

城发环境

000885.SZ

审慎增持 (首次)

坐拥优质现金流平台，乘风破浪的垃圾焚烧新星

2020年07月09日

市场数据

市场数据日期	2020-07-08
收盘价(元)	12.88
总股本(百万股)	496
流通股本(百万股)	496
总市值(百万元)	6393
流通市值(百万元)	6393
净资产(百万元)	3266
总资产(百万元)	9179
每股净资产	5.83

相关报告

《【兴证环保公用】复盘与展望：再次给予环卫高估值，Mr. Market 看到了什么》2020-05-07

《【兴业环保公用】垃圾焚烧行业深度报告：订单驱动到业绩驱动，垃圾焚烧行业四问四答》2020-01-06

分析师：

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

研究助理：

苗蒙

miaomeng@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2263	2095	2989	3686
同比增长(%)	12%	-7%	43%	23%
净利润(百万元)	624	450	792	989
同比增长(%)	7%	-28%	76%	25%
毛利率(%)	57.9%	52.1%	57.3%	56.0%
净利润率(%)	27.6%	21.5%	26.5%	26.8%
净资产收益率(%)	20.9%	13.3%	19.2%	19.6%
每股收益(元)	1.26	0.91	1.60	1.99
每股经营现金流(元)	2.39	2.14	3.75	4.34

投资要点

靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现。2017年，同力水泥完成资产重组，置入许平南高速公司，置出原有的水泥企业，公司主营业务由水泥制造业转变为高速公路开发运营和基础设施投资。2018年，上市公司向垃圾发电等环境领域拓展业务，2019年至今，公司在河南省中标15个垃圾焚烧发电项目，产能达1.78万吨/日（含二期项目）。河南投资集团是公司控股股东，持股比例56.19%，集团是省政府投融资主体，规模&融资优势显著。2019年公司高速公路板块毛利占比达95%，整体ROE高达23%。

车流量提升推动业绩增长，高速板块估值处于相对低位。许平南子公司主要经营许平南高速公路、安林高速公路和林长高速公路，里程合计255公里，在建G312线峡内乡界至丁河段公路项目已于2019年9月开工，预计总投资额25.73亿元。2016至2019年，许平南子公司的三条高速公路车流量均逐年增长，许平南高速、安林高速、林长高速车流量CAGR分别为11.40%、25.68%、19.29%，推动业绩稳定增长。从PE估值（当前市值/2019年归母净利润）来看，城发环境高速板块PE为9.9X，处于同行较低水平，从PB-ROE来看，城发环境高速板块PB达到2.3X，处于行业较高水平，但与其24%的高ROE匹配下，PB估值仍处于合理范围。

乘风破浪的垃圾焚烧新星。河南省高人口基数保障垃圾清运量（2018年常住人口排名全国第三、生活垃圾清运量排名全国第五），低焚烧率下潜在需求空间大（垃圾焚烧率为14.31%，低于全国平均水平39.01%），河南省中长期专项规划驱动下，垃圾焚烧产能扩张空间大：全省生活垃圾焚烧处理能力2020年达到3.2万吨/日以上（焚烧率40%以上），2030年达到8.4万吨/日左右（焚烧率70%左右）。城发环境拿单能力强劲，2019年中标项目约占全省中标项目总规模的42%（含二期），且多项目列入2020年省重点建设项目名单。通过单体模型搭建及敏感性测算，我们预计2019年中标的1.29万吨/日首期项目投产后，城发环境毛利润增幅在35%-50%（以2019年为基准）。公司同时布局上游环卫业务，有望与垃圾电厂形成协同效应。

投资建议：首次覆盖，给予“审慎增持”评级。城发环境背靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现。高速板块提供稳定高质量现金流，拿单能力强劲+乘省中长期专项规划政策之风，公司有望成为河南垃圾焚烧新星，中长期利润及估值中枢有望抬升。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.91/1.60/1.99元/股（暂不考虑配股），增速-28%/76%/25%，对应7月8日PE估值12.7/7.2/5.8倍。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：政策风险、项目建设进度不及预期、项目运营不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、背靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现	- 4 -
1.1、重组置入高速公路资产，开拓垃圾焚烧等环保主业	- 4 -
1.2、河南投资集团持股 56.19%，公司布局高速、环保、水务三大平台	- 4 -
1.3、高速公路板块毛利占比达 95%，公司 2019 年 ROE 高达 23%	- 6 -
2、车流量提升推动业绩增长，高速板块估值处于相对低位	- 9 -
2.1、许平南子公司共经营高速公路里程 255 公里，在建里程 56 公里	- 9 -
2.2、营收、净利持续增长，2019 年许平南子公司 ROE 达 24%	- 9 -
2.3、车流量提升驱动收入持续增长，1H20 疫情带来阶段性冲击	- 10 -
2.4、财务数据与估值比较：城发环境高速板块估值处于相对低位	- 11 -
3、乘风破浪的垃圾焚烧新星	- 13 -
3.1、河南省高人口基数保障垃圾清运量，低焚烧率下潜在需求空间大	- 13 -
3.2、省内拿单实力强劲，多项目列入 2020 年省重点建设项目名单	- 14 -
3.3、敏感性分析：预计 1.29 万吨/日首期项目投产后毛利弹性+35%~50%	- 18 -
3.4、布局上游环卫业务，有望与垃圾电厂形成协同效应	- 19 -
4、盈利预测与估值	- 20 -
图 1、城发环境历史沿革	- 4 -
图 2、城发环境股权结构（1Q20）	- 5 -
图 3、河南投资集团 2019 年收入结构（亿元，%）	- 6 -
图 4、河南投资集团 2019 年毛利结构（亿元，%）	- 6 -
图 5、城发环境收入结构（%）	- 7 -
图 6、城发环境毛利结构（%）	- 7 -
图 7、城发环境营业收入及同比增速	- 7 -
图 8、城发环境归母净利润及同比增速	- 7 -
图 9、资产重组后 ROE 中枢显著提升	- 8 -
图 10、城发环境毛利率、净利率	- 8 -
图 11、城发环境总资产周转率	- 8 -
图 12、城发环境权益乘数	- 8 -
图 13、城发环境三大现金流（亿元）	- 8 -
图 14、许平南子公司高速公路沿线资产（座/道）	- 9 -
图 15、许平南子公司营业收入及同比增速	- 10 -
图 16、许平南子公司净利润及同比增速	- 10 -
图 17、许平南子公司 ROE	- 10 -
图 18、许平南子公司资产负债率	- 10 -
图 19、三条高速通行费收入占比	- 11 -
图 20、PB-ROE 同行对比（20200708）	- 12 -
图 21、2018 全国各省人口及生活垃圾清运量	- 13 -
图 22、2018 年河南省垃圾焚烧渗透率仍较低（%）	- 13 -
图 23、河南省垃圾焚烧产能及焚烧率规划	- 14 -
图 24、2019 河南省垃圾焚烧项目中标统计	- 14 -
图 25、2019 城发环境垃圾焚烧处理费较高（元/吨）	- 14 -
图 26、城发环境 PE-Band	- 20 -
图 27、城发环境 PB-Band	- 20 -
表 1、河南投资集团主要财务数据（亿元）	- 6 -

表 2、许平南子公司经营与在建高速公路资产	- 9 -
表 3、高速板块营业收入拆分	- 11 -
表 4、高速业务可比公司对比（20200708）	- 12 -
表 5、河南省重点建设垃圾焚烧发电项目清单	- 15 -
表 6、河南省静脉产业园打捆项目（计划建成&续建项目）	- 16 -
表 7、河南省静脉产业园打捆项目（新开工项目）	- 17 -
表 8、垃圾焚烧单体项目搭建	- 18 -
表 9、城发环境垃圾焚烧板块敏感性分析	- 19 -
表 10、城发环境环卫项目及对应垃圾焚烧项目	- 19 -
表 11、城发环境营业收入拆分（亿元）	- 20 -
附表	- 21 -

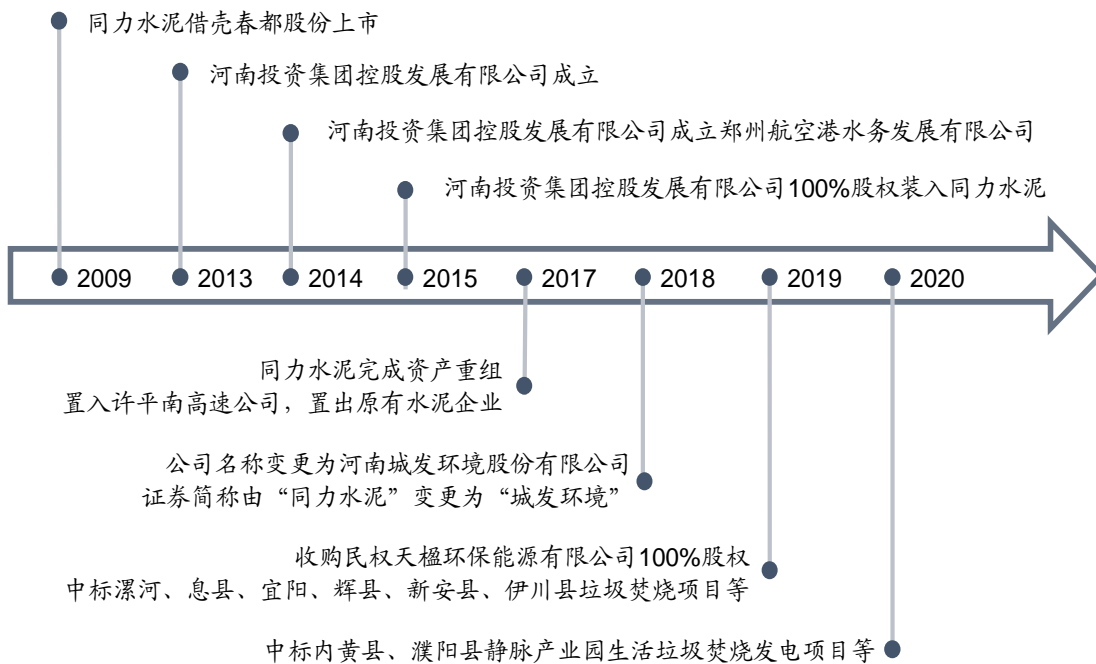
报告正文

1、背靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现

1.1、重组置入高速公路资产，开拓垃圾焚烧等环保主业

重组置入高速公路资产，开拓垃圾焚烧等环保主业。2009年，河南投资集团控股的同力水泥借壳春都股份上市，主营业务由食品加工生产和销售转变为水泥、熟料生产和销售等。2017年，同力水泥完成资产重组，置入许平南高速公司，置出原有的水泥企业，公司主营业务由水泥制造业转变为高速公路开发运营和基础设施投资。2018年，为进一步优化公司业务结构，开拓新的利润增长点，公司计划在原有的高速公路相关业务和市政供水基础设施运营管理基础上，向垃圾发电等环境领域拓展业务，上市公司名称由同力水泥变更为城发环境。2019年至今，公司在河南省中标15个垃圾焚烧发电项目，产能达1.78万吨/日（含二期项目），高速公路+环保双主业雏形初现。

图 1、城发环境历史沿革



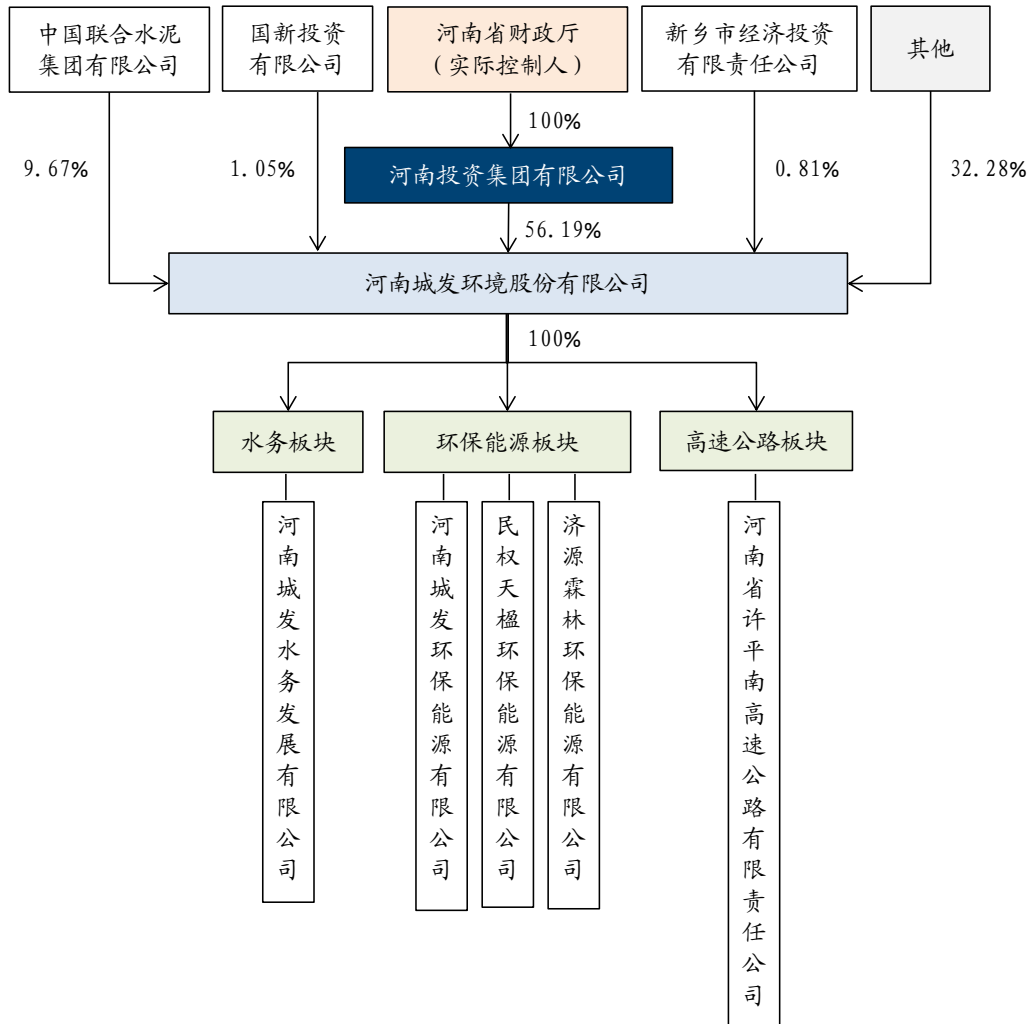
资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、河南投资集团持股 56.19%，公司布局高速、环保、水务三大平台

河南投资集团持股 56.19%，公司布局高速、环保、水务三大平台。河南投资集团是公司的控股股东，持股比例 56.19%；公司实际控制人于 2020 年 1 月 13 日由河南省发改委变更为河南省财政厅，100%控股河南投资集团。中国联合水泥集团有限公司、国新投资有限公司和新乡市经济投资有限责任公司分别持股 9.67%、

1.05%和 0.81%。截至 2019 年，公司控股高速公路、环保能源、水务三大平台合计 28 户子公司，100%控股 5 家二级子公司，许平南高速、河南城发环保、民权天楹环保、济源霖林环保、河南城发水务。

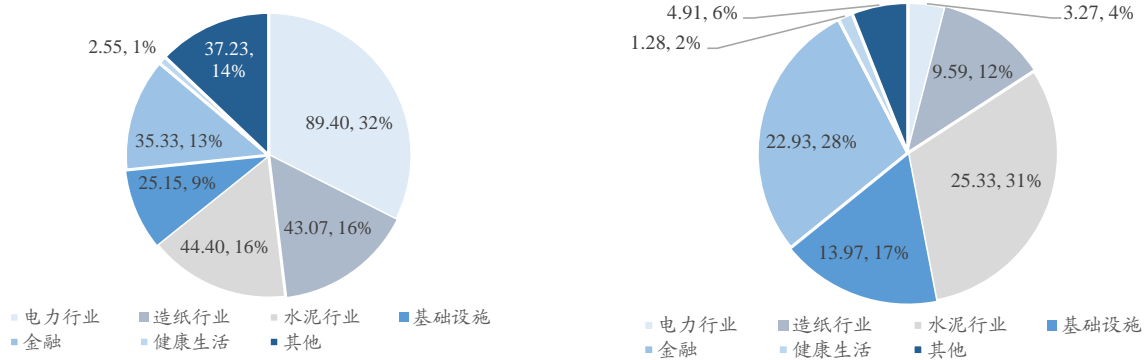
图 2、城发环境股权结构（1Q20）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

集团是省政府投融资主体，规模&融资优势显著。公司控股股东河南投资集团是以原河南省建设投资总公司为主体，吸收合并河南省经济技术开发公司后重组而成的国有独资公司。集团以投融资为主体功能，控股企业主要涉及电力、造纸、水泥、基础设施、金融、健康生活六大板块，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位。截至 2020 年 3 月底，集团合并范围内子公司共计 51 家，其中包括豫能控股、城发环境、安彩高科和中原证券四家上市公司。集团资产总额 1,743.15 亿元，所有者权益合计 532.28 亿元；2018 年，集团实现营业收入 258.91 亿元，净利润 17.04 亿元。2019 年，集团共获得十多家银行等金融机构授信额度合计人民币 1,753.64 亿元，其中未提用银行授信额度 1,190.33 亿元。

图 3、河南投资集团 2019 年收入结构 (亿元, %) 图 4、河南投资集团 2019 年毛利结构 (亿元, %)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、河南投资集团主要财务数据 (亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
资产总额	1,593.17	1,724.32	1,743.15
其中：流动资产	740.63	758.45	768.00
存货	79.71	92.66	45.91
负债总额	1,105.11	1,194.12	1,210.71
其中：流动负债	576.80	579.54	571.23
所有者权益总额	488.06	530.20	532.28
其中：少数股东所有者权益	227.19	240.66	241.10
归属于母公司所有者权益	260.87	289.54	291.18
经营活动产生的现金净流量	46.41	77.14	14.44
营业总收入	290.23	293.81	56.62
营业收入	258.91	-	-
其他类金融业务收入	31.32	-	-
利润总额	26.21	31.12	2.28
净利润	17.04	-	-
归属于母公司所有者的净利润	12.84	-	-
流动比率 (倍)	1.28	1.31	1.34
速动比率 (倍)	1.15	1.15	1.26
资产负债率 (%)	69.37	69.25	69.46
应收账款周转率 (倍)	5.29	-	-
存货周转率 (倍)	2.71	-	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、高速公路板块毛利占比达 95%，公司 2019 年 ROE 高达 23%

资产重组后高速公路板块毛利占比达 95%。2017 年资产重组后，城发环境（原名同力水泥）原水泥板块置出，公司的主要收入及毛利来源由水泥、熟料转变为道路通行业务；2018-2019 年，公司道路通行业务收入占比 70% 以上，毛利占比 95% 左右。

图 5、城发环境收入结构 (%)

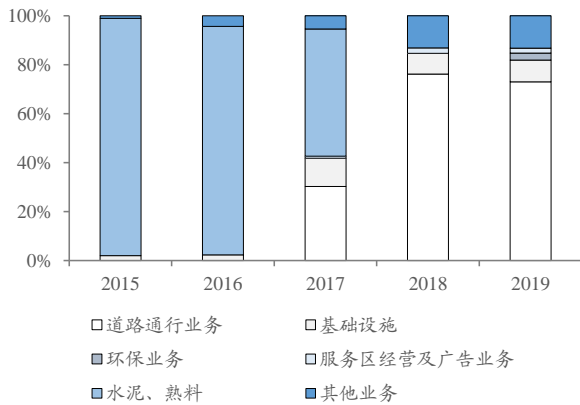
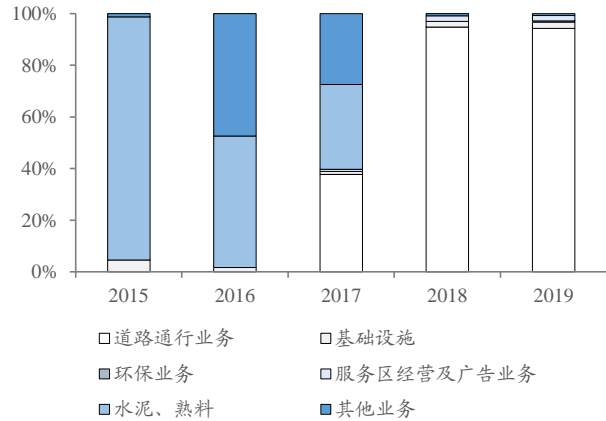


图 6、城发环境毛利结构 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资产重组后 ROE 中枢显著提升, 2019 年高达 23%。公司 2019 年营业收入 22.63 亿元, 同比+11.58%, 归母净利润 6.24 亿元, 同比+7.15%。资产重组后, 公司 ROE 由 2% 以下显著提升至 20% 以上, 2019 年, 公司部分低毛利率业务 (如基础设施业务) 收入占比提升导致公司综合毛利率、净利率小幅下滑约 2pct, ROE 水平有所下降, 但仍高达 23%。

图 7、城发环境营业收入及同比增速

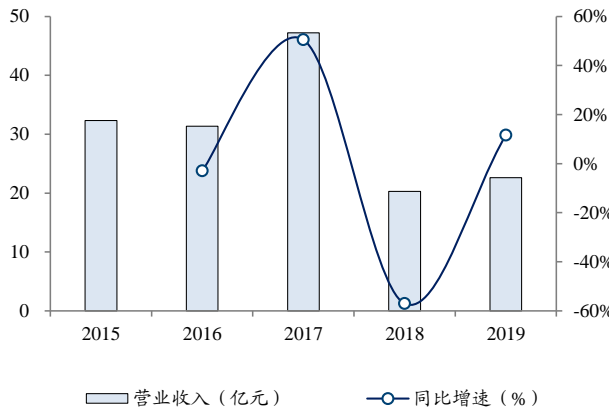
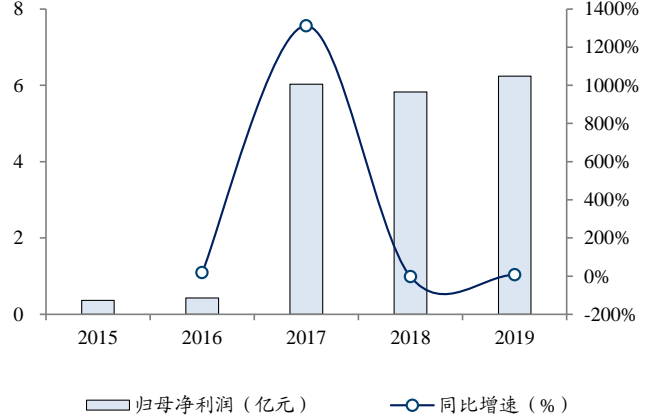


图 8、城发环境归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、资产重组后 ROE 中枢显著提升

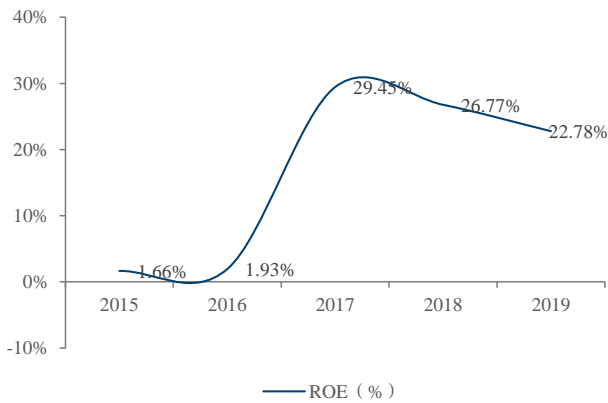
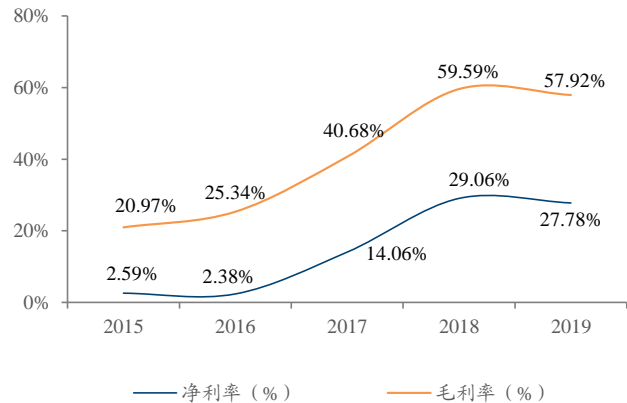


图 10、城发环境毛利率、净利率



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、城发环境总资产周转率

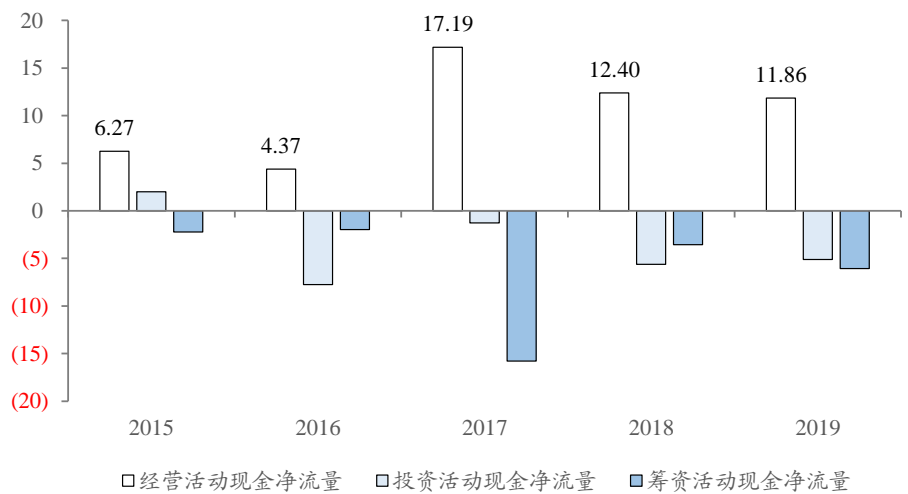


图 12、城发环境权益乘数



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、城发环境三大现金流（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、车流量提升推动业绩增长，高速板块估值处于相对低位

2.1、许平南子公司共经营高速公路里程 255 公里，在建里程 56 公里

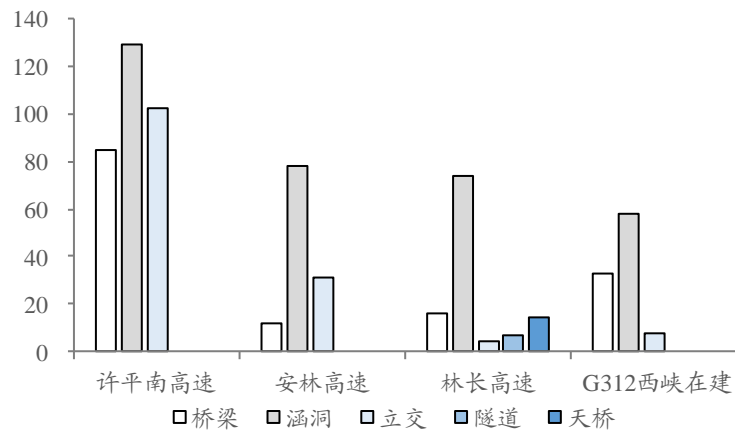
许平南子公司共经营高速公路里程 255 公里，在建里程 56 公里。许平南子公司主要经营许平南高速公路、安林高速公路和林长高速公路。许平南高速是河南省规划的“米”字型高速公路网中重要的一“撇”；安林高速为中原及太行地区文化旅游的主要线路之一；林长高速在省界与山西省段相接，是晋南、冀南及豫北地区通往山东半岛及沿海地区的一条快捷陆路通道。许平南子公司在建 G312 线西峡内乡界至丁河段公路项目已于 2019 年 9 月开工，预计总投资额 25.73 亿元，截至 2019 年末累计已完成投资 3.91 亿元。

表 2、许平南子公司经营与在建高速公路资产

公路名称	里程数 (公里)	起点	终点	收费 到期日	经营期限 (年)	总投资额 (亿元)	项目 状态
许平南高速	163	京港澳高速许昌市南出口南	南阳市新店乡张敏庄东南	2032/7	30	38.78	运营
安林高速	52	安阳市区南	林州市东	2034/5	30	15.40	运营
林长高速	40	林州市横水镇东南	山西长治	2042/11	33.5	27.16	运营
G312 线西峡内乡界至丁河段公路	56	南阳市西峡县	南阳市丁河镇	2051/8	32	25.73	在建

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、许平南子公司高速公路沿线资产（座/道）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、营收、净利持续增长，2019 年许平南子公司 ROE 达 24%

营收、净利持续增长，2019 年许平南子公司 ROE 达 24%。许平南子公司财务概况：1) 2019 年营业收入 17.14 亿元，同比+6.7%，净利润 6.49 亿元，同比+10.42%；2) 2019 年 ROE 为 23.71%，达到近五年高点；3) 2019 年资产负债率为 54.88%，近五年稳定在 55% 左右。

图 15、许平南子公司营业收入及同比增速

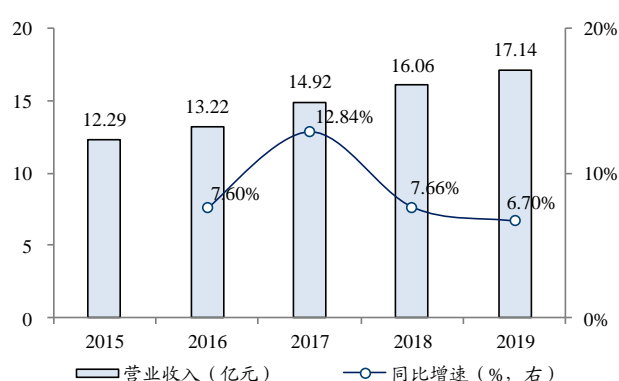
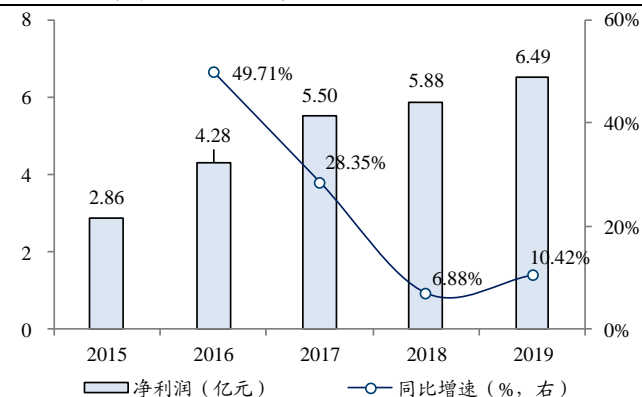


图 16、许平南子公司净利润及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、许平南子公司 ROE

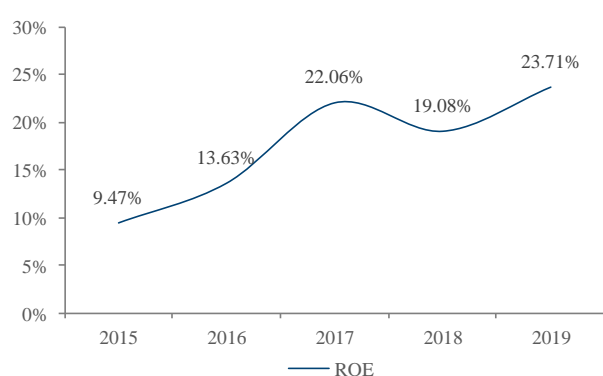
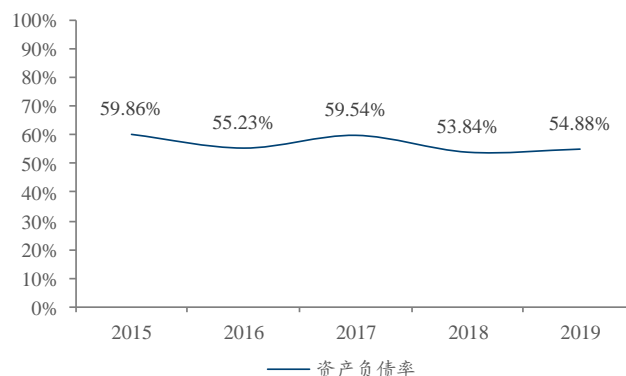


图 18、许平南子公司资产负债率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、车流量提升驱动收入持续增长，1H20 疫情带来阶段性冲击

高速公路业务收入稳定增长，车流量提升是核心驱动力。2016 至 2019 年，许平南子公司的三条高速公路车流量均逐年增长，其中许平南高速车流量年均复合增长率 11.40%，安林高速年均复合增长率 25.68%，林长高速年均复合增长率 19.29%。

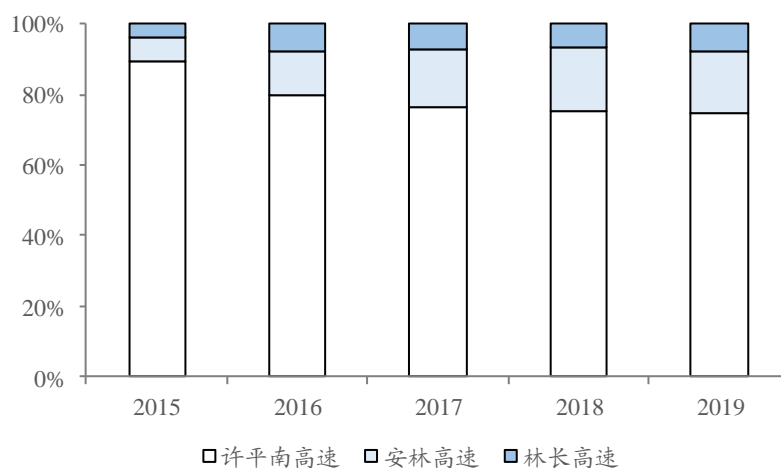
2020 年一季度城发环境营业收入较上年同期锐减 58.22%，主要受全国高速公路免费政策影响。2020 年一季度许平南、安林、林长高速公路通行受到交通管制，日均车流量明显下降，外加受 2 月 17 日至 5 月 5 日全国高速公路免费政策影响，一季度城发环境总营业收入较上年同期锐减 58.22%，预计 2020 年上半年经营业绩受到较大影响。2020 年 5 月 6 日零时起，全国收费公路已恢复收费。

表 3、高速板块营业收入拆分

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入(亿元)	11.55	12.89	14.72	15.89	16.96
1.道路通行业务(高速公路收费)(亿元)	11.30	12.47	14.29	15.43	16.51
(1) 通行费收入					
①许平南高速	10.07	9.94	10.94	11.60	12.33
②安林高速	0.80	1.57	2.30	2.80	2.85
③林长高速	0.43	0.96	1.05	1.04	1.33
(2) 车流量(辆次/日)					
①许平南高速	19,370	30,127	35,617	39,294	41,655
②安林高速	7,529	13,051	19,280	22,691	25,911
③林长高速	2,419	8,154	10,437	11,345	13,841
(3) 通行费平均单价(元/辆)					
①许平南高速	142	90	84	81	81
②安林高速	29	33	33	34	30
③林长高速	49	32	28	25	26
2.服务区经营及广告业务收入(亿元)	0.25	0.42	0.43	0.46	0.45

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、三条高速通行费收入占比



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、财务数据与估值比较: 城发环境高速板块估值处于相对低位

从财务数据和相对估值对比来看,城发环境高速板块估值处于相对低位。从 PE 估值(当前市值/2019 年归母净利润)来看,城发环境高速板块 PE 为 9.9X,处于同行较低水平,从 PB-ROE 来看,城发环境高速板块 PB 达到 2.3X,处于行业较高水平,但与其 24%的高 ROE 匹配下,PB 估值仍处于合理范围。

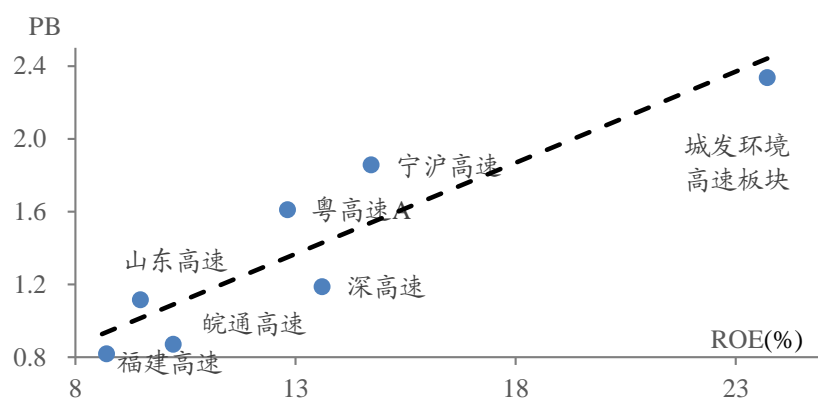
表 4、高速业务可比公司对比 (20200708)

公司名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	资产负债率 (%)	总资产周转率	PE-2019	PB
粤高速 A	55.64	47.40	12.81	42.00	0.18	12.31	1.61
深高速	43.43	41.00	13.60	53.87	0.14	8.66	1.19
宁沪高速	54.59	42.67	14.71	41.24	0.19	12.21	1.84
福建高速	62.69	37.21	8.70	31.67	0.17	9.29	0.81
山东高速	53.03	41.18	9.48	57.21	0.10	10.67	1.09
皖通高速	56.81	35.95	10.22	27.33	0.19	8.43	0.86
城发环境高速板块	66.91	37.87	23.71	54.88	0.27	9.86	2.34

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：城发环境高速板块 PB 采用总市值/许平南高速子公司净资产，PE 采用总市值/许平南高速子公司净利润，其余财务指标采用许平南高速子公司财务数据

图 20、PB-ROE 同行对比 (20200708)



资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

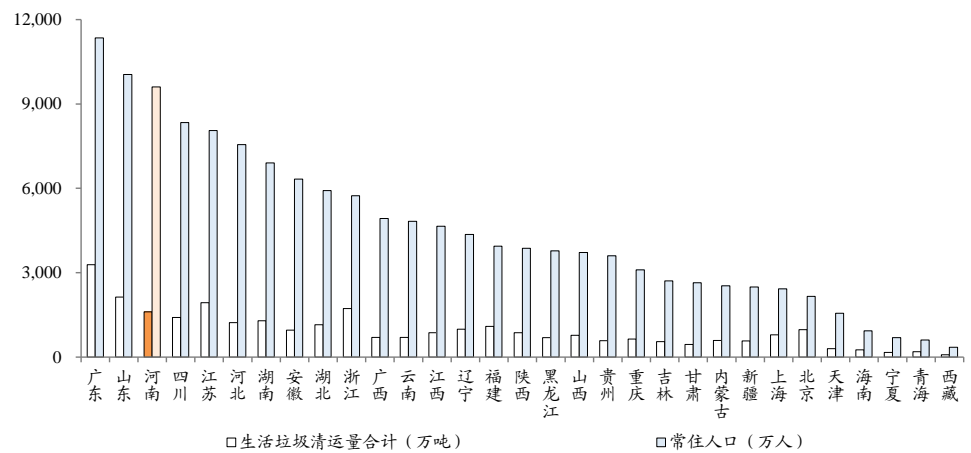
注：城发环境高速板块 PB 采用总市值/许平南高速子公司净资产

3、乘风破浪的垃圾焚烧新星

3.1、河南省高人口基数保障垃圾清运量，低焚烧率下潜在需求空间大

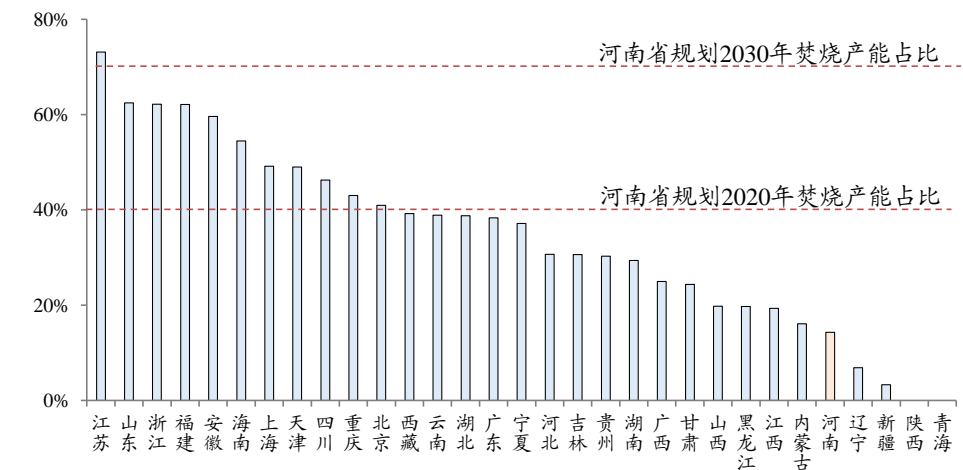
河南省高人口基数保障垃圾清运量，低焚烧率下潜在需求空间大。高人口基数保证了河南省充裕的生活垃圾产量：2018年河南省常住人口共计9605万人，排名全国第三；生活垃圾清运量合计1607.21万吨，排名全国第五。目前河南省垃圾焚烧渗透率较低。2018年，河南省人均垃圾焚烧量约为22.64千克，在已披露数据的31个省级行政区中排名第27；垃圾焚烧率为14.31%，低于全国平均水平39.01%。

图 21、2018 年全国各省人口及生活垃圾清运量



资料来源：Wind，2018 年中国城乡统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

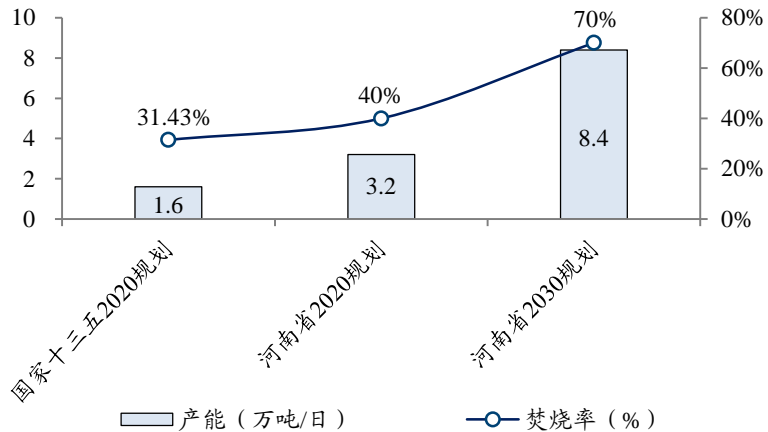
图 22、2018 年河南省垃圾焚烧渗透率仍较低 (%)



资料来源：2018 年中国城乡统计年鉴，河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018—2030 年），兴业证券经济与金融研究院整理

河南省中长期专项规划驱动下，垃圾焚烧产能扩张空间大。根据河南省规划，到2020年，全省生活垃圾焚烧处理能力将达到3.2万吨/日以上，生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例将达到40%以上，远高于国家十三五规划制定的1.6万吨/日的垃圾焚烧处理能力和31.43%的垃圾焚烧产能占比。河南省规划，到2030年，全省生活垃圾焚烧处理能力将达到8.4万吨/日左右，垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力比例将达到70%左右。

图 23、河南省垃圾焚烧产能及焚烧率规划



资料来源：河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018—2030年），国家十三五规划，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、省内拿单实力强劲，多项目列入2020年省重点建设项目名单

城发环境拿单能力强劲，省内竞争力强。2019年，河南省共开标垃圾焚烧项目26个，项目总建设规模合计3.36万吨/日，其中城发环境及其子公司中标11个，项目总建设规模合计1.41万吨/日（含二期），约占全省中标项目总规模的42%，拿单优势明显，且城发环境中标价格范围整体较高，项目中标均价相较其他公司高出14%。

图 24、2019 河南省垃圾焚烧项目中标统计

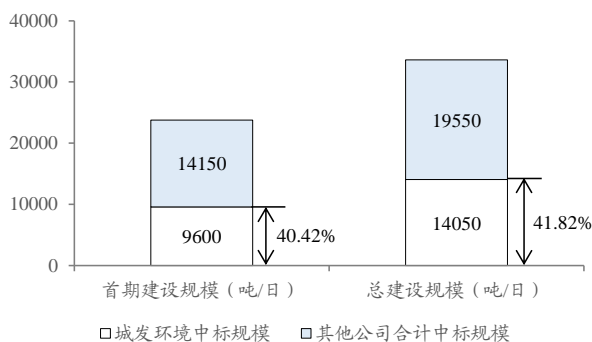
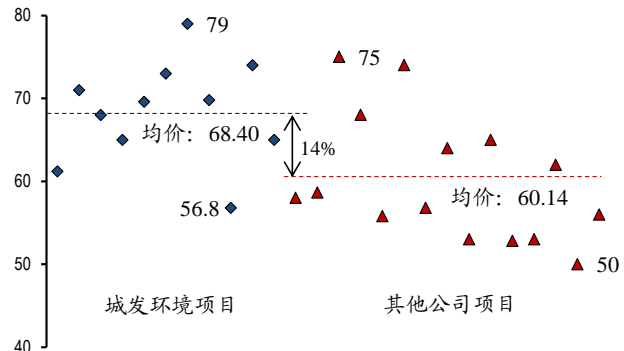


图 25、2019 城发环境垃圾焚烧处理费较高（元/吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

城发环境多个项目列入 2020 年河南省重点建设项目名单。2020 年河南省重点建设项目名单中，共有 15 个生活垃圾焚烧发电打捆项目，其中计划建成项目 5 个，续建项目 5 个，计划新开工项目 5 个，产能共计 1.94 万吨/日；共有 28 个静脉产业园打捆项目，其中计划建成项目 3 个，续建项目 8 个，计划新开工项目 17 个。上述项目中，城发环境参与建设的共有 3 个单独垃圾焚烧项目和 9 个静脉产业园项目，其中鹤壁生活垃圾焚烧发电项目计划 2020 年建成，另有 4 个续建项目、7 个计划新开工项目。

表 5、河南省重点建设垃圾焚烧发电项目清单

项目名称	总规模 (吨/日)
计划建成项目 (5 个)	
林州市生活垃圾焚烧发电项目一期	500
光大城乡再生资源柘城生物质热电联产和生活垃圾焚烧发电项目	400
鹤壁生活垃圾焚烧发电项目 (城发环境项目)	1,500
新蔡县生活垃圾焚烧发电项目	700
鹿邑县生活垃圾焚烧发电及环卫一体化建设项目	1,000
计划建成项目总产能 (吨/日)	4,100
续建项目 (5 个)	
郑州(南部)环保能源工程	2,000
安阳市生活垃圾焚烧发电项目	2,250
郸城县生活垃圾焚烧发电建设项目	1,200
信阳市中心城区生活垃圾焚烧发电项目	2,250
南阳市生活垃圾焚烧发电项目	2,250
续建项目总产能 (吨/日)	9,950
计划新开工项目 (5 个)	
平舆县生活垃圾焚烧发电项目	700
泌阳县垃圾焚烧热电联产项目	900
漯河市生活垃圾焚烧发电项目 (城发环境项目)	1,500
尉氏县城市生活垃圾焚烧发电项目	1,200
邓州市生活垃圾焚烧发电项目 (城发环境项目)	1,000
计划新开工项目总产能 (吨/日)	5,300
全部合计	19,350

资料来源：河南省重点项目建设网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、河南省静脉产业园打捆项目（计划建成&续建项目）

序号	项目类型	项目概况
计划建成项目（3）		
1	光山县静脉产业园	主要建设垃圾焚烧发电厂、环保教育基地、生物质热电联产工程、建筑垃圾和垃圾发电炉渣再生利用等
2	杞县静脉产业园项目	建设 1 台 130t/h 水冷振动炉排炉及 1 台 30MW 高温高压抽凝式汽轮发电机组及相关辅助设施等,建设 1 台日处理 600t 的垃圾焚烧炉及 1 台 12MW 抽凝式汽轮发电机组及相关辅助设施等,建设 3 个日转运能力 100 吨的乡村生活垃圾中转站等
3	汝州市静脉产业园固体废物综合处理项目	总建筑面积 4 万平方米,日处理垃圾 1300 吨,一期日处理垃圾 800 吨,包括生活垃圾焚烧发电厂,配置 2 台机械炉排垃圾焚烧炉和 1 台抽凝式汽轮机发电机组等设施
续建项目（8）		
1	汝南县静脉产业园(城发环境中标垃圾焚烧项目)	总建筑面积 80 万平方米,主要建设垃圾发电、生物质热电、废旧轮胎裂解、金属循环利用、新型建材、塑料循环利用、餐厨处理、医疗处理、污水处理、污泥淤泥利用项目、宣教基地及配套道路等
2	新乡市延津县静脉产业园建设项目	总建筑面积 6.4 万平方米,包含生活垃圾处理焚烧发电、绿豪发电厂炉渣综合处理、东安汽车拆解 3 个项目,日处理生活垃圾 2250 吨,年拆解报废车辆 5.5 万台(辆)
3	宜阳静脉产业园建设项目(城发环境中标垃圾焚烧项目)	总建筑面积 6 万平方米,主要建设垃圾焚烧发电、污水处理系统以及路、水、电等配套设施,日处理生活垃圾 2×300 每小时/吨
4	西平县静脉产业园项目(城发环境中标垃圾焚烧项目)	主要建设生活垃圾焚烧发电、生物质废弃物(餐厨垃圾)资源化处理、生活垃圾预处理站
5	濮阳市静脉产业园项目(城发环境中标垃圾焚烧项目)	建设餐厨垃圾无害化处理、市政污泥综合处置、建筑垃圾资源化利用、医疗垃圾综合处理和资源循环利用公共服务平台、生态休闲配套服务、生活垃圾焚烧发电厂炉渣综合处理等项目,年处置利用各类废弃物 200 万吨以上
6	夏邑县静脉产业园	主要建设生活垃圾焚烧热电和农林生物质热电工程
7	鲁山县静脉产业园建设项目	总建筑面积 7.8 万平方米,建设生活垃圾村镇收运一体化(500 吨/天)、生活垃圾焚烧发电(600 吨/天)、农林生物质热电联产(30 兆瓦)、等
8	偃师市静脉产业园一期项目	新建 2 台 600 吨/日垃圾焚烧发电设施,建设垃圾接收储存系统、渗滤液处理、烟气净化处理、污水处理等公用、辅助设施

资料来源：河南省重点项目建设网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、河南省静脉产业园打捆项目（新开工项目）

序号	项目类型	项目概况
计划新开工项目（17）		
1	商水县静脉产业园项目（城发环境中标垃圾焚烧项目）	总建筑面积 80 万平方米，主要建设城镇低值废弃物资源化利用、工业固废综合利用、再生资源回收利用、轮胎拆解项目，新建 1×25mMW 级汽轮发电机组，日处理生活垃圾 1200 吨
2	新安县静脉产业园	总建筑面积 26 万平方米，主要建设 900 吨/日垃圾焚烧发电项目、100 吨/日污泥处理项目、30 吨/日餐厨垃圾资源化利用项目
3	扶沟县静脉产业园建设项目	主要建设日处理垃圾 800 吨的垃圾发电厂一座，日均发电量约 70 万度，新上 1×30 兆瓦生物质热电联产项目，年处理 50 万吨废旧金属
4	正阳县静脉产业园	总建筑面积 52 万平方米，主要建设生活垃圾发电、生物质发电、餐厨垃圾处理、建筑垃圾处理、病死猪处理等，以及园区配套基础设施建设
5	西华县静脉产业园建设项目	总建筑面积 1.12 平方公里，主要建设公共服务中心、生态景观带、滨河公园，入驻生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、市政污泥无害化处置、建筑垃圾资源化利用等
6	项城市静脉产业园建设项目	总建筑面积 60 万平方米，主要建设静脉产业综合服务中心、生活垃圾焚烧发电厂、餐厨垃圾处理、建筑垃圾资源化利用、市政污泥处理、园区道路等及其配套设施等
7	上蔡县乡镇环卫一体化及静脉产业园项目	生活垃圾焚烧发电一期工程，垃圾处理规模 800 吨/日，年最大上网发电量 12165 万度。餐厨垃圾处理项目，年处理量为 2.14 万吨。市政污泥处理项目，处理市政污泥 48 吨/日。建筑垃圾利用项目，年回收、处理 15 万吨建筑垃圾
8	太康县静脉产业园建设项目	年处理建筑垃圾 80.5 万吨，新建建筑垃圾回收利用项目 2 个，再生资源回收利用项目 1 个，建设生物质发电、危险废弃物处理等项目
9	台前县静脉产业园项目	总建筑面积 8 万平方米，建设日处理垃圾 1200 吨的垃圾焚烧发电厂，污泥处理厂、固废处理厂、建筑垃圾处理厂等垃圾综合利用
10	济源静脉产业园项目（城发环境中标垃圾焚烧项目）	年处理 10 万吨危废固废，日处理 100 吨城市污泥，年处理 10 万吨有色金属废渣
11	辉县市静脉产业园项目（城发环境中标垃圾焚烧项目）	主要建设 1000t/d 的生活垃圾焚烧发电、60t/d 的餐厨垃圾回收处理、250 吨/日的市政污泥处理、5t/d 的医疗垃圾回收处理和年处理 5 万吨废矿物油综合利用和 2 万吨工业废弃物焚烧
12	许昌市静脉产业园二期	主要包含 3 个子项目，分别是魏清污泥无害化处置扩建工程，设计日处理污泥总量 300 吨/天；欧绿保餐厨垃圾回收处理项目，餐厨垃圾处理规模 2×100t/d；龙峰环保炉渣综合利用项目，年处理炉渣 18 万吨、生产环保压缩砖 9000 万块
13	南乐县静脉产业园建设项目	主要建设生活垃圾焚烧热电、餐厨废弃物资源化利用、市政污泥资源化利用、糠醛渣纤维乙醇配套生物质能热电联产、建筑垃圾及灰渣资源化利用、公共服务平台及防护林带等
14	濮阳县静脉产业园项目（城发环境中标垃圾焚烧项目）	主要建设生活垃圾发电一期工程、餐厨垃圾资源综合利用、濮阳县污泥处理厂、等
15	沈丘县静脉产业园项目	主要建设生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾资源化利用和无害化处置、飞灰卫生填埋等项目
16	息县静脉产业园项目（城发环境中标垃圾焚烧项目）	垃圾处理规模 600 吨/日、餐厨垃圾处理规模 30 吨/日、市政污泥处理规模 100 吨/日、生物质秸秆处理规模 25.2 万吨/年、建筑垃圾处理规模 10 万吨/年、垃圾焚烧炉渣处理规模 4 万吨/年
17	商城县静脉产业园建设项目	主要建设生活垃圾城乡环卫一体化、垃圾焚烧发电、垃圾焚烧炉渣利用、餐厨垃圾处理、污泥处理、建筑垃圾综合利用、医疗废弃物处理及公共服务与科普教育基地和园区基础设施建设等 9 个子工程

资料来源：河南省重点项目建设网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、敏感性分析: 预计 1.29 万吨/日首期项目投产后毛利弹性+35%~50%

敏感性分析: 预计 1.29 万吨/日首期项目投产后毛利弹性+35%~50%。城发环境截至 2020 年 6 月中标垃圾焚烧项目总规模合计 1.90 万吨/日(含二期项目), 其中 2019 年中标的首期项目产能 1.29 万吨/日, 按照行业普遍的 2 年投产期, 预计 2021 年底前全部投产并在 2022 年释放业绩。由于公司尚未披露已运营项目经营数据, 我们通过搭建典型垃圾焚烧项目单体模型及敏感性分析测算城发环境毛利弹性。通过测算, 以城发环境 2019 年毛利润为基准, 我们预计 2019 年中标的 1.29 万吨/日首期项目投产后, 上市公司毛利润增幅在 35%~50%。

表 8、垃圾焚烧单体项目搭建

项目	指标	备注
垃圾焚烧产能(吨/日)	1000	单体项目假设
产能利用率(%)	95%	基准假设
增值税税率(%)	6%	国家税务总局
垃圾处理费(含税)(元/吨)	68	城发环境披露项目加权平均价格
垃圾处理费(不含税)(元/吨)	64	
垃圾处理费收入(不含税)(万元)	2224	=垃圾焚烧产能*产能利用率*365*处理费
吨发电量(KWh)	400	基准假设
自用电率(%)	20%	参考旺能环境重组说明书项目参数
吨上网电量(kWh)	320	=吨发电量*(1-自用电率)
年上网电量(万度)	11096	=吨上网电量*垃圾处理量*365
增值税税率(%)	13%	国家税务总局
垃圾焚烧标杆上网电价(含税)(元/KWh)	0.65	发改委
垃圾焚烧标杆上网电价(不含税)(元/KWh)	0.58	
燃煤上网电价(含税)(元/kWh)	0.38	河南省燃煤上网电价
燃煤上网电价(不含税)(元/kWh)	0.33	
年垃圾焚烧发电收入(不含税)(万元)	6383	=年上网电量*上网电价(吨发电量 280 千瓦时以上的部分采用当地燃煤标杆电价)
营业收入(万元)	8608	
吨投资额(万元/吨)	57	城发环境披露项目平均吨投资额
总投资额(亿元)	6	
摊销年限(年)	28	
维修费率(%)	2%	参考旺能环境重组说明书项目参数
摊销费&维修费(万元)	3176	
其他营业成本(万元)	1893	
营业成本(万元)	5069	
毛利润(万元)	3539	
毛利率(%)	41.11%	

资料来源: 公司公告, 发改委, 国家税务总局, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、城发环境垃圾焚烧板块敏感性分析

		毛利润敏感性分析 (亿元) (假设 1.29 万吨/日项目投产)						
		吨投资额 (万元/吨)						
		0	-2%	-5%	-10%	-15%	-20%	
		57	55.86	54.15	51.3	48.45	45.6	
吨发电量 (千瓦时/吨)	0	400	4.56	4.65	4.77	4.97	5.18	5.38
	2%	408	4.73	4.81	4.93	5.14	5.34	5.55
	4%	416	4.89	4.98	5.10	5.30	5.51	5.71
	6%	424	5.06	5.14	5.26	5.47	5.67	5.88
	8%	432	5.22	5.31	5.43	5.63	5.84	6.04
	10%	440	5.39	5.47	5.59	5.80	6.00	6.21
	15%	460	5.80	5.88	6.01	6.21	6.42	6.62
		毛利率敏感性分析 (%) (假设 1.29 万吨/日项目投产)						
		吨投资额 (万元/吨)						
		0	-2%	-5%	-10%	-15%	-20%	
		57	55.86	54.15	51.3	48.45	45.6	
吨发电量 (千瓦时/吨)	0	400	41.1%	41.9%	43.0%	44.8%	46.6%	48.5%
	2%	408	42.0%	42.7%	43.8%	45.6%	47.4%	49.2%
	4%	416	42.8%	43.5%	44.6%	46.4%	48.2%	50.0%
	6%	424	43.6%	44.3%	45.4%	47.2%	48.9%	50.7%
	8%	432	44.4%	45.1%	46.2%	47.9%	49.6%	51.4%
	10%	440	45.2%	45.9%	46.9%	48.6%	50.3%	52.0%
	15%	460	47.0%	47.7%	48.7%	50.3%	52.0%	53.6%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、布局上游环卫业务，有望与垃圾电厂形成协同效应

布局上游环卫业务，有望与垃圾电厂形成协同效应。截至 2020 年 6 月，城发环境共中标滑县、内黄县、漯河市三处环卫项目，项目建成后有机会与公司位于当地的生活垃圾焚烧发电项目形成协同效应。

表 10、城发环境环卫项目及对应垃圾焚烧项目

项目	服务期限	服务人口	服务内容	当地垃圾焚烧发电项目
滑县农村环卫保洁项目	8 年	148 万人	21 个乡镇村庄的生活垃圾收集、转运，村庄及乡道、穿村省道的清扫保洁	滑县生活垃圾焚烧发电项目
内黄县农村生活垃圾保洁清运项目	8 年	79.5 万人	16 座垃圾中转站建设，县城现有保洁范围以外区域的生活垃圾清运，并运输至政府指定的垃圾处置场所	内黄县静脉产业园生活垃圾焚烧发电项目
漯河市生活垃圾分类试点运营项目 A 标段	1 年	13000 户	漯河市源汇区、西城区范围内生活垃圾的分类投放、分类收集、分类运输、分类处理	漯河市生活垃圾焚烧发电项目

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

投资建议：首次覆盖，给予“审慎增持”评级。城发环境背靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现。高速板块提供稳定高质量现金流，拿单能力强劲+乘省中长期专项规划政策之风，公司有望成为河南垃圾焚烧新星，中长期利润及估值中枢有望抬升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.91/1.60/1.99 元/股（暂不考虑配股），增速-28%/76%/25%，对应 7 月 8 日 PE 估值 12.7/7.2/5.8 倍。首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

表 11、城发环境营业收入拆分（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
道路通行业务				
营业收入	16.51	14.34	17.86	18.39
YoY	7.0%	-13.2%	24.6%	3.0%
毛利率	67.3%	61.1%	68.1%	68.6%
环保业务				
营业收入	0.66	0.95	6.15	12.34
YoY		43.5%	549.8%	100.5%
毛利率	10.6%	22.2%	48.8%	48.8%
其他收入				
营业收入	5.46	5.66	5.88	6.13
YoY	12.6%	3.7%	3.9%	4.1%
毛利率	35.3%	34.4%	33.6%	32.8%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、城发环境 PE-Band

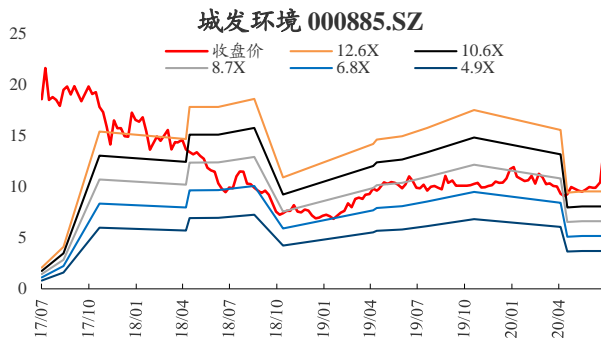
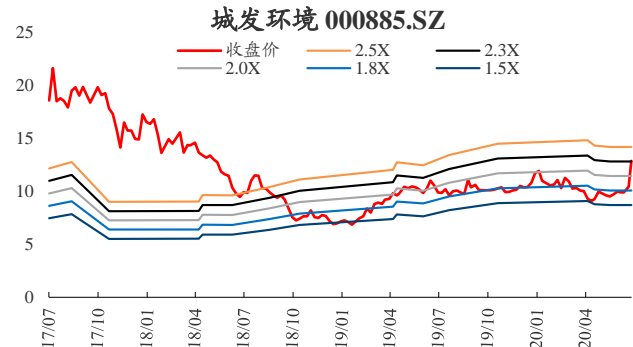


图 27、城发环境 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：政策风险、项目建设进度不及预期、项目运营不及预期。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1189	1246	1347	2153	
现金	762	783	845	1535	
应收账款	155	170	196	294	
其他应收款	42	33	50	61	
预付账款	4	4	5	7	
存货	8	13	14	19	
其他流动资产	218	243	236	237	
非流动资产	7809	9971	13838	14798	
长期投资	36	36	36	36	
固定资产	6005	6086	6369	6597	
无形资产	416	2523	6097	6843	
其他非流动资产	1351	1326	1336	1322	
资产总计	8998	11218	15185	16951	
流动负债	2565	2441	2543	2590	
短期借款	292	311	304	306	
应付账款	1192	1076	1115	1102	
其他流动负债	1081	1053	1124	1181	
非流动负债	3105	5057	8169	8970	
长期借款	2562	4483	7604	8404	
其他非流动负债	543	575	565	567	
负债合计	5670	7498	10712	11560	
少数股东权益	335	339	345	353	
股本	496	496	496	496	
资本公积	55	55	55	55	
留存收益	2441	2829	3576	4486	
归属母公司股东权益	2993	3381	4128	5038	
负债和股东权益	8998	11218	15185	16951	
现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1186	1061	1860	2153	
净利润	629	454	799	997	
折旧摊销	421	583	770	862	
财务费用	166	182	292	371	
投资损失	-13	-12	-13	-12	
营运资金变动	-45	-110	46	-64	
其他经营现金流	28	-36	-35	-0	
投资活动现金流	-511	-2735	-4575	-1815	
资本支出	924	2712	4599	1823	
长期投资	-373	0	-0	0	
其他投资现金流	40	-23	24	8	
筹资活动现金流	-606	1696	2777	352	
短期借款	-58	19	-6	2	
长期借款	-83	1921	3121	800	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-149	0	0	0	
其他筹资现金流	-316	-245	-337	-450	
现金净增加额	69	21	62	690	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	2263	2095	2989	3686	
营业成本	952	1003	1275	1621	
营业税金及附加	26	25	35	43	
营业费用	11	14	18	23	
管理费用	218	235	275	335	
财务费用	166	182	292	371	
资产减值损失	-5	-4	-4	-4	
公允价值变动收益	-3	1	-1	-0	
投资净收益	13	12	13	12	
营业利润	896	655	1113	1312	
营业外收入	1	1	1	1	
营业外支出	35	33	34	34	
利润总额	861	623	1080	1279	
所得税	233	168	281	282	
净利润	629	454	799	997	
少数股东损益	5	4	7	8	
归属母公司净利润	624	450	792	989	
EBITDA	1483	1420	2175	2544	
EPS (元)	1.26	0.91	1.60	1.99	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.6%	-7.4%	42.7%	23.3%
营业利润	7.4%	-26.9%	69.9%	17.9%
归母净利润	7.4%	-27.8%	75.9%	24.9%
获利能力				
毛利率(%)	57.9%	52.1%	57.3%	56.0%
净利率(%)	27.6%	21.5%	26.5%	26.8%
ROE(%)	20.9%	13.3%	19.2%	19.6%
ROIC(%)	14.0%	7.9%	9.0%	10.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.0%	66.8%	70.5%	68.2%
净负债比率(%)	62.0%	72.8%	80.0%	81.1%
流动比率	0.46	0.51	0.53	0.83
速动比率	0.46	0.51	0.52	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.21	0.23	0.23
应收账款周转率	21	13	16	15
应付账款周转率	0.94	0.88	1.16	1.46
每股指标(元,最新摊薄)				
每股收益	1.26	0.91	1.60	1.99
每股经营现金流	2.39	2.14	3.75	4.34
每股净资产	6.03	6.81	8.32	10.15
估值比率				
P/E	9.1	12.7	7.2	5.8
P/B	1.9	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	5.4	5.7	3.7	3.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

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

信息披露

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

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

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

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

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