

北控城市资源 (03718.HK) 深度研究报告

底蕴出众，行业新星潜力无限

- ❖ **公司主营环卫服务及危废处置，业务区域遍及全国。**公司是中国综合废物管理解决方案供应商，背靠环保行业龙头北控水务实现高速发展，环卫及危废两大板块齐头并进。
- ❖ **环卫板块高歌猛进。1) 疫情叠加垃圾分类驱动环卫行业扩容，集中度提升马太效应凸显。**新冠疫情爆发以来，各地对环卫服务精细化和专业化的要求全面升级，当前全国环卫服务市场总规模逾三千亿。竞争格局方面，随着市场化项目招标趋严、高端市场释放等因素影响，中小企业竞争空间逐步压缩，而行业龙头通过资本市场融资便利和历史业绩、管理运营的品牌效应优势拿单能力突出。2) **公司环卫业务迅速推进，全面开花。**2020年公司共有107个正在运营的环境卫生服务项目，新增年化服务金额突破10亿，新签合同总金额突破110亿。国资背景使公司项目资源与资金优势兼具，未来公司将依托智慧平台实现精细化运营，通过大数据分析使生产过程自动化、精益化，保障运营效率更高。
- ❖ **危废板块稳扎稳打。1) 危废行业供需错配问题依然突出，行业空间清晰。**全行业2019年实际收集和利用处置量仅为核准经营规模27%，危废利用处置能力结构供需失衡明显，行业市场前景依旧广阔，此外行业竞争呈现小而散的格局，未来龙头市占率有望提升。2) **公司危废业务量质并重，稳步推进。**截至2020年上半年，公司共运营7个危废项目，其中包括5个无害化项目，2个资源化项目；无害化业务设计处理能力41.6万吨/年，资源化业务设计处理能力25.0万吨/年。此外，公司还有1个运营项目以及4个在建项目。优质的在手项目以及行业领先的产能利用率为公司龙头之路奠定了良好基础。
- ❖ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年实现营业收入31.4、43.2、54.7亿元，归母净利润3.8、5.0和6.5亿元，同比增长79.4%、30.3%、31.6%，对应EPS为0.11、0.14、0.18，对应PE为12、9、7。我们给予公司2021年20倍PE估值，对应目标股价3.2港元/股，较当前股价有144.3%的提升空间，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**环卫市场化进度不达预期；项目推进不达预期；市场竞争加剧。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	2,441	3,139	4,323	5,473
同比增速(%)	45.6%	28.6%	37.7%	26.6%
归母净利润(百万)	252	386	502	649
同比增速(%)		53.2%	30.1%	29.3%
每股盈利(元)	0.07	0.11	0.14	0.18
市盈率(倍)	14	12	9	7
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年02月22日收盘价

强推 (首次)

目标价：3.2 港元

当前价：1.31 港元

华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

证券分析师：黄秀杰

电话：021-20572561

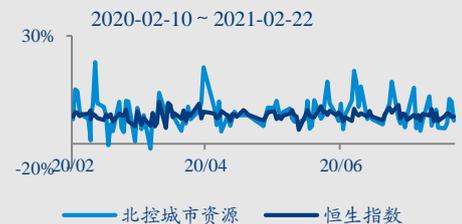
邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

执业编号：S0360520050002

公司基本数据

总股本(亿股)	36
总市值(亿港元)	52
流通市值(亿港元)	52
资产负债率(%)	46.98%
每股净资产(元)	0.71
12个月内最高/最低价	2.5/0.59

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

全面梳理环卫、危废行业现状，同时细致解析公司业务竞争力，对冉冉升起的行业龙头前景进行前瞻判断。

投资逻辑

公司坐拥天花板足够高、现金流出色的环卫及危废两大业务板块，依靠资源、资金、运营能力以及领先的管理机制全方位追赶行业龙头，并已经位居领军企业行列。我们认为公司的综合竞争能力在未来有望持续发挥优势，带动业务板块高歌猛进。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 31.4、43.2、54.7 亿元，归母净利润 3.8、5.0 和 6.5 亿元，同比增长 79.4%、30.3%、31.6%，对应 EPS 为 0.11、0.14、0.18，对应 PE 为 12、9、7。我们给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应目标股价 3.2 港元/股，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、“环卫+危废”双轮驱动，公司业务遍及全国.....	6
（一）综合废物管理解决方案提供商，版图逐步扩至全国	6
（二）疫情下盈利依旧可观，环卫业务为盈利核心驱动力	6
（三）北控水务为实际控股股东，股权激励提升团队凝聚力	8
二、环卫：市场空间仍大，国资+精细化运营助力突围.....	9
（一）疫情与垃圾分类等事件政策催化，行业空间再扩容	9
1、政策催化环卫服务市场化进程提速	9
2、垃圾分类高速推进，助力收转、处理环节百亿空间释放	10
（二）刚需+轻资产投入+优质现金流具备资本青睐特性.....	12
1、刚需基础上，“大环卫概念”推动行业天花板不断抬升	12
2、轻资产投入叠加安全现金流，商业模式优质	12
（三）聚焦行业变化：集中度趋升，运营管理精益求精	13
1、龙头企业竞争优势愈发明显，地方小企业生存艰难	14
2、项目一体化趋势明显，投标者资质审核利好龙头企业	15
3、精细化管理重要性凸显，“智慧环卫”引领未来.....	15
三、危废：供需错配将有效缓解，无害化拓展增厚业绩.....	16
（一）需求端：政策监管逐步完善，释放行业市场空间	16
（二）供给端：产能利用率较低，行业景气度或将抬升	17
四、北控城市资源：后起之秀，蓄势待发.....	20
（一）环卫业务实现迅速发展，订单充沛增厚业绩	20
（二）危废业务盈利模式明晰，订单及毛利率双增	24
五、投资建议.....	25
六、风险提示.....	26

图表目录

图表 1	北控城市资源集团有限公司发展历程	6
图表 2	北控城市资源营业收入及同比增速	7
图表 3	北控城市资源归母净利及持续经营净利润变化	7
图表 4	北控城市资源营业收入构成变化	7
图表 5	北控城市资源各业务毛利率变化	7
图表 6	北控城市资源资产负债率	8
图表 7	北控城市资源现金流净额 (单位: 亿港元)	8
图表 8	北控城市资源股权结构图	8
图表 9	疫情期间各地环卫政策进一步细化并加强消毒和定时定点要求	9
图表 10	环卫政策演进历程	10
图表 11	因垃圾分类政策受益的市场规模将达 321 亿元	10
图表 12	全国城市和县城环卫市场年运营规模约 2087 亿元	11
图表 13	全国乡村环卫市场年运营规模约 1100 亿元	11
图表 14	2009-2019 年城市和县城生活垃圾清运量	12
图表 15	2009-2019 城市及县城清扫保洁面积	12
图表 16	2009-2019 年城市和县城生活垃圾清运量	12
图表 17	2012-2019 年全国财政环卫支出 (单位: 亿)	12
图表 18	环卫项目服务期较长, 前期投入低	13
图表 19	全国新签环卫合同规模	13
图表 20	全国新签环卫合同首年服务总金额	13
图表 21	2017-2019 环卫行业集中度变化趋势	14
图表 22	2017-2020 新增环卫业务的相关企业数量	14
图表 23	新增环卫业务的企业地域分布情况	15
图表 24	新增环卫业务的企业注册资本分布情况	15
图表 25	近年来我国出台的关于危废的重要政策	16
图表 26	按固定比例法对危废产量估测	16
图表 27	2011-2019 年全国工业危废产生量 (万吨) 及增长率	17
图表 28	2006-2019 年全国危险废物许可证数量情况 (份)	17
图表 29	危废持证单位核准能力 (万吨/年) 及实际收集利用处置情况 (万吨)	18
图表 30	各省市公布危废量 (单位: 万吨)	18
图表 31	各地危废处理产能差额 (单位: 万吨/年)	18
图表 32	危废持证单位实际收集和利用处置量 (万吨)	19
图表 33	2019 年一般工业固废产生情况 (万吨)	19

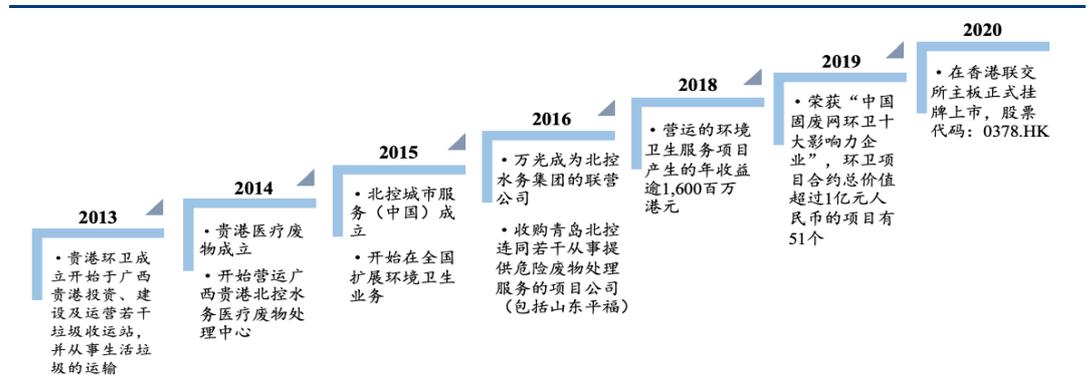
图表 34	2018 年中国危废处理企业处理能力前十情况	19
图表 35	龙头公司环卫服务营收	20
图表 36	深圳宝安区环卫一体化项目环卫作业图	21
图表 37	北控城市资源 2020 年新增订单	21
图表 38	北控城市资源环卫项目来源 (个)	22
图表 39	北控城市资源环卫项目毛利 (千港元)	22
图表 40	北控城市及资源 2019 年新增订单地域分布	22
图表 41	北控城市及资源 2020 年新增订单地域分布	22
图表 42	头部环卫企业员工人均薪酬 (千元/年)	23
图表 43	北控城市资源部分高管团队履历	23
图表 44	公司危废板块形成发展过程	24
图表 45	公司危废板块在手项目	24
图表 46	公司危废项目产能利用率较高	25
图表 47	可比公司 P/E 估值表	26

一、“环卫+危废”双轮驱动，公司业务遍及全国

(一) 综合废物管理解决方案提供商，版图逐步扩至全国

北控城市资源集团有限公司是中国综合废物管理解决方案供应商，主要提供环境卫生服务及危险废物处理服务。公司前身是在 2013 年成立的贵港环卫，在广西贵港投资、建设及运营垃圾收运站，自此开启环卫业务。2014 年，贵港医疗废物成立，开始运营广西贵港北控水务医疗废物处理中心，拓展危废业务。2015 年，北控城市服务（中国）设立，公司环卫业务范围进一步扩大。2016 年起，公司收购了包括青岛北控、山东平福在内的若干从事提供危废处理服务的项目公司。2017 年 4 月，公司完成了环卫服务及危废处理两个主要板块的策略布局，成为中国企业环卫服务市场的第四大环境卫生服务供应商，公司跻身环卫市场龙头企业行列，并于 2020 年 1 月 15 日在香港联交所挂牌上市。

