



其他公用事业

北控城市资源(3718)

实力雄厚的固废综合服务运营商

——北控城市资源首次覆盖报告

&	徐强(分析师)	邵潇(分析师)
78	010-83939805	0755-23976520
\bowtie	xuqiang@gtjas.com	shaoxiao@gtjas.com
证书编号	S0880517040002	S0880517070004

本报告导读:

公司为股东实力雄厚、快速成长的环卫+危废综合服务提供商,环卫服务业务飞速发 展, 危废业务稳步推进。

摘要:

首次覆盖,给予"增持"评级。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 4.22、5.21、6.80 亿港元,对应 EPS 为 0.12、0.14、0.19 港元。考虑到公司 为股东实力雄厚、快速成长的环卫+危废综合服务提供商,环卫服务业务 飞速发展, 危废业务稳步推进, 给予公司 2021 年 15 倍 PE, 对应目标价 2.10 港元/股,58%向上空间,首次覆盖,给予"增持"评级。

北控城市资源:实力雄厚的固废综合服务运营商。1)公司 2020 年在香港 联交所主板上市,环卫和危废为公司目前收入主要来源。2)北控水务集团 为公司控股股东,管理团队通过上海自阅、茂临、星彩、至华等持股平台 合计持股 12.33%, 利益深入绑定,激励到位。3)公司高管团队行业、管 理及运营经验丰富, 助力公司稳步发展。

环卫业务拓展速度超预期。1)我们看好环卫服务行业,认为环卫服务将在 市场化率稳步提升的同时,业务内涵逐步泛化为"城市综合服务"。龙头企 业凭借行业口碑、融资渠道与产业链协同等综合优势,拉开与中小企业的 差距,实现强者恒强。2)公司已快速成长为环卫行业龙头之一,环卫服务 业务拓展速度超预期。在大股东强力支持下,公司具备的资源、经验、品 牌优势显著,拿单能力突出。根据环境司南,公司 2020 年新增环卫服务 订单年化金额 10 亿,仅次于中联环境排名行业第二,龙头地位稳固。3) 管理能力出众,不断挖掘管理效率潜力,注重提升环卫智能化水平,运营 效率持续提升。

危废项目稳步推进。1) 危废行业目前产能整体过剩但结构性稀缺,产能和 处置需求精准匹配的项目维持高盈利能力。2)公司为危废行业龙头之一, 设计处置能力排名山东第四及青海第一(2018年数据)。3)公司在手项目 高质量,并通过扩建+收购积极拓展新项目,危废业务稳健发展。

风险提示: 行业竞争加剧毛利率下滑、环卫服务市场化进度低于预期、项 目经营不达预期、行业政策低于预期等。

财务摘要 (百万港元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	919.99	2,228.26	2,725.44	3,514.10	4,871.74	6,282.97
(+/ -)%	3534.0%	142.2%	22.3%	28.9%	38.6%	29.0%
毛利润	202.95	546.13	701.88	987.39	1,240.48	1,604.04
净利润	-28.52	430.38	281.33	421.54	521.41	679.58
(+/-)%	-5.6%	1609.0%	-34.6%	49.8%	23.7%	30.3%
PE	_	-	-	11.4	9.2	7.0
PB	_	-	-	1.7	1.4	1.1

评级:	增持
当前价格 (港元):	1.33
	2021.03.16

交易数据

52 周内股价区间(港元)	0.59-2.50
当前股本 (百万股)	3,600
当前市值 (百万港元)	4,788





1. 北控城市资源:实力雄厚的固废综合服务供应商

1.1. 环卫+危废双轮驱动

快速发展的综合废物管理解决方案服务提供商。北控城市资源集团有限公司(香港主板上市公司,股票代码: 3718),是我国综合废物管理解决方案服务提供商。2013年公司在广西运营垃圾收运站,2014年投资医废处置中心,2015年开始在全国范围拓展环卫业务,2016年收购数个危废项目扩张危废业务,2020年在香港联交所主板上市。

图 1: 历史沿革: 环卫及危废服务快速发展



数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

环卫和危废为公司目前收入主要来源。1)公司目前主要从事环境卫生服务及危险废物处理业务,截至2020年6月30日,公司共有环卫项目107个,总承包面积为约1.775亿平方米。危废无害化总处理能力247342吨/年,资源化总设计处理能力250000吨/年。2)2019年,环卫、危废业务占公司营收比例分别为73%、20%,两项业务毛利率分别为24.50%、46.53%。

