

盈峰环境

000967

审慎增持 (维持)

环卫装备龙头布局环卫板块，连获大单彰显公司强大实力

2020 年 05 月 26 日

市场数据

市场数据日期	2020-05-25
收盘价(元)	7.77
总股本(百万股)	3,163
流通股本(百万股)	2,004
总市值(百万元)	24,577
流通市值(百万元)	15,572
净资产(百万元)	15,758
总资产(百万元)	25,493
每股净资产	4.98

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12696	14151	16130	18552
同比增长	-2.7%	11.5%	14.0%	15.0%
净利润(百万元)	1361	1700	2008	2390
同比增长	46.6%	24.9%	18.1%	19.0%
毛利率	26.0%	26.3%	26.7%	27.1%
净利率	10.7%	12.0%	12.4%	12.9%
净资产收益率(%)	8.8%	9.8%	10.7%	11.6%
每股收益(元)	0.43	0.54	0.63	0.76
每股经营现金流(元)	0.47	0.69	0.85	0.88

相关报告

《【兴证环保】盈峰环境 2019 年年报及 2020 年一季报点评：环卫装备稳居行业第一，环卫服务收入大增》2020-04-26

《【兴业环保公用】盈峰环境：三季报业绩增长 72%，股权激励、员工持股计划同时公布》2019-10-25

《【兴业环保公用】盈峰环境中报点评：聚焦环卫大固废，环卫运营收入增长 68%》2019-08-28

分析师：

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

S0190520040001

团队成员：

蔡屹、李春驰、王锐、苗蒙

投资要点

收购中联环境，打造环卫全产业链龙头。公司实际控制人何剑锋，合计持股比例 45.56%。2015 年公司战略转型环保行业，2018 年 11 月收购中联环境以来重点聚焦环卫产业链的发展。中联环境 2018-2020 年承诺业绩为 9.97/12.30/14.95 亿元，2018-2019 年中联环境分别超额 1.08、0.34 亿元完成业绩承诺。同时，公司推进实施股权激励计划、员工持股计划，有利于绑定核心团队利益。（股权激励计划的行权条件为 2019-2021 年净利润分别为 14 亿元/16.8 亿元/20 亿元）

环卫设备需求稳步增长，装备龙头地位稳固。展望未来，城镇化率的继续提升及设备替换需求，依然将保障设备需求稳步增长：1）2018 年，我国城市/县城道路机械化清扫率分别为 68.85%/63.70%，发达国家城市环卫服务机械化率普遍在 80%左右，同时我国城镇化（59.15%）与发达国家相比依然有进一步提升的空间。2）随着我国环卫设备保有量上升，存量设备更新替换需求占比提升，从而保障环卫设备中长期需求稳定增长。3）智能化、小型化及新能源化成为行业发展新动能。目前，国内绝大部分背街小巷、人行道路等区域因标准化程度较低，仍然以人工清扫为主，机械化率需求迫切。中联环境作为行业龙头连续 19 年处于国内环卫装备行业销售额第一的位置，且总体市场占有率超过 20%，高端产品市占率约 38.1%，稳居行业领导者地位。2019 年 10 月，公司城市毛细血管清洁系列智能小型环卫机器人面世，打破了狭小区域传统的“以人为主，设备为辅”模式局限，通过智慧化推动城市“毛细血管”环卫治理水平的有效升级。

环卫服务业务快速增长，连获大单彰显公司强大综合实力。2013 年以来，我国环卫行业开启了市场化之路。根据弗若斯特沙利文咨询出具的统计数据显示，2018 年，环卫市场总体规模为 2618 亿元，预计到 2023 年可达到 5166 亿元。同时，由于目前环卫行业市场化率仍不足 40%，市场化的持续推进将带来企业环卫服务市场的快速增长。市场再次给予环卫高估值，主要源于行业的一些积极变化：1）融资环境改善是核心变量，资本助力龙头企业更快速成长；2）PPP、一体化模式抬高行业壁垒，马太效应将推动强者恒强；3）垃圾分类处理推广，分类收运体系有望重构；4）民营企业账款拖欠问题持续开展，回款改善利好行业。盈峰环境的环卫服务业务近年来取得快速增长，2019 年新增年化环卫服务合同国内排名第 4。2019 年 10 月，公司中标深圳市福田区政府环卫一体化项目（11.53 亿元/10 年）；2020 年 5 月，公司中标深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目（78.03 亿元/15 年），充分体现出公司在环卫服务领域的强大综合实力。

盈利预测和估值：公司环卫装备龙头地位稳固，环卫服务业务快速增长，全产业链不断完善。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.00 亿元、20.08 亿元、23.90 亿元，对应 5 月 25 日收盘价的 PE 分别为 14.5X、12.2X、10.3X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：环卫市场化进度风险，装备市场竞争加剧风险，成本大幅上升风险。

目 录

1、盈峰环境：收购中联环境，打造环卫全产业链龙头.....	4 -
1.1、剥离非主业资产，聚焦环卫产业链.....	4 -
1.2、收购中联大幅增厚业绩，现金流表现明显改善.....	5 -
1.3、推进股权激励计划和员工持股计划，核心团队利益绑定.....	8 -
2、环卫设备需求稳步增长，装备龙头地位稳固.....	9 -
2.1、设备需求稳步增长，智能化、小型化及新能源化成行业发展新动能.....	9 -
2.2、公司龙头地位稳固，中高端产品极具市场竞争力.....	11 -
3、环卫服务业务快速增长，连获大单彰显公司强大综合实力.....	12 -
3.1、环卫行业低渗透高增速前景广阔，融资环境改善带来积极变化.....	12 -
3.2、公司环卫服务快速增长，连获大单彰显公司强大综合实力.....	18 -
4、盈利预测和估值.....	20 -
5、风险提示.....	21 -
图 1、盈峰环境股权结构图（截至 2020/4/13）.....	4 -
图 2、盈峰环境发展历程一览.....	5 -
图 3、公司历年营业收入及增速.....	5 -
图 4、公司历年归母净利润及增速.....	5 -
图 5、盈峰环境收购中联环境流程示意.....	6 -
图 6、公司收入构成（亿元）.....	6 -
图 7、公司毛利润构成（亿元）.....	6 -
图 8、公司整体及分版块毛利率情况.....	7 -
图 9、公司 ROE 走势.....	7 -
图 10、公司净利率、周转率、权益乘数情况.....	7 -
图 11、公司现金流情况（百万元）.....	7 -
图 12、公司应收账款及收现比.....	7 -
图 13、2012-2018 年道路清扫面积（亿 m ² ）.....	9 -
图 14、清扫机械化水平.....	9 -
图 15、中国城镇化率远低于发达国家水平（%，2018）.....	9 -
图 16、市容环卫专用车辆设备总数(万台).....	10 -
图 17、市容环卫专用车辆设备需求量预测.....	10 -
图 18、公司环卫清洁装备产品.....	11 -
图 19、公司垃圾收转运装备产品.....	11 -
图 20、公司新能源及清洁能源环卫装备产品.....	12 -
图 21、公司小型智能环卫设备.....	12 -
图 22、公司环卫装备业务毛利率.....	12 -
图 23、公司环卫装备产销情况（台）.....	12 -
图 24、环卫市场化改革：管办分离、政企分离、引入竞争.....	13 -
图 25、我国生活垃圾清运量.....	14 -
图 26、道路清扫保洁面积.....	14 -
图 27、中国环卫服务市场规模（亿元）.....	15 -
图 28、环卫十大影响力企业瓜分 55%的 5000 万以上大订单（按年服务金额） ..	16 -
图 29、环卫产业链上下游示意图.....	17 -
图 30、环卫行业运营板块毛利率（%）.....	18 -
图 31、环卫服务项目合同情况（亿元）.....	18 -
图 32、盈峰环境 PE Bands.....	20 -
图 33、盈峰环境 PB Bands.....	20 -

表 1、第一期员工持股计划详情	- 8 -
表 2、国内道路分类	- 10 -
表 3、长沙市某环卫服务项目	- 11 -
表 4、我国环卫行业市场化推广阶段	- 13 -
表 5、环卫行业商业模式对比	- 15 -
表 6、政府持续关注清理拖欠民营企业账款问题.....	- 17 -
表 7、公司近年重要环卫服务项目整理	- 19 -
表 8、盈峰环境分版块业绩预测（百万元）	- 20 -
表 9、A 股重点环卫公司盈利预测及估值对比.....	- 21 -
附表	- 22 -

