



深耕环卫服务市场的老牌企业，资本助力公司二次启航

侨银环保(002973)

主要观点:

► 多年深耕环卫服务市场，人居环保综合提升服务商战略确立

2001年11月，刘少云和石青松共同出资设立广州市霖泽园林绿化有限公司，主营业务方向为园林绿化设计与管养。2008年3月，公司更名为广州侨银环保技术有限公司。同年6月，公司主营业务向环卫清洁服务转变。2010年9月，公司拓展其业务领域，除提供环卫清洁服务外，主营业务还涉及环保技术服务、污水集运处理、市政工程及设施维护等。2016年6月，公司完成股份制改制，股份公司正式设立，公司“人居环保综合提升服务商”的战略定位于同年11月确立。2017年7月，公司智慧环卫平台投入使用，大幅提高了公司管理效率。2020年1月，公司在深交所主板上市，成为我国第一家A股上市的环卫服务企业。

► 业内影响力和竞争实力强，在手订单充足

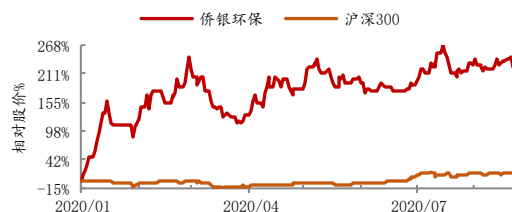
中国城市环境卫生协会研究部、上海市环境工程设计科学研究院有限公司2017年10月联合发布的《中国城市环境卫生行业年度发展研究报告》(2016-2017)显示，2016年度环卫行业新签环卫市场化项目合同总额达到829亿元，公司2016年度新签合同金额位列全国十强。2016年、2017年、2018年、2019上半年公司新中标合同金额分别达到13.20亿元、88.36亿元、63.94亿元、51.96亿元，首年服务费金额分别为3.16亿元、7.61亿元、8.14亿元、6.75亿元，呈现快速增长势头。2019年全年，公司实现新增订单总额123.81亿，同比增长93.63%。受疫情影响，2020年上半年公司拿单速度有所放缓。上半年公司新增服务城市4个，分别为辽宁省抚顺市、江苏省徐州市、安徽省池州市和河南省洛阳市；新增中标环卫服务项目11个，合计中标总额为6.82亿元，合计年化金额为1.44亿元。截至2020年6月底，公司在手合同总金额达279.71亿元。虽然疫情对公司拿单数量及金额有所冲击，但公司在手订单仍较为充足，后续业绩增长有可靠保障。

► 公开发行可转债获证监会审核通过，盈利增长和业务拓展步伐有望加快

2020年5月14日，公司对外公告了公开发行A股可转债预案，拟发行可转债总额不超过4.2亿元。其中拟投入环卫设备资源中心项目2.94亿元，剩余1.26亿元用于偿还银行贷款。根据业务发展需求，公司拟为环卫服务项目公司提供环卫设备综合解决方案，即通过购买一定数量的环卫装备，组建具有一定规模的环卫设备资源中心，实现环卫服务项目的市场拓展。计划未来两年(2021-2022年)总投资额为31815万元，主要用于购置环卫设

评级及分析师信息

| | |
|-------------|------------|
| 评级: | 增持 |
| 上次评级: | 首次覆盖 |
| 目标价格: | |
| 最新收盘价: | 28.54 |
| 股票代码: | 002973 |
| 52周最高价/最低价: | 30.39/8.27 |
| 总市值(亿) | 116.63 |
| 自由流通市值(亿) | 11.67 |
| 自由流通股数(百万) | 40.89 |



分析师: 晏溶

邮箱: yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话: 0755-83026989

相关研究

1. 公司点评: 环卫行业老牌企业，资本助力二次飞跃
2020.8.18
2. 行业深度: 详剖安徽省固废市场，垃圾清运体系加速完善值得期待
2020.8.4
3. 行业深度: 类消费市场升级化下的必然选择，环卫市场动机足空间大
2020.5.19

备，其中运输设备 30640 万元，包括新能源洗扫车、新能源清洗车、洗扫一体车、压缩车、洒水车等；机械设备投资 1175 万元，包括压缩箱、连体箱、垃圾箱等。资金来源为以公开发行可转换公司债券等方式进行自筹。2020 年 8 月 18 日，关于公开发行可转债申请获得证监会审核通过。待可转债发行成功后，将募集资金用于偿还银行贷款可以削减公司银行贷款规模，降低利息费用支出，进一步提高公司盈利水平。此外，若公司环卫设备资源中心项目顺利实施，届时公司可以向地方环卫服务运营公司以设备租赁及设备借款等多种方式为其提供环卫设备，有利于公司形成“大总部、小区域”的运营架构，在各地快速建立轻资产运营公司以实现多区域布局，进一步延伸公司的主营业务，助力收入的可持续增长。

投资建议

公司是国内较有影响力的人居环境综合提升服务商，以城乡环卫清洁、生活垃圾处置、市政环卫工程以及其他环卫服务为主营业务，主要业绩来自于城乡环卫清洁收入。在环卫市场化动机空间大的背景下，随着公司在手项目业绩陆续释放、环卫机械化和智慧化的逐步深入以及对业务延伸的积极探索，公司未来运营规模将持续扩大，市占率有望稳步提升，业务领域也将越来越多元化。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 31.70 亿元、44.51 亿元和 62.19 亿元，同比增速分别为 44.4%、40.4%和 39.7%；归母净利分别为 3.92 亿元、3.30 亿元和 4.58 亿元，同比增速分别为 198.6%、-15.9%和 38.8%。对应 EPS 分别为 0.96/0.81/1.12 元/股，对应 PE 分别为 27/32/23 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 环卫服务市场化推进不及预期；
- 2) 公司拿单数量和金额不及预期；
- 3) 公司项目投运进度未达预期；
- 4) 行业竞争加剧，公司业务规模扩张速度低于预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,576 | 2,195 | 3,170 | 4,451 | 6,219 |
| YoY (%) | 32.8% | 39.3% | 44.4% | 40.4% | 39.7% |
| 归母净利润(百万元) | 103 | 131 | 392 | 330 | 458 |
| YoY (%) | 14.4% | 27.9% | 198.6% | -15.9% | 38.8% |
| 毛利率 (%) | 18.3% | 18.4% | 27.9% | 18.5% | 18.6% |
| 每股收益 (元) | 0.25 | 0.32 | 0.96 | 0.81 | 1.12 |
| ROE | 13.8% | 12.4% | 28.3% | 20.1% | 22.7% |
| 市盈率 | 101.51 | 79.34 | 26.57 | 31.61 | 22.77 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 深耕环卫服务市场的老牌企业，资本助力公司二次启航..... | 4 |
| 1.1. 多年深耕环卫服务市场，在手订单充足盈利增长可期..... | 4 |
| 1.2. 业绩持续高速增长，预计未来盈利能力将再提升..... | 12 |
| 2. 投资建议..... | 18 |
| 3. 风险提示..... | 19 |

图目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历程..... | 4 |
| 图 2 截至 2020 年 6 月底公司股权结构..... | 5 |
| 图 3 公司主营业务..... | 6 |
| 图 4 2015-2020H1 公司营业收入和营业成本情况..... | 13 |
| 图 5 2015-2020H1 公司归母净利润情况..... | 13 |
| 图 6 2015-2020H1 公司利润率情况..... | 14 |
| 图 7 2015-2020H1 公司期间费用率情况..... | 14 |
| 图 8 2015-2020H1 公司各业务营业收入占比情况..... | 14 |
| 图 9 2015-2019 年公司各业务毛利率情况..... | 14 |
| 图 10 2015-2019 年公司 ROA 和 ROE 情况..... | 15 |
| 图 11 2015-2019 年公司固定资产和货币资金情况..... | 15 |
| 图 12 2015-2020H1 公司资产负债率情况..... | 16 |