图 2: 营收构成 (人民币万元): 环卫和危废为主业



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究 备注:货币单位换算采用当期期末汇率

图 3: 毛利率 (%): 基本维持稳定



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 控股股东实力雄厚,管理层激励到位

北控水务集团为公司控股股东。北控水务集团、Genius Link Utilities L.P.、HNW Investment Fund Series SPC 分别持有公司 28.04%、24.75%、6.00% 股份为公司前三大股东。实力雄厚的国内大型水务集团北控水务为公司第一大股东。

国泰君安版权所有发送给:



管理团队激励到位。管理团队通过上海自阅、茂临、星彩、至华等持股平台合计持股12.33%,利益深入绑定,激励到位。

表 1: 北控水务为直接控股股东

股东名称	直接持股数量(股)	占已发行普通股比例(%)
北控水务集团有限公司	100,960.00	28.04
Genius Link Utilities L.P.	89,100.00	24.75
HNW Investment Fund Series SPC	21,600.00	6.00
Glowing Trend Investments Limited	20,410.00	5.67
上海自阅企业管理合伙企业(有限合伙)	19,220.00	5.34
合 计	251,290.00	69.80

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

更新日期: 2020/6/30

1.3. 管理团队经验丰富

公司高管团队行业、管理及运营经验丰富。公司大部分高管团队成员已于废物处理、能源及资源等相关行业工作超10年。1)行政总裁及总裁赵克喜先生于加入本集团前在北控水务集团旗下的成员公司担任不同管理职位超15年及协助公司建立危废处理业务。2)副总裁张海林先生已在环卫服务行业从事企业管理及业务发展工作超10年。3)副总裁陈震先生在能源及资源行业的运营管理、销售及营销,以及财务管理方面拥有超18年的丰富经验。高管团队经验丰富,助力公司稳步发展。

表 2: 高管团队经验丰富

姓名	职务	出生年份	简介
赵克喜	总裁, 行政 总裁	1975	主要负责本集团的整体管理。自 2016 年 12 月起,赵先生一直担任青岛北控资源与环境技术有限公司董事长兼总经理。于 2003 年 12 月至 2008 年 6 月期间,赵先生于主要从事水处理的北控中科成环保担任审计部门主任。于 2008 年 6 月至 2016 年 11 月期间,赵先生于北控水务集团担任多个职位,彼于离职前担任副总裁,主要负责投资管理及审计相关事宜。赵先生于2005 年 6 月取得中国西南财经大学会计学士学位,并于 2016 年 6 月取得中国清华大学高级管理人员工商管理硕士学位。
陈震	副总裁	1969	主要负责本集团危险废物处理服务分部的整体管理。加入本集团前,自 2001 年 3 月至 2008 年 3 月,陈先生于中国中信集团战略与计划部门担任高级项目经理,主要负责战略业务规划及项目管理。自 2007 年 1 月至 2007 年 12 月,陈先生亦于中国中信集团哈萨克卡拉赞巴斯油田(主要从事石油开采)担任业务副总经理,主要负责油田采购管理及原油销售管理。自 2007 年 12 月至 2012 年 12 月,陈先生于天时集团能源有限公司担任副总经理及其合营公司委员会成员,主要负责行政管理、人力资源、财务、采购及原油销售。自 2013 年 9 月至 2015 年 7 月,陈先生于北京宝石海洋石油工程技术有限责任公司担任总经理,主要负责监督业务、财务及行政管理。自 2015 年 7 月至 2017 年 7 月,陈先生于广东钻达石油化工集团担任总裁,主要负责整体业务发展。陈先生于 1991 年 7 月取得中国湘潭大学焊接技术与设备学士学位,并于 2001 年 3 月取得中国北京科技大学管理科学与工程硕士学位。
张海林	副总裁	1970	主要负责本集团行政管理及环卫服务部整体管理。自 2015 年 7 月起,张先生一直为北控城市服务集团董事及总经理,主要负责环卫服务分部业务发展及公共关系。张先生加入本集团前,曾于 1997 年 5 月至 2000 年 5 月期间于金融服务供应商中国中信集团有限公司任职。于 2000 年 7 月至 2002 年 7 月期间,彼于爱奇高技术(北京)有限公司担任行政经理。于 2003 年 5 月至 2008 年 3 月期间,彼于主要从事技术开发的北京瑷玛斯区域供冷技术开发有限公司工作。自 2009 年 1 月起至 2015 年 7 月,张先生于北控水务集团担任多个职位,彼于离职前国泰君安版权所有发送给:



担任行政经理,主要负责企业管理、人力资源、综合行政管理及环卫服务部工作。张先生于1991年7月取得中国北方工业大学工业管理工程学士学位,并于2006年3月取得中国北京航空航天大学项目管理硕士学位。

			主要负责本集团财务监督及管理。冯先生于 2019 年 12 月 19 日获委任为本公司的公司秘书。
			加入本集团之前,冯先生于 1992 年 8 月至 1999 年 9 月期间先后于德勤关黄陈方会计师行担
	财务		任会计员、中级会计师、高级会计师及经理。于1999年10月至2007年8月期间,冯先生于
	总		一间财务顾问公司弘升投资顾问有限公司担任董事。于2008年1月至2010年8月期间,冯
冯志伟	监、	1969	先生担任金界控股有限公司副总裁,主要负责投资者关系事宜。自 2011 年 1 月至 2014 年 7
	公司		月,冯先生担任卓尔智联集团财务总监及公司秘书。自 2014 年 7 月至 2017 年 4 月,担任商
	秘书		江山控股财务总监及公司秘书。于 2014 年 9 月至 2017 年 4 月期间,担任奇瑞徽银汽车金融
			股份有限公司独立监事。自 2017 年 4 月起,担任富银融资租赁(深圳)独立非执行董事。自
			2017年7月起,担任椰丰集团有限公司独立非执行董事。

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2. 环卫业务快速拓展

2.1. 环卫行业:不仅是市场化率快速提升,更是"环卫+"激发市场倍增潜力

如同我们在环卫服务行业深度报告《城市综合管理入口,激发环卫市场倍增潜力》中提到的,我们看好环卫服务行业,认为环卫服务将在市场化率稳步提升的同时,业务内涵逐步泛化为"城市综合服务",在清扫、清运与公厕之外,拓展至消毒杀菌、绿化维护、路灯等基础设施维护等。龙头企业凭借行业口碑、融资渠道与产业链协同等综合优势,将在市场拓展中率先展开"环卫+"示范项目,并快速复制,扩容业务维度,拉开与中小企业的差距,实现强者恒强。

环卫市场倍增逻辑:城市综合管理入口价值凸显。

- ◆ 市场化加速后,环卫企业在城市综合管理中的角色正在悄然改变: 2015 年后随着市场份额从传统的政府环卫部分,释放给民营企业, 行业的市场化率加速攀升,同时也刺激了行业内龙头企业积极拓宽 环卫业务,从传统的清扫、清运,向厕所运维、绿化带保洁、水域 保洁、路灯路障维护等方向拓展。
- ◆ 业务的拓展将是环卫行业未来十年的主旋律:"环卫"概念的泛化, 一方面将环卫的业务范围不断拓宽,增加环卫市场空间,有助于企 业增加利润,积累经验,发展壮大。另一方面,也强化了环卫企业 在城市综合管理中的角色,给与他们更多的发挥空间,通过、协同 管理、智能化与机械化,最终实现城市管理效率的提升与成本缩减。
- ◆ 环卫业务泛化为城市综合管理运营,符合我国目前的城市管理思路: 城市管理职能曾经分布在政府各个不同部门之间,导致各项城市管理业务难以协同统筹、成本较高,甚至污染在不同部门之间无效转移。例如环卫系统负责清扫清运、园林部门负责绿化与园林、环保部门负责水环境、电力部门负责路灯维护。企业从环卫服务角度,切入环卫服务后,在系统上继续搭载新的功能,难度较低且成本合理,有利于政府统一管理,权责清晰。

国泰君安版权所有发送给



◆ 疫情下"消杀"需求,引发环卫入口价值新思考: 1)疫情爆发后, 多地展开全城消毒杀菌卫生作业,带来新增环卫需求,而疫情结束 以后,消杀工作或成为新增常规环卫作业内容之一。2)消毒杀菌需 求的爆发启示我们,市场化环卫企业是城市综合管理中的最佳预备 役。随着信息化技术在社会管理的过程中加速普及,线上管理尽管 简化流程提升效率,但也同时削弱了线下人员配置。目前市场化环 卫企业普遍配置智能监控与跟踪系统,是目前城市管理中线上与线 下完美耦合,快速响应的最佳预备役。在城市不断探索提升管理效 率的过程中,将会有越来越多的职能,向环卫企业聚拢。

