

# 北控城市资源 (03718)

证券研究报告  
2020年11月23日

## 环卫固废双轮驱动，背靠“北控系”协同优势凸显

### 公司介绍：背靠“北控系”，环卫+危废双轮驱动

北控城市资源主营业务包括环境卫生服务及危险废物处理服务两部分，其前身为2013年成立的提供垃圾收运服务的贵港环卫，2014年开始涉足医疗废物处理领域，发展至今公司环卫及危废项目盈利能力均位于国内环保企业前列。公司控股股东北控水务集团是具有国资背景的水务行业龙头企业，资金、资源优势显著，且北控系高管通过持股深度绑定公司利益，协同优势凸显。公司近几年在项目规模扩大的带动下实现了营收的快速增长，毛利率水平逐年攀升，期间费用率逐年下降，盈利能力持续增强。

### 环卫业务：市场化蛋糕不断变大，国资背景+管理优势助力业务高速、高质量发展

近年来我国城镇化水平逐年提升，推动环卫市场需求快速释放。我们预计到2025年，传统环卫市场空间达2296亿。目前我国环卫市场化率与发达国家相比仍有差距，随着市场化改革逐步深化，市场化蛋糕有望进一步扩大。此外，在机械化、智能化及环卫项目一体化趋势下，行业进入壁垒有望提升，龙头企业有望凭借资金实力、管理技术经验和市场开拓能力获取大体量环卫订单，进一步扩大市场占有率。公司在环卫领域的运营收入已具备一定规模，盈利能力位于行业前列，水务集团对公司环卫业务发展的协同效应明显，国资背景+管理优势助力公司进一步打造环卫领域核心竞争力。

### 危废业务：行业有望保持高景气，项目陆续达产增厚业绩

在法规完善及监管趋严的双重驱动下，我国危废产量及存量规模较大，对处置需求构成有力支撑，行业有望保持高景气。此外，新固废法加大了对危废企业违法经营的处置力度，不达标的落后产能有望逐步出清，行业集中度有望进一步提升。公司危废业务营收规模和毛利率均处于行业第一梯队，不仅在技术层面上拥有市场上全部四种危废处理主要方式，产能利用率也高于行业平均，同时率先抢占了山东、青海等危废产生大省市场，竞争优势凸显。公司聚焦无害化处理，未来随着在建的无害化处置项目逐步达产，业绩有望保持较快增长。

**投资建议：**公司背靠“北控系”，大股东国资背景+管理优势突出，且北控系高管通过持股深度绑定公司利益，协同效应有望进一步凸显。在环卫领域，公司有望受益于市场化率提升及行业壁垒提高，进一步发挥“拿大单”优势，持续开拓环卫市场；在危废领域，公司已率先抢占产废大省市场，未来随着在建的无害化处置项目逐步达产，业绩有望保持较快增长。我们预计公司2020-2022年实现营业收入36.4、47.1、58.5亿港元，同比增长34%、29%、24%；实现归母净利润4.54、5.53、7.22亿港元，同比增长61%、22%、31%；对应EPS分别为0.13、0.15及0.20港元/股。考虑到公司拥有强大的股东支持、优秀的大体量项目开拓能力以及互补协同效应较强的“固废+危废”商业模式。我们给予公司2021年20倍PE目标值，对应目标价3.1港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**环卫市场化不及预期、行业竞争加剧、业务拓展不及预期

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.4 港元
目标价格	3.1 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	3,600.00
港股总市值(百万港元)	8,640.00
每股净资产(港元)	0.71
资产负债率(%)	46.98
一年内最高/最低(港元)	2.41/0.56

### 作者

<b>郭丽丽</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001 guolili@tfzq.com	
<b>杨阳</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001 yangyanga@tfzq.com	
<b>许杰</b>	联系人
xujiea@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 公司介绍：背靠“北控系”，环卫+危废双轮驱动</b>	<b>5</b>
1.1. 始于 2013 年，北控系核心管理层利益深度绑定	5
1.2. 环卫危废双轮驱动，定位“一站式解决方案”+“互补业务模式”	5
1.3. 营收规模持续扩大，毛利率稳中有升	6
<b>2. 环卫业务：市场化蛋糕不断变大，国资背景+管理优势助力业务高速、高质发展</b>	<b>8</b>
2.1. 市场化蛋糕不断变大，掘金千亿市场	8
2.1.1. 环卫市场需求快速释放，2025 预计传统环卫市场空间 2296 亿	8
2.1.2. 市场化蛋糕变大，市场化率仍有提升空间	10
2.2. “三化”趋势拔高行业进入壁垒，行业集中度有望提升	11
2.2.1. 机械化：降本增效的重要途径	11
2.2.2. 智慧化：运营效率提升的利器	13
2.2.3. 一体化：促进大体量项目释放	14
2.2.4. 格局较分散，集中度有望提升	16
2.3. 背靠“北控系”管理优势明显，环卫业务高速高质发展	17
2.3.1. 项目拓展迅速+盈利能力强劲，环卫业务快速发展	17
2.3.2. “北控系”协同效应显著，环卫业务发展可期	18
<b>3. 危废业务：行业有望保持高景气，项目陆续达产增厚业绩</b>	<b>19</b>
3.1. 需求端：政策、监管双驱动，危废处置市场空间大	19
3.2. 供给端：产能利用率仍偏低，行业集中度有望逐步提升	22
3.3. 危废业务稳步增长，静待毛利率修复	25
<b>4. 投资建议</b>	<b>28</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股权结构介绍（2019 年年报）	5
图 3：公司分业务营收占比	6
图 4：公司分业务毛利占比	6
图 5：公司营业收入实现快速增长	6
图 6：公司综合毛利率及分业务毛利率情况	7
图 7：公司期间费用主要由管理费用构成	7
图 8：公司管理费用率呈下降趋势	7
图 9：公司归母净利润情况	8
图 10：公司持续经营业务净利润 VS 已终止经营业务净利润	8
图 11：公司资产负债率持续下降	8
图 12：2019 年公司经营活动净现金流大幅回正	8
图 13：我国城镇化率水平不断提升	9

图 14: 2018 年各国城市化率对比.....	9
图 15: 我国环卫市场化进程不断推进.....	10
图 16: 新增环卫行业订单-合同总金额.....	11
图 17: 新增环卫行业订单-首年服务金额.....	11
图 18: 我国环卫市场化率 VS 美国环卫市场化率.....	11
图 19: 中国环卫行业市场化率 (2014-2023E).....	11
图 20: 中国环卫行业市场化规模 (2014-2023E).....	11
图 21: 环卫公司人力成本占比最高 (北控城市资源).....	12
图 22: 环卫工人 51 岁以上占比超六成 (玉禾田).....	12
图 23: 我国城市机械清扫率.....	12
图 24: 我国县城机械清扫率.....	12
图 25: 我国环卫机械化率 VS 发达国家环卫机械化率.....	13
图 26: 城市市政环境卫生专用车辆及设备数目 (北控城市资源).....	13
图 27: 图解北控城市服务集团智慧环卫平台.....	14
图 28: 环卫行业 CR10 处于较低水平.....	16
图 29: 不同规模环卫项目参与企业数量对比.....	16
图 30: 环卫行业龙头企业年服务总金额较大.....	17
图 31: 环卫项目个数及总承包面积.....	17
图 32: 环卫板块营业收入及增速.....	17
图 33: 重点环卫企业环卫运营收入对比 (亿元).....	18
图 34: 重点环卫企业环卫业务毛利率对比.....	18
图 35: 公司环卫项目来自北控水务集团&独立获取的金额.....	19
图 36: 公司环卫项目来自北控水务集团&独立获取的毛利率.....	19
图 37: 危废处理行业政策梳理.....	20
图 38: 2017、2018 年全国危废实际产量测算.....	21
图 39: 2013-2018 年全国危废产量及同比增速.....	22
图 40: 2018 年危废核准处置规模小于 2018 年危废实际产量.....	22
图 41: 2013-2018 年行业产能利用率水平偏低.....	22
图 42: 2018 年按产能计危废市占率.....	23
图 43: 2018 年按实际处理量计危废市占率.....	23
图 44: 2018 年中国危废处理企业产能前十名 (单位: 万吨).....	23
图 45: 美国 2017 年危废行业 CR10 达 90%.....	23
图 46: 2014-2018 年行业无害化和资源化实际处理量及无害化实际处理量占比.....	24
图 47: 广东、山东等地焚烧处置费对比.....	25
图 48: 危废板块营收情况.....	25
图 49: 危废板块实际处理量情况.....	25
图 50: 危废板块平均销售价格及同比增速.....	26
图 51: 危废板块毛利率及同比增速.....	26
图 52: 危废板块营收行业对比 (亿元).....	27
图 53: 危废板块毛利率行业对比 (单位: %).....	27
图 54: 危废板块产能利用率及行业平均.....	27

图 55: 2018 年按产能计主要行业参与者于山东省的市占率.....	28
图 56: 2018 年按实际处理量计主要行业参与者于山东省的市占率.....	28
图 57: 2018 年按产能计主要行业参与者于青海省的市占率.....	28
图 58: 2018 年按实际处理量计主要行业参与者于青海省的市占率.....	28
表 1: 传统环卫市场测算.....	9
表 2: 垃圾分类市场测算.....	9
表 3: 46 个重点城市垃圾分类市场空间测算.....	10
表 4: 纯人工方案 VS 智能小型环卫机器人方案.....	12
表 5: 以 “周村区环卫作业市场化政府购买服务项目” 为例, 展示环卫一体化的三个方面.....	14
表 6: 截至 9 月 21 日, 2020 年环卫一体化项目 TOP5.....	15
表 7: 新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目.....	15
表 8: 深圳市新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目对申请人设置较高财务门槛.....	15
表 9: 环卫行业参与者众多.....	16
表 10: 2020 年公司部分中标项目.....	17
表 11: 北控水务集团龙头地位显著.....	18
表 12: 公司管理层中数位核心人员曾在北控水务集团任职多年.....	19
表 13: 部分省市危废处置利用规划.....	20
表 14: 新固废法对危废处置企业违法经营行为的惩罚力度加大, 落后产能有望加速出清.....	24
表 15: 公司部分危废处置项目的产能利用率较高.....	27
表 16: 分项业务预测 (单位: 百万港元).....	29
表 17: 可比公司估值表.....	29

## 1. 公司介绍：背靠“北控系”，环卫+危废双轮驱动

### 1.1. 始于 2013 年，北控系核心管理层利益深度绑定

始于 2013 年，聚焦环卫与危废处置业务。北控城市资源集团是一家综合废物管理解决方案供应商，专注于提供环境卫生服务及危险废物处理服务，其前身可追溯至北控水务集团（0371.HK）在 2013 年成立的贵港环卫。2013 年，贵港环卫在广西贵港投资建设及运营垃圾收运站，涉足环卫领域；2014 年，贵港医疗废物成立，进入医疗废物处理领域；2015 年，北控城市服务成立并将环卫业务拓展至全国；2016 年，万光成为北控水务集团的联营公司，并收购青岛北控等提供危险废物处理服务的公司及其附属公司；2019 年 3 月 26 日，北控城市资源于开曼群岛成立，其作为投资控股公司并不涉及运营业务；2020 年 1 月，北控城市资源于港交所主板成功上市。

