

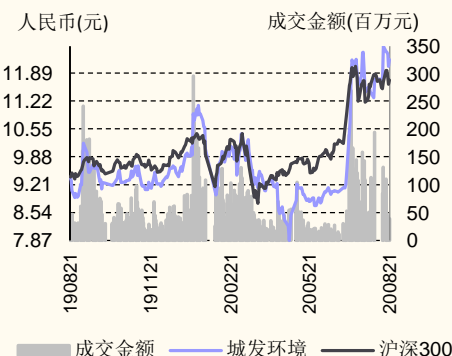
城发环境 (000885.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究(深度)

市场价格(人民币): 12.21 元
目标价格(人民币): 17.53-17.53 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 6.42
已上市流通 A 股(亿股) 4.96
总市值(亿元) 78.40
年内股价最高最低(元) 12.53/11.30
沪深 300 指数 4719
深证成指 13478

**省级平台优势显著, 环保新业务再造城发****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,028	2,263	2,876	4,180	5,331
营业收入增长率	-57.04%	11.58%	27.07%	45.37%	27.52%
归母净利润(百万元)	582	624	530	887	1,095
归母净利润增长率	-3.38%	7.15%	-15.02%	67.23%	23.41%
摊薄每股收益(元)	1.173	1.257	0.826	1.381	1.705
每股经营性现金流净额	2.50	2.39	2.32	3.06	4.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.43%	20.85%	11.35%	15.95%	16.45%
P/E	6.11	8.74	14.78	8.84	7.16
P/B	1.43	1.82	1.68	1.41	1.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **河南省级基建平台, “高速+环保”双轮驱动战略:** 公司控股股东为河南投资集团, 实控人为河南省财政厅, 定位为省级基建平台, 传统业务为高速公路经营, 自 2019 年起拓展环保业务, 以静脉产业园建设为契机, 依托当地资源优势, 首年就斩获大量订单, 目前已投运济源项目(600 吨/日)一座, 在手订单 17200 吨/日, 为后续业绩增长奠定了良好的基础。
- **省内十年十倍空间, 目标 2.94 万吨/日焚烧规模:** 河南省 2019 年底总人口约为 1.1 亿, 理论需要 11 万吨/日处理规模。2018 年底垃圾焚烧在运规模仅为 0.79 万吨/日, 缺口巨大。政府规划到 2030 年全省投运 8.4 万吨/日, 十年十倍市场空间。公司中期目标为建设并投运 2.94 万吨/日规模, 预计 2021 年底前投运 1.4 万吨/日, 若如期投运将显著推动公司整体业绩增长。
- **现金牛业务支撑发展, 环保综合服务商蓄势待发:** 公司目前拥有 3 条在运高速公路 255 公里, 在建 57 公里高速公路 1 条。此板块已过资本开支大幅投入期, 目前以实时通行收费为主, 盈利稳定现金流量良好, 年经营现金流量净额约在 12 亿元, 能够有效支撑未来环保业务的资本开支需求。同时, 公司除高速公路业务外, 也在积极拓展水务、环卫业务, 在建设期也会确认规模可观的工程收入, 这些业务将共同助推公司业绩快速增长。

投资建议

- 预计公司 2020~2022 年分别实现营业收入 28.76、41.80 和 53.31 亿元, 同比增长 27.07%、45.37%和 27.52%, 归母净利润 5.30、8.87 和 10.95 亿元, 同比分别增长-15.02%、67.23%和 23.41%, EPS 分别为 0.83、1.38 和 1.71 元, 对应现股价 PE 分别为 15X、9X 和 7X。通过相对估值法与同行业公司比较, 公司 PE 显著低于行业平均水平, 分部估值法可知公司市值仍有较大上升空间, 我们看好公司未来发展前景, 首次覆盖给予“买入”评级。

估值

- 我们按分部估值法参考 22 年业绩给予 112 亿市值目标, 未来 6~12 个月目标价 17.53 元/股, 对应 2020~2022 年 PE 分别为 21X、13X 和 10X。

风险

- 新订单获取以及在手订单推进不及预期, 投运项目盈利水平不及预期; 可再生能源补贴方案不落地带来的不确定性风险等。

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

投资要件

■ 我们区别于市场的观点

首先，我们使用了创新的方法论来进行业绩预测，即通过单厂盈利模型方法来推算公司主体业务垃圾焚烧发电项目的未来业绩贡献。

其次，市场认为公司环保业务内容仅是垃圾焚烧发电厂运营和小部分水务运营，其实公司定位为环境综合服务商，聚焦固废和水务两大板块，业务有诸多市场未预期到的地方，具体如下：

预期差之一——垃圾焚烧规模更大：市场认为垃圾焚烧处理规模就在中标的 1.7 万吨/日（一期，不折算权益部分），而实际根据公司对外宣传册里数据为 2.94 万吨/日，预计未来三五年就有望实现；

预期差之二——工程收入体量可观：公司于 2020 年一季度收购了一家工程公司，根据我国会计准则，BOT 项目建设期间主体由自身承担的可以确认收入，因为近几年公司工程量非常可观预计收入规模在 10 亿元以上，因此公司综合考虑会在建设期确认收入，预计年贡献利润在 1 亿元前后；

预期差之三——水务重要利润补充：市场目前认为公司水务仅 80 万吨/日，实则公司目标做到 200 万吨/日，根据可比公司国祯环保在运 300 多万吨对应贡献 12 亿营收，在目标实现下有望实现 1 亿前后利润；

预期差之四——环卫业务重要组成：市场没有充分认知环卫业务，预计公司明年开始逐步放量环卫业务，据公司公告目标年化做到 5 亿营收以上，按照可比公司盈利指标净利率约在 8%，对应年贡献利润在 0.4 亿以上；

预期差之五——管理风格狼性十足：1) 市场认为公司业务仅局限于河南省内，实则公司已走出省外，在新疆喀什落地一个垃圾焚烧厂项目，除此公司不仅积极对接省外环保项目，也在积极对接一带一路国家项目，若后续省外项目成功落地，我们认为公司估值有望进一步提升；2) 市场认为公司是国企激励不到位，员工干劲不足。实则公司实行“能上能下”、“能进能出”管理机制，每年有一定比例人员淘汰和调岗机制，虽然尚未有股权激励措施，但是业绩考核挂钩的管理文化有望提高公司全体员工工作积极性。

预期差之六——首个项目经营良好：市场担忧公司刚开始做环保业务，短期大量爆发的订单不能有效推进，项目投运后恐难达到行业平均利润水平。我们认为可以从公司已投运的首个垃圾焚烧处理厂项目经营情况来看公司是否可以做好：济源项目设计处理量 600 吨/日，据公司公告得知吨发 430Kwh/吨，自用电仅约 12%（行业一般 18%），同时该项目有业绩对赌承诺，目标 2020~2022 年分别实现扣非归母 560、1042 和 1423 万元，据公告预计今年将实现超 800 万元，有望圆满完成首个对赌业绩，除此我们认为垃圾焚烧发电厂标准化程度高，在我国已发展 30 年十分成熟，市场无需过度担忧。

综上，我们认为公司存在巨大的预期差，结合业务结构和未来业绩表现，预计环保运营项目在预期全实现前提下将达到 6.5 亿利润以上，相当于再造一个城发环境。公司攻守兼备，具有良好的投资价值。

■ 股价上涨的催化因素

- 1、新订单的获取及在手订单的顺利推进；
- 2、正式投运项目达到或超过行业平均盈利水平；
- 3、可再生能源补贴债务化等解决方案的落地

■ 投资风险

- 1、新订单获取以及在手订单推进不及预期；
- 2、投运项目盈利水平不及预期；
- 3、可再生能源补贴方案不落地带来的不确定性风险等

内容目录

投资要件	2
一、公司简介：向环保业务拓展的河南省省级基建平台	5
1.1 省级国有环保平台，股权结构集中且稳定	5
1.2 高速板块业绩良好，现金牛业务有利发展	7
二、行业：垃圾焚烧行业处于快速发展阶段，河南省一马当先	11
2.1 我国垃圾焚烧行业处于快速发展阶段	11
2.2 河南省十年十倍增长空间	13
三、公司：深耕河南市场，订单爆发增长业绩将逐步增厚	15
3.1 公司订单爆发增长，未来增长可期	15
3.2 项目标准化程度高，业绩易于把握	17
四、盈利预测与估值：迎接公司戴维斯双击	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	21

图表目录

图表 1：公司股权结构图	5
图表 2：公司发展历程	6
图表 3：公司重大资产置换事项明细	6
图表 4：公司近五年业绩变动情况（单位：百万元）	7
图表 5：公司近五年综合毛利率和净利率变动情况	7
图表 6：公司近五年期间费用率变动情况	7
图表 7：公司近五年净资产收益率（ROE）变动情况	7
图表 8：2019 年公司各业务单元营收贡献占比	7
图表 9：2018、2019 年公司各业务单元营业收入情况	7
图表 10：子公司许平南 2015~2018 年业绩情况一览	8
图表 11：高速公路现金结算流程图	9
图表 12：非现金业务流程图	9
图表 13：货车集中收费标准计收费费率具体内容	10
图表 14：07~18 年我国生活垃圾清运量及焚烧占比	11
图表 15：07~18 年我国生活垃圾焚烧处理厂年处理能力	11
图表 16：07~18 年我国生活垃圾焚烧处理厂数量	11
图表 17：07~18 年我国生活垃圾焚烧厂在运日处理规模	11
图表 18：未来 15 年我国垃圾焚烧项目在运处理产能预测	12
图表 19：2015~2035 年阶段性新增投资需求预测	12
图表 20：垃圾焚烧发电市场运营期市场空间预测	12
图表 21：“十三五”期间各省规划中垃圾焚烧在运和增量规模统计	13
图表 22：截至 2017 年我国垃圾焚烧行业处理规模前 20 名企业明细	13

图表 23: 2015~2030 年河南省垃圾焚烧发电产能规模情况及预测	14
图表 24: 2019 年河南省垃圾焚烧项目其他中标单位中标项目统计.....	15
图表 25: 截至 2020 年 8 月 10 日公司垃圾焚烧发电项目订单中标情况统计	16
图表 26: 截至 2020 年 8 月 10 日公司水务项目订单中标情况统计.....	16
图表 27: 2019 年年报披露的重大在建工程项目进展情况 (单位: 百万元) ...	17
图表 28: 典型 1000 吨/日垃圾焚烧发电厂单厂盈利模型	18
图表 29: 典型千吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利指标图示	18
图表 30: 典型千吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利能力图示	18
图表 31: 公司分业务盈利预测明细表	20
图表 32: 可比公司估值表.....	21
图表 33: 分部估值法测算公司合理市值规模	22