图 4: 绿化车喷洒消毒作业



数据来源: 北极星环保网

图 5: 小型机具+路面养护车联合消毒作业

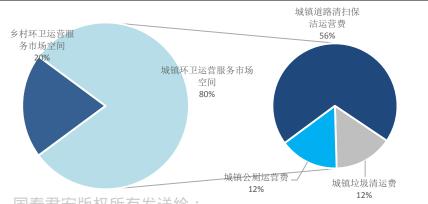


数据来源: 北极星环保网

环卫泛化激发市场扩容潜力。

◇ 环卫服务市场空间测算: 我们保守估计 2020 年,城镇 1704 亿/年+ 乡村 433 亿/年,我国环卫运营合计 2137 亿/年市场空间,增速约 2%。关键假设包括: 1)城镇环卫运营市场空间: 我们假设①城镇单位清扫保洁费、城镇单位垃圾清运运营费、城镇公厕运营费用分别为 10 元/平方米/年、100 元/吨/年、13 万元/座/年;②2017-2020年城市及县城道路清扫保洁面积每年增速分别为 3%、2%;③城市及县城生活垃圾清运量每年增速分别为 5%、1%;④城市及县城公厕数量每年增速分别为 5%、5%,可测算出 2020 年城镇环卫运营服务总市场空间为 1704 亿。2)乡村环卫运营市场空间:假设乡村人均环卫支出为 80 元/人/年,根据 2018 年我国乡村人口 5.64 亿人,及历年人口增速假设 2019-2020 乡村人口增速-2%,测算出 2020 年乡村环卫运营服务市场空间 433 亿。

图 6: 预测 2020 年, 我国环卫运营市场 2137 亿规模



数据来源: Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

- ◆ 环卫运营需求扩容维度之一: 城乡环卫一体化。1)根据我们对我国城市与县城街道面积与清扫面积的比较,目前城市与县城的清扫率分别为 100%与 92%,尽管这两部分市场没有实现完全的市场化,但目前已基本具备清扫服务覆盖。2)而传统非市场化模式下,乡镇与农村地区的清扫清运服务较为落后,地广人稀导致清扫覆盖面积过大与清运距离过长,经济性较差,且工作人员作业效果监督难度大。为解决这一问题,政府纷纷采用"城乡环卫一体化"模式,依托 PPP 模式,将城市/县城清扫与乡村清扫打包,委托第三方民营企业。利用智能调度系统带来的成本优势,解决了长期困扰地方政府的农村环境问题,也提升了环卫清扫清运的市场空间。
- ◆ 环卫运营需求扩容维度之二:业务维度泛化。"环卫+城市管理"的城市管理模式打开环卫企业成长新空间。在目前环卫服务上下游竞争都较为激烈的情况下,以环卫业务为接口,进军城市管理蓝海市场为环卫企业打开新的成长空间。根据我们对市场 2018-2019 年环卫综合一体化 PPP 项目的观察,目前非常规城市综合管理职能,带来运维总包规模 10-30%的扩容。考虑到 2020 年疫情影响下可能带来的消杀服务,以及未来可能不断增列扩容的城市综合管理需求,对于传统环卫市场的扩容贡献,有望达到 50%以上。
- ◆ 市场化率显著提升,加速环卫服务内涵扩容。1)过去几年我国环卫市场经过快速成长,实现市场化率也水涨船高。2016年,我国环卫服务行业市场化率约20-30%,而2019年这一水平或已达到60%,2016-2019年市场化复合增速50%,我们按照过去三年的环卫服务市场化订单释放节奏,来预测未来三年环卫服务新增订单的规模,我们预计到2021年,我国环卫市场化率有望接近70%,达到发达国家水平。2)我们认为,不断增长的市场化率,对应着市场化环卫力量的渗透率已经达到较高水平。同时也意味着地方政府对依托民营企业开展城市综合管理的模式接受度提升。在此基础上,政府不同部门的城市管理职责有望加速向环卫企业靠拢,加速环卫服务的内涵扩容过程。

图 7: 每年新增新签环卫服务合同首年总金额:2015-2019 年市场化项目首年总金额复合增速 50%



国泰君安版权所有发送给

数据来源:环境司南、国泰君安证券研究

龙头凭借融资与经验优势,强者恒强。

◆ 目前行业格局高度分散,但第一梯队已经出现。根据环境司南,回顾 2020 年新增年化订单,市占率最高的前五家为中联环境、北控城市资源、玉禾田、北京环境、侨银环保,以上五家 2020 年新增年化环卫服务订单额总和占当年市场化年化环卫服务订单总量的 7%,行业仍然高度分散。尽管绝对龙头尚未出现,但行业的第一梯队已经基本形成,且其中多个企业在近几年登陆资本市场,强者恒强逻辑逐步展开。

