

侨银环保 (002973.SZ)

环卫运营优质龙头，享环卫市场化红利

纯环卫运营第一股。侨银环保成立于2001年，业务起家于园林绿化及设计业务，2003年开始向环卫清洁业务发展，至2008年左右公司业务全面转型至环卫清洁。目前公司服务项目300多个，为同行业项目最多，截至2019Q3年化订单33.7亿元，在民企中排名第一。公司深耕行业17年，积累了丰富的经验，精细化管理能力领先于业内。2020年1月公司成功登陆资本市场，为纯环卫运营企业中第一家上市公司。

环卫市场化驱动订单放量，订单一体化促进格局改善。环卫服务目前行业市场化率仅40%，较国内垃圾焚烧行业的77%、美国的81%差距大，市场化率继续提升推动订单放量，预计至2024年合计市场空间在3385亿元，整体空间广阔。2020Q1环卫服务年化总量133亿，环卫年化金额及合同总额创下近五年来的最高纪录，显示行业高景气。此外，随着近年来环卫一体化项目逐渐增多，一体化项目合同体量大、期限长、作业难度大，行业望从分散走向集中，侨银环保作为行业龙头望受益。

已有业绩优异，市场化竞争力强。①公司环卫布局先人一步，自2003年起耕耘环卫服务业务，至今17年，经历了我国环卫市场化的试点期、推广期、高速发展期三个阶段，先发优势下尽享行业爆发红利。②公司管理能力优异，多年经验打磨精细化管理，进而在竞标中能够拥有价格优势，且近年来公司机械化升级投入逐年升高，发力智慧环卫，促进管理效率提升，降低人工依赖度。③竞争力胜人一筹，已有业绩优异：公司累计年化金额在民营环卫企业中排名第一，特别是对盈利性好的大项目拿单能力强，市场化竞争能力突出，2019年新增合同额迅猛。④近期公司成功上市，率先于行业内众多小环卫公司开启资本之路（6家上市/行业共13309家公司），强化了品牌力及资本实力。

积极布局上下游，增添新增长点。公司近年来业务向环卫产业链下游延伸，建成全亚洲最大厨余垃圾处理项目，从后端占据市场获取更多利润，打造“环卫+垃圾处置”一体化格局，且污水处理、危废处置、病死动物处置等领域公司也积极布局，增长保有后劲。

投资建议。侨银环保已有业绩突出，依靠优异的管理、较强的品牌力在市场化竞标中胜人一筹，且公司优选大项目，发挥规模效应。目前行业环卫市场化红利仍在持续释放，公司上市后强化资本实力及品牌力，且随着环卫智能化、一体化发展，公司的管理、资金优势望逐步显现，未来订单值得期待。此外，公司积极布局产业链上下游，增长保有后劲。我们预计2020-2022年归母净利润2.4亿/3.6亿/5.0亿元，EPS 0.58/0.88/1.22，对应PE43.1X/28.4X/20.6X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：环卫市场化不及预期、环卫服务竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,576	2,195	3,272	4,825	6,588
增长率 yoy (%)	32.8	39.3	49.1	47.4	36.5
归母净利润（百万元）	103	131	237	361	498
增长率 yoy (%)	14.4	27.9	80.8	51.9	37.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.25	0.32	0.58	0.88	1.22
净资产收益率 (%)	15.1	13.3	19.5	22.9	24.0
P/E (倍)	99.6	77.9	43.1	28.4	20.6
P/B (倍)	13.7	9.7	7.9	6.2	4.8

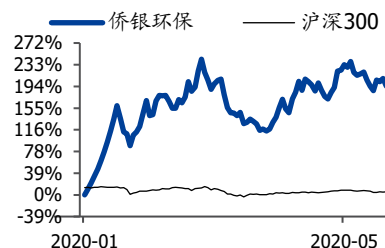
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	环保工程及服务
最新收盘价	24.37
总市值(百万元)	9,959.04
总股本(百万股)	408.66
其中自由流通股(%)	10.01
30日日均成交量(百万股)	3.47

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	908	1427	1842	2577	3286
现金	231	394	422	490	669
应收票据及应收账款	423	758	1002	1592	1950
其他应收款	143	146	284	350	516
预付账款	8	15	19	31	37
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	104	114	114	114	114
非流动资产	1089	1850	2192	2667	3210
长期投资	16	16	17	18	19
固定资产	493	694	825	1048	1298
无形资产	432	929	1111	1329	1589
其他非流动资产	148	211	239	271	304
资产总计	1997	3277	4034	5244	6496
流动负债	620	1376	1606	2094	2490
短期借款	112	456	456	544	627
应付票据及应付账款	300	535	716	970	1149
其他流动负债	208	385	435	580	714
非流动负债	499	637	858	1124	1343
长期借款	316	531	752	1019	1237
其他非流动负债	183	106	106	106	106
负债合计	1119	2012	2464	3219	3833
少数股东权益	133	209	277	380	522
股本	368	409	409	409	409
资本公积	117	266	266	266	266
留存收益	260	381	681	1142	1778
归属母公司股东权益	745	1056	1293	1646	2141
负债和股东权益	1997	3277	4034	5244	6496

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	208	147	284	323	610
净利润	133	169	306	464	640
折旧摊销	99	158	132	182	249
财务费用	19	44	55	60	69
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-44	-223	-206	-382	-347
其他经营现金流	2	1	0	0	0
投资活动现金流	-700	-673	-473	-655	-792
资本支出	704	704	341	474	542
长期投资	-1	-0	-1	-1	-1
其他投资现金流	3	31	-133	-183	-251
筹资活动现金流	574	686	217	312	278
短期借款	62	344	0	0	0
长期借款	301	215	221	267	219
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	8	149	0	0	0
其他筹资现金流	202	-62	-4	45	59
现金净增加额	82	160	28	-21	97

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1576	2195	3272	4825	6588
营业成本	1288	1790	2626	3876	5295
营业税金及附加	7	7	12	18	24
营业费用	28	36	55	81	110
管理费用	90	133	203	297	404
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	19	44	55	60	69
资产减值损失	-6	0	0	0	0
其他收益	2	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
营业利润	138	173	323	495	687
营业外收入	7	13	11	12	12
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	142	183	331	504	695
所得税	9	15	25	40	55
净利润	133	169	306	464	640
少数股东损益	30	37	68	103	142
归属母公司净利润	103	131	237	361	498
EBITDA	261	392	499	731	999
EPS (元/股)	0.25	0.32	0.58	0.88	1.22

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	32.8	39.3	49.1	47.4	36.5
营业利润 (%)	33.0	25.5	86.4	53.3	38.7
归属母公司净利润 (%)	14.4	27.9	80.8	51.9	37.9
获利能力					
毛利率 (%)	18.3	18.4	19.8	19.7	19.6
净利率 (%)	6.5	6.0	7.3	7.5	7.6
ROE (%)	15.1	13.3	19.5	22.9	24.0
ROIC (%)	10.4	9.4	12.1	14.0	15.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.0	61.4	61.1	61.4	59.0
净负债比率 (%)	54.8	66.0	68.6	73.0	65.0
流动比率	1.5	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.3	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	4.4	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	6.1	4.3	4.2	4.6	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.32	0.58	0.88	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.51	0.36	0.70	0.79	1.49
每股净资产 (最新摊薄)	1.82	2.58	3.17	4.03	5.24
估值比率					
P/E	99.6	77.9	43.1	28.4	20.6
P/B	13.7	9.7	7.9	6.2	4.8
EV/EBITDA	41.6	28.7	23.2	16.5	12.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 侨银环保——环卫运营优质龙头	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 公司财务情况	7
1.3 公司股权结构	8
2. 环卫优质赛道：高景气，轻资产，现金流好	9
2.1 环卫运营大空间持续释放	9
2.2 轻资产运营，现金流优异	13
3. 环卫格局分散，一体化趋势下望走向集中	14
3.1 格局分散，优质赛道具备整合空间	14
3.2 疫情、智能化促进产业升级，龙头受益	15
4. 市场化竞争力强，未来值得期待	17
4.1 已有业绩优异，市场化竞争力强	17
4.2 优选项目，大订单占比高	18
4.3 管理优异，成本管控得当	20
4.4 率先上市，增强资本实力和品牌力	22
4.5 积极布局上下游，增添新增长点	22
5. 投资建议	24
风险提示	26

图表目录

图表 1: 侨银环保发展历程	5
图表 2: 2017-2019 年截至 10 月公司环卫订单新签年化及年化总额（亿元/年）	6
图表 3: 2015-2019H1 公司环卫项目占比及细分情况（%）	6
图表 4: 2019H1 公司主营业务收入的地理分布（万元）	7
图表 5: 2015-2019 年公司营收、归母净利润（百万元）、增速（%）	7
图表 6: 2019 年公司主营构成（亿元，%）	7
图表 7: 2015-2019 年公司主要业务毛利率（%）	8
图表 8: 2015-2019 年公司期间费用率情况（%）	8
图表 9: 侨银环保股权结构图	9
图表 10: 2009-2018 年焚烧、污水、环卫行业市场化率变化（%）	10
图表 11: 四国城镇化率指标（%）	10
图表 12: 城市及县城垃圾清运量（万吨）及总体增速（%）	10
图表 13: 2002 年美国清扫、清运人均环卫车 0.96 辆	11
图表 14: 城市清扫机械化率（%）	11
图表 15: 县城清扫机械化率（%）	11
图表 16: 环卫一体化分类及主要模式	12
图表 17: 环卫传统空间和新增空间合计规模（亿元）	13
图表 18: 侨银环保 2018 年成本构成（%）	13
图表 19: 侨银环保 2015-2019 年归母净利润及经营性现金流净额（百万元）	14
图表 20: 2016-2019 年前三季度环卫项目年限分布（按项目数量）	14
图表 21: 2016-2017 年环卫项目年限分布（按项目数量）	14
图表 22: 不同规模环卫项目参与企业数量对比（个）	15

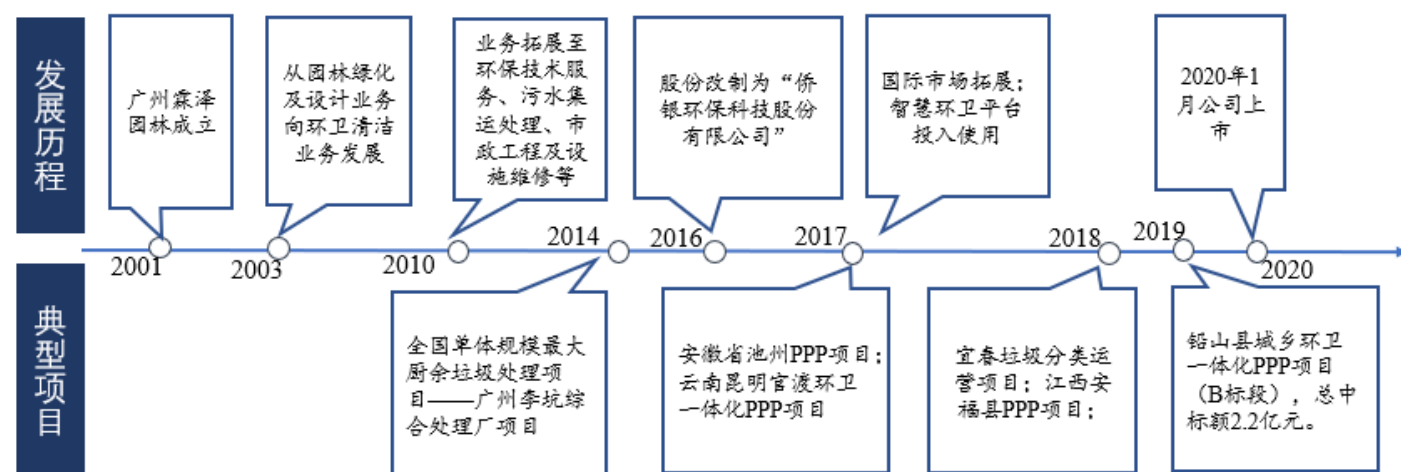
图表 23: 焚烧、污水、环卫、危废市场集中度 CR10 (%)	15
图表 24: 机器人装备作业成本核算	16
图表 25: 武汉环卫消毒画面	16
图表 26: 宜昌环卫消毒画面	16
图表 27: 2016-2019 年 3 月入库项目类型占比 (%)	17
图表 28: 2017 年环卫项目首年平均服务金额 (万元)	17
图表 29: 环卫重点评标科目情况	18
图表 30: 2019H1 前十客户项目的年化总额分布 (亿元, %)	19
图表 31: 2019H1 前十客户项目的合同总额分布 (亿元, %)	19
图表 32: 2016-2019H1 前十客户的收入贡献情况 (万元, %)	19
图表 33: 2019H1 前十客户的收入贡献分布 (万元, %)	19
图表 34: 公司典型一体化项目	20
图表 35: 2016-2019 年运输设备账面价值情况 (万元, %)	21
图表 36: 2016-2019 年人工成本及占比 (万元, %)	21
图表 37: 2016-2019 年人工成本与主营收入增速比较 (%)	21
图表 38: 智慧环卫信息化系统平台升级项目计划	22
图表 39: 可转债募集资金用途	22
图表 40: 公司垃圾分类项目概况	23
图表 41: 公司在建 BOT 项目概况	23
图表 42: 公司城乡环境卫生一体化管理服务的情景示例	24
图表 43: 侨银环保 2020-2022 年收入 (百万元) 及毛利率 (%) 预测	25
图表 44: 可比公司估值预测 (截至 2020/5/23)	26

1. 侨银环保——环卫运营优质龙头

1.1 公司发展历程

环卫运营民企龙头，成功上市发展加速。侨银环保成立于2001年，原名广州霖泽，业务起家于园林绿化及设计业务，2003年开始向环卫清洁业务发展，至2008年左右公司更名并实现业务全面转型至环卫清洁。目前公司已在广东、湖北、湖南、贵州、江西、安徽、浙江、福建等全国60余个城市设立项目服务中心，服务项目超过300个，成功助力全国30多个城市创建全国文明城市和国家卫生城市，经近20年发展成民企中环卫服务订单体量最大的龙头，积累了丰富的环卫实操经验，精细化管理能力和经验领先于业内。另外，公司近年来业务开始向环卫产业链下游延伸，建成全亚洲最大的厨余垃圾处理项目，并积极布局污水处理、危废处置等领域，增长保有后劲。2020年1月公司成功登陆中小板，开启资本市场新篇章。

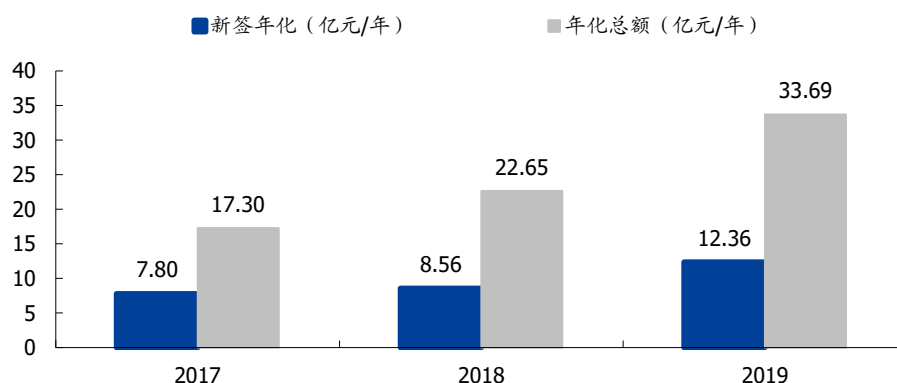
图表1：侨银环保发展历程



资料来源：Wind，国盛证券研究所

年化环卫订单总额民企第一名。根据环境司南以及各地招标网统计，2017、2018、2019年的截至10月，侨银环保分别新签年化7.8亿、8.6亿、12.4亿元环卫项目，截至2019年10月共计33.7亿元，是民企环卫公司第一名，获取订单能力卓越，市场化竞争力遥遥领先，订单储备充足保障业绩成长，公司成功上市后品牌力、资本实力强化，有望获取更大的市场份额。

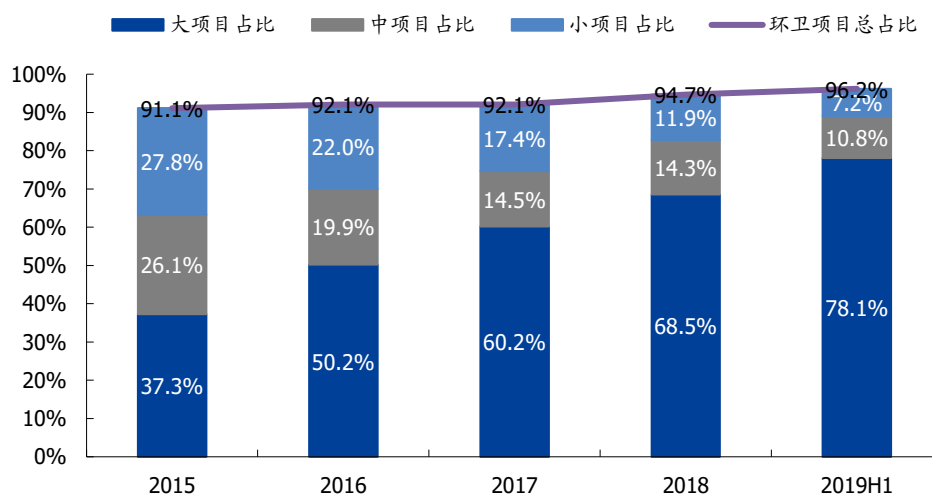
图表 2: 2017-2019 年截至 10 月公司环卫订单新签年化及年化总额 (亿元/年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

环卫一体化促进行业集中度提高, 公司受益明显。从公司环卫保洁项目收入细分情况来看, 大项目收入占比在 2015-2019H1 期间逐年增加, 2019H1 来自大型订单的收入占比已达到 78.1%。公司年收入 1000 万以上的订单 2016 年只有 19 个, 而 2019 年上半年已经达到 50 个, 这主要是由于近年来绿化管理、下水道清污、公共设施维护等将与传统环卫以横向一体化项目形式开展, 一体化项目金额更大、期限更长、作业难度更大, 公司凭借领先实力收割大额优质订单, 作为龙头受益于行业订单集中度提高。

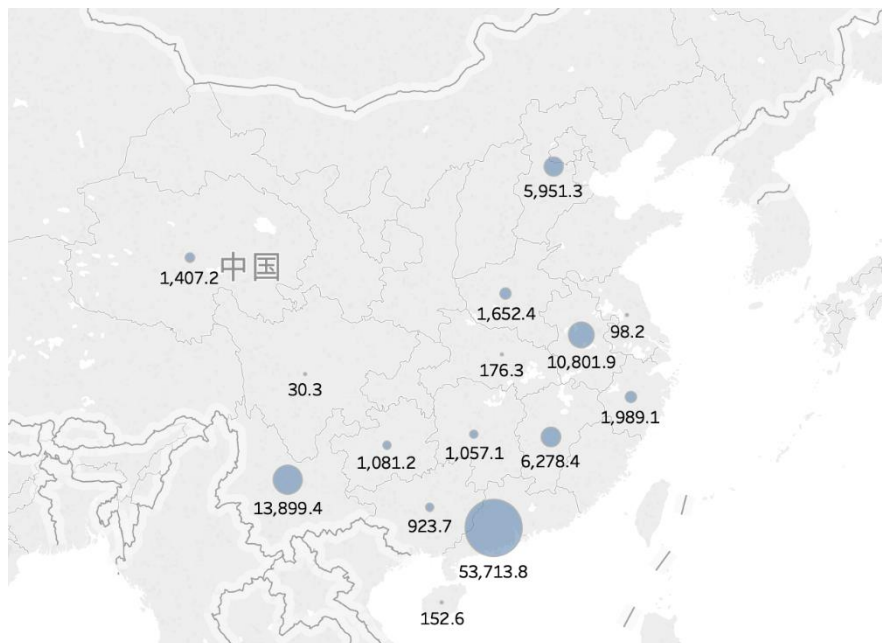
图表 3: 2015-2019H1 公司环卫项目占比及细分情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

延伸至产业链后端业务, 增添新增长点。原有环卫业务基础上, 公司近年来积极布局垃圾分类、固废资源化、污水处理项目: 公司以垃圾分类数字化信息管理系统赋能垃圾分类, 已获取 3 个县市级垃圾分类项目, 金额合计超过 2.9 亿元; 拥有两个生活垃圾无害化处理 BOT 项目在建, 累计金额 9 亿元; 投资山西运城危废再生利用项目, 公司预计年产 8 万吨醇类产品, 以甲醇 2000 元/吨的价格测算, 我们预计会带来年收入 1.6 亿元。资源化业务跟前端垃圾分类、转运结合形成闭环, 从后端占据市场会带来更高的盈利, 且能将全产业链协同效应最大化发挥。

图表 4: 2019H1 公司主营业务收入的地理分布 (万元)

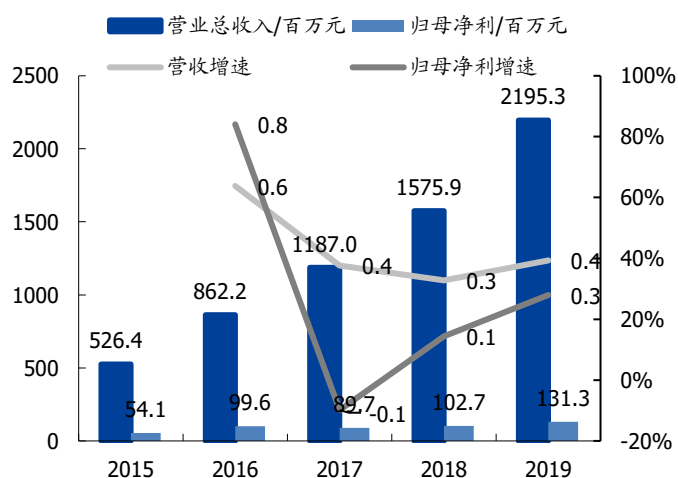


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 公司财务情况

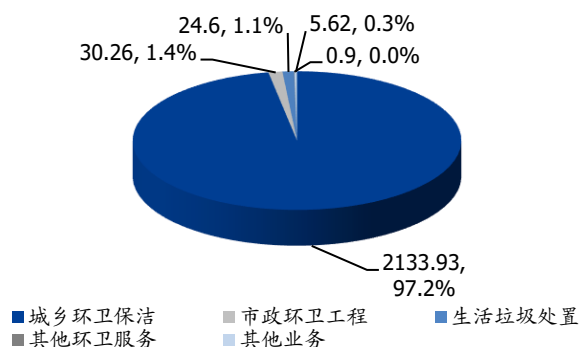
持续高成长, 环卫业务占比超九成。2015-2019 年公司营业收入由 5.3 亿元增长至 22.0 亿元, 复合增长率为 42.6%, 归母净利润由 0.5 增长至 1.3 亿元, 复合增长率 27.0%, 公司业绩持续高速增长, 2020 年一季度归母净利润同比增长 150%, 环卫服务高景气度可见一斑。公司紧抓环卫市场化改革带来的行业机遇, 重点布局环卫保洁业务, 2019 业务收入占总收入 97.2%, 作为龙头充分享受行业高速增长红利。

图表 5: 2015-2019 年公司营收、归母净利润 (百万元)、增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

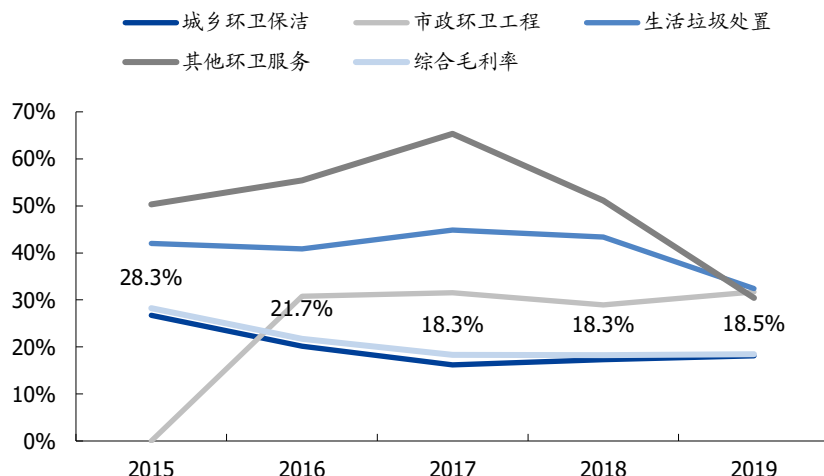
图表 6: 2019 年公司主营构成 (亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

环卫毛利率稳中有升，后端处理业务高毛利。受营改增和机械化折旧费用上升的影响，公司城乡环卫保洁业务毛利率在2015-2017年略有下降，随着环卫机械化推进和人工效率提升，毛利率在后两年稳中有升，现今维持在18.1%左右。我们预计随着机械替代的成本优势显现、大订单比例上升带来集中采购及管理的成本下降，将进一步促进环卫毛利率的提高。同时，公司布局产业链后端的生活垃圾处置业务，因存在较强的技术要求，服务费用高，毛利率平均达到40.7%。我们预计公司在“环保创新技术”战略驱动的产业链一体化发展中，后端垃圾处置的收入占比提升，高毛利项目带动综合毛利率上升。

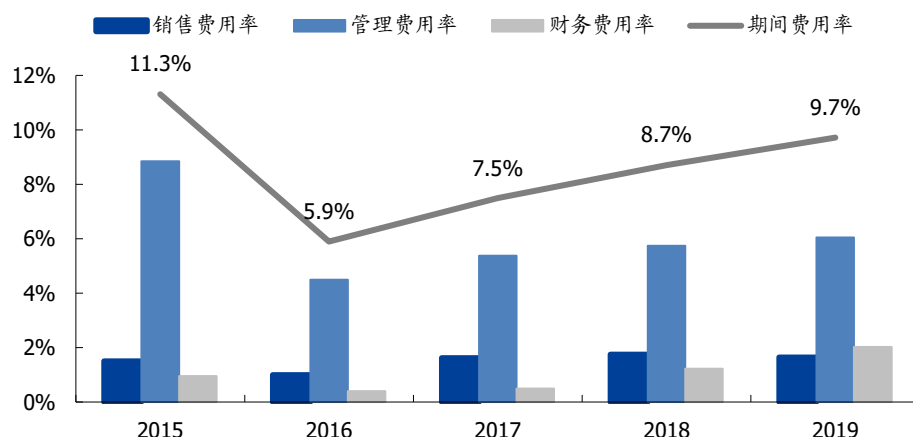
图表 7: 2015-2019 年公司主要业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

省外市场开拓带来期间费用上升。2016-2019 年公司期间费用率由 5.9% 升至 9.7%，主要 1、近年来公司省外项目拓展迅速，省外市场团队组建导致销售费用总体上升；2、公司规模扩大对管理水平提出更高要求，管理费用有所增加；3、BOT 项目的建设使得公司财务费用率提升。

图表 8: 2015-2019 年公司期间费用率情况 (%)

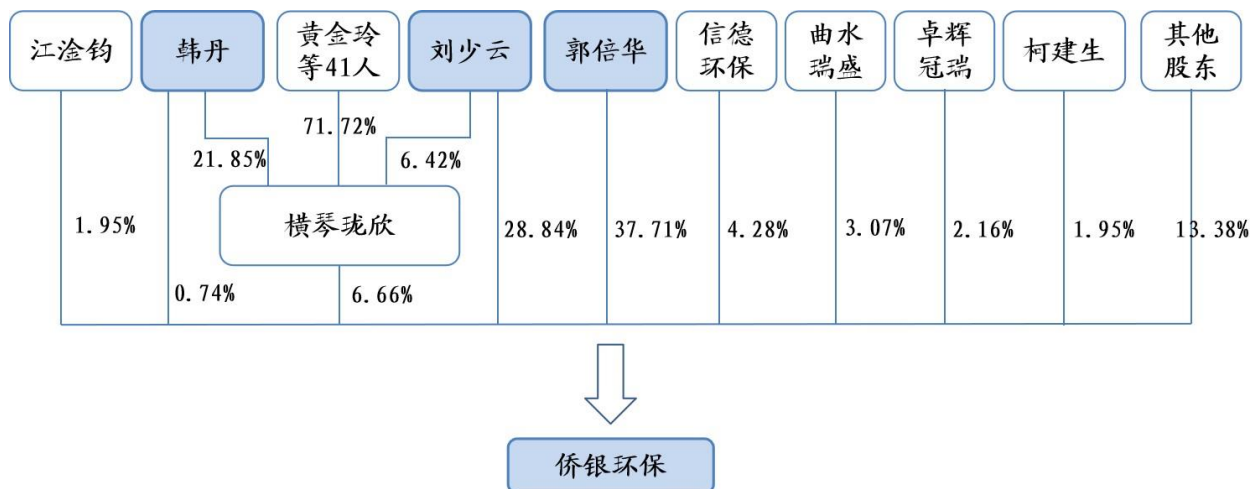


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 公司股权结构

股权分布集中，员工持股激励。董事长郭倍华持有公司 37.7% 股份，其女韩丹与女婿刘少云直接和通过横琴珑欣间接持有公司股份，共 31.5%，家庭内三人合计持有 69.2% 股份，为公司的控股股东和实际控制人，股权分布集中。此外，横琴珑欣为员工持股平台，实施股权激励，利于公司构建稳定核心团队，激发核心员工效率。

图表 9：侨银环保股权结构图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2、环卫优质赛道：高景气，轻资产，现金流好

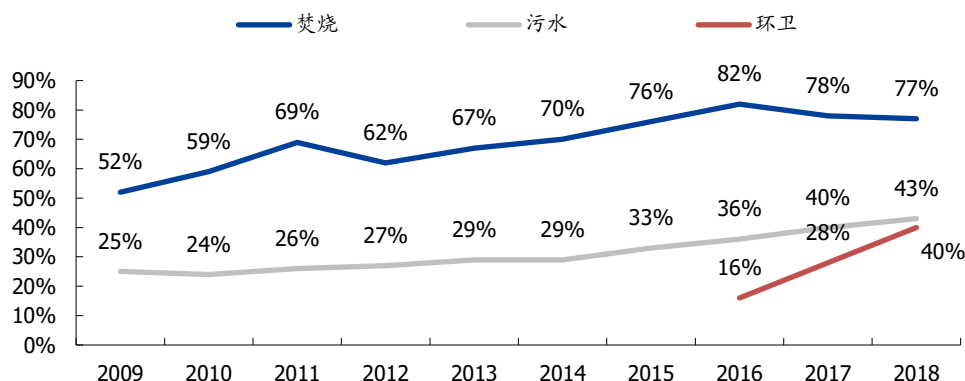
2.1 环卫运营大空间持续释放

环卫运营大空间持续释放。目前环卫服务市场化率仅 40%，较国内垃圾焚烧行业的 77%、污水 43%、美国的 81% 差距大，市场化率持续提升推动订单放量，且随着城镇化率、机械化率及人均垃圾产量提高，传统环卫服务需求将保持上升趋势。此外，环卫一体化、垃圾分类赋予行业新兴增长空间，环卫行业从“清洁者”向“城市管家”升级。我们预计 2024 年环卫传统空间（道路清扫+垃圾清运+公厕管养）将达到 2078 亿元，新增空间（绿化养护+垃圾分类）有望达到 1307 亿元，合计市场空间在 3385 亿元，整体空间广阔。

2.1.1 市场化率持续提升，推动环卫订单释放

市场化率持续提升，推动环卫订单释放。环卫近几年订单的爆发主要源于环卫市场化率提升非常快，三年之内已经从 16% 到 40%，但目前相比焚烧的 77% 仍处于较低水平，且据 waste business journal 数据，2019 年美国环卫市场化率达 81%，与环卫产业较为成熟的美国市场相比差距较大。市场化中政府职能由投管运营转变为监督审批，减轻财政压力，且管干分离引入竞争机制，提高环卫作业效率与质量。我们认为未来环卫市场化改革将继续深化，PPP 盘整后购买服务、特许经营等模式续上，市场化率进一步快速提升，推动环卫市场订单放量。

图表 10: 2009-2018 年焚烧、污水、环卫行业市场化率变化 (%)

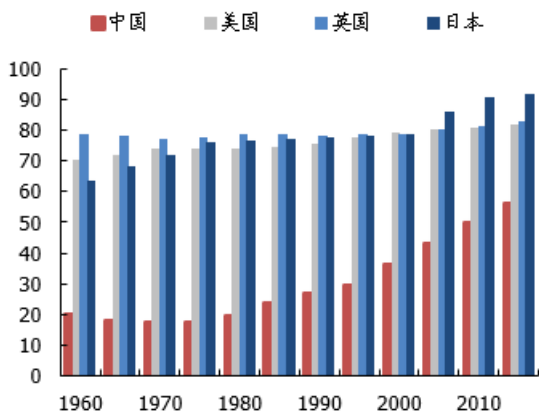


资料来源: E20, 国盛证券研究所

2.1.2 城镇化率、机械化率提高促进传统环卫空间释放

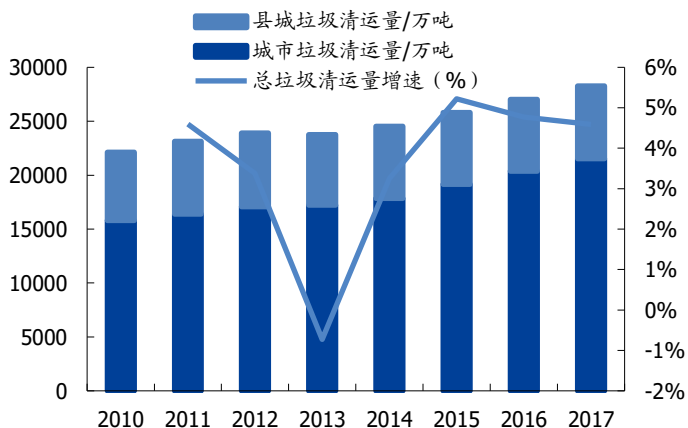
- 城镇化率推动环卫需求释放。**近 10 年我国城镇化率每年提升 1% 左右, 截至 2019 年年底, 我国城镇化率为 60.6%, 相比发达国家 80% 以上的城镇化仍有较大差距, 城镇化推进的过程中环卫清扫需求持续释放。此外, 城镇化伴随着物质生活水平提高, 人均垃圾日产量增长, 2017 年中国城镇人均垃圾清运量为 0.95 千克/天, 距离美国的 2 千克/天仍有较大差距, 我们预计城市及县城垃圾清运量未来仍以 4%-5% 的增速持续攀升, 随之带来环卫清运需求增长。

图表 11: 四国城镇化率指标 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 城市及县城垃圾清运量 (万吨) 及总体增速 (%)



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

- 机械化率提升推动清扫面积上升。**我国机械化清扫率距离发达国家仍有差距, 新加坡、美国、日本机械化清扫率接近 100%, 2017 年底我国城市/县城机械化分别为 65%/57%, 差距明显。

美国环卫工人几乎“一人一车”, 国内差距较大。美国生活垃圾的清扫与收集机械化率接近 100%, 由居民先行实施垃圾分类处理, 环卫工人直接驾驶垃圾车收集社区住户附近垃圾桶内的废弃物, 然后将市政废物运往垃圾转运中心或者最终的处理设施。2002 年, 美国环卫市场化后, 固废行业从业人数为 28 万人, 清扫、清运工人 17.2 万人。2003 年美国环卫清运车 13.6 万辆、清扫车 1.2 万辆, 其他环卫车 3.1 万辆, 共计 17.9 万辆, 人均 0.96 辆, 考虑到管理和后勤人员, 美国环卫市场化后, 环

卫工人几乎“一人一辆环卫车”。2018年中国环卫专用车辆设备总数25.2万辆，2011年我国城镇环卫仍业人员超405万人，与美国情况差距较大。

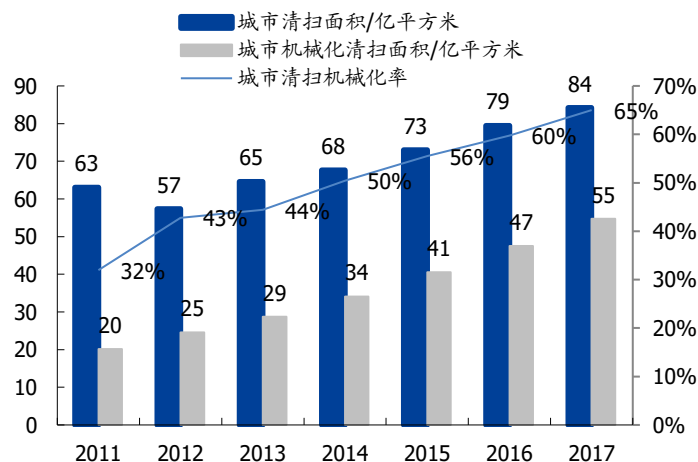
图表 13: 2002 年美国清扫、清运人均环卫车 0.96 辆

美国环卫从业	人数/万人	美国环卫车辆	车量/万辆
2002 年固废行业从业人数	28	2003 年清运车/万辆	13.6
2002 年清扫、清运人数	17.2	2003 年清扫车/万辆	1.2
		2003 年其他环卫车/万辆	3.1
人均环卫车辆	0.96		

资料来源:《Greening Garbage Trucks_New Technologies for Cleaner Air》，国盛证券研究所

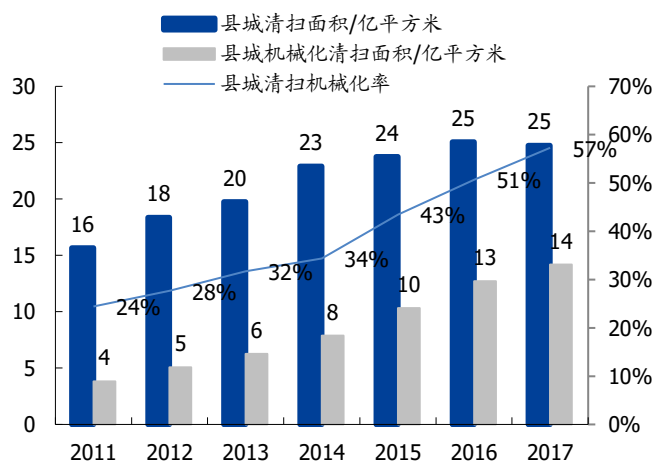
我们预计清扫机械化率未来 3 年仍高速提升。截至 2017 年底，我国城市清扫面积 84 亿平方米，其中机械化清扫面积 55 亿平方米，机械化率 65%；同期县城清扫面积 25 亿平方米，机械化清扫面积 14 亿平方米，机械化率 57%。随着老龄化以及人工清扫意愿的下降，机械清扫望持续替代人力清扫。

图表 14: 城市清扫机械化率 (%)



资料来源: 住建部、国盛证券研究所

图表 15: 县城清扫机械化率 (%)



资料来源: 住建部、国盛证券研究所

我们预计 2024 年中国传统环卫服务运营市场空间超 2000 亿/年。环卫项目主要包括三方面: 清扫保洁服务、垃圾清理服务、公厕运营管理。从各单项费用估计来看，目前，我国一、二线平均清扫价格在 10 元/(平方·年)左右，垃圾清运价格在 70-75 元/吨，而公厕的年运营费用在 13 万/座左右。县级市的清扫价格在 5 元/(平方·年)左右，垃圾清运价格在 30 元/吨，而公厕的年运营费用在 5 万/座左右。

- ✓ 根据中国城乡建设统计年鉴 2015-2017 年数据对道路清扫保洁服务、垃圾清理服务、公厕运营管理服务进行市场空间估算。在城市化进程的大背景下，假设 2020 年前城市、县城清扫保洁面积增速在 8%、9%；城市、县城垃圾清运增速在 3%；公厕每年增加 0.1 万座。据此估算的 2024 年中国环卫市场空间在 2078 亿元，其中道路清扫占主要部分，占据 79%。

2.1.3 环卫一体化、垃圾分类带来行业新增空间

环卫一体化带来“环卫+”新增空间。如今大量环卫项目已经不再是简单的清扫保洁和垃圾收运，+园林绿化、+市政服务、+固废处理、甚至+物业清洁等，服务内容越来越多，合同的单价越来越大，小环卫向大环卫发展，向区域以及产业链的上下游进行多维度的整合，打包成一体化项目。环卫一体化可分为横向一体化及纵向一体化，其中横向一体化项目包涵景观亮化、路灯维护、绿化养护等新项目；纵向一体化则包括垃圾焚烧等后端处理。这种变化将使环卫产业成为更高端的市场，带来新的增长空间。

图表 16: 环卫一体化分类及主要模式

环卫一体化分类	主要模式
横向一体化	从道路清扫、水面保洁扩张到管家式一体化服务，如 景观亮化、路灯维护、市政绿化 等业务，也包括在“户”线中的横向一体化，即两网融合，其中最大的两个领域是垃圾分类和再生资源利用，将城市中的管家服务统统纳入了现在环卫市场化的服务范围之内，称之为横向一体化。
纵向一体化	包括焚烧厂、填埋场以及湿垃圾处置厂在内的末端处理设施也被大型市场化环卫企业纳入服务范围，称之为纵向一体化。

资料来源: E20, 国盛证券研究所

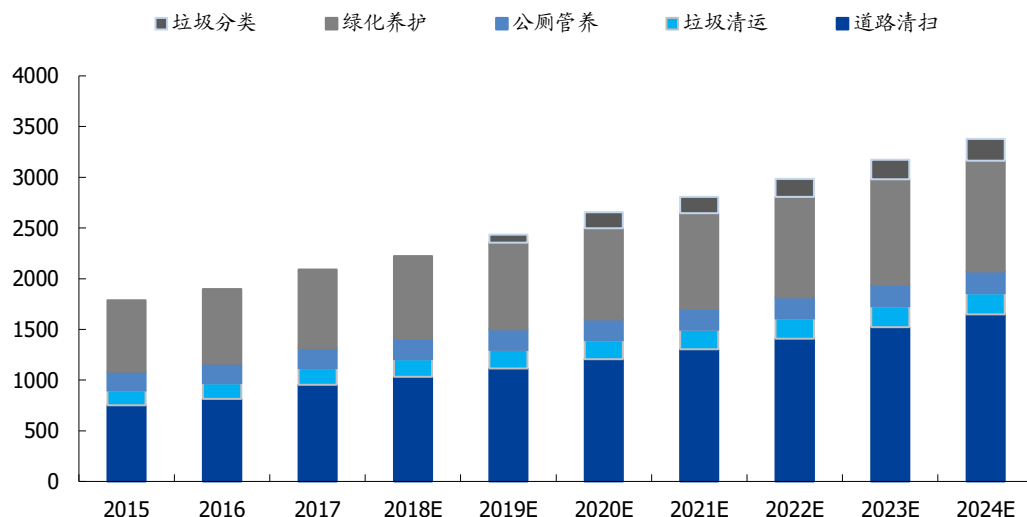
垃圾分类增添业务品种。2019 年以来垃圾分类全面开局，新增垃圾分类投放、收集、转运需求，作为垃圾转运最前端的环卫企业，增加了新的垃圾分类宣传、垃圾分类回收、巡检、硬件设施配置和维护等业务品种，垃圾分类引领环卫装备及服务升级，未来三年内我国垃圾分类的主要市场将来自城镇垃圾分类市场化运营。

新增环卫业务(绿化养护+垃圾分类)年运营市场空间超 1000 亿。从各单项费用估计来看，目前，我国一、二线平均市政绿化养护价格在 5 元/(平方·年)左右、县城 3 元；垃圾分类费用根据城市级别差距较大，一线城市在 200-400 (元/户)之间、二三线城市在 100-250 (元/户)之间、四五线城市在 50-100 (元/户)之间，我们假设费用在 120 (元/户)。

根据中国城乡建设统计年鉴 2015-2017 年数据对绿化养护、垃圾分类服务进行市场空间估算。在城镇化进程的大背景下，假设 2020 年前城市、县城绿化养护面积增速在 5%；垃圾分类户数增速在 10%。据我们测算，横向一体化带来的新增绿化养护、垃圾分类空间在 2024 年将达到 1307 亿元，成为环卫市场未来新增量。

综上所述，在市场化释放、城镇化率及机械化率提升、新兴环卫空间释放合力推动下，**2024 年我们预计环卫传统空间(道路清扫+垃圾清运+公厕管养)将达到 2078 亿元，新增空间(绿化养护+垃圾分类)有望达到 1307 亿元，合计市场空间在 3385 亿元，整体空间广阔，环卫企业从城市清洁者向城市管家升级。**

图表 17: 环卫传统空间和新增空间合计规模 (亿元)

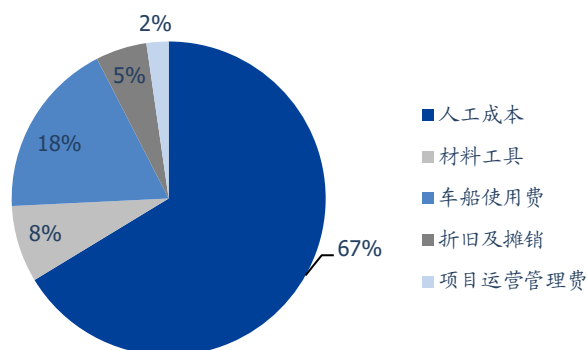


资料来源: 中国城乡统计年鉴、国盛证券研究所

2.2 轻资产运营，现金流优异

轻资产模式: 环卫服务属于劳动密集型行业，企业的固定资产投入较小，人力成本高，侨银环保 2018 年人工成本达 67%，而折旧摊销只占 4%-5%。通过人均创收及人均创利指标也可以侧面印证，环卫服务企业单位收入所耗费的人员数较多，属于典型的“轻资产、重人力”模式。

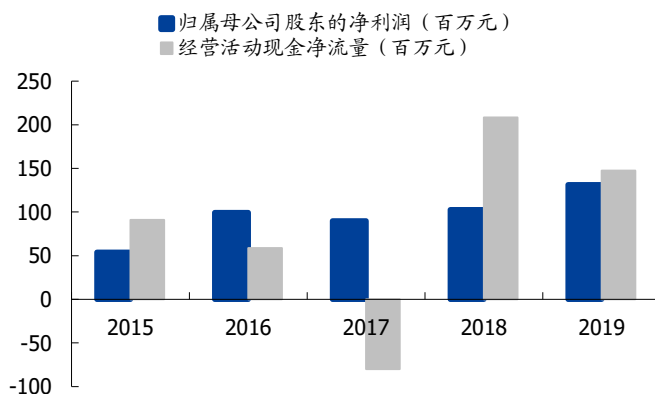
图表 18: 侨银环保 2018 年成本构成 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流优异: 市政环卫的合同年限是 3-8 年，一般为月度或季度结算，平均的回款周期在 2-3 个月的时间，账期较短。且环卫服务属于公共服务事业，收入来源为政府财政预算，具有刚性支出的属性，受宏观经济调控因素影响较小，现金流持续性及稳定性好。(2017 年侨银环保因官渡项目规模为 66 亿元，履约保证金或投标保证金金额较大，支付其他与经营活动有关的现金较多，导致经营性现金流为负)。

图表 19: 侨银环保 2015-2019 年归母净利润及经营性现金流净额 (百万元)



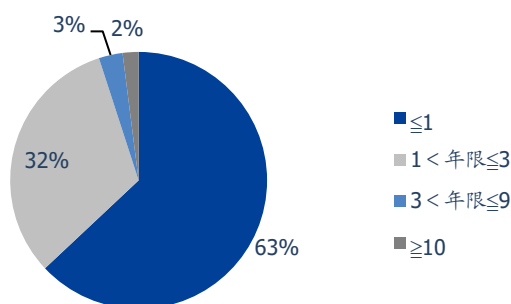
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、环卫格局分散，一体化趋势下望走向集中

3.1 格局分散，优质赛道具备整合空间

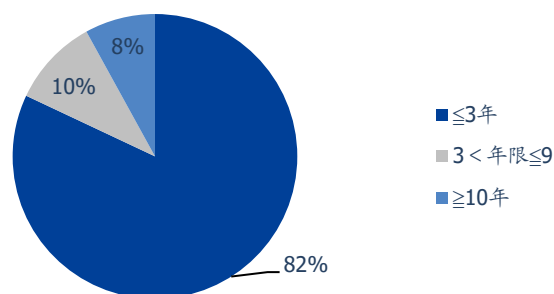
环卫市场化初期，群雄并起。近年来环卫订单中标企业逐步增多，据 E20 数据 2016-2018 年分别为 5796/8630/13309 家，行业竞争加剧，这其中主要是小订单市场参与主体大幅扩增。单看大订单，市场格局逐步变好，2019 年 5 千万以上大订单参与企业数量明显减少，由 2018 年的 58 家减少至 43 家，且从订单金额来看基本符合“二八定律”，据 E20 统计，项目数量占比 20% 的较大规模项目（500 万以上）实际供应了 80% 的项目规模。小订单项目数量较多，2016 年-2017 年市场上 3 年以下的小订单占比 82%，而到了 2019 年前三季度该比例提升至 95%，给小公司创造了机会，5 百万及以下小订单参与企业数量最多为 4531 家。

图表 20: 2016-2019 年前三季度环卫项目年限分布 (按项目数量)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

图表 21: 2016-2017 年环卫项目年限分布 (按项目数量)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

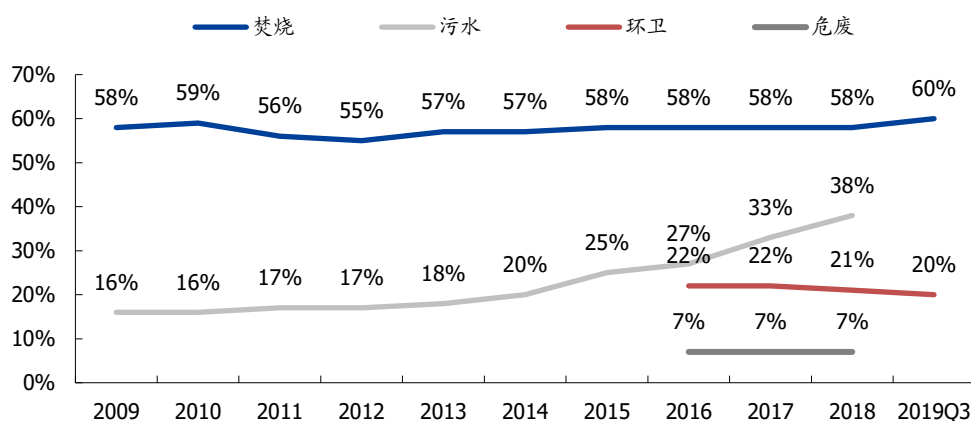
图表 22: 不同规模环卫项目参与企业数量对比 (个)

	5 百万及 以下	5 百万-1 千万 (含)	1 千万-3 千万 (含)	3 千万-5 千万 (含)	5 千万-1 亿 (含)	1 亿-5 亿 (含)
2016 年	2660	390	251	51	24	6
2017 年	3350	502	282	51	13	9
2018 年	4926	664	408	86	42	16
2019 年前三 季度	4531	632	434	85	35	8

资料来源: E20, 国盛证券研究所

国内环卫市场集中度较低, 优质龙头整合空间大。据 E20 数据, 目前环卫市场集中度 CR10 仅 20%, 低于焚烧市场的 60%、污水市场的 38%, 跟美国比差距也较大 (2017 年头部企业 WM、RSG 和 WCN 市占率为 25.4%、21.0% 和 6.8%, 三巨头市占率非常高)。因此, 从市占率角度看国内并没有出现真正的龙头, 行业仍处于高成长阶段, 龙头抢占市场跑马圈地, 国内环卫市场集中度提升空间较大。

图表 23: 焚烧、污水、环卫、危废市场集中度 CR10 (%)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

3.2 疫情、智能化促进产业升级, 龙头受益

1) 智能化促进环卫产业升级

智能化促进产业升级。智能环卫是依托物联网、移动互联网及大数据技术, 对环卫管理所涉及到的人、车、物、事进行全过程实时管理, 合理设计规划环卫管理模式, 提升环卫作业质量, 降低环卫运营成本。环卫行业人力面临严重短缺、招工难留人难、人工成本攀升、人工清洁效能低、安全隐患高等难题, 倒逼环卫的智能化升级。另一方面, 环卫订单向一体化趋势发展, 而一体化的项目一般是相对较高端的项目, 也对管理技能、信息管控以及装备的升级提出了更高的要求, 成为环卫智能化的推动力量。

- ✓ 以已落地的盈峰环境长沙市某项目为例, 该项目地处长沙市主要居民区, 包含背街小巷、学校、人行道等多种作业场景。当前作业方式以纯人力为主, 共计需要环卫作业人员 65 人, 引入智能小型环卫机器人装备作业后, 作业人员队伍精简 64.6%, 年度总费用投入削减 50.7%。此外, 疫情背景下, 长沙市天心区智能驾驶环卫防疫消毒机器人和智能驾驶环卫清扫消毒机器人的上岗就大大缓解了社区

防疫消毒压力，环卫智能化带来产业的升级。

图表 24: 机器人装备作业成本核算

序号	项目费用	原方案	新方案
1	环卫作业工人数（人）	65	15
2	驾驶员人数（人）	0	8（/）
3	作业装备数（台）	0	8
4	年人工支出总额（万元）	260	108
5	年能源消耗费用（万元）	0	14.4
6	年人力作业工具维护损耗费（万元）	7.8	1.8
7	年作业装备维护损耗费（万元）	0	3.2
8	年折旧费（万元）	0	4.6
9	年费用总额（万元）	267.8	132

资料来源：盈峰环境产品发布会，国盛证券研究所

2) 疫情催生环卫消毒需求，加大作业难度

“新冠”疫情催生全城卫生消毒需求。为最大限度减少病毒滋生蔓延，环卫消毒是疫情防控应急处理的重要环节，全国爱卫办印发《关于深入开展爱国卫生运动做好新冠肺炎疫情防控工作的通知》，要求落实好环境卫生整治、病媒生物防制和科学消毒等工作。湖北武汉、宜昌，河南郑州、洛阳、许昌，云南蒙自，陕西榆林等地区开展了全城大消毒，环卫公司是其中骨干力量。严格的环卫防治手段，加大了环卫企业作业难度。

疫情后市政环卫和医疗卫生有望提高标准、加大投入。疫情中由于消毒频次增加短期看会增加易耗品成本，但预计疫情过后，市政环卫和医疗卫生会提高标准及加大投入，比如深圳的环卫开支 10 年前每平方米 6~7 元，现在已经到每平方米 30 元。疫情过后国家对卫生防疫、环境服务的标准会大幅度提高，长期会有正向影响。预计疫情将倒逼中国各级政府更加重视公共环境卫生的管理。

图表 25: 武汉环卫消毒画面



资料来源：长江日报、腾讯视频，国盛证券研究所

图表 26: 宜昌环卫消毒画面



资料来源：湖北之声 FM1046，国盛证券研究所

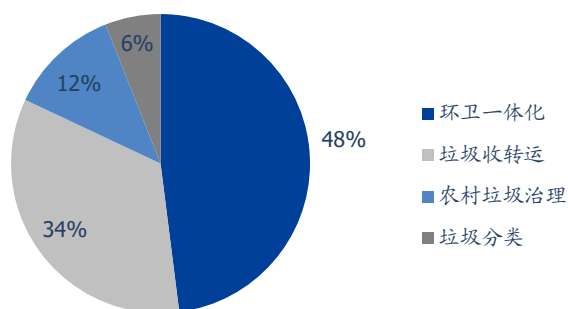
3) 环卫一体化趋势明显，公司受益。

近年来在环卫服务、环卫一体化、垃圾收运、垃圾分类、农村垃圾治理、公厕管养等大环卫领域之服务运营项目的招标中，环卫一体化项目逐渐增多，2016-2019 年 3 月入库的 283 个环卫 PPP 项目中，环卫一体化项目比例占 48%，主要因为政府越来越倾向于选择能够综合解决市容环境卫生问题的模式。一体化项目通常特征如下：

- ✓ **体量大**：环卫一体化项目一般体量较大。过去三年的环卫一体化项目中，年服务金额在 500 万以上的项目占比达到了 94%；
- ✓ **期限长**：越长年限首年平均服务金额越大。2017 年 10 年以上项目首年服务金额达到 3577 万元，反之可推测一体化项目年限一般较长；
- ✓ **难度大**：一体化项目包含作业范围大、品种多、难度大，需要升级设备和技术，资本投入加大。

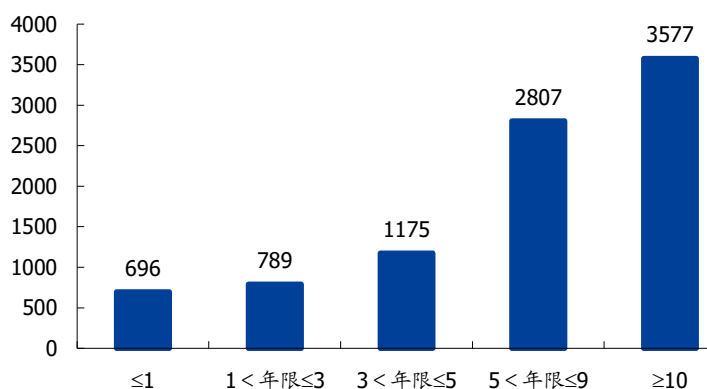
我们认为产业向着长期化、一体化、智能化演进的趋势不可阻挡，这对公司资金、管理水平要求更高，更考验环卫企业的机械化作业水平、智慧化管理水平、产业链衔接水平，而侨银环保作为行业龙头，管理优势、资金优势较为明显，有望借此不断提升其市占率。

图表 27: 2016-2019 年 3 月入库项目类型占比 (%)



资料来源：环境司南，国盛证券研究所

图表 28: 2017 年环卫项目首年平均服务金额 (万元)



资料来源：E20，国盛证券研究所

4、市场化竞争力强，未来值得期待

侨银环保已有业绩突出，品牌力突出，依靠优异的管理，精细化运营进而能够拥有价格优势，领先的综合实力从而在市场化竞标中胜人一筹，且公司优选大项目，发挥规模效应。目前行业环卫市场化红利仍在持续释放，公司上市后强化资本实力及品牌力，未来承接更多订单值得期待。另外公司积极布局产业链上下游，增长保有后劲。

4.1 已有业绩优异，市场化竞争力强

环卫布局先人一步，尽享行业红利。公司自 2003 年起向环卫清洁业务转变，至今 17 年，经历了我国环卫市场化的试点期、推广期、高速发展期三个阶段，成为环卫市场化过程中的重要参与者，先发优势显著，耕耘行业近 20 年积累了丰富的丰富经验与良好口碑，对后续拿单大有帮助。

市场化竞争力强，已有业绩优异。综合江门市、青岛市、乐东县环卫项目评标标准发现，公司业绩（已有标杆项目）、以人车配置方案和服务涵盖面为代表的业务能力、价格是权重最大的三个影响因素。而侨银环保竞争力胜人一筹，已有业绩优异：截至 2019 年 10 月份公司累计年化金额 33.7 亿元，在民营环卫企业中排名第一，市场化竞争能力较强 2016、2017、2018 年的新增订单分别是 13.2 亿元、88.4 亿元、63.9 亿元，而 2019 上半年已达到 67 亿，新增合同额迅猛。

图表 29: 环卫重点评标科目情况

江门市项目评价科目	分值	青岛市项目评价科目	分值	乐东县项目评价科目	分值
企业业绩	30	实质性条款响应情况	15+5	投标人履约保障能力	18
价格评价	10	作业人员及车辆配置	15	环卫一体化方案	15
创研能力	10	投标报价	10	投标人业绩	10
重大活动保障	9	服务定位	10	报价得分	10
作业标准化能力	7	智慧分类设备及软件功能	10	投标人荣誉	9
创文创卫经验	6	服务保障+响应	9	人员、车辆配置方案	9
人员配置方案	5	环卫市场化服务方案	9	应急保障能力	7
企业荣誉	5	垃圾分类服务方案	6	安全作业保障方案	7
服务整体方案	3	费用测算及分析	4	应急设备保障能力	5
车辆设备配置方案	3	样品评价	4	项目交接方案	5
智能化管理方案	3	服务保障（注册地）	3	项目管理、人员实力	3
应急保障方案	3	企业荣誉	0	认证证书	2
质量保障措施服务承诺	3	企业业绩	0		
企业资质	2	企业认证	0		
年服务费调价增幅承诺	1				

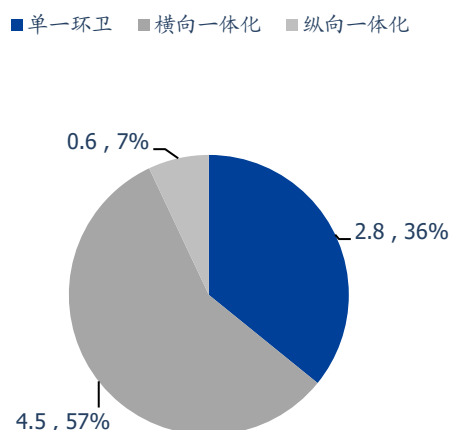
资料来源：项目招标文件，国盛证券研究所

品牌影响力突出，行业标准制定者。公司是中国环境卫生协会副会长单位、连续 10 年被评为中国环卫行业十大影响力品牌前三甲、广东守合同重信用企业，还获得广东五一劳动奖状、环卫工具科学技术进步奖、2019 广东企业 500 强等 1700 多项荣誉，E20 公布的 2019 年环卫十大影响力企业榜单中，公司更是名列第二。公司积极参与和支持国家主流标准的制定，主编《生活垃圾收集运输作业规程》、《城乡道路保洁作业规程》，参编《生活垃圾收集运输质量标准》、《城乡道路保洁作业质量标准》、《餐厨垃圾集散转运设施设置标准》、《生活垃圾卫生填埋场运行维护技术规程》、《园林垃圾收运技术规程》等国家级团体核心标准，引领全国环境管理行业规范发展。

4.2 优选项目，大订单占比高

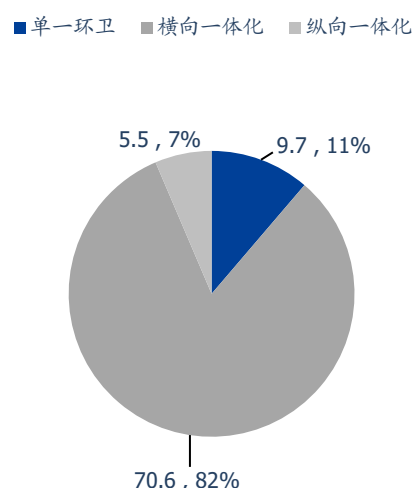
大订单金额占比高。根据招股说明书所列出的 2019 上半年前十大客户信息，客户均为地方政府，与项目能够一一对应，且均通过招投标获得。其中单一环卫项目 6 个、环卫一体化项目 4 个，年化总金额为 7.8 亿元、合同总金额达 85.7 亿元。一体化项目在数量上相比单一环卫占比略少，但年化总金额占比 64%、合同总金额占比 89%，足以可见一体化项目的体量更为庞大。

图表 30: 2019H1 前十客户项目的年化总额分布 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 公开资料, 国盛证券研究所

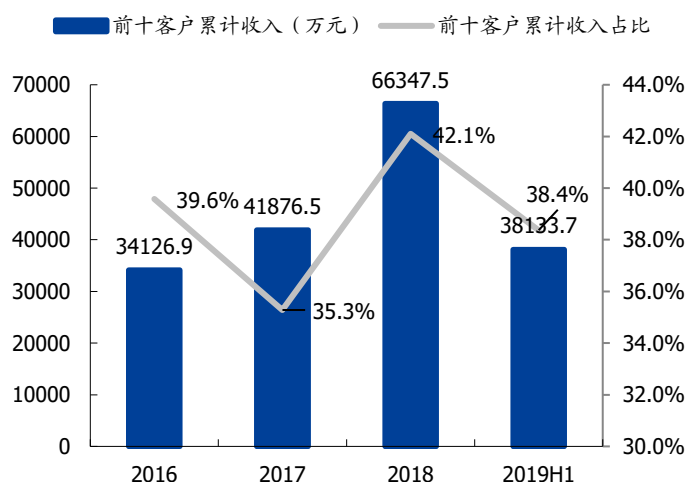
图表 31: 2019H1 前十客户项目的合同总额分布 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 公开资料, 国盛证券研究所

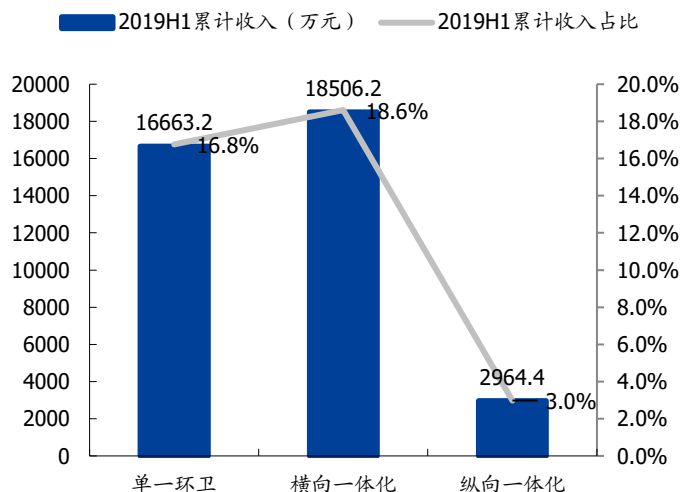
大订单盈利性好, 收入贡献集中。2016-2019H1 前十大客户的带来的累计收入总体呈上升趋势, 这表明公司获得的订单金额扩大, 且大订单带来了更好的盈利。前十大客户项目累计收入占比稳定在 40% 左右, 对公司总收入的贡献集中。其中, 2019H1 累计收入占比为 38.4%, 一体化项目合计占 21.6%, 预计随着一体化 PPP 项目进入运营期后, 其收入贡献潜力将进一步释放。

图表 32: 2016-2019H1 前十客户的收入贡献情况 (万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 33: 2019H1 前十客户的收入贡献分布 (万元, %)



资料来源: 招股说明书, 公开资料, 国盛证券研究所

横/纵向一体化项目出彩。公司于 2017 年 2 月中标昆明市官渡区环卫一体化 PPP 项目, 项目规模为 66 亿元/20 年 (当时国内规模最大), 在道路保洁工作的基础上兼做公厕运营维护、绿化河道湿地管养维护、河道口清淤、景观亮化运营等其他城市综合服务, 属横向一体化; 于 2019 年 1 月中标池州市环卫一体化 PPP 项目, 5.5 亿元/10 年, 内容涵盖了生活垃圾清扫、中转运输、填埋处置的纵向一体化各环节。

图表 34: 公司典型一体化项目

开标时间	项目名称	项目类型	年化金额	运营期	合同金额	具体服务内容
2017/2/22	昆明市官渡区环卫一体化 PPP 项目	横向一体	3.3 亿元	20 年	66.0 亿元	(1) 道路清扫保洁; (2) 垃圾收集及清运; (3) 公厕运营管理维护; (4) 绿化管养维护; (5) 树木管养; (6) 河道湿地管养维护; (7) 河道口日常清淤; (8) 景观亮化运营管理维护; (9) 车辆、船只设备更新维护
2017/2/20	池州市环卫一体化 PPP 项目	纵向一体	0.6 亿元	10 年	5.5 亿元	(1) 道路清扫保洁; (2) 道路扬尘控制; (3) 护栏清洗; (4) 生活垃圾中转运输; (5) 填埋处置 (6) 环卫作业设备的购置和维护

资料来源: 项目中标文件, 国盛证券研究所

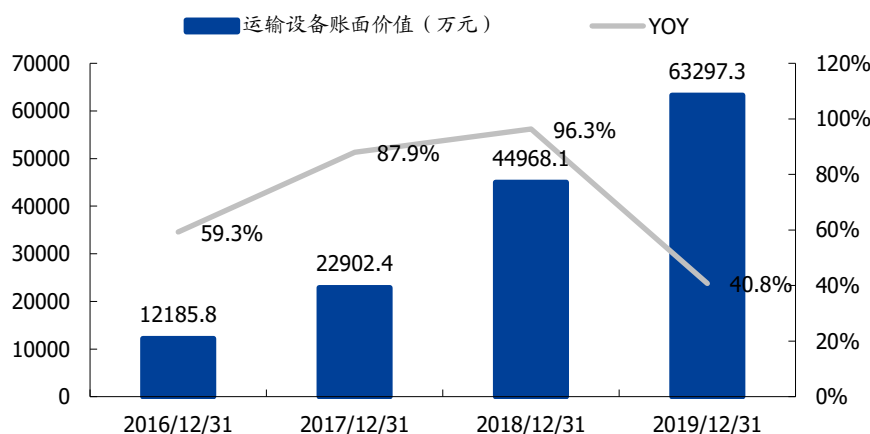
4.3 管理优异, 成本管控得当

环卫运营及人员调度考验公司管理水准。如何让环卫作业定额更科学, 环卫基础设施的布局更合理, 各类垃圾废弃物的专业收运路线更优化, 城市垃圾资源化处理处置的对接更为精细化, 十分考验环卫公司的运营水平。同时, 环卫行业是典型的劳动密集型行业, 且一线环卫作业人员年龄大多在 50-60 岁, 如何提高作业人员清扫效率也体现公司的管理水平。

公司管理能力优异, 管理费用率较低。公司服务 300 多个项目, 项目覆盖 17 个省、60 余个城市, 管理区域大; 公司深耕环卫 20 年, 积累了丰富的环卫实操经验, 精细化管理能力和经验于业内领先。

机械化升级投入逐年升高, 促进管理效率提升。公司固定资产中, 与环卫业务直接相关的运输设备资产占比超过 90%, 公司紧跟行业的机械化升级要求, 同时迎合清扫范围扩大的需求, 于 2016-2019 间不断加大垃圾压缩/运输车、扫路车、洒水车等环卫车辆的投入, 年均增长率分别为 59.3%、87.9%、96.3%、40.8%。高机械化增强了项目的可复制性, 优化项目运营管理效率。

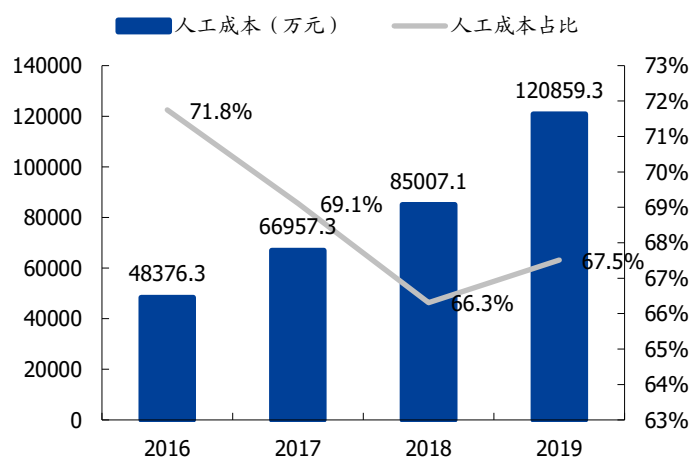
图表 35: 2016-2019 年运输设备账面价值情况 (万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

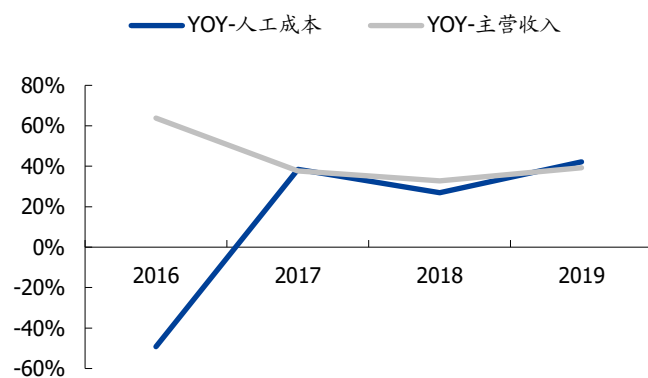
机械设备替代, 人工成本占比总体下降。2016-2019 年受行业普遍影响, 人工成本上升。但公司人工成本占总成本比例总体呈下降趋势(2019 年新增农村环卫项目, 因道路限制, 依赖人工保洁, 人工成本上升较快), 由 2016 年的 71.8% 下降至 2019 年的 67.5%。期间内人工成本增速基本与主营收入持平。

图表 36: 2016-2019 年人工成本及占比 (万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 37: 2016-2019 年人工成本与主营收入增速比较 (%)



资料来源: 招股说明书, 北京联合机械工业商会, 国盛证券研究所

管理架构不断优化+信息化建设运营。公司在长期运营中不断优化组织架构, 并逐渐向知识型管理方向转变。建立了统一的指挥中心、车辆 GPS 卫星定位系统、对讲机远程通话系统、监控系统等, 目前拥有 7 项软件著作权。信息化在很大程度上优化了人车调度方案和监督监控能力。

发力智慧环卫, 促进效率再提升。公司上市募资的计划之一就是建立涵盖智慧环卫系统模块、ERP 系统模块、CRM 客户管理系统的智慧环卫信息化系统平台, 打造统一的数据中心管理模式, 把业务管理与环卫作业通过统一的信息平台相关联, 以进一步提高管理效率。项目建设期两年, 一年后将试运营。我们预计更高效的资源配置和信息流通对于公司开展横纵向一体化项目将大有帮助, 也将拓展其订单承载力的上限。

图表 38: 智慧环卫信息化系统平台升级项目计划

阶段/时间 (月)	T+24											
	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24
可行性研究												
初步规划、设计												
设备采购及安装												
人员招聘及培训												
试运营												

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4.4 率先上市, 增强资本实力和品牌力

环卫服务第一股, 上市促发展。作为国内第一家登陆资本市场的纯环卫运营服务提供商, 目前总市值达到 97 亿元, 领先于行业内众多小环卫公司开启资本之路 (6 家上市/行业共 13309 家公司)。率先上市在增强资本实力的同时, 也加强了品牌号召力, 对获取优质订单大有帮助。公司一季度中标了芷江 2.7 亿元的生活垃圾清运及处理项目, 2020 年一季度归母净利润同比增长 150%。

发行可转债, 募资补充现金流。公司近期发行可转债, 募集资金预计不超过 42000 万元。其中, 约 12600 万元的资金用于偿还银行贷款, 约 29400 万元的资金将投入到环卫设备资源中心项目。在环卫设备上的投入有利于公司进一步提升环卫作业的机械化率, 提高人均创收。

图表 39: 可转债募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	拟以募集资金投入额 (万元)
环卫设备资源中心项目	31815.0	29400.0
偿还银行贷款项目	12600.0	12600.0
合计	44415.0	42000.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.5 积极布局上下游, 增添新增长点

率先介入垃圾分类, 切入环卫上游业务。作为国内最早从事垃圾分类的环保企业之一, 公司已获取 3 个县市级垃圾分类项目, 金额合计超过 2.9 亿元。湛江市项目为 18 个月的试点项目, 前期设施设备费用 414.4 万元, 以 15 元/户、20697 户的规模测算得年化服务费 372.5 万元。江西省靖安县项目为 10 年中长期项目, 政府购买服务费用达 2.3 亿元。且公司 2018 年获得垃圾分类数字化信息管理系统的软件著作权, 智能化平台赋能。

图表 40: 公司垃圾分类项目概况

项目名称	年份	合同期	合同金额 (百万元)	项目内容
广东省湛江市垃圾分类项目	2017	/	9.7	智能化平台监控、投放积分和奖品兑换
江西省宜春市垃圾分类项目	2018	3 年	58.8	前端: 垃圾分类宣传、收集亭与垃圾桶建设、垃圾分类收集、智能化平台监控、投放积分和奖品兑换 中端: 运输 后端: 改建厨余垃圾临时处理厂、处置服务
江西省靖安县全县域垃圾分类项目	2018	10 年	225.0	前端: 垃圾分类宣传、收集亭与垃圾桶建设、垃圾分类收集、智能化平台监控、投放积分和奖品兑换 中端: 运输 后端: 改建厨余垃圾临时处理厂、处置服务

资料来源: 2020 年 2 月 26 日投资者关系活动记录表, 国盛证券研究所

布局固废资源化下游, 获得利润新增长。随着垃圾分类的深入推进, 厨余垃圾处理产能已供不应求, 公司看准机遇入局, 目前广州市李坑综合处理厂 BOT 项目在建, 投资金额 4.1 亿元。广州李坑餐厨垃圾处理厂项目规模是全亚洲最大, 日处理量达 1000 吨。该项目采用“厌氧消化+沼气发电”方案, 技术含量高, 单位处理费达到 199.5 元/吨(基准价格), 公司预计运营期年收入 0.9 亿元(经营期共 23.4 亿元), 年净利润 0.2 亿元(经营期共 5.2 亿元)。分选成本在此占比超 40%, 我们预计随着广州市垃圾分类深入推进, 项目利润空间有望进一步上升。另外, 公司还布局污水处理领域, 拥有广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目, 公司预计运营期年收入 1.0 亿元, 年净利润 1470.5 万元, 贡献新的利润增长点。

图表 41: 公司在建 BOT 项目概况

项目	广州市李坑综合处理厂 BOT 项目	广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目
项目内容	建设综合处理厂, 主要处理厨余垃圾, 日处理规模 1000 吨	建设污水处理厂, 处理园内企业污水, 日处理规模 3250 吨
投资金额	4.1 亿元	4.9 亿元
计划完工时间	2020 年 1 月	2019 年 10 月
特许经营期	28 年(含建设期 2 年)	27 年(含建设期 2 年)
回报机制	运营期垃圾处理费收入(基准价格 199.5 元/吨)+再生产品销售收入	运营期污水处理费收入(高浓度污水 108.9 元/吨、低浓度污水 34.8 元/吨)
公司预计收入(运营期)	9395.7 万元/年	9550.3 万元/年
公司预计净利润(运营期)	2009 万元/年	1470.5 万元/年

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

投资再生资源综合利用, 试水病死动物处置, 丰富下游布局。公司 2020 年 2 月宣布对外投资山西省运城市的杂醇处置项目 1.4 亿元/18 个月, 并设立侨银环保再生资源(运城)有限公司。主要目的为开拓危废和资源再生板块, 实现公司固废危废领域的战略拓

展,丰富下游布局。该项目预计年处理10万吨杂醇,年产8万吨醇类产品,以甲醇2000元/吨的价格测算,我们预计,该项目将带来年收入1.6亿元。除此之外,公司着眼生物安全,在建禄丰、安福、廉江等病死动物处理厂,抢先同行业布局病死动物处理领域,增长保有后劲。

把握环卫服务优势,前、后端业务协同发展。目前行业内纵向一体化项目占一体化项目仅8%,其中部分原因是环卫企业普遍存在后端处理方面较弱的情况。公司利用全国17个省拥有项目的广覆盖特点,未来有望在服务地区开展垃圾填埋、渗滤液处理等清运以外的工作,实现前、后端业务同向增长;同时依靠前端高质量的分拣,降低后端处理的成本,实现效率水平提高。公司在广州市拥有全亚洲单体规模最大的厨余垃圾处理厂和垃圾渗滤液处理厂项目,又于2019年10月中标了总金额13.4亿元的广州市市本级环卫一体化项目,协同效应可期。

图表 42: 公司城乡环境卫生一体化管理服务的情景示例

提供从市、县(区)到镇(街)、村、户的环卫服务区域一体化解决方案,涵盖居民生活垃圾的清扫、保洁、分类、运输、中转、转运、处理回收等7个环节的全链条一体化与服务。



资料来源:招股说明书,国盛证券研究所

5、投资建议

收入预测:随着环卫市场化高速推进和环卫格局一体化趋势显现,我们预计公司2020-2022年收入将总体持续高增长。其中城乡环卫保洁方面,2020-2022年收入分别为32.0亿元、45.8亿元、63.1亿元,对应增速分别为49.8%、43.4%、37.6%;生活垃圾处置方面,2020-2022年收入分别为0.4亿元、2.1亿元、2.5亿元,对应增速分别为62.6%、414.9%、20.0%;市政环卫工程方面,2020-2022年收入约保持在0.3亿元,增速平均下降3.0%;其他环卫服务加上其他业务2020-2022年累计收入约为每年0.1亿元。总收入上,我们预计2020-2022年的总收入将分别达到32.7亿元、48.3亿元、65.9亿元,总收入增速分别达到49.1%、47.4%和36.5%。2020-2022年公司归母净利润分别为2.4亿元、3.6亿元、5.0亿元。

毛利率预测:随着机械替代人工的成本优势显现,大订单比例上升带来集中采购及管理的成本下降,以及产业链后端高毛利业务(生活垃圾处置)的拓展,毛利率有所提升。具体分业务来看,我们预计公司在2020-2022年城乡环卫保洁业务毛利率分别为19.5%、19.0%、19.0%;生活垃圾处置业务毛利率分别为32.0%、33.0%、34.0%;市政环卫工程业务毛利率稳定在32.0%;其他环卫服务和其他业务毛利率稳定在19.8%。

图表 43: 侨银环保 2020-2022 年收入 (百万元) 及毛利率 (%) 预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
城乡环卫保洁 (百万元)	1092.9	1491.7	2133.9	3196.6	4584.1	6306.4
yoy (%)	37.7%	36.5%	43.1%	49.8%	43.4%	37.6%
城乡环卫保洁毛利率 (%)	16.2%	17.3%	18.1%	19.5%	19.0%	19.0%
城乡环卫保洁成本 (百万元)	916.0	1233.6	1747.9	2573.3	3713.1	5108.2
生活垃圾处置 (百万元)	62.1	44.1	24.6	40.0	206.0	247.2
yoy (%)	30.0%	-28.9%	-44.3%	62.6%	414.9%	20.0%
生活垃圾处置毛利率 (%)	44.9%	43.4%	32.4%	32.0%	33.0%	34.0%
生活垃圾处置成本 (百万元)	34.2	25.0	16.6	27.2	138.0	163.1
市政环卫工程 (百万元)	23.7	31.6	30.3	29.4	28.5	27.6
yoy (%)	88.1%	33.3%	-4.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
市政环卫工程毛利率 (%)	31.5%	28.9%	31.7%	32.0%	32.0%	32.0%
市政环卫工程成本 (百万元)	16.3	22.5	20.7	20.0	19.4	18.8
其他环卫服务 (百万元)	6.8	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9
yoy (%)	-2.7%	-74.7%	-47.7%			
其他环卫服务毛利率 (%)	65.3%	51.2%	30.4%	19.8%	19.8%	19.8%
其他环卫服务成本 (百万元)	2.4	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
其他业务 (百万元)		6.7	5.6	5.6	5.6	5.6
yoy (%)			-16.1%			
其他业务毛利率 (%)		6.7%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
其他业务成本 (百万元)		6.3	4.5	4.5	4.5	4.5
总收入 (百万元)	1187.0	1575.9	2195.3	3272.5	4825.0	6587.7
yoy (%)		32.8%	39.3%	49.1%	47.4%	36.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 侨银环保在环卫运营领域的可比公司包括龙马环卫、盈峰环境、玉禾田。四家公司在 2020-2022 年 PE 均值预计分别为 30 倍、22 倍、17 倍。侨银环保已有业绩突出, 品牌力突出, 依靠优异的管理, 领先的综合实力从而在市场化竞标中胜人一筹, 且公司优选大项目, 发挥规模效应。目前行业环卫市场化红利仍在持续释放, 公司上市后强化资本实力及品牌力, 未来承接更多订单值得期待。此外, 随着环卫智能化、一体化发展, 公司的管理、资金优势望逐步显现, 不断提高其市场份额。另外公司积极布局产业链上下游, 增长保有后劲。我们预计 2020-2022 年归母净利润 2.4 亿/3.6 亿/5.0 亿元, EPS 0.58/0.88/1.22, 对应 PE43.1X/28.4X/20.6X, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值预测 (截至 2020/5/23)

业务类型	股票代码	公司简称	收入 (百万元)				归母净利润 (百万元)				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
环卫运营	603686.SH	龙马环卫	4228	5288	6377	7416	270	346	420	491	17	24	20	17
	000967.SZ	盈峰环境	12696	14175	16261	18302	1361	1605	1905	2184	14	13	11	9
	300815.SZ	玉禾田	3595	4632	5901	7279	313	500	658	860		38	29	22
	002973.SZ	侨银环保	2195	3273	4825	6588	131	237	361	498	78	43	28	21
	可比公司平均值										36	30	22	17

资料来源: 龙马环卫、盈峰环境、玉禾田参考 wind 一致预期, 国盛证券研究所

风险提示

环卫市场化不及预期: 环卫市场化渗透不够充分, 导致订单释放不及预期, 影响公司获取的订单量;

环卫服务竞争加剧: 环卫行业快速发展期行业竞争加剧, 公司被迫降低服务价格, 导致毛利率下降。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com