图表 1 北控城市资源集团有限公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

公司专注环卫服务和危废处理两大板块。环卫服务涵盖综合道路清洁、垃圾分类及收运、垃圾转运站管理、公厕管理、粪便收运、绿道养护、河道保洁服务及物管服务；危废业务包括为工业公司及医疗机构处理及安全处置危险废物并收取废物处理费，主要分无害化与资源化业务。截至 2020 上半年，北控城市资源拥有 107 个环境卫生服务项目，覆盖 24 个省、直辖市及自治区；7 个在营危废处理项目及 1 个试营危废处理项目，公司从事无害化处置项目处理设施的总设计处理能力为 24.7 万吨/年，从事回收循环利用项目的处理设施的总设计处理能力为 25 万吨/年。公司其他业务包括废弃电器及电子产品处理业务，项目储备方面，公司有四个在建项目及三个计划未来建设项目。

(二) 疫情下盈利依旧可观，环卫业务为盈利核心驱动力

2020H1 归母净利润同比大增超 80%，毛利率进一步抬升。2019 年，公司实现营业收入 27.11 亿港元，同比增长 22.58%；实现归母净利润 2.81 亿港元，同比下降 34.63%。2020 年上半年，公司实现营业收入 15.46 亿港元，同比增长 4.79%；实现归母净利润 2.18 亿港元，同比增长 80.47%。2020H1 公司毛利率为 32.86%，净利率为 17.53%，较 2019 年提升有上升趋势，疫情对公司盈利影响较小，收入和利润增长势头依旧强劲。

图表 2 北控城市资源营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

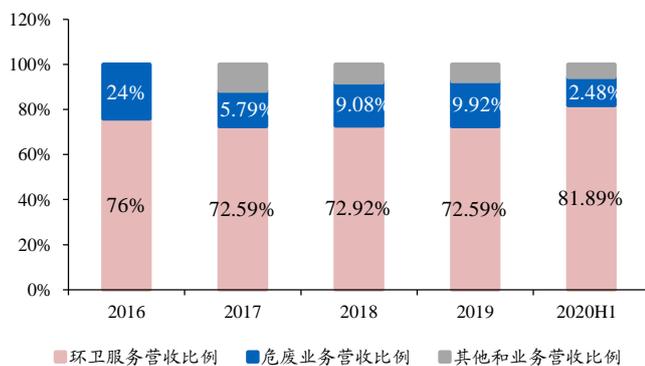
图表 3 北控城市资源归母净利润及持续经营净利润变化



资料来源: Wind, 华创证券

环卫贡献营收及净利的八成，是当前盈利增长的核心驱动力。环卫服务一直是北控城市资源营收增长的主要来源，2020 上半年公司营收中，环卫业务占 81.89%，危废业务占 12.51%；从毛利润指标看，79.38%来自环卫业务，15.16%来自危废业务。2020 上半年环卫服务业务毛利润达 4.03 亿，毛利率达 31.8%，相比 2019 年的 24.1% 上升 7.7pct。预计随着公司设备机械化率提升，人工成本占比会越来越低，毛利率有望进一步提升。环卫服务在手订单充沛，2020H1 中标合约总值近百亿港元：公司于 2016、2017、2018、2019、2020H1 的在营环卫服务项目分别为 1 个、71 个、106 个、97 个和 107 个。2020H1 通过公开招标合计中标 13 个环卫服务项目，合约总值及估计年度收入约 89 亿港元及 8.05 亿港元。

图表 4 北控城市资源营业收入构成变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 北控城市资源各业务毛利率变化



资料来源: Wind, 华创证券

疫情不改主业环卫增长趋势，危废业务恢复迅速。2020 年上半年，公司所有环卫项目均正常运行，环卫业务未明显受疫情影响，实现收入 12.66 亿港元，同比增长 38.6%。随疫情防控成为常态，杀菌消毒等增量环卫服务进入常态化，环卫服务市场有望进一步扩容。2020H1 危废业务收入 1.93 亿港元，同比下降 30.23%，主因是危废项目复工复产受疫情影响。2020 年 7 月，危废处置业务实际处理量较上半年平均单月增长超过 50%，下半年产能逐渐恢复正常水平，追赶落后进度；其中医废业务不受影响，生产量反增且实现当地医废日产日清。此外，疫情期间国家推出多种优惠政策，公司可享受税收减免、社保减免、融资优惠等，有力支撑公司利润。

杠杆比率逐年降低，资本结构逐步优化。自 2017 年起，公司资产负债率逐年下降，2020 上半年约 47%，资产负债结构进一步优化；公司环卫服务、危废处理项目投产后均能产生良好现金流，因此公司现金流充裕，2020H1 产生经营活动现金流量净额 3.79 亿元，同比上涨 88.14%。由于公司处于扩张期，投资支出相对较大，投资活动现金流-4.4 亿港元，主要是资本开支、购买环卫车辆和其他固定资产。

图表 6 北控城市资源资产负债率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 北控城市资源现金流净额 (单位: 亿港元)

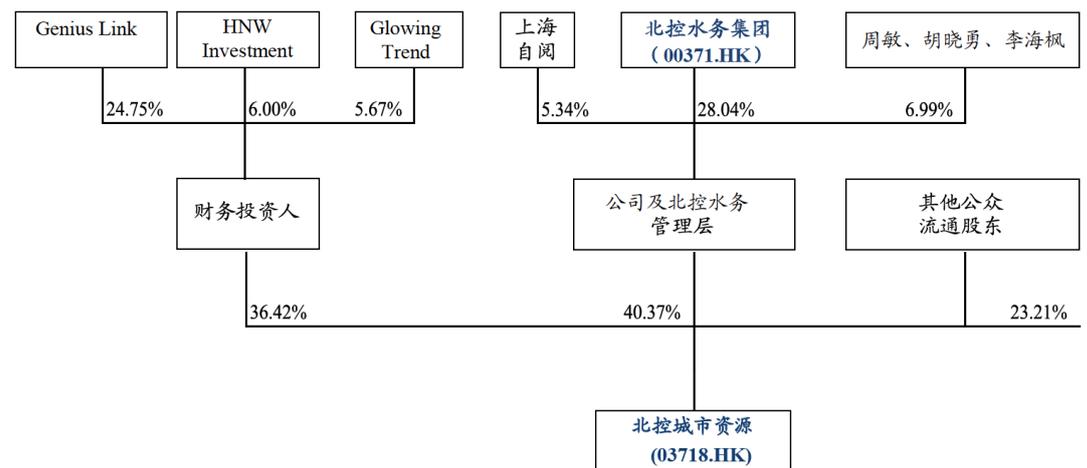


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 北控水务为实际控股股东，股权激励提升团队凝聚力

公司控股股东为北控水务集团，股权激励稳固军心。截至 2020 上半年，公司总股本 3.6 亿，公司及北控系高管持股比例较高，合计占比 40.37%。其中，北控集团持股 28.04%，为实际控股股东；周敏、胡晓勇、李海枫共持股 6.99%，上海自阅持股 5.34%。三家财务投资人持股比例合计 36.42%，剩余部分为公众流通股，占比 23.21%。公司管理团队中大多数为固废、能源行业的资深人员，行业经验丰富，公司高度重视股权激励，将管理层利益与公司业绩绑定，有利于激发管理活力与员工的积极性，稳固公司的发展。

图表 8 北控城市资源股权结构图



资料来源: 公司公告, 华创证券

二、环卫：市场空间仍大，国资+精细化运营助力突围

(一) 疫情与垃圾分类等事件政策催化，行业空间再扩容

1、政策催化环卫服务市场化进程提速

新冠疫情引起社会公众对于城市消毒和脏乱差管理问题的广泛关注，全国各省市陆续出台一系列通知和规范文件，明确了环卫服务领域应对新型冠状病毒肺炎疫情防控工作方案。各项政策文件中分别在**医废处理、日常垃圾清理、环卫设施消杀、公共环境消毒和环卫人员防护**等领域提出了具体的要求，为社会各界应对新冠疫情提供了指导。对于环卫工作的高标准、精细化、专业化的要求，加大对市政环卫部门工作的挑战。伴随环卫服务的需求释放，环卫服务市场化进程有望进一步加速。

图表 9 疫情期间各地环卫政策进一步细化并加强消毒和定时定点要求

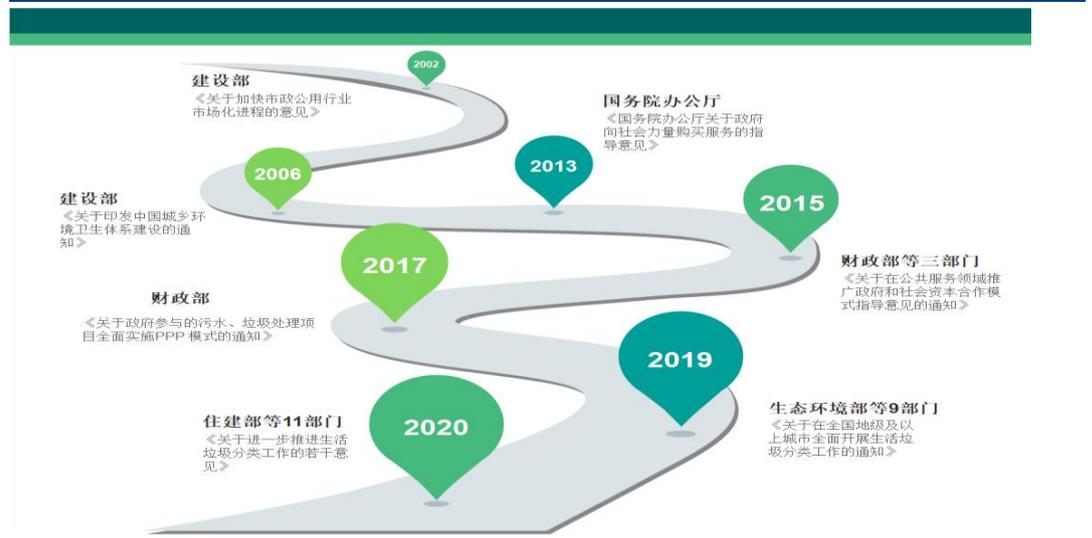
省市	政策	具体内容
成都市	《疫情期间环卫作业人员防控规范》	<ul style="list-style-type: none"> 人员防护：加强对环卫人员的防护和对环卫工作的监督措施 设施消杀：对垃圾转运车辆及时进行冲洗和消杀，对环卫公厕每天进行喷洒药物或消毒擦拭至少 1 次
湖南	《关于切实加强新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗废物废水及特殊垃圾管理的紧急通知》	<ul style="list-style-type: none"> 医废处理：公共场所增设或改设废弃口罩等特殊有害垃圾定点收集桶，对废弃口罩等特殊有害垃圾实行单独收集、单独运输，实行日产日清，并做好消毒工作
福建	《新冠肺炎疫情医疗废物应急处置企业运行管理规程》	<ul style="list-style-type: none"> 人员防护：操作人员的防护要求要达到卫生健康管理部门规定的一级防护要求，在每次运送或处置要求完毕后，立即进行手清洗和消毒，并及时洗澡
广东	《关于加强废弃口罩管理做好新型冠状病毒感染肺炎防控有关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 设施消杀：加强对生活垃圾投放点管理，及时对垃圾投放点和收集站进行消杀 人员防护：各地要做好收集、转运、处理的环卫作业人员及生活垃圾焚烧厂现场工作人员自身防护措施
四川	《关于切实做好新型冠状病毒疫情期间城市环境卫生的紧急通知》	<ul style="list-style-type: none"> 垃圾处理：各地要加强对城乡生活垃圾的收运管理，确保生活垃圾日产日清 人员防护：建立环境卫生定期清洁消毒制度，对城市重点区域场所和环卫工人休息室等进行定时清洁消毒工作
浙江	《关于抓紧做好住房城乡建设系统新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的紧急通知》	<ul style="list-style-type: none"> 医废处理：环卫主管部门要加强对生活垃圾处理全过程监管，严禁医疗废弃物混入生活垃圾处理系统 设施消杀：加强环卫设施的消毒和保洁力度，严格按照规范要求对生活垃圾实施日产日清，垃圾运输车必须密闭，并及时进行无害化处置
河北	全面做好环卫、供排水、物业等领域疫情防控工作	<ul style="list-style-type: none"> 设施消杀：加强对生活垃圾收集转运设施、运输工具、处置场所等的消杀处理 人员防护：及时对环卫工人作业、休息环境及劳动工具、设备全面消毒