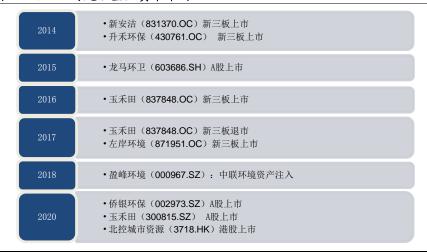
图 8: 2020 年行业新增年化环卫服务订单 CR5 为 7%



数据来源:环境司南、国泰君安证券研究

◆ 龙头企业加速登陆资本市场,融资优势提升市占率:2014年起,环 卫产业链的相关标的陆续登陆资本市场。2020年,随着环卫运营业 务更加纯粹的侨银环保、玉禾田、北控城市资源相继上市,板块效 应逐步凸显,资本市场得以更近距离的分析与研究环卫运营行业。 作为技术门槛较低,管理门槛较高,且市占率高度分散的行业,登 陆资本市场将显著加速。

图 9: 环卫公司先后登陆资本市场



数据来源: Wind、国泰君安证券研究 国泰君安版权所有发送给:

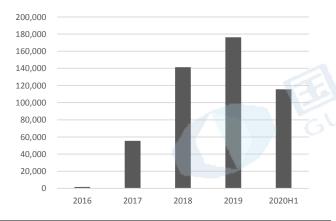


- ◇ 城乡一体化趋势下,对环卫企业融资能力提出更高要求:随着城市与县域清扫的机械化率不断提升,市场机会更多的出现在"城乡一体化"方面。政府通过环卫市场化形式,将传统环卫管理模式不易解决的乡镇与农村环保问题,打包交给市场化环卫运维企业。由于这些区域的环卫设施基础较为薄弱,环卫企业需要融资进行工程建设与设备采购,因此,登陆资本市场后融资渠道更加顺畅,将助力企业在城乡一体化趋势下,凭借资金成本实现弯道超车。
- ◆ 大型环卫 PPP 项目是环卫业务泛化的最佳试验场:地方政府为了鼓励企业投资,会倾向于扩充业务维度,增加 PPP 项目的总金额,从而催生了综合性的泛环卫趋势。考虑到 PPP 项目的投资回收期较长,普遍在 5-8 年,因此,也促使环卫订单的服务年限较之目前的"轻资产"模式项目周期更长(1-3 年)。也变相的维护了龙头企业的市占率。

2.2. 公司环卫服务项目快速拓展

公司已快速成长为环卫服务行业龙头之一。1)根据弗若斯特沙利文报告,以 2018 年收入计,公司排名环卫服务行业第四。2)截至 2020 年 6 月 30 日,公司共有 107 个环卫服务项目,覆盖 24 个省、直辖市及自治区,总承包面积为约 1.775 亿平方米。

图 10: 公司环卫服务收入快速增长(人民币万元)



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究 备注:货币单位换算采用当期期末汇率

图 11: 公司在手环卫项目(个)数量稳步增长



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

实力雄厚的大股东为公司环卫业务提供充分支持。公司直接控股股东北控水务集团专注于水资源回收及水生态环保。北控水务集团的股东北京控股为市政服务的龙头。北控水务集团及北京控股由北京控股集团最终拥有,北京控股集团的业务已扩展至中国约400个城市。股东遍布全国的客源、声誉及品牌认可度将持续支持公司的扩张策略。截至2019年6月30日,公司在手112个环卫项目,其中58个由北控水务集团推介,实力雄厚的大股东将为公司的业务提供充分的支持。

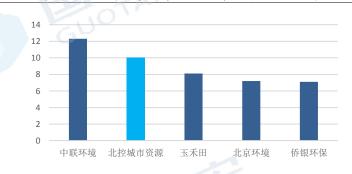
图 12: 公司部分项目由大股东推介



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

行业经验丰富,拿单能力突出。根据环境司南,公司 2020 年新增环卫服务订单年化金额 10 亿,仅次于中联环境排名行业第二。公司持续加强对大中城市环卫项目的拓展力度。

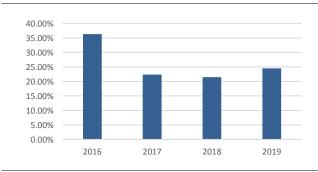
图 13: 2020 年环卫企业新增中标年化金额排名前五 (人民币亿元)