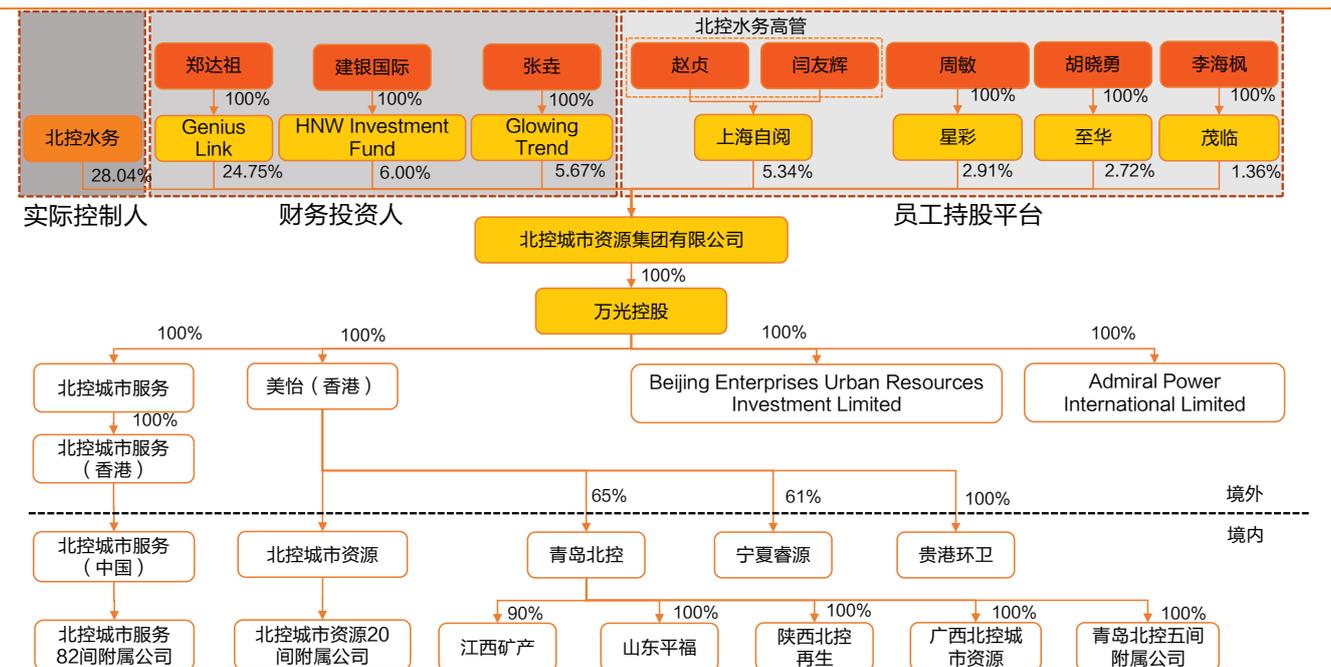
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所

北控系核心管理层利益深度绑定，大股东央企背景优势显著。公司控股股东为北控水务集团，上市前持股比例达 35%，上市后摊薄至 28%。与此同时，北控水务集团的董事、监事、高管团队及核心骨干通过上海自阅、茂临、星彩、至华四大平台持有公司上市前总股本的 16.44%，上市后摊薄至 12.33%。大股东核心管理层持股有利于激发管理层活力，推动公司快速发展。此外，北控水务集团实际控制人为北京市国资委，并拥有 AAA 级债项及主体评级，能够为公司提供潜在的可靠信用背书，使得公司的融资优势更为显著，助力业务扩张。

图 2：公司股权结构介绍（2019 年年报）



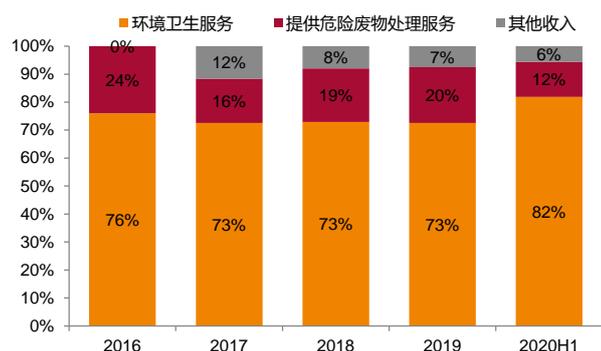
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 环卫危废双轮驱动，定位“一站式解决方案”+“互补业务模式”

**环卫危废双轮驱动，协同互补效应有望展开。**环卫服务以城市固体废物为主要目标，涵盖道路清洁、垃圾分类、公厕管理、绿道养护等业务；危废处置业务以医疗废物及工业固废为主要目标，涵盖收集、运输、贮存及处理相关废物等业务。公司布局环卫服务及危废处置业务，有助于其提供“固废+危废”一站式解决方案。此外，危废业务毛利率水平较高，但资本开支较大且投资回收期较长；环卫服务毛利率水平较低，但可以在较短时间内产生收益及现金流量，两者相结合，互补效应凸显。

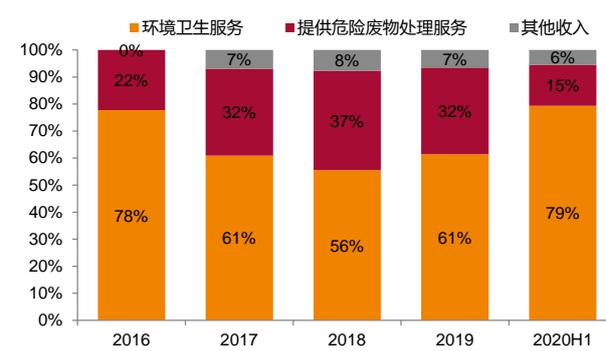
**环卫业务系业绩主要来源，2019 年营收占比 73%。**从营收占比看，2019/2020H1 环卫服务营收占比分别为 72.6%/81.89%，系公司收入第一大来源，危废处置业务营收占比为 20.0%/12.51%。从毛利构成看，2019/2020H1 环卫服务毛利占比分别为 61.54%/79.38%，危废处置业务毛利占比分别为 32.1%/15.16%。

图 3：公司分业务营收占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：公司分业务毛利占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.3. 营收规模持续扩大，毛利率稳中有升

**项目数量快速增长，驱动营收规模持续扩大。**2016 年公司仅有一个产生受益的环卫服务项目及危废处置项目，后续通过收购、控股股东转让项目等方式，项目数量及规模实现快速增长，2018 年环卫服务项目已增长至 106 个。在此驱动下，公司营收规模由 2016 年 0.25 亿港元迅速扩大至 2018 年 22.11 亿港元。2019 年公司环卫及危废业务营收规模继续扩大，总营收同比+46%。2020 年上半年公司营收同比+20%，增速有所放缓，主要系疫情影响下危废处理业务收入同比有所下滑。

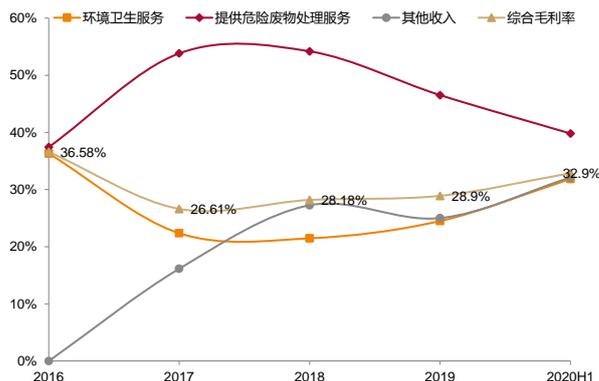
图 5：公司营业收入实现快速增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

**环卫业务毛利率近三年持续攀升，带动公司综合毛利率稳中有升。**公司环卫业务盈利能力逐年增强，2018-2020H1 毛利率分别为 21%/25%/32%，2020H1 大幅提升主要系地方政府在疫情期给予的增值税减免及其他减免（若排除减免影响，2020H1 环卫服务毛利率约 26.3%）。在环卫业务毛利率提升的带动下，公司综合毛利率呈现稳中有升的态势，2018-2020H1 分别为 28%/29%/33%。同时我们也关注到，公司危废处置业务毛利率从 2018 年的 54% 下滑至 2020H1 的 40%。但由于危废业务占比有所下降，对公司综合毛利率的影响在边际减弱。

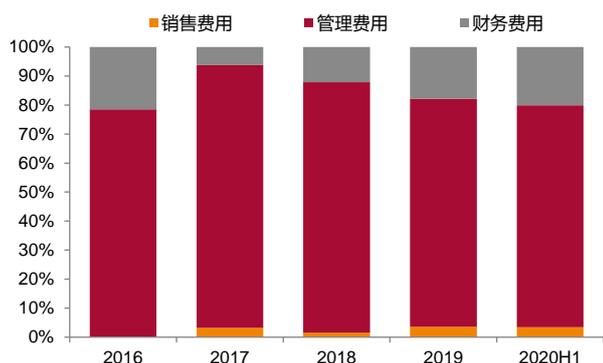
图 6：公司综合毛利率及分业务毛利率情况



资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

**管理费用率持续下降，管理能力日益优化。**公司期间费用主要由管理费用构成，受益于运营管理效率的提升，公司管理费用率由 2017 年的 17.77% 下降至 2020H1 的 8.91%，并带动期间费用率由 2017 年的 19.6% 下降至 2020H1 的 11.6%。此外，由于危废处理为资金密集型业务，随着公司项目数量增多，资本开支数额加大，财务费用率呈现增长态势，由 2017 年的 1.2% 提升至 2020H1 的 2.3%。

图 7：公司期间费用主要由管理费用构成



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：公司管理费用率呈下降趋势



资料来源：WIND，天风证券研究所

**并购及处置不良资产影响下，公司净利润波动较大。**公司 2016-2018 年业绩表现受并购及处置甘肃华壹影响较大。公司自 2016 年 2 月收购甘肃华壹后，2016 及 2017 年从甘肃华壹处确认的净亏损分别为 0.75/1.13 亿港元。受此影响，2016 及 2017 年归母净利润分别亏损 0.27/0.29 亿港元；2018 年又因出售甘肃华壹产生收益 3.16 亿港元，拉高归母净利润至 4.3 亿港元。因 2018 年净利润基数较高，2019 年净利润同比下滑 35% 至 2.81 亿港元，2020H1 公司净利润回归正增长轨道，同比增长 80% 至 2.18 亿港元。

图 9：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司持续经营业务净利润 vs 已终止经营业务净利润



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：关于公司的已终止经营业务，2016-2018 年与甘肃华壹相关；2019 年与滨南集团有关。

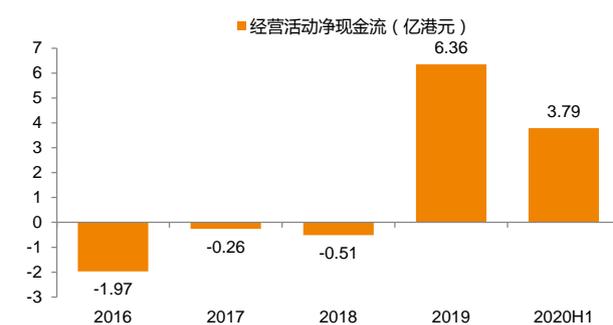
**资产负债率持续下降，经营活动现金流净额大幅回正。**公司资产负债率呈逐年下降趋势，由 2017 年的 64.41% 下降至 2020H1 的 46.98%；经营活动现金流情况得到明显改善，由 2018 年的 -0.51 亿港元大幅回升至 2019 年的 6.36 亿港元。

图 11：公司资产负债率持续下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：2019 年公司经营活动净现金流大幅回正



资料来源：WIND，天风证券研究所

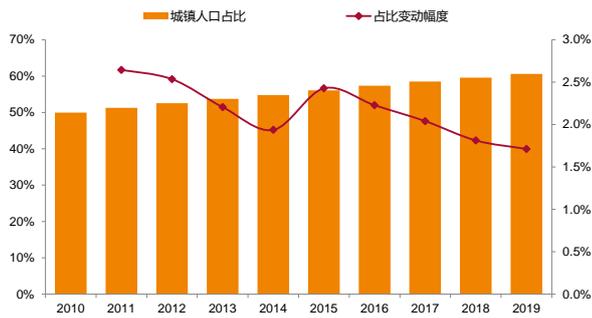
## 2. 环卫业务：市场化蛋糕不断变大，国资背景+管理优势助力业务高速、高质发展

### 2.1. 市场化蛋糕不断变大，掘金千亿市场

#### 2.1.1. 环卫市场需求快速释放，2025 预计传统环卫市场空间 2296 亿

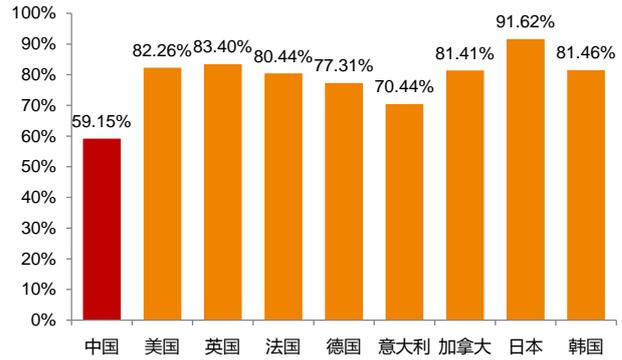
城镇化水平逐年提升，推动环卫市场需求快速释放。近年来我国城镇化进程加速推进，2019 年年底城镇化率已达 60.6%。在城镇化水平提升的带动下，道路清扫保洁需求及生活垃圾清运需求等环卫市场服务需求得到快速释放，我国环卫行业市场规模实现快速扩张。据弗若斯特沙利文的数据显示，2014-2018 年我国环境卫生服务市场规模 CAGR 达 17.2%。目前我国城镇化率与部分发达国家 80% 以上的水平相比仍有较大差距，未来随着城镇化和城市群的逐步发展，环卫行业市场空间有望进一步扩大。

图 13：我国城镇化率水平不断提升



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 14：2018 年各国城市化率对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

**市场测算：传统环卫服务市场空间近 1500 亿元，2025 年可达 2300 亿元。**按照最新统计数据进行的市場空间测算显示，城市与县城道路清扫、垃圾清运、公厕维护等市场空间分别为 1048 亿、211 亿、224 亿，传统意义上的环卫服务市场空间约 1483 亿元。考虑城镇化带来的道路面积增加、和物价上涨带来的单价提高，预计 2025 年传统环卫市场空间会提高至 2296 亿。

表 1：传统环卫市场测算

作业内容	测算指标	城市		县城		市场空间 (亿元)	
		2018	2025E	2018	2025E	2018	2025E
道路清扫	道路清扫面积 (亿平方米)	86.93	106.92	25.56	35.96		
	清扫费用 (元/平米)	10.00	12.30	7.00	8.61	1048	1625
	市场空间 (亿元)	869	1315	179	310		
垃圾清运	垃圾清运量 (万吨)	22802	28044	6660	9371		
	垃圾清运费 (元/吨)	75.00	92.24	60.00	73.79	211	328
	市场空间 (亿元)	171	259	40	69		
公厕维护	公厕数量 (万座)	15	18	5	7		
	厕所清洁管理费用 (万元/座)	13.50	16.60	5.00	6.15	224	344
	市场空间 (亿元)	199	301	25	42		
<b>合计</b>						<b>1483</b>	<b>2296</b>

资料来源：住建部，天风证券研究所

**垃圾分类是潜在市场空间接近千亿的新兴市场**，涉及垃圾分类设施、垃圾分选设备、垃圾分类服务、推广宣传、软硬件 IT 服务、分类实施效果测评服务、咨询服务等。2017 年垃圾分类试点项目开始释放，但规模普遍偏小；2018 年以来，大体量垃圾分类项目开始出现。按照城市居民每户 20 元/月，县城居民每户 10 元/月的标准进行测算，垃圾分类整体市场空间在 800 亿以上。

根据住建部的要求，全国 46 个城市在 2020 年前完成垃圾分类；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。46 个城市对应居民户数约 1 亿户，按照 20 元/户/月测算，2020 年前将释放的市场空间约 242 亿；全国地级以上城市约 2.43 亿户，到 2025 年垃圾分类的市场空间将达到 583 亿。

表 2：垃圾分类市场测算

作业内容	测算指标	城市	县城	市场空间
垃圾分类	户数 (亿户)	2.43	2.12	
	每户收费 (元/户/月)	20	10	838
	市场空间 (亿元)	583	254	

资料来源：国家统计局，河南省人民政府网，天风证券研究所

表 3： 46 个重点城市垃圾分类市场空间测算

城市	户数(万户)	城市	户数(万户)	城市	户数(万户)	城市	户数(万户)
北京	537.28	郑州	219.62	南京	225.14	德阳	157.30
天津	379.17	泰安	194.85	杭州	229.57	贵阳	122.08
上海	541.20	青岛	255.12	江苏	222.44	昆明	203.60
重庆	1260.88	武汉	288.02	宁波	225.81	拉萨	19.30
石家庄	279.53	长沙	245.59	合肥	245.62	西安	256.65
太原	115.30	宜昌	144.11	铜陵	54.52	日喀则	23.90
呼和浩特	83.85	广州	287.10	福州	208.33	咸阳	157.47
邯郸	238.98	深圳	100.13	厦门	71.29	兰州	109.57
沈阳	266.33	南宁	224.96	南昌	156.27	西宁	61.94
大连	213.87	海口	53.48	宜春	154.97	银川	75.42
长春	273.81	成都	122.08	济南	203.59	乌鲁木齐	80.72
哈尔滨	385.50	广元	115.20				
合计(万户)						10091.47	
单价(元/月/户)						20	
市场空间(亿/年)						242	

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

### 2.1.2. 市场化蛋糕变大，市场化率仍有提升空间

环卫市场化加速推进，环卫公司迎来快速成长机遇。2003 年以前，我国环卫服务产业由政府主导，2003 年-2013 年为市场化起步阶段，国家出台了一系列相关政策加快推进市政公用事业的市场化进程，广东、浙江、福建、海南等沿海发达地区逐步出现市场化雏形，环卫服务公司开始向中小规模方向发展。2014 年以来环卫服务市场化改革从沿海城市推广至三四线城市、中西部地区及县城、村镇等，一些中大型规模的环卫服务公司相继出现。据环境司南数据显示，我国新增环卫服务市场化订单由 2015 年的 470 亿元迅速提升至 2019 年的 2223 亿元，CAGR 达到 47%。

图 15：我国环卫市场化进程不断推进



资料来源：中国产业信息网，观研天下，中国报告网，天风证券研究所

图 16：新增环卫行业订单-合同总金额



资料来源：龙马环卫 2019 年年度报告，环境司南，天风证券研究所

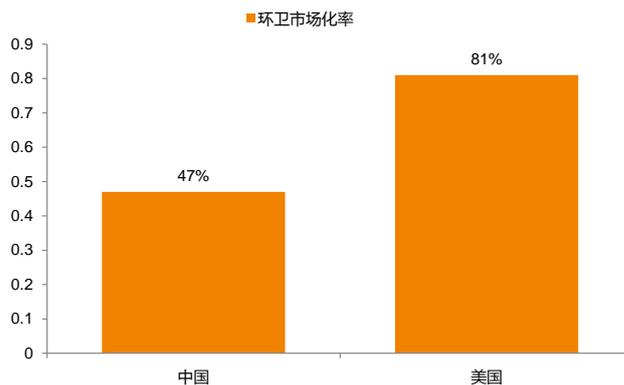
图 17：新增环卫行业订单-首年服务金额



资料来源：龙马环卫 2019 年年度报告，环境司南，天风证券研究所

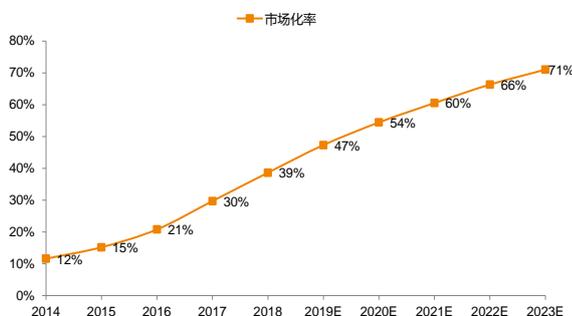
**市场化率仍有提升空间。**据弗若斯特沙利文机构数据显示，2019 年我国环卫市场化率约 47%。而中国产业信息网上的数据显示，2019 年美国市场化率达到 81%。相比之下我国环卫服务市场化率仍有提升空间，环卫企业有望继续受益市场化规模的扩大。据弗若斯特沙利文预测，到 2023 年，我国环卫行业市场化率有望提升至 71%，市场化空间将达 3668 亿元。

图 18：我国环卫市场化率 vs 美国环卫市场化率



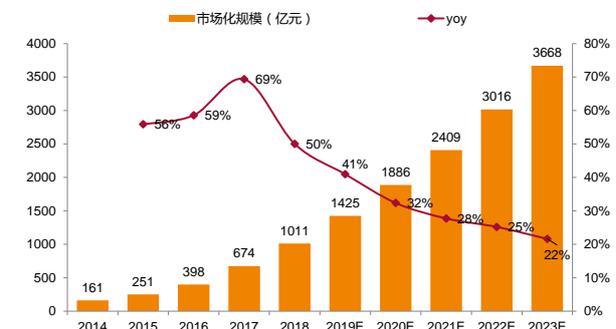
资料来源：中国产业信息网，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 19：中国环卫行业市场化率（2014-2023E）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 20：中国环卫行业市场化规模（2014-2023E）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

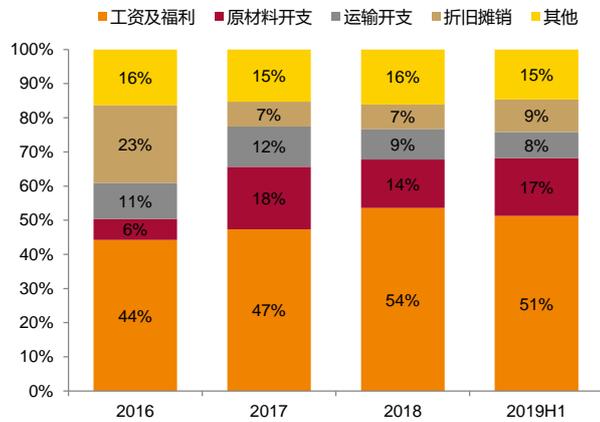
## 2.2. “三化”趋势拔高行业进入壁垒，行业集中度有望提升

### 2.2.1. 机械化：降本增效的重要途径

人口老龄化+人力成本逐年攀升，提高机械化率是解决人力资源短缺、降低人力资本开支、

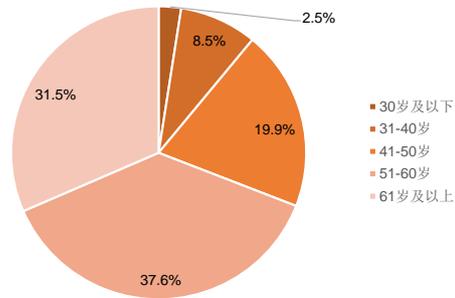
**提高作业服务效率的重要途径。**环卫公司人力成本开支较大，北控城市资源 2019 上半年人工成本占总成本比例为 51%。随着老龄化趋势加深及环卫工作对青年劳动力吸引力下降，人力短缺问题突出，同时还伴随着人工成本的上升，“机器替人”性价比愈发凸显。以中联环境在长沙的某智能小型环卫机器人项目为例，如果引入智能小型环卫机器人来代替传统纯人工道路清扫方案，作业队伍人数将减少 64.6%，项目年度总费用支出将减少 50.7%。

图 21：环卫公司人力成本占比最高（北控城市资源）



资料来源：北控城市资源招股说明书，天风证券研究所

图 22：环卫工人 51 岁以上占比超六成（玉禾田）



资料来源：玉禾田招股说明书，天风证券研究所

注：截至 2019H1 的环卫工人人员年龄分布情况

表 4：纯人工方案 VS 智能小型环卫机器人方案

费用项目	纯人工方案	环卫机器人方案	变动百分比
环卫作业工人数（人）+ 驾驶员人数（人）	65+0	15+8	-64.6%
作业装备数（台）	0	8	-
年人工支出总额（万元）	260	108	-58.5%
年能源消耗费用（万元）	0	14.4	-
年人力作业工具维护损耗费（万元）	7.8	1.8	-76.9%
年作业装备维护损耗费（万元）	0	3.2	-
年折旧费（万元）	0	4.6	-
年费用总额（万元）	267.8	132	-50.7%

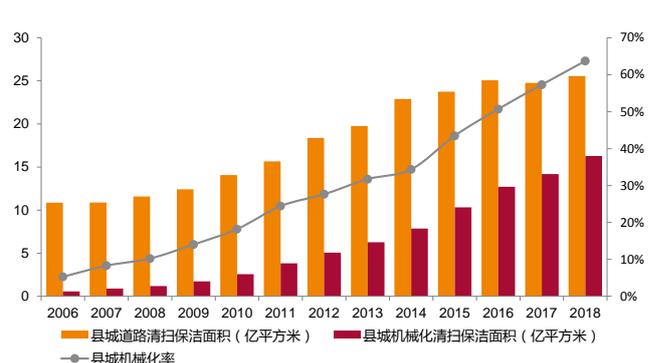
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