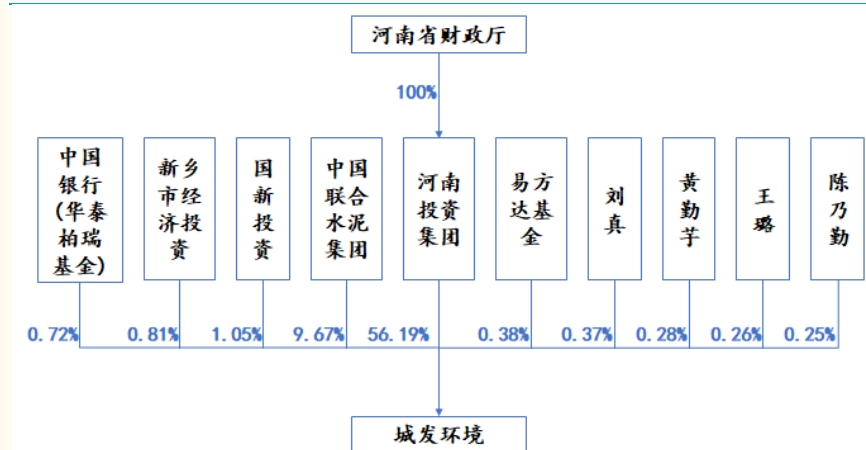
一、公司简介：向环保业务拓展的河南省省级基建平台

- 城发环境是河南投资集团旗下环保专业平台公司，现有业务为高速公路投资建设和运营，自 2018 年以来致力于打造环保科技产业上市航母，着力深耕固废和水务两大领域。其中，固废已投运项目 1 个（济源项目 600 吨/日），在手订单 18 个项目，合计 17350 吨/日，设计规模 22350 吨/日，根据规划中期将达到 2.94 万吨/日以上，将是公司第一大环保主业，届时有望跻身于垃圾焚烧行业前十大规模。

1.1 省级国有环保平台，股权结构集中且稳定

- 河南省财政厅控股的省属国有企业，近几年股权结构集中且稳定。据公司 2020 年 Q1 报告披露，公司控股股东河南投资集团持股占比 56.19%，实控人为河南省财政厅，持有河南投资集团 100% 股权。其余占比 5% 以上股权比例的仅有一家即中国联合水泥集团，持股 9.67%，公司持股较为集中。前十大股东中其他八位持股比例均不足 1%。自 2017 年以来，持股 5% 以上比例的股东及其实持股数量和占比稳定，未有变动。

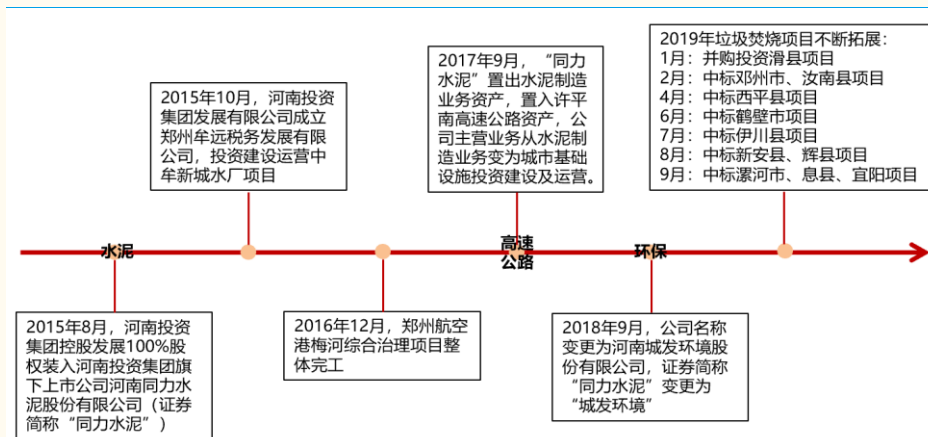
图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司由上市公司“同力水泥”变更而来，于 2018 年开始聚焦拓展环保新业务。实控人河南投资集团相关资产于 2015 年 8 月被整体装入上市公司“同力水泥”，主营水泥、熟料等建筑建材产品的生产和制造。集团于 2015 年开始成立郑州牟元水务发展有限公司，投资建设运营河南省境内的污水处理厂等类型项目，初步涉及环保产业。2017 年 9 月公司发生重大资产变更事项，上市公司“同力水泥”置出水泥制造资产，置入许平南高速公路资产，主要业务从水泥制造变更为城市基础设施建设及运营。2018 年 9 月，上市公司名称变更为“城发环境”，开始聚焦发展环保业务，次年就取得了明显效应，自 2019 年以来屡获环保订单，其中垃圾焚烧发电类项目独占鳌头，据我们统计截至 2020 年 08 月 13 号，公司垃圾焚烧发电类项目在手订单已经达 17350 吨/日（一期），设计规模 22350 吨/日（含一期及以后预留规模），有望在未来几年中贡献较为明显的业绩增量。

图表 2：公司发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司资产置换具体事项为：**置出水泥资产，置入高速公路资产，属同控下企业合并。置入资产为 2017 年 9 月，经 2017 年第三次临时股东大会批准，公司以水泥制造业务相关资产与控股股东河南省投资集团的高速公路资产进行置换，置换差额部分由公司以现金方式向河南省投资集团予以支付。此次资产置换平谷基准日为 2017 年 4 月 30 日，置入和置出资产交易交个分别为 38.96 亿元和 25.83 亿元，差额 12.13 亿元由公司以现金支付。河南省投资集团持有的河南省许平南高速公路有限责任公司 100%股权，于 2017 年 9 月完成后，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。河南省投资集团承诺，置入资产许平南高速 2017、2018、2019 年度扣非归母净利润分别为 40,236.41、34,412.98 和 37,190.78 万元。若置入资产在补偿期内各年度末累计实现净利润未能达到累计承诺净利润，河南投资集团将以现金方式对同力水泥进行盈利补偿。

图表 3：公司重大资产置换事项明细

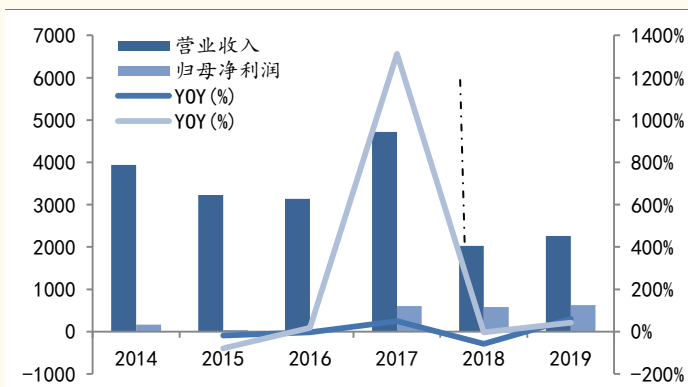
置入资产		置出资产	
资产名称	持股比例	资产名称	持股比例
许平南高速公路有限责任公司	控股股东持有 100%股权	驻马店市豫龙同力水泥有限公司	70%
		河南省豫鹤同力水泥有限公司	60%
		洛阳黄河同力水泥有限责任公司	73.15%
		新乡平原同力水泥有限责任公司	100%
		三门峡腾跃同力水泥有限公司	100%
		河南省同力水泥有限公司	100%
		中非同力投资有限公司	100%
		濮阳同力建材有限公司	100%
		驻马店同力骨料有限公司	62.96%
		“同力”系列商标权	不适用

来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 高速板块业绩良好，现金牛业务有利发展

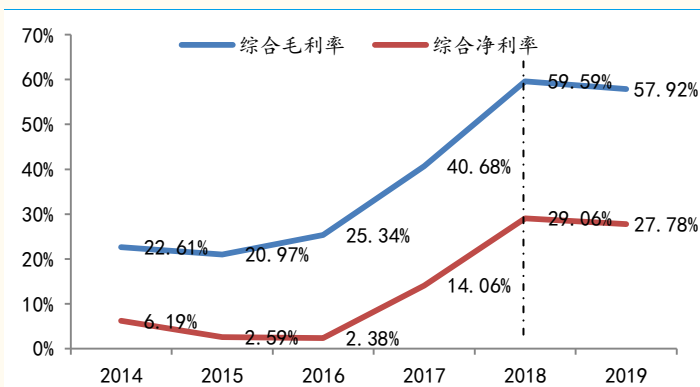
- 公司高速公路业务发展稳健，期间费率降幅明显。如上所述，2015~2017 年公司主营水泥等建筑建材制造和生产，2017 年资产置换后主营高速公路设计投资和建设运营，自 2018 年开始正式拓展环保领域主要服务河南市场。2019 年为公司资产置入后第一个完整经营年度，全年实现营业收入 22.63 亿元，归母净利润 6.24 亿元，同比分别增长 20.29%和 27.46%，业绩增长较为显著；经营指标有所优化期间费用率减少 3.34%降幅较为明显，其中销、管和财务费用率分别降低 0.33%、0.17%和 2.83%；毛利率和净利率保持稳定。按业务类型拆分来看，2019 年底道路通行、基础设施和服务区经营分别占 73%、11%和 3%，道路通行占到了近 7 成比例，且毛利率高达 67.29%，与近两年相比基本稳定，是毛利润的主要贡献单位。

图表 4：公司近五年业绩变动情况（单位：百万元）



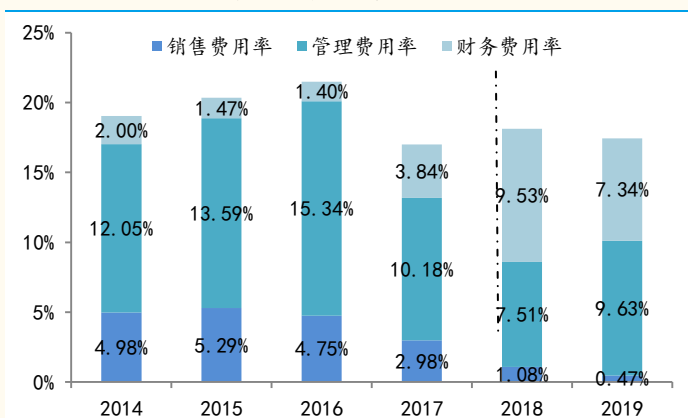
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：公司近五年综合毛利率和净利率变动情况



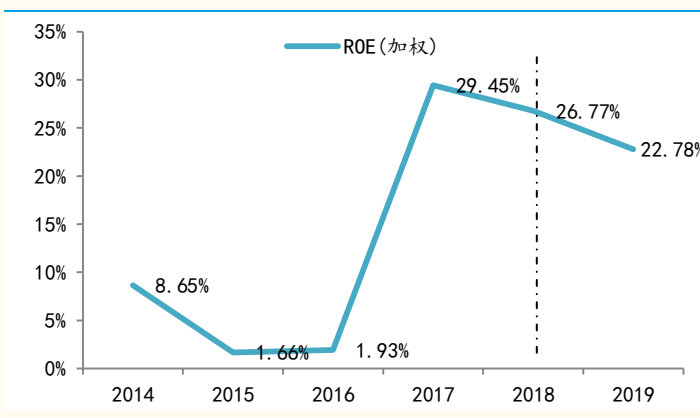
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司近五年期间费用率变动情况