数据来源:环境司南、国泰君安证券研究

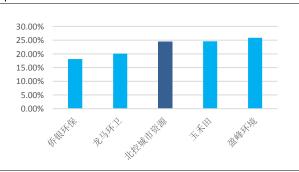
不断挖掘管理效率潜力,运营效率持续提升。1)公司专注于提升环卫服务项目的运营效率,并在业务流程中运用先进技术。例如,公司的试点项目,要求环卫工佩戴数字手环并在每辆车辆上安装全球定位系统追踪器,在清洗车上安装远程燃料监控器,实时追踪环卫工及清洗车的工作进度以及车辆的燃料使用。设备收集的数据会传输至云端平台,综合管理平台将根据收集的资料进行实时监控及评估。2)截至2020H1,公司已推行20个智能环卫项目,通过明确了以标准化的口径收集、分析数据并建立数据库,不断挖掘管理效率潜力。

图 14: 公司环卫服务毛利率: 近年来运营效率提升



数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

图 15: 主要公司环卫服务毛利率: 公司处于较高水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



3. 危废项目稳步推进

3.1. 危废行业: 目前产能整体过剩但结构性稀缺, 核心项目仍 维持高盈利水平

目前从表面看,行业整体产能过剩。2006-2017年,危废核准处置产能快速增加,CAGR24.8%,随着危废核准处置产能的增加,危废的申报产生量也持续增加,CAGR18.4%。2018年危废申报产生量7980万吨,更加接近业内预测量1亿吨。根据《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》,全国危废核准产能2019年底达到1.29亿吨,可见目前危废行业整体产能过剩较为明显。

图 16: 危废产能是否已经整体过剩?



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

事实上,危废产能整体过剩的现象一直存在,当前时点与过去多年没有本质区别,而危废处置价格却长期维持相对高位。1)2018年,全国危废持证单位实际经营规模2697万吨,危废持证单位实际经营产能利用率26%。2014-2018年,持证单位实际经营产能利用率都约在30%左右。2)《全国大中城市固体废物污染环境防治年报》中定义危险废物经营单位实际经营规模是指持有危险废物经营许可证的单位收集、利用、贮存及处置危险废物的实际数量,并不包括产生单位自行利用处置的数量,相当一部分的危废被产废单位自行利用,有的处置单位自身也是产废企业,因此实际的行业产能利用率数据无从得知,但或许会高于上述数据。



数据来源:《全国大中城市固体废物污染环境防治年报》、国泰君安证券研究

实际上危废小品类产能错配和稀缺现象普遍,是危废处理价格长期维持相对高位的背后原因。根据国家危废名录,我国危废分为 46 大类别 479 小类,种类繁多。新项目会依据项目前期研究决定该项目所处置的危废类别。对区域市场产废单位危废产生和收集的实际情况的了解十分重要,将直接决定项目产能是否会和需求匹配。

我们认为,目前产废大省区域危废产能与处置需求不能完全匹配现象仍然突出,对区域危废处置价格有较强支撑。1)危废跨省运输活跃,是本地产能与需求不能完全匹配的体现。区域市场危废价格维持高位是区域市场维持高景气度的有力证明。优质项目仍维持强盈利能力。2)以江苏省为例:2018年江苏省危废处置产能中,资源化、无害化产能占比分别为72%、28%;而2017年江苏危废实际处置需求中,资源化、无害化处置方式占比分别为37%、52%,产能与需求不匹配现象明显。2018年江苏危废处置产能达1110万吨,远大于2017年全省危废产生量公开数据442万吨,但2017年全省仍然跨省转出危废93万吨,跨省转入危废45万吨。

产能和处置需求精准匹配的项目维持高盈利能力。我们认为,危废行业目前投资逻辑发生变化:产能整体过剩但结构性稀缺,多项小品类产能仍不能满足区域处理需求,尤其是在广东、浙江、江苏、山东等省份。1)目前应由关注行业整体产能扩张到关注具体项目的小品类牌照是否匹配。危废行业整体产能错配现象普遍,核心项目仍然稀缺,盈利能力有保障。2)危废行业经营壁垒较高,要求对区域市场危废供需关系和渠道有充分的把握,实际经营难度或超过近年来各处跨界而来的资本的预期,借助资本的力量随意收购项目和环评批文以实现弯道超车的途径虽然可短期提升产能规模,但项目的实际经营情况或面临问题,因此比起产能规模来说,更应该关注项目经营质量。

3.2. 公司危废项目优质,稳健发展

危废行业龙头之一,设计处置能力排名山东第四及青海第一(2018年数据)。

◆ 根据弗若斯特沙利文报告,按照于 2018 年投运的集中型无害化危 废处理设施(包括试营设施)的废物处置总设计处理能力计算,前 工大行业参与者权占总处置能力 9.8%,而公司排名第六,占中国投 运的危废处置总设计处理能力约0.7%。