资料来源：各地方生态环境厅，各地区疾控中心，华创证券

政策催化环卫市场化进程。2002 年，建设部印发《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》的通知，第一次用文件形式确定市政公用行业改革方向；2006 年，建设部下发《关于印发中国城乡环境卫生体系建设的通知》和配发的《中国城乡环境体系建设》对于“加快完善城乡环境卫生体系建设、进一步强化环境卫生管理和创新环境卫生的体制机制”具有重要指导作用。2013 年，国务院发布《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加大政府购买服务力度；2015 年《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》鼓励私营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设，环卫 PPP 项目陆续出现，并呈井喷之势；2019 年，住房和城乡建设部等部门出台《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》，进一步

深化环卫市场化；2020 年 12 月，财政部起草《中华人民共和国政府采购法（修订草案征求意见稿）》，邀请招标制将正式退出历史舞台，环卫行业的招标机制和流程也会相应的更公开、透明，权力寻租现象能得到更好的遏制，各类型企业可以在一个更加公平开放的环境下自由竞争，加速环卫行业市场化的进程。

图表 10 环卫政策演进历程



资料来源：政府网站，华创证券整理

2、垃圾分类高速推进，助力收转、处理环节百亿空间释放

垃圾分类政策频出，因政策受益的市场规模约 321 亿。2020 年 11 月，住房和城乡建设部等部门印发《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》的通知，明确力争再用五年左右时间，在地级及以上城市因地制宜基本建立生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统。2019 年 6 月，住房和城乡建设部等部门出台了《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》，明确了“以建立 46 个重点城市垃圾分类处理系统为第一步，并逐步实现全国地级及以上城市的生活垃圾分类处理系统的建设”目标。我们认为垃圾分类政策的进一步推进和落实有望显著带动垃圾中转站、回收网点和督导、清运服务需求的提升，未来市场空间约 321 亿元。

图表 11 因垃圾分类政策受益的市场规模将达 321 亿元

项目	未来市场空间（亿元）
中转站及网点建设	170
垃圾分类督导服务	151
合计	321

资料来源：《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划》，华创证券整理

基于以上信息，我们采用了两种不同的方法测算当前环卫行业的市场空间：

情景一：根据传统市场空间（道路面积、垃圾清运量和公厕数量）+垃圾分类市场规模

根据 2019 年中国城乡建设统计年鉴，全国城市和县城道路清扫保洁面积将达 119.72 亿平方米，生活垃圾清运量约 3.11 万吨，公共厕所数量将达 20.55 万座。将经典环卫项目的费用代入数据中，我们测算出全国城市和县城环卫市场年运营规模约为 2087 亿元。全国乡村道路清扫保洁面积将达 91.24 亿平方米，生活垃圾清运量约 1.77 万吨，公共厕所

数量将达 12.95 万座。同样将以前经典环卫项目的费用代入数据中，我们测算出全国乡村环卫市场年运营规模约为 1104.63 亿元。加上此次垃圾分类带来的空间提升，当前环卫市场规模约为 3500 亿。

图表 12 全国城市和县城环卫市场年运营规模约 2087 亿元

项目	数值
2019 年城市和县城道路清扫保洁面积 (亿平方米)	119.72
道路清扫保洁费用 (元/平米/年)	12
2019 年城市和县城道路清扫保洁费用 (亿元)	1,436.66
2019 年城市和县城清运生活垃圾量 (万吨)	3.11
垃圾清运费 (元/吨)	110
2019 年城市和县城垃圾清运费 (亿元)	341.85
2019 年城市和县城公共厕所数量 (万座)	20.55
公共厕所运行费用 (万元/座/年)	15
2019 年城市和县城公共厕所运行费用 (亿元)	308.208
2019 年城市和县城环卫市场年运营规模 (亿元)	2,086.72

资料来源: 住建部《2019 年城乡建设统计年鉴》，华创证券

图表 13 全国乡村环卫市场年运营规模约 1100 亿元

项目	数值
2019 年乡村硬化道路面积 (亿平方米)	91.2
道路清扫保洁费用 (元/平米/年)	8
2019 年乡村道路清扫保洁费用 (亿元)	729.92
2019 年乡村生活垃圾量 (万吨)	1.77
垃圾清运费 (元/吨)	140
2019 年乡村垃圾清运费 (亿元)	247.8
2019 年乡村公共厕所数量 (万座)	12.95
公共厕所运行费用 (万元/座/年)	9.8
2019 年乡村公共厕所运行费用 (亿元)	126.91
2019 年乡村环卫市场年运营规模 (亿元)	1104.63

资料来源: 住建部《2019 年城乡建设统计年鉴》，华创证券

情景二: 根据行业龙头企业的代表性项目测算

由于环卫行业原本属于行政事业单位管理，政府对原有环卫人员的安置问题关注较多。目前，环卫服务市场化项目落地的过程中，一般会全盘接收原有环卫工人。

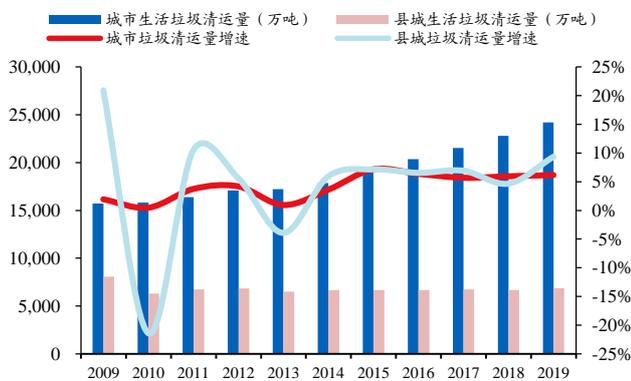
2015 年 12 月的海口市龙华区环卫服务一体化 PPP 项目中，环卫工人数量为 3500 人，项目年服务费为 2.34 亿，计算得到人均服务费为 6.67 万/人/年。在对比了 2017 年昆明市西山区环卫一体化 PPP 项目价单和 2020 年西安市碑林区生活垃圾清运及公厕运营管理项目价单后，我们发现近五年二线城市项目单价因地域因素各有不同，但并没有表现出明显的上升趋势，可以认为 2015 年的海口项目价格依然具有代表性。公开数据中 2011 年我国约有 405 万环卫工人，若环卫工人数量与垃圾量及道路面积同步增长，则当前全国环卫工人约为 500 万人，据此计算，全国环卫服务市场空间约为 3335 亿元。

(二) 刚需+轻资产投入+优质现金流具备资本青睐特性

1、刚需基础上，“大环卫概念”推动行业天花板不断抬升

环卫刚需属性明显，随着经济发展与人口增长，需求端和政府投入都在稳定提升。从需求端看，近年来环卫主要领域生活垃圾处理、道路清扫和公厕保洁对应的需求端数据均保持稳定增长趋势。政府投入同样稳中有升，2019年，全国公共财政支出中城乡社区环境卫生的支出额 2844.8 亿元，同比增长 8.4%，行业刚需稳中有升特点明显。我们认为，其核心原因在于环卫服务已经从最初的三个核心业务板块不断向周边延伸，包括园林、绿化等内容都开始被纳入到环卫服务概念中来，传统环卫服务开始成为重要入口，“大环卫概念”将使得行业天花板不断抬升。

图表 14 2009-2019 年城市和县城生活垃圾清运量



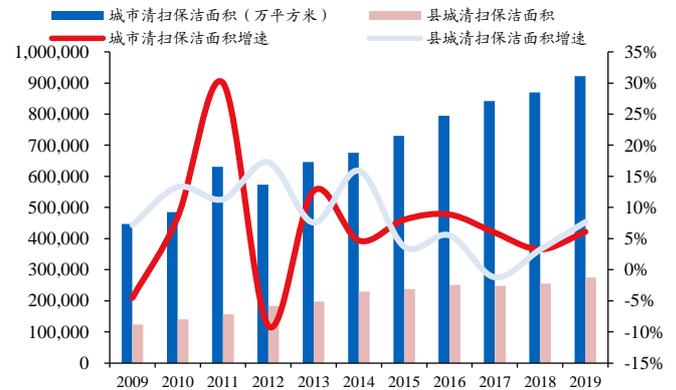
资料来源：住建部，华创证券

图表 16 2009-2019 年城市和县城生活垃圾清运量



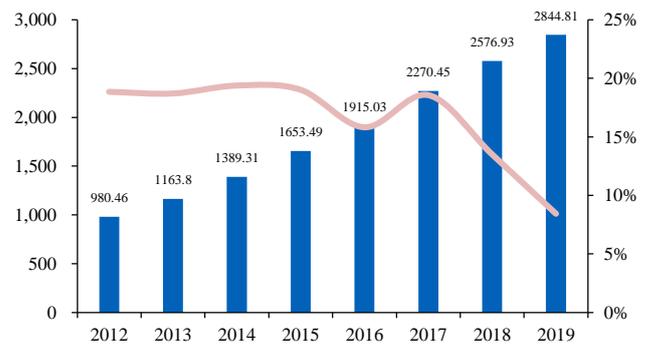
资料来源：住建部，华创证券

图表 15 2009-2019 城市及县城清扫保洁面积



资料来源：住建部，华创证券

图表 17 2012-2019 年全国财政环卫支出 (单位: 亿)