表目录

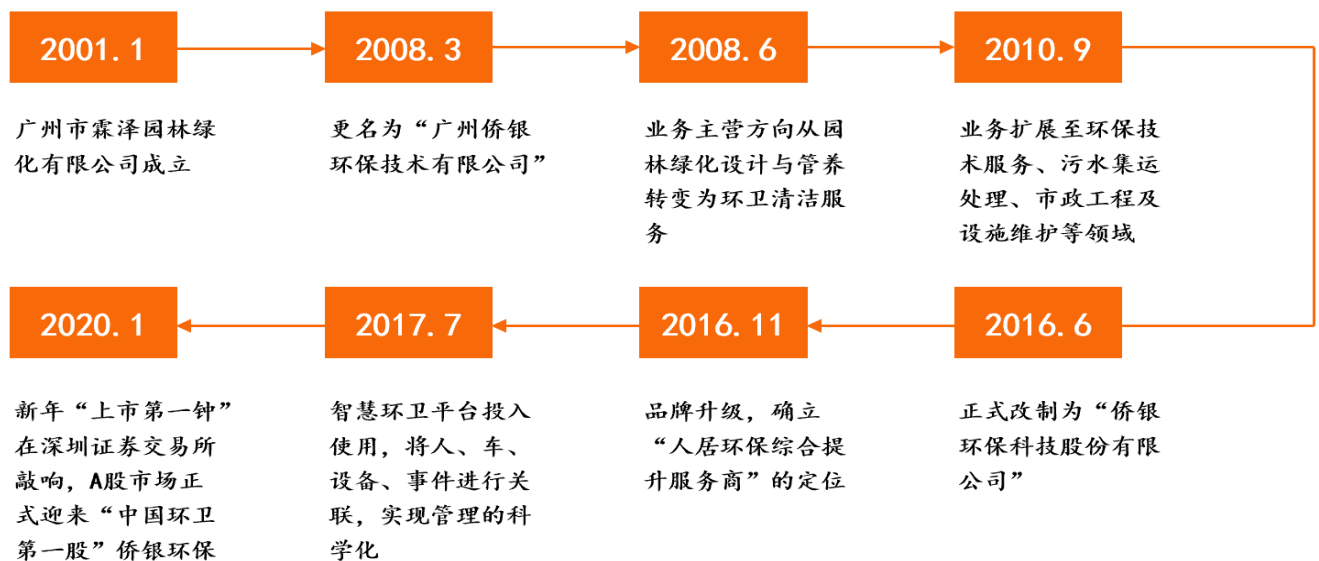
| | |
|--|-----------|
| 表 1 公司 2017-2019H1 中标项目数量及金额..... | 7 |
| 表 2 公司 2020 年上半年新增中标环卫服务项目..... | 8 |
| 表 3 2016-2019H1 公司城乡环卫保洁项目按规模分类情况..... | 9 |
| 表 4 2019H1 公司收入贡献前十的城乡环卫保洁项目..... | 9 |
| 表 5 2019 年底公司及下属子公司正在履行的 1 亿元以上项目合同..... | 错误!未定义书签。 |
| 表 6 2019H1 公司主要生活垃圾处置、市政环卫工程、其他环卫服务项目..... | 11 |
| 表 7 截至 2019 年底公司正在履行的 BOT/特许经营合同..... | 12 |
| 表 8 公司拟发行可转债资金投向情况..... | 17 |
| 表 9 公司首次公开发行资金投向情况..... | 17 |
| 表 10 侨银环保收入预测表（百万元）..... | 18 |
| 表 11 侨银环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况..... | 19 |

1. 深耕环卫服务市场的老牌企业，资本助力公司二次启航

1.1. 多年深耕环卫服务市场，在手订单充足盈利增长可期

多年深耕环卫服务市场，业务逐步向多领域拓展。2001年11月，刘少云和石青松共同出资设立广州市霖泽园林绿化有限公司，主营业务方向为园林绿化设计与管养。2008年3月，公司更名为广州侨银环保技术有限公司。同年6月，公司主营业务向环卫清洁服务转变。2010年9月，公司拓展其业务领域，除提供环卫清洁服务外，主营业务还涉及环保技术服务、污水集运处理、市政工程及设施维护等。2016年6月，公司完成股份改制，股份公司正式设立，公司“人居环保综合提升服务商”的战略定位于同年11月确立。2017年7月，公司智慧环卫平台投入使用，大幅提高了公司管理效率。2020年1月，公司在深交所主板上市，成为我国第一家A股上市的环卫服务企业。

图1 公司发展历程

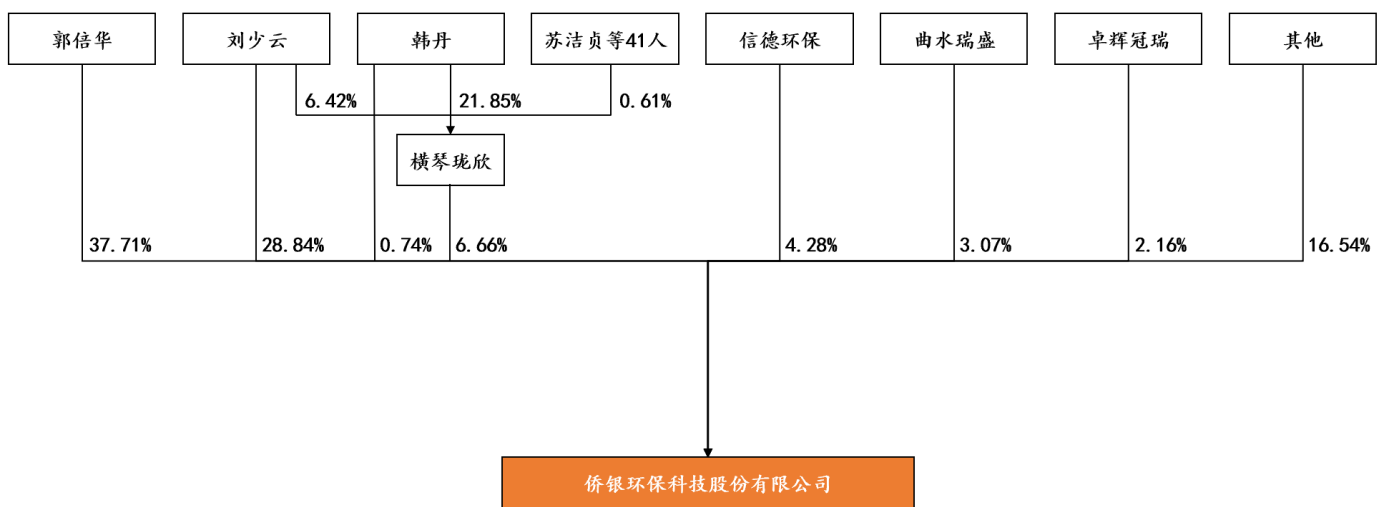


资料来源：公司公告，华西证券研究所

股权结构集中提高决策效率，员工持股平台方便公司管控。为保障公司控制权的稳定性，2015年12月14日，郭倍华、刘少云、韩丹三人签署了《一致行动协议》，三人对公司的决策、运行、管理全面负责，一致行动。以上三人为家庭成员关系，郭倍华与韩丹为母女关系，刘少云与韩丹为夫妻关系。截至2020年6月底，郭倍华、刘少云、韩丹直接持有公司股份比例分别为37.71%、28.84%、0.74%，合计直

