



2021-05-21

公司深度报告

买入/首次

中创环保(300056)

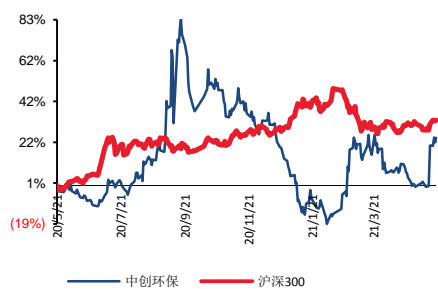
目标价：10.6

昨收盘：7.1

工业 资本货物

业务结构战略调整见成效，危废引领公司业绩反转

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	385/385
总市值/流通(百万元)	2,737/2,737
12个月最高/最低(元)	10.48/4.64

相关研究报告：

证券分析师：陶贻功

电话：010-88695226

E-MAIL: taoyg@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070001

业务结构战略聚焦调整，形成“3+3”协同发展格局

公司 2010 年上市，是国内高温滤料的龙头企业，上市后通过并购试图延伸烟气治理上下游业务。但在 2017/2018 年由于行业需求下滑、金融去杠杆等多重因素影响下，公司并购项目业绩出现较大波动。2017 年，在上海中创凌兴能源科技有限公司成为公司实控人后，公司开始对业务结构进行战略调整，逐步剥离厦门珀挺、贸易等业务，形成了以滤料生产销售、烟气治理工程、危废固废处置为业务核心，以城乡环卫一体化服务、空气净化、污水处理为业务创新的“3+3”协同发展的新格局。

风险充分释放，财务指标整体向好。

2018 年以来公司资产负债率持续下降，2021Q1 公司资产负债率下降至 29.15% 的较低水平，债务风险较低，且有较大的资本扩张空间。从盈利能力看，2019 年以来，公司净利率水平由负转正，期间费用率也由 2018 年的 30% 下降到 2020 年的 8%。2021Q1 公司期间费用率 12%、毛利率 19%、净利率达到 7%，实现了较大幅度改善；2020 年 ROE（加权）由负转正为 2%，2021Q1 单季为 1%，改善明显。现金流方面，2018 年以来公司收现比均维持在 100% 以上的较好水平，但公司经现净额受资产剥离等多重因素影响，波动较大。2020 年受贸易票据贴现、库存等因素影响，公司经现净额-1.66 亿，同比减少 184.89%。2021Q1 公司经现净额为-0.53 亿元，同比增长 70.16%，实现了较大幅度改善。

危固废引领业绩反转，滤料、烟气治理稳健发展，环卫增长潜力大。

危固废业务：危固废相关政策密集出台，2020 年 9 月的新固废法号称“史上最严”，“无废城市”建设也将带动危固废处置需求大幅增加，预计“十四五”期间危废市场化将迎来高速发展期，市场空间在 2000 亿元以上。危固废处置是公司战略发展方向，态度坚决、行动迅速，目前包括在谈、托管运营项目及并购项目年处理量合计约 80 万吨，其中祥盛年利润可达 1 亿元，另外中创瑞平（河南）10 万吨水泥窑协同处置危废项目以及江西耐华 3000 吨贵金属回收项目均有望于年内投产。危废项目的逐步投运，将成为公司业绩的重要增长点，推动公司业绩反转。

滤料、烟气治理业务：非电行业污染物排放标准不断提高，钢铁、水泥、平板玻璃、陶瓷等非电行业烟尘超净排放限制均在 20 mg/m³ 以下，烟气治理市场需求确定，为袋式除尘、高温滤料及其施工改造带来确

定性需求。

公司是国内高温滤料行业龙头企业，近年年销量均在 400 万方左右，具有较高的稳定性。子公司厦门佰瑞福烟气工程年收入超过 1 亿元，近年稳定增长，在垃圾焚烧、煤化工等多个领域具有较高的市场影响力。烟气治理和公司滤料业务、危废业务能够产生较好的业务协同，且同时具备除尘系统等烟气工程相关产品的研发和销售能力，在直接带动公司滤料销售的同时，也能推动公司滤料业务技术水平提升、把握市场需求方向。预计公司滤料-烟气治理业务将稳中有升。

环卫服务业务：根据“环境司南”不完全统计，2020 年全国各地新签环卫服务合同总金额为 2210 亿元，同比略降 0.59%，首年合同金额为 686 亿元，同比增长 24.73%，预计整体市场化率在 50%左右，仍处于成长期。在垃圾分类推广、城镇化水平提升等因素推动下，预计 2025 年环卫服务总规模超 3500 亿，市场化空间有望达 2300 亿。

公司环卫服务运营目前处于起步阶段，目前在手项目 3 个，中标总金额 1.05 亿元，年化金额 3498 万元/年。在跟踪环卫服务项目 10 多个。公司参股陕汽环卫车生产公司股权，具备环卫设备+环卫服务一体化服务优势，也能借助陕汽的影响力，开拓陕西地区的环卫服务市场。

环卫运营服务业务是公司战略布局重点方向，具有轻资产、现金流好等优势，其快速增长将成为公司业绩增长的重要推动力。

投资评级：

预计公司 2021~2023 年净利分别为 1.06 亿元、2.04 亿元、2.93 亿元，每股收益分别为 0.27、0.53、0.76 元，对应 PE 分别为 26 倍、13 倍、9 倍。公司业绩处于快速增长期，危废、环卫等景气度高、现金流好的运营资产比重的增加也有力与公司估值水平的提升。相比可比公司，公司 2022 年估值优势即开始显现，看好公司的高成长性，给予“买入”的投资评级。

风险提示：

- 1、公司危废项目进展不及预期的风险；
- 2、滤料及烟气工程市场需求不足预期的风险；
- 3、环卫服务市场开拓不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1824.39	1531.55	2542.92	3180.97
(+/-%)	0.24	-0.16	0.66	0.25
净利润(百万元)	20.94	105.59	204.23	293.18
(+/-%)	2.04	4.04	0.93	0.44
摊薄每股收益(元)	0.05	0.27	0.53	0.76
市盈率(PE)	110.48	25.92	13.40	9.34
市净率(市净率)	2.38	2.54	2.14	1.74