- ◆ 公司为山东省及青海省的危废市场的领先参与者之一,2017年,山东省及青海省分别为第一大及第七大危废产生省份,分别占中国危废总产生量的29.5%及4.3%。2018年,公司在山东省及青海省投运的废物处置的总设计处理能力分别达90400吨及130000吨,分别于山东省及青海省的所有行业参与者中排名第四及第一。2018年,公司在山东省及青海省的已投运废物处置的实际处理总量分别为63100吨及15400吨,在山东省及青海省的所有行业参与者中分别排名第一及第二。
- ◆ 公司具备处置国家危废名录 46 类危废中 38 类的能力,处置路线包括焚烧、物化、填埋、水泥窑协同及资源综合利用。截至 2020 年 6 月 30 日,公司有七个在运营、一个试运营、四个在建及三个计划未来建设的危废处理项目。无害化处置项目的处理设施的总设计处理能力为每年 247342 吨,回收循环利用项目的处理设施的总设计处理能力为每年 250000 吨。

表 3: 公司全国布局危废业务

及 3: 公司至四甲同厄及亚分				
项目名称	省份	处置类型	处置规模(万吨/年)	状态
广西贵港医废项目	广西	加热蒸汽灭菌	0.17	运营
山东平福项目	山东	焚烧物化填埋	8.14	运营
山东寿光项目	山东	焚烧	0.90	运营
湖北宜昌姚家港项目	湖北	焚烧物化填埋	12.63	运营
新疆哈密水泥窑协同项目	新疆	水泥窑协同	5.00	运营
四川自贡项目	四川	焚烧填埋	5.00	运营
宁夏睿源项目	宁夏	回收循环利用	9.00	运营
重庆项目	重庆	回收循环利用	5.00	运营
甘河工业园尾矿渣堆场循环利用项目	青海	填埋	6.00	运维
格尔木工业废渣集中处置项目	青海	填埋	10.00	运维
四川自贡医废二期项目	四川	加热蒸汽灭菌及焚烧	0.36	在建
山东寿光二期项目	山东	焚烧物化填埋	7.07	在建
山东平福二期项目	山东	焚烧物化填埋	3.00	在建
浙江仙居项目	浙江	焚烧	1.50	在建
四川梓潼项目	四川	焚烧填埋	5.00	在建
新疆二道湖项目	新疆	填埋	10.00	在建
广西贵港医废扩建项目	广西	加热蒸汽灭菌	0.17	在建

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

在手项目高质量。1)根据弗若斯特沙利文报告,由于山东及青海拥有大量排放危险废物的工业制造企业,分别为 2017 年中国最大及第七大危险废物产生省份。公司策略性的积极在需求大省布局项目,2018 年,在营项目(包括在营及试营项目)的废物处置的总设计处理能力于山东及青海分别排名第四及第一。2)公司在手项目产能利用率维持较高水平。例如,2017-2019H1,山东平福项目填埋设施利用率分别为 47%、80%及76%; 宁夏项目 2018-2019H1 产能利用率分别为 75%、146%。



扩建+收购积极拓展危废业务。

- ◆ 公司目前在手项目中有扩建计划的包括: 1)寿光市工业固体废物处置中心项目。该项目于 2018 年 6 月开始试运营,第一阶段的处置方式仅为焚烧,年设计处理能力 9000 吨。第二阶段将结合填埋、焚烧及其他物理处理方法,年设计处理能力约为 70000吨,预期于 2021年试运营。2)宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目。随着项目设施得到充分利用,公司计划将其年度处理能力由 90000 吨增至 200000 吨。凭借先进的回收循环利用技术,生产更多优质的醇类相关产品。3)广西贵港北控水务医疗废物处置中心项目。扩建项目完成后,处理能力将提升至每天 10 吨。
- ◆ **重视通过收购配合增长。**我国危废行业高度分散,行业龙头通过收购整合扩大市场份额为常规手段。作为行业龙头,通过收购扩展危废业务,持续寻求识别潜在收购目标为公司重要战略之一。公司将收购目标定位于有充足的原料废物供应地区的公司,专注于可受惠于自身的管理能力、声誉、经验及财务资源以改善经营业绩的目标。