**政策驱动叠加基数较低，机械化率有望实现快速提升。**2018 年国务院在《打赢蓝天保卫战三年行动计划》通知中指出，要“大力推进道路清扫保洁机械化作业，提高道路机械化清扫率”，以及“到 2020 年底前，地级及以上城市建成区机械化清扫率达到 70%以上，县城达到 60%以上，重点区域要显著提高”。住建部数据显示，2018 年末我国城市机械清扫率为 68.9%，县城机械清扫率为 63.7%，与发达国家 80% 以上的清扫率相比仍有较大差距，未来有望实现快速提升。

图 23：我国城市机械清扫率



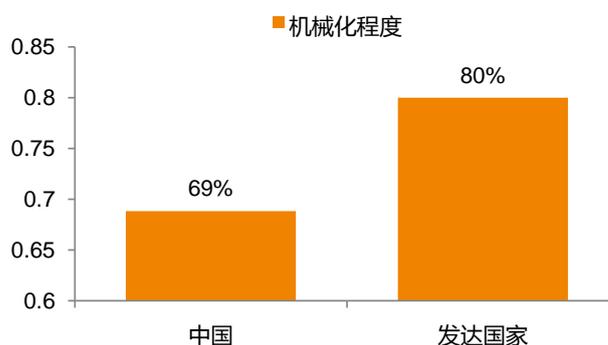
图 24：我国县城机械清扫率



资料来源：住建部，天风证券研究所

资料来源：住建部，天风证券研究所

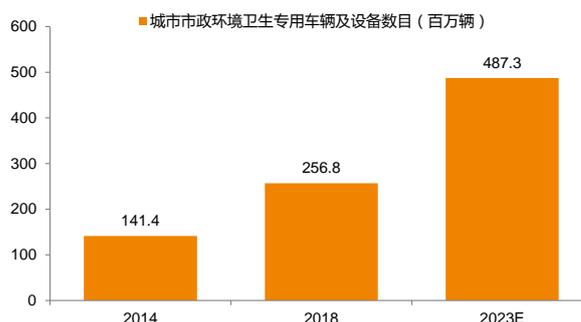
图 25：我国环卫机械化率 vs 发达国家环卫机械化率



资料来源：住建部，天风证券研究所

**机械化率提高资本开支门槛，大型环卫企业更具竞争优势。**机械设备相较于人工，所需的资本开支数额更大，小型环保企业可能难以承担，大型环保企业则可以凭借其雄厚的资金实力，不断加大对先进环卫车辆及作业设备等机械的投入。特别是在环保要求升级背景下，加大对新能源环卫车的投资。以深圳市政府发布的新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目为例，招标文件要求社会资本方在环卫项目作业中全部购置新能源汽车，并需每五年升级换代一次，具备资金实力的大型环保企业更具竞标优势。

图 26：城市市政环境卫生专用车辆及设备数目（北控城市资源）

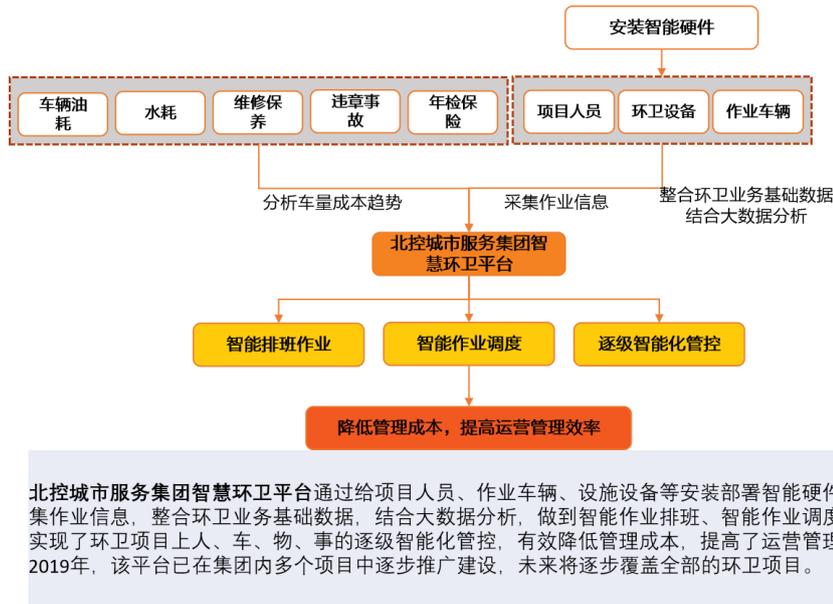


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.2.2. 智慧化：运营效率提升的利器

**智能化是优化项目管理效率、提升环卫作业质量，以及降低运营成本的有效途径。**环卫行业本质上是一个管人、管项目的服务行业，随着项目区域覆盖范围越来越广，以及涉及到的项目人员和设备越来越多，传统的管理手段及方法弊端逐步显现。环卫企业可以通过智能化的管理平台，对环卫服务涉及的人员、车辆、设施、作业状况等实施全过程管理和监控，改变以往主要依靠人力的监管模式为更高效的自动化、更安全的信息化、更科学的智能化管理，有助于提升环卫服务的精细化管理水平，优化作业方法及作业路径、减少跑冒滴漏、降低运营成本、提高运营效率，从而提高人均产值。

图 27：图解北控城市服务集团智慧环卫平台



资料来源：中国城市环境卫生协会智慧环卫专业委员会、天风证券研究所

**智能环卫试点项目纷纷落地，大型环保企业是智能化发展的重要推手。**由于智能化运作对环保公司内部管理运营体系提出了较高要求，具备丰富项目运作经验及先进智慧化管理平台的大型环保企业，成为了智能环卫发展的重要推手。例如北控城市资源在深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目中，通过移动 5G、AI、互联网、物联网、大数据和云计算等技术，实现对人、车、物、事进行全过程实时管理和监控，对环卫作业工艺进行精细化编排，该项目也成为了应用 5G+AI 智能技术的现代化智慧环卫典范。

### 2.2.3. 一体化：促进大体量项目释放

**横向、纵向延伸+城乡结合，环卫一体化趋势明显。**环卫一体化主要包括三种发展模式，一是**横向一体化**，即扩充服务内容，例如从传统的路面清扫服务拓展到道路养护+绿化管养+垃圾分类+老旧小区保洁+景观亮化+应急保障等。此外，受疫情防控影响，杀菌消毒这一增值环卫服务越来越普遍，有望进入常态化；二是**纵向一体化**，即打通上下游产业链，将填埋、焚烧等终端处置方式与垃圾清扫、垃圾转运等工作合为一体；三是**城乡一体化**，即将城镇街道和农村片区的垃圾清扫等环卫工作合为一体，现阶段大体量的环卫一体化项目以横向一体化为主要类型，E20 数据显示，500 万以上环卫一体化项目中 91.8%为横向一体化。2020 年我国环卫一体化进程加速推进，截至 2020 年 9 月 21 日，年度 TOP10 一体化项目合同额均超过 10 亿元。

表 5：以“周村区环卫作业市场化政府购买服务项目”为例，展示环卫一体化的三个方面

项目名称	中标单位	项目一体化表现	
周村区环卫作业市场化政府购买服务项目	北控城市资源 (2020年1月中标)	横向一体化	除道路清扫外，还囊括辖区内捡拾路段(绿化带、隔离带、边沟、背街小巷等)保洁；公共厕所运营；垃圾收集转运；垃圾收集点标准化建设；环卫应急保障；智慧环卫建设。
		纵向一体化	项目从垃圾清扫，收集转运到渗滤液处置一包到底
		城乡一体化	服务内容为周村区全域范围内的城区、乡镇、街道和村(居)域等保洁，兼具城镇与乡村地区

资料来源：中国山东政府采购网，天风证券研究所

表 6：截至 9 月 21 日，2020 年环卫一体化项目 TOP5

Top	项目名称	开标时间	合同金额（万元）	中标公司
1	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	2020/5/23	780631	盈峰环境（000967.SZ）
2	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020/2/23	701962	北控城市资源（3718.HK）
3	高平市城乡环卫一体化特许经营项目	2020/1/15	279979	美欣达环卫
4	江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目	2020/9/2	156523	北控城市资源（3718.HK）
5	南昌市红谷滩城市投资集团有限公司市政公共服务市场管理一体化入围项目（标段一）	2020/8/6	150000	玉禾田（300815.SZ）

资料来源：环境司南，天风证券研究所

**地方政府释放标杆示范项目，助力一体化项目发展。**以深圳为例，2020 年年初以来深圳政府接连释放了两个重量级环卫项目，一个是 2 月份的宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目，合同总金额为 70.19 亿元，中标单位是北控城市环境服务集团；另一个是 5 月份开标的宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目，合同总金额 78.06 亿元，中标单位是盈峰环境子公司中联环境。两个项目合同总金额相加超过百亿，体现出深圳政府大力推动环卫一体化项目的决心，有望形成示范性效应，推动全国各地释放出更多重量级环卫项目。

表 7：新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目

细分服务	采购推算（万元/年）	占比
道路综合清扫保洁	37445	67%
垃圾收运和转运	8050	14%
绿化管养	7591	14%
公厕管理	1813	3%
智慧环卫	600	1%
环卫停车场	459	1%

资料来源：环境司南，天风证券研究所

**一体化带动订单标准化程度及体量不断提高，执行单位选拔标准水涨船高。**环卫一体化在拓宽行业空间的同时，环卫服务标准化程度和单个项目的体量也在不断提高，地方政府等主体对项目执行单位的资金实力、人员、技术、经营业绩等也相应提出了更高的要求。以今年 5 月深圳市新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目为例，招标文件中对申请人的财务要求设置了较高门槛，国内仅有少部分企业能够满足申请要求。随着一体化趋势愈演愈烈，环卫服务龙头有望凭借其雄厚的资金实力、丰富的管理技术经验和优秀的市场开拓能力，获取更多的大型一体化环卫服务项目，从而加速份额提升。

表 8：深圳市新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目对申请人设置较高财务门槛

指标	要求内容
自由资金出资能力	要求招标公告发布前的 30 个自然日， <b>社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额达到 4 亿元</b> ，得 100 分；达不到的，其得分按照如下公示计算： $\text{社会资本得分} = \text{社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额} \div 4 \text{ 亿元} \times 100$ 。
项目投融资能力	能够提供银行等金融机构开具的有效授信信贷额度证明， <b>全部授信总额度达到 10 亿元</b> ，得 100 分；达不到 10 亿元人民币的，其得分按照如下公示计算： $\text{社会资本得分} = \text{社会资本有效授信信贷额度} \div 10 \text{ 亿元} \times 100$ ，四舍五入精确到小数点后两位。
经营管理盈利能力	社会资本具有较强的经营管理盈利能力，以 2017 年（或 2018 年）净利润为基准，社会资本 2018 年（或 2019 年）的 <b>净利润增长率达到 30%（含 30%）</b> 的得 100 分，达不到 30%的，其得分按照公式： $\text{社会资本得分} = \text{某年的净利润增长率} \div 30\% \times 100$ ；按照上述公式得分为负数的，最低得 0 分。

资料来源：中国环球网，天风证券研究所

### 2.2.4. 格局较分散，集中度有望提升

环卫市场参与者虽多，但能够执行大体量合同的企业较为稀缺。由于环卫合同轻资产、短周期特征突出，进入门槛偏低，吸引了众多参与者，市场集中度较低。E20 的数据显示，2019Q1-3 环卫行业 CR10 仅为 22%。但大部分环卫企业规模较小，提供的单个环卫服务项目规模普遍偏小。根据 E20 统计，规模在 500 万以下的项目，2018 年及 2019Q1-3 中标企业数量均达到 4000 余家；而规模超一亿的项目，2018 年及 2019Q1-3 中标企业数量分别降至 16 家、8 家，能够执行大体量项目的企业较为稀缺。

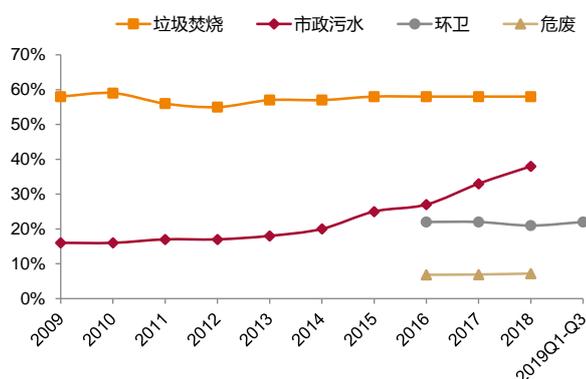
表 9：环卫行业参与者众多

公司类型	公司名称	业务分布	环卫业务收入（亿元）
环卫专业服务商	玉禾田	全国	31.5
	侨银环保	广东、昆明等地	14.08
	新安洁*	重庆、江苏等地	3.16
	升禾环保	广西	1.09
国企改制单位	北京环卫集团	全国	超过 70 亿
固废终端处置商	启迪桑德	全国	21.18
	中国天楹	江苏、浙江、宁夏、河南等地	51.67
	锦江环境	浙江	-
	伟明环保	浙江	-
	国源环境（瀚蓝环境）	广东、山东、贵州等地	-
	美欣达	浙江、河南等地	-
环卫设备制造商	龙马环卫*	全国	14.56
	中联环境*	全国	8.02
	徐工环境	安徽	-
环卫信息化解决商	伏泰科技*	全国	0.00
其他	北控城市资源*	全国	12.66 亿港元
	联运环境	浙江、四川、河南等地	2.13

资料来源：公司官网、WIND、天风证券研究所

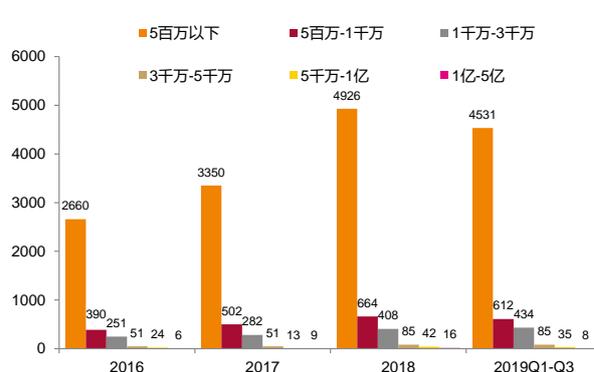
注：北京环卫集团为官网上披露的营收情况，联运环境为 2018 年经营数据，其余公司均为 2020H1 经营数据。

图 28：环卫行业 CR10 处于较低水平



资料来源：E20，天风证券研究所

图 29：不同规模环卫项目参与企业数量对比



资料来源：E20，天风证券研究所

“三化”趋势拔高行业进入壁垒，行业集中度有望提升。根据 E20 的统计数据，环卫行业龙头企业年服务总金额普遍较高，竞争优势逐渐凸显。未来随着环卫服务行业机械化、智能化、一体化的进一步深化，招标门槛高、体量大的环卫服务项目有望加速释放，龙头企业可凭借其在资金、技术、人员和经验等方面的优势进一步抢占市场份额，一些中小型环卫企业可能会陆续被整合或者淘汰出局，行业集中度有望提升。

图 30：环卫行业龙头企业年服务总金额较大



资料来源：E20，天风证券研究所

备注：截至 2019 年 10 月底

## 2.3. 背靠“北控系”管理优势明显，环卫业务高速高质发展

### 2.3.1. 项目拓展迅速+盈利能力强劲，环卫业务快速发展

**公司环卫业务保持高增速，大单获取能力强。**2016 年以来，公司环卫板块项目数量及营收实现快速突破，2016-2020H1 项目数量分别为 1/71/106/97/107，实现营业收入 0.19/6.62/16.13/19.68/12.66 亿港元。2020 上半年，公司通过公开招标的方式中标 13 个环卫项目，合约总值及估计年度收入分别为 80 亿元人民币及 7.242 亿元人民币。2020 年 1 月及 2020 年 9 月，公司分别中标深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目、江门市新会区主城区环境一体化和市场化项目，估计合约总值分别高达 73.1 亿元人民币、15.7 亿元人民币，彰显公司拿单实力。

图 31：环卫项目个数及总承包面积



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：环卫板块营业收入及增速



资料来源：WIND、天风证券研究所

表 10：2020 年公司部分中标项目

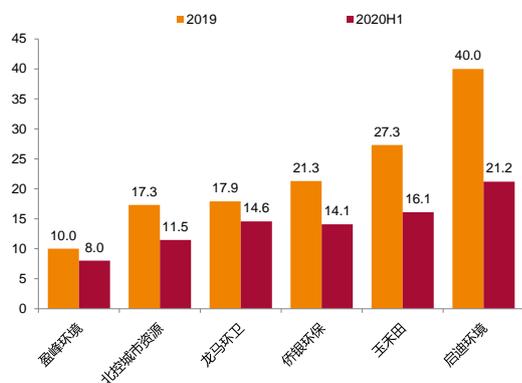
省份	项目名称	估计合约总值 (人民币百万元)	估计年收入 (人民币百万元)	合约期(年)
广东	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	7,312.05	487.47	15
山东	淄博市周村区环卫作业市场化政府购买项目	393.44	49.18	8
山东	淄博市张店新旧城区园林绿化养护项目	154.14	51.38	3
山西	太原市晋源区义井街办，金胜镇购买环卫市场化运营服务项目	162.3	54.1	3
广东	江门市新会区主城区环境一体化和市场化项目(第二次)	1,565.23	176.06	8
陕西	大荔县城区环卫作业市场化购买服务项目	114	38	3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

已树立环卫服务领域龙头地位，盈利能力凸显。2019 年公司环卫板块毛利率同比提升 3pct

至 24.5%，主要系公司运用先进技术，实时追踪环卫工、清洗车工作进度等业务实施情况，营运效率得到提升，经营成本得到较大改善。2020H1 公司盈利能力持续优化，毛利率提升至 31.85%。与同行业四家上市龙头企业相比，公司环卫领域运营收入已具备一定规模，环卫业务毛利率保持在行业领先水平，2020H1 环卫板块毛利率较五家均值 27.31%高出 4.54pct，排名第二，体现出卓越的盈利能力。

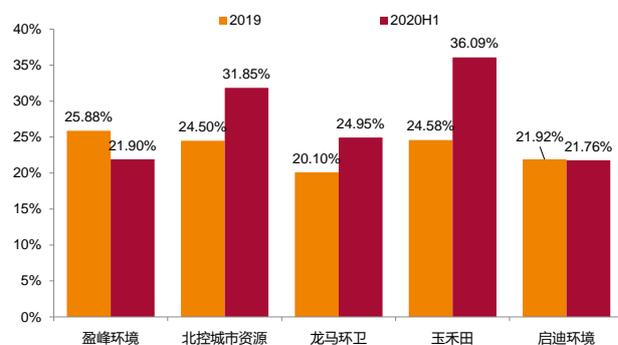
图 33：重点环卫企业环卫运营收入对比（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

注：单位为亿元，港元按照 2020H1 人民币港币平均汇率进行折算。

图 34：重点环卫企业环卫业务毛利率对比



资料来源：WIND、天风证券研究所

### 2.3.2. “北控系”协同效应显著，环卫业务发展可期

**水务龙头集团控股，公司背景资源雄厚。**北控水务集团为公司控股股东，是一家集产业投资、设计、建设、运营、技术服务与资本运作为一体的全产业链水务环境综合服务商。2019 年，集团营业收入、年末供水能力、年末污水处理能力及总资产均位于水务行业前列，综合毛利率高达 36.06%，龙头地位显著。经过多年沉淀发展，无论是其内部管理机制体系，遍布全球的信息渠道网络，还是与地方政府建立起的深层次信任关系，都已成为北控集团可以与下属子公司分享的重要资源优势，这使得公司天然具备雄厚的背景优势。

表 11：北控水务集团龙头地位显著

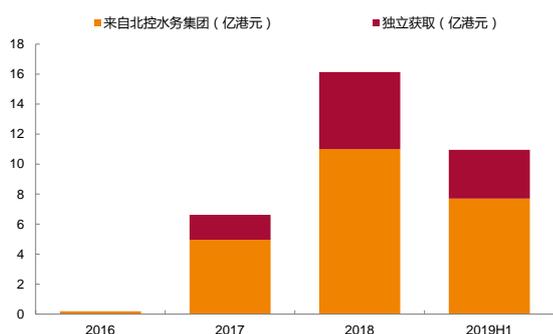
公司名称	主要业务区域	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	年末供水能力 (万立方米/日)	年末污水处理能力 (万立方米/日)	总资产 (亿元)
北控水务	全国	252.54	36.06	2384.86	1459.59	1354.07
首创股份	全国	149.07	29.62	1417.01	1387.57	798.72
创业环保	全国	28.51	31.97	31.50	421.11	179.91
中国光大水务	天津	49.72	34.09	85.00	514.16	203.19
康达环保	山东、江苏、东北	28.15	41.30	18.00	402.65	166.98
上海实业环境	山东、河南、安徽	59.60	32.44	212.50	961.93	323.67

资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

注：以上数据均为 2019 年经营情况。

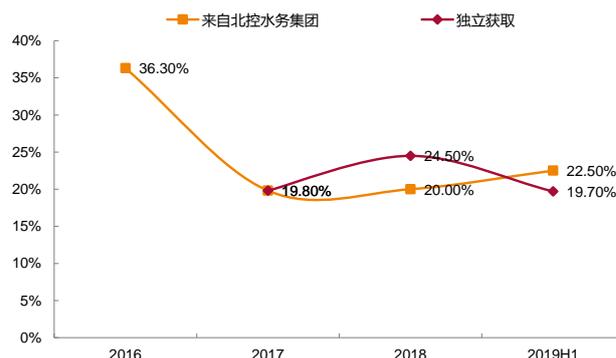
**背靠“北控系”协同效应显著，未来前景可期。**北控水务集团在公司环卫业务高速高质发展过程中起到了重要推动作用。2016 至 2019H1，公司以大股东北控水务集团名义获取环卫项目个数分别为 1/40/52/54，创造的收入分别为 0.19/4.96/11.00/7.70 亿港元，占总收入的比例高达 100%/75%/68%/70%，公司以控股股东名义获取的项目毛利率也呈现逐年攀升趋势，2019 年上半年来自控股股东的毛利率已超过公司独立获取项目的毛利率。

图 35：公司环卫项目来自北控水务集团&独立获取的金额



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 36：公司环卫项目来自北控水务集团&独立获取的毛利率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**有望复制控股股东成熟运营模式，助力业务高速高质发展。**展望未来，从项目资源获取来看，由于北控水务集团所从事的水环境领域项目通常体量较大，与地方政府的合作关系绑定较深，公司有望借力控股股东，以更高效的方式与地方政府达成合作协议；从管理能力提升来看，公司管理层中大部分核心人员曾在大股东北控水务集团任职多年，公司有望通过复制北控水务的成熟管理模式，提高内部管理效率，进一步打造核心竞争力，助力业务高速高质发展。

表 12：公司管理层中数位核心人员曾在北控水务集团任职多年

		执行董事	
赵克喜	总裁兼行政总裁	2008年6月-2016年11月	于北控水务集团担任多个职位，离职前担任副总裁
张海林	执行董事兼副总裁	2009年1月-2015年7月	于北控水务集团担任多个职位，离职前担任行政经理
黄志万	执行董事	2012年5月-2015年10月	于主要从事废物焚烧发电及供电的贵港环保担任副经理
		2016年12月-2017年12月	担任贵港环保董事
		非执行董事	
周敏	非执行董事兼主席	2008年-2016年3月	担任北控水务集团执行董事
		2016年3月起	担任北控水务集团行政总裁
李力	非执行董事	2014年2月起	担任北控水务集团的执行董事
		2016年3月起	成为执行总裁
李海枫	非执行董事	2008年8月起	担任北控水务集团执行董事及副总裁

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 危废业务：行业有望保持高景气，项目陆续达产增厚业绩

#### 3.1. 需求端：政策、监管双驱动，危废处置市场空间大

**政策法规日益完善，危废处理行业迎来快速发展。**2013年“两高”司法解释发布，降低了环境污染犯罪入罪门槛，以遏制危废违法排放问题；2016年“十三五”规划提出要“加强危险废物污染防治，开展危险废物专项整治”；2018年《工业固体废物资源综合利用评价管理暂行办法》出台，建立起科学规范的工业固体废物资源综合利用评价机制。同时，为了鼓励企业对资源进行综合利用，2008、2015年，财政部、国家税务总局等部门，先后发布《资源综合利用企业所得税优惠目录》、《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，对资源综合利用企业和产品实施所得税、增值税减免等优惠措施。多项政策共同发力，助力危废处理行业快速发展。

图 37：危废处理行业政策梳理

2001	环保部	《危险废物污染防治技术政策》
2004	国务院 环保部	《全国危险废物和医疗废物处理设施建设规划》 《危险废物经营许可证管理办法》
2008	财政部、国家税务总局、国家发展和改革委员会	《资源综合利用企业所得税优惠目录》
2011	环保部、卫生部	《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的建议》
2012	发改委、环保部、工业和信息化部、卫生部	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2013	最高人民法院、最高人民检察院	《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》
2015	财政部、国家税务总局	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》
2016	环保部 发改委	《中华人民共和国环境保护税法》 《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》
2017	环境保护部办公厅	关于印发《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》的通知
2018	生态环境部 工业和信息化部	《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强废物全过程监管的通知》 《工业固体废物资源综合利用评价管理暂行办法》
2020	环保部	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（2020年修订）》

资料来源：生态环保局，中央人民政府网，人民网，国家税务总局，天风证券研究所

在国家层面的政策指引下，部分省市也出台了详细的危废处置利用规划，明确提出增加危废处置利用规模，并特别强调加快无害化处置设施建设。例如，广东省提出到 2020 年全省城市污水处理厂污泥无害化处置率达 90%以上；山东省规划“十三五”期间，新增危废焚烧、物化、填埋等处置能力 713 万吨。

表 13：部分省市危废处置利用规划

地区	文件名称	主要内容
浙江省	《浙江省危险废物利用处置设施建设规划（2019-2022 年）》	2019-2022 年将增新、改扩建利用处谿项目 100 个，合计新增利用处置能力约 347 万吨/年和 55 万方飞灰填埋库容。其中焚烧（含物化）项目 15 个，新增能力 40.5 万吨/年；填埋项目 12 个，新增能力 24.5 万吨/年；协同处置项目 11 个（包括 5 个飞灰水洗脱氯预处理设施），新增能力 40 万吨/年；综合利用项目 50 个，新增能力 237.6 万吨/年；医疗废物处置项目 8 个，新增能力 4.4 万吨/年；飞灰专用填埋场项目 4 个，新增库容 55 万方。总投资约 98.95 亿元。
四川省	《四川省危险废物集中处置设施建设规划（2017-2022 年）》	因地制宜推进水泥行业利用现有水泥窑协同处理危险废物，作为区域危险废物处置的有效补充，以德阳市、内江市、自贡市、绵阳市、广元市、达州市、泸州市为重点，开展协同处置试点。
山东省	《山东省“十三五”危险废物处置设施建设规划》	“十三五”期间，全省规划完成建设危险废物、医疗废物利用处置项目共 318 项，收集储运项目 35 项，项目总数 353 项，估算总投资 530 亿元。新增工业危废利用能力 1538 万吨，危废焚烧、物化、填埋等处置能力 713 万吨(含医废处置能力 6.8 万吨)。
江苏省	《江苏省危险废物集中处置设施建设方案（2018-2020 年）》	围绕提升危险废物集中处置能力,江苏将重点实施集中焚烧能力提升工程、安全填埋能力优化工程、突出类别利用处置工程等三大工程。重点推动实施工程项目 58 个,预计投资 98 亿元。其中,集中焚烧能力提升工程项目 37 个,共可新增能力 96.9 万吨/年;安全填埋能力优化工程项目 14 个,共可新增能力 32 万吨/年;突出类别利用处置工程项目 7 个,共可新增能力 32.2 万吨/年。
河南省	《河南省危险废物集中处置设施建设布局规划指导意见（2019-2020 年）》	在企业自愿的基础上，条件许可的企业可以依托已有水泥熟料生产线，建设危险废物协同处置项目。

广东省	《广东省环境保护厅关于固体废物污染防治三年行动计划（2018-2020年）》	到2020年，全省工业危险废物安全处置率、医疗废物安全处置率均达到99%以上，城市污水处理厂污泥无害化处置率达到90%以上，全省城市生活垃圾无害化处理率达到98%以上，95%以上的农村生活垃圾得到有效处理。
重庆市	《重庆市危险废物集中处置设施建设布局规划（2018-2022年）》	到2020年年底前，重庆拟统筹社会资金25亿元，新建(改建扩建)5个危险废物集中焚烧和填埋项目、5个水泥窑协同处置项目、7个医疗废物处置项目，分别新增危险废物和医疗废物集中处置能力达到85.35万吨和1.13万吨。

资料来源：各省环境厅，天风证券研究所

**监管执法力度从严，推动产废企业危废处置需求上涨。**工信部自2018年3月起开展工业固体废物综合利用大排查，生态环境部也于2018年5月启动“清废行动2018”，对长江经济带固体废物非法倾倒情况进行现场摸排核实。监管从严，揭露产废企业瞒报、漏报的危废储存量，堵住非法转移和倾倒缺口，危废处置需求随之上涨。根据中国再生资源回收利用协会统计，2019年全国通过主流媒体公开报道的危险废物典型环境违法案件共140件，同比减少61.6%，从侧面反映出执法监管部门开展打击固体废物非法转移倾倒专项行动取得了比较明显的效果。

**据我们测算，2018年危废实际产量高达1.19亿吨，处置需求空间较大。**结合中国统计年鉴披露的2017年固废、危废产量相关数据以及《2019年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》中披露的2018年国内大、中城市固废，危废产生数据，我们测算出2018年国内危废产量约8112.03万吨，较去年同期增长16.94%。考虑到企业自行申报的危废产生量或存在失真问题，发达国家危废占固废的比例一般为3%-5%，我们保守选择最小值3%再次进行测算，得出2017/2018年全国危废实际产量高达0.99/1.19亿吨。

图 38：2017、2018 年全国危废实际产量测算

测算2018年全国一般工业固体废物产生量		
	2017	2018
全国一般工业固体废物产生量（单位：万吨）	331592.00	396265.10
大、中城市一般工业固体废物产生量（单位：万吨）	131000.00	155000.00
大、中城市占全国一般工业固体废物产生量（单位：%）	39.51%	39.12%
大、中城市数（单位：个）	202	200
测算2018年全国危险废物产生量		
	2017	2018
全国危险废物产生量（单位：万吨）	6936.89	8112.03
大、中城市危险废物产生量（单位：万吨）	4010.10	4643.00
大、中城市占全国危险废物产生量（单位：%）	57.81%	57.24%
大、中城市数（单位：个）	202	200
测算2017、2018年全国危险废物实际产生量		
	2017	2018
全国一般工业固体废物产生量（单位：万吨）	331592.00	396265.10
全国危险废物产生量（单位：万吨）	6936.89	8112.03
全国占一般工业固体废物产生量（单位：%）	2.09%	2.05%
假定占比（单位：%）	3.00%	3.00%
预计全国危废实际产生量（单位：万吨）	9947.76	11887.95

资料来源：中国统计年鉴，《2018-2019年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

图 39：2013-2018 年全国危废产量及同比增速

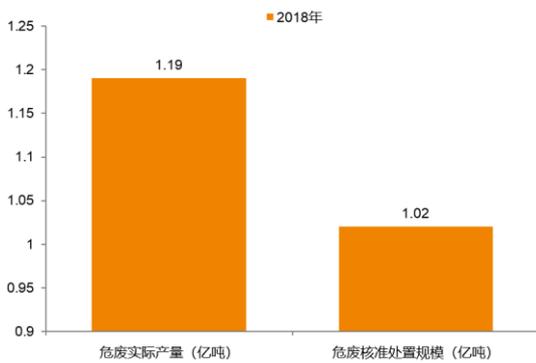


资料来源：中国统计年鉴，《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

### 3.2. 供给端：产能利用率仍偏低，行业集中度有望逐步提升

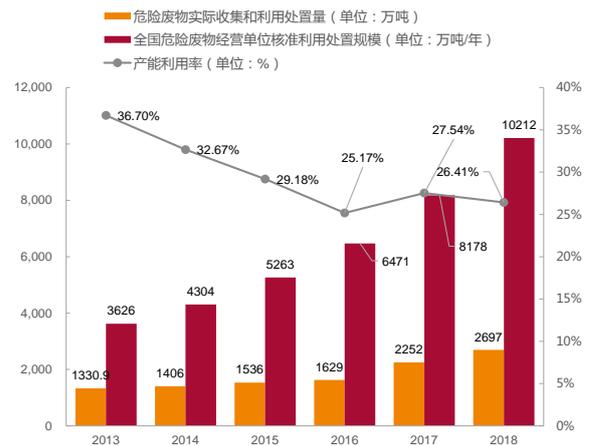
现有危废核准处置规模仍不能满足处置需求，产能利用率较低。据《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示，2018 年危废企业核准收集利用处置规模迅速增长至 1.02 亿吨，但仍小于我们测算的 2018 年危废实际产量 1.19 亿吨，占比仅为 85.7%。此外，报告中还指出，2018 年危废实际收集和利用量仅为 2697 万吨，产能利用率仅为 26.41%。

图 40：2018 年危废核准处置规模小于 2018 年危废实际产量



资料来源：中国统计年鉴，《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

图 41：2013-2018 年行业产能利用率水平偏低

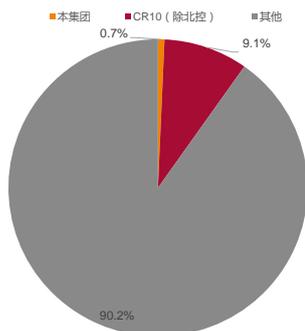


资料来源：《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

产能利用率低主要系区域性错配及结构性错配。区域性错配主要是指因前期规划不当或当地产废企业产能转移，加之危废跨区域转移审批管理较为严格，有部分区域的处置能力无法得到有效使用；结构性错配现象主要包括以下三种情况：①危废项目建设期通常需要 3-5 年，在此期间企业无实际处理能力；②若危废经营单位出现“改变危废经营方式、增加危废类别”等情形，均需重新申领经营许可证，由此产生的空窗期也使得企业无法正常发挥产能；③危废种类繁多，处理每种危废需要配备相应处置技术与资格，但我国 90% 以上危废处理企业仅能处理 5 种以下危废。

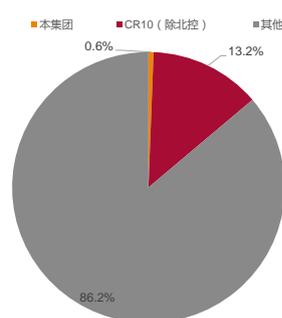
行业生态呈现“小、散、乱”局面，参与者间产能差距大。危废处理市场竞争激烈，但大部分企业的规模较小。按 2018 年产能计，前十大行业参与者占比仅为 9.8%（北控城市资源占比 0.7%），其他企业占 90.2%；按 2018 年实际处理量计，前十大行业参与者占比仅为 13.8%（北控城市资源占比 0.6%），其他企业占 86.2%。2018 年，东江环保以产能 167.82 万吨/年居行业第一，为行业第十的四倍，参与者间产能差距较大。

图 42：2018 年按产能计危废市占率



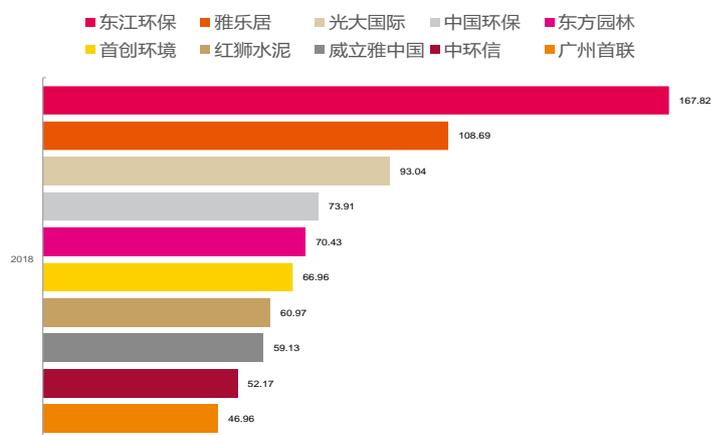
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2018 年按实际处理量计危废市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

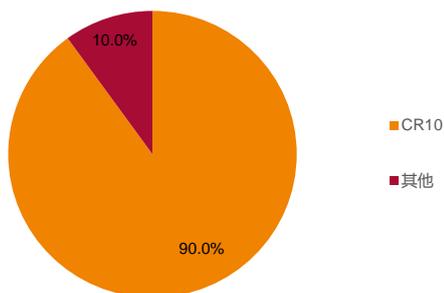
图 44：2018 年中国危废处理企业产能前十名（单位：万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**行业逐步规范+落后产能出清，集中度有望提升。**2017 年美国危废行业 CR10 高达 90%，相比之下我国行业集中度仍有较大提升空间。**从政策层面来看**，2020 年 4 月出台的新固废法，进一步明确了危废处置资质及收集转运等方面的要求，并加大了对危废处置企业违法经营的惩罚力度，不达标的落后产能有望得到逐步出清。**从行业发展阶段来看**，过去的外延扩张式规模竞争正在逐步向精细化、规范化转型升级，中国再生资源回收利用协会危废专业委员会副秘书长李静在 2020 年接受采访时也指出，2019 年以来新增危险废物投资项目数量未见增加，投资变得审慎，投资热度有所降低。落后产能出清叠加新增产能扩张谨慎，我国危废行业市场集中度有望逐步提升。

图 45：美国 2017 年危废行业 CR10 达 90%



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

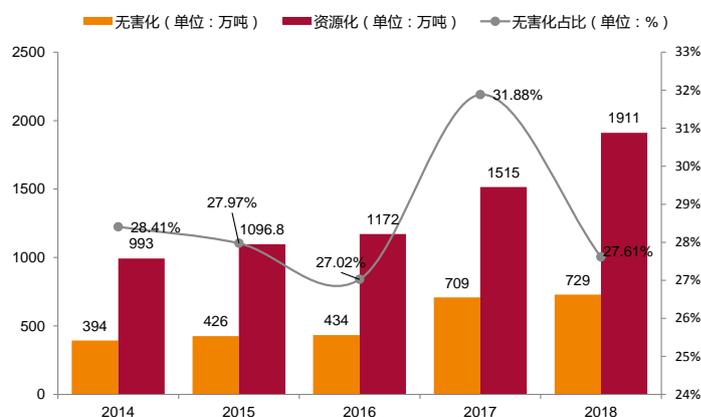
表 14：新固废法对危废处置企业违法经营行为的惩罚力度加大，落后产能有望加速出清

违法行为	新固废法罚制	旧罚制
未按照规定设置危险废物识别标志	10-100万元罚款	1-10万元罚款（不设置危险废物识别标志）
未按照国家有关规定制定危险废物管理计划或者申报危险废物有关资料	10-100万元罚款	1-10万元罚款
擅自倾倒、堆放危险废物	处所需处置费用3倍以上5倍以下的罚款，所需处置费用不足20万元的，按20万元计	/
将危险废物提供或者委托给无许可证的单位或者其他生产经营者从事经营活动	处所需处置费用3倍以上5倍以下的罚款，所需处置费用不足20万元的，按20万元计算	2-20万元罚款
未按照国家有关规定填写、运行危险废物转移联单或者未经批准擅自转移危险废物	10-100万元罚款	2-20万元罚款
未按照国家环境保护标准贮存、利用、处置危险废物或者将危险废物混入非危险废物中	10-100万元罚款	1-10万元罚款
未经安全性处置，混合收集、贮存、运输、处置具有不相容性质的危险废物	10-100万元罚款	1-10万元罚款
将危险废物与旅客在同一运输工具上载运	10-100万元罚款	1-10万元罚款
未经消除污染处理，将收集、贮存、运输、处置危险废物的场所、设施、设备和容器、	10-100万元罚款	1-10万元罚款
未采取相应防范措施，造成危险废物扬散、流失、渗漏或者其他环境污染的	处所需处置费用3倍以上5倍以下的罚款，所需处置费用不足20万元的，按20万元计算	1-10万元罚款
在运输过程中沿途丢弃、遗撒危险废物的	处所需处置费用3倍以上5倍以下的罚款，所需处置费用不足20万元的，按20万元计	1-10万元罚款
未制定危险废物意外事故防范措施和应急预案	10-100万元罚款	1-10万元罚款
未按照国家有关规定建立危险废物管理台账并如实记录	10-100万元罚款	/
无许可证从事收集、贮存、利用、处置危险废物经营活动	处100万元以上500万元以下的罚款，并报经有批准权的人民政府批准，责令停业或者关闭；对法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他责任人员，处10万元以上100万元以下的罚款	没收违法所得，可以并处违法所得3倍以下的罚款
未按照许可证规定从事收集、贮存、利用、处置危险废物经营活动	处50万元以上200万元以下的罚款；对法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他责任人员，处5万元以上50万元以下的罚款	没收违法所得，可以并处违法所得3倍以下的罚款

资料来源：固废法，北极星固废网，天风证券研究所

从处理方式来看，无害化占比较低。危废处理方式主要包括无害化及资源化两种，无害化处理占比多年低于 30%，2018 年更是下降至 27.61%。这一现象或许与资源化处理方式能为产废企业带来利润，而无害化方式处理的危废无资源化利用价值相关。

图 46：2014-2018 年行业无害化和资源化实际处理量及无害化实际处理量占比

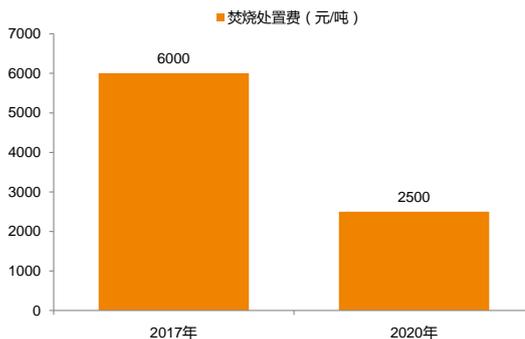


资料来源：《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

无害化处置价格波动较大，行业集中度提升背景下有望趋于稳定。由于我国危废行业发展时间较短，前期在政策驱动下需求迅速上涨而供给明显不足，导致部分地区危废处置价格较高，如广东、山东等地 2017 年焚烧处置费均价达 6000 元/吨。在高利润率的吸引下，行业参与者越来越多，处置费价格自然回落。2020 年受疫情影响，上游产废企业停工减产，广东、山东等地焚烧处置费均价已跌至 2000 元/吨-3000 元/吨。

中长期来看，一方面，我国危废产量及存量规模较大，对危废处置需求构成有力支撑；另一方面，监管趋严背景下中小企业落后产能有望进一步出清，行业竞争格局有望得到改善。需求有保障+供给端落后产能出清，无害化处理单价有望趋于稳定，龙头企业毛利率有望得到修复。

图 47：广东、山东等地焚烧处置费对比



资料来源：北极星固废网，天风证券研究所

注：2020 年焚烧处置费单价取 2000 元/吨~3000 元/吨的中间值。

### 3.3. 危废业务稳步增长，静待毛利率修复

**实际处理量逐年递增，推动危废收入稳步增长。**2016 年，公司仅有一个在营医废无害化处理项目；同年，公司收购山东平福，其于 2017 年投运山东工业固体废物处置中心项目；2018 年，山东工业固体废物处置中心项目实际处理量由 2.53 万吨，增至 4.31 万吨，加之同年 3 月公司收购运营宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目，业务延伸至回收循环利用，实际处理量大幅增加，推动危废收入快速增长。从数据上看，2016-2018 年，公司危废板块实际处理量分别为 0.18/4.64/12.80 万吨，实现营收为 0.06/1.44/4.22 亿港元。

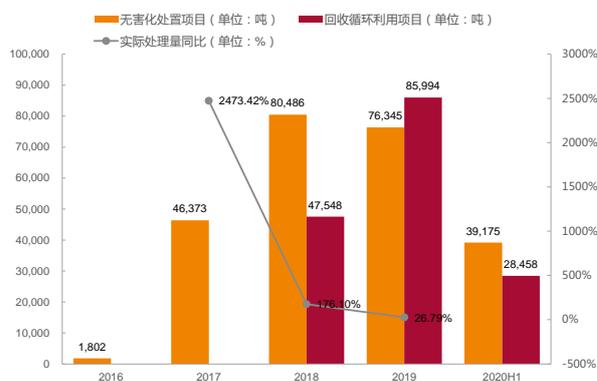
2019 年，公司无害化处置项目实际处理量同比下降 5.1%。但由于甲醇因销售价格下降而销量大增，宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目实际处理量增长迅速，回收循环利用项目实际处理量同比增长达 80.9%。最终危废板块总处理量增至 16.23 万吨，同比上升 26.79%；危废板块总营收为 5.4 亿港元，同比增长 28.02%。2020H1，受疫情影响，危废板块实际处理量同比下降 1.98%至 6.76 万吨，危废板块总营收同比下降 30.2%至 1.9 亿港元。

图 48：危废板块营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

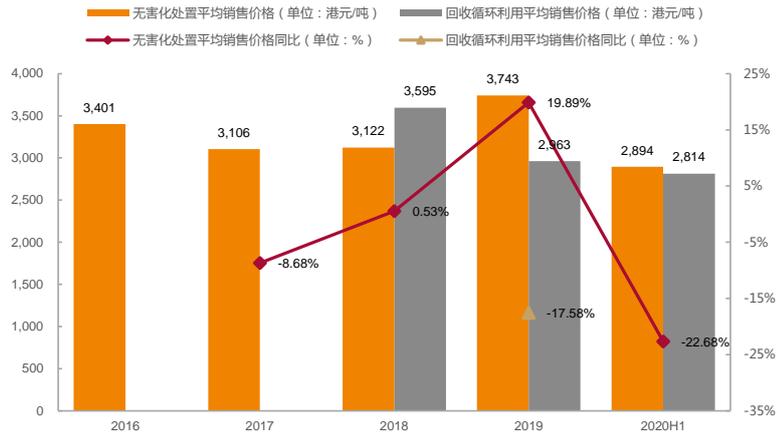
图 49：危废板块实际处理量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**危废板块平均售价较稳定。**2016-2018 年，危废板块平均销售价格为 3401/3106/3298 港元/吨，平均售价保持稳定。2019 年，危废板块平均销售价格为 3329 港元/吨，同比上升 0.9%。其中，无害化处置项目平均售价同比增长 19.9%，回收循环利用项目平均售价同比下降 17.6%。整体来看危废板块平均售价同比上升 0.9%。2020H1，受疫情影响，危废板块平均售价同比下降 17.8%至 2860 港元/吨。

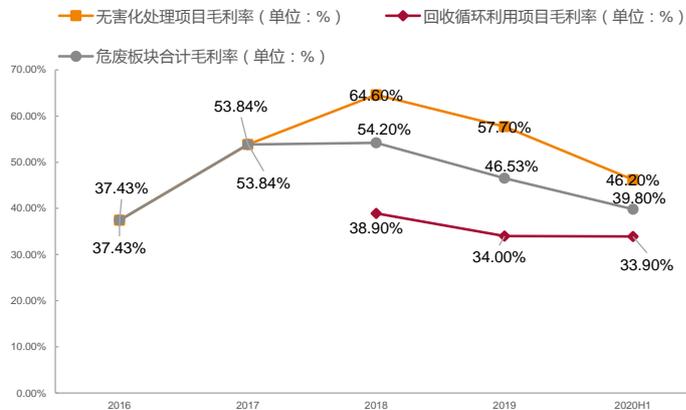
图 50：危废板块平均销售价格及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**危废业务整体保持较高的毛利率水平。**2016-2018 年，公司危废板块毛利率分别为 37.43%/53.84%/54.2%，整体保持较高的水平。2017 年显著提升主要系 2017 年 1 月山东省工业固体废物处置中心项目开始运营，该项目主要从事填埋、废水物化净化及焚烧处理危险废物，较医废处理能产生更高毛利。2019 年，无害化处置项目毛利率受产品组合变动影响，同比下降 6.9%至 57.7%；回收循环利用项目毛利率则由于甲醇市价下跌，同比下降 4.9%至 34%，最终带动 2019 年危废板块实现毛利率 46.53%，同比下降 7.67%。2020H1，疫情因素叠加甲醇价格下降，危废板块毛利率同比下降 4.18%至 39.8%。往后看，随着危废行业落后产能逐步出清，处置价格有望趋稳回升，公司危废业务毛利率有望得到修复。

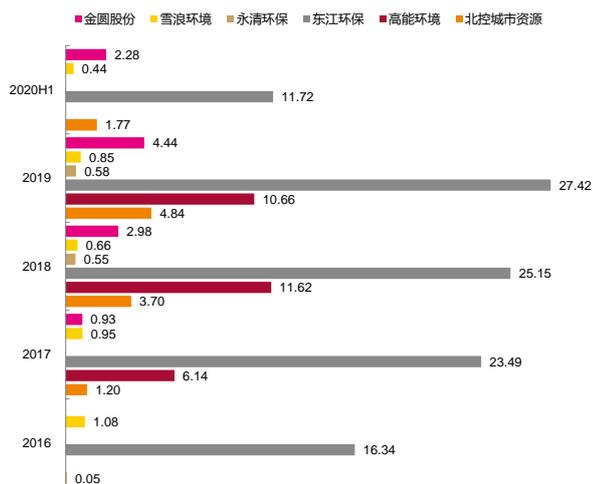
图 51：危废板块毛利率及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**与同行业对比，危废业务盈利能力突出。**自 2016 年开启危废板块业务，公司营收和毛利率都处于行业第一梯队。2019 年，公司危废板块营收为 4.84 亿元，位居第三。东江环保与高能环保摘得第一、第二，分别为 27.42/10.66 亿元。2019 年，公司危废板块毛利率高于行业平均，以 46.53%排名第三。雪浪环境与金圆股份位居第一、第二，分别为 61.03%/51.39%。

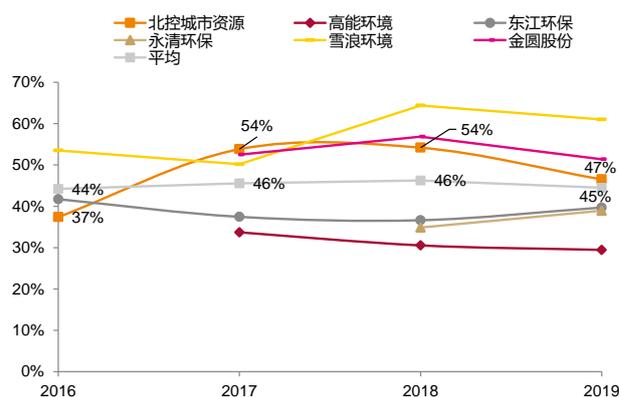
图 52：危废板块营收行业对比（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：单位为亿元，港元以期末汇率转换为人民币。

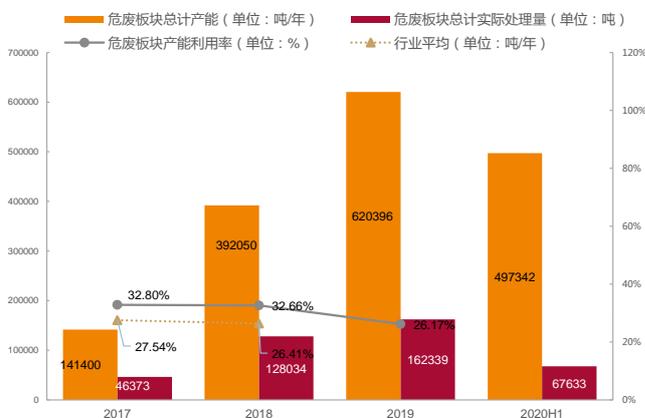
图 53：危废板块毛利率行业对比（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**危废业务产能逐年递增，产能利用率高于行业平均。**2016 公司危废业务产能仅为 0.17 万吨/年,2017、2018 年快速提升至 14.14、39.21 万吨/年,产能利用率也分别达到 32.8%/32.66%,超出行业平均 5pct、6pct。2019 年公司产能进一步增至 62.04 万吨/年,产能利用率下滑 6.5pct 至 26.71%,主要系部分项目危废牌照未更换,使得产能无法完全发挥。2020H1,由于疫情爆发,实际处理量减少,产能为 49.73 万吨/年,产能利用率为 13.6%。

图 54：危废板块产能利用率及行业平均



资料来源：公司公告、《2014-2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，天风证券研究所

**技术实力强大+项目资源优质，保障公司产能利用率。**从技术层面来看，公司拥有市场上全部四种危废处理主要方式以及多类危险废物经营资质，可以满足不同种类的处置需求。例如在山东平福危废处置项目中,公司可以处置危废名录 46 种中的 38 个主要类别。此外,公司项目资源优质,危废来料较充足稳定,降低了产能闲置可能性。例如宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目毗邻中石化厂房区域及神华宁夏煤业集团厂房区域,地理区位优势明显;贵港项目得到了当地政府每天医疗废物处理量最低为五吨的保证,来料稳定,这些项目的产能利用率也较高。

表 15：公司部分危废处置项目的产能利用率较高

项目简称	处置方式	2019 年上半年产能利用率
山东平福固危废处置项目	焚烧方式	122.7%
宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目	精馏提纯	146.0%
广西贵港医废处置项目	加热蒸汽减菌	144.1%

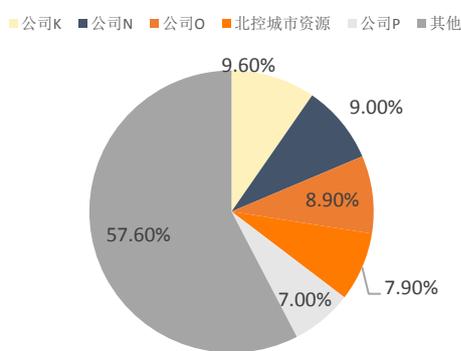
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

注：山东平福固危废处置项目 2019 年上半年产能利用率是指通过焚烧这一方式处置的产能利用率。

**展望未来，无害化处置项目逐步达产，有望增厚公司业绩。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司危废项目中共有 7 个在运、1 个试运、4 个在建以及 3 个计划筹建项目。无害化处理准入门槛高，要求企业拥有较高专业水平，配备先进技术及经验丰富员工，拥有成熟项目运营经验，故短期内产能很难明显扩张。公司自 2016 年开始运营无害化处理项目，目前无害化处理产能达 24.73 万吨/年，预计未来将陆续投产，逐步增厚公司业绩。

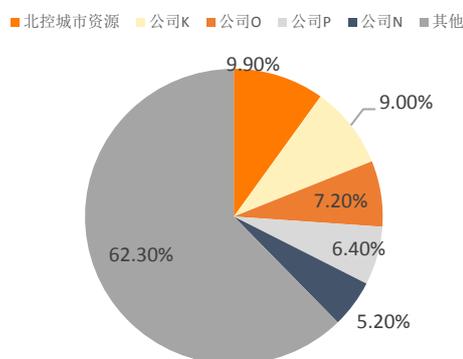
**抢先进入山东、青海危废产生大省市场，危废板块有望加速扩张。**山东、青海危废产量庞大，抢先进入市场对承接需求尤为重要。2018 年，公司在山东的实际处理量达 6.31 万吨，产能达 9.04 万吨/年，实际处理量位居第一，产能位居第四，合格处理类别位居第一。在青海的实际处理量达 1.54 万吨，产能达 13 万吨，实际处理量位居行业第二，产能位居第一，合格处理类别位居第二。按产能计主要行业参与者于青海的市占率，公司以 58.1% 位居第一，超出第二位 35.8%。公司在两个危废产生大省均位于市场前列，提前抢占市场份额，有助于业务持续拓展。

图 55：2018 年按产能计主要行业参与者于山东省的市占率



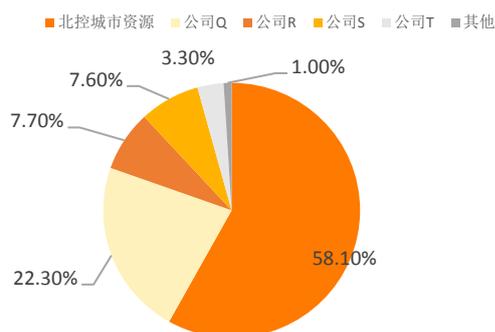
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：2018 年按实际处理量计主要行业参与者于山东省的市占率



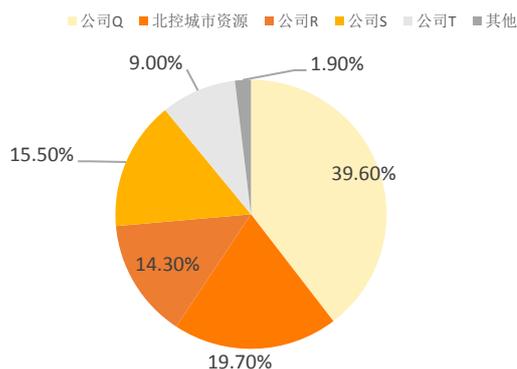
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：2018 年按产能计主要行业参与者于青海省的市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 58：2018 年按实际处理量计主要行业参与者于青海省的市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 投资建议

我们基于以下假设对公司进行盈利预测：

(1) 公司环卫服务拿单能力持续增强，年化合同金额快速增加，环卫服务板块收入维持较快增长；

(2) 2020 年受益于社保及增值税减免等疫情优惠政策，环卫服务毛利率显著提升；2021 年及以后盈利水平回归正常，且随着订单大型化、环卫一体化等趋势渐强，毛利率预计稳

中有升；

(3) 危废处置行业整体处于高景气，随着公司项目逐步达产，危废业务有望保持较快增长；

(4) 考虑到危废处置行业目前竞争较为激烈，预计未来两年毛利率整体有所下滑。

表 16：分项业务预测（单位：百万港元）

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>环境卫生服务</b>				
营业收入	1968	2854	3710	4637
YoY	22.0%	45.00%	30.00%	25.00%
毛利率	24.5%	28.5%	25.5%	25.5%
<b>提供危险废物处理服务</b>				
营业收入	540	568	758	939
YoY	28.0%	5.0%	33.5%	23.9%
毛利率	46.5%	45.5%	46.1%	45.8%
<b>其他</b>				
营业收入	203	223	245	270
YoY	15.0%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>总收入</b>	<b>2711</b>	<b>3644</b>	<b>4713</b>	<b>5846</b>
YoY	45.1%	34.4%	29.3%	24.0%
毛利率	28.9%	30.9%	28.8%	28.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

结合上述经营假设，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 36.4、47.1、58.5 亿港元，同比增长 34%、29%、24%；实现归母净利润 4.54、5.53、7.22 亿港元，同比增长 61%、22%、31%；对应 EPS 分别为 0.13、0.15 及 0.20 港元/股。

公司聚焦环卫及危废两大业务，控股股东北控水务集团是具有国资背景的水务行业龙头企业，资金、资源优势显著，且北控系高管通过持股深度绑定公司利益，协同优势凸显。展望未来，环卫行业在市场化率提升的驱动下仍有望保持较快增速，叠加机械化、智能化及一体化趋势行业进入壁垒的提高，公司作为环卫服务领域龙头企业，有望充分受益行业增长+市场集中度提升。此外，在法规完善及监管趋严的双重驱动下，危废行业仍有望保持高景气。公司聚焦无害化处理，未来随着在建的无害化处置项目逐步达产，业绩有望保持较快增长。

考虑到公司拥有强大的股东支持、优秀的大体量项目开拓能力以及互补协同效应较强的“固废+危废”商业模式，并结合可比公司估值情况，我们给予公司 2021 年 20 倍 PE 目标值，对应目标价 3.1 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值表

代码	简称	当前股价	EPS (元/股)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300815.SZ	玉禾田	100.45	3.01	4.84	4.91	33.4	20.7	20.5
002973.SZ	侨银环保	24.23	0.36	0.84	0.90	67.3	28.9	26.9
603686.SH	龙马环卫	18.72	0.65	1.04	1.22	28.8	18.0	15.4
000967.SZ	盈峰环境	8.87	0.43	0.47	0.57	20.6	18.8	15.6
<b>均值</b>						<b>37.5</b>	<b>21.6</b>	<b>19.6</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股价日期为 2020 年 11 月 20 日。

## 5. 风险提示

**环卫市场化不及预期：**当前环卫市场正处市场化快速推进期，持续释放的市场化订单是公司环卫板块快速增长的前提，因此市场化进程的放缓或将影响公司和环卫服务的扩张进度。

**行业竞争加剧：**环卫市场参与者较多，竞争较激烈，这或将影响公司市场份额以及利润率的稳定。

**业务拓展不及预期：**环卫服务及危废处置项目的获取会受到外部多种因素的影响，例如地方政府预算变动或上游化工企业产能变动，可能会影响公司项目拓展进度。此外，公司若通过收购来发展业务时也面临着较多风险，业务拓展可能不及预期。

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com