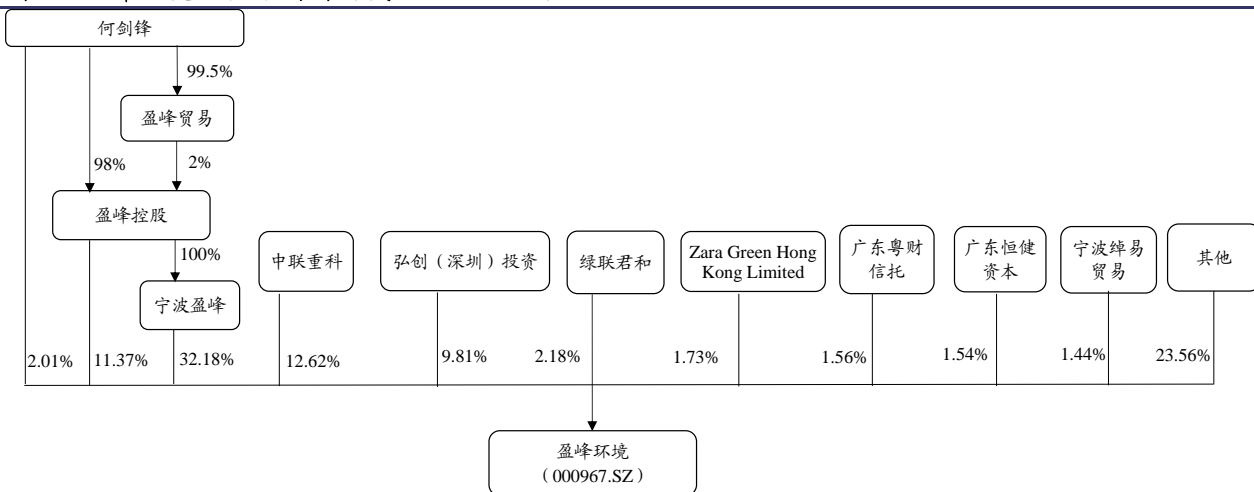
报告正文

1、盈峰环境：收购中联环境，打造环卫全产业链龙头

1.1、剥离非主业资产，聚焦环卫产业链

盈峰环境（000967.SZ）前身是 1993 年由浙江风机风冷设备公司、上虞风机厂、绍兴流体工程研究所共同发起成立的浙江上风实业股份有限公司。2006 年 7 月，广东盈峰集团受让公司 25.2% 的股权，成为公司第一大股东。此后经过多次股权变更，截至 2020 年 4 月 13 日，公司实际控制人何剑锋直接持有公司 2.01% 的股权，通过盈峰控股及宁波盈峰间接持有公司 43.55% 的股权，合计控制公司股权比例 45.56%。

图 1、盈峰环境股权结构图（截至 2020/4/13）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司从 2015 年开始战略转型环保产业，发展可以分为两个阶段：

- **阶段一：战略转型环保行业，构建环保大平台（2015 年至 2018 年 11 月）。**
公司早期业务主要包括风机和电磁线两大板块。2015 年 9 月，公司以 17 亿元募集资金收购宇星科技 100% 股权，以环境监测业务作为切入点，积极布局环保产业，着力打造环保大平台。此后，公司收购了绿色东方环保、大盛环球、明欢有限、亮科环保等资产，业务拓展至固废处理、水处理及生态修复等环保领域。
- **阶段二：聚焦环卫产业链，剥离非主业资产（2018 年 11 月至今）。**2018 年 11 月，公司以 152.5 亿元完成对中联环境 100% 股权的收购，成为国内领先的环卫装备制造企业，也是国内环卫服务业务的主要供应商之一，业务涵盖环卫装备制造、智慧环卫服务、固废处理的环卫全产业链。同时，公司加快对非主业资产的剥离，2019 年先后出售亮科环保、上专实业、宇星科技、上风

风能等子公司的部分或全部股权。同时，公司将继续优化产业结构，2020年4月从事风机等装备制造的子公司上专实业已完成股份制改制，拟推动分拆上市从而实现更好的聚焦核心主业。未来公司将继续调整非核心业务，重点发展环卫业务。

图 2、盈峰环境发展历程一览

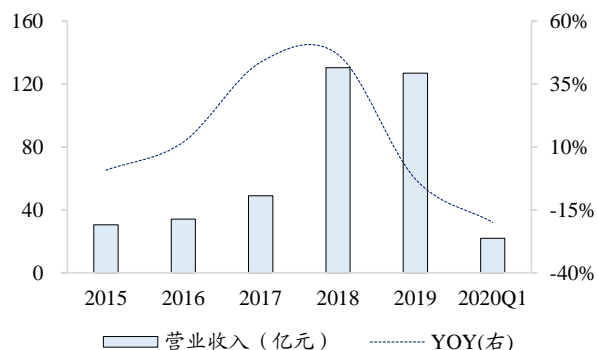
2000-2014	2015-2018.11	2018.11至今
风机+电磁线两大板块 <ul style="list-style-type: none"> 2000.3 公司实现上市 2014年定增收购上虞专用风机 	构建环保大平台 <ul style="list-style-type: none"> 2015.9 以17亿元募集资金收购宇星科技100%股权，从环境监测业务切入环保产业 2015.10 收购绿色东方环保51%股权，布局垃圾焚烧发电业务（2016年持股比例增至70%） 2016.8 收购大盛环球、明欢有限100%股权，间接获得5家佛山地区污水处理公司，并转至智尚环保旗下（后更名为盈峰环境水处理有限公司）； 2016.11 出售大盛环球、明欢有限予第三方 2016.12 收购亮科环保55%股权，布局水处理及生态修复领域 	重点发展环卫产业链 <ul style="list-style-type: none"> 2018.11 并购中联环境100%股权，成为国内领先的环卫装备企业及环卫服务主要供应商。 2019.4 出售亮科环保8%股权，失去控制权（仍持股47%） 2019.6 出售上专实业45%股权，持股比例降至55%； 2020.3 受让上专实业5.2%股权，持股比例增至60.2%； 2020.4 上专实业已完成股改，拟推动分拆上市从而实现更好的聚焦核心主业 2019.8 出售宇星科技100%股权（15.8亿元），出售上风电100%股权

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、收购中联大幅增厚业绩，现金流表现明显改善

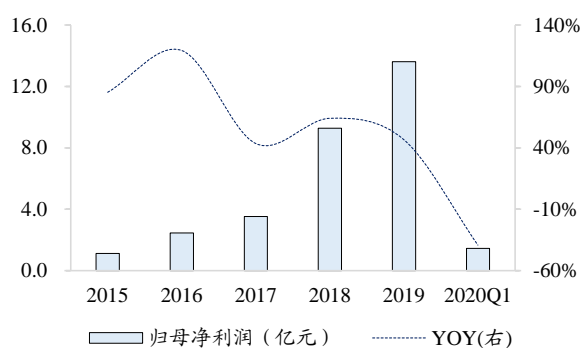
2017-2019 年，公司分别实现营业收入 48.98、130.45、126.96 亿元，按可比口径同比变动 43.77%、46.81%、-2.67%；实现归母净利润 3.53、9.29、13.61 亿元，按可比口径同比增长 43.48%、64.02%、46.62%。2019 年公司营收同比下滑，主要是由于环卫装备业务收入同比下滑 4.75%。2019 年公司环卫装备销量为 2.02 万辆，同比-11.19%，但销售规模仍然稳居行业第一。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 21.99 亿元，同比减少 19.90%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比减少 39.26%。

图 3、公司历年营业收入及增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司历年归母净利润及增速



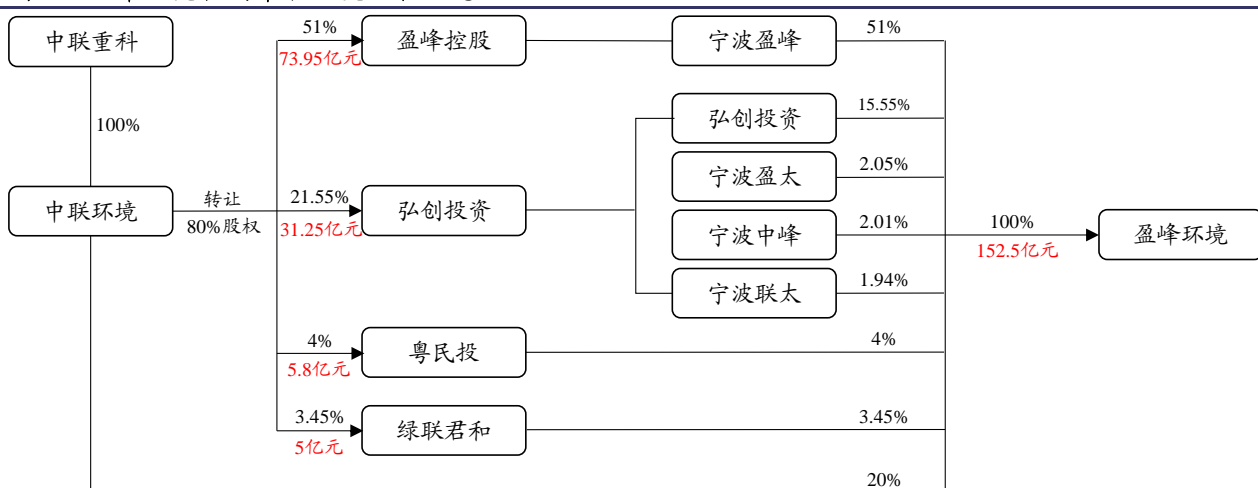
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年 8 月，公司控股股东盈峰控股集团以 73.95 亿元为交易对价受让中联环境 51% 股权，其后盈峰控股集团将控股权转让予宁波盈峰。2018 年 11 月，公司通过

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

定向增发募集资金 152.50 亿元，收购中联环境 100% 股权。中联环境 2018-2020 年承诺业绩为 9.97/12.30/14.95 亿元，2018-2019 年，中联环境扣非净利润分别为 11.05、12.64 亿元，分别超额 1.08、0.34 亿元完成业绩承诺。

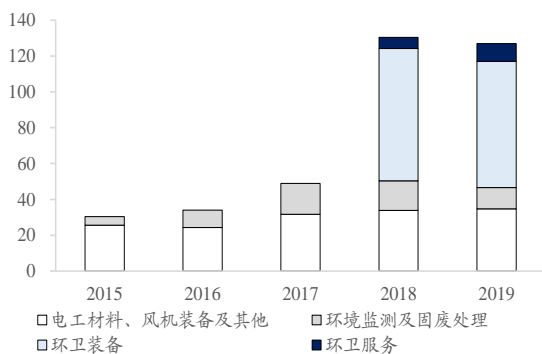
图 5、盈峰环境收购中联环境流程示意



数据来源：中联环境交易报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

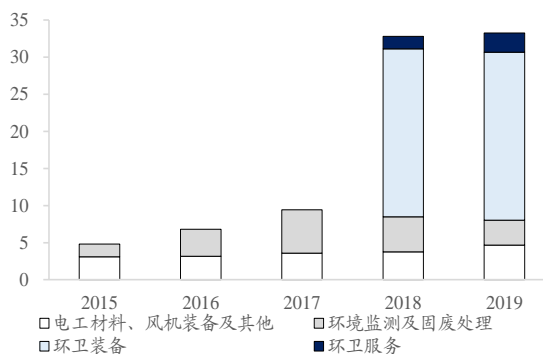
盈峰环境完成整合后，环卫装备和环卫服务成为公司主要的收入和利润的来源。2018-2019 年，公司环卫装备业务分别贡献营业收入 73.85、70.33 亿元，占当期收入的 56.61%、55.40%，贡献毛利润 22.65、22.63 亿元，占当期毛利的 69.03%、68.02%。2018-2019 年，公司环卫服务业务收入明显增长，分别贡献营收 6.19、10.01 亿元，占比 4.75%、7.89%，贡献毛利 1.69、2.59 亿元，占比 5.15%、7.79%。

图 6、公司收入构成 (亿元)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

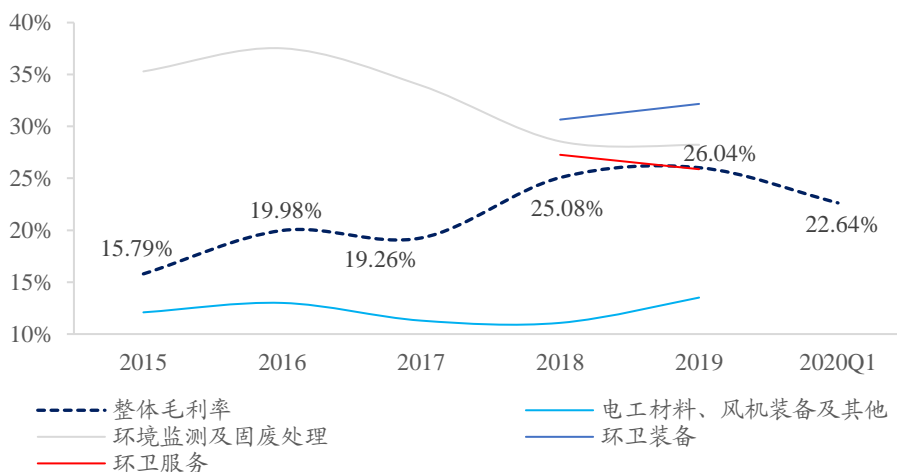
图 7、公司毛利润构成 (亿元)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2015-2020Q1, 公司整体毛利率分别为 15.79%、19.98%、19.26%、25.08%、26.04%、22.64%。2018-2019 年, 环卫装备业务毛利率分别为 30.67%、32.17%, 高于同期公司整体毛利率; 环卫服务业务毛利率分别为 27.28%、25.88%。

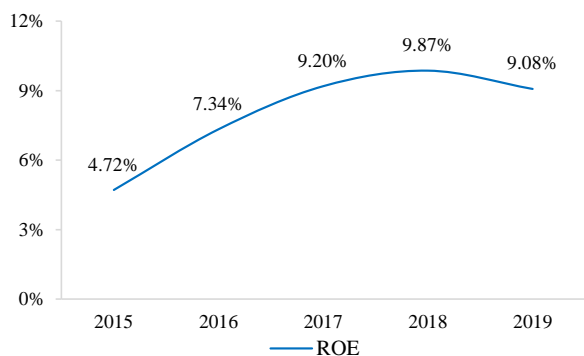
图 8、公司整体及分板块毛利率情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

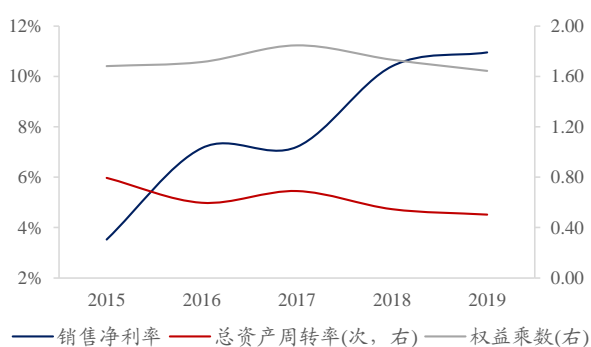
2015-2019 年公司的 ROE 分别为 4.72%、7.34%、9.20%、9.87%、9.08%，并购中联环境后 ROE 水平得到明显抬升。

图 9、公司 ROE 走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

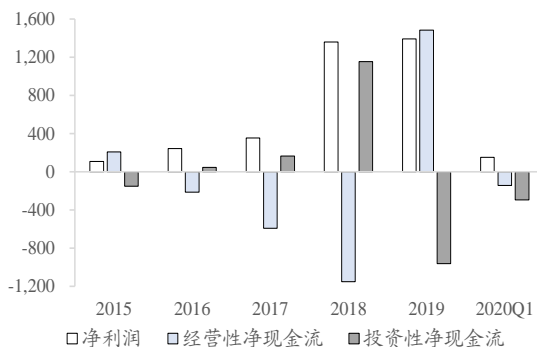
图 10、公司净利率、周转率、权益乘数情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

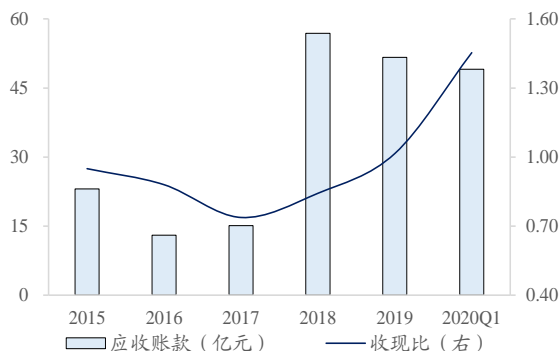
2018-2020Q1，公司经营性净现金流分别为-11.51、14.85、-1.45 亿元，应收账款余额分别为 56.88、51.63、49.08 亿元，收现比分别为 84.24%、101.51%、145.28%，2019 年以来现金流表现大幅改善。

图 11、公司现金流情况（百万元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司应收账款及收现比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、推进股权激励计划和员工持股计划，核心团队利益绑定

2019年10月，公司发布第三期股票期权激励计划，拟授予6534万股的股票期权激励（占公司总股本的2.07%），股票来源为公司向激励对象定向发行公司A股普通股，股票期权行权价格为6.45元/份。激励对象主要是公司中基层核心骨干人员250人（不包括董监高）。股权激励计划的行权条件为2019-2021年净利润分别为14亿元/16.8亿元/20亿元，增速分别为338%/20%/19%，股票期权自授予日起满12个月后，满足行权条件的，激励对象可在未来36个月内按30%：30%：40%的比例分三期行权。