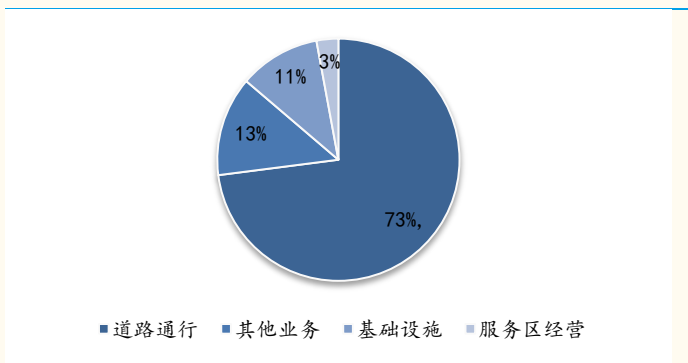
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司近五年净资产收益率 (ROE) 变动情况



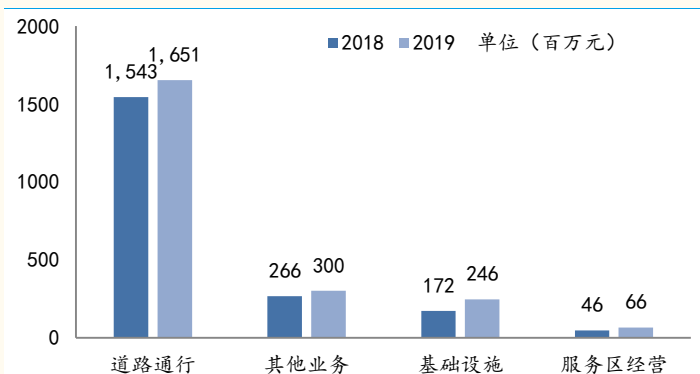
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：2019 年公司各业务单元营收贡献占比



来源：公司公告、国金证券研究所

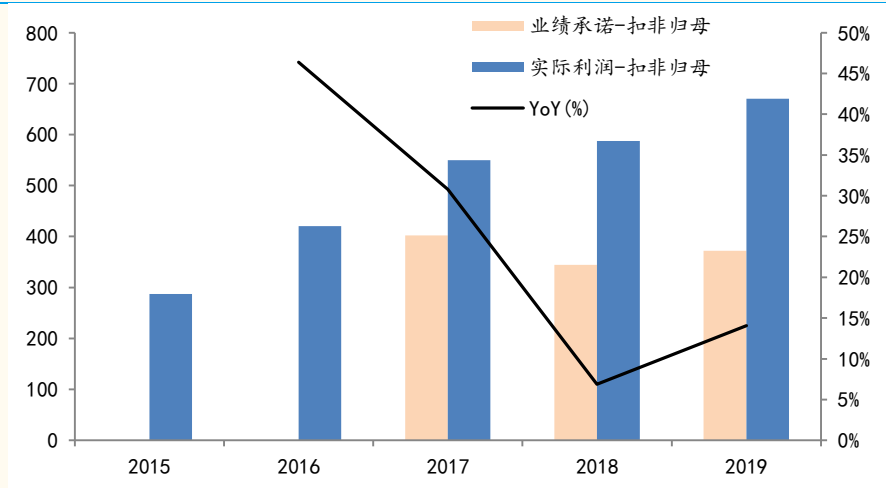
图表 9：2018、2019 年公司各业务单元营业收入情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **子公司许平高速近年来业绩持续增长。**子公司许平南 2015~2018 年 4 年来业绩持续增长，各年实现营业收入 13.18、13.74、14.91 和 16.06 亿元，净利润 2.87、4.21、5.50 和 5.88 亿元，其中净利润在 2016~2018 年分别增长 46.37%、30.78%和 6.88%，各业绩对赌期均超额完成了任务。高速公路通行服务收入稳定性较强，在地区经济不发生重大波动、以及无重大自然灾害、安全事故等特殊事项情况下一般不会出现较大幅度下降。河南省近几年 GDP 增速快且较为稳定，约在 8%附近，我们认为未来全省经济增速仍有望维系较为稳定的较高增速，受益地区经济发展状况公司未来三年该板块营业收入亦有望延续稳定增长态势。
- **高速公路板块属于典型现金牛业务。**公司目前传统业务高速公路收入来源主要是通行收费，盈利稳健，结算及时应收账款等项目较少。通过间接法可以得出公司 2017 年、2018 年经营活动现金流量净额约在 12 亿元前后，营业现金净流量约为 10 亿元前后。以 2018 年为例，主要项目中净利润为 5.89 亿元，折旧和摊销 3.83 亿元，财务费用 1.96 亿元，经营性应付项目变动约 0.5 亿元。该板块属于典型现金牛业务，可以有效支撑未来环保领域在建工程的资本金开支。

图表 10：子公司许平南 2015~2018 年业绩情况一览



来源：公司公告、国金证券研究所

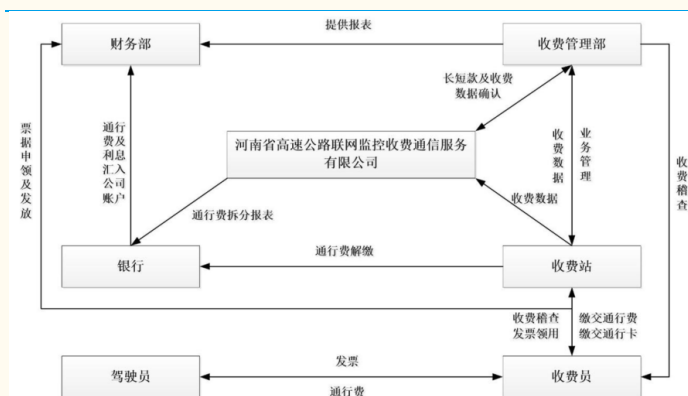
- **高速公路板块仍有新项目在建待运，未来有望进一步推升公司业绩。**根据公司《G312 线西峡内乡界至丁河段公路新建工程 PPP 项目投资协议》，该项目含建设里程 56 公里，其中利用老路改建 4.25 公里，新建 51.69 公里，总投资 25.73 亿元，建设期 2 年，运营期 30 年。项目回报机制为使用者付费，主要收入来源为通行费收入，公司占项目公司股权比例为 79.2%。从里程角度来看，新项目里程数将为公司现有资产带来 22%增长弹性。
- **核心业务介绍——交通物流板块：**交通物流板块主要业务为高速公路、市政道路、物流园区等交通设施及配套项目的投资、建设和运营。公司旗下的河南省许平南高速公路有限责任公司成立于 2000 年，目前管理运营许平南、安林、林长三条高速公路，为河南省规划“米”字型高速公路网中重要的一“撇”，总里程 255 公里。承建国家干线公路 G312 线西峡境公路新建工程全长 56.9 公里，项目估算总投资 25.67 亿元。公司投资建设的重点市政道路项目遍布省内各个市县，盈利稳健，是典型的现金牛业务。
- **各公路资产简介：**
 - 1) **许平南高速公路。**总投资 38.78 亿元，全长 163.745 公里，东起京港澳高速公路许昌东区收费站南 2.5 公里处，经许昌、襄县、平顶山、叶县、方城，南至南阳市宛城区许南公路北侧。沿线设置了许昌南、襄城、平顶山、叶县、旧县、方城、南阳 7 个收费站及许昌南、平顶山、方城 3 对服务区。工程于 2002 年 7 月正式开工建设，2004 年 12 月 12 日建成通车，建设工期 28 个月，经营期限 30 年（含建设期）；

3) 安林高速公路。安阳至林州高速公路全长 52.467 公里, 沿线设有安阳开发区、安阳西、水冶、林州 4 个收费站及曲沟服务区, 于 2006 年 10 月 30 日建成通车, 经营期限 30 年 (含建设期):

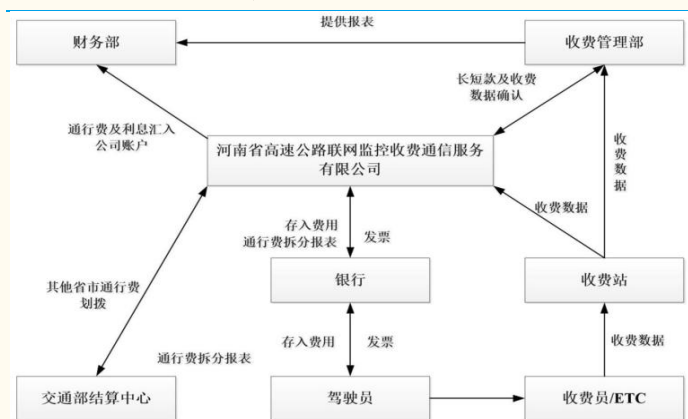
4) G312 西峡段新建工程。该工程起自 G312 线西峡内乡界, 和 G312 线内乡段衔接, 终止于西峡县丁河镇和重阳镇交界, 和 G312 线西峡县重阳镇至豫陕界段公路衔接, 全线设 5 处断链, 路线长度 56.902 千米。全线均位于西峡县境内, 估算总投资约 25.73 亿元。

■ **经营模式：**许平南及其子公司主要从事许平南高速公路、安林高速公路和林长高速公路的经营管理，通过养护管理、服务与收费、路政管理、交通安全管理及广告管理为高速公路上的过往车辆提供通行服务。许平南目前的收费方式包括人工半自动收费和电子不停车收费（ETC）两种收费方式，收取现金或通过全国各省市发行的非现金卡扣费。其中人工半自动收费车道可以收取现金和非现金卡扣费，ETC 车道只能进行非现金卡扣费。收费管理业务具体操作流程如下：

图表 12: 非现金业务流程图



来源：公司公告、国金证券研究所



来源：公司公告、国金证券研究所

■ **通行费收费标准：**根据《河南省发展和改革委员会河南省财政厅河南省交通运输厅关于我省高速公路车辆通行费车型分类收费标准与部颁标准对接归类及有关事项的通知》（豫发改收费〔2015〕361号），为加快推进高速公路联网不停车收费的实施，完成高速公路车型分类收费标准与交通运输部部颁标准的对接归类工作，全省高速公路车辆通行费车型分类，按照交通运输部颁布的《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/489-2003）规定进行对接归并，客车车辆通行费车型分类由现行三类，对接归并为部颁行业标准的四类；货车车辆通行费车型分类由现行六类，对接归并为部颁行业标准的五类。实施高速公路车型分类调整后分类标准及收费费率如下：

图表 13：货车集中收费标准计收费费率具体内容

线路名称	基准费率 (元/吨路)	计费方法
许平南高速	0.10	<p>1、正常装载不超限：以收费站实际测量确定的车货总质量为依据，车货总质量小于等于 15 吨的车辆按基本费率计收，15 吨以上部分按 0.04 元/吨公里计收；</p> <p>2、超限装载车辆：1) 车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%以内（含 30%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超过公路承载能力认定标准以上的重量部分暂按基本费率计重收取车辆通行费；2) 车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%-100%（含 100%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；3) 车辆总质量超过对应对应的公路承载能力认定标准 100%以上的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 100%以上的重量部分暂按基本费率的 5 倍计重收取车辆通行费。</p>
林长高速	0.11	<p>1、正常装载不超限：以收费站实际测量确定的车货总质量为依据，车货总质量小于或等于 15 吨的车辆按基本费率计收；15 吨至 49 吨的车辆，15 吨及以下部分按基本费率计收，15 吨以上部分按 0.04 元/吨公里计收；</p> <p>2、超限装载车辆：①车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%以内（含 30%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超过公路承载能力认定标准以上的重量部分暂按基本费率计重收取车辆通行费；②车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%-100%（含 100%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；③车辆总质量 超过对应对应的公路承载能力认定标准 100%以上的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 100%以上的重量部分暂按基本费率的 5 倍计重收取车辆通行费。</p>
安林高	0.10	<p>1、正常装载不超限：以收费站实际测量确定的车货总质量为依据，车货总质量小于或等于 15 吨的车辆按基本费率计收；15 吨至 49 吨的车辆，15 吨及以下部分按基本费率计收，15 吨以上部分按 0.04 元/吨公里计收；</p> <p>2、超限装载车辆：①车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%以内（含 30%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超过公路承载能力认定标准以上的重量部分暂按基本费率计重收取车辆通行费；②车货总质量超过对应的公路承载能力认定标准 30%-100%（含 100%）的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；③车辆总质量超过对应对应的公路承载能力认定标准 100%以上的车辆，车货总质量中符合公路承载能力认定标准的重量部分暂按正常装载收费标准计收；超出公路承载能力认定标准 30%的重量部分暂按基本费率收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 30%以上的重量部分，暂按基本费率的 3 倍线性递增至 5 倍计重收取车辆通行费；超过公路承载能力认定标准 100%以上的重量部分暂按基本费率的 5 倍计重收取车辆通行费。</p>

来源：公司公告、国金证券研究所

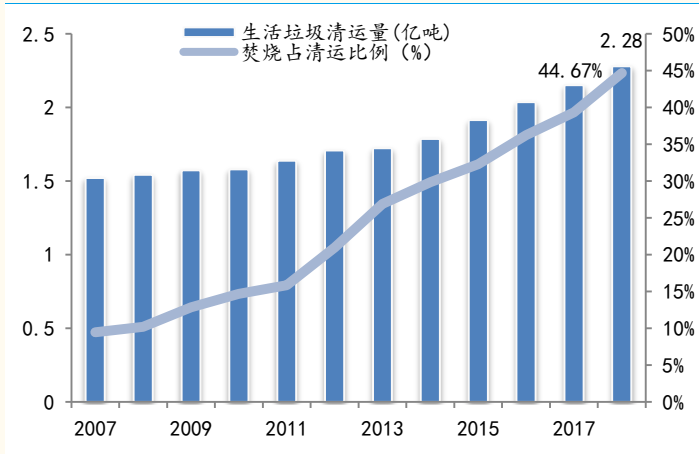
二、行业：垃圾焚烧行业处于快速发展阶段，河南省一马当先

- 我国生活垃圾围城现象日益严重，为生活垃圾寻找合适出路迫在眉睫。垃圾焚烧方式是目前最为适宜的处置方式，随着我国城市化进程的不断推进，生活垃圾焚烧处置规模和占比也在逐年扩大，项目订单不断涌现，根据《“十三五”规划》预计近年垃圾焚烧项目将集中释放，将为上市公司提供良好的业绩增长机遇。

2.1 我国垃圾焚烧行业处于快速发展阶段

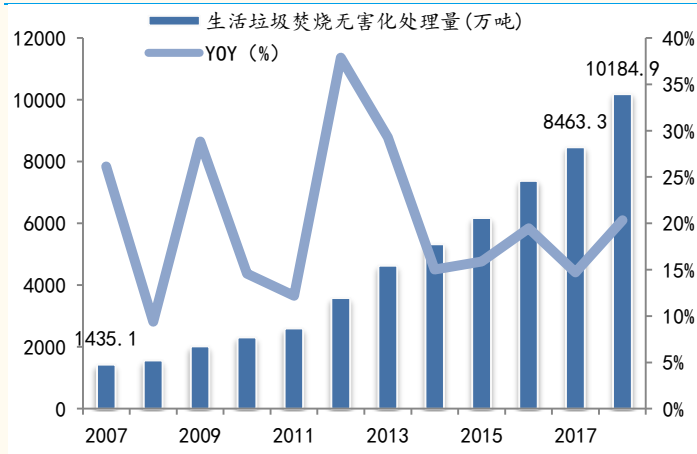
- 我国垃圾焚烧行业发展迅速。随着城镇化的不断推进和居民环保意识的不断提高，生活垃圾清运量和焚烧占清运的比例也持续提高。据国家统计局数据显示，生活垃圾清运量由 2007 年的 1.5 亿吨/年增长到 2018 年的 2.28 亿吨/年，年复合增速为 2.61%；垃圾焚烧占清运量比例也从 2007 年的 9.43% 提高至 2018 年的 44.67%，年均增长 2.99%。自 1988 年第一座垃圾焚烧厂点火以来，垃圾焚烧行业发展迅速，到 2018 年我国已投运 331 座垃圾焚烧厂，日处理能力达到 36.46 万吨/日，年处理量达 10185 万吨。

图表 14：07~18 年我国生活垃圾清运量及焚烧占比



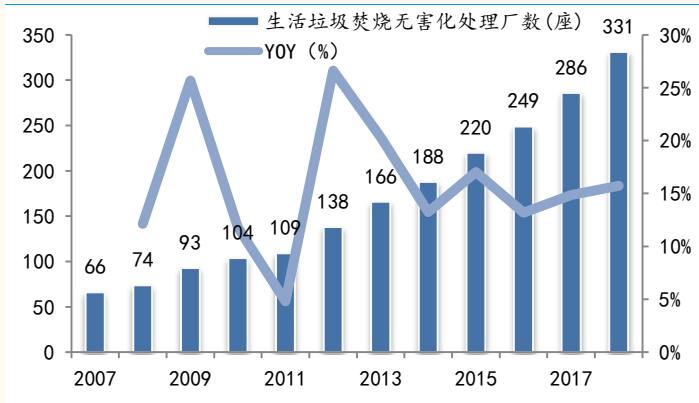
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 15：07~18 年我国生活垃圾焚烧处理厂年处理能力



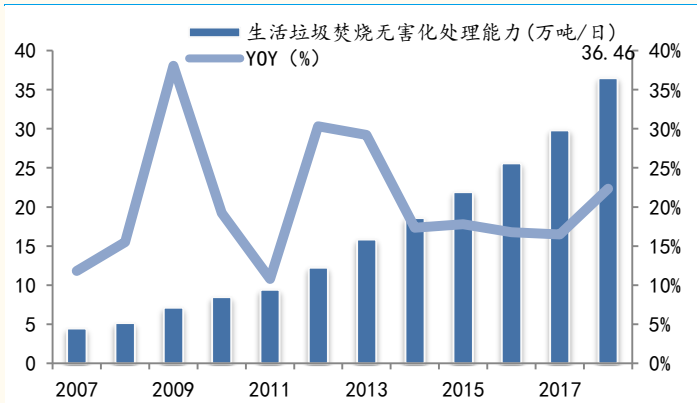
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 16：07~18 年我国生活垃圾焚烧处理厂数量



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 17：07~18 年我国生活垃圾焚烧厂在运日处理规模

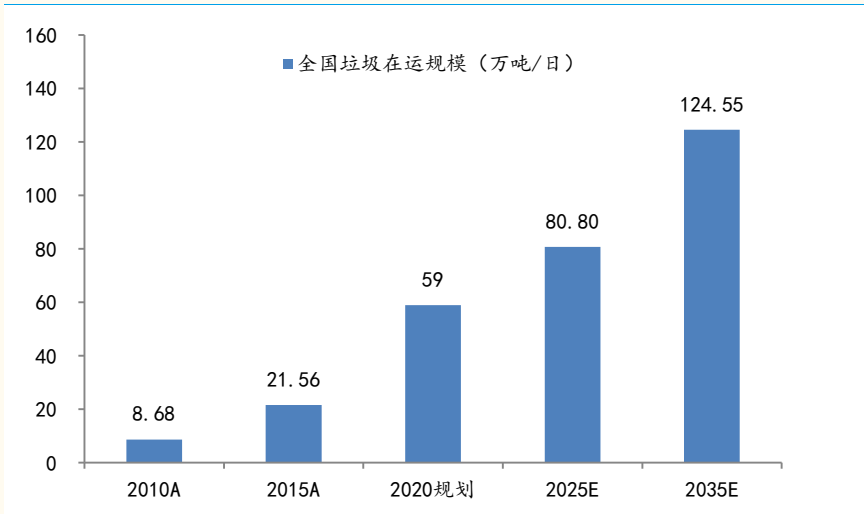


来源：国家统计局、国金证券研究所

- 行业仍处于快速补缺阶段，预计近年产能将集中释放。按照人均 1.20 千克/天垃圾产生量，日均焚烧能力相当于已覆盖约 3.6 亿人口，目前我国人口数量约为 13.9 亿，缺口仍很大。根据生物质联盟协会统计和预测分析，预计到 2020 年、2025 年和 2035 年，我国生活垃圾处理能力将分别达到 54、81 和 125 万吨/日，“十三五”、“十四五”和之后十年年复合增速分别为 21.91%、6.49% 和 4.42%，行业将长期持续增长。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（发改环资[2016]2851 号），我国拟将

生活垃圾焚烧处理能力提高到 59.14 万吨/日，焚烧占比达到 54%，目前上市公司普遍出现垃圾焚烧项目集中在这两年投运现象。

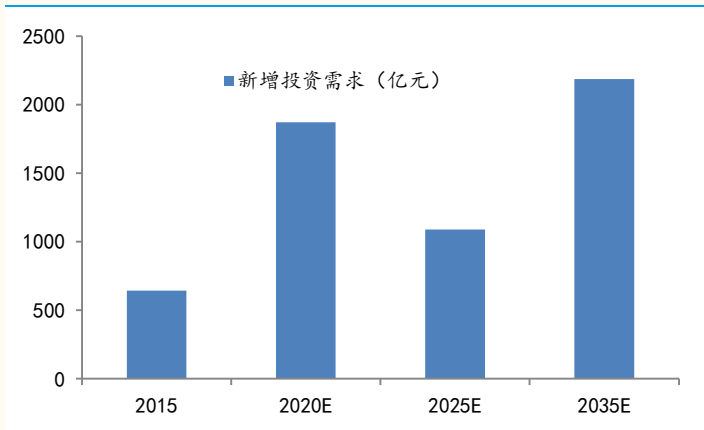
图表 18：未来 15 年我国垃圾焚烧项目在运处理产能预测



来源：生物质联盟协会、国金证券研究所

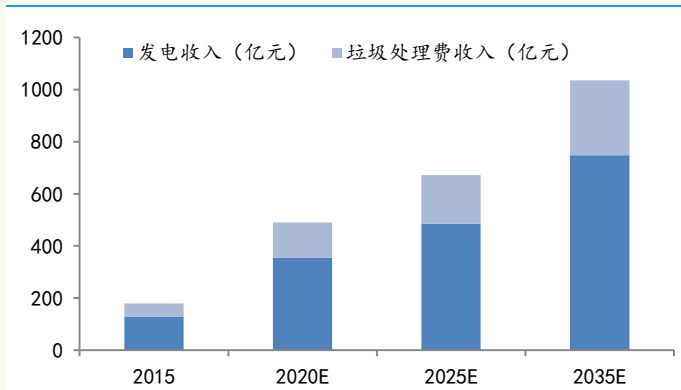
- **市场空间广阔，投资需求和运营体量均可观。**假设吨垃圾投资 45 万元，预计行业 2020、2025 和 2035 年市场累积投资需求分别约在 2655、3636 和 5605 亿元；按照发电再生能源补贴 0.65 元/度，上网电量 280 度/吨，垃圾处理费收入 70 元/吨，发电火电标杆价 0.4 元/度基础条件来测算，到 2020、2025 和 2035 年，运营市场空间（未考虑增值税影响）分别在 491、672 和 1036 亿元/年，市场体量可观。

图表 19：2015~2035 年阶段性新增投资需求预测



来源：国家统计局、国金证券研究所

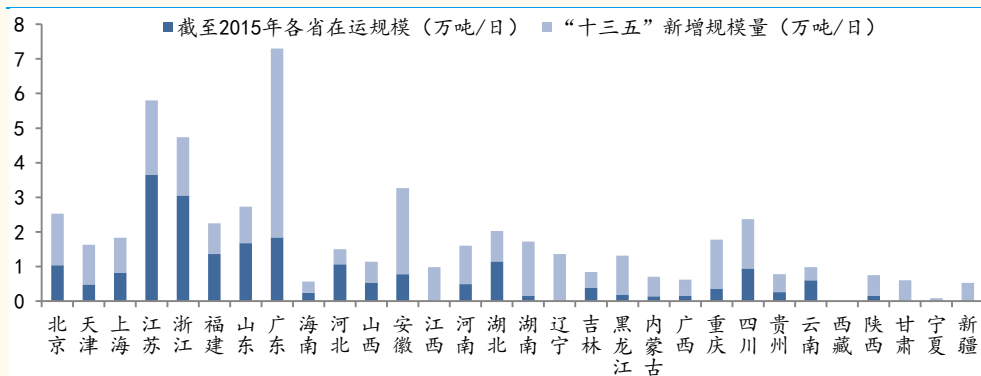
图表 20：垃圾焚烧发电市场运营期市场空间预测



来源：国家统计局、国金证券研究所

- **各省“十三五”建设规划完毕，河南省增量位列第二。**据我们统计，在目前公布的 30 个省、自治区和直辖市中，合计到 2020 年规划投运产能为 56 万吨/日。其中广东省、河南省、安徽省从绝对增量角度来看位列前三，分别为 5.46 万吨/日、2.71 万吨/日和 2.49 万吨/日。

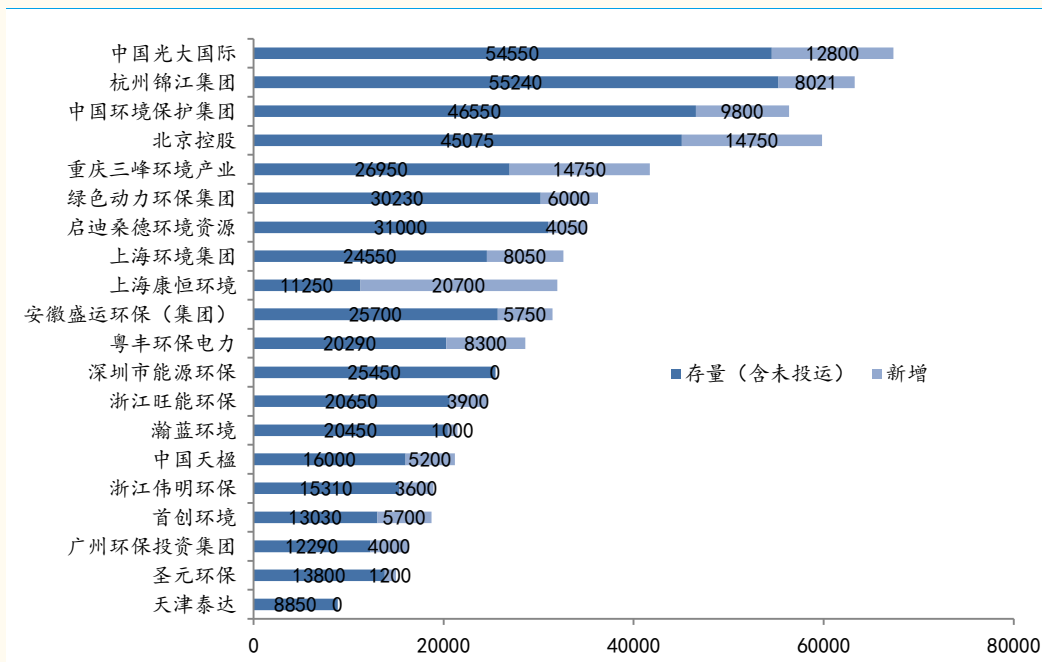
图表 21：“十三五”期间各省规划中垃圾焚烧在运和增量规模统计



来源：生物质联盟协会、国金证券研究所

- “十三五”规划产能有望实现。根据 E20 环境统计数据显示，截至 2017 年我国垃圾焚烧行业前 20 家企业存量和新增订单合计约 65 万吨/日，若考虑不含当年新增订单，仅统计存量（含未投运）规模就已达 51.72 万吨/日，垃圾焚烧处理项目建设周期一般为 2 年，从技术可行性方面亦有可靠逻辑，因此，我们认为到 2020 年实现 59 万吨/日规划有望实现。

图表 22：截至 2017 年我国垃圾焚烧行业处理规模前 20 名企业明细



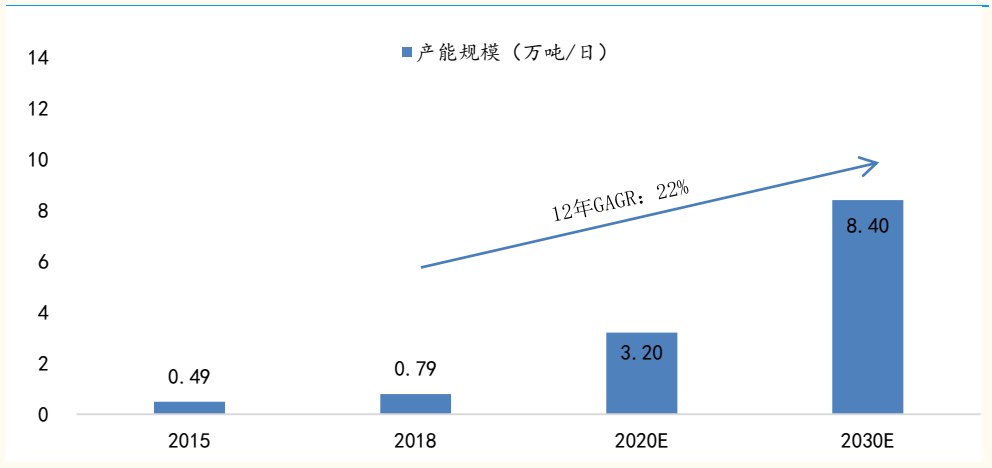
来源：生物质联盟协会、国金证券研究所

2.2 河南省十年十倍增长空间

- 规划目标：到 2020 年，全省生活垃圾焚烧处理能力达到 3.2 万吨/日以上，总装机规模约 60 万千瓦，生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到 40%以上。到 2030 年，全省生活垃圾焚烧处理能力达到 8.4 万吨/日左右，总装机规模约 160 万千瓦，垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力比例达到 70%左右。

- **重点任务：**(1) 提升垃圾焚烧处理能力。按照“省级统筹、市县主体”的原则，在全省范围内规划新建生活垃圾焚烧发电项目 75 个，全部建成后新增生活垃圾焚烧处理能力约 7.5 万吨/日。其中，2020 年前计划开工建设项目 53 个，合计处理能力 5.1 万吨/日、装机容量约 100 万千瓦；2021-2030 年前预计开工建设项目 22 个，合计处理能力 2.4 万吨/日、装机容量约 50 万千瓦；(2) 健全收运体系。到 2020 年底，全省所有省辖市城区开展生活垃圾强制分类，计划新增垃圾转运能力 2 万吨/日，90% 以上行政村的生活垃圾得到有效收集；到 2030 年，全省设市城市和县城全面实行生活垃圾强制分类，计划新增垃圾转运能力 3.5 万吨/日，全面建立起“村收集、镇运输、市县处理”的城乡一体化生活垃圾收运模式。
- **市场空间可观：**根据国家统计局数据，河南省 2015 年底在运规模为 0.49 万吨/日，占清运比例 13%，据 E20 数据显示，截至 2018 年底，全省在运垃圾焚烧发电项目达到 7 个，处置能力 0.79 万吨/日，装机规模约 12.9 万千瓦。结合上述规划内容可知，假设按照省内规划于 2020 年达到了 3.2 万吨/日规模以上，2030 年达到 8.4 万吨/日以上，那么将比现有规模分别提升了 3 倍和 9 倍以上，2 年和 12 年复合增速分别为 101.26% 和 21.77%。河南全省在接下来的数十年将进入垃圾焚烧行业建设的黄金时期，按照全部建设并投运，预计仅近两年的新增项目投资和运营空间就将分别在 120 亿元（50 万吨/吨投资）和 18 亿元/年（0.75 亿元每千吨营收贡献），市场空间十分可观。
- **全省缺口仍巨大：**河南省是人口大省，根据 2018 年全省人口抽样调查统计，全省 2018 年末总人口 10906 万人，常住人口 9605 万人，常住人口占全国总人口的 6.9%，排在广东省、山东省之后居全国第三位。据统计，国内现在人均产生生活垃圾 1.0~1.2kg/d，若按照 1.0kg/d 和 10906 万人口（不考虑未来增长和垃圾收运比例较高前提下），理论上河南省在 2018 年需要约 11 万吨/日规模垃圾焚烧厂才能基本解决每日居民生活垃圾处置问题。即使按照规划到 2020 年由 3.2 万吨/日规模正式投运，全省仍有巨大缺口需要补充。

图表 23：2015~2030 年河南省垃圾焚烧发电产能规模情况及预测



来源：河南省垃圾焚烧发电规划、国金证券研究所

三、公司：深耕河南市场，订单爆发增长业绩将逐步增厚

- 自 2018 年正式全面拓展环保业务以来，公司深耕河南本省市场，凭借自身强大的资源能力，市场拓展喜报连连，不断有新订单落地，截至目前已中标 18 个垃圾焚烧项目合计一期规模 17350 吨/日规模订单，目前已有 600 吨/日的济源项目一座投产。公司目标产能明确，预计未来三到五年将达到近 3 万吨/日产能，位居行业前列，同时公司积极拓展水务、环卫和工程业务，未来业绩高速增长长期指日可待。

3.1 公司订单爆发增长，未来增长可期

- 从历史中标情况看来，公司竞争实力强劲，我们梳理并统计了公司截至 2020 年 8 月 14 日订单情况：

公司竞争实力强劲，市占率 60%：全省 2019 年共开标 27 个项目，合计 31750 吨/日设计规模，公司全年中标 18950 吨/日（设计规模，含安阳项目，不含济源项目），市占率约 60%。从 2019 年第一个完整年度来看，公司竞争实力强劲，未来获单能力可期。

固废领域。1) 垃圾焚烧已中标 1.74 万吨/日，目标 3 万吨/日。公司从 2019 年 1 月份开始就不断有垃圾焚烧发电订单落地，目前已斩获 19 个订单，合计约 22350 吨/日，其中一期规模 17350 吨/日。因公司刚转型环保不久，资质和业绩等条件未满足单独投标要求，大多以联合体投标形式投标，除民权县、喀什和安阳项目通过收购实现 100%持股外，邓州、汝南和滑县持股比例 79%，周口项目持股比例 60%等（详情见表 24），还有部分未有披露，我们预计平均持股比例在 75%~80%之间。公司紧抓垃圾焚烧发电项目为核心的静脉产业园建设机遇，积极服务当地市场，充分发挥资源优势，我们认为公司 3 年后跻身行业前列，运营规模 3 万吨/日的规划目标有望顺利实现。2) 环卫目标年化 5 亿元以上金额。据公司公告，预计公司明年起将陆续拓展大型环卫项目，目标年化金额 5 亿元以上。目前培育阶段已有三个小项目：漯河市生活垃圾分类试点运营项目，总投资 960 万元，共涉及 13000 户，价格 19.96 元/户*月；内黄县农村生活垃圾保洁清运项目，服务期限 8 年，内容包括 16 座垃圾中转站建设等，服务人口约 79.5 万人；滑县农村环卫保洁项目：服务期限 8 年，服务内容包括 21 个乡镇村庄生活垃圾收运、转运、村庄及乡道等清扫保洁服务，服务人口 148 万人。我们认为环卫既是单独的业务单元可以作为利润增长点，又是垃圾焚烧厂重要的前端原料收集体系，可以有效保障后端垃圾焚烧处理厂进料稳定，对公司产业有良好协同作用。

图表 24：2019 年河南省垃圾焚烧项目其他中标单位中标项目统计

序号	项目名称	投资（亿元）	设计规模（吨/日）	中标单位
1	南阳市项目	7.9	2250	光大国际
2	沈丘县项目	6.6	1200	光大国际
3	固始县项目	4.1	800	光大国际
4	登封市项目	3.7	1050	绿色动力
5	项城市项目	4.5	1200	中国天楹
6	商城县项目	2.7	600	创志建材
7	偃师市项目	5.8	1800	广东润电
8	光山县二期	3.1	600	康恒环境
9	上蔡县项目	-	1200	康恒环境
10	泌阳县项目	4.5	900	盈峰环境
11	台前县项目	6	1200	华电河南
合计			12800	/

来源：公开资料整理、国金证券研究所

图表 25：截至 2020 年 8 月 10 日公司垃圾焚烧发电项目订单中标情况统计

序号	公告日期	投产时间	项目名称	一期 (亿元)	吨投资 (万元/吨)	规模 (吨/日)		处理费 (元/吨)
						一期	总设计规模	
1	收购	2019/10	济源项目	3.52	62.33	600	600	60
2	201911	2021E	民权县项目	3.74	62.33	600	600	66.00
3	201910	2021E	宜阳县项目	3.60	40.00	900	900	74.00
4	201910	2021E	周口市项目	7.00	58.33	1200	1800	65.00
5	201909	2021E	息县项目	3.78	63.00	600	600	69.80
6	201909	2021E	漯河市项目	7.86	52.40	1500	2250	56.80
7	201908	2021E	辉县项目	4.22	60.29	700	700	79.00
8	201908	2021E	新安项目	4.80	60.00	800	1200	73.00
9	201907	2021E	伊川项目	5.70	38.00	1500	2250	69.60
10	201906	2021E	鹤壁市项目	5.76	57.60	1000	1000	65.00
11	201904	2021E	西平县项目	3.68	61.33	600	1200	68.00
12	201903	2021E	安阳项目	/	/	2250	2250	/
13	收购	2021E	喀什项目	4.8	/	800	800	/
14	201902	202010	邓州项目	5.78	57.80	1000	1500	61.20
15	201901	202011	汝南县项目	3.78	63.00	600	900	69.00
16	201901	202012	滑县项目	4.51	45.10	1000	1000	75.00
2019 年新增项目合计规模						13400	17300	/
1	收购	2021E	安阳项目			2250		/
2	202005	2023E	淮阳项目	5.00	62.50	800	120	75
3	202005	2023E	内黄县项目	总 3.70	61.67	300	600	75
4	202006	2023E	濮阳县项目	3.76	62.67	600	1000	67.5
2020 年新增项目合计规模						3950	5050	/
合计新增规模						17350	22350	/

来源：公司公告、公开资料整理、国金证券研究所

水务领域。公司目前在运郑州牟源水务自来水厂和郑州航空港区第二水厂项目，投产时间分别为 2016 年 6 月和 2017 年 8 月，一期规模分别是 7.5 万吨/日和 20 万吨/日（设计规模 80 万吨/日）。公司近年来新中标水务类项目 6 个，其中 5 个为运营厂站，1 个为提标改造设备总包，新中标合计一期总规模 14.28 万吨/日，设计规模 36 万吨/日。至此，公司水务一期共计 42 万吨/日，设计规模 124 万吨/日。据公司公告目标为 200 万吨/日。

图表 26：截至 2020 年 8 月 10 日公司水务项目订单中标情况统计

序号	公告日期	项目名称	项目类型	投资 (亿元)	一期 (万吨/日)	设计规模 (万吨/日)	特许经营 (年)	处理费 (元/吨)
1	201912	兰考县镇区污水处理	EPC+OM	0.51	0.28	0.28	3	0.17 亿/年
2	201912	漯河马沟污水处理厂二期	BOT	1.86	5	10	28	1.51
3	202001	驻马店污水处理厂	BOT	1.75	3	15	28	2.38
4	202003	内黄县城北污水处理厂	TOT	1.52	3	5	28	1.52
5	202004	漯河市提标改造工程	设备	0.45				
6	202006	郑州上街区第三污水处厂	BOT	2.3	3	6	28	2.97

来源：公司公告、国金证券研究所

- **预计 2020 年底垃圾焚烧产能将达 15050 吨/日规模。**1) 2019 年 9 月底济源项目点火试生产，规模 600 吨/天，年处理垃圾 20 万吨和发电 0.66 亿千瓦时，预计 2020 年年初正式投运，对赌业绩 2020~2022 年分别为扣非归母口

径 559.79、1042.29 和 1422.6 万元，据公司公告今年有望实现 800 万以上业绩，完成对赌，且经营数据优异，吨发在 430 度/吨，自用电仅有 12% 前后；2) 2020 年预计额外有 2600 吨/日规模进入正式投运，权益规模约 2054 吨/日。由 2019 年 H1 报告在建工程明细可知部分项目已经开始建设，预计 2020 年下半年投产。根据 2019 年中报披露可以看出，滑县（持股占比 79%）、汝南（持股占比 79%）和邓州（持股占比 79%）项目已经开始建设，截至期末余额分别为 2763、670 和 190 万元，预算数分别为 4.51、3.78 和 5.79 亿元，工程进度分别为 6.13%、18% 和 3%。垃圾焚烧项目自进场施工起一般 14 个月建设完毕进入试生产，试生产 3 个月则进入正式投运。由此规律可判定上述三个项目将在 2020 年下半年进入试生产，并较大概率均在年底前正式投运，合计规模 2600 吨/日，权益规模约 2054 吨/日；3) 2021 年预计正式投运新增规模 11050 吨/日（含安阳项目），权益规模约 8000 吨/日。垃圾焚烧项目自开工后建设期一般约为 15 个月，因省内规模任务明确建设任务紧迫，我们预计 2019 年新中标项目可以在 2021 年底前全部建设完毕并正式投运。

图表 27：2019 年年报披露的重大在建工程项目进展情况（单位：百万元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	期末余额	工程进度
郑州航空港区道路给水管网工程	1660.00	145.64	20.70	166.35	/
郑州中牟县道路给水管网工程	10.91	6.29	0.02	6.31	/
滑县农活垃圾清运与静脉产业园垃圾焚烧发电	450.99	15.80	11.83	27.63	6.13%
汝南县生活垃圾焚烧发电项目	378.09		0.67	0.67	18.00%
G312 线西坝内乡界至丁河段公路新建工程	2572.90	/	62.97	62.97	2.45%
许平南更新改造工程	190.00	/	45.64	45.64	24.02%
邓州市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	578.50	/	0.19	0.19	3.00%
合计	5,841.40	167.73	142.03	309.76	

来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 项目标准化程度高，业绩易于把握

- **项目收入来源多元且稳定，业绩和回款有保障。**垃圾焚烧收入主要有两部分组成：1) 发电收入；2) 垃圾处置补贴收入。对于**发电收入**，国家规定均先按其入场垃圾处理量折算成上网电量进行折算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千万时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元（含税）/千万时，剩余上网电量执行当地同类燃煤发电机组脱硫标杆上网电价。上网电价高出当地燃煤发电机组脱硫标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中当地省级电网负担 0.1 元/千万时，其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。其中，**政府垃圾处置费的补贴标准**与处理规模、生活垃圾焚烧发电项目投资、运营的边界条件（如是否包括飞灰处理等）因素有关，一般情况下，政府垃圾补贴费为 60~240 元/吨，近年来近 70 元/吨比较常见。综上，垃圾焚烧发电运营公司收入来源主体主要有当地政府端、当地省级电网和国家可再生能源电价附加补贴三方面，其中来自当地政府端的垃圾处置费补贴约 26%，发电收入约占 74%。
- **项目标准化程度高业绩易于把握。**垃圾焚烧发电厂主体技术已经相当成熟，可以通过典型项目的单厂盈利模型作为后续业绩预测基准。我们假设项目 1) **基本参数为：**垃圾处理规模 1000 吨/日，建设投资 45000 万元，其中设备及安装费 45%，建筑工程及其他费用占 55%。项目的投资资本结构为 70% 债务，30% 自有资金，债务资金的综合成本 6%，特许经营模式建设期 2 年，运营期 28 年。2) **收入端假设：**项目达产后 100% 利用率，年运营 330 天，年处理垃圾 33 万吨，按照 70 元/吨的处置费用，吨垃圾发电量 350 度电，上网比例 82%（自用 18%）；3) **成本端假设：**①经营成本=外购原材料费+外购燃料及动力费+工资及福利+维修费用，其中，原材料费 22 元/吨，燃料及动力费 7 元/吨，工资及福利 700 万元/年，维修费用和大修费各 450 万元/

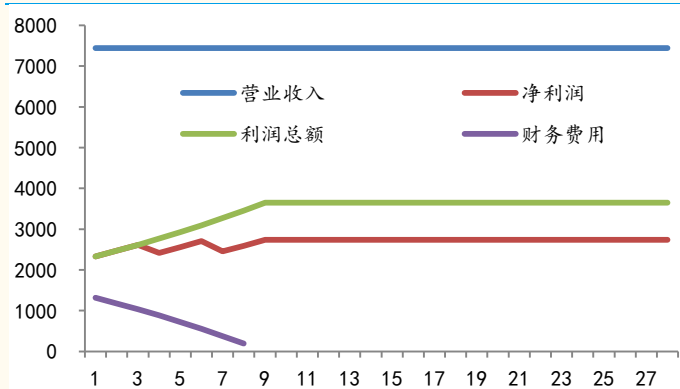
年；②费用：销售费用为 0，财务方面项目贷 10 年，采用等额本息法摊销，管理费用为营业收入的 8%。4) 其他优惠政策：①所得税实行“三免三减半”政策；②增值税退税方面，发电收入实行 100%退税，垃圾处置费部分实行 70%退税。根据以上条件我们制作了典型 1000 吨/天项目的项目财务模型：

图表 28：典型 1000 吨/日垃圾焚烧发电厂单厂盈利模型

基本参数		处理规模： 1000 吨/天	产能利用率： 100%	处理费用：70 元 /天	吨垃圾发电量： 350 度/吨	厂自用电率： 18%
项目名称	项目阶段	建设期	运营期			
	项目年份	1~2	1~3	4~6	7~15	16~28
营业收入			7441	7441	7441	7441
营业成本			4084	4084	4084	4084
其中：	原材料		726	726	726	726
	燃料动力费		231	231	231	231
	工资及福利		700	700	700	700
	维修费		450	450	450	450
	大修等费用		450	450	450	450
	折旧/摊销		1527	1527	1527	1527
	经营成本		2557	2557	2557	2557
毛利润			3357	3357	3357	3357
毛利率（%）			45.12%	45.12%	45.12%	45.12%
费用			1914~595，自运营期第 9 年开始稳定			
其中：	销售	无销售费用				
	财务费用	1575~194.26，项目贷 10 年，运营期第 9 年起为 0				
	管理	/	595	595	595	595
其他收入——增值税返还		/	888	888	888	888
利润总额		/	2331~3650，自运营期第 9 年开始稳定			
	税率（%）	/	0	12.50%	25.00%	25.00%
净利润			2331~2737，自运营期第 9 年开始稳定			
净利率（%）			31.33%~36.79%，自运营期第 9 年开始稳定			

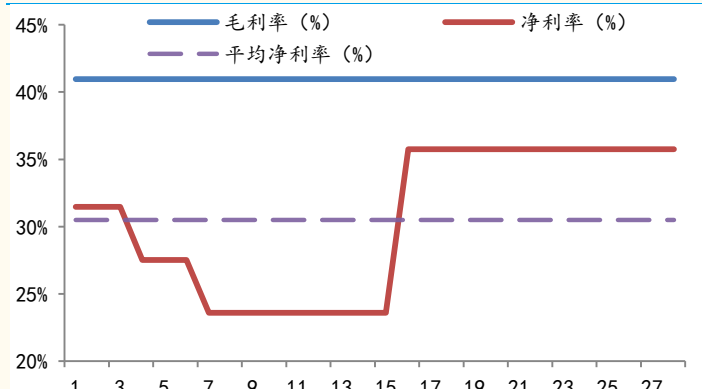
来源：国金证券研究所

图表 29：典型千吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利指标图示



来源：国金证券研究所

图表 30：典型千吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利能力图示



来源：国金证券研究所

- 经测算可知，1000 吨/日典型项目年贡献营业收入约 0.75 亿元（税后），28 年运营期算术平均净利润 0.25 亿元/年。经过详细的成本和收入拆分更易了解单个项目的业绩贡献，这样有利于垃圾焚烧企业历史业绩复核和未来业绩预测。

四、盈利预测与估值：迎接公司戴维斯双击

- 公司传统业务估值低，仅为 7~8X，经营稳健安全系数较高，新拓展的环保业务垃圾焚烧运营领域市场普遍给予 15X~30X 左右估值，未来此方向业绩增长较快，规模体量可观，有望为公司带来戴维斯双击。我们将采用相对估值法和分部估值法来预测公司未来合理市值空间。

4.1 盈利预测

- 我们预计公司传统主业高速公路 2020~2022 年营业收入分别为 18.58、23.16 和 24.43 亿元，同比增长-18%、25%和 5%
 - 1) 道路通行业务：受新冠疫情影响，全国高速公路自 2 月 17 日起暂停收费，5 月 07 日恢复收费，对公司营业收入影响约为一个季度，高速公路经营稳定且与当地 GDP 增速有较相关性，根据去年各季度营业收入情况综合预测今年营收实际为去年 80%，即 13.21 亿元，2021、2022 按照 2019 年 GDP 增长率 7%作为假设增速，2020 年 GDP 增速假设为 0%，那么 2021、2022 年 17.67、18.90 亿元，未来三年毛利率分别为 59%（成本不变）、68%、68%
 - 2) 基础设施业务：假设与 2019 年持平，为水务资产运营和建设，较为稳定
 - 3) 服务区经营：预测逻辑同道路通行业务，毛利率 41%、53%和 53%
 - 4) 其他业务：假设与 2019 年持平
- 我们根据环保业务订单投运情况，并结合单厂盈利模型数据进行预测，预计环保板块 2020~2021 年营业收入分别为 10.72、19.08 和 31.06 亿元，2021 和 2022 年同比增长 78%和 63%：
 - 1) 2019 年：9 月底济源 600 吨/日试生产，预计 2019 年 1 月份正式投运，开始贡献业绩；
 - 2) 2020 年：a) 当年试生产当年正式投运合计 2600 吨/日。根据最新在建工程列表预计邓州（1000 吨/日）、汝南（600 吨/日）、滑县（1000 吨/日）可如期完成；b) 当年试生产次年正式投运合计 1600 吨/日。鹤壁市（1000 吨/日）、西平县（600 吨/日）；
 - 3) 2021 年：2019 年中标项目（含安阳）全部在 2021 年底前正式投运，扣除前两年已投运的预计当年将有 11050 吨/日规模正式投运并贡献业绩，考虑产能爬坡、正式投运时间以及权益比例后进行业绩预测。

图表 31：公司分业务盈利预测明细表

项目类型		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
合计		4720.41	2028.04	2262.98	2995.71	4223.93	5549.13
增长率 (%)		50.49%	-57.04%	11.58%	32.38%	41.00%	31.37%
综合毛利率 (%)		40.68%	59.59%	57.92%	39.97%	43.88%	42.43%
建材部分	水泥	2093.01	已置出				
	增长率 (%)	-14.59%					
	毛利率 (%)	33.28%					
	熟料	354.92	已置出				
	增长率 (%)	-25.29%					
	毛利率 (%)	35.11%					
	其他建筑材料	77.80	已置出				
	增长率 (%)	159.89%					
	毛利率 (%)	31.05%					
高速公路部分	道路通行	1428.78	1543.08	1651.17	1320.94	1766.76	1890.43
	增长率 (%)		8.00%	7%	-20%	33.75%	7%
	毛利率 (%)	66.10%	66.98%	67.29%	59.11%	68.00%	68.00%
	基础设施	542.83	172.40	200.51	200.51	200.51	200.51
	增长率 (%)	632.18%	68.24%	16.31%	0%	0%	0%
	毛利率 (%)	5.25%	14.12%	13.95%	13.95%	13.95%	13.95%
	服务区经营	42.95	46.28	45.80	36.06	48.23	51.61
	增长率 (%)		7.74%	7.74%	-20%	33.75	7%
	毛利率 (%)	53.64%	51.74%	45.30%	41.37%	53.09%	53.09%
	其他业务	180.11	266.28	300.41	300.41	300.41	300.41
	增长率 (%)	68.42%	47.84%	43.00%	0%	0%	0%
	毛利率 (%)	43.92%	47.57%	46.73%	46.73%	46.73%	46.73%
环保部分	垃圾焚烧发电运营				59.99	385.03	1007.72
	增长率 (%)					541.88%	161.72%
	毛利率 (%)				50%	50%	50%
	新增水务运营				65.81	75.81	100
	增长率 (%)					15.20%	31.91%
	毛利率 (%)				11.07%	30%	30%
	环卫服务				2	200	400
	增长率 (%)					990%	100%
	毛利率 (%)				20%	20%	20%
	工程施工				800	1200	1200
	增长率 (%)					50%	
	毛利率 (%)				18%	18%	18%

来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

- 经测算，我们预计公司 2020~2022 年分别实现营业收入 29.96、42.24 和 55.49 亿元，同比增长 32.4%、41.0%和 31.4%，归母净利润 5.27、8.92 和 11.06 亿元，同比分别增长-15.60%、69.25%和 24.00%。

4.2 估值

■ 我们预计在当前股本下（考虑配股后），公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.83、1.38 和 1.71 元，对应现价 PE 分别为 15X、9X 和 7X。

■ 如果采用分部估值法，按照行业平均指标匡算：

1) 高速公路板块对应 56 亿市值：公司 2018 年传统高速公路业务扣非归母净利润约为 6.5 亿元，假设此块业务未来小幅增长后稳定维系在 7.0 亿元利润水平，对应估值 8X，则市值 56 亿元；

2) 环保板块—垃圾焚烧业务对应 75 亿市值：按照每千吨 0.25 亿元利润，考虑项目权益比例后，公司 2020~2022 年垃圾焚烧项目贡献利润分别约为 0.2、1.03 和 2.69 亿元，A 股纯垃圾焚烧运营公司如旺能环境市场给予约 15X 动态估值，按此估值，对应增厚 3.9、27.9 和 40.35 亿市值；公司目标近几年实现 2.94 万吨/日规模，预计对应约 5.0 亿利润，15XPE 估值下对应市值约 75 亿市值；

3) 环保板块—水务业务对应 15 亿市值：按照行业平均净利率约 15%，2020~2022 年对应净利润 0.14、0.15 和 0.60 亿元，估值 15X，对应约 2.1、2.25 和 9 亿市值，公司目标实现 200 万吨规模，预计可实现 1 亿元以上利润对应 15 亿市值；

4) 环保板块—环卫业务对应 12 亿市值：公司 2021~2022 年按照净利率 8%（参考侨银环保近三年平均数值），利润 0.08 和 0.32 亿元，估值 30X（参考玉禾田 PE2020），对应市值为 2.4、9.6 亿元，公司目标实现 5 亿元年收入，利润 0.4 亿元，对应市值 12 亿元；

5) 环保板块—工程性收入属一次性经济利益流入，年贡献约 10 亿市值/年：2020~2022 年按照净利率 8%（行业经验数据），对应利润为 0.32、0.96 和 0.96 亿元，估值 10X（参考博世科），对应市值 3.2、9.6 和 9.6 亿元，项目建设完后工程建设收入回归为 0；

综上，2020~2022 年在不考虑疫情影响下，根据分部估值法公司 2020~2022 年合理市值应为 58、86 和 112 亿元，运营资产全部投运后预计对应市值为 140 亿元。

图表 32：可比公司估值表（时点为 2020 年 8 月 21 日）

板块	序号	代码	证券简称	总市值	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
					19A	20E	21E	TTM	20E	21E	
垃圾焚烧运营	1	000035.SZ	中国天楹	130.48	0.17	0.40	0.54	17.60	12.92	9.65	1.22
	2	002034.SZ	旺能环境	79.44	0.95	1.19	1.42	18.29	15.92	13.25	1.87
	3	601200.SH	上海环境	123.49	0.57	0.72	0.94	19.97	18.60	14.31	1.87
	4	601330.SH	绿色动力	97.98	0.31	0.47	0.61	31.30	23.64	18.39	3.83
	5	603568.SH	伟明环保	275.06	0.96	0.99	1.25	29.30	22.20	17.57	6.00
环保工程	1	300422.SZ	博世科	47.63	0.85	0.88	1.08	17.48	13.41	10.95	2.77
	2	300425.SZ	中建环能	33.79	0.17	0.29	0.34	21.00	17.15	14.54	1.96
高速公路	1	000429.SZ	粤高速 A	134.41	0.75	0.35	0.71	17.31	19.53	9.81	1.50
	2	600350.SH	山东高速	305.99	0.49	0.46	0.65	14.46	14.26	10.27	1.02
	3	600548.SH	深高速	182.71	1.87	0.73	1.16	10.61	12.62	7.97	1.10
中位值				126.98	0.66	0.60	0.82	17.95	16.53	12.10	1.87
平均值				141.10	0.71	0.65	0.87	19.73	17.02	12.67	2.31
目标公司	1	000885.SZ	城发环境	78.00	1.26	0.83	1.38	24.80	14.78	8.84	1.68
水务运营	1	000544.SZ	中原环保	71.74	0.41	0.52	0.56	13.63	14.44	13.41	1.18
	2	300664.SZ	鹏鹞环保	67.41	0.44	0.63	0.84	22.28	15.07	11.31	2.12
	3	603797.SH	联泰环保	41.13	0.46	0.55	0.80	21.39	16.66	11.39	2.82
固废环卫	1	300815.SZ	玉禾田	171.06	0.00	3.87	4.85	42.78	31.93	25.50	8.14
	2	002973.SZ	侨银环保	109.97	0.00	0.62	0.80	58.62	43.22	33.70	9.62

来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

图表 33：分部估值法测算公司合理市值规模

项目	高速公路板块	环保板块——垃圾焚烧			
		2020E	2021E	2022E	目标产能
扣非归母净利润 (亿元)	6.5 (不考虑疫情和 未来增速影响)	0.20	1.03	2.69	5.00
对应 PE 估值倍数	8X	15X	15X	15X	15X
对应市值 (亿元)	56	3.9	27.9	40.35	75
项目	高速公路板块	环保板块——其他			
		2020E	2021E	2022E	目标产能
对应市值 (亿元)	56	6.32	33.51	59.91	88.5
合计市值 (亿元)		公司整体 (高速+环保)			
		58.32	85.51	111.91	140.5

来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

综上所述，采用相对估值法可知公司整体估值水平显著低于行业平均水平，采用分部估值法公司市值增长空间相对于现在 75 亿元亦有较大增长空间。我们看好公司未来发展前景，公司传统高速公路板块现金流良好，估值显著较低具有明显的防御安全特征，此外环保业务发展势头迅猛，垃圾焚烧板块和工程板块标准化程度高业绩确定性强，我们认为公司伴随着垃圾焚烧项目的逐步投运，将迎来业绩和估值的戴维斯双击，因此首次覆盖予以“买入”评级，参考分部估值 2022 年业绩对应市值 112 亿，给予目标价格 17.53 元/股。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,720	2,028	2,263	2,876	4,180	5,331
增长率		-57.0%	11.6%	27.1%	45.4%	27.5%
主营业务成本	-2,800	-820	-952	-1,668	-2,346	-3,067
%销售收入	59.3%	40.4%	42.1%	58.0%	56.1%	57.5%
毛利	1,920	1,209	1,311	1,208	1,835	2,264
%销售收入	40.7%	59.6%	57.9%	42.0%	43.9%	42.5%
营业税金及附加	-50	-26	-26	-32	-47	-60
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-141	-22	-11	-13	-16	-19
%销售收入	3.0%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用	-481	-152	-218	-270	-314	-378
%销售收入	10.2%	7.5%	9.6%	9.4%	7.5%	7.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,249	1,009	1,057	892	1,458	1,807
%销售收入	26.5%	49.7%	46.7%	31.0%	34.9%	33.9%
财务费用	-181	-193	-166	-132	-233	-371
%销售收入	3.8%	9.5%	7.3%	4.6%	5.6%	7.0%
资产减值损失	-5	-1	-7	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	8	-3	0	0	0
投资收益	13	10	13	13	13	13
%税前利润	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%	1.1%	0.9%
营业利润	1,117	835	896	769	1,271	1,539
营业利润率	23.7%	41.2%	39.6%	26.7%	30.4%	28.9%
营业外收支	-48	-29	-34	-30	-30	-30
税前利润	1,069	806	861	739	1,241	1,509
利润率	22.6%	39.8%	38.1%	25.7%	29.7%	28.3%
所得税	-405	-217	-233	-198	-310	-317
所得税率	37.9%	26.9%	27.0%	26.8%	25.0%	21.0%
净利润	664	589	629	541	931	1,192
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
归属于母公司的净利润	603	582	624	530	887	1,095
净利率	12.8%	28.7%	27.6%	18.4%	21.2%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	664	589	629	541	931	1,192
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
非现金支出	617	393	427	450	584	769
非经营收益	218	214	184	169	275	415
营运资金变动	221	44	-53	330	176	239
经营活动现金净流	1,719	1,240	1,186	1,491	1,966	2,615
资本开支	-591	-322	-923	-2,711	-5,530	-4,330
投资	-821	-316	363	0	0	0
其他	1,285	76	49	13	13	13
投资活动现金净流	-127	-562	-511	-2,698	-5,517	-4,317
股权募资	292	42	178	1,150	0	0
债权募资	-245	-363	-224	604	4,000	2,000
其他	-1,623	-35	-560	-152	-259	-398
筹资活动现金净流	-1,577	-356	-606	1,602	3,741	1,602
现金净流量	16	322	69	396	190	-100

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	405	697	762	1,157	1,348	1,247
应收款项	52	73	197	239	291	340
存货	17	18	8	27	31	41
其他流动资产	54	293	222	393	395	397
流动资产	528	1,080	1,189	1,817	2,065	2,026
%总资产	6.5%	13.3%	13.2%	15.3%	12.1%	9.9%
长期投资	1,241	722	464	464	464	464
固定资产	6,227	6,149	6,118	6,021	5,912	5,789
%总资产	76.9%	75.7%	68.0%	50.8%	34.7%	28.2%
无形资产	84	161	500	1,737	7,565	11,221
非流动资产	7,574	7,047	7,809	10,047	14,965	18,498
%总资产	93.5%	86.7%	86.8%	84.7%	87.9%	90.1%
资产总计	8,102	8,127	8,998	11,864	17,030	20,524
短期借款	995	986	953	662	662	662
应付款项	1,519	957	1,300	1,468	1,521	1,718
其他流动负债	231	267	311	714	897	1,002
流动负债	2,745	2,209	2,565	2,844	3,080	3,382
长期贷款	3,014	2,645	2,562	3,562	7,562	9,562
其他长期负债	331	635	543	439	439	439
负债	6,090	5,489	5,670	6,844	11,080	13,382
普通股股东权益	1,866	2,486	2,993	4,674	5,561	6,655
其中：股本	496	496	496	642	642	642
未分配利润	932	1,530	1,951	2,482	3,369	4,463
少数股东权益	145	152	335	345	389	486
负债股东权益合计	8,102	8,127	8,998	11,864	17,030	20,524

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.214	1.173	1.257	0.826	1.381	1.705
每股净资产	3.759	5.008	6.030	7.279	8.661	10.365
每股经营现金净流	3.464	2.498	2.389	2.322	3.061	4.072
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.31%	23.43%	20.85%	11.35%	15.95%	16.45%
总资产收益率	7.44%	7.17%	6.94%	4.47%	5.21%	5.33%
投入资本收益率	12.88%	11.76%	11.27%	7.06%	7.71%	8.22%
增长率						
主营业务收入增长率	50.49%	-57.04%	11.58%	27.07%	45.37%	27.52%
EBIT 增长率	1014.03%	-19.23%	4.76%	-15.59%	63.44%	23.91%
净利润增长率	1312.02%	-3.38%	7.15%	-15.02%	67.23%	23.41%
总资产增长率	28.34%	0.31%	10.71%	31.85%	43.55%	20.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	9.1	17.0	27.0	22.0	20.0
存货周转天数	21.3	7.8	4.9	6.0	4.9	4.9
应付账款周转天数	114.8	359.2	389.7	300.0	220.0	190.0
固定资产周转天数	450.2	1,079.2	968.6	737.3	488.8	368.1
偿债能力						
净负债/股东权益	179.22%	110.90%	82.73%	61.08%	115.56%	125.68%
EBIT 利息保障倍数	6.9	5.2	6.4	6.8	6.3	4.9
资产负债率	75.17%	67.54%	63.01%	57.69%	65.06%	65.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH