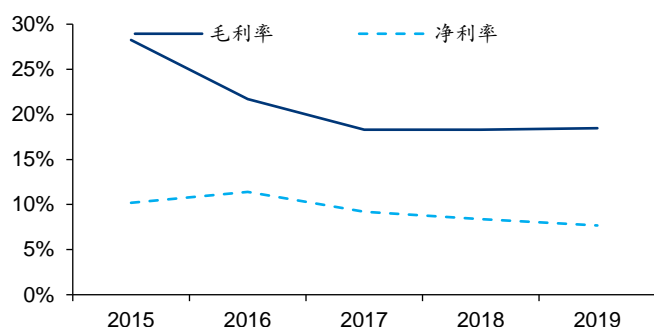


注：公司 2019 年年报分地区营收拆分口径与招股说明书中不同，故此图表只列示到 2019H1

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

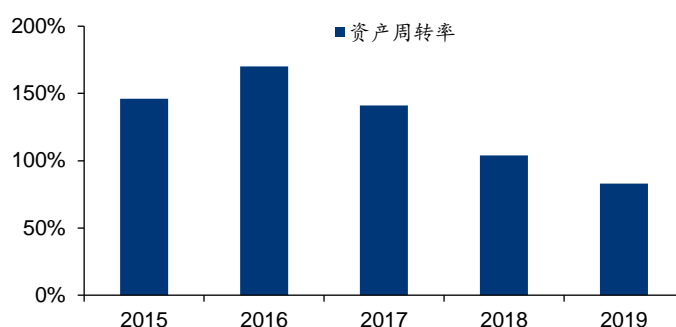
公司毛利率与净利率趋于平稳，资产周转率有所下降。根据《营业税改征增值税试点实施办法》，自 2016 年 5 月 1 日起，公司由缴纳营业税改为缴纳增值税，另一方面，公司为了提高环卫机械化水平，购置和租赁了较多的环卫作业车辆设备，折旧摊销和车船使用费大幅上涨，导致毛利率从 2015 年的 28% 下降到 2017 年的 18%。2018 年度，公司车辆设备投入继续增加，折旧摊销和车船使用费继续上升，但是随着环卫机械化的提高，员工作业效率持续提升，人工成本占比出现下降，使得毛利率较 2017 年保持稳定；2019 年，公司毛利率较 2018 年略有回升（同比+0.2pct）。资产周转率方面，公司在广东地区的两个 BOT 项目近两年处于建设期，无形资产账面价值大幅增加，且短期内未能产生效益，使得总资产周转率有所下降。

图表7：侨银环保历年毛利率及净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：侨银环保资产周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

借力资本市场东风，加速业务发展

IPO 募资 1.9 亿元，加速主业发展。2019 年底公司成功实施首次公开募股发行，向社会公开发行人民币普通股 A 股 4,089 万股，并于 2020 年 1 月 6 日起上市交易，实际募集资金扣除发行费用后（1.9 亿元）将全部用于公司主营业务相关的项目，包括侨银环保城乡环境服务项目、智慧环卫信息化系统平台升级项目两大项目。

(1) 侨银环保城乡环境服务项目：建设目的是在目前管理的城乡环境服务项目的基础上，购置环卫机械设备，在全国范围内拓展城乡环境服务项目。项目总投资额为 28,447 万元，其中工程费用为 24,154 万元（其中运输设备 23,443 万元，包括垃圾运输车、洒水车、扫路车、垃圾压缩车等；机械设备投资 711 万元，包括压缩设备、垃圾箱、垃圾斗等），实施费用为 4,293 万元。

(2) 智慧环卫信息化系统平台升级项目：该项目通过搭建智慧环卫信息化系统平台，围绕智慧环卫系统模块、ERP 系统模块、CRM 客户管理系统模块这三大模块，实现企业智慧环卫信息化的全面升级改造。其中，智慧环卫系统模块将通过在环卫设施、车船、人员搭载智慧环卫软硬件设备系统，实现环卫作业全过程实时管理，以及数据采集、分析及汇总，进一步提升环卫作业质量，降低环卫运营成本，同时实现对各项目经营状况、业务过程及服务质量实施监管。该项目总投资额为 4,688 万元，项目建设期为 24 个月。

图表9：公司 IPO 募资主要用途

项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（万元）
侨银环保城乡环境服务项目	2.8	1.4
智慧环卫信息化系统平台升级项目	0.47	0.47
累计投入	3.3	1.9

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

中国环卫第三方步入后半场，竞争格局在优化

2019 年中国环卫运营市场规模预计 3171 亿，2024 年有望超 4300 亿

2019 年中国环卫运营市场规模为 3171 亿元，2020-24 年 CAGR 为 7%；2019 年环卫第三方运营市场规模为 1422 亿元，预计 2024 年将超 3000 亿元，2020-24 年 CAGR 为 16%。

根据对环卫科技网及中国政府采购网所列示的项目信息的统计，2019 年我国城市/县城/乡镇单位保洁费分别为 12/5/4 元/平方米/年、单位垃圾清理费用为 85/42/37 元/吨/年，根据国家统计局、住房和城乡建设部的数据，可以测算得 2024 年环卫运营市场超 4300 亿元。

图表10：我国环卫运营市场空间测算

	单位	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
城市清扫保洁面积	亿平方米	79	84	87	90	94	98	101	106	110
城市单位清扫保洁费	元/平方米/年	10	11	11	12	12	13	13	14	15
城市清扫运营小计	亿元	795	884	958	1,044	1,139	1,245	1,360	1,485	1,623
城市生活垃圾清运量	万吨	20,362	21,521	22,802	24,387	26,082	27,895	29,834	31,908	34,126
城市粪便清运量	万吨	1,299	1,234	1,172	1,114	1,058	1,005	955	907	862
城市单位垃圾清运费用	元/吨/年	77	80	83	85	87	89	91	93	95
城市垃圾运营小计	亿元	167	182	199	217	236	257	280	305	332
城市公共厕所	万座	13	14	15	16	16	16	16	16	16
城市公厕运行费用	万元/座	14	14	14	14	15	15	15	15	15
城市公厕运营小计	亿元	178	189	208	229	233	236	240	244	247
城市垃圾运营市场规模	亿元	1140	1255	1366	1490	1608	1738	1880	2034	2202
县城清扫保洁面积	亿平方米	25	27	28	30	32	34	36	38	40
县城单位清扫保洁费	元/平方米/年	5	5	5	5	5	6	6	6	7
县城清扫运营小计	亿元	114	127	141	157	174	194	215	239	266
县城生活垃圾清运量	万吨	6,666	6,747	6,829	7,049	7,275	7,509	7,750	8,000	8,257
县城粪便清运量	万吨	420	386	355	327	301	277	263	250	237
县城单位垃圾清运费用	元/吨/年	36	38	40	42	44	46	48	50	51
县城垃圾运营小计	亿元	26	27	29	31	33	36	38	41	43
县城公共厕所	万座	4	5	5	5	5	5	5	5	5
县城公厕运行费用	万元/座	5	5	5	5	5	5	5	5	5
县城公厕运营小计	亿元	21	23	24	25	26	26	26	27	27
县城垃圾运营市场规模	亿元	161	177	194	213	233	256	280	307	337
乡镇清扫保洁面积	亿平方米	86	80	82	85	87	90	93	95	98
乡镇单位清扫保洁费	元/平方米/年	4	4	4	4	4	4	4	4	4
乡镇清扫运营小计	亿元	335	316	330	345	360	376	393	410	429
乡镇生活垃圾清运量	亿吨	1	1	1	2	2	2	2	3	3
乡镇单位垃圾清运费用	元/吨/年	33	33	35	37	39	41	43	45	47
乡镇垃圾运营小计	亿元	33	39	52	67	79	90	101	112	124
乡镇公共厕所	万座	15	15	16	16	16	16	16	16	16
乡镇公厕运行费用	万元/座	4	4	4	4	4	4	4	4	4
乡镇公厕运营小计	亿元	57	60	63	66	67	68	69	70	71
乡镇垃圾运营市场规模	亿元	425	415	445	477	506	534	563	592	624
等级公路长度	百万公里	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2	5.3
等级公路机械化率	%	84%	87%	91%	96%	100%	100%	100%	100%	100%
城市单位清扫保洁费（人工）元/公里/年	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
城市单位清扫保洁费（机械）元/公里/年	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
等级公路清扫运营小计	亿元	185	194	204	214	225	236	248	260	273
城市绿化面积	亿平方米	220	231	241	249	257	263	268	274	279
养护费用	元/方	6	6	6	6	6	6	6	6	7
城市绿化养护小计	亿元	1336	1416	1488	1555	1618	1675	1725	1778	1831
环卫运营市场规模合计	亿元	2,579	2,749	2,952	3,171	3,381	3,601	3,833	4,083	4,352
同比增速	%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%	7%
第三方运营比例	%	12%	23%	38%	45%	50%	54%	59%	65%	70%
环卫第三方运营规模合计	亿元	317	638	1120	1422	1706	1950	2271	2668	3044
同比增速	%	359%	101%	76%	27%	20%	14%	16%	17%	14%
订单净新增金额	亿元	248	321	482	302	284	244	321	397	376

注：1) 订单净新增金额为当年环卫第三方运营规模减去上年环卫第三方运营规模计算所得；2) 参考历史变动趋势及近十年的 CPI 增长率，我们给予 2020-24 年保洁费 2%-5% 的增速，保洁面积/生活垃圾及粪便清运量/公共厕所数量/等级公路长度/城市绿化面积等指标参考 2016-2019 年的数据给予相应的增速；3) 假设我国环卫第三方运营比例逐步提升，于 2024 年达到 70%。（即美国环卫市场化发展前十年达到的水平）。

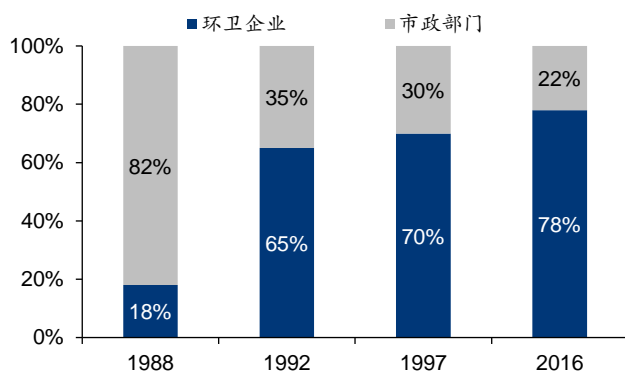
资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，城乡建设统计公报，华泰证券研究所

市场化率不足 50%，尚有逾一半的提升空间

美国：环保政策和成本上涨驱动市场化率提升，2019 年市场化率为 81%。美国由于地广人稀，垃圾填埋有较高的成本优势，因此一直沿用。美国环卫和垃圾处置为财政支出，市政部门为了减轻财政压力，寻求将环卫业务交给运作效率更高的社会资本完成，环卫行业市场化程度也从 1988 年的 18% 迅速提升至 2019 年的 81%。

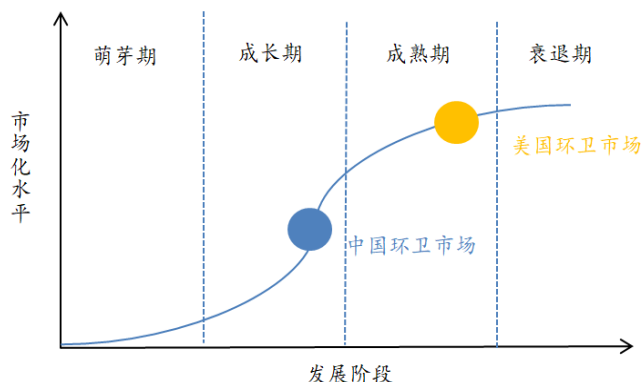
中国：2019 年第三方运营比例不足 50%，尚有逾一半的提升空间。根据我们的测算，我国环卫市场化率由 2015 年的不足 10% 增长至 2019 年的约 45%，根据发达国家经验，环卫市场化率未来有望达到 80%，因此我国环卫市场化率还有一定的提升空间。

图表11：美国环卫市场化率水平



资料来源：HighBeam Business，华泰证券研究所

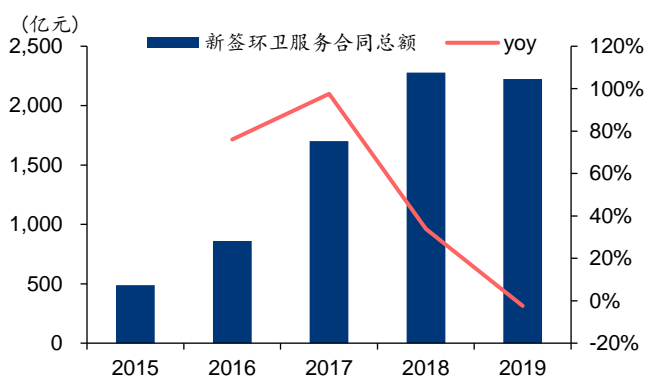
图表12：我国环卫市场化水平对比美国环卫市场化水平



资料来源：环卫科技网，华泰证券研究所

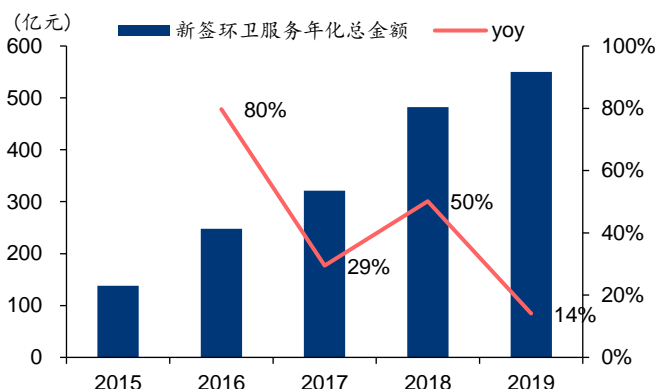
根据环境司南统计，2016 年环卫市场化进入高速发展阶段，全国新签环卫服务合同总金额为 861 亿元，年化总金额为 248 亿元，同比增长分别为 76% 和 80%。2017 年和 2018 年环卫市场化步伐加速，新签环卫服务合同总金额、年化总金额均创新高，2017-18 年新签环卫服务合同总金额达到 1701/2278 亿元，对应年化总金额达到 321/482 亿元，2019 年新签环卫服务年化总金额达 550 亿元。

图表13：我国环卫公司新签环卫服务合同总金额



资料来源：环境司南，E20，华泰证券研究所

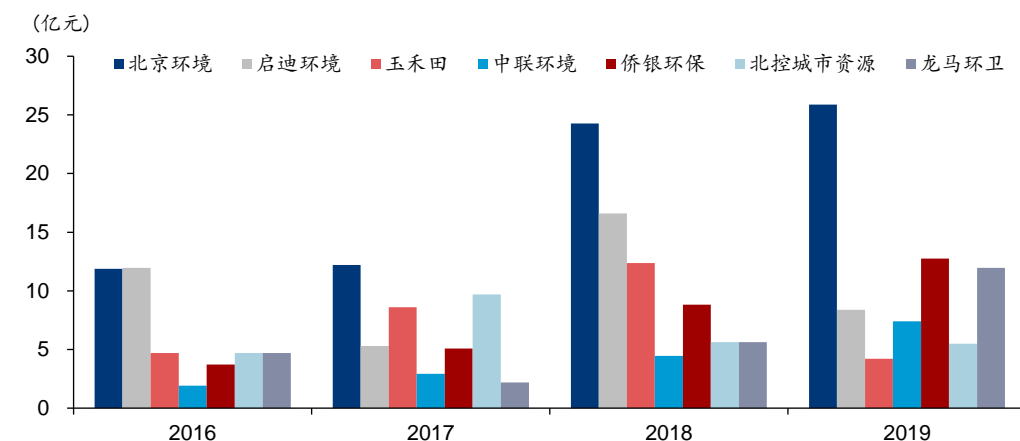
图表14：我国环卫公司新签环卫服务年化总金额



资料来源：环境司南，华泰证券研究所

根据环境司南和 E20 的统计，主要七家龙头公司的新年化订单之和从 2016 年 44 亿增加至 2019 年的 76 亿；占全行业的比重约 14%-18%，相对稳定。同时可以看出，大公司层面新签合同年份平均 8-12 年，远高于行业平均 3-5 年；侧面印证了大公司可以依靠资金和品牌优势获得合同期较长的订单和更强的客户黏性。

图表15： 我国代表性环卫龙头公司新签环卫服务年化总金额



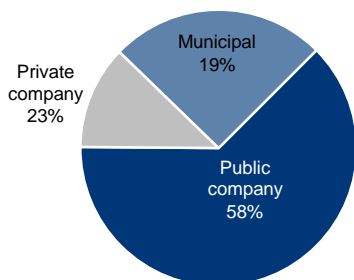
资料来源：环境司南，E20，华泰证券研究所

对标美国：全产业链一体化规模效应显著

美国环卫市场格局稳定，WM 是当之无愧的龙头，2019 财年实现营收 155 亿美元，约为市占率排名第二、第三的 RSG 和 WCN 营收之和。在环卫业务端，WM 也处于绝对领先地位，但差距已经缩小，主要是由于 RSG 急速扩张，而 WM 的外延收购已经告一段落，业务整体营收趋于稳定。

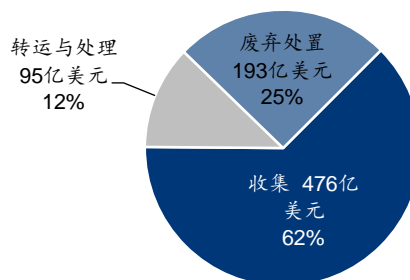
美国市场集中度高，前三大巨头占据约 41% 份额。2019 年美国固废市场规模约 760 亿美元，环卫市场规模约 570 亿美元。美国固废行业的市场份额可以划分如下：（1）少数大型上市公司控制近 58% 的市场（其中 WM 占 20%、RSG 占 14%、WCN 占 7%）；（2）约 23% 的市场是由较小的私人运营商控制（Private company）；（3）约 19% 的市场是非常分散的，由当地市政企业占据（Municipal）。

图表16： 2019 美国固废市场竞争格局（按公司类型）



资料来源：waste business journal，华泰证券研究所

图表17： 2019 美国固废市场竞争格局（按业务类型）

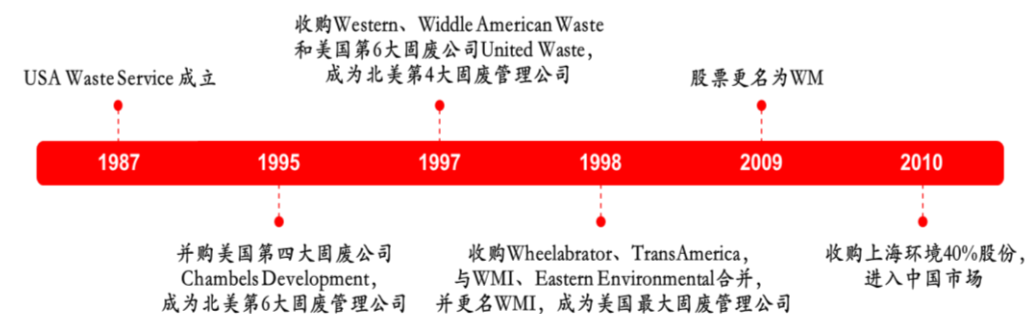


资料来源：waste business journal，华泰证券研究所

WM 成长复盘：通过并购快速成长的行业龙头

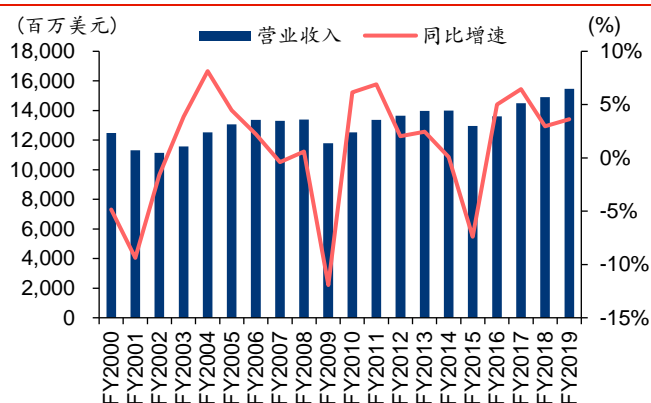
固废巨头，全美最大环保企业。Waste Management (WM) 前身为 USA Waste Services，成立于 1987 年，是目前美国体量最大的环保公司。原 Waste Management 成立于 1968 年，1971 年在纽交所上市；1984 年收购 SCA Services，成为美国最大的垃圾转运商。1998 年，USA Waste Services 收购原 Waste Management 并沿用 Waste Management 名称，获得了 30% 的垃圾收运市场份额，坐上北美固废管理行业头把交椅，1995-1999 年收购兼并导致公司主营业务收入以 132% 的 CAGR 增长。目前业务涵盖垃圾收集、转运、回收、填埋以及医疗废物的收集和处置等固废全产业链内容。

图表18: WM 的成长路径分析



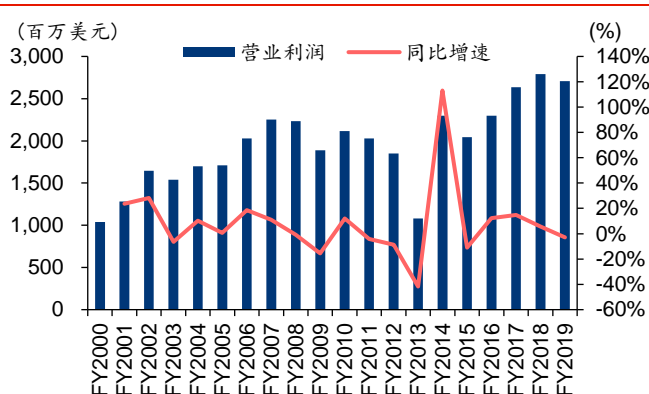
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 2000-2019 财年 WM 营业收入及同比增速



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

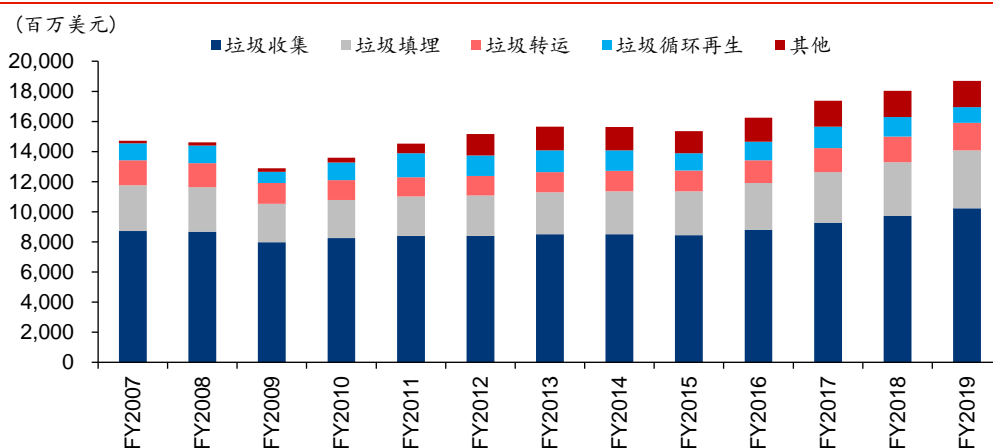
图表20: 2000-2019 财年 WM 营业利润及同比增速



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

巨头扩张期已经结束, 2019 财年环卫收入占比达 64%。营业收入上来看, 公司营收趋于稳定, 已经进入固废处理平稳运营阶段。根据 Bloomberg 及 waste business journal, 2019 财年公司实现营收 155 亿美元, 占美国固废管理行业约 20% 的市场份额, 收入中 64% 由环卫业务贡献, 其中垃圾收集占比约 55%, 转运业务占比约 10%。从历史收入结构也可以看出, 公司业务结构稳定, 垃圾收运始终占比最高。WM 目前拥有 346 个转运站、293 个垃圾填埋场 (42.9 万吨/日) 以及 146 个回收中心, 是全美最大的垃圾收运与处理网络。正是其固废收运、处置、回收利用一体化运营的模式, 充分挖掘了垃圾处理价值, 从而有效地构建了自身的行业地位。

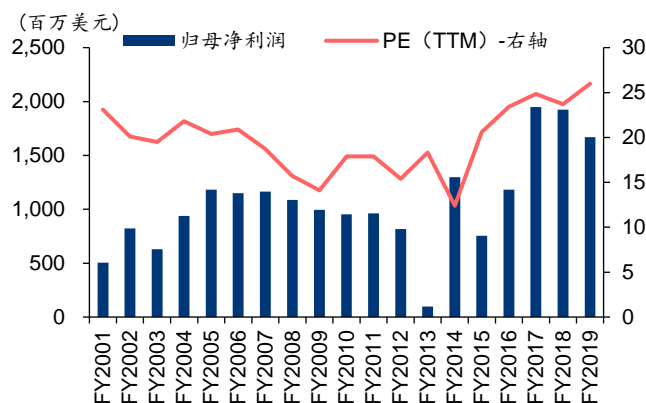
图表21: 2007 财年后 WM 垃圾回收业务基本保持稳定



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰证券研究所

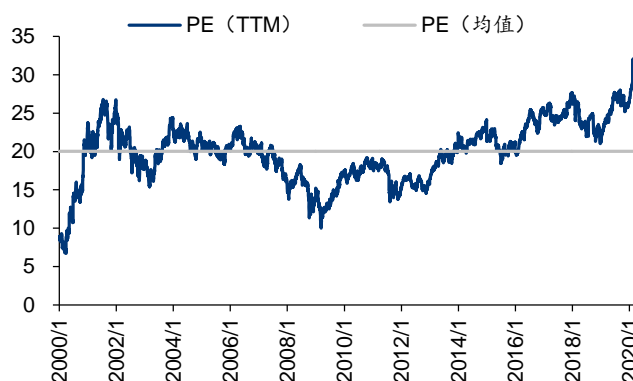
成熟期盈利整体较稳定，PE 均值约 20x。公司的收入 2000 年后就比较稳定，通过降本控费等措施，2000-2005 年净利率不断提升，归母净利润自 2005 年以来整体较稳定（除去 2013 年毛利率下滑费用率上升导致净利率大幅下滑外），2000 年后，公司的 PE 估值水平趋于稳定，估值均值在 20 倍左右，这也为我国龙头固废企业进入成熟发展期的估值水平给予了参考。

图表22: WM PE 与归母净利润 (FY2001- FY2019)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表23: 2000 年以来 WM PE 均值在 20x 左右 (2000-2020.5)

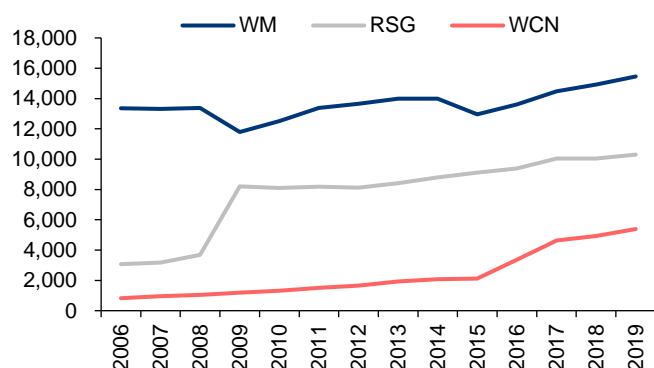


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

美国三大固废巨头对比：一体化业务布局，龙头享受估值溢价

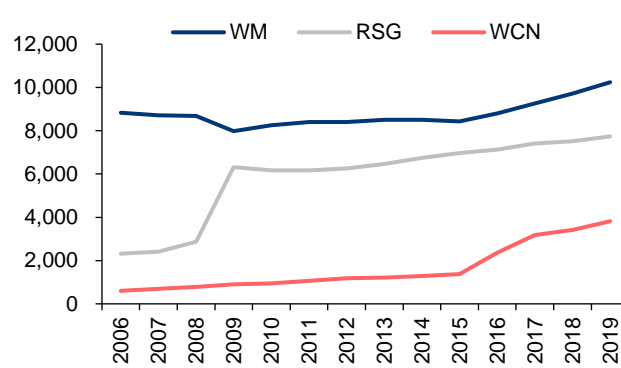
固废领域市场格局稳定，WM 公司是当之无愧的龙头。固废领域三大巨头横向对比，营收规模、毛利润、归母净利润来看，WM 公司均处于绝对领先地位。WM 公司 2019 财年营收总规模达到 155 亿美元，约为市占率排名第二、第三的 RSG 公司和 WCN 公司营收之和。在上游垃圾收集业务端，WM 公司也处于绝对领先地位，但差距已经缩小，主要是由于 RSG 公司的固废收集业务急速扩张，而 WM 公司的外延收购已经告一段落，业务整体营收趋于稳定。

图表24: 美国三大固废企业营收对比 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

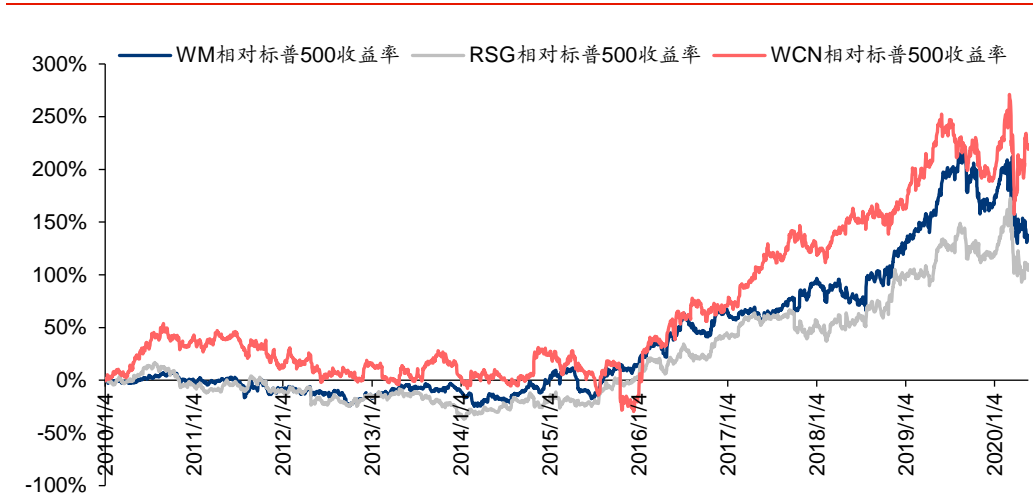
图表25: 美国三大固废企业垃圾收集业务营收对比 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

龙头企业凭借估值提升获取超额收益。我们截取了 2010 年初至今 (2020/5/24) 美国三大固废企业的股价超额收益进行判析，发现 WCN 股价 10 年来相对标普 500 指数超额收益达到 219%，居三大固废企业之首，WM 股价超额收益为 136%，处于第二位。我们认为，WCN 股价高增长的原因主要是由于公司盈利增长较快，2010-19 年归母净利润 CAGR 达 18%，公司的估值水平虽然是三家企业最低者，但盈利高增长带来了股价超额收益回报。而对于 WM 公司和 RSG 公司，公司已经进入平稳发展阶段，盈利水平低速平稳增长，2010-19 年归母净利润 CAGR 分别为 5%、8%，支撑公司股价上行的主要原因是估值水平的提升。

图表26： 美国三大固废企业股价走势（2010.1-2020.5）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

龙头强者恒强，PB 估值享受溢价：

- 1) 三家固废企业均以并购为主线，向固废全产业链延伸，成功占领市场。但三家公司的实际扩张路径选择又有所不同，WM 发展较早，通过持续并购完成扩张；RSG 则是通过并购竞争对手完成转变；WCN 则是通过直接合并行业巨头成为美国固废领域第三大巨头。
- 2) 三家固废企业均步入成熟发展阶段，对我国环卫企业发展路径提供参考。当前 WM 公司（进入 21 世纪以来没有大型并购）和 RSG 公司（最近一次大型并购发生在 2008 年）已经结束外延收购步入成熟阶段，业绩表现平稳；WCN 公司则处于业绩稳定增长阶段。
- 3) 龙头估值溢价更高。从估值水平来看，龙头公司更受市场认可，估值水平显著高于同业，估值溢价带来超额收益回报。

图表27： 美国三大固废企业横向对比

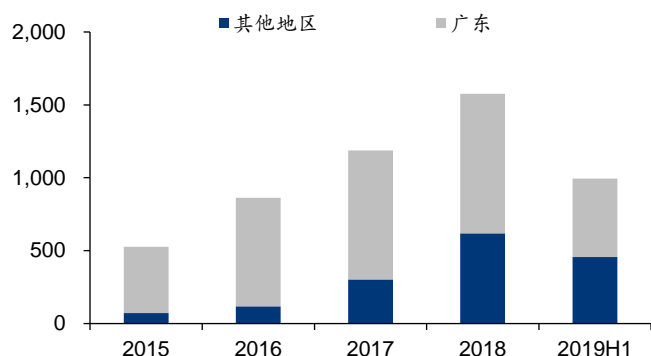
公司	市值 (亿美元)		FY2019 市占率	PE 平均估值	PB 平均估值	ROE 均值	2010-19 财年 归母净利润		2010 至今 超额收益	成长路径	业务覆盖
	(2020.5.26)						CAGR				
WM	429	20%	20X (2000-2019 年)	3.6X (2000-2019 年)	16% (2000-2019 年)	5%	136%	持续并购	拥有全美最大的垃圾收运与处理网络，运营 346 个转运站、293 个垃圾填埋场和 146 个回收中心		
RSG	263	14%	20X (2000-2019 年)	2.3X (2000-2019 年)	11% (2000-2019 年)	8%	104%	并购竞争	业务覆盖美国 41 个州，运营 207 对手个中转站，190 个活跃生活垃圾填埋场和 91 个回收中心		
WCN	242	7%	20X (2004-2019 年)	1.9X (2004-2019 年)	9% (2004-2019 年)	18%	219%	合并行业巨头	业务覆盖美国境内 41 个州以及六个加拿大省		

资料来源：Bloomberg，Wind，公司官网，waste business journal，华泰证券研究所

公司稳居行业第一方阵，横向拓宽+纵向延伸齐头并进
业务布局立足广东，异地项目进展顺利

业务布局立足广东，走向全国，收入结构持续优化。作为国内一线环卫品牌，公司自成立以来扎根环卫领域，深耕广东市场，目前广东地区是公司的主要服务区域，2016-2019H1，公司在广东地区的营业收入占主营业务收入的比例分别为 86.4%、74.6%、60.9%和 54.1%。根据公司 2019 年年报，2019 年公司在华南地区的营业收入占主营业务收入的比例为 54.7%，同比-7.1pct，收入结构持续优化。

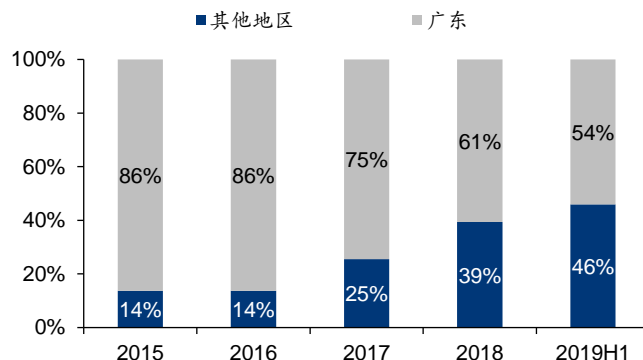
图表28： 2015-2019H1 公司分地区营收（百万元）



注：公司 2019 年年报分地区营收拆分口径与招股说明书中不同，故此图表只列示到 2019H1

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表29: 2015-2019H1 公司分地区营收占比 (%)

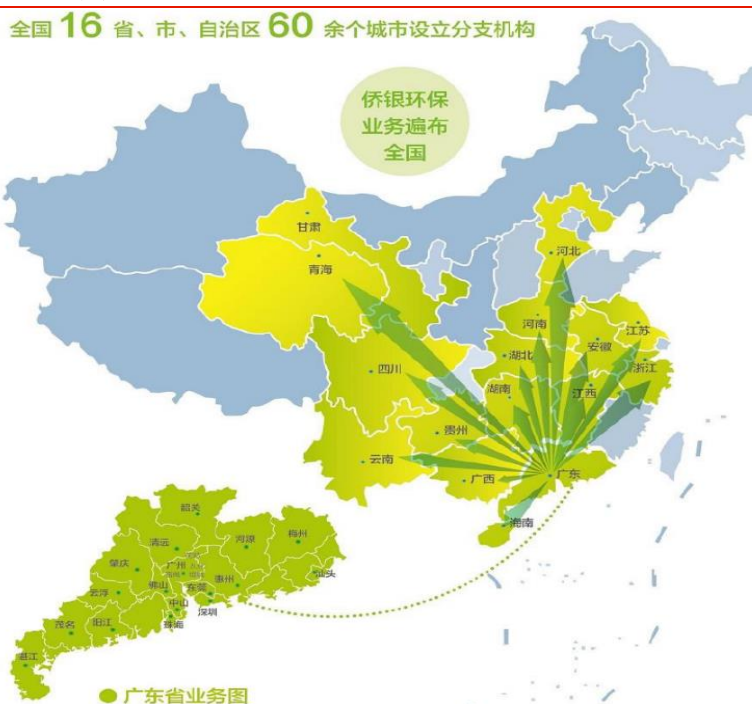


注：公司 2019 年年报分地区营收拆分口径与招股说明书中不同，故此图表只列示到 2019H1

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司异地项目进展顺利，业务遍及全国 16 个省（市）。截至 2019 年底，公司已在全国 16 个省、市、自治区的 60 余个城市设立分支机构，异地业务持续取得突破。尤其是 2017 年下半年以来，公司先后中标昆明市官渡区环卫一体化管理服务项目、河南省固始县城乡一体化项目、淮北市城区环卫保洁作业市场化项目第一标段等一批具有代表性的大型环卫项目，公司的全国知名度逐步建立。

图表30： 侨银环保业务布局



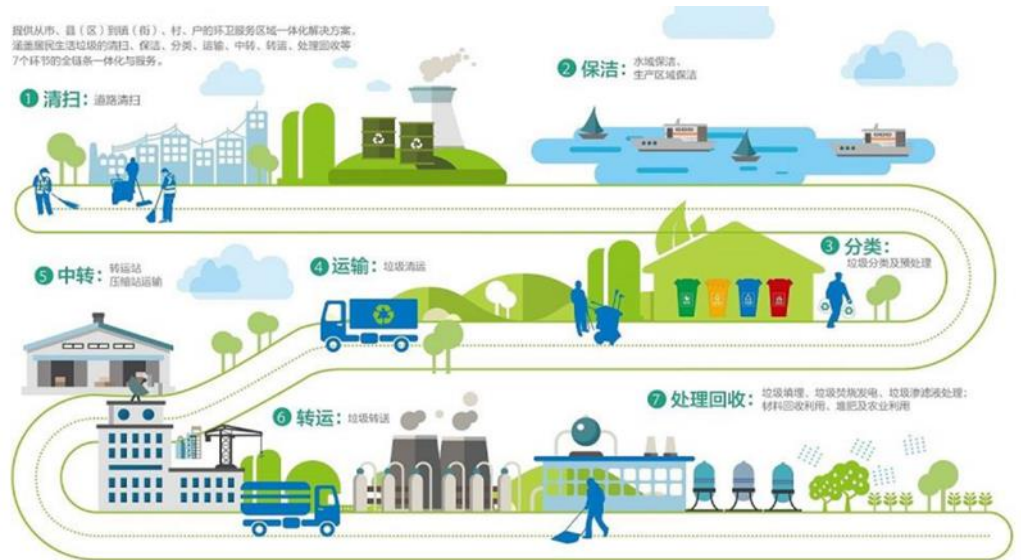
资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

打造一体化业务能力，推动业务纵向布局

环卫一体化大势所趋，业务能力强的行业龙头优势凸显。近年来，随着 PPP 模式引入环境卫生管理领域，政府逐步将前端垃圾清扫保洁、垃圾收运、中转站建设运营、后端处理处置等项目部分或者全部打包纳入“环卫一体化”项目合同，环境卫生管理行业进入 PPP 模式下的环卫一体化阶段。

目前环境卫生管理市场竞争加剧，受垃圾分类、餐厨垃圾处理、低价值可回收物等细分市场的需求影响，“环卫一体化”的内涵更加丰富，服务范围更加广泛，服务期限更长，合同金额也更大。因此，业主在项目招标时会投标企业的经营资质的全面性，取得的经营资质等级有更加全面的要求。公司拥有全产业链综合服务资质、具备综合服务能力已成为其市场准入和后续持续发展的必要条件。

图表31： 公司城乡环境卫生一体化项目管理情景示例



资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

公司为业内最早布局后端垃圾处置的环卫企业之一，一体化服务能力突出。作为城乡环境卫生一体化管理服务提供商，除了城乡环卫保洁服务，公司还向下游拓展了生活垃圾处置业务，主要包括垃圾填埋场运营、渗滤液运输、以及后端的生活垃圾无害化处理等业务。

截至 2019 年底，公司相继中标的“广州市李坑综合处理厂 BOT 项目”及“广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目”等一批有标志性的后端垃圾处置项目，其中李坑项目为目前全亚洲单体规模最大的厨余垃圾项目，目前正处于建设期，尚未开始运营。根据公司招股书披露，未来李坑项目运营期内预计年均营业收入 9,396 万元，年均净利润 2,010 万元，项目静态回收期为 12.22 年（含建设期），盈利能力可观。此外，公司还涉足垃圾填埋场运营服务和渗滤液运输服务，2019 年公司生活垃圾处置收入为 2460 万元，毛利率为 32%。

图表32： 公司主要在手项目梳理

项目	作业内容	合同年限
服务领域：尾端处理		
广州市李坑厨余垃圾综合处理厂项目	日处理厨余垃圾约 1,000 吨，每年可消纳约 35 万吨的生活厨余垃圾	28 年
广州东部固体资源再生中心污水处理 BOT 项目	主业为处理园区内企业产生的污水，总规模为 3250 吨/天	27 年
服务领域：生活垃圾清扫、收集、运输、处置等多环节一体化服务		
习水县城乡生活垃圾一体化 PPP 项目	城市生活垃圾清扫、收集、运输服务，并包括渗滤液处理、垃圾填埋等尾端处理服务	21 年
固始县城乡一体化生活垃圾综合治理 PPP 项目	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、填埋一体化服务	16 年
安福县城乡环卫一体化第三方治理 PPP 项目	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务	15 年
蒙自市市政综合管理一体化特许经营项目	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务以及城市绿化管理、清扫转运车辆、垃圾桶等设备和设施的配备建设等	15 年
大名县城乡一体化环卫保洁特许经营项目	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务	10 年
瑞安市“一把扫帚”环卫保洁一体化招标（塘下镇）	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务	1 年（许可证尚在办理）
四会市城区环卫清运保洁服务采购项目（子包一）	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务	5 年（许可证尚在办理）
祖庙街道村居环卫绿化一体化服务项目	城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务	3 年（许可证尚在办理）

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

环卫领域市占率第二，未来有望强者更强

中国环卫服务参与商主要分为三类。特许经营机制下的环卫运营作为城市固废处理的入口环节，引发了众多行业参与者的广泛关注；加之项目单体规模小、准入门槛低，竞争明显加剧。竞争企业主要包括了原有的环卫企业、向上游拓展的固废龙头、向下游拓展的设备企业和地方国资企业。

图表33： 中国环卫服务市场企业分类

竞争企业类型	代表企业	优势
传统的环卫服务企业	新安洁、玉禾田、侨银环保等	经验丰富、精细化管理
环卫设备商，向下游环卫服务延伸	龙马环卫、中联环境等	品牌优势；覆盖全国的销售网络
垃圾处理企业，向上游拓展	启迪环境、中国天楹、锦江环境、中国光大等	全产业链规模优势；融资能力；一站式服务地方政府
地方国资	北环集团、上海城投等	政府资源；资本优势；全产业链

资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

和美国市场相比，我国的市场竞争格局较为分散。根据 E20 数据，参与环卫市场化项目竞争的环卫企业从 2016 年的约 5000 家增加到了 2019 年的 10000 家左右，格局较为分散，大量小项目的出现和大量新进者在一定程度上降低了环卫市场集中度，我们预计未来随着竞争加剧，行业面临重新洗牌，质量管理、成本控制和融资能力有限的小企业将出局，龙头企业将凭借自身优势获取更多份额。据 E20 的统计，2016 年以来我国环卫市场 CR10 维持在 20% 左右，但是 CR5 从 2017 年起有缓慢提升的趋势，从 13% 增加至 2019 年 15%。2019 年公司环卫项目新增合同年化金额全国市占率第二，达 3.1%，未来有望强者更强。

图表34： 2019 年中国环卫服务市场占有率

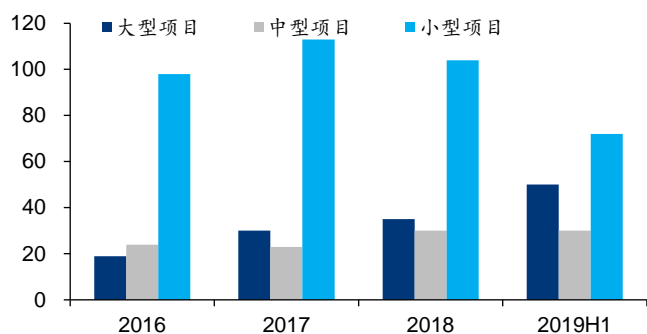
排名	公司	新增环卫服务合同年化金额 (亿元/年)	市占率
1	北京环卫	25.89	6.5%
2	侨银环保	12.36	3.1%
3	龙马环卫	12.27	3.1%
4	中联重科	7.06	1.8%
5	中环洁	5.32	1.3%
6	玉诚环境	5.05	1.3%
7	北控城市资源	4.97	1.2%
8	启迪环境	4.78	1.2%
9	家宝园林	4.55	1.1%
10	康洁环卫	3.63	0.9%

资料来源：E20，龙马环卫 2019 年年报，华泰证券研究所

优质大型项目占比持续提升，充裕订单强化发展预期

根据招股说明书，2016 年至 2019 年上半年，公司年收入 1000 万元以上的城乡环卫保洁项目数量分别为 19 个、30 个、35 个、50 个，对应的收入金额和占当年营业收入的比例逐年上升，即随着积极的市场开发和资产规模、管理水平、行业知名度等各项实力的提高，公司取得大型项目的的能力逐年增强，大型项目成为收入增长的主要驱动因素。

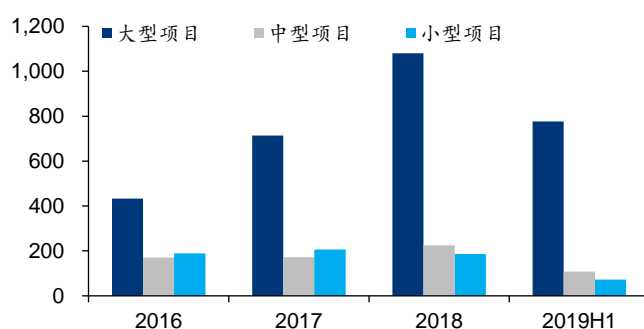
图表35： 城乡环卫保洁项目历年数量



注：鉴于公司 2019 年年报中未披露大中小型项目数量和收入，故此表只列示到 1H19

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

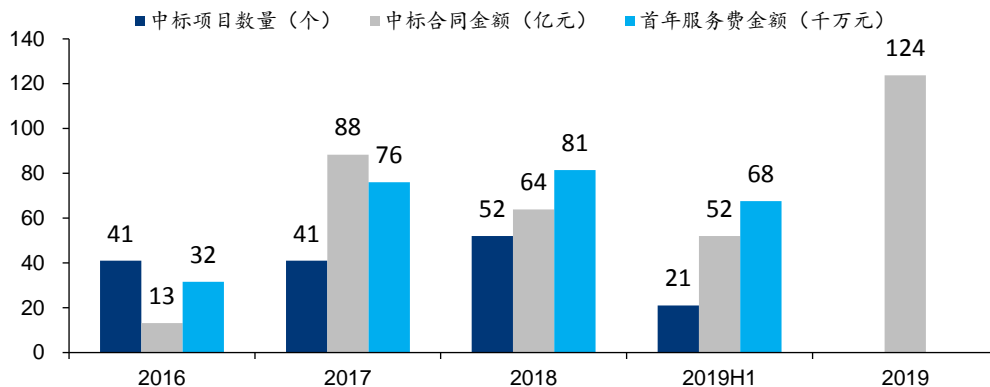
图表36： 城乡环卫保洁项目历年收入金额



注：鉴于公司 2019 年年报中未披露大中小型项目数量和收入，故此表只列示到 1H19

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

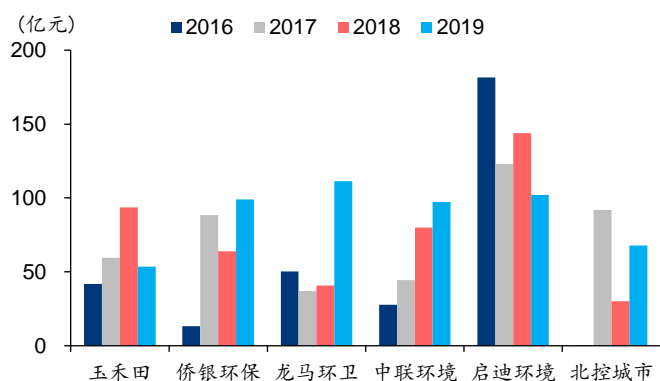
在手订单规模持续扩张，有效保障公司未来业绩表现。近年公司新增订单规模持续增长，2016-2018 年期间新中标合同金额分别达到 13.2 亿元、88.36 亿元、63.94 亿元。

图表37： 公司近年新增订单首年服务费规模持续增长

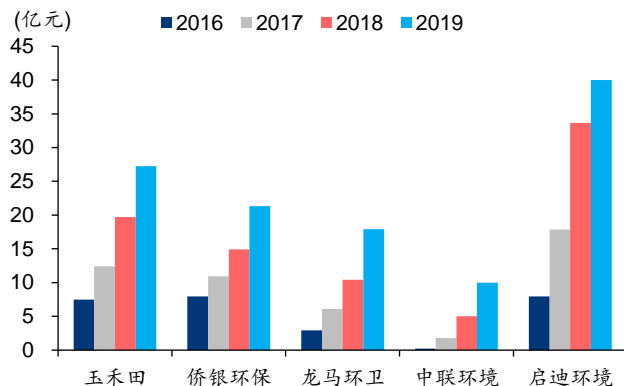
注：公司 2019 年年报中未披露中标项目数量、新增订单首年服务费金额

资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

环卫企业规模效应体现相对较慢，但随着环卫服务收入的增加可以看到管理费用率与销售费用率在小幅改善，毛利率也在见底回升。我们选取了玉禾田、侨银环保、龙马环卫、中联环境、启迪环境、新安洁、北控城市等典型环卫上市公司，通过比较其经营数据及财务数据，可以看出，侨银环保在手订单优势地位不变，将对未来收入形成有效支撑；新签订单总额排名走高，在同行中保持较高的竞争力。

图表38： 典型环卫上市公司新签订单总额

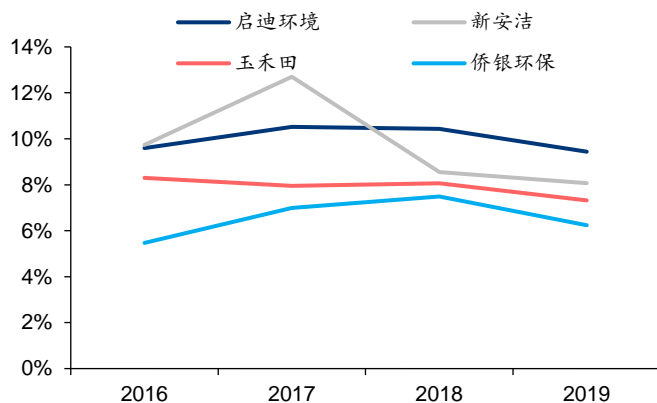
资料来源：招股说明书，年报，华泰证券研究所

图表39： 典型环卫上市公司环卫服务收入

资料来源：Wind，招股说明书，年报，华泰证券研究所

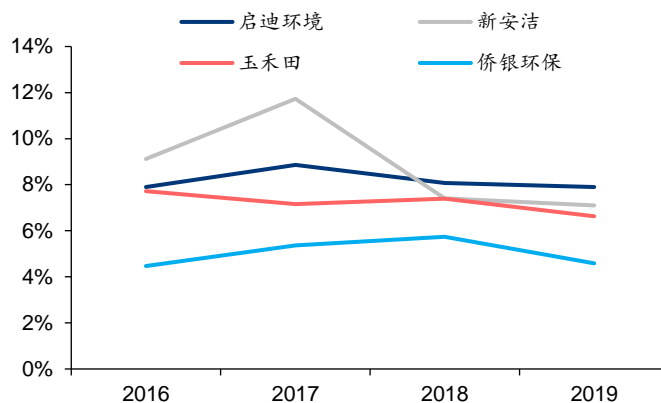
管理费用率方面，除新安洁外，其他四家公司管理费用率相对稳定，维持在 4% 至 9% 之间。销售费用率方面，作为公用事业也是运营型企业，环卫行业销售费用率较低，常年维持在 0.5% 至 2.5% 之间。毛利率方面，典型环卫上市公司环卫服务毛利率基本维持在 20% 至 25% 之间（中联环境从 2016 年开始新涉足环卫业务，所以毛利率存在一个从负到正的快速提升过程），2016 年营改增导致环卫公司的毛利率普遍下降，随后分别于 2017-18 年见底；玉禾田的毛利率居典型环卫上市公司前列，且高于侨银环保，主要原因是玉禾田作业车辆设备投入相对较少，折旧和车辆费用相对较低，而侨银环保根据项目需要向业主或其他第三方租赁作业车辆，导致车辆费用较高，并且侨银在机械化程度提升的同时人工成本的下降未能弥补折旧摊销和车辆费用的上升，最终导致毛利率低于玉禾田。

图表40：典型环卫上市公司管理费用率+销售费用率对比



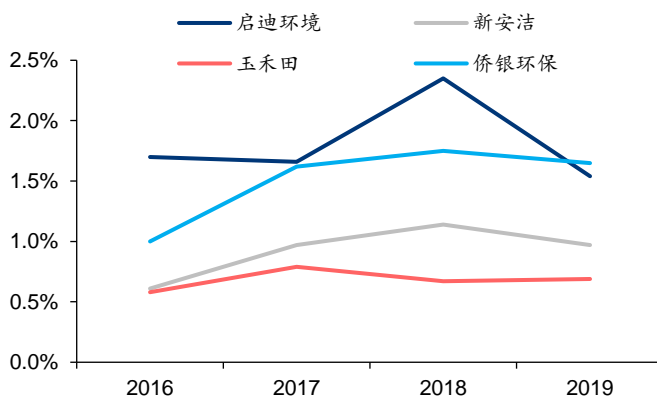
资料来源：Wind，招股说明书，年报，华泰证券研究所

图表41：典型环卫上市公司管理费用率对比



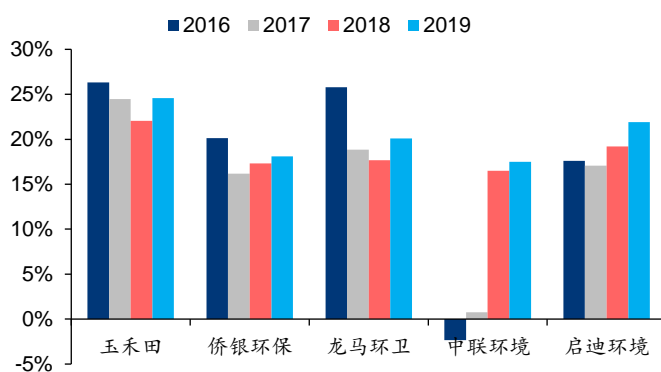
资料来源：年报，Wind，华泰证券研究所

图表42：典型环卫上市公司销售费用率对比



资料来源：年报，Wind，华泰证券研究所

图表43：典型环卫上市公司环卫服务毛利率



资料来源：Wind，招股说明书，年报，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 2020-22 年业绩步入快速成长期

城乡环卫保洁为公司营收的主要来源，收入有望维持快速增长。公司的城乡环卫保洁业务快速发展，2019 年公司城乡环卫保洁业务营收达 21.3 亿元。根据公司招股说明书披露数据，2016-2018 年及 2019H1 公司新增中标项目数量分别为 41 个、41 个、52 个及 21 个，新增中标合同总金额分别为 13.2 亿元、88.4 亿元、63.9 亿元及 52.0 亿元（2017-2018 年同比+569%/-28%），新增项目首年服务费金额分别为 3.2 亿元、7.6 亿元、8.1 亿元及 6.8 亿元，新增项目平均服务年限分别为 4 年、12 年、8 年、10 年；2019 年公司新增订单总额 123.8 亿元（同比+94%），充裕的在手合同将驱动公司城乡环卫保洁营收快速增长。考虑到环卫市场空间及公司拿单能力，我们预计 2020-22 年新增合同总金额保持 5% 的增速，新增项目平均服务年限维持在 2019 年的水平（10 年），预计城乡环卫保洁业务 2020-22 年收入有望分别达到 31.6/43.0/54.5 亿元，同比+48.0%/+36.0%/+26.7%。

市政环卫工程业务即向各类市政环卫工程提供建设和施工服务，为公司环卫保洁收入形成补充。公司自 2016 年开始拓展市政环卫工程业务，现已积累起相关的工程项目经验，拥有环保工程专业承包三级资质和市政公用工程施工总承包三级资质，2016-2019 年市政环卫工程收入占公司总营收的比例维持在 1%-2%，17-19 年营收 CAGR 为 34%，我们预计市政环卫工程未来将随环卫业务总体呈现稳定增长态势，预计 2020-2022 年营收分别为 0.36/0.44/0.52 亿元，占总营收的比例稳定在 1% 左右。

毛利率方面，受益于存量项目持续步入成熟期，叠加公司精细化管理措施持续落地，人员的工作效率有望得到提升，我们预计公司人工成本占总营收的比重有望小幅下降；17-19 年材料工具占总营收的比重分别为 4.1%/6.4%/5.7%，18 年主要系新中标大型环卫一体化项目和农村环卫项目的增多导致材料工具成本明显上升，假设 20-22 年新增项目结构与 19 年基本一致，预计材料工具占总营收比重未来有望维持在 5.7% 左右；车船使用费方面，19 年车船使用费占总营收比重有所下降，我们预计随着营收快速增长，车船使用费占比未来有望继续保持小幅下行趋势；同时考虑到广州李坑综合处理 BOT 项目等重资产项目有望于 2020 年陆续投运，预计 20-21 年其他成本占总营收的比重或将提升。综合以上分析，我们预计 2020-22 年综合毛利率分别为 16.8%、17.5%、18.0%。

图表44：分部收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,187	1,576	2,195	3,353	4,569	5,728
同比增速	37.7%	32.8%	39.3%	52.7%	36.3%	25.4%
城乡环卫保洁	1,093	1,492	2,134	3,159	4,298	5,445
同比增长	37.7%	36.5%	43.1%	48.0%	36.0%	26.7%
市政环卫工程	24	32	30	36	44	52
同比增长	88.1%	33.3%	-4.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	18.3%	18.3%	18.4%	16.8%	17.5%	18.0%
人工成本	669.6	850.1	1,208.6	1,825.8	2,465.0	3,090.4
在营收中占比	56.4%	53.9%	55.1%	54.5%	54.0%	54.0%
材料工具	48.5	101.6	126.0	192.4	262.1	328.6
在营收中占比	4.1%	6.4%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
车船使用费	175.0	233.5	308.5	461.1	619.1	776.2
在营收中占比	14.7%	14.8%	14.1%	13.8%	13.6%	13.6%
其他	76.4	103.0	147.3	225.0	306.6	384.4
在营收中占比	6.4%	6.5%	6.7%	9.2%	9.3%	8.8%
成本合计	969	1,288	1,790	2,704.3	3,652.8	4,579.6
毛利润	217.5	287.7	405.0	563.6	797.4	1,029.8

资料来源：侨银环保招股说明书，华泰证券研究所

管理及销售费用率有望总体保持稳定，财务费用率有望走低。管理费用率方面，受益于存量项目持续成熟，管理精细化措施持续落地，管理费用率有望较 19 年走低，预计 2020-2022 年管理费用率维持在 5.2% 的水平。销售费用率方面，2017-2019 年销售费用率基本维持在 1.7% 左右，考虑到公司现有业务结构和经营能力无明显变化，我们预计 2020-2022 年销售费用率有望继续稳定在 1.7% 左右。财务费用方面，考虑到上市后公司资金实力显著强化，通过勾稽计算我们预计财务费用率有望显著走低，预计 2020-2022 年财务费用率分别为 0.6%/0.5%/0.4%。

图表45： 费用及净利润预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
管理费用	63.8	90.4	132.6	174.4	237.6	297.8
占主营业务收入%	5.4%	5.7%	6.0%	5.2%	5.2%	5.2%
销售费用	19.3	27.6	36.3	55.4	75.5	94.6
占主营业务收入%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
财务费用	5.8	19.2	44.3	21.8	24.0	25.4
占主营业务收入%	0.5%	1.2%	2.0%	0.6%	0.5%	0.4%
归母净利润	90	102.7	131.3	320.1	339.49	450.9
净利润率%	7.6%	6.5%	6.0%	9.5%	7.4%	7.9%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 31.33-32.90 元

目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 34/46/57 亿元，2020-2022 年有望实现归母净利润 3.2/3.4/4.5 亿元，同比增长 144%/6%/33%，对应 EPS 为 0.78/0.83/1.10 元，参考可比公司 2020 年 PE 均值 32x，考虑到公司成长前景可期（2020-2022 年归母净利润 CAGR 达 51%），运营属性突出，可享受一定估值溢价，我们给予 2020 年目标市盈率 40-42 倍，目标价 31.33-32.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表46： 可比公司估值（2020/5/26）

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	20-22 年归母净利润 CAGR	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
					20E	21E	20E	21E	20E	21E	
龙马环卫	603686.SH	21.33	8,866	22%	26	21	3.2	2.9	12%	14%	Wind
玉禾田	300815.SZ	137.22	18,991	42%	38	28	9.4	7.1	25%	25%	Wind
碧水源	603200.SH	52.55	5,323	22%	32	28	5.8	5.1	18%	18%	Wind
平均值			11,060	28%	32	26	6.1	5.0	18%	19%	
中间值			8,866	22%	32	28	5.8	5.1	18%	18%	
侨银环保	002973.SZ	25.01	10,221	51%	32	30	7.5	6.1	26%	22%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

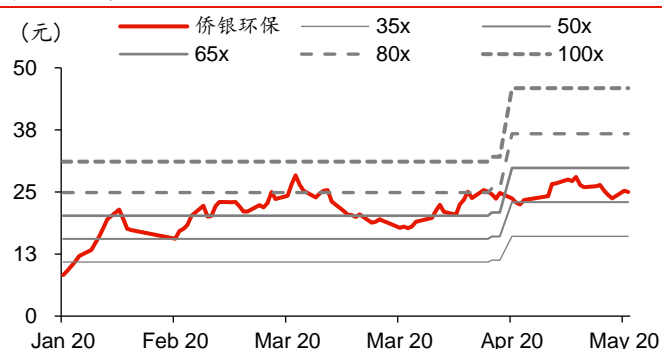
风险提示

1) 环卫市场化进度不达预期。环卫市场化率提升主要依赖政策驱动，我国实际推行进度可能不达预期，造成第三方运营市场增速不达预期。

2) 竞争加剧，导致环卫项目盈利水平下滑超预期。目前市场较充分认知环卫的入口价值，环卫项目竞争激烈化，可能导致环卫业务盈利水平短期下滑超预期。

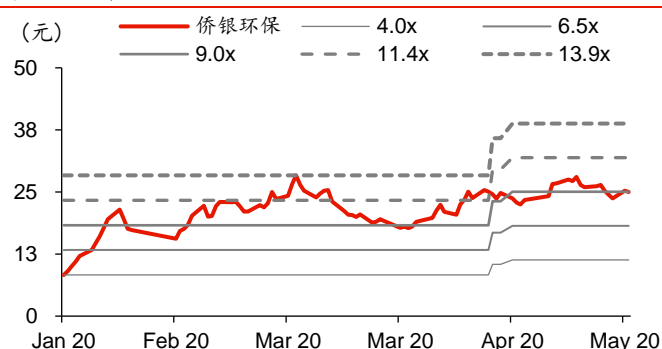
PE/PB - Bands

图表47： 侨银环保历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表48： 侨银环保历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	908.37	1,427	1,887	2,423	2,992
现金	231.10	394.26	369.98	397.18	480.97
应收账款	422.91	757.54	1,157	1,577	1,977
其他应收账款	142.93	145.57	222.33	302.94	379.80
预付账款	7.51	15.30	23.84	32.24	40.16
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	103.93	114.31	114.31	114.31	114.31
非流动资产	1,089	1,850	2,258	2,632	2,971
长期投资	15.76	15.81	15.81	15.81	15.81
固定资产投资	492.79	694.19	708.62	715.90	720.16
无形资产	432.15	928.78	1,304	1,654	1,971
其他非流动资产	147.90	211.11	228.81	246.52	264.23
资产总计	1,997	3,277	4,145	5,056	5,963
流动负债	620.07	1,376	2,166	2,722	3,148
短期借款	111.83	455.98	670.60	822.36	859.18
应付账款	300.03	534.76	833.17	1,126	1,403
其他流动负债	208.21	384.81	662.34	772.82	885.64
非流动负债	498.69	636.75	347.23	331.97	312.02
长期借款	316.16	530.93	241.42	226.15	206.20
其他非流动负债	182.53	105.82	105.82	105.82	105.82
负债合计	1,119	2,012	2,513	3,054	3,460
少数股东权益	133.02	208.57	269.54	334.21	420.09
股本	367.77	408.66	408.66	408.66	408.66
资本公积	116.82	265.51	265.51	265.51	265.51
留存公积	260.34	381.38	687.61	993.23	1,408
归属母公司股东权益	745.20	1,056	1,362	1,668	2,083
负债和股东权益	1,997	3,277	4,145	5,056	5,963

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	208.28	147.38	485.59	475.70	610.71
净利润	102.66	131.35	320.12	339.49	450.89
折旧摊销	98.60	158.49	155.15	154.13	145.84
财务费用	19.21	44.35	25.40	0.00	0.00
投资损失	(0.08)	(1.25)	(1.50)	(1.80)	(2.16)
营运资金变动	(50.93)	(222.93)	(70.92)	(104.76)	(95.14)
其他经营现金	38.82	37.38	57.35	88.63	111.28
投资活动现金	(700.22)	(673.18)	(561.39)	(527.17)	(482.48)
资本支出	703.88	704.13	536.48	502.56	458.23
长期投资	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(4.32)	(30.95)	24.91	24.61	24.25
筹资活动现金	574.26	686.18	51.51	78.67	(44.44)
短期借款	62.02	344.15	214.62	151.77	36.81
长期借款	301.36	214.77	(289.51)	(15.26)	(19.95)
普通股增加	0.00	40.89	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.50	148.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	202.40	(62.31)	126.41	(57.83)	(61.31)
现金净增加额	82.32	160.39	(24.28)	27.20	83.79

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,576	2,195	3,353	4,569	5,728
营业成本	1,288	1,790	2,789	3,771	4,698
营业税金及附加	7.21	7.45	11.38	15.51	19.44
营业费用	27.55	36.26	55.39	75.47	94.62
管理费用	90.39	132.55	174.36	237.57	297.85
财务费用	19.21	44.35	21.77	23.97	25.40
资产减值损失	(6.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.08	1.25	1.50	1.80	2.16
营业利润	137.96	173.18	395.53	419.41	559.81
营业外收入	7.26	13.13	13.13	13.78	14.47
营业外支出	3.68	3.24	3.24	3.24	3.24
利润总额	141.55	183.07	405.42	429.95	571.04
所得税	8.72	14.56	24.33	25.80	34.26
净利润	132.83	168.51	381.09	404.15	536.78
少数股东损益	30.17	37.17	60.97	64.66	85.88
归属母公司净利润	102.66	131.35	320.12	339.49	450.89
EBITDA	255.58	378.47	468.87	614.29	755.01
EPS (元, 基本)	0.25	0.32	0.78	0.83	1.10

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.77	39.30	52.73	36.26	25.37
营业利润	33.00	25.53	128.38	6.04	33.48
归属母公司净利润	14.39	27.94	143.72	6.05	32.82
获利能力 (%)					
毛利率	18.26	18.45	16.81	17.45	17.98
净利率	6.51	5.98	9.55	7.43	7.87
ROE	14.89	14.58	26.48	22.41	24.04
ROIC	18.47	14.60	14.79	18.36	20.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.02	61.41	60.63	60.40	58.03
净负债比率 (%)	47.32	55.90	48.22	44.16	39.46
流动比率	1.47	1.04	0.87	0.89	0.95
速动比率	1.47	1.04	0.87	0.89	0.95
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.83	0.90	0.99	1.04
应收账款周转率	4.36	3.72	3.50	3.34	3.22
应付账款周转率	6.06	4.29	4.08	3.85	3.71
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.78	0.83	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.36	1.19	1.16	1.49
每股净资产(最新摊薄)	1.82	2.58	3.33	4.08	5.10
估值比率					
PE (倍)	99.56	77.81	31.93	30.11	22.67
PB (倍)	13.72	9.68	7.50	6.13	4.91
EV_EBITDA (倍)	43.38	29.29	23.65	18.05	14.68

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司