资料来源：Wind，太平洋证券研究院。注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况：业务结构调整完成，聚焦危废、环卫、滤料主业	5
(一) 发展历程：从高温滤料龙头到投运一体化的综合环保业务公司	5
(二) 转型及聚焦： 聚焦危废为核心的“3+3”战略布局	6
二、 危固废行业市场空间大；公司布局坚定，有望引领业绩反转	7
(一) 危固废政策频出，处置需求空间大	7
(二) 公司危废处置进入投产期，业绩有望快速增长	8
三、 高温滤料龙头，业绩稳定；打造净化除尘工程领跑者	9
(一) 电力及非电领域超净排放带来滤料及烟气治理确定性需求	9
(二) 公司是国内高温滤料龙头企业，业绩保持稳健	9
(三) 佰瑞福打造净化除尘行业领跑者，与滤料等主业协同效应显著	10
四、 环卫服务市场化空间大，公司发展潜力大	12
(一) 垃圾分类等提升环卫服务市场规模，2025 年有望显著放大至 2300 亿	12
(二) 公司环卫服务在手年化金额 3498 万元/年，处于快速成长期	15
五、 财务分析：负债率持续下降、财务风险低；财务指标整体向好	16
六、 盈利预测及估值	18
(一) 盈利预测：危废业务高增长驱动公司业绩发展	18
(二) 估值分析及投资建议	19
七、 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 2019 年以来主要资产变动情况.....	6
图表 4: 公司“3+3”业务战略布局.....	6
图表 5: 2018 年以来国内危固废重要政策.....	7
图表 6: 公司目前布局危固废项目统计.....	8
图表 7: 非电主要领域烟尘排放限值标准比较.....	9
图表 8: 中创环保滤毡及滤袋系列产品.....	9
图表 9: 高温滤袋应用场景-袋式除尘其内部结构.....	9
图表 10: 公司近年滤料销售量及增速 (万平方米).....	10
图表 11: 滤料业务总收入 (万元) 及增速.....	10
图表 12: 佰瑞福垃圾焚烧部分合作伙伴.....	11
图表 13: 佰瑞福煤化工领域部分合作伙伴.....	11
图表 14: 佰瑞福历年收入及毛利率情况.....	11
图表 15: 我国环卫市场仍处于成长期.....	12
图表 16: 国家环卫市场化相关政策梳理.....	13
图表 17: 最近 5 年中国城镇化率.....	13
图表 18: 我国历年城市生活垃圾清运量 (单位: 万吨).....	13
图表 19: 我国环卫市场化空间测算.....	14
图表 20: 公司在手环卫项目统计.....	15
图表 21: 公司 19 年以来营收呈增长态势 (万元).....	16
图表 22: 公司 19 年以来亏损状况逐步好转 (万元).....	16
图表 23: 公司费用率走低, 净利率低位回升.....	16
图表 24: ROE (加权) 2018 年后持续改善.....	16
图表 25: 公司历年经现净额 (百万元).....	17
图表 26: 公司历年收现比 (%).....	17
图表 27: 公司资产负债率持续走低.....	17
图表 28: 公司历年流动比率、速动比率.....	17
图表 29: 公司业绩拆分及盈利预测 (单位: 百万元).....	18
图表 30: 公司近 10 年 PB(MRQ) 走势.....	19
图表 31: 公司与可比公司估值比较.....	19

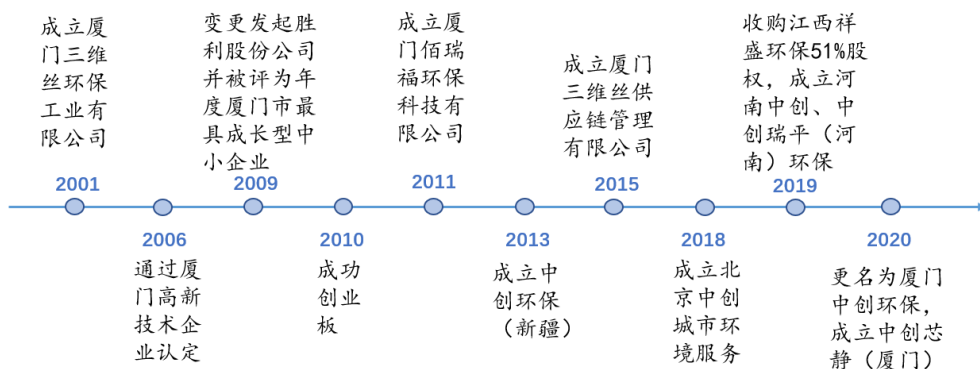
一、公司概况：业务结构调整完成，聚焦危废、环卫、滤料主业

(一) 发展历程：从高温滤料龙头到投运一体化的综合环保业务公司

中创环保成立于2001年，曾用名厦门三维丝环保股份有限公司，公司成立之初专注于工业高温烟气除尘，集高性能高温除尘滤料的研发、生产、销售和服务于一体，成为国内第一家高温袋式过滤除尘上市公司。

通过创新驱动发展战略，历经多次探索，公司逐步搭建了集环保材料生产、环保服务提供、环保产业投资运营一体化的综合性环保业务发展模式，以技术研究院自主知识产权为支撑，形成了以滤料生产销售、烟气治理工程、危废固废处置为业务核心，以城乡环卫一体化服务、空气净化、污水处理为业务创新的“3+3”协同发展的新格局。

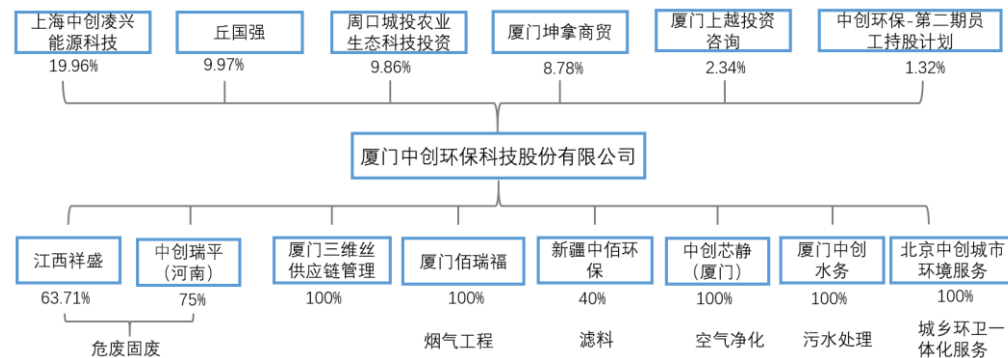
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2017年以来，上海中创凌兴能源科技有限公司通过原股东转让等方式不断增持公司股份，逐渐成为公司第一大股东，目前持有权益19.96%，同时邱国强所持9.97%股权的表决权委托给上海中创，两者为一致行动人，上海中创拥有表决权比例为29.93%，为公司控股股东。在上海中创入住后，目前公司管理层趋于稳定，聚焦危废、环卫及原有滤料主业的发展战略清晰。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 转型及聚焦：聚焦危废为核心的“3+3”战略布局

公司 2019 年发布《第一个三年发展战略规划书》，整体目标为：在重构滤料原有市场的同时，开拓污水处理、空气净化等新兴市场；通过降本增效，激发公司环境工程业务板块潜能；挖掘环卫一体化潜力，开启该市场万亿的新空间；顺应国内环保新形势，开展危废处置业务；增强公司技术研究院的市场导向，进一步发挥技术研发和创新在公司业务发展中的作用。同时，通过规范公司内部治理和完善内控体系，保障公司整体目标的实现。