接持有公司 67.39%的股份。公司第三大股东珠海横琴珑欣企业管理中心（以下简称“横琴珑欣”）系公司员工持股平台，共有 43 个合伙人参与，大多为公司高级管理人员，其中刘少云、韩丹持有横琴珑欣股份比例分别为 6.42%和 21.85%，因此刘少云、韩丹通过横琴珑欣间接持有公司 1.88%的股份。综上，郭倍华、刘少云、韩丹三人直接或间接持有公司 69.27%的股份，为公司的实际控制人。公司为典型的家族企业，股权结构较为集中，有利于公司提高内部决策效率，降低管理成本。此外，公司员工持股平台横琴珑欣的合伙人多为公司高管，有助于公司减少代理成本，提高管理效率。

图 2 截至 2020 年 6 月底公司股权结构

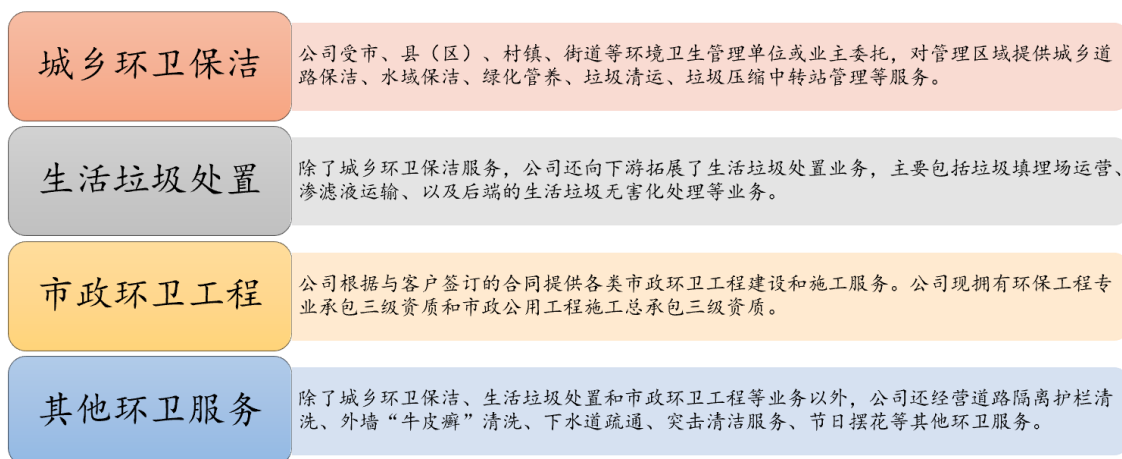


资料来源：公司公告，华西证券研究所

以人居环境综合提升为核心发展战略，具备全产业链服务优势。公司的主营业务为城乡环境卫生一体化管理服务，服务内容主要包括城乡环卫保洁、生活垃圾处置、市政环卫工程和其他环卫服务。公司自 2001 年成立以来一直致力于城乡环境卫生一体化管理服务，围绕“人居环境综合提升”的核心发展战略，制定了“城市大管家+环保创新技术”双轮驱动发展路线，推进“城乡环卫一体化、生产生活污染防治一体化、城市公用设施管理维护一体化、规划投资建设运营一体化”四个战略举措，形成了一套综合性的城乡公共环境管理服务体系。随着城市公共服务市场化的不断推进，政府也更倾向于寻找环卫和环保都能承担的企业来帮助政府完成城市的管理，从而减少政府的中间协调环节，大大地提高效益。公司的全产业链布局，有利于其提前积累环卫和环保的经验和资质、能力，帮助公司更好地适应未来行业发展趋势。

为深化推进双轮驱动发展战略，不断提高技术实力并优化智慧环卫平台。“城市大管家”是基于城市的环卫服务业务，从横向拓宽产业链，为城市提供综合管理服务，比如绿化、公共设施维护、下水管道清梳、公厕维护、垃圾中转站维护等等，延伸到城市各方面的综合服务。“环保创新技术”主要是垃圾的后端处理业务，从纵向上延长产业链，积极积累并不断创新环保技术，在充分的市场调研和可行性论证的前提下承接更多优质的垃圾后端处理业务。为深化推进双轮驱动发展战略，深入研究环保创新技术，2020年6月12日，公司与清华珠三角研究院共同签署了《关于共建清华珠三角研究院固危废处置与智慧环卫研发中心的合作协议》，双方合作建设固危废处置与智慧环卫研发中心，深入研究行业技术研发热点难点，共同推进人居环境的综合提升。同时，公司智慧环卫平台效果显著，通过线上管理与线下作业融合，实现环卫产业人、车、物与互联网应用的连接，全面提升作业质量，降低运营成本，实现管理的精细化、科学化、标准化。公司的信息化优势将进一步促进其管理效益的提高，为业绩增厚提供动力。

图 3 公司主营业务



资料来源：公司公告，华西证券研究所

因地制宜发挥项目管理优势，全国化布局持续推进。2019年度，公司继续完善法人治理体系，成功实施大区管理新模式，构建了总部-大区-项目三级管控架构，形成依托重点区域辐射周边区域拓展的点线面结合的工作格局。公司根据业务经营需要在全国设立了华南大区、云南大区、江西大区等多个运营和市场一体化大区，环卫服务项目由总部投资预决算部、环境服务事业部和各大区协同管理。在项目进场初期，由投资预决算部下设的“进场和运营优化小组”选派经验丰富的项目团队，快速、高效地将公司的项目管理经验植入当地环卫市场，结合项目所在地的实际情况和业主需

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

求，优化作业方案，确认项目运营期间的作业模式、人员配置和环卫设备配备等，打造标准化项目管理模式，极大地发挥了公司在行业内的项目运营管理优势。2020 年上半年，公司新成立了福建大区，业务辐射区域持续扩大。截至 2020 年 6 月，公司业务已覆盖广东、海南、广西、云南、贵州、湖南、江西、福建、浙江、安徽、湖北、四川、江苏、河南、河北、青海、甘肃和辽宁共 18 个省 70 余个城市，全国范围内的市场开拓持续推进初见成效。

业内影响力和竞争实力强，在手订单充足。中国城市环境卫生协会研究部、上海市环境工程设计科学研究院有限公司 2017 年 10 月联合发布的《中国城市环境卫生行业年度发展研究报告》（2016-2017）显示，2016 年度环卫行业新签环卫市场化项目合同总额达到 829 亿元，公司 2016 年度新签合同金额位列全国十强。2016 年、2017 年、2018 年、2019 年公司新中标合同金额分别达到 13.20 亿元、88.36 亿元、63.94 亿元、123.81 亿元，首年服务费金额分别为 3.16 亿元、7.61 亿元、8.14 亿元、13 亿元，呈现快速增长势头。受疫情影响，2020 年上半年公司拿单速度有所放缓。上半年公司新增服务城市 4 个，分别为辽宁省抚顺市、江苏省徐州市、安徽省池州市和河南省洛阳市；新增中标环卫服务项目 11 个，合计中标总额为 6.82 亿元，合计年化金额为 1.44 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司在手合同总金额达 279.71 亿元。虽然疫情对公司拿单数量及金额有所冲击，但公司在手订单仍较为充足，后续业绩增长有可靠保障。

表 1 公司 2017-2019H1 中标项目数量及金额

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 |
|-------------|-----------|-----------|----------|----------|
| 中标项目数量 (个) | 41 | 41 | 52 | 21 |
| 中标合同金额 (万元) | 132031.94 | 883601.26 | 639421.3 | 519603.4 |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 2 公司 2020 年上半年新增中标环卫服务项目

| 公告日期 | 项目名称 | 省份 | 总金额 (亿元) | 年化金额 (亿元) | 项目年限 |
|------------|------------------------------------|----|-------------|--------------|------|
| 2020年2月27日 | 广州市增城区新塘镇环卫保洁项目子项目 7 | 广东 | 0.32 | 0.11 | 3 |
| 2020年3月3日 | 广州市荔湾区城市管理和综合执法局河涌保洁服务采购项目 | 广东 | 0.11 | 0.04 | 2.83 |
| 2020年5月7日 | 抚顺市顺城区环卫市场化改革服务项目 | 辽宁 | 4.20 | 0.53 | 8 |
| 2020年5月7日 | 佛山市张槎街道城市市容环境综合管理服务项目(一标段) | 广东 | 0.47 | 0.16 | 3 |
| 2020年5月8日 | 徐州市城市管理局环卫市场化保洁项目 | 江苏 | 0.46 | 0.15 | 3 |
| 2020年5月15日 | 石湾镇街道农村保洁一体化服务项目 | 广东 | 0.56 | 0.19 | 3 |
| 2020年5月18日 | 池州市主城区香格里拉等新增区域保洁服务项目 | 安徽 | 0.02 | 0.01 | 3 |
| 2020年5月25日 | 洛阳市涧西区环境卫生管理局洛阳市涧西区道路清扫保洁服务项目(四标段) | 河南 | 0.13 | 0.04 | 3 |

资料来源：中国政府采购网，华西证券研究所

城乡环卫保洁项目为营收主要贡献力量，大型项目对业绩的驱动作用逐年增强。

城乡环卫保洁收入是公司业绩的主要贡献力量，2020年上半年，公司城乡环卫保洁收入为 14.08 亿元，占公司当期营业收入的 97.05%。随着公司不断进行市场开发以及公司资产规模、管理水平、行业知名度等各项实力的提高，公司取得大型环卫项目的的能力逐年增强。2016 年、2017 年、2018 年、2019 年上半年，公司年收入大于等于 1000 万的城乡环卫保洁项目分别为 19 个、30 个、35 个、50 个，对应的收入金额和占当年营业收入的比例逐年上升。2019 年上半年，公司收入贡献前十的环卫项目收入占当期城乡环卫保洁收入之比为 38.7%；年收入大于等于 1000 万的项目共 50 个，收入占比为 81.25%，年收入大于等于 500 万但小于 1000 万的项目共 30 个，收入占比为 11.24%；年收入小于 500 万的项目共 72 个，收入占比为 7.52%。可见，不同城乡环卫保洁项目规模差异显著，大型项目为公司城乡环卫保洁收入增长的主要驱动力。其中，公司 2017 年 6 月中标的“昆明市官渡区环卫一体化管理服务政府和社会资本合作项目”为公司规模最大的环卫项目，也是当时全国最大的环卫 PPP 项目。该项目年服务费用为 33427.92 万元，项目合作期为 20 年，总合同金额将达到 67 亿元。2019 年上半年，该项目贡献了公司城乡环卫保洁收入的 13.42%，扛起公司后续营收增长大旗。2019 年底，公司及下属子公司正在履行的合同金额为 1 亿元以上的城乡环卫保洁项目合同共 33 个，总合同金额约为 75.42 亿元，公司城乡环卫保洁业务正迎快速成长。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 3 2016-2019H1 公司城乡环卫保洁项目按规模分类情况

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 大型项目（年收入大于等于 1000 万） | 项目数量（个） | 19 | 30 | 35 | 50 |
| | 收入金额（万元） | 43289.63 | 71440.31 | 108010.8 | 77667.32 |
| | 收入占比 | 54.53% | 65.36% | 72.41% | 81.25% |
| 中型项目（年收入大于等于 500 万·小于 1000 万） | 项目数量（个） | 24 | 23 | 30 | 30 |
| | 收入金额（万元） | 17137.09 | 17206.16 | 22454.97 | 10740.71 |
| | 收入占比 | 21.59% | 15.74% | 15.05% | 11.24% |
| 小型项目（年收入小于 500 万） | 项目数量（个） | 98 | 113 | 104 | 72 |
| | 收入金额（万元） | 18960 | 20648.34 | 18703.94 | 7187.52 |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 4 2019H1 公司收入贡献前十的城乡环卫保洁项目

| 序号 | 项目名称 | 2019H1 收入金额 (万元) | 占城乡环卫保洁收入 比例 |
|----|----------------------------|---------------------|-----------------|
| 1 | 村居市政环卫保洁、绿化管养服务资格项目（祖庙） | 2727.44 | 2.85% |
| 2 | 湛江市霞山区环卫作业服务项目 | 2259.22 | 2.36% |
| 3 | 茂名市中心城区河东片区等环卫作业服务项目 | 2458.03 | 2.57% |
| 4 | 昆明市官渡区环卫一体化管理服务政府和社会资本合作项目 | 12826.47 | 13.42% |
| 5 | 池州市环卫一体化 | 2964.38 | 3.10% |
| 6 | 端州区环卫清运保洁服务采购项目 | 2467.34 | 2.58% |
| 7 | 沧州市环境卫生管理局环卫市场化项目二标段 | 3817.07 | 3.99% |
| 8 | 中山市中心城区道路清扫保洁项目（第二次） | 2556.34 | 2.67% |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 5 2019 年底公司及下属子公司正在履行的 1 亿元以上项目合同

| 序号 | 项目名称 | 合同金额 (万元) | 合同期限 |
|----|--|---------------------|-----------------|
| 1 | 大沥镇市容环卫保洁项目 (包号 1) | 11045.98 | 2015.4-2020.6 |
| 2 | 湛江市霞山区环卫作业服务项目 | 21055.08 | 2015.11-2020.1 |
| 3 | 湛江市赤坎区环卫作业服务项目 | 19320.68 | 2015.10-2020.9 |
| 4 | 中山市西区道路清扫保洁、河涌清理保洁、垃圾清运服务项目 | 11333.73 | 2016.1-2020.12 |
| 5 | 茂名市电白城区环卫保洁项目 | 14263.72 | 2016.2-2021.4 |
| 6 | 茂名市中心城区河东片区等环卫作业服务项目 | 21411.28 | 2016.4-2021.3 |
| 7 | 德令哈市环卫市场化项目 | 29924.03 | 2016.12-2026.11 |
| 8 | 端州区环卫清运保洁服务采购项目 (分包一东片区) | 39022.72 | 2017.3-2027.2 |
| 9 | 池州市环卫一体化项目 | 5838.32 (首年服务费) | 2017.4-2027.4 |
| 10 | 惠城区街道清扫保洁农村垃圾运输政府购买服务项目 (包一) | 16747.85 | 2015.7-2020.6 |
| 11 | 湛江经济技术开发区东海岛街 (镇) 环卫作业服务承包合同 | 13257.12 | 2017.4-2025.3 |
| 12 | 高州市城区清扫保洁服务合同 | 14730.77 | 2017.8-2022.8 |
| 13 | 昆明市官渡区环卫一体化管理服务政府和社会资本合作 (PPP) 项目合同 | 33437.92 (首年服务费) | 2017.10-2037.9 |
| 14 | 阳江市阳东区城区和经济开发区环境卫生清扫保洁及垃圾收集运输市场化运营项目 | 19368.26 | 2018.3-2023.8 |
| 15 | 滁州市南谯区区域环境卫生整治项目 | 10884.61 | 2016.5-2021.4 |
| 16 | 信宜市城区环卫作业市场化项目 | 12396.62 | 2018.5-2023.4 |
| 17 | 端州区环卫清运保洁服务新增面积项目 | 13830.78 | 2018.6-2027.2 |
| 18 | 永丰县城乡环卫一体化购买服务项目 | 25857.89 | 2018.8-2023.7 |
| 19 | 驻马店市驿城区农村垃圾治理项目 | 22017.06 | 2018.8-2026.8 |
| 20 | 化州市城乡环卫服务市场化项目 | 21225.78 | 2018.6-2023.5 |
| 21 | 罗定市城区环境卫生服务市场化项目 | 20747.02 | 2018.12-2024.11 |
| 22 | 兴安县城乡环卫市场化运营采购项目 | 10037.22 | 2018.12-2023.11 |
| 23 | 衢州绿色产业集聚区城乡综合运维项目 (东港片区) 标段 | 14680.79 | 2018.11-2024.10 |
| 24 | 靖安县生活垃圾分类及乡镇环境整治政府购买服务项目 | 22511.5 | 2018.12-2028.12 |
| 25 | 淮北市城区环卫保洁作业市场化项目 | 17988.05 | 2018.7-2021.7 |
| 26 | 祖庙街道村居环卫绿化一体化服务项目 | 19727.94 | 2019.6-2022.5 |
| 27 | 铅山县城乡环卫一体化 PPP 项目 (B 标段) | 21973.6 | 2019.7-2029.7 |
| 28 | 涪江区城区环卫市场化项目 | 67553.22 | 2019.7-2028.7 |
| 29 | 四会市城区环卫清运保洁服务采购项目 | 18594.2 | 2019.3-2024.2 |
| 30 | 武江区城区环卫作业市场化项目 | 49926.46 | 2019.7-2028.7 |
| 31 | 汕头市龙湖区道路清扫保洁及垃圾收集作业服务采购项目 (第一标段: 金霞、珠池、新津街道网格) | 27884.39 | 2019.9-2024.8 |
| 32 | 云浮市云城区 (中心城区) 第八轮环卫服务项目 (第一标段) | 18159.02 | 2019.8-2024.7 |
| 33 | 淮安市环卫市场化政府购买服务 | 106695.01 | 2019.8-2027.8 |

资料来源: 公司招股说明书, 华西证券研究所

其他主营业务在全产业链布局中占比较小, 未来发展空间大。从 2019 年对公司营收产生主要贡献的生活垃圾处置项目、市政环卫工城项目和其他环卫服务项目来看, 公司对营收贡献较大的生活垃圾处置项目、市政环卫工程项目数量较少, 仅 2-3 个项目就贡献了当期九成以上的利润。公司上半年正在履行的其他环卫服务项目体量小、

分布零散，碎片化特征显著，对总营收的贡献程度不大。与城乡环卫保洁项目相比，公司生活垃圾处置项目、市政环卫工程项目以及其他环卫服务项目金额较小，在全产业布局中占比较小，但随着公司全产业链服务优势的不断发挥和人居环境综合提升战略的持续推进，未来还有较大发展空间。

表 5 2019H1 公司主要生活垃圾处置、市政环卫工程、其他环卫服务项目

| 项目类型 | 项目名称 | 2019H1 收入金额 (万元) | 占各类收入比例 |
|----------|---|------------------|---------|
| 生活垃圾处置项目 | 广州市兴丰生活垃圾卫生填埋场渗滤液运输服务项目 | 365.48 | 23.41% |
| | 惠州市市容环境卫生管理局市区生活垃圾填埋场扩容库区填埋作业购买专业服务采购项目 | 953.68 | 61.09% |
| | 大田山废弃物堆填场市政餐厨垃圾污水吸污运输服务项目 | 136.35 | 8.73% |
| | 合计 | 1455.51 | 93.23% |
| 市政环卫工程项目 | 广州市兴丰应急填埋场工程第二填埋区——土工材料铺设专业分包工程 | 155.83 | 7.85% |
| | 海口市江东生活垃圾转运站改造项目(EPC) | 1667.58 | 83.98% |
| | 合计 | 1823.41 | 91.83% |
| | 垃圾清运、化粪池清掏服务合同/绿辰食品 | 4.01 | 5.70% |
| | 垃圾清运、化粪池清掏服务合同/康乐物业 | 3.77 | 5.36% |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

特许经营合同助力业绩可持续增长，未来生活垃圾处置收入占比有望提升。截至 2019 年底，公司正在履行的特许经营合同共 7 个，涵盖城乡环卫保洁、生活垃圾处置以及市政环卫工程各业务领域。特许经营合同规模较大、期限较长，能够为公司带来长期稳健的运营收益，保障公司盈利的可持续性。其中，广州市李坑综合处理厂 BOT 项目和广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目均为公司的大型生活垃圾处置 BOT 特许经营项目，投资金额分别为 4.1 亿元和 4.9 亿元。截止 2019 年 12 月底，广州市李坑综合处理厂 BOT 项目尚处于带料调试阶段，广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目已进入试运营阶段。2017 年以来公司生活垃圾处置收入有逐年下降趋势，待公司广州市李坑综合处理厂 BOT 项目和广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目正式运营并满负荷运转后，公司生活垃圾处置业务收入占比将提升，公司的整体盈利能力也将得到进一步提高。

表 6 截至 2019 年底公司正在履行的 BOT/特许经营合同

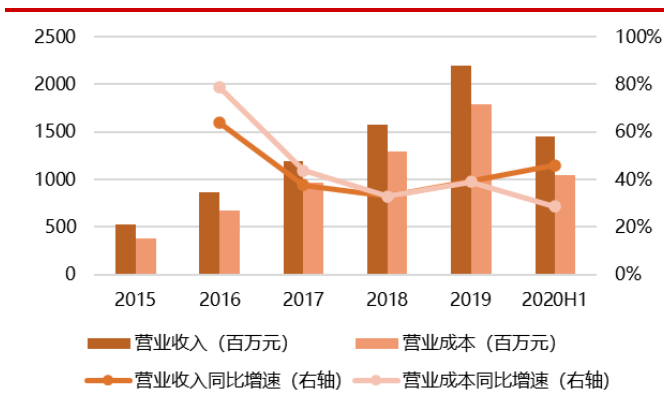
| 项目名称 | 运营单位 | 特许经营年限 | 签署时间 |
|-----------------------------|------|--------|--------|
| 广州市李坑综合处理厂 BOT 项目 | 侨绿固废 | 28 | 2014.8 |
| 广州东部固体资源再生中心污水处理厂 BOT 项目 | 广州银利 | 27 | 2016.3 |
| 习水县城乡生活垃圾一体化 PPP 项目 | 习水侨盈 | 21 | 2018.5 |
| 固始县城乡一体化生活垃圾综合治理 PPP 项目 | 固始侨盈 | 16 | 2018.4 |
| 安福县城乡环卫一体化第三方治理 PPP 项目 | 安福侨银 | 15 | 2019.1 |
| 蒙自市市政综合管理一体化（环卫及绿化管养）特许经营项目 | 侨银环保 | 15 | 2019.3 |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

1.2.业绩持续高速增长，预计未来盈利能力将再提升

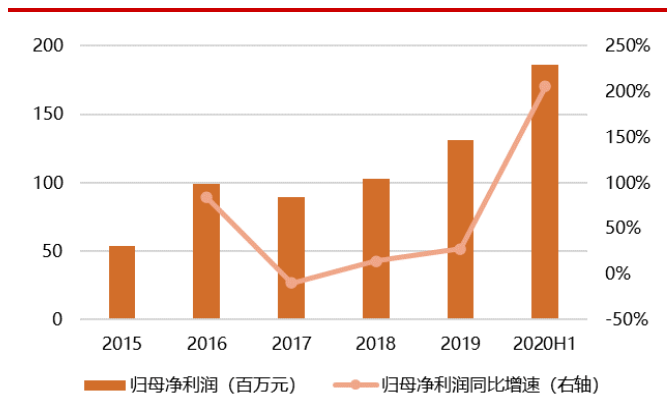
近年来业绩保持高速增长，2020 年上半年减费降税增厚归母净利。2015 年以来，随着环卫服务行业市场化的不断推进，公司市场份额持续提升，刺激营收利润整体向好。2019 年，公司实现营业收入 21.95 亿元，同比增长 39.3%，近五年复合增长率 33.06%；发生营业成本 17.9 亿元，同比增长 39.98%，近五年复合增长率 38.98%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 27.94%，近五年复合增长率 19.41%。2017 年以来归母净利润增速均低于营收增速，主要是公司在筹备上市过程中，由于为员工缴纳五险一金、招纳高级管理人员等，成本和费用提升速度快于营收增长速度。2018 年以来，公司营收和利润增速均不断上升。2020 年上半年，公司分别实现营业收入和归母净利润 14.51 亿元和 1.86 亿元，同比增速分别为 45.96%和 205.89%，增速显著提升，尤其是归母净利润增势强劲，主要原因是公司部分市政环卫服务业务享受免除或减免税收政策，营业成本占营收比例大幅下降。考虑到未来公司在手项目的业绩释放、环卫机械化和智慧化的逐步升级以及业务拓展的成功布局，长期看好公司后续业绩增长。

图 4 2015-2020H1 公司营业收入和营业成本情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

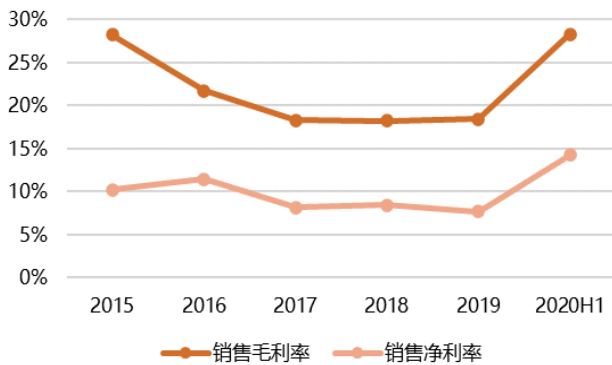
图 5 2015-2020H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

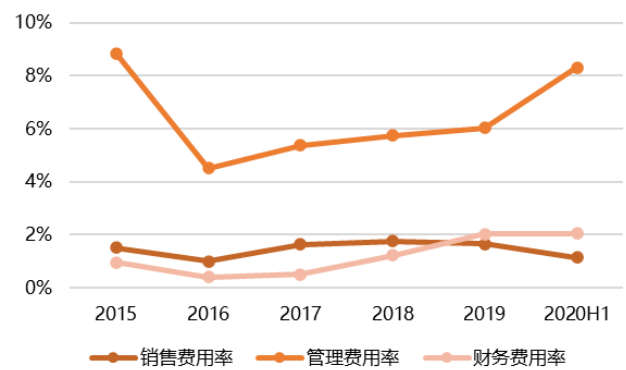
2015-2019 年利润率稳中微降，2020 年上半年利润率提升显著。2015-2019 年期间，公司的毛利率先下滑后趋于平稳，主要是营改增导致公司账面确认的营收减少、增加环卫作业车辆设备购置导致营业成本提升、规范员工社保和公积金引起成本上升所致。2016-2019 年期间，公司毛利率下降和期间费用率上升共同导致了净利率的整体下行。2016-2019 年，公司管理费用率分别为 4.5%、5.4%、5.7%和 6%，主要是随着公司规模扩张，公司的职工薪酬、折旧摊销等相关费用均有提升；销售费用率分别为 1%、1.6%、1.8%和 1.7%，系公司加大了广东省外区域的市场开拓力度、组建了相应的市场团队带来的销售费用的上升；财务费用率分别为 0.4%、0.5%、1.2%和 2%，主要原因有两方面，一是公司为了满足随公司规模扩大而提升的营运资金的需求，增加了银行借款，导致利息支出增加，二是公司通过售后回租等方式进行购置作业车辆设备的融资，使得未确认融资费用摊销金额较大。2020 年上半年，公司毛利率和净利率分别为 28.29%和 14.24%，同比分别上升 9.71pct 和 6.09pct，毛利率提高的主要原因是公司市政环卫服务业务享受减费降税，导致占公司总营收比例为 97.05%的城乡环卫保洁业务上半年毛利率上升 10.65pct 至 28.43%。2020 年上半年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.13%、8.32%和 2.05%，同比分别-0.54pct、+3.73pct 和-0.01pct。上半年公司管理费用同比增长 160.9%，主要是职工薪酬、业务招待费增加所致，是上半年公司净利率增幅不及毛利率增幅的主要原因。

图 6 2015-2020H1 公司利润率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

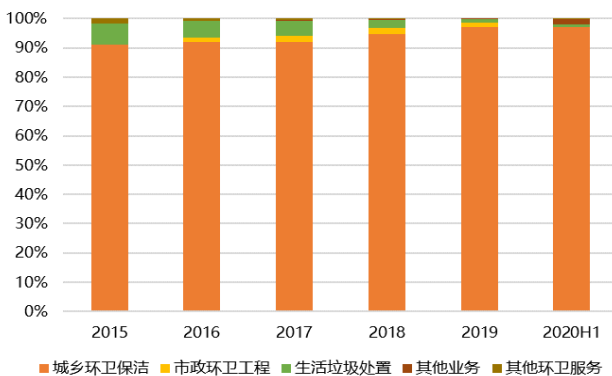
图 7 2015-2020H1 公司期间费用率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

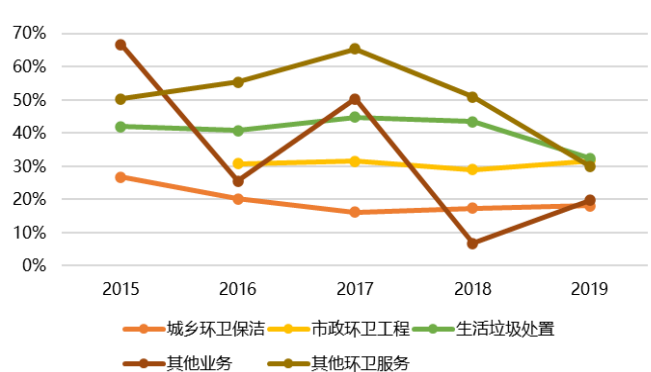
城乡环卫保洁业务营收占比九成以上，未来整体毛利率提升可期。分业务来看，2015-2019 年期间，公司城乡环卫保洁业务营收占比均在 90%以上，其毛利率有下滑趋势但基本维稳；同时，公司城乡环卫保洁业务、市政环卫工程业务营收占比有所上升，生活垃圾处置业务营收占比逐步下降，而城乡环卫保洁业务、市政环卫工程业务的毛利率均低于生活垃圾处置业务毛利率。因此，城乡环卫保洁业务毛利率下滑和生活垃圾处置业务营收占比下降共同导致 2015-2019 年公司整体毛利率提升乏力。未来，随着公司两个大型生活垃圾处置 BOT 项目的产能利用率提升，毛利率较高的生活垃圾处置业务收入占比将由降转升。因此，未来即使剔除 2020 年市政环卫服务业务减费降税为公司毛利率带来的增长效应，公司整体毛利率仍会因为主营业务结构的优化而逐步向好。

图 8 2015-2020H1 公司各业务营业收入占比情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

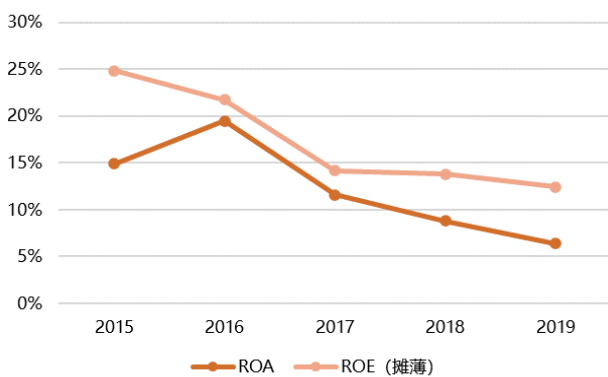
图 9 2015-2019 年公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

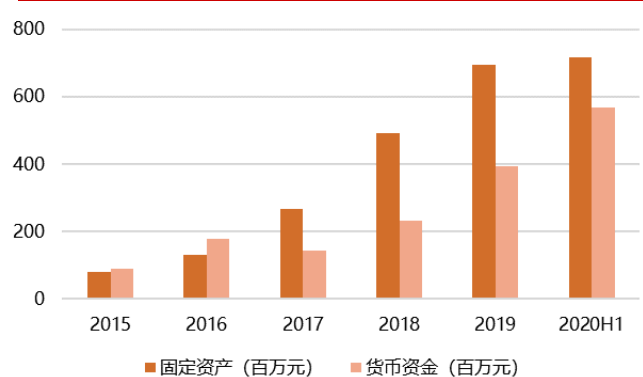
资产规模扩张压低 ROA，净利润高速增长将助力 ROA 和 ROE 回升。2016-2019 年期间，公司资产收益率（ROA）持续下行。2017 年公司 ROA 下滑主要源于净利润的下降，系职工薪酬上升引起销售费用增加、固定资产报废损失和赔偿支出增加引发营业外支出上涨所致。2018、2019 年公司 ROA 受资产规模扩张影响再次出现下滑。2018、2019 年公司为提高环卫作业机械化率加快购建固定资产，年底固定资产余额同比分别增长 85.69%、40.87%；2018 年公司大额投标保证金收回、长期借款增加，2019 年公司收到上市募集资金，使得年底货币资金余额同比分别增长 62.69%、70.6%；此外，2018 年待抵扣进项税项增加导致其他流动资产增加，2019 年预付款项增加，共同导致 2018 和 2019 年公司资产规模快速扩张。2016-2019 年，公司资产负债率稳步攀升，导致公司净资产收益率（ROE）降幅收窄。2020 年上半年，公司实现净利润 2.07 亿元，同比增长 155.1%，期末总资产余额同比仅增长 46.80%，资产负债率同比上升 5.29pct。由于公司净利润的增长速度快于资产规模的扩张步伐，2020 年上半年公司 ROA 和 ROE 出现回升态势，与去年同期相比分别上升 2.31pct 和 7.52pct，预计全年 ROA 和 ROE 同比也将抬升。

图 10 2015-2019 年公司 ROA 和 ROE 情况



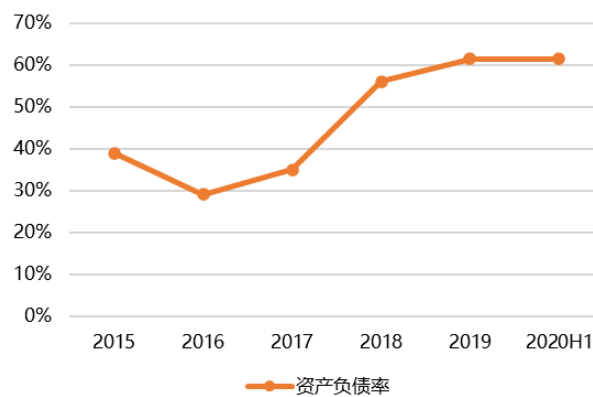
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 2015-2019 年公司固定资产和货币资金情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 2015-2020H1 公司资产负债率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

首次公开发行围绕主业，助力综合竞争力进一步提升。2020年1月6日，公司经中国证监会批准并经深圳证券交易所同意，向社会首次公开发行A股股票408万股，每股发行价格5.74元，募集资金总额23470.86万元，扣除发行费用4600.36万元后，募集资金净额为18870.51万元。其中拟投入侨银环保城乡环境服务项目14182.35万元，拟投入智慧环卫信息化系统平台省级项目4688.16万元。首次公开发行围绕主营业务进行，一是城乡环境服务项目，通过购置环卫机械设备，增加公司的项目数量、提高作业质量和效率，提升市场竞争力和市场份额；二是智慧环卫信息化系统平台升级项目，通过搭建智慧环卫信息化系统平台，围绕智慧环卫系统模块、ERP系统模块、CRM客户管理系统模块这三大模块，实现企业智慧环卫信息化的全面升级改造，对新拓展的环卫服务业务进行精细化管理，进一步提升环卫作业质量，降低环卫运营成本。截至2020年6月30日，公司累计使用募集资金2,390.12万元，投资进度为12.67%；尚未使用的募集资金余额为16,573.90万元，其中本金为16,480.39万元，理财收益及银行利息收入扣除手续费后净额为93.51万元。

表 7 公司拟发行可转债资金投向情况

| 项目名称 | 投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) | 截至 2020 年 6 月底 累计投入 (万元) | 截至 2020 年 6 月底投资进度 |
|-----------------|--------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------|
| 侨银环保城乡环境服务项目 | 28446.8 | 14182.35 | 2381.83 | 16.79% |
| 智慧环卫信息化系统平台升级项目 | 4688.16 | 4688.16 | 8.29 | 0.18% |

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公开发行可转债获证监会审核通过，盈利增长和业务拓展步伐有望加快。2020 年 5 月 14 日，公司对外公告了公开发行 A 股可转债预案，拟发行可转债总额不超过 4.2 亿元。其中拟投入环卫设备资源中心项目 2.94 亿元，剩余 1.26 亿元用于偿还银行贷款。根据业务发展需求，公司拟为环卫服务项目公司提供环卫设备综合解决方案，即通过购买一定数量的环卫装备，组建具备一定规模的环卫设备资源中心，实现环卫服务项目的市场拓展。计划未来两年（2021-2022 年）总投资额为 31815 万元，主要用于购置环卫设备，其中运输设备 30640 万元，包括新能源洗扫车、新能源清洗车、洗扫一体车、压缩车、洒水车等；机械设备投资 1175 万元，包括压缩箱、连体箱、垃圾箱等。资金来源为以公开发行可转换公司债券等方式进行自筹。2020 年 8 月 18 日，关于公开发行可转债申请获得证监会审核通过。待可转债发行成功后，将募集资金用于偿还银行贷款可以削减公司银行贷款规模，降低利息费用支出，进一步提高公司盈利水平。此外，若公司环卫设备资源中心项目顺利实施，届时公司可以向地方环卫服务运营公司以设备租赁及设备借款等多种方式为其提供环卫设备，有利于公司形成“大总部、小区域”的运营架构，在各地快速建立轻资产运营公司以实现多区域布局，进一步延伸公司的主营业务，助力收入的可持续增长。

表 8 公司首次公开发行资金投向情况

| 项目名称 | 投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|------------|-----------|--------------|
| 环卫设备资源中心项目 | 31815 | 29400 |
| 偿还银行贷款项目 | 12600 | 12600 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 投资建议

公司是国内较有影响力的人居环境综合提升服务商，以城乡环卫清洁、生活垃圾处置、市政环卫工程以及其他环卫服务为主营业务，主要业绩来自于城乡环卫清洁收入。在环卫市场化动机空间大的背景下，随着公司在手项目业绩陆续释放、环卫机械化和智慧化的逐步深入以及对业务延伸的积极探索，公司未来运营规模将持续扩大，市占率有望稳步提升，业务领域也将越来越多元化。我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 31.70 亿元、44.51 亿元和 62.19 亿元，同比增速分别为 44.4%、40.4% 和 39.7%；归母净利分别为 3.92 亿元、3.30 亿元和 4.58 亿元，同比增速分别为 198.6%、-15.9% 和 38.8%。对应 EPS 分别为 0.96/0.81/1.12 元/股，对应 PE 分别为 27/32/23 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9 侨银环保收入预测表（百万元）

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 城乡环卫保洁 | | | | | | |
| 营业收入 | 1092.95 | 1491.70 | 2133.93 | 3095.14 | 4250.13 | 5859.49 |
| 营业成本 | 915.97 | 1233.63 | 1747.93 | 2228.50 | 3485.10 | 4804.78 |
| 市政环卫工程 | | | | | | |
| 营业收入 | 23.74 | 31.65 | 30.26 | 6.05 | 9.08 | 11.80 |
| 营业成本 | 16.26 | 22.49 | 20.66 | 4.12 | 6.13 | 7.91 |
| 生活垃圾处置 | | | | | | |
| 营业收入 | 62.10 | 44.12 | 24.60 | 33.52 | 152.82 | 300.30 |
| 营业成本 | 34.24 | 24.98 | 16.62 | 23.46 | 106.97 | 210.21 |
| 其他环卫服务 | | | | | | |
| 营业收入 | 6.84 | 1.73 | 0.90 | 1.62 | 2.27 | 2.95 |
| 营业成本 | 2.37 | 0.85 | 0.63 | 1.13 | 1.59 | 2.06 |
| 其他业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 1.33 | 6.70 | 5.62 | 33.72 | 37.09 | 44.51 |
| 营业成本 | 0.66 | 6.25 | 4.51 | 26.98 | 29.49 | 35.16 |
| 营业总收入 | 1186.96 | 1575.90 | 2195.31 | 3170.05 | 4451.38 | 6219.06 |
| 营业成本 | 969.50 | 1288.20 | 1790.35 | 2284.19 | 3629.28 | 5060.13 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 10 侨银环保及可比公司的 EPS 和 PE 情况

| 序号 | 代码 | 证券简称 | 股价 | EPS (元/股, 摊薄) | | | 市盈率 PE | | |
|----|-----------|------|--------|---------------|------|------|--------|-------|-------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | TTM | 20E | 21E |
| | 002973.SH | 侨银环保 | 28.54 | 0.32 | 0.96 | 0.81 | 62.2 | 26.57 | 31.61 |
| | | 平均值 | | | | | 31.77 | 21.64 | 21.00 |
| 1 | 603686.SH | 龙马环卫 | 27.83 | 0.65 | 1.00 | 1.27 | 33.8 | 20.13 | 15.97 |
| 2 | 300815.SZ | 玉禾田 | 143.90 | 3.01 | 5.36 | 4.36 | 37.7 | 24.76 | 30.44 |
| 3 | 000967.SZ | 盈峰环境 | 9.44 | 0.43 | 0.50 | 0.60 | 23.8 | 20.02 | 16.60 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：上表中，股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价，龙马环卫、玉禾田和盈峰环境的盈利预测均来自华西证券研究所。

3. 风险提示

- 1) 环卫服务市场化推进不及预期；
- 2) 公司拿单数量和金额不及预期；
- 3) 公司项目投运进度未达预期；
- 4) 行业竞争加剧，公司业务规模扩张速度低于预期。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 2,195 | 3,170 | 4,451 | 6,219 | 净利润 | 169 | 505 | 424 | 589 |
| YoY (%) | 39.3% | 44.4% | 40.4% | 39.7% | 折旧和摊销 | 158 | 30 | 30 | 30 |
| 营业成本 | 1,790 | 2,284 | 3,629 | 5,060 | 营运资金变动 | -215 | -308 | 18 | -194 |
| 营业税金及附加 | 7 | 13 | 17 | 24 | 经营活动现金流 | 147 | 256 | 503 | 457 |
| 销售费用 | 36 | 53 | 75 | 104 | 资本开支 | -698 | -104 | -155 | -207 |
| 管理费用 | 133 | 254 | 258 | 386 | 投资 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 44 | 23 | 20 | 17 | 投资活动现金流 | -673 | -102 | -153 | -205 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 248 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 1 | 2 | 3 | 债务募资 | 872 | -126 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 173 | 548 | 460 | 639 | 筹资活动现金流 | 686 | 206 | -107 | -107 |
| 营业外收支 | 10 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 160 | 360 | 242 | 145 |
| 利润总额 | 183 | 548 | 460 | 639 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 15 | 44 | 37 | 51 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 169 | 505 | 424 | 589 | 营业收入增长率 | 39.3% | 44.4% | 40.4% | 39.7% |
| 归属于母公司净利润 | 131 | 392 | 330 | 458 | 净利润增长率 | 27.9% | 198.6% | -15.9% | 38.8% |
| YoY (%) | 27.9% | 198.6% | -15.9% | 38.8% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.32 | 0.96 | 0.81 | 1.12 | 毛利率 | 18.4% | 27.9% | 18.5% | 18.6% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利润率 | 7.7% | 15.9% | 9.5% | 9.5% |
| 货币资金 | 394 | 754 | 996 | 1,141 | 总资产收益率 ROA | 4.0% | 9.6% | 6.7% | 7.6% |
| 预付款项 | 15 | 19 | 29 | 41 | 净资产收益率 ROE | 12.4% | 28.3% | 20.1% | 22.7% |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 1,017 | 1,381 | 1,880 | 2,603 | 流动比率 | 1.04 | 1.50 | 1.48 | 1.51 |
| 流动资产合计 | 1,427 | 2,154 | 2,905 | 3,785 | 速动比率 | 1.03 | 1.49 | 1.47 | 1.50 |
| 长期股权投资 | 16 | 16 | 16 | 16 | 现金比率 | 0.29 | 0.53 | 0.51 | 0.46 |
| 固定资产 | 694 | 724 | 804 | 934 | 资产负债率 | 61.4% | 58.1% | 58.5% | 57.3% |
| 无形资产 | 929 | 969 | 1,009 | 1,049 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,850 | 1,920 | 2,040 | 2,210 | 总资产周转率 | 0.67 | 0.78 | 0.90 | 1.04 |
| 资产合计 | 3,277 | 4,074 | 4,945 | 5,995 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 456 | 456 | 456 | 456 | 每股收益 | 0.32 | 0.96 | 0.81 | 1.12 |
| 应付账款及票据 | 535 | 567 | 953 | 1,335 | 每股净资产 | 2.58 | 3.40 | 4.01 | 4.93 |
| 其他流动负债 | 385 | 411 | 553 | 712 | 每股经营现金流 | 0.36 | 0.63 | 1.23 | 1.12 |
| 流动负债合计 | 1,376 | 1,435 | 1,962 | 2,503 | 每股股利 | 0.00 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 长期借款 | 531 | 405 | 405 | 405 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 106 | 526 | 526 | 526 | PE | 79.34 | 26.57 | 31.61 | 22.77 |
| 非流动负债合计 | 637 | 931 | 931 | 931 | PB | 0.00 | 7.51 | 6.36 | 5.17 |
| 负债合计 | 2,012 | 2,365 | 2,893 | 3,434 | | | | | |
| 股本 | 409 | 409 | 409 | 409 | | | | | |
| 少数股东权益 | 209 | 321 | 415 | 546 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,265 | 1,708 | 2,052 | 2,561 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,277 | 4,074 | 4,945 | 5,995 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。