资料来源：财政部，华创证券

2、轻资产投入叠加安全现金流，商业模式优质

公用属性带来长项目周期和短回款期。由于环卫服务的公用事业属性，政府是环卫服务的购买者，财政资金是行业的主要收入来源。环卫项目每期开支中大部分为员工工资，且结算周期多为月付或季付，支付的优先级也很高，因而收入回款速度通常较快。除了传统的政府购买服务模式外，PPP 模式的推广也使得项目形式更加丰富，同时部分地区的使用者付费和可信性缺口补助使行业商业模式和资金来源进一步优化。

轻资产项目结构降低企业前期垫资压力。典型的环卫服务项目前期主要投资包括环卫车辆采购、公厕改建以及中转站的建设，相对于传统环保工程项目以及市政污水、垃圾处理项目来说，前期投资明显较轻，以龙马环卫海口龙华区项目为例，前期的投资大约在年化项目金额的三分之一左右。由于前期资本支出小，外加进入运营期后回款周期短，环卫服务项目的运营质量得以保证，也更加符合市场投资偏好。

图表 18 环卫项目服务期较长，前期投入低

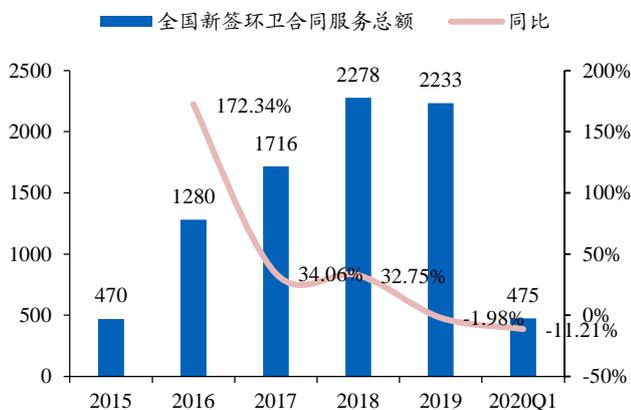
	政府购买服务	PPP 项目
流程	相对简单	须有项目评价和财政评估
还款来源	财政资金	政府付费；使用者付费；财政负责可行性缺口
项目周期	3-5 年	8-20 年
结算周期	月付或季付	大多季付或月付，部分项目针对前期投入单独支付可用性服务费
前期主要投入	环卫作业车辆，垃圾压缩机，武装扫帚等低值易耗品	环卫作业车辆，垃圾压缩机，武装扫帚等低值易耗品，垃圾中转站、公厕等环卫设施建设工程支出

资料来源：公司招股说明书，华创证券整理

(三) 聚焦行业变化：集中度趋升，运营管理精益求精

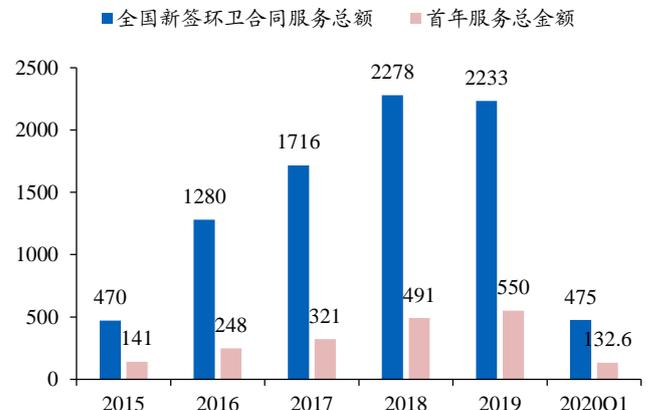
2019 年，我国环卫行业新签合同规模达到 2233 亿元，同比下降 1.98%。首年服务总金额达到 550 亿元，同比增长 12.02%。2020 年第一季度，环卫市场受疫情影响，新签合同规模只有 475 亿元，同比下降了 11.98%，3 月份后市场才逐渐恢复活力。

图表 19 全国新签环卫合同规模



资料来源：环境司南微信公众号，华创证券

图表 20 全国新签环卫合同首年服务总金额



资料来源：环境司南微信公众号，华创证券

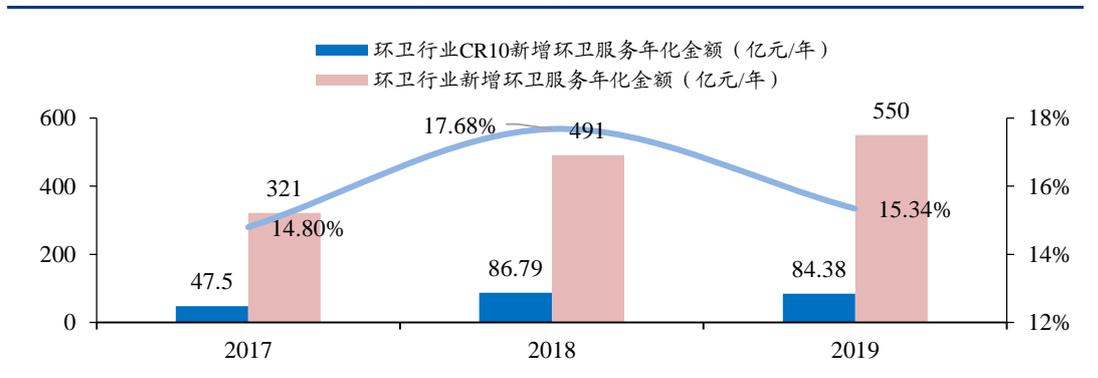
我们使用环境司南披露的数据进行市场化率测算。由于部分环卫服务合同实行“考核续签”制度，实际当年新增的规模中一部分是之前服务项目的续签合同。除 2017 年全市场出现大量 PPP 项目导致当年合同期限拉长外，大部分年份合同期在 4 年左右，即近四年新签年化订单可以代表当前时点市场化总金额。2019 年我国环卫市场化规模为 1610 亿元，按市场空间 3200 亿元/年计算，市场化率约 49%。以此测算，2020 年我国环卫市场化规模约为 2032 亿元，按市场空间 3500 亿元/年计算，市场化率约为 54%。参照发达国家 80% 以上市场化率，同时政府在城乡环境卫生方面的财政支出也在不断增加，未来四五年市场化进程仍将持续。

1、龙头企业竞争优势愈发明显，地方小企业生存艰难

目前环卫行业的企业主要分四种类型：（1）从市政服务逐步壮大的专业环卫服务公司，项目经验充足，行业影响力突出，如玉禾田、侨银环保；（2）固废处理起家的环卫公司，具有很强的向上整合产业链的动力，以及与地方政府的合作关系深厚，在项目取得上有很大的优势，如启迪环境、中国天楹；（3）环卫设备起家的环卫公司，在成本上有着天然优势，向下整合产业链的动力强，承接大项目能力突出，如龙马环卫、盈峰环境；（4）大型国有企业：资源丰富，依托国有背景攻城略地，如北环集团以及北控水务的子公司北控城市资源。环卫服务行业具有**市场化发展核心动力充足、收益稳定、现金流表现较好**等优点，企业进入意愿强烈。

近两年行业订单数量增幅较大，龙头企业取得显著高于行业的增速，行业集中度趋升。行业龙头纷纷上市，融资能力显著提升。2020年1月，环卫龙头侨银环保A股上市，北控城市资源港股上市，玉禾田创业板上市。环卫项目在招标时对企业的**历史业绩和资金实力要求较高**，龙头企业的竞争优势愈发明显。

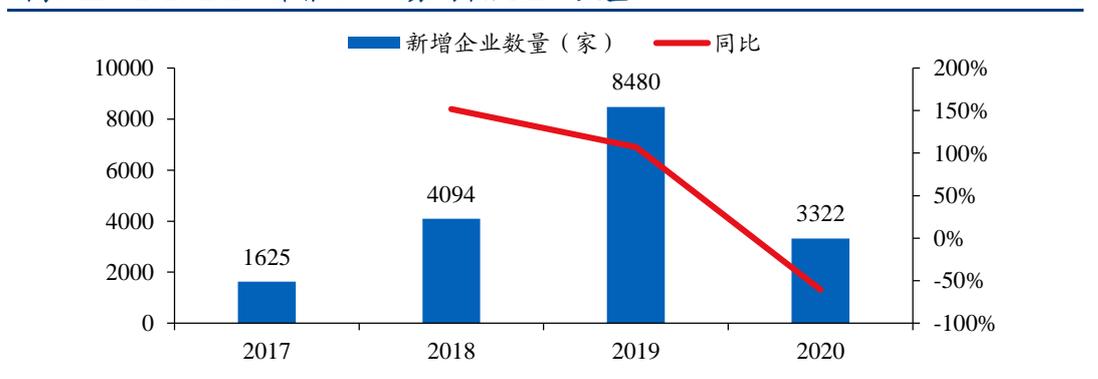
图表 21 2017-2019 环卫行业集中度变化趋势



资料来源：北极星环保网，华创证券

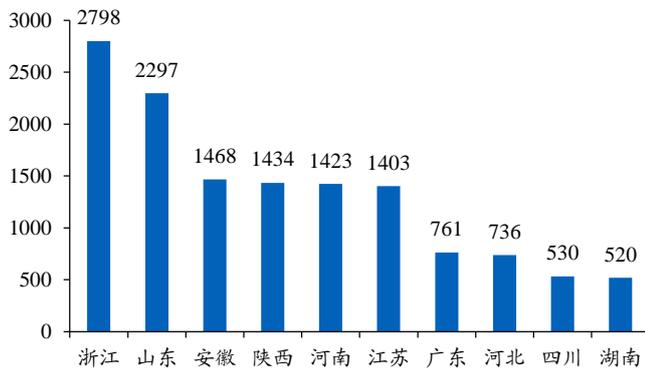
装备高端化趋势初显，前期投入提升。随着国家对于道路清扫机械化率的要求不断提高和垃圾清运量的需求增大，环卫企业在环卫车辆的投入方面呈现量增和质升，同时环保压力下，各地近年陆续出台政策力推新能源车的覆盖，因此环卫企业在前期设备投入在一定程度上有加重趋势。拥有中高端环卫装备生产线的龙头企业具有雄厚的研发技术和资金优势，最新研发的设备可以第一时间应用于环卫服务项目，提高环卫服务工作效率和效果；而资金实力相对较弱的中小企业则囿于前期投入过高而面临被淘汰风险。

图表 22 2017-2020 新增环卫业务的相关企业数量



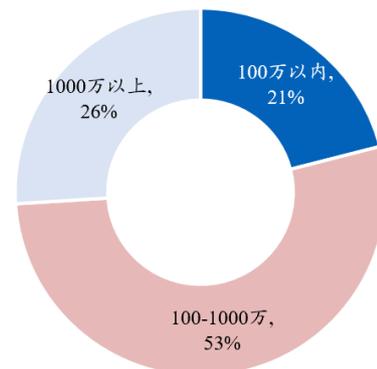
资料来源：企查查，环境司南微信公众号，华创证券

图表 23 新增环卫业务的企业地域分布情况



资料来源: 企查查, 环境司南微信公众号, 华创证券

图表 24 新增环卫业务的企业注册资本分布情况



资料来源: 企查查, 环境司南微信公众号, 华创证券

2、项目一体化趋势明显, 投标者资质审核利好龙头企业

近几年环卫服务项目一体化趋势明显, 订单内容综合性更强, 同时单个订单体量增大, 对投标者的综合管理能力、资金能力都提出了更高的要求。早期关于投标者资质审核过程中, 1) 对投标公司的财务状况设置一定的具体要求; 2) 要求企业有诚信经营的历史; 3) 技术方面并没有严苛的要求, 具有相应资质即可; 4) 关于项目方面的要求多是集中于项目的所在地及体量, 对于具体的业务内容多是以概括形式。

近几年新签的环卫招标要求中, 1) 关于投标公司财务状况的具体要求进一步落实到环卫服务的具体项目上; 2) 要求投标公司在环卫领域具有多年的经验。3) 对于项目具体的内容做出了更加细致的要求。随着投标者资质审核愈发严苛, 行业龙头企业无论在企业资质、管理能力或是运营经验都处在优势面。

3、精细化管理重要性凸显, “智慧环卫” 引领未来

环卫服务行业是一个管理密集型行业, 体现在涉及面比较广, 人员繁杂、设备多和管理程度复杂几个方面。项目运营依赖环卫人员的效率、责任心等综合素质, 同时更依赖公司项目管理的能力。传统地方性中小企业对原有老龄化、低素质员工的粗糙接管往往导致项目质量差、管理难度大。而行业龙头往往能从员工待遇、培训机制、完善的规章与考核等多维度保持管理的精细化和竞争力, 进而保障项目的执行质量。

随着环卫服务单个订单体量逐渐增大, 智慧环卫管理提供了信息化的“耳朵”和“眼睛”, 未来真正掌握智慧环卫数据并能够充分解读和利用这些数据的企业将获得更强的竞争优势。依托物联网技术与移动互联网技术, 智慧环卫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, 用数字评估和推动环卫管理实效。据环境司南数据监测, 2019 年度全国累计开标 255 个智慧环卫系统平台建设及运营项目, 年化金额 5.27 亿元, 合同金额 6.07 亿元, 共有 145 家各类企业中标。

三、危废：供需错配将有效缓解，无害化拓展增厚业绩

(一) 需求端：政策监管逐步完善，释放行业市场空间

政策制定逐渐完善，行业步入健康轨道。近年来，危废方面的立法工作在不断推进。2012年，《“十二五”危险废物污染防治规划》促进了危废防治的落实与深入；2013年，“两高”司法解释提高了危废处置的法律惩戒效果；2016年，新版《国家危险废物名录》将危废调整为46大类别478种，推动危废管理的科学化和精细化；2020年的《固体废物污染环境防治法》拓展了固废管理范围，大幅提高危废违法罚款额度，多项违法处罚金额是旧固废法的十倍，显著提高企业违法成本。新固废法对危废处置的资质和收集转运提出明确要求，并进行严密的信息化跟踪管理，精准记录危废全生命周期流程，有利于明确危废产生者和危废经营者的相关责任，规范行业发展，促成良性竞争。

图表 25 近年来我国出台的关于危废的重要政策

发布日期	发布部门	政策名称
2020年4月	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)》
2019年9月	生态环境部	《危险废物填埋污染控制标准(GB 18598-2019)》
2018年7月	生态环境部	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)(征求意见稿)》
2017年4月	环保部	《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2016年6月	发改委	《国家危险废物名录》(2016年版)
2013年6月	最高人民法院、最高人民检察院	《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》
2012年10月	环保部等	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2011年4月	环保部	《“十二五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》

资料来源：环保部，发改委，华创证券

我们通过如下三种方式测算，全国年均危废实际产量超过1亿吨，需求潜力巨大。

方法一：由2019年自主申报量与比例计算出危废产量。2019年申报危废产量为8126万吨，按照2.23的比例计算得出实际危废产量为1.81亿吨；

方法二：根据2011-2015年的CAGR 16%，估算出2019年的危废实际量为1.03亿吨；

方法三：危废与一般工业固废的比例约为3%，2016-2019年一般工业固废出产量分别为37.1、38.7、40.8和44.1亿吨，根据该比例，近四年的危废产量分别为1.11、1.16、1.22和1.32亿吨，年均增长率为5.96%，估算出2019年的危废产量为1.40亿吨。综合三种方式，平均危废实际产量超过1亿吨。

图表 26 按固定比例法对危废产量估测

	2007年	2011年	2015年	2019年	说明
自主申报量(万吨)	1079	3431	3976	8126	2011年申报口径由10kg改为1kg，申报值大幅上升
实际量(万吨)	4574	7651	8866	1.81	假设实际危废增长率不变
比值	4.24	2.23	2.23	2.23	

资料来源：《2007-2019全国环境统计年报》，华创证券

图表 27 2011-2019 年全国工业危废产生量 (万吨) 及增长率

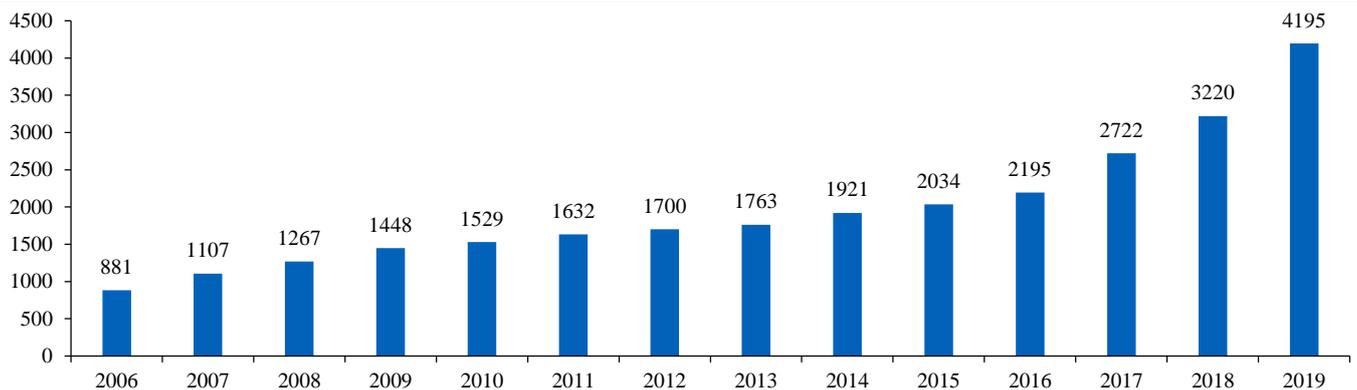


资料来源:《2011-2019 全国环境统计年报》, 华创证券

(二) 供给端: 产能利用率较低, 行业景气度或将抬升

危废产量缺口巨大, 市场前景广阔。截至 2019 年底, 全国各省 (区、市) 颁发的危险废物 (含医疗废物) 许可证共 4195 份。全国危险废物 (含医疗废物) 许可证持证单位核准收集和利用处置能力达到 1.29 亿吨/年 (含单独收集能力 1826 万吨/年), 2019 年度实际收集和利用处置量为 3558 万吨 (含单独收集 81 万吨), 仅为核准经营规模的 27.4%, 考虑产能负荷情况以及危废处理的地域限制与结构限制, 实际被处理的危废量更少, 表明危废利用处置能力存结构供需失衡, 危废处置市场前景依然广阔。

图表 28 2006-2019 年全国危险废物许可证数量情况 (份)

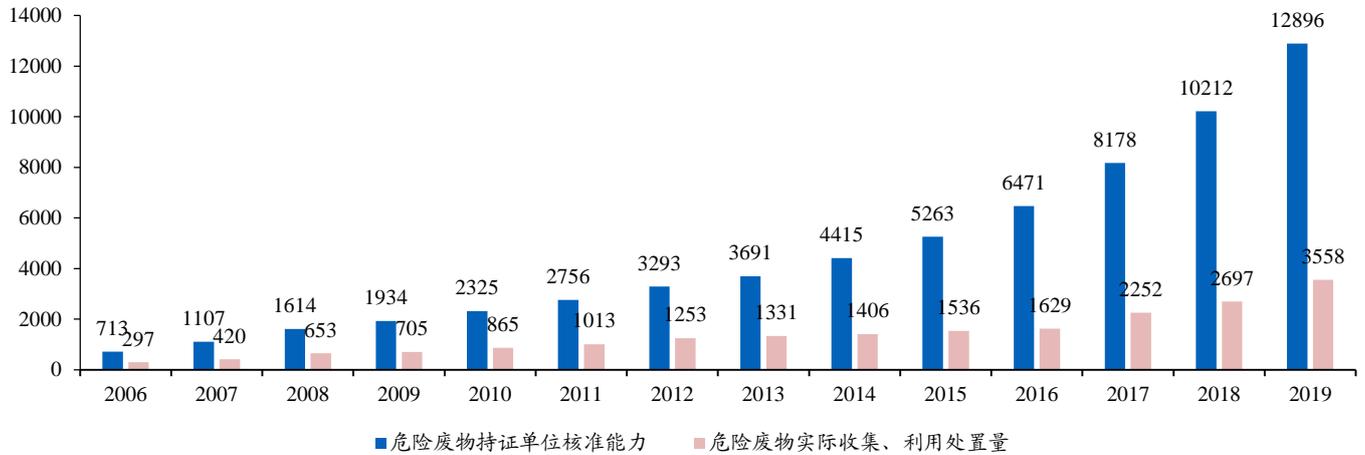


资料来源:《2006-2019 全国环境统计年报》, 华创证券

供需失衡的原因包括: 1) 预处理流程: 危废处置对进料要求十分严格, 需要完善的预处理环节作为前置条件, 以保证经过预处理的危废满足设施运转条件, 更好地发挥危废处置的效果。由于现实操作中预处理环节不过关现象普遍, 导致设备运转率和实际产能远低于其设计产能, 实际运营效率低于预期; 2) 设施维护: 由于某些危废处理设施存在工艺性能上的不足与运营维护上的不当操作, 导致不定期要停炉检修或清理, 也大幅降低了焚烧炉的产能利用率; 3) 跨省转移难: 由于我国幅员辽阔、不同省份之间产废单位与经营单位信息不对称、各地环境治理水平和管理要求不一、环境保护属地化管理等诸多

因素，我国危废的跨省转移目前推广不易。危废处理厂收到的危废品类可能与其危废许可证上规定的品类不匹配，导致产能无法有效利用。

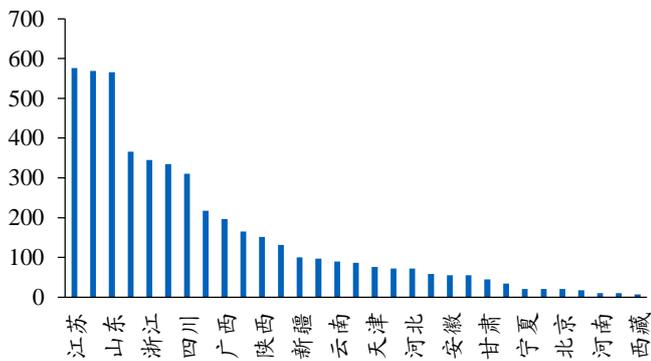
图表 29 危废持证单位核准能力（万吨/年）及实际收集利用处置情况（万吨）



资料来源：各年度《全国环境统计年报》，华创证券

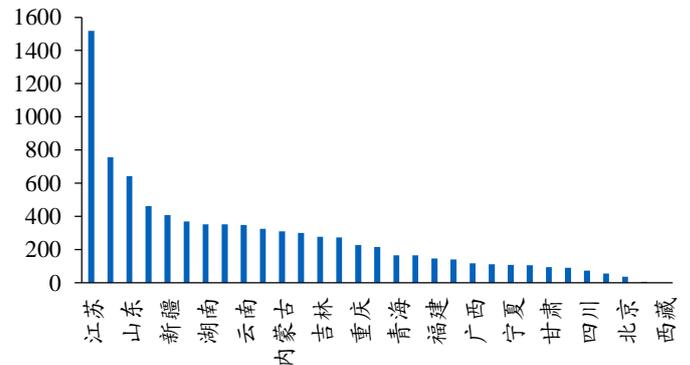
空间结构失衡，各省危废生产量和处理能力差异严重。处理能力是指核准的危废处理量，生产量为企业自主申报量。综合看来，该处理量和产生量数据可能与实际值有些许差异。各省中危废处置率较低的省份有内蒙古、青海、广西、四川和黑龙江等。而有的省份不仅可以处置本省危废，还有余力接受外省危废，如河南的危废处置率为 604.2%，其危险废物实际收集和利用处置量远超过危废产量。

图表 30 各省市公布危废量（单位：万吨）



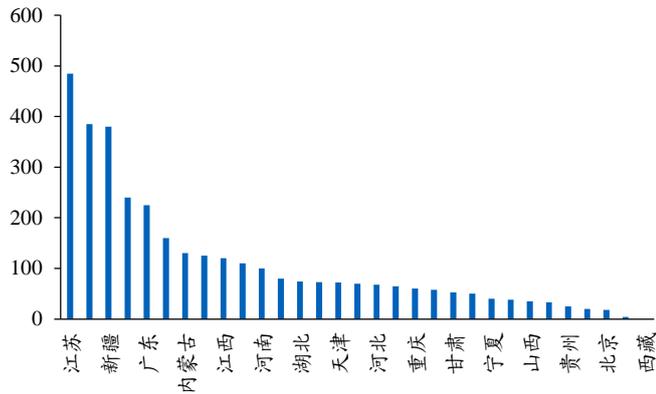
资料来源：各省环保厅，华创证券

图表 31 各地危废处理产能差额（单位：万吨/年）



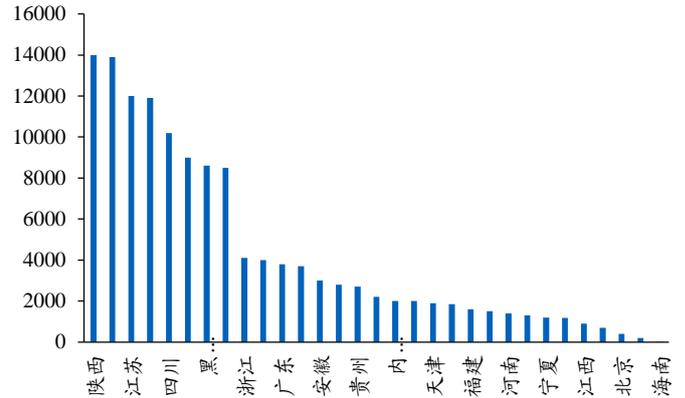
资料来源：各省环保厅，华创证券

图表 32 危废持证单位实际收集和利用处置量 (万吨)



资料来源: 各省环保厅, 华创证券

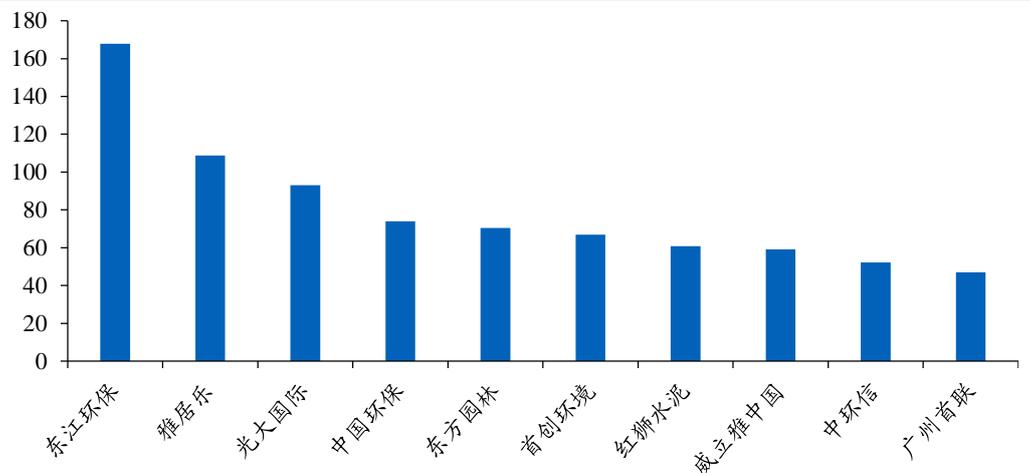
图表 33 2019 年一般工业固废产生情况 (万吨)



资料来源: 2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报, 华创证券

区域价格差异显著, 焚烧价格波动较大。以具有通用可比性的危险废物焚烧和水泥窑协同处置价格为参考, 对包括东部及中西部和东北地区在内的市场抽样调查结果, 2019 年危险废物市场价格呈现以下特点: **1) 区域价格差距明显**, 经济发达地区危险废物处置价格总水平依然高企。上海、江苏、浙江等长三角核心区域危险废物焚烧价格为 6000-8000 元/吨, 部分地区实验室废物焚烧价格可达 12000 元/吨以上; 山东、四川、重庆、广东、辽宁等地焚烧价格在 4000-6000 元区间; 其他地区价格总体稍低; **2) 危险废物处置价格上涨态势不再延续**, 一些地区出现危险废物处置价格下降, 多数地区价格持平, 仅少数地区价格个别性小幅上涨。山东、广东、河北、福建、江西, 甚至上海、浙江等多地焚烧价格出现下降, 降幅最大的达 4000 元/吨; **3) 焚烧价格变动幅度较大**, 填埋价格基本持平或微涨, 水泥窑协同处置价格总体平稳。焚烧价格由一路狂升转平, 部分地区开始掉头向下, 变动幅度在三者间最大。此外个别地区出台了危险废物处置政府指导价, 对稳定危险废物处置价格起到一定作用。但总体而言, 危险废物处置价格受成分、含量、热值及供求关系等因素的影响更大, 市场才是价格形成的主体机制。

图表 34 2018 年中国危废处理企业处理能力前十情况



资料来源: 北极星环保网, 华创证券

危废行业目前呈现小而散的局面，未来龙头市占率有望提升。行业集中度较低原因一方面在于较高水平危废处理技术具有一定限制。全国核准危废处置企业中，危废处理项目产能低于2万吨以下的占有66.9%，而高于25万吨仅有1.4%。能处理25万吨危废的公司仅占全国总数1%。其他产能为2-5万吨、5-10万吨、10-25万吨的分别占17.0%、8.1%、6.6%。另一方面，危废资质获取困难，加之跨省转移审批较为严格，企业也缺乏产能升级的资金与动力，产能扩张困难，难以形成规模经济，不能构建较为完整成熟的产能体系。但基于此，一些规模庞大、资金实力雄厚、资质较为齐全，且具有确定性产能增量的龙头的市场占有率有望逐步提高。行业逐渐整合近年来，我国危险废物行业市场逐渐整合，随着新固废法的实施，危险废物监管加严，具备综合处置能力和较强技术管理水平企业仍在不断地兼并收购，扩充行业市占率，增强行业影响，部分小型企业将逐步退出行业，进而促成行业整合。

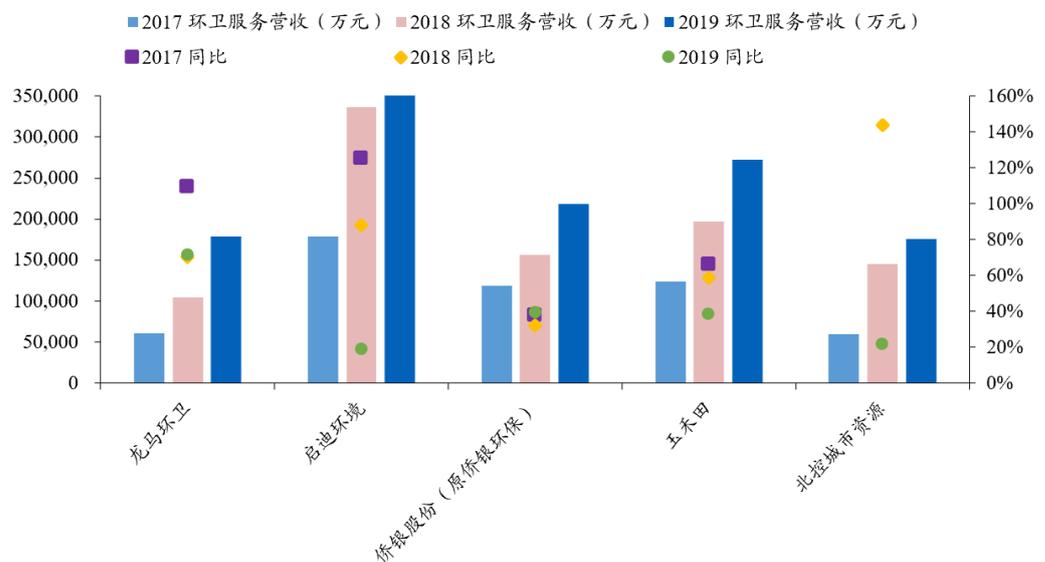
行业集中度提升背景下，处置价格有望维稳。2020年新冠疫情冲击之下，上游的产废企业产能减少，广东、山东等地区的无害化焚烧处置均价均呈不同程度下跌。从中长期看，危废产量及存量可对处置需求进行支撑，同时在监管趋严的大背景下，加速中小企业落后产能出清可，改善供需格局。综合而言，行业处置价格有望维稳，龙头企业的毛利率或将改善。

四、北控城市资源：后起之秀，蓄势待发

(一) 环卫业务实现迅速发展，订单充沛增厚业绩

环卫板块后起之秀，业务增速亮眼。北控城市资源的前身贵港环卫于2013年成立，建设及运营若干垃圾回收站，开展生活垃圾运输业务。2015年，北控城市服务(中国)正式成立，环卫业务向全国范围拓展。2018年，公司运营的环境卫生服务项目产生的年收益超过了1600万港币。在环卫行业的龙头公司中，除了北控城市资源成立较晚，其余企业均成立于2010年之前，最早的侨银股份更是成立于1993年。尽管进入市场的时间较晚，但北控城市资源环卫服务的营收有向龙头企业追赶的态势。

图表 35 龙头公司环卫服务营收



资料来源: Wind, 华创证券

公司环卫项目储备丰厚，2020 年新签合同逾百亿。北控城市资源主要有两种项目模式：1) “建设-转让-经营” (BTO 模式)，如务川县城乡生活垃圾收运项目、河间农村项目和昆明市西山区项目；2) “移交-经营-移交” (TOT 模式)，如河间市项目、秦皇岛市抚宁区垃圾运输项目和南皮县城乡项目。2020 年，北控城市资源的环卫业务继续稳步增长，公司共有 107 个正在运营的环境卫生服务项目，新增年化服务金额突破 10 亿，新签合同总金额突破 110 亿，公司先后在广东、山东、山西、江西、四川、湖南、湖北、青海、河北、江苏等 10 个省份收获各类和运营类项目 21 个。其中合同额 70 亿+项目 (深圳宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目) 1 个，合同额 10 亿+项目 (南充市嘉陵区城乡环境综合治理项目、江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目) 2 个。其中深圳宝安区环卫一体化项目更是首次将环卫市场化项目合同额提升到 70 亿级。

图表 36 深圳宝安区环卫一体化项目环卫作业图


资料来源：宝安日报《宝安全力推进环卫一体化全覆盖》，华创证券

图表 37 北控城市资源 2020 年新增订单

项目	中标时间	年化金额 (万元)	年限 (年)	总金额 (亿元)
武功县城区环卫作业市场化增量项目	2020/12/30	313	15	0.47
伍家岗区 2020 至 2023 年度垃圾分类运输服务采购	2020/12/16	520	3	0.16
沧州市肃宁城乡环卫护路一体化项目	2020/11/27	2856	3	0.86
赣州市全南县村庄环境长效管护市场化服务项目	2020/9/30	1963	3	0.59
泸州市叙永县综合行政执法局叙永县清扫保洁服务项目 (原合约于 2020/7 到期，此为续签)	2020/9/30	1763	3	0.52
江门市新会区主城区环卫一体化和市场化作业项目 (二次招标)	2020/9/5	17606	8	15.65
仁化县城区生活垃圾分类试点项目	2020/5/15	671	3	0.2
贵德县常牧镇曲丹峪集镇清扫保洁、垃圾填埋场及新增公厕运营管理项目	2020/5/13	196	3	0.06
大荔县城区环卫作业市场化购买服务项目	2020/5/9	3800	3	0.14
南充市嘉陵区城乡环境综合治理项目	2020/4/24	4237	25	10.59
太原市晋源区城乡管理局晋源区义井街办、金胜镇购买环卫市场化运营服务项目	2020/3/17	5410	3	1.62
淄博市张店新旧城区园林绿化养护项目	2020/2/12	5138	3	1.54
新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020/1/17	48747	15	73.12
新田县农村生活垃圾前端清扫保洁及收集服务项目	2020/1/17	2486	3	0.75
周村区环卫作业市场化政府购买服务项目	2020/1/17	4918	8	3.93
总计		100596		111.2

资料来源：公司公告，公司官网，中国采招网，华创证券整理

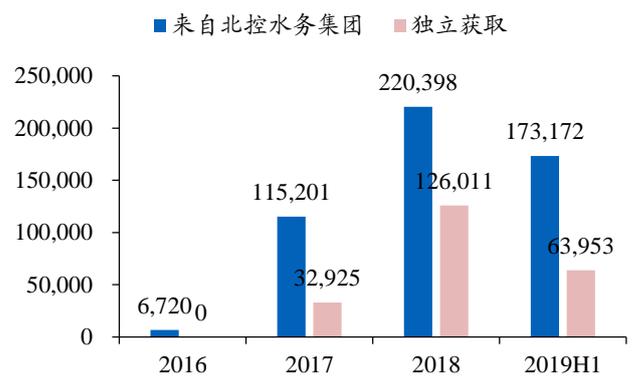
背靠北控水务集团，行业资源充裕。自公司成立起，北控水务集团一度是公司项目的主要来源，2016-2019H1 母公司为北控城市资源分别提供 1、40、52 和 54 个项目，收入分别为 0.19、4.96、11、7.7 亿港元。直到 2018 年，公司独立获取的项目数量才超过了从北控水务集团获取的项目数量，但从北控水务集团获取的项目数量仍接近公司环卫项目总量的一半。截至 2019 上半年，北控城市资源 112 个在运项目中的 54 个由北控水务集团推介，转让的项目有 30 个。同时作为北京市国企，北控城市资源也拥有强大的政治资源。从项目收益看，从北控水务集团获取的项目毛利明显高于北控城市资源独立获取的项目毛利。依托北控水务集团的龙头地位，公司实现项目数量和质量的双丰收。

图表 38 北控城市资源环卫项目来源 (个)



资料来源：招股说明书，华创证券

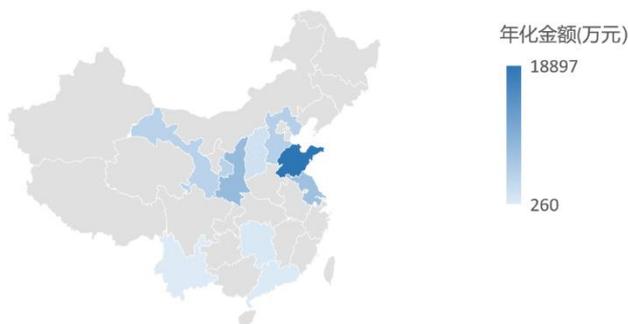
图表 39 北控城市资源环卫项目毛利 (千港元)



资料来源：招股说明书，华创证券

合理布局商业版图，扩展新市场和深耕旧市场齐头并进。从项目年化服务金额来看，近两年北控城市资源新增的大项目并没有在项目数量较多的河北省、贵州省，而出现在山东省和广东省。项目的数量和项目的年化服务金额呈现不连续性。但正是这种不连续性体现出公司在发达地区以“质”获利和欠发达地区以“量”获利的战略方针。由于环卫服务项目的经验具有较强的可复制性，在起步阶段，公司通过在中西部欠发达省份运营大量小额项目，积累经验和口碑，然后逐步向沿海发达省份辐射，获取大额订单。

图表 40 北控城市及资源 2019 年新增订单地域分布



资料来源：中国采招网，华创证券整理

图表 41 北控城市及资源 2020 年新增订单地域分布



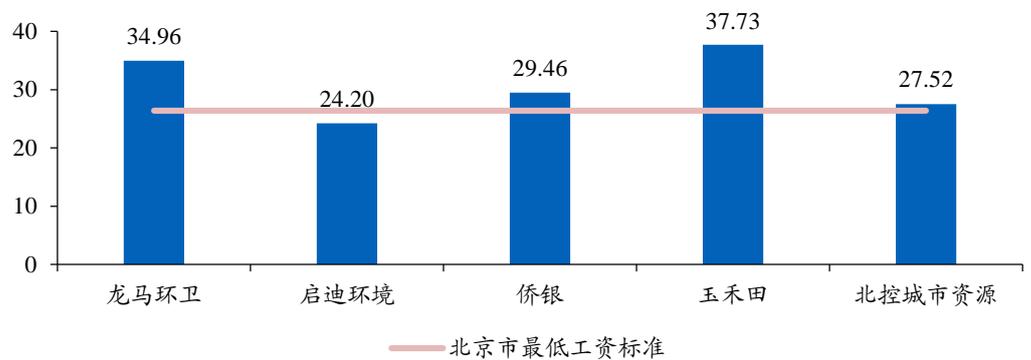
资料来源：中国采招网，华创证券整理

智慧平台建设赋能精细化运营。智慧环卫平台包括：可视管理、基础管理、指挥调度、品质督察、作业管理和运营管控。截至 2020 年上半年，公司 15 个大项目已上线智慧环卫系统，3 个项目已完成智慧环卫平台建设工作。未来公司计划植入 5G 和大数据等技术

应用,建设集团化整体智慧环卫平台,辐射全部环卫项目。公司还推进危废 ERP 系统建设:ERP 工厂智慧大脑包括:设备智能化、工业物联网、云计算、大数据分析。推行全国布局集团化、智慧化统一标准管控模式,以工业物联网为基石、工业大数据为引擎,通过大数据分析手段实现生产过程自动化、精益化,保障运营效率更高、运行质量更优。

高于行业标准的薪酬激发员工的积极性。环卫工人工资一般在所在城市最低工资标准上下。2019 年,北控城市资源员工平均工资为人民币 27519 元,高于一线城市中的北京、广州、深圳的最低工资标准千余元人民币,仅低于上海市最低工资标准,居行业领先地位。高于行业平均水准的薪酬福利待遇赋予公司员工责任感、获得感、归属感、荣誉感,提高工作积极性。同时,北控城市资源不通过第三方劳务派遣公司与员工签订合同,更能保障员工的合法权益。

图表 42 头部环卫企业员工人均薪酬 (千元/年)



资料来源: Wind, 华创证券整理

高管团队深耕行业多年,成熟的管理班底保障公司稳定发展。多数北控城市资源的高层管理人员在北控水务集团任职多年,具有多年环保公司的管理经验,在实际管理运营公司的过程中,北控水务集团成熟的管理模式、经验可以被有效借鉴。同时大多数高管都毕业于名校,拥有扎实的理论功底,与管理经验相得益彰。

图表 43 北控城市资源部分高管团队履历

董事	最高学历毕业院校	加入北控城市资源前的工作经历
周敏	清华大学	2001-2014 年于北控中科成环保担任执行董事及财务总监,主要负责财务管理。自 2014 年 5 月起,担任北控中科成环保董事长,主要负责整体管理。
冯志伟	香港理工大学	在企业财务和投资者关系方面拥有 20 年经验,是英国特许公认会计师公会及香港会计师公会的资深会员。
张海林	北京航空航天大学	2009 年 1 月起至 2015 年 7 月在北控水务集团担多个职位,离职前担任行政经理,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。
赵克喜	清华大学	2003 年 12 月至 2008 年 6 月期间担任主要从事水处理的北控水务集团的附属公司北控中科成环保集团有限公司担任审计部门主任,主要负责监督审计相关工作。2008 年 6 月至 2016 年 11 月期间,在北控水务集团担任多个职位,离职前担任副总裁,主要负责投资管理及审计相关事宜。
李力	清华大学	2010 年 10 月加入北控水务集团。自 2014 年 2 月担任北控水务集团的执行董事及,2016 年 3 月成为执行总裁,在此期间主要负责监督日常运营及运营管理。

资料来源: Wind, 华创证券整理

(二) 危废业务盈利模式明晰，订单及毛利率双增

基于环卫，始于医废，兴于并购。公司的危废业务可溯源至北控水务（广西）成立的贵港医疗废物，自贵港医废成立后开始运营广西贵港北控水务医疗废物处理中心，环保业务扩展至危废领域。2015年，万光注册成立，并于2016年末成为北控水务集团的联营公司，万光自此成为提供危险废物处理服务的平台公司。2016年12月，集团开始通过收购青岛北控连同若干从事危废处理服务的项目公司（包括山东平福）扩展危废业务。2017年，公司完成其包含两个主要部分（环境卫生服务和危险废物处理服务）的业务策略布局；2019年，荣获“中国固废网环卫十大影响力企业”。

图表 44 公司危废板块形成发展过程

时间	事件
2013	贵港环卫成立，开始于广西贵港投资、建设及运营若干垃圾收运站，并从事生活垃圾的运输。开启了北控水务集团在环卫领域的突破。
2014	贵港医疗废物成立，开始营运广西贵港北控水务医疗废物处理中心，公司的环保业务涉足到危废领域。
2016	万光成为北控水务集团的联营公司，收购青岛北控连同若干从事提供危险废物处理服务的项目公司（包括山东平福），扩展危废业务。
2019	荣获“中国固废网环卫十大影响力企业”。

资料来源：公司官网，华创证券

公司在积极获取大单同时也在推动低效益项目出清。截至2020上半年，公司共运营7个危废项目，其中包括5个无害化项目，2个资源化项目；无害化业务设计处理能力41.6万吨/年，资源化业务设计处理能力25.0万吨/年。此外，公司还有1个运营项目以及4个在建项目。同时，公司也不断调整项目的结构，获取运营大单的同时也在清理效益较差的项目，提升运营效率。

图表 45 公司危废板块在手项目

项目名称	处置类型	设计处置量（吨/年）	状态
广西贵港医废项目	高温蒸汽减菌	3650	运营
山东平福危废项目	焚烧/物化/填埋	81400	
山东寿光危废项目	焚烧	9000	
宜昌姚家港危废项目	焚烧/物化/填埋	99692	
新疆哈密水泥窑协同项目	水泥窑协同处置	50000	
四川自贡医废项目	高温蒸汽减菌	3600	试运营
山东寿光危废项目（二期）	焚烧/物化/填埋	70674	在建
山东平福危废项目（二期）	焚烧/物化/填埋	33000	
浙江仙居危废项目	焚烧	15000	
四川自贡危废项目	焚烧填埋	50000	运营
宁夏睿源项目	精馏提纯	200000	
重庆项目	塑料再生	50000	

资料来源：公司官网，华创证券

公司技术积淀深厚，可满足各种处置需求。公司具备市场全部四种危废处理主要方式及多类危险废物经营资质，可满足不同处置需求。公司完成11项专利申报，并已获得5

个专利受理通知书；公司搭建“行业规范+专业技术+专项技能”的危废技术培训体系，对危废焚烧炉、料坑、蒸汽、处置方式、尾气处理、资源化等技术进行鉴别和技术储备，提高技术管理水平，因此公司在运营项目产能利用率较高。

图表 46 公司危废项目产能利用率较高

项目名称	处置方式	2019H1 产能利用率
山东平福固危废处置项目	焚烧方式	123%
宁夏睿源废旧甲醇及混醇回收循环利用项目	精馏提纯	146%
广西贵港医废处置项目	加热蒸汽灭菌	144%

资料来源：招股说明书，Wind，华创证券

公司重视人才培养与装备研发公司夯实技术体系，建立人才队伍。公司组织完成《危险废物实验室管理手册》、《水泥窑协同处置危险废物项目工作手册》编制工作；对技术人员进行多维度的分类培养，与集团需求相匹配。拓展技术应用创企业品牌：完成 11 项专利申报；已获得 5 个专利受理通知书；搭建“行业规范+专业技术+专项技能”的危废技术培训体系；对危废焚烧炉、料坑、蒸汽、处置方式、尾气处理、资源化等技术进行鉴别和技术储备，提高技术管理水平。

协同效应进一步提高公司竞争力。北控集团会将有关危废和环卫方面的需求的客户介绍给公司，项目上的关联使得公司与集团产生了协同效应，帮助公司获得信息优势，降低了供求双方接触交流的成本，促进公司产能释放。由于公司与集团的核心发展地区都是粤港澳大湾区、华东与京津冀地区，**发展区域上的高度重合进一步促进协同效应。**协同效应结合规模经济有利于集团和公司实现双赢。集团遇到一些城市想要获取水务、垃圾焚烧与危废的综合城市服务业务，那么集团可以凭借打包优势参与竞争，公司的危废业务也就搭上了集团的“顺风车”。

未来公司环卫+危废双翼齐飞，业务布局将更为广泛。未来环卫业务重点开发长三角经济带、粤港澳大湾区、京津冀地区及省会和中心城市，同时重点投资大体量、长周期项目。危废业务当下仍以无害化处置为主，同时发展资源化业务。结合各省规划，实现工业大省综合处置利用工厂的布局。多方推动，重点布局。环卫业务，打造“1+N”商业模式，以传统环卫业务为主体，统筹推进垃圾分类、园林绿化、物业管理、水域保洁等业务，专注提供全方位城市管理服务。危废业务，逐渐形成资源化、无害化并重，协同发展新局面，形成集团化全国布局。

五、投资建议

综合公司背靠强大的股东资源、大体量项目开拓能力以及协同效应较强的商业模式，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 31.4、43.2、54.7 亿元，归母净利润 3.8、5.0 和 6.5 亿元，同比增长 79.4%、30.3%、31.6%，对应 EPS 为 0.11、0.14、0.18，对应 PE 为 12、9、7。我们给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应目标股价 3.2 港元/股，较当前股价有 144.3%的提升空间，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 47 可比公司 P/E 估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	P/E		
			2019A	2020E	2021E
300815.SZ	玉禾田	113.68	18.90	17.13	16.74
002973.SZ	侨银股份	93.05	28.65	26.82	25.06
603686.SH	龙马环卫	64.14	15.96	14.86	12.72
000967.SZ	盈峰环境	255.58	19.74	17.22	14.33
平均值			20.81	19.01	17.21

资料来源: Wind, 华创证券

六、风险提示

环卫市场化进度不达预期; 项目推进不达预期; 市场竞争加剧。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	942	5,409	6,960	7,155
应收票据	0	0	0	0
应收账款	695	899	1,237	1,567
预付账款	0	0	0	0
存货	40	49	70	88
其他流动资产	371	1,198	658	832
流动资产合计	2,048	7,555	8,925	9,642
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	29	32	36	40
固定资产	1,566	2,008	2,458	2,857
无形资产	302	307	306	300
其他非流动资产	522	728	698	669
非流动资产合计	2,419	3,075	3,498	3,866
资产合计	4,467	10,630	12,423	13,508
短期借款	505	805	1,605	1,605
应付票据	0	0	0	0
应付账款	144	176	252	317
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动				
负债	0	0	0	0
其他流动负债	800	966	1,360	1,693
流动负债合计	1,449	1,947	3,217	3,615
长期借款	740	1,140	1,140	1,140
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	256	256	256	256
非流动负债合计	996	1,396	1,396	1,396
负债合计	2,445	3,343	4,613	5,011
归属母公司所有者权益	1,625	6,760	7,113	7,578
少数股东权益	397	527	696	919
所有者权益合计	2,022	7,287	7,809	8,497
负债和股东权益	4,467	10,630	12,423	13,508

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	569	477	627	768
现金收益	568	598	696	893
存货影响	36	-9	-21	-18
经营性应收影响	-119	-205	-338	-330
经营性应付影响	37	32	77	65
其他影响	47	60	214	159
投资活动现金流	-232	-438	-463	-409
资本支出	-184	-439	-458	-404
股权投资	-1	3	4	4
其他长期资产变化	-47	-2	-9	-9
融资活动现金流	6	4,428	1,387	-164
借款增加	58	700	800	0
股利及利息支付	0	-155	-202	-266
股东融资	0	546	0	0
其他影响	-52	3,337	789	102

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,441	3,139	4,323	5,473
营业成本	1,727	2,112	3,031	3,806
税金及附加	0	0	0	0
销售费用	14	13	19	24
管理费用	299	347	470	589
财务费用	57	45	-17	-35
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	343	621	820	1,089
营业外收入	34	30	30	31
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	377	651	850	1,120
所得税	79	135	176	233
净利润	298	516	674	887
少数股东损益	46	130	170	223
归属母公司净利润	252	386	504	664
NOPLAT	344	552	660	859
EPS (摊薄)	0.07	0.11	0.14	0.18

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	28.6%	37.7%	26.6%
EBIT 增长率	67.7%	60.5%	19.6%	30.1%
归母净利润增长率	-33.2%	53.3%	30.6%	31.7%
获利能力				
毛利率	25.0%	28.6%	37.7%	26.6%
净利率	67.7%	60.5%	19.6%	30.1%
ROE	-33.2%	53.3%	30.6%	31.7%
ROIC	25.0%	28.6%	37.7%	26.6%
偿债能力				
资产负债率	54.7%	31.4%	37.1%	37.1%
债务权益比	74.2%	30.2%	38.4%	35.3%
流动比率	141.3%	388.0%	277.3%	266.7%
速动比率	138.6%	385.5%	275.2%	264.3%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	94	91	88	92
应付账款周转天数	26	27	25	27
存货周转天数	12	8	7	8
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.16	0.13	0.17	0.21
每股净资产	0.45	1.88	1.98	2.11
估值比率				
P/E	14	12	9	7
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	21	19	16	12

环保与公用事业组团队介绍

组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

分析师：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
私募销售组	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522