公司围绕提升运营资产比例，聚焦滤料及烟气治理、危废、环卫的战略规划，2020 年以来逐步剥离贸易业务、厦门珀挺等业务，业务结构转型初显成效。

图表 3：2019 年以来主要资产变动情况

	时间	公司名称	取得或处置子公司方式	对公司业务结构调整的影响
减	2019	珀挺机械工业(厦门)	出售	剥离散物料输储系统业务
	2019	北京洛卡环保技术	出售	剥离烟气脱硝治理业务
	2020	文安县众鑫生物质供热	股权转让	剥离供热业务
	2020	中创环保(新疆)科技	其他股东增资丧失控制权	剥离贸易业务
加	2019	江西祥盛环保科技	收购	增加危固废处置业务
	2020	中创瑞平(河南)环保科技	股权受让	加码危固废处置业务
	2020	江西进取环保科技	股权受让	加码危固废处置业务
	2020	陕西中创固渭环保科技	设立	加码危固废处置业务
	2020	旬阳中创绿色城市环境服务	设立	增加环卫服务业务
	2020	衡水顺安城市环境服务	设立	增加环卫服务业务
	2020	中创芯净(厦门)科技	设立	延伸滤料产业链，布局空净行业

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 4：公司“3+3”业务战略布局



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、危固废行业市场空间大；公司布局坚定，有望引领业绩反转

(一) 危固废政策频出，处置需求空间大

我国危废产量近年持续高速增长，根据《中国环境统计年鉴》统计，我国工业危废产量从 2000 年的 830 万吨到 2017 年的 6936.90 万吨（同比增 29.70%），年均复合增长率 13.3%。根据生态环境部发布的《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2019 年 196 个大、中城市工业危险废物产生量达 4498.9 万吨，综合利用量 2491.8 万吨，处置量 2027.8 万吨，贮存量 756.1 万吨，综合利用和处置是处理工业危险废物的主要途径。

目前我国大宗固废累计堆存量约 600 亿吨，年新增堆存量近 30 亿吨，2019 年大宗固废综合利用率达到 55%，提升利用率水平迫在眉睫，包含危废在内的固废处置将是我国十四五环境治理工作的重心之一。

危固废相关政策的出台及“无废城市”建设将带来危险废物管理理念、运营模式的深刻变化。预计“十四五”期间危废市场化将迎来高速发展期，市场空间在 2000 亿以上。如考虑一般工业固废等领域，整个大固废领域市场空间将进一步大幅放大。

图表 5：2018 年以来国内危固废重要政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2018/5	环境部	《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾倒 进一步加强危险废物全过程监管的通知》	以危险废物污染防治为重点，摸清固体废物特别是危险废物产生、贮存、转移、利用、处置情况；全面提升危险废物利用处置能力和全过程信息化监管水平，有效防范固体废物特别是危险废物非法转移倾倒引发的突发环境事件。
2018/12	国务院	《“无废城市”建设试点工作方案》	“无废城市”管理理念，旨在最终实现整个城市固体废物产生量最小、资源化利用充分、处置安全的目标；在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城

		市，在全市域范围内开展“无废城市”建设试点。
2019/10	环境部	《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》 完善危险废物监管清单、持续推进危险废物规范化环境管理、强化危险废物全过程环境监管。统筹危险废物处置能力建设。推动建立“省域内能力总体匹配、省域间协同合作、特殊类别全国统筹”的危险废物处置体系、促进危险废物源头减量与资源化利用、推进危险废物利用处置能力结构优化、健全危险废物收集体系。
2020/9	人常会	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（第二次修订）》 新固废法新增垃圾分类、污泥、建筑垃圾、医疗废物、塑料制品、农业固体废物的相关内容；新固废法对法律责任进行了补充完善，对违法行为进行严惩重罚， 大幅提高违法成本 ：新增双罚制，提高罚款额度，最高可罚款500万元，多项违法行为的罚款额度是原固废法的10倍；对危废处置违法行为，出台了按所需处置费用3至5倍罚款、责令停业关闭、限停产等严厉处罚措施。
2021/3	十部委	《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见》 到2025年，煤矸石、粉煤灰、尾矿（共伴生矿）、冶炼渣、工业副产石膏、建筑垃圾、农作物秸秆等大宗固废的综合利用能力显著提升，利用规模不断扩大， 新增大宗固废综合利用率达到60%，存量大宗固废有序减少 。大宗固废综合利用水平不断提高，综合利用产业体系不断完善；关键瓶颈技术取得突破，大宗固废综合利用技术创新体系逐步建立；政策法规、标准和统计体系逐步健全，大宗固废综合利用制度基本完善；产业间融合共生、区域间协同发展模式不断创新；集约高效的产业基地和骨干企业示范引领作用显著增强，大宗固废综合利用产业高质量发展新格局基本形成。

资料来源：太平洋证券整理

（二）公司危废处置进入投产期，业绩有望快速增长

公司2019年通过股权置换获得江西祥盛51%股权，进入危固废处置领域，并坚定的将危废处置作为公司战略发展方向。两年来公司先后投资中创瑞平（河南）、陕西中创固渭、江西耐华等危废项目，动作十分迅速。根据公司公告，公司在谈的投资建设项目、托管运营项目及并购项目年处理量合计约80万吨左右。

江西祥盛2020~2022年承诺净利润数分别不低于8000万元、9600万元、10400万元，2020年受疫情等因素影响，处置量下降，实际业绩为4596.75万元，未完成业绩承诺。2021年，疫情影响因素基本消除，且大宗商品价格出现大幅上涨，我们判断江西祥盛业绩有望大幅增长。同时，中创瑞平（河南）10万吨水泥窑协同处置危废项目以及江西耐华3000吨贵金属回收项目均有望于年内投产。危废项目的逐步投运，将成为公司业绩的重要增长点，推动公司业绩反转。

图表6：公司目前布局危固废项目统计

项目公司	公司权益	主要产能	备注
江西祥盛环保	63.71%	5万吨危废、2万吨电解锌	根据公司公告，未来将继续收购杭州义通所持剩余的祥盛环保12.29%股权，最终持股比例升至76%。
江苏中创进取	26.01%	4万吨电解锌	为江西祥盛子公司，持有期51%权益
中创瑞平（河南）	75%	10万吨水泥窑协同处置危废	在建
江西耐华	70%	3000吨贵金属回收	在建
陕西中创固渭	85%	一期10万吨危废	处于规划阶段，陕西渭南市华州区工业废弃物资源化利用与处理处置项目建设主体。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、高温滤料龙头，业绩稳定；打造净化除尘工程领跑者

(一) 电力及非电领域超净排放带来滤料及烟气治理确定性需求

我国大气污染治理力度不断加大，针对二氧化硫、氮氧化物以及烟粉尘等污染物的治理政策不断出台。

2015年，国家环保部、发改委、能源局联合印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，目标到2020年，全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现超低排放，即在基准氧含量6%条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10、35、50毫克/立方米。

近年随着非电行业污染物排放标准不断提高，钢铁、水泥、平板玻璃、陶瓷等非电行业烟气治理的需求也逐渐释放，为袋式除尘、高温滤料及其施工改造带来确定性需求。

图表 7：非电主要领域烟尘排放限值标准比较

项目	标准限值 (mg/m ³)	特别排放限值 (mg/m ³)	超净排放 (燃煤锅炉) / 修改特别排放限值 (mg/m ³)
燃煤锅炉	30	20	10
烧结机球团焙烧设备	50	40	20
水泥窑及窑尾余热利用系统	30	20	20
平板玻璃	50	无 (2017年前)	20
喷雾干燥塔 (燃料为水煤浆)	30	无 (2017年前)	20
砖瓦人工干燥及焙烧	30	无 (2017年前)	20

资料来源：太平洋证券整理

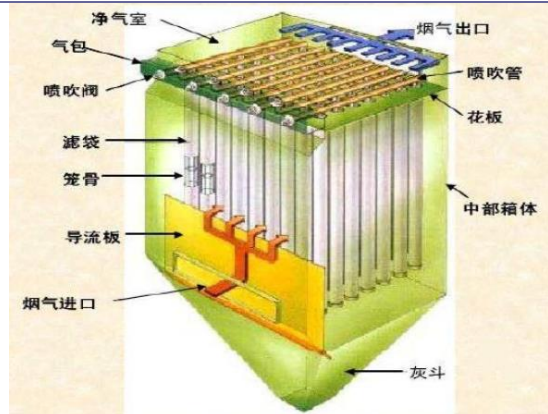
袋式除尘为电力、垃圾焚烧、水泥、钢铁、化工等重污染行业烟尘处理重要方式之一，其核心原料为高温滤料。

图表 8：中创环保滤毡及滤袋系列产品



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 9：高温滤袋应用场景-袋式除尘其内部结构



资料来源：公司公告，太平洋证券

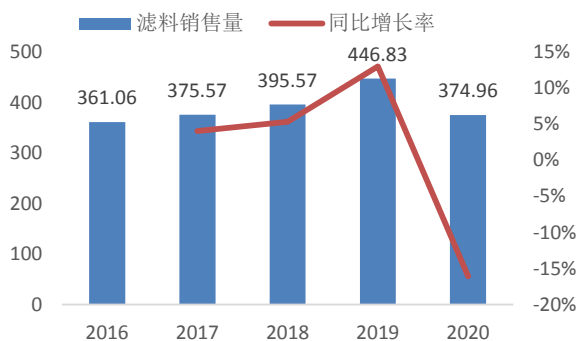
(二) 公司是国内高温滤料龙头企业，业绩保持稳健

高温滤料是公司的核心产品，公司最大产能能达到 1000 万平方米左右，是国内袋式除尘耗材的龙头供应商。

公司在滤料生产等领域有很强的积累，核心滤料技术在行业内有很高的口碑。目前，公司不断加快产业升级与技术升级，努力拓展产品适用范围，或基于传统工艺开发新的技术，赋予滤料新的功能，努力扩展滤料产品的使用范围，即由工业用烟气治理核心部件供应商，扩展到工业烟气治理、民用的空气净化、污水处理等领域过滤材料及综合治理的服务提供商。

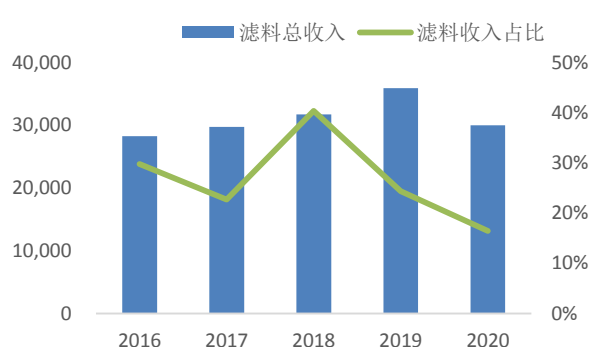
近年，公司滤料销售整体相对稳定，是公司整体业绩的重要支撑。

图表 10：公司近年滤料销售量及增速（万平方米）



资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

图表 11：滤料业务总收入（万元）及增速



资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

（三）佰瑞福打造净化除尘行业领跑者，与滤料等主业协同效应显著

公司全资子公司厦门佰瑞福主要从事垃圾焚烧、煤化工、危废处置等行业的烟气净化系统及过滤材料等配套备件的研发、设计、制作、销售及维护，是一家致力于工业烟气净化的环保高新技术企业，获得专利授权超过 25 项。

佰瑞福先后荣获国际高新技术企业、成长型中小微企业、创新型企业、科技小巨人企业等多项荣誉，连续 5 年被 E20 环境平台评为固废行业垃圾焚烧烟气布袋除尘年度标杆企业。公司的垃圾焚烧烟半干法脱酸除尘系统、干法脱酸净化系统、煤化工煤粉分离系统、SNCR 系统、布袋产品等产品在相应领域具有较高市占率。尤其是在垃圾焚烧领域，公司为行业龙头企业，在煤化工领域亦有较强的市场影响力。

佰瑞福烟气工程涉及垃圾焚烧、危废、煤化工等多个领域，和公司滤料业务、危废业务能够产生较好的业务协同，且同时具备除尘系统等烟气工程相关产品的研发和销售能力，在直接带动公司滤料销售的同时，也能推动公司滤料业务技术水平提升、把握市场需求方向。

图表 12：佰瑞福垃圾焚烧部分合作伙伴



资料来源：太平洋证券整理

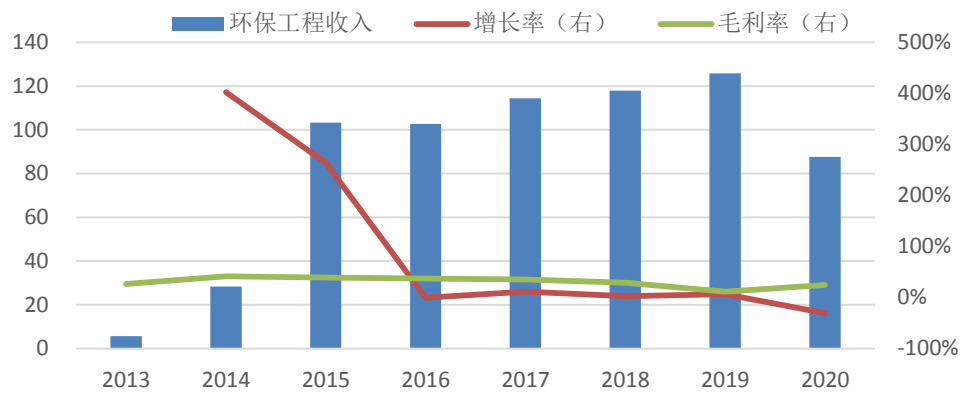
图表 13：佰瑞福煤化工领域部分合作伙伴



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

佰瑞福 2015 年以来整体业绩在 1 亿收入以上且稳中有升，毛利率相对稳定，2020 年受疫情等因素影响，收入水平有所下滑。

图表 14：佰瑞福历年收入及毛利率情况



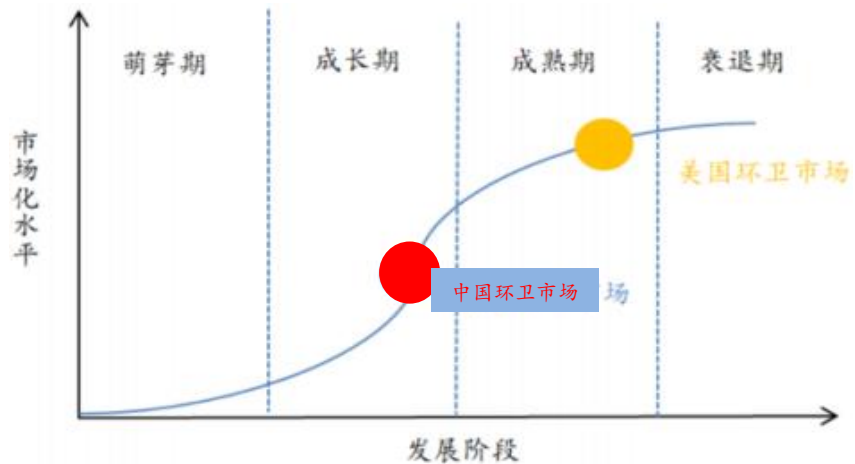
资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

四、环卫服务市场化空间大，公司发展潜力大

(一) 垃圾分类等提升环卫服务市场规模，2025 年有望显著放大至 2300 亿 环卫市场化率仍有较大提升空间

根据“环境司南”不完全统计，2020 年全国各地新签环卫服务合同总金额为 2210 亿元，同比略降 0.59%，首年合同金额为 686 亿元，同比增长 24.73%，预计整体市场化率在 50%左右，仍处于成长期。对比海外市场，美国和新加坡的环卫服务行业市场化率分别已达到 81%和 100%，预计我国环卫市场化服务未来还有较大的提升空间。

图表 15：我国环卫市场仍处于成长期



资料来源：太平洋证券

推行垃圾分类国家制度、一体化模式显著放大环卫服务市场化规模。

随着垃圾分类试点及国家制度的推进，单独的垃圾分类招标项目显著增加。2018 年全国共 37 个垃圾分类项目，服务总金额 10 亿元，2019 年共 30 个项目，服务总金额 19 亿元。2019 年与上年同期相比，总金额规模几乎翻倍；平均单个订单服务总金额从约 2700 万元，增加到 6300 万元左右；项目平均服务期限也从 2.4 年延长到了 3.6 年。总体来看，单项目平均年化规模增长约 60%。垃圾分类项目分布从北京、河南、江苏、浙江等地区，扩展到了山西、山东、四川、上海、广东等更广阔的省份。

政府通过整合环卫、园林、市政等涉及多部门的环卫作业内容，形成一体化作业项目（包含道路清扫保洁、垃圾分类、垃圾清运、中转站管理、公厕管理、河道水域保洁、护栏清洗、绿化带保洁、市政管养、绿化养护等）。随着市场化推进，该模式的招投标项目日益增多，项目规模一般 5000 万元以上，服务周期一般 3~9 年。环卫一体化作业模式由于作业内容的大幅增加，显著提升了环卫服务市场的整体规模。

根据“环境司南”不完全统计，2020 年全国各地新签环卫服务合同总金额为 2210 亿元，同比略降 0.59%，首年合同金额为 686 亿元，同比增长 24.73%。

图表 16：国家环卫市场化相关政策梳理

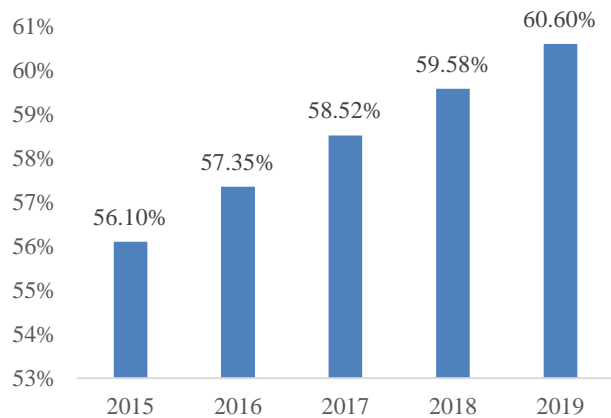
时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2002.1	建设部	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	开放市政公用行业投资建设、运营、作业市场，建立政府特许经营制度。
2013.9	国务院办公厅	《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	推动公共服务市场化，政府向社会力量购买服务。对推动政府职能转变，激发社会经济活力，提高公共服务水平和效率意义重大。
2013.1	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	在公共服务领域可利用社会力量，加大政府购买公共服务项目的力度，原则上通过合同、委托等方式向社会购买。
2014.9	财政部	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	充分认识推广运用政府和社会资本合作模式。尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式（PPP）发展的制度体系。
2015.5	财政部等三部门	《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的通知》	在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式，广泛采用政府和社会资本合作模式。
2017.1	发改委、住建部	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	大力推行 PPP 合营、特许经营和环境污染第三方治理，鼓励社会资本积极参与城镇垃圾无害化处理设施的投资、建设和经营。
2018.2	国务院办公厅	《农村人居环境整治三年行动方案》	以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，重点推进农村生活垃圾治理、开展厕所粪污治理、梯次推进农村生活污水治理、提升村容村貌、加强村庄规划管理。
2019.6	住建部	《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》	各地级城市应于 2019 年底前，编制完成生活垃圾分类实施方案，到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖。
2020.1	12 部门	《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》	到 2020 年底，重点及示范城市力争建成生活垃圾分类投、分、收、运体系；其他地级城市初步建立生活垃圾分类推进工作机制。力争再用 5 年左右时间，基本建立配套完善的生活垃圾分类法律法规制度体系；地级及以上城市因地制宜基本建立完善的生活垃圾分类系统；全国城市生活垃圾回收利用率达到 35% 以上。

资料来源：太平洋证券整理

城镇化率提升推动生活垃圾清运需求持续增加

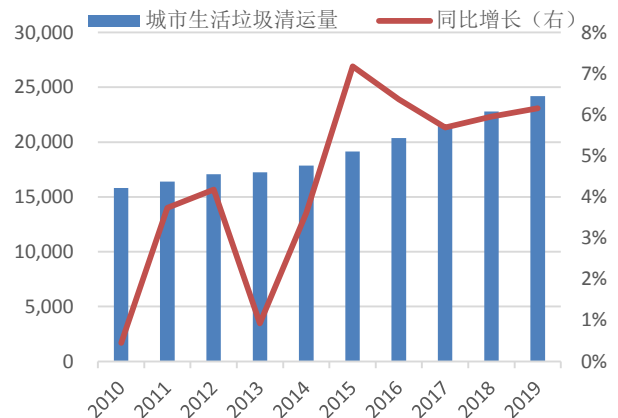
随着城镇化率的提升，城市生活垃圾清运量从 2008 年的 1.54 亿吨增至 2019 年的 2.42 亿吨，且近几年增速有小幅加速的趋势，2019 年同比增长达到 6.16%。考虑目前中国的生活消费水平与美国这样的发达国家存在一定差距，未来随着生活质量的提高，城市生活垃圾产生量仍有进一步提升的空间。同时，县域、农村的生活垃圾产生量和清运将有更大提升空间，2019 年农村人口大概占总人口的 39.69%，垃圾清运量潜在增长空间较大。

图表 17：最近 5 年中国城镇化率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 18：我国历年城市生活垃圾清运量(单位：万吨)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2025 年环卫服务总规模超 3500 亿，市场化空间有望达 2300 亿

随着人们生活水平提高和城镇化率继续提升，中国环卫市场仍然处在上升期。环境卫生意识的增强将带动传统环卫服务的内生需求增长，垃圾分类政策的实施、固废污染环境防治法草案的推出将促进环卫服务内涵的扩张，总体上来说环卫市场规模仍然继续扩张的趋势。

根据我们的测算，预计 2021 年环卫服务市场空间超过 1000 亿，到 2025 年，我国环卫服务市场总空间将超过 3500 亿，在 65% 市场化率假设下，市场化空间将超过 2300 亿。

图表 19：我国环卫市场化空间测算

项目		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城市	城市生活垃圾清运量 (万吨)	26941	28557	30271	32087	34012
	清运单价 (元/吨)	82	85	87	90	93
	城市生活垃圾清运费 (亿元)	222	242	265	289	315
	城市公厕数量 (万座)	16.60	17.26	17.95	18.49	19.05
	公厕运营单价 (万元/座)	12	13	13	14	14
	城市公厕运营费用 (亿元)	199	224	233	259	267
	城市道路清扫面积 (亿m ²)	102	107	112	117	121
	清扫单价 (元/m ²)	12	13	13	14	15
	城市道路清扫费用 (亿元)	1222	1390	1460	1635	1822
城市环卫服务小计 (亿元)	1643	1857	1958	2183	2404	
县城	县城生活垃圾清运量 (万吨)	7503	7878	8351	8852	9383
	清运单价 (元/吨)	46	47	49	51	53
	县城生活垃圾清运费 (亿元)	35	37	41	45	50
	县城公厕数量 (万座)	5.85	6.20	6.57	6.97	7.39
	公厕运营单价 (万元/座)	6	6	6	7	7
	县城公厕运营费用 (亿元)	35	37	39	49	52
	县城道路清扫面积 (亿m ²)	33	34	36	38	40
	清扫单价 (元/m ²)	6	6	7	7	8
	县城道路清扫费用 (亿元)	195	205	251	266	323
县城环卫服务小计 (亿元)	265	279	332	360	424	
乡镇	乡镇生活垃圾清运量 (万吨)	6000	7200	7920	8712	9583
	清运单价 (元/吨)	38	39	40	41	42
	乡镇生活垃圾清运费 (亿元)	23	28	32	36	40
	乡镇公厕数量 (万座)	4.7	5.2	5.6	6.1	6.4
	公厕运营单价 (万元/座)	4	4	5	5	5
	乡镇公厕运营费用 (亿元)	19	21	28	30	32
	乡镇道路清扫面积 (亿m ²)	73	75	77	79	81
	清扫单价 (元/m ²)	4	4	5	5	5
	乡镇道路清扫费用 (亿元)	292	300	385	395	405
乡镇环卫服务小计 (亿元)	334	349	445	461	477	
垃圾分类运营服务费用 (亿元)	150	170	200	220	250	
环卫服务市场空间总计 (亿元)	2392	2655	2934	3224	3555	
市场化率	50%	55%	60%	62%	65%	
市场化空间 (亿元)	1196	1460	1760	1999	2311	

资料来源：太平洋证券

(二) 公司环卫服务在手年化金额 3498 万元/年，处于快速成长期

城乡环卫一体化服务业务是公司战略发展方向，公司环卫板块经过前期的业务拓展，中标了陕西旬阳、河北井陘等项目，目前在手项目 3 个，中标总金额 1.05 亿元，年化金额 3498 万元/年。

公司 2020 年收购陕西汽车集团旬阳宝通专用车部件有限公司 13.19% 股权，该公司主营业务为环卫车的生产，公司具备环卫设备+环卫服务一体化服务优势，借助其股东陕汽集团的品牌影响力，公司也能更好的开拓陕西地区的环卫服务市场。

目前公司在跟踪环卫服务项目 10 多个，环卫服务业务将逐渐成长为公司新业务版图中的核心业务之一。环卫运营服务业务具有市场化方向确定、资产相对较轻、经营现金流好等优势，其快速增长将成为公司业绩增长的重要推动力。

图表 20：公司在手环卫项目统计

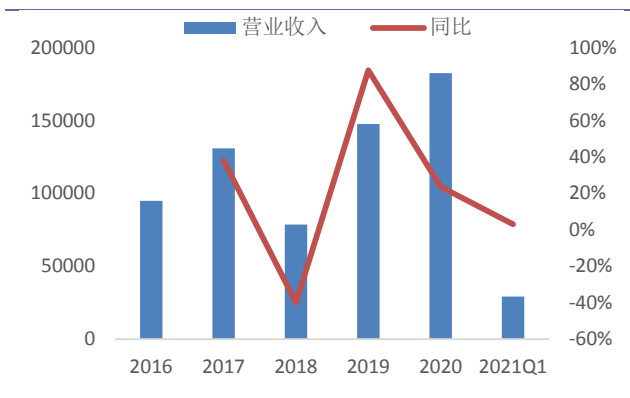
项目名称	项目金额 (万元)	服务金额	年化金额 (万元)
陕西旬阳项目	8064	3	2688
河北井陘项目	1374	3	458
河北衡水项目	1056	3	352
合计	10494		3498

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、财务分析：负债率持续下降、财务风险低；财务指标整体向好

2020年在受到受疫情停工影响的情况下，公司资产剥离、业务战略调整的成果开始显现，公司总营收18.2亿元，同比增长23.63%，归母净利润由负转正至2093.59万，同比增长139.21%。2021年，公司延续向好态势，2021Q1公司营收2.9亿，同比增长3.03%；净利润2134.87万元，同比增长1871.69%。

图表 21：公司 19 年以来营收呈增长态势（万元）



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

图表 22：公司 19 年以来亏损状况逐步好转（万元）

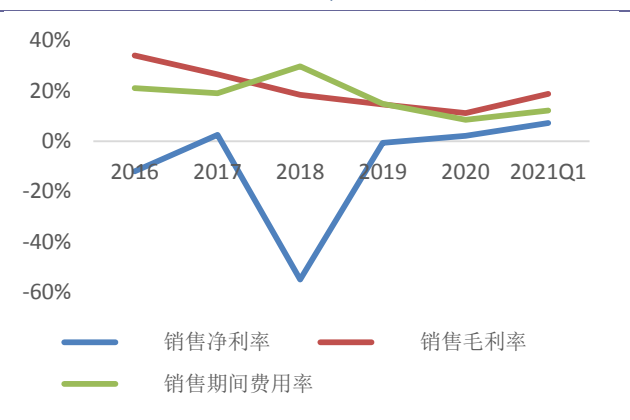


资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

2019年以来，公司净利率水平由负转正，期间费用率也由2018年的30%下降到2020年的8%。2021Q1公司期间费用率12%、毛利率19%、净利率达到7%，实现了较大幅度改善。

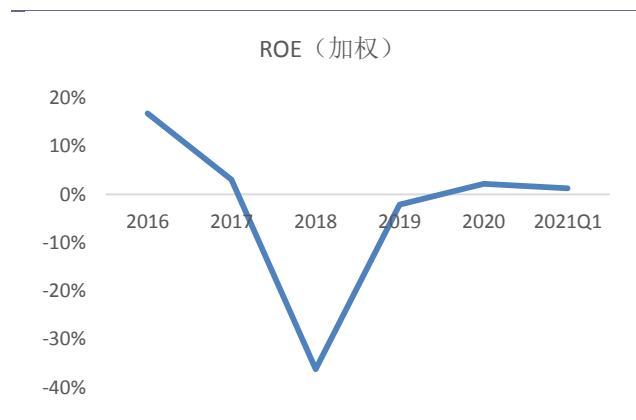
从净资产收益率来看，2019年以来也出现明显拐点，2020年ROE（加权）由负转正为2%，2021Q1单季为1%。

图表 23：公司费用率走低，净利率低位回升



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

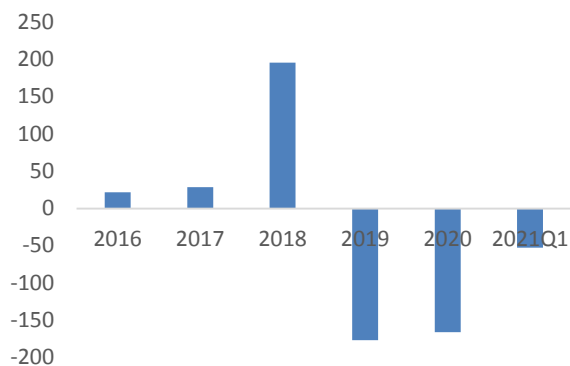
图表 24：ROE（加权）2018年后持续改善



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

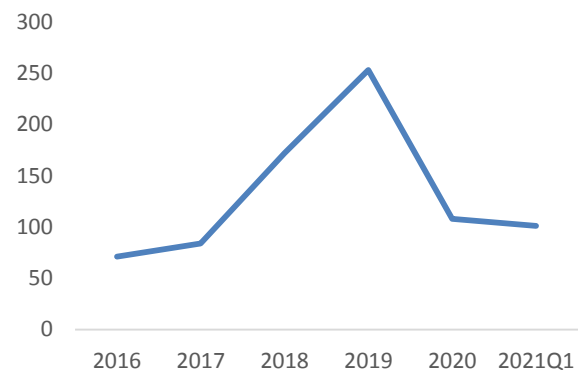
2018 年以来，公司收现比均维持在 100% 以上的较好水平，但公司经现净额受资产剥离等多重因素影响，波动较大。2020 年公司经现净额-1.66 亿，同比减少 184.89%。主要原因是报告期贸易业务回款票据贴现量加大，票据贴现后用于支付货款导致融资活动现金流入及经营活动流出均增加，以及公司存货大幅增加所致。2021Q1 公司经现净额为-0.53 亿元，同比增长 70.16%，实现了较大幅度改善。

图表 25：公司历年经现净额（百万元）



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

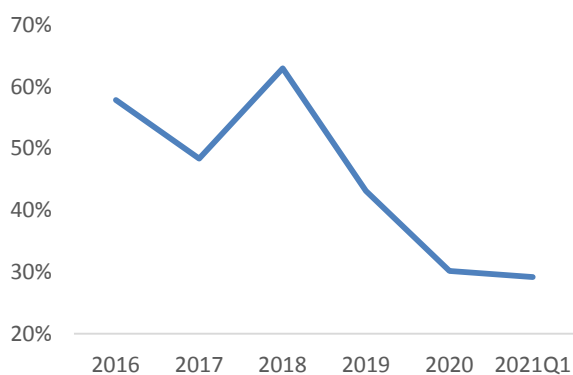
图表 26：公司历年收现比 (%)



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

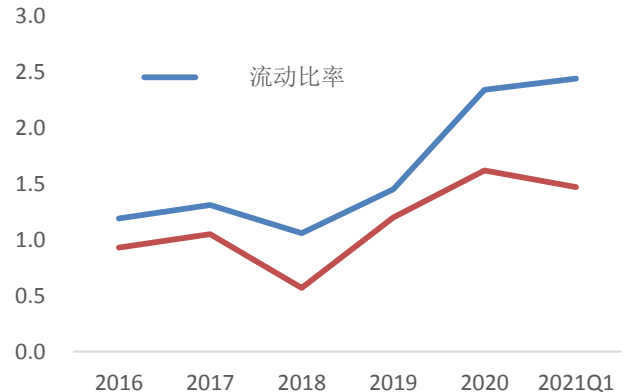
公司资产负债率持续下降，2021Q1 公司资产负债率下降至 29.15% 的较低水平。从流动比率和速动比率看，2019 年以来，公司债务结构改善显著，2021Q1 流动比率 2.44、速动比率 1.47，债务保持水平较高，财务风险较低。

图表 27：公司资产负债率持续走低



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

图表 28：公司历年流动比率、速动比率



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券

六、盈利预测及估值

(一) 盈利预测：危废业务高增长驱动公司业绩发展

核心假设：

- 公司各业务毛利率水平整体相对稳定；
- 危废业务在疫情影响消除、新建项目投产等因素驱动下，未来收入有望保持较高增速；2021~2022 年收入增速分别为 105%、90%、26%。
- 滤料业务受益非电领域超净排放，销量及价格整体相对稳定。
- 环保工程重回上升通道，保持一定幅度增速，2022~2023 营收增速 20%。
- 环卫业务处于起步期，2021~2023 年增速分别为 200%、80%、120%。

图表 29：公司业绩拆分及盈利预测（单位：百万元）

项目		2020A	2021E	2022E	2023
危废	收入	518.15	1062.21	2018.19	2542.92
	增长率		105.00%	90.00%	26.00%
	成本	441.78	871.01	1614.56	1983.48
	毛利	76.37	191.20	403.64	559.44
	毛利率	14.74%	18.00%	20.00%	22.00%
过滤材料	收入	299.89	308.89	318.15	334.06
	增长率		3.00%	3.00%	5.00%
	成本	212.48	218.85	225.41	236.68
	毛利	87.41	90.04	92.74	97.38
	毛利率	29.15%	29.15%	29.15%	29.15%
环保工程	收入	87.64	90.27	108.32	129.99
	增长率		3.00%	20.00%	20.00%
	成本	66.07	44.23	53.08	63.69
	毛利	21.57	46.04	55.24	66.29
	毛利率	24.62%	51.00%	51.00%	51.00%
环卫	收入	11.69	35.07	63.13	138.88
	增长率		200.00%	80.00%	120.00%
	成本	8.24	17.18	30.93	68.05
	毛利	3.45	17.89	32.19	70.83
	毛利率(%)	29.51%	51.00%	51.00%	51.00%
经营总收入		1824.39	1531.55	2542.92	3180.97
主营增速		49.26%	46.09%	66.04%	25.09%
经营总成本		1620.93	1171.27	1943.98	2371.91

数据来源：公司公告、太平洋证券

(二) 估值分析及投资建议

根据盈利预测，预计公司 2021~2023 年净利分别为 1.06 亿元、2.04 亿元、2.93 亿元，每股收益分别为 0.27、0.53、0.76 元，对应 PE 分别为 26 倍、13 倍、9 倍。

公司目前 PB(MRQ) 为 2.88 倍，处于近十年平均水平（4.29 倍）的相对低位。

公司业务结构战略调整初显成效，危废、环卫等运营业务进入将持续爆发，运营业务具有业绩相对稳定、现金流较好等优势，增厚业绩的同时也将有助于公司估值水平的提升。

公司业绩处于快速增长期，相比可比公司，公司 2022 年估值优势即开始显现，看好公司的高成长性，给予“买入”的投资评级。

图表 30：公司近 10 年 PB(MRQ) 走势



资料来源：wind，太平洋证券

图表 31：公司与可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (百万元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	21E	22E	
300056.SZ	中创环保	2,737	88	26	13	2.9
平均值		11,918	36	25	21	2.9
002266.SZ	浙富控股	27,493	15	14	12	3.3
603588.SH	高能环境	15,753	26	22	17	3.2
300815.SZ	玉禾田	11,299	18	17	14	4.2
002573.SZ	清新环境	7,327	34	21	17	1.2
002658.SZ	雪迪龙	6,898	34	50	46	2.9

数据来源：wind，太平洋证券

七、风险提示

- 1、公司危废项目进展不及预期的风险；
- 2、滤料及烟气工程市场需求不足预期的风险；
- 3、环卫服务市场开拓不及预期的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	322	247	353	388	418	营业收入	1476	1824	1532	2543	3181
应收和预付款项	303	337	516	667	624	营业成本	1259	1621	1171	1944	2372
存货	185	316	186	308	405	营业税金及附加	11	8	7	11	13
其他流动资产	278	125	148	201	246	销售费用	63	39	33	53	65
流动资产合计	1088	1025	1204	1564	1693	管理费用	134	98	118	182	215
长期股权投资	0	40	40	40	40	财务费用	22	18	56	61	71
投资性房地产	16	15	15	15	15	资产减值损失	-55	60	0	0	0
固定资产	400	220	13	-181	-136	投资收益	-54	5	0	0	0
在建工程	1	3	353	753	1203	公允价值变动	0	2	0	0	0
无形资产开发支出	49	24	32	17	6	营业利润	-14	6	159	316	471
长期待摊费用	0	2	2	2	2	其他非经营损益	-2	41	0	0	0
其他非流动资产	31	31	31	31	31	利润总额	-17	47	159	315	471
资产总计	1903	1620	1949	2501	3114	所得税	-7	8	27	54	80
短期借款	282	169	169	169	169	净利润	-10	39	132	262	391
应付和预收款项	205	153	170	218	215	少数股东损益	10	18	26	58	98
长期借款	45	24	224	424	624	归母股东净利润	-20	21	106	204	293
其他负债	288	142	122	164	190						
负债合计	820	489	686	976	1199	预测指标					
股本	385	385	385	385	385		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	942	944	944	944	944	毛利率	0.15	0.11	0.24	0.24	0.25
留存收益	-372	-351	-261	1726	2094	销售净利率	-0.01	0.01	0.07	0.08	0.09
归母公司股东权益	948	971	1076	1281	1574	销售收入增长率	0.88	0.24	-0.16	0.66	0.25
少数股东权益	135	160	186	244	342	EBIT 增长率	1.15	5.79	2.49	0.74	0.46
股东权益合计	1083	1131	1263	1525	1916	净利润增长率	0.95	2.04	4.04	0.93	0.44
负债和股东权益	1903	1620	1949	2501	3114	ROE	-0.02	0.02	0.10	0.16	0.19
现金流量表(百万)						ROA	-0.01	0.01	0.05	0.08	0.09
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC	0.36%	3.58%	10.04%	13.69%	15.67%
经营性现金流	196	-166	96	30	348	EPS (X)	-0.05	0.05	0.27	0.53	0.76
投资性现金流	-69	-66	-180	-182	-497	PE (X)	—	110.48	25.92	13.40	9.34
融资性现金流	22	159	190	186	180	PB (X)	2.70	2.38	2.54	2.14	1.74
现金增加额	147	-74	106	34	31	PS (X)	1.76	1.25	1.83	1.17	0.99
						EV/EBITDA (X)	36.73	21.41	12.04	8.59	5.93

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。