2019年10月，公司发布一期员工持股计划，计划筹集资金总额不超过5.35亿元，通过受让上市公司回购股票、二级市场购买（集合竞价、大宗交易）等方式取得并持有公司股票。2020年5月，公司发布一期员工持股计划完成股票购买的公告，一期员工持股计划筹集资金总额22,847万元，持有公司股票3621.16万股（占公司总股本的1.14%），成交均价为6.31元/股。其中通过二级市场累计买入2088.54万股（占公司总股本的0.66%），成交均价为6.22元/股；通过受让公司回购专用证券账户股票1532.62万股（占公司总股本的0.48%），成交价格为6.42元/股，参与人为公司董事、监事、高级管理人员、核心骨干员工等总计为136人。

股权激励计划、员工持股计划的推进实施，都将有利于绑定公司核心团队利益，激发团队活力，保障公司实现业绩增长。

表1、第一期员工持股计划详情

持有人	姓名	职务	认购份数（万份）	比例	存续期及锁定期
董事、监事及高级管理人员	马刚	董事长、总裁	5,446	23.84%	存续期为24个月， 锁定期为12个月 (2020.5.13至2021.5.12)
	陈培亮	董事、副总裁	500	2.19%	
	卢安锋	副总裁、财务总监	1,710	7.48%	
	金陶陶	副总裁、董事会秘书	258	1.13%	
	焦万江	监事会主席	800	3.50%	
公司董事、监事及高级管理人员（5人）			8,714	38.14%	
其他员工（合计131人）			14,133	61.86%	
总计（136人）			22,847	100.00%	

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、环卫设备需求稳步增长，装备龙头地位稳固

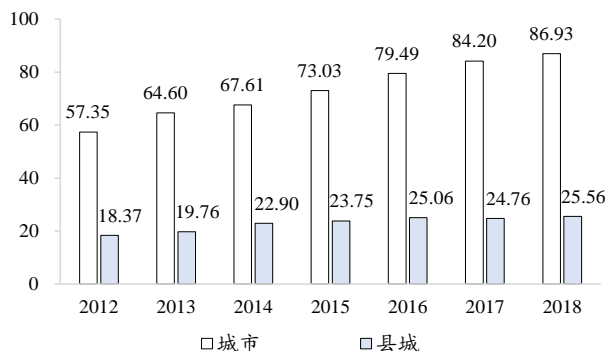
2.1、设备需求稳步增长，智能化、小型化及新能源化成行业发展新动能

城镇化率提升+存量替换需求，保障设备需求稳步增长

据《2018年城乡建设统计年鉴》：2018年我国城市道路清扫面积86.93亿平方米，其中机械化清扫面积达59.86亿平方米，机械化清扫率为68.85%；2018年我国县城道路清扫面积25.56亿平方米，其中机械化清扫面积16.28亿平方米，机械化清扫率为63.70%，近年来清扫机械化水平持续上升。展望未来，我们认为，城镇化率的继续提升及替换需求，依然将保障设备需求稳步增长：

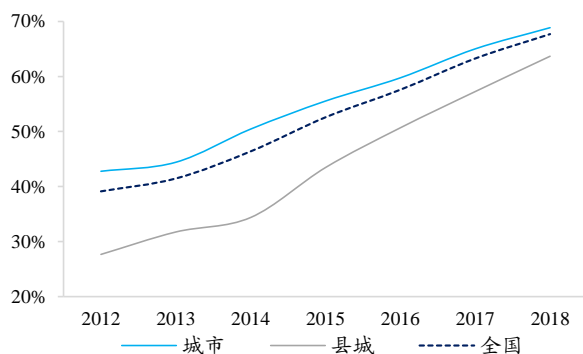
- 据中国产业信息网，发达国家城市环卫服务机械化率普遍在80%左右，同时考虑到我国城镇化与发达国家相比依然有进一步提升的空间，我们认为设备需求依然能够保持稳步增长。

图 13、2012-2018 年道路清扫面积（亿 m²）



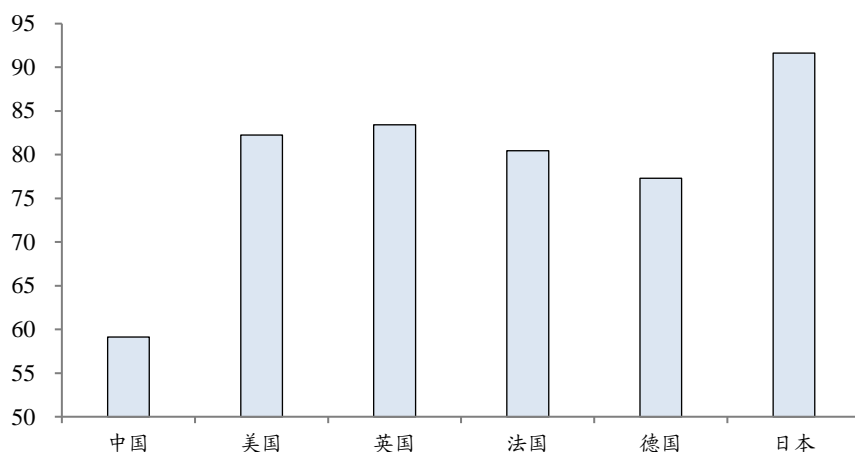
数据来源：住建部官网，兴业证券经济与金融研究院整理数据

图 14、清扫机械化水平



数据来源：住建部官网，兴业证券经济与金融研究院整理数据

图 15、中国城镇化率远低于发达国家水平（%，2018）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 随着我国环卫设备保有量的上升，存量设备的更新替换需求逐渐成为主流，

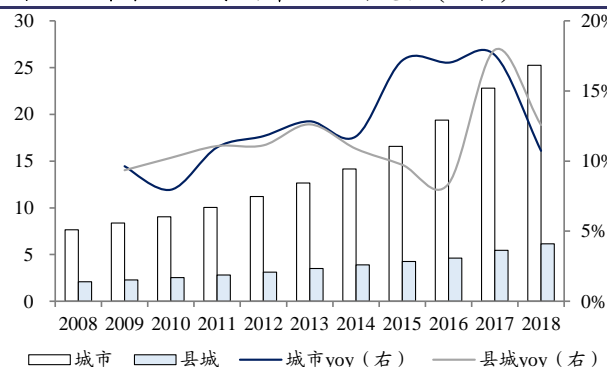
我们对市容环卫专用设备需求量进行了如下测算。

假设:

- 1) 仅考虑城市和县城的市容环卫专用车辆设备需求 (不含乡镇);
- 2) 假设单位机械化面积的设备保有量保持不变 (2018 年城市为 4218 台/亿平米, 县城为 3774 台/亿平米);
- 3) 假设道路清扫保洁面积保持稳健增长, 2019-2020 年均增速为 2%, 2021-2025 年均增速为 1%;
- 4) 假设机械化率水平继续小幅提升, 2019、2020、2021-2025 年分别同比增加 3pct、2pct、1pct (即 2018 年城市机械化率为 68.86%, 预计到 2025 年提升至 78.86%; 2018 年县城机械化率为 63.69%, 预计到 2025 年提升至 73.69%);
- 5) 据以上假设计算得出市容环卫专用车辆设备总数, 并据此计算每年新增需求量;
- 6) 假设更新替换周期为 8 年、替换率为 70%, 据此计算每年替换需求量。

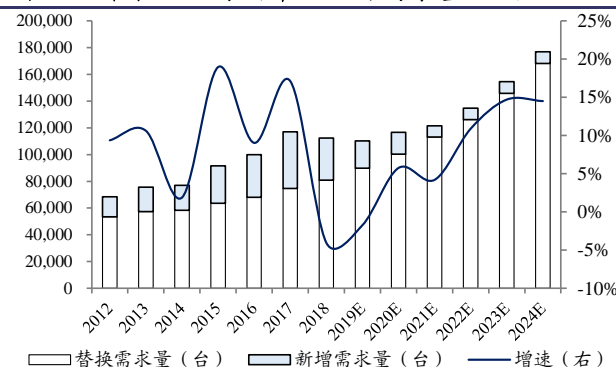
基于上述假设, 我们预计 2020-2025 年, 市容环卫专用车辆设备合计需求量分别为 11.66 万台、12.15 万台、13.47 万台、15.45 万台、17.69 万台、20.67 万台, 对应增速分别为 5.74%、4.18%、10.88%、14.69%、14.49%、16.84%。更新替换需求占比逐渐提升, 从而保障环卫设备需求中长期稳定增长。

图 16、市容环卫专用车辆设备总数(万台)



数据来源: 住建部官网, 兴业证券经济与金融研究院整理数据

图 17、市容环卫专用车辆设备需求量预测



数据来源: 住建部官网, 兴业证券经济与金融研究院整理数据

背街小巷等区域机械化清扫程度低, 智能化、小型化环卫设备需求迫切

目前, 我国道路总共分为五个等级, 相应的环卫机械化率主要以此口径统计, 因此, 仍有绝大部分背街小巷、人行道路等未纳入统计口径, 该类区域标准化程度较低, 仍然以人工清扫为主。

表 2、国内道路分类

名称	用途
高速公路	主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区, 是国家公路干线网中的骨架。
一级公路	主要连接重要政治、经济中心, 通往重点工矿区, 是国家的干线公路。
二级公路	连接政治、经济中心或大工矿区等地的干线公路, 或运输繁忙的城郊公路。
三级公路	沟通县及县以上城镇的一般干线公路
四级公路	沟通县、乡、村等的支线公路
背街小巷、人行道路等区域	标准化程度低

数据来源: 《公路工程技术标准》(JTG B01-2014), 兴业证券经济与金融研究院整理数据

2019 年 10 月，盈峰环境正式发布了城市毛细血管清洁系列智能小型环卫机器人族群，打破了背街小巷等狭小区域传统的“以人为本，设备为辅”模式局限，通过智慧化推动城市“毛细血管”环卫治理水平的有效升级。这一系列设备无人驾驶与有人驾驶可无缝切换、可选装 5G 通讯模块、可同步结合盈峰中联车管家掌上环卫 APP 实施远程监管与智慧运营，线上实现对作业设备的智能化管理、作业过程的精细化管理、作业物料的量化管理。根据盈峰环境的项目介绍，采用智能环卫设备可使得相关项目年度总费用消减了 38.8%。

表 3、长沙市某环卫服务项目

方案	主要内容
传统方案	65 名环卫作业人员清洁
新方案	智能小型环卫装备共计 8 台，8 名司机和局部 15 名环卫作业人员。
绩效对比	年人工支出总额、年能源消耗、年机具维护、年设备折旧费等年度总费用消减了 38.8%

数据来源：盈峰环境官网，兴业证券经济与金融研究院整理数据

新能源及清洁能源设备、智能环卫设备需求提升

国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提到：加快车船结构升级，推广使用新能源汽车。加快推进城市建成区新增和更新的公交、**环卫**、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，重点区域使用比例达到 80%。展望未来，率先占据环卫设备新能源化、智能化的先进设备企业将受益。

2.2、公司龙头地位稳固，中高端产品极具市场竞争力

盈峰环境的环卫装备主要包括环卫清洁装备、垃圾收转运装备、新能源及清洁能源环卫装备三大类的多系列成套环卫装备产品。

图 18、公司环卫清洁装备产品



数据来源：中联环境交易报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、公司垃圾收转运装备产品



数据来源：中联环境交易报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、公司新能源及清洁能源环卫装备产品



数据来源：中联环境交易报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、公司小型智能环卫设备

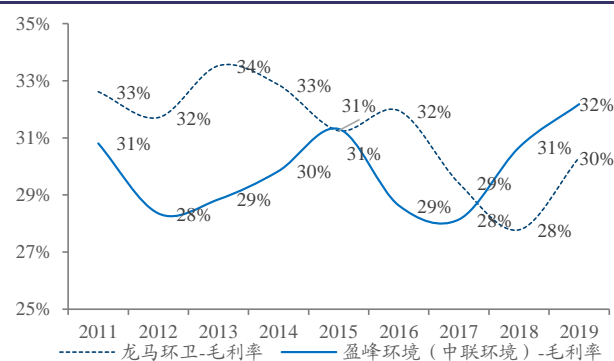


数据来源：中联环境交易报告书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司连续 19 年处于国内环卫装备行业销售额第一的位置，且总体市场占有率超过 20%，对比行业第二名的市占率不足 7%。2019 年，公司环卫装备中高端产品的市场占有率约为 32.1%，高端产品市场占有率约为 38.1%，稳居行业领导者地位。公司环卫装备的毛利率持续稳定在 30% 左右波动，2019 年环卫装备毛利率有明显上升。

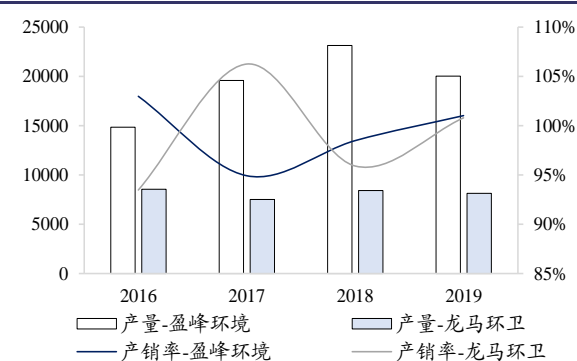
公司作为环卫装备领域的开拓者之一，曾获得中国第一台干湿两用吸扫式扫路车、中国第一台全液压微型扫路机、中国第一台隧道清洗车、中国第一台纯电动扫路车、中国第一台天然气动力清洗车等业内首创的成绩。因此，公司在环卫产业具备丰富的历史积淀，以及作为业内第一品牌的强大品牌影响力。

图 22、公司环卫装备业务毛利率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、公司环卫装备产销情况（台）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

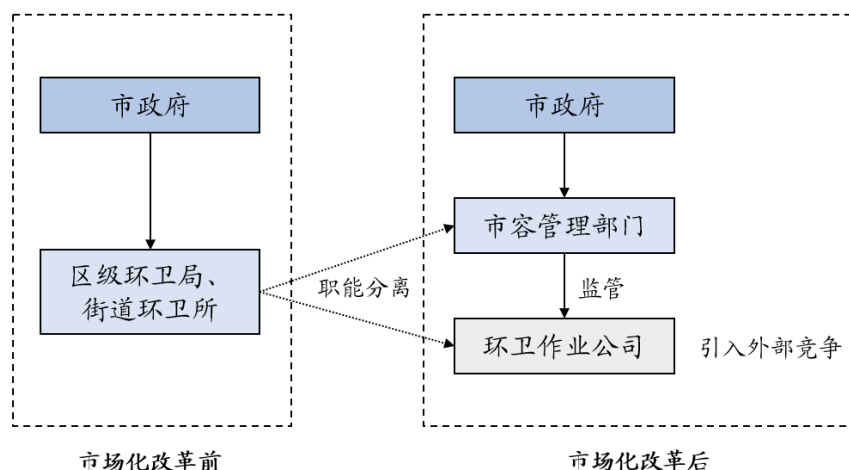
3、环卫服务业务快速增长，连获大单彰显公司强大综合实力

3.1、环卫行业低渗透高增速前景广阔，融资环境改善带来积极变化

市场化推进管办分离，社会资本积极参与。2013 年以来，政府通过改革，推动环

卫行业市场化。政策破局也带来了环卫管理体制的变化，市场化推动了政府管办分离，解决政企之间的权责界定问题。市场化政企分离通过撤销原有的街道环卫所，组建新的环卫作业公司来实现。当前环卫市场上的绝大多数企业都是由事业单位改制而来，市场化引入竞争，提高环卫企业管理效率。同时，随着市场化的推进，各项政策陆续出台，一方面继续鼓励市场化推进，另一方则是不断完善相关政策，使得民营企业和社会资本更加坚定和积极的参与环卫市场化进程中。

图 24、环卫市场化改革：管办分离、政企分离、引入竞争



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、我国环卫行业市场化推广阶段

时间	阶段	相关政策
2013-2014	市场化大规模推广	<p>2013 年国务院办公厅发布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，明确要求在公共服务领域更多利用社会力量，加大政府购买服务力度</p> <p>十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，政府采购环境卫生管理服务使得该行业社会化、市场化的运营得到更有效的发展</p> <p>政策密集出台，国家层面鼓励政府购买公共服务，并积极倡导和推介 PPP 合营模式。</p>
2014-2016	PPP 模式兴起	<p>2014 年 9 月财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》</p> <p>2014 年 12 月国家发改委发布《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》</p> <p>2015 年发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，鼓励民营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设</p> <p>2016 年 9 月住建部发布《住房城乡建设部等部门关于进一步鼓励和引导民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业的意见》</p> <p>2016 年 10 月财政部发布《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》</p>
2017-	垃圾分类提上日程，政策加码农村环境治理	<p>2017 年 3 月，国务院办公厅发布《关于转发国家发展改革委、住房城乡建设部生活垃圾分类制度实施方案的通知》，提出到 2020 年底基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在 46 个城市先行试点生活垃圾分类</p> <p>2018 年中共中央办公厅、国务院办公厅公布《农村人居环境整治三年行动方案》，提出鼓励专业化、市场化建设和运行管护，到 2020 年，实现农村人居环境明显改善，村</p>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