4. 投资建议与估值

首次覆盖,给予"增持"评级。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 4.22、5.21、6.80 亿港元,对应 EPS 为 0.12、0.14、0.19 港元。由于 H股 无完全可比公司,参考 A 股可比标的估值,可比公司 2021 年 PE 均值 18.5。考虑到公司为股东实力雄厚、快速成长的环卫+危废综合服务提供商,环卫服务业务飞速发展,危废业务稳步推进。我们看好环卫和危废行业: 1) 环卫行业目前不仅是市场化率快速提升,更是"环卫+"激发市场倍增潜力,龙头企业将凭借行业口碑、融资渠道与产业链协同等综合优势,实现强者恒强。2) 危废行业目前产能整体过剩但结构性稀缺,产能和处置需求精准匹配的项目维持高盈利能力,看好手握核心优质项目的龙头企业。作为环卫和危废行业龙头之一,公司将充分受益。给予公司 2021 年 15 倍 PE,对应目标价 2.10 港元/股,58%向上空间。首次覆盖,给予"增持"评级。

关键假设包括:

- ◆ 环卫服务业务: 2020/2021/2022 年营收增速 40%/40%/30%, 毛利率 29%/25%/25%。
- ◆ 危废业务: 2020/2021/2022 年营收增速-4%/46%/31%, 毛利率 10%/10%/10%。
- ◆ 其他业务: 2020/2021/2022 年营收增速 5%/5%/5%, 毛利率 25%/25%/25%。

表 4: 盈利预测(人民币万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	76,267	193,801	242,866	312,420	433,548	559,461
%	3360.39%	154.11%	25.32%	28.64%	38.77%	29.04%
营业成本	55,971	139,190	172,687	213,681	309,500	399,057
%	3903.65%	148.68%	24.07%	23.74%	44.84%	28.94%
综合毛利率	26.61%	28.18%	28.90%	31.60%	28.61%	28.67%



环境卫生服务						_
营业收入	55,352	141,368	176,292	246,809	345,532	449,192
%	3242.51%	155.40%	24.70%	40.00%	40.00%	30.00%
营业成本	42,970	111,016	133,100	174,247	257,767	335,097
%	3972.99%	158.36%	19.89%	30.91%	47.93%	30.00%
毛利率	22.37%	21.47%	24.50%	29 %	25%	25%
其他收入						
营业收入	8,876	15,438	18,158	19,066	20,019	21,020
%	#DIV/0!	73.93%	17.62%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	7,444	11,230	13,619	14,299	15,014	15,765
%	#DIV/0!	50.86%	21.27%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.14%	27.26%	25.00%	25%	25%	25%
提供危险废物处理服务			ar Oc			
营业收入	12,038	36,994	48,417	46,545	67,997	89,249
%	2096.72%	207.31%	30.88%	-3.87%	46.09%	31.26%
营业成本	5,557	16,944	25,889	25,134	36,718	48,195
%	1520.12%	204.91%	52.79%	-2.92%	46.09%	31.26%
毛利率	53.84%	54.20%	46.53%	46%	46%	46%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

备注: 黄色为预测值, 货币单位换算采用当期期末汇率

表 5: 可比公司估值

				EPS			PE	
可比公司	公司代码	收盘价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
玉禾田	300815.SZ	93.15	3.01	4.76	4.93	30.9	19.6	18.9
侨银股份	002973.SZ	22.43	0.32	0.86	0.90	70.1	26.1	24.9
龙马环卫	603686.SH	18.81	0.65	1.05	1.23	28.9	17.9	15.3
盈峰环境	000967.SZ	8.36	0.43	0.47	0.56	19.4	17.8	14.9
均值						37.4	20.3	18.5

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

收盘日期: 2021/3/12, 公司盈利预测来自万得一致预期,单位: CNY

5. 风险提示

环卫业务: 行业竞争加剧毛利率下滑、环卫服务市场化进度低于预期、项目经营不达预期、行业政策低于预期等。

危废业务:项目拓展进度低于预期、项目经营低于预期、项目经营合规 风险、无害化危废收储价格下降、资源化产品毛利率下降、行业政策低 于预期等。



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料,本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为"国泰君安证券研究",且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称"该机构")发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的 投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的 投资建议,本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 12 个月内的市场表现		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
为比较标准,报告发布日后的 12 个月 内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。		减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准		增持	明显强于沪深 300 指数
报告发布日后的 12 个月内的公司股价 (或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪	行业投资评级	中性	基本与沪深 300 指数持平
深 300 指数的涨跌幅。		减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广	深圳市福田区益田路 6009 号新世界	北京市西城区金融大街甲9号 金融
	场 20 层	商务中心 34 层	街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		