村庄环境基本干净整洁有序，村民环境与健康意识普遍增强

2019 年 4 月，住建部等九部委发布《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》，提出到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；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

2020 年 4 月，住建部办公厅印发《关于进一步做好城市环境卫生工作的通知》，根据通知要求，46 个重点城市要确保如期完成生活垃圾分类目标任务，各级环卫行业主管部门要针对性加快各类环卫设施建设

资料来源：侨银环保招股说明书，玉禾田招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

行业规模稳步扩张，低渗透高增速前景广阔：环卫行业主要包括垃圾清运和道路清扫两部分：1）生活垃圾清运：2018 年全国城市共清运生活垃圾 2.28 亿吨，同比+6.0%；近 4 年 CAGR 为 6.3%。2）道路清扫保洁：2018 年全国城市道路清扫面积 86.9 亿平方米，同比+3.2%。随着人均 GDP 的增长、城市化率的提升，环卫行业总体规模保持稳健增长。根据弗若斯特沙利文咨询出具的统计数据显示，2018 年，环卫市场总体规模为 2618 亿元，预计到 2023 年可达到 5166 亿元。同时，由于目前环卫行业的市场化率仍不足 40%，市场化的持续推进将带来企业环卫服务市场的快速增长，我们预计企业提供服务部分的市场规模年化增速在未来 3 年仍可保持 30% 左右。

图 25、我国生活垃圾清运量

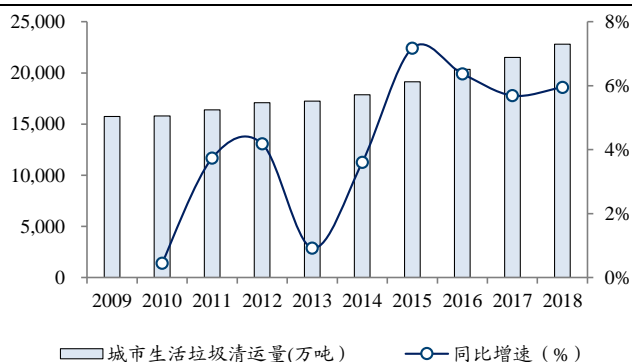
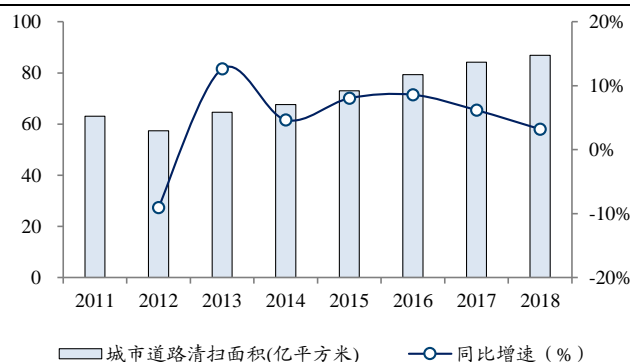
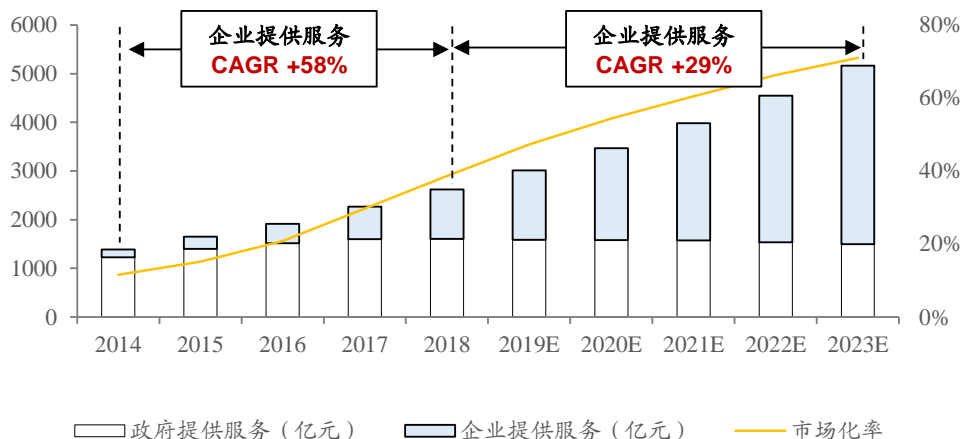


图 26、道路清扫保洁面积



资料来源：《中国环境统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、中国环卫服务市场规模（亿元）



资料来源：北控城市资源招股说明书，弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

注：政府提供服务指的是地方政府在环境卫生服务方面的支出，企业提供服务企业获地方政府机构外包提供环境卫生服务产生的收益总额

市场再次给予环卫高估值，我们认为主要源于行业的一些积极变化：

1) 融资环境改善是核心变量，资本助力龙头企业更快速成长。环卫运营市场化扩张期呈现资金密集型。玉禾田、侨银环保等行业龙头上市及再融资新政放宽融资限制，有效增强了上市公司融资能力，有利于加速龙头企业内生外延发展。由于环卫市场相对分散，打通融资渠道有利于上市环卫企业跑马圈地，行业集中度有望在资本市场助力下快速提升。此外，环卫行业呈现劳动密集型，上市后的环卫龙头企业将更具资金优势，加大如智慧环卫体系等投入，提升管理降本增效。

表 5、环卫行业商业模式对比

项目内容	政府购买模式	PPP 模式
定义	通过发挥市场机制作用，把政府直接提供的一部分公共服务事项以及政府履职所需服务事项，按照一定的方式和程序交由具备条件的社会力量和社会单位承担，并由政府根据合同约定支付费用	由公共部门通过与私人部门建立伙伴关系，共同提供公共产品或服务
主体	政府是投资主体，企业是运营主体	企业是投资和运营主体
付费方式	环卫主管部门根据企业运营的考核结果支付服务费	
模式特点	服务规模小，准入门槛低，对承包企业要求较低，多家企业分区管理，导致管理体系不统一，作业质量参差不齐	服务规模大，准入门槛高，对合作企业资金、管理运营水平要求高，减少政府一次性投入
涉及投资	基本不涉及投资	通常包括中转站建设或者垃圾处理环节投资，因此投资总额较大
项目规模	大都在 5,000 万以下	大都在 1 亿以上
项目周期	较短（一般 3-5 年）	较长（一般 10 年以上）

资料来源：侨银环保招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

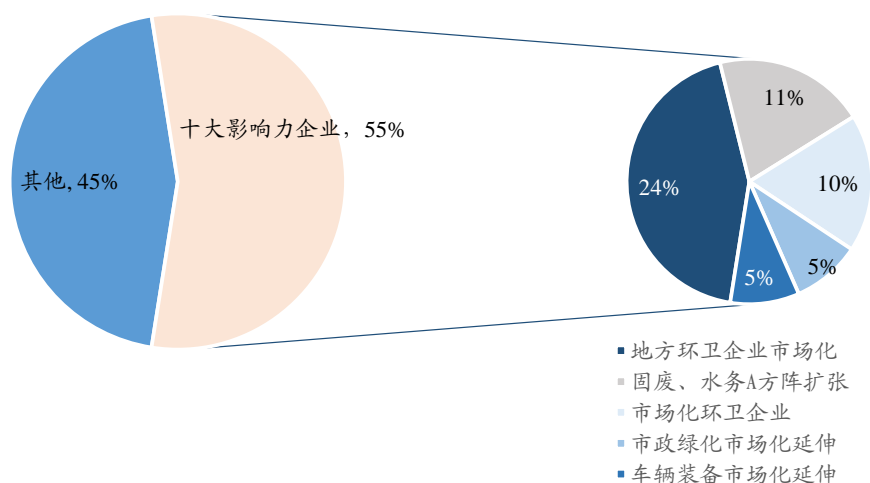
2) PPP、一体化模式抬高行业壁垒，马太效应将推动强者恒强。环卫行业属于政府预算支付项目。地方政府一般按月度或季度支付，现金流良好。随着 PPP、一体化模式在环卫板块的加速落地，其高门槛、长周期、大体量等特性，有利于大

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

型企业的业务拓展和运营管理。我们认为环卫订单大型化是行业趋势，该模式将抬高行业壁垒，使得龙头企业强者恒强。同时，布局环卫服务的设备类企业可以通过项目引流设备销售，保障回款。

对比环卫服务、污水处理、垃圾焚烧，环卫行业的集中度最低，2019M1-9 的 CR10 仅 21%。但行业的马太效应日益显现：环卫十大影响力企业瓜分了 55% 的 5000 万以上大订单（按年服务金额）。

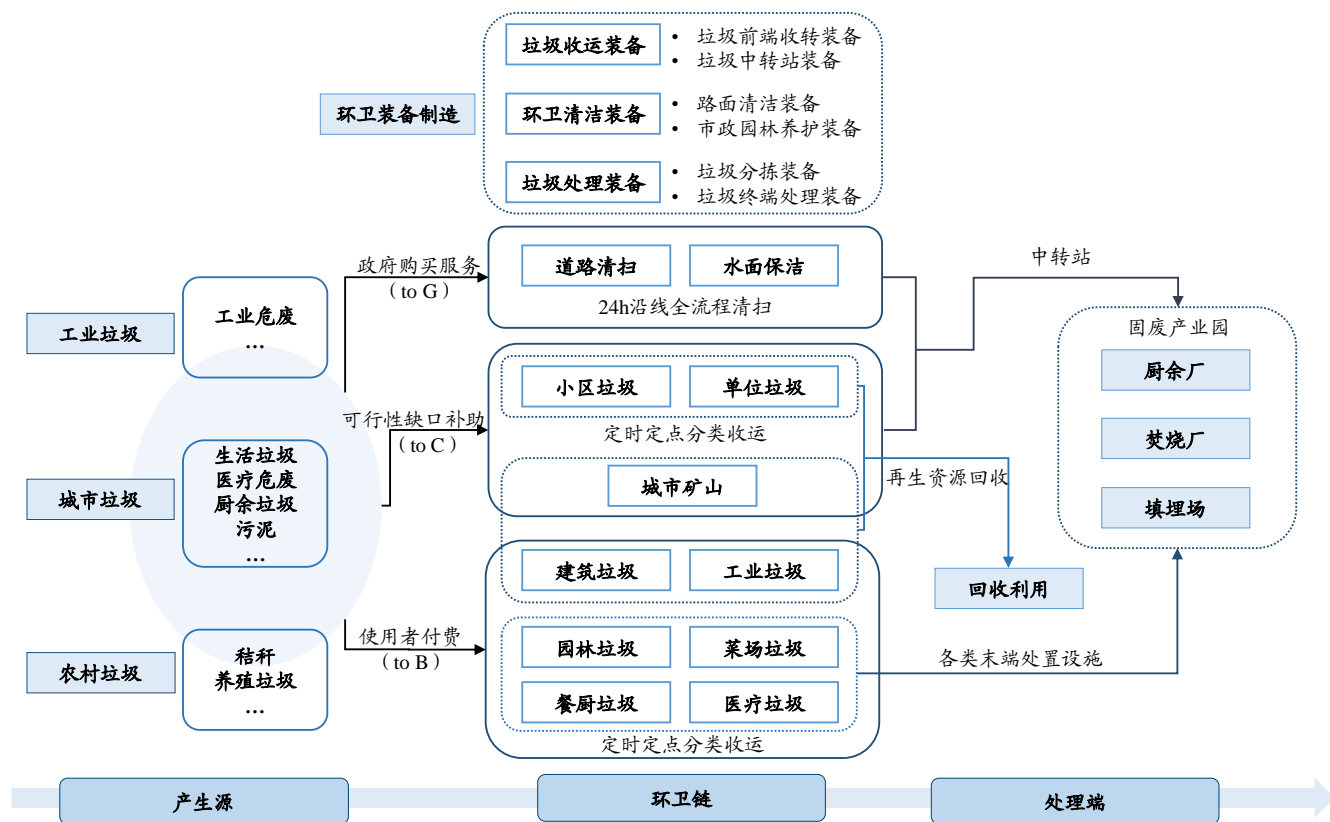
图 28、环卫十大影响力企业瓜分 55% 的 5000 万以上大订单（按年服务金额）



资料来源：E20，兴业证券经济与金融研究院整理，注：数据范围涵盖 2016-2019Q3。

3) 垃圾分类处理推广，分类收运体系有望重构。随着垃圾分类的推进，一方面会增加分类及转运设施的投资，逐步改变以往“重清扫轻转运”的模式，更重要的是能够使得转运回收体系实现重构，以更适应现代化、高效的新型城市环卫体系。

图 29、环卫产业链上下游示意图



资料来源：E20，北极星固废网，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 民营企业账款拖欠问题持续开展，回款改善利好行业。中央近几年开展了清理拖欠专项行动。环保企业参与政府类项目较多，如政府付款不及时容易产生应收账款拖欠问题。随着专项行动的开展，民营环卫企业回款问题大幅改善（龙马环卫及盈峰环境 2019 年应收账款均呈现下行态势）。

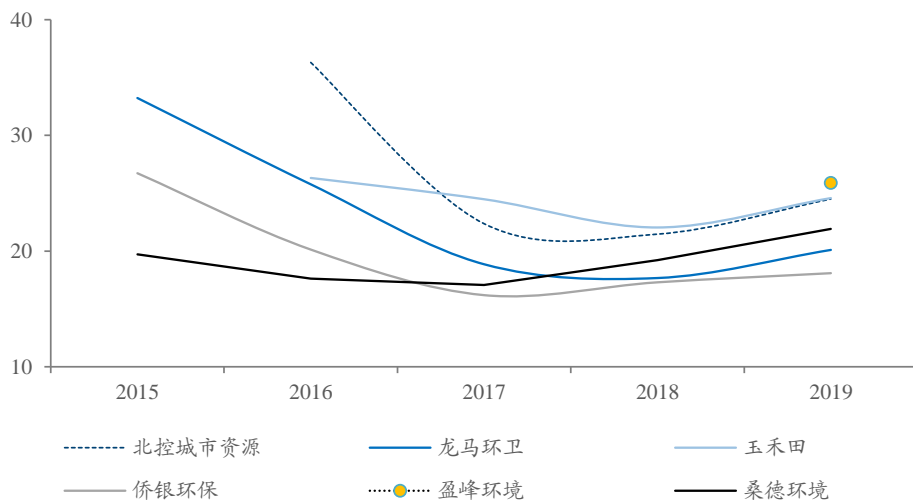
表 6、政府持续关注清理拖欠民营企业账款问题

时间	内容
2018 年 11 月 9 日	李克强总理主持召开国务院常务会议，决定开展专项行动，解决拖欠民营企业账款问题
2019 年 3 月 5 日	李克强总理在《政府工作报告》提出，对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠。
2020 年 1 月 8 日	李克强部署进一步做好清理政府部门和国有企业拖欠民营企业中小企业账款工作，要求 2020 年底前无分歧欠款应清尽清。

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

环卫行业发展进入新阶段，盈利能力迎来触底回升：随着龙头公司的上市及资本市场、政策、订单规模的变化，我们认为环卫行业发展进入了新阶段。我们统计后发现，各上市公司环卫运营服务板块毛利率在 2017 年触底回升。我们倾向性认为，前期大订单落地投资规模较大，导致了项目爬坡期毛利率低于过往水平，随着项目运营进入正轨，毛利率会因为规模效应而持续提升。行业运营板块盈利能力已经迎来触底回升。

图 30、环卫行业运营板块毛利率（%）

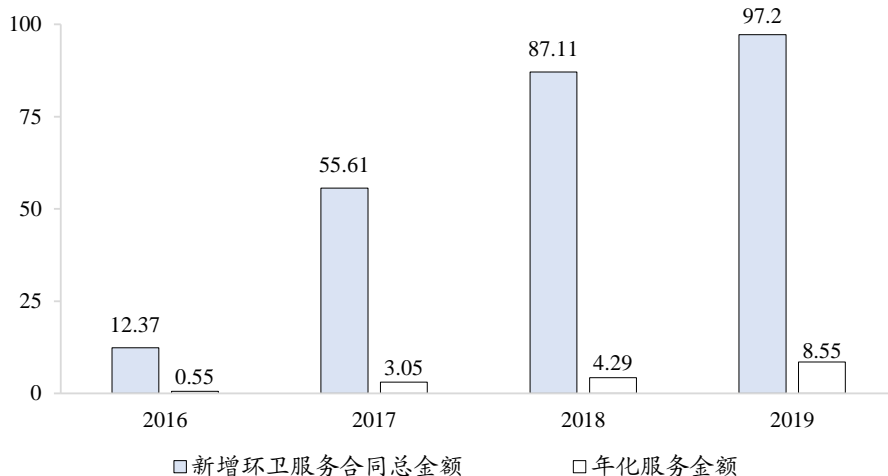


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

3.2、公司环卫服务快速增长，连获大单彰显公司强大综合实力

公司环卫服务业务近年来取得快速增长，2016-2019 年，公司新增的环卫服务合同总金额分别为 12.37 亿元、55.61 亿元、87.11 亿元、97.20 亿元，年化服务金额分别为 0.55 亿元、3.05 亿元、4.29 亿元、8.55 亿元，2017-2019 年环卫服务年化收入增长率分别 454.54%、40.66%、99.30%。据环卫司南统计，2019 年，公司新增年化环卫服务合同国内排名第 4，较去年同期显著提升 6 个名次。截至 2019 年底，公司正在运营项目数量共计 57 个，年化合同额 16 亿元，合同总额 252 亿元，其中 2019 年度公司中标项目数量共计 30 个。

图 31、环卫服务项目合同情况（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

连获大单彰显公司强大综合实力。2019 年 10 月，公司中标深圳市福田区政府环卫一体化项目，中标总额 11.53 亿元，服务周期 10 年(含建设期 2 年)，该项目为深圳市首个环卫 PPP 项目。2020 年 5 月 13 日，深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目发布评审结果公告，公司从 24 家竞标企业中脱颖而出，综合实力排名第一，以“综合单价折扣率 0.93”、成交价格 78.03 亿元/15 年，取得该项目运营资格。作为史上最大的环卫 PPP 项目，单项目金额已达到 2019 年公司新增环卫服务合同总金额的 80.3%，年化服务金额高达 5.2 亿元（占 2019 年的 60.8%）。成功中标该项目充分体现出公司在环卫服务领域的强大竞争力。

表 7、公司近年重要环卫服务项目整理

年份	项目名称	金额（亿元）	年限
2018	广东省连平县城环卫一体化 PPP 项目	8.32	25 年
	凯里市生活垃圾收运系统二期工程 PPP 项目	7.36	19 年
2019	福建省南安市城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目	22.25	16 年
	四川省眉山市天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目	15.69	25 年
	深圳市福田区政府环卫一体化 PPP 项目	11.53	10 年
2020	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	78.03	15 年

数据来源：环境司南，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测和估值

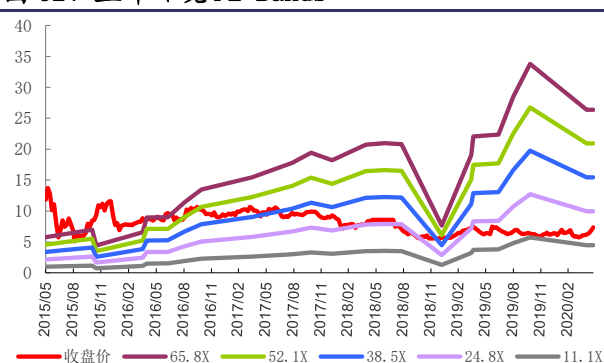
公司环卫装备龙头地位稳固，环卫服务业务快速增长，全产业链不断完善。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.00 亿元、20.08 亿元、23.90 亿元，对应 5 月 25 日收盘价的 PE 分别为 14.5X、12.2X、10.3X，维持“审慎增持”评级。

表 8、盈峰环境分版块业绩预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13044.76	12695.86	14150.75	16130.46	18552.18
yoy	166.31%	-2.67%	11.46%	13.99%	15.01%
毛利率	25.08%	26.04%	26.30%	26.69%	27.15%
环卫装备					
收入	7,384.87	7,034.09	7737.50	8511.25	9362.38
%		-4.75%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.67%	32.18%	32.18%	32.18%	32.18%
环卫服务					
收入	619.27	1,001.48	1802.67	2884.26	4326.40
%		61.72%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利率	27.28%	25.88%	26.00%	27.00%	28.00%
环境监测及固废处理					
收入	1,654.79	1,190.92	1071.83	1125.42	1181.69
%		-28.03%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	28.55%	28.22%	28.22%	28.22%	28.22%
电工材料制造及其他					
收入	3385.83	3469.37	3538.75	3609.53	3681.72
%		2.47%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	10.79%	12.90%	13.00%	13.00%	13.00%

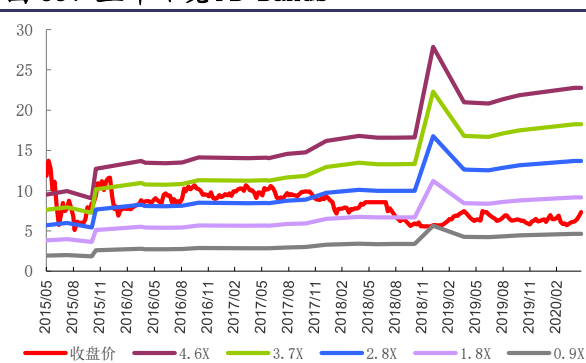
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、盈峰环境 PE Bands



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、盈峰环境 PB Bands



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、A 股重点环卫公司盈利预测及估值对比

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
盈峰环境	7.77	245.77	0.43	0.54	0.63	18.05	14.39	12.33
玉禾田	133.49	184.75	3.01	4.11	4.64	44.30	32.48	28.77
侨银环保*	25.27	103.27	0.32	0.49	0.72	78.62	51.72	35.31
瀚蓝环境	21.14	161.99	1.19	1.43	1.65	17.75	14.78	12.81
伟明环保	29.68	286.88	1.02	1.3	1.62	29.08	22.83	18.32

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 侨银环保 EPS 采用 wind 一致预期, 数据截至 2020/5/25。

5、风险提示

环卫市场化进度风险, 装备市场竞争加剧风险, 成本大幅上升风险。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11799	13740	15669	18015
货币资金	3161	4570	5744	6797
交易性金融资产	217	217	217	217
应收账款	5163	6215	6481	7454
其他应收款	225	251	286	329
存货	1145	1272	1442	1648
非流动资产	13056	13680	14266	14823
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	303	303	303	303
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	995	1730	2307	2776
在建工程	1550	1350	1260	1242
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2686	2791	2895	3000
资产总计	24855	27420	29935	32838
流动负债	8085	8612	9399	10389
短期借款	1607	1607	1607	1607
应付票据	2942	3129	3548	4055
应付账款	2486	2762	3131	3579
其他	1050	1115	1113	1149
非流动负债	1003	1152	1278	1278
长期借款	644	844	944	944
其他	359	308	334	334
负债合计	9087	9764	10677	11666
股本	3163	3163	3163	3163
资本公积	9698	9698	9698	9698
未分配利润	2520	4221	5719	7506
少数股东权益	253	341	446	571
股东权益合计	15767	17656	19259	21171
负债及权益合计	24855	27420	29935	32838

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1361	1700	2008	2390
折旧和摊销	350	410	509	604
资产减值准备	152	78	24	74
无形资产摊销	245	245	245	245
公允价值变动损失	-22	0	0	0
财务费用	82	56	44	30
投资损失	-167	-40	-50	-50
少数股东损益	30	89	105	125
营运资金的变动	-461	75	-12	374
经营活动产生现金流量	1485	2178	2678	2795
投资活动产生现金流量	-963	-1010	-1050	-1110
融资活动产生现金流量	374	241	-453	-632
现金净变动	892	1409	1175	1052
现金的期初余额	1720	3161	4570	5744
现金的期末余额	2612	4570	5744	6797

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12696	14151	16130	18552
营业成本	9389	10429	11826	13516
营业税金及附加	71	81	92	105
销售费用	917	1018	1162	1336
管理费用	392	495	565	649
财务费用	54	56	44	30
资产减值损失	-41	0	0	0
公允价值变动	22	0	0	0
投资收益	159	40	50	50
营业利润	1789	2111	2493	2966
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	163	19	19	19
利润总额	1638	2105	2486	2960
所得税	246	317	374	445
净利润	1392	1789	2113	2515
少数股东损益	30	89	105	125
归属母公司净利润	1361	1700	2008	2390
EPS (元)	0.43	0.54	0.63	0.76

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	-2.7%	11.5%	14.0%	15.0%
营业利润增长率	10.6%	18.0%	18.0%	19.0%
净利润增长率	46.6%	24.9%	18.1%	19.0%
盈利能力				
毛利率	26.0%	26.3%	26.7%	27.1%
净利率	10.7%	12.0%	12.4%	12.9%
ROE	8.8%	9.8%	10.7%	11.6%

偿债能力				
资产负债率	36.6%	35.6%	35.7%	35.5%
流动比率	1.46	1.60	1.67	1.73
速动比率	1.31	1.44	1.51	1.57
营运能力				
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	2.2	2.3	2.4	2.5
每股资料 (元)				
每股收益	0.43	0.54	0.63	0.76
每股经营现金	0.47	0.69	0.85	0.88
每股净资产	4.90	5.47	5.95	6.51
估值比率 (倍)				
PE	18.1	14.5	12.2	10.3
PB	1.6	1.4	1.3	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn