

侨银股份 (002973)

证券研究报告

2023年07月14日

深耕环服二十余年，战略升级领航向前

公司概况：二十余年深耕行业，“@城市”探索全域综合治理

公司2001年成立，深耕行业二十余年，业务立足广州、辐射全国，服务范围覆盖全国26个省、近100个城市。公司战略持续迭代升级，从“人居环境综合提升”到“城市大管家”再到子战略“@城市”，公司不断深化战略内涵，探索城市全域综合治理。2022年，公司环卫业务实现营收39.4亿元，同比+18.61%。

行业趋势：政策利好持续释放，市场容量有望提升

政策方面，中央政策引导行业拓展，地方“创城创卫”持续发力。近年来，环卫行业相关政策整体的发展特点为：环卫服务业务范围扩容、环卫要求细化、政策鼓励社会资本投入、智慧环卫迎来机遇等。公司前瞻性布局“城市大管家”战略，符合当前政策导向，在新的环卫服务需求下仍具有较强的竞争优势。

市场方面，行业市场化程度加深，在需求侧，伴随经济的发展，人民对生活质量的要求不断提高，带动环卫行业的高质量发展。近年来，政府更加倾向于通过一体化打包方式将项目进行招标，未来环卫行业市场化容量仍有望进一步提升。

竞争优势：战略前瞻指引，订单持续领跑，智慧平台赋能

发展战略：公司围绕“城市大管家”核心战略进行发展，提升城市管理作业效率、降低公共服务成本。近年来“城市大管家”战略持续助力公司订单增长，推动非传统业务多项开花，实施效果显著。同时公司进行战略深化，2022年提出的“@城市”子战略实现全域治理和智慧城市双赋能。

业务拓展：2020-2022年，公司环卫中标金额均位居行业第一，订单拓展持续发力，中标金额领跑行业。分区域来看，公司省外业务持续增加，业务布局辐射全国。我们认为公司订单增长能够保持领跑主要得益于：“城市大管家”战略布局的领航作用、公司品牌和规模效应、公司的区域布局和人才管理等优势。

经营效率：近三年公司车人比率不断提高，机械化程度提升超3倍。同时公司注重智能化系统开发，公司以智慧环卫服务和智慧城市管理为核心，开发了“@城市”管理云平台，数字化驱动创新发展，推进管理运营精细化、高效化。

盈利预测与公司估值

我们预计公司2023-2025年可实现营业收入44.87、50.18、56.56亿元，同比分别增长13.45%、11.84%、12.72%；可实现归母净利润3.71、4.13、4.69亿元，同比分别增长18.06%、11.24%、13.41%。综合考虑公司在战略布局和资源禀赋上的领先优势，我们给予公司15倍PE（FY2023）估值，对应目标市值为55.7亿元，对应目标价13.63元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：定增发行失败的风险；新增订单量不及预期的风险；应收账款回款不佳，需计提坏账的风险；行业税费优惠政策调整的风险；行业竞争加剧，增量项目利润率下行的风险；人力成本上升的风险；项目合同期满后不能延续的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,331.73	3,954.79	4,486.86	5,017.96	5,656.45
增长率(%)	17.77	18.70	13.45	11.84	12.72
EBITDA(百万元)	647.23	816.03	885.59	954.24	1,049.40
归属母公司净利润(百万元)	255.15	314.60	371.43	413.18	468.57
增长率(%)	(32.08)	23.30	18.06	11.24	13.41
EPS(元/股)	0.62	0.77	0.91	1.01	1.15
市盈率(P/E)	20.28	16.45	13.93	12.52	11.04
市净率(P/B)	3.10	2.70	2.30	1.98	1.70
市销率(P/S)	1.55	1.31	1.15	1.03	0.91
EV/EBITDA	12.65	8.09	8.45	7.86	7.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	12.66元
目标价格	13.63元

基本数据

A股总股本(百万股)	408.66
流通A股股本(百万股)	204.67
A股总市值(百万元)	5,173.70
流通A股市值(百万元)	2,591.17
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	68.31
一年内最高/最低(元)	14.04/10.00

作者

郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
胡冰清	联系人
hubingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《侨银股份-季报点评:拿单能力持续凸显，业绩增速阶段性放缓》2021-04-28
- 《侨银股份-年报点评报告:全年业绩高增，“城市大管家”蓄势启航》2021-04-01
- 《侨银股份-公司点评:全年业绩维持高增，拿单能力持续凸显》2021-01-27

内容目录

1. 公司概况：二十余年深耕行业，“@城市”探索全域综合治理	4
1.1. 发展历程：深耕环卫行业二十余年，立足广州、布局全国	4
1.2. 股权架构：持股比例相对集中，转债&定增提升发展速度	5
1.3. 公司治理：核心管理人员经验丰富，员工持股平台深度绑定人才利益	5
1.4. 财务情况：坚定聚焦主业，盈利增长领先	6
2. 行业趋势：政策利好持续释放，市场容量有望提升	8
2.1. 政策：中央政策引导加码，地方“创城创卫”持续发力	8
2.2. 市场：市场化程度不断加深，环卫市场容量有望持续释放	10
3. 竞争优势：战略前瞻指引，订单持续领跑，智慧平台赋能	11
3.1. 发展战略：“城市大管家”实施效果显著，“@城市”子战略再升级	11
3.2. 业务拓展：订单增长行业领跑，全域布局持续发展	14
3.3. 经营效率：持续提升机械化、电动化水平，建设智慧平台助力降本增效	16
4. 盈利预测与公司估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 公司估值	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司战略发展	4
图 3：公司股权架构（截止 2023Q1）	5
图 4：公司营业总收入和同比增速	7
图 5：公司归母净利润和同比增速	7
图 6：公司毛利率、净利率	7
图 7：销售、管理、财务、研发费用率	7
图 8：公司 ROE 水平	7
图 9：公司 ROE 拆解	7
图 10：应收票据、应收账款及其同比增速	8
图 11：公司有息负债规模和同比增速	8
图 12：公司销售商品、提供劳务收到的现金	8
图 13：公司购买商品、接受劳务支付的现金	8
图 14：公司战略高度符合国家政策导向	10
图 15：环卫行业市场发展历程	11
图 16：南昌市西湖区环卫市场化服务	12
图 17：都匀市城乡环境提升服务一体化项目	12
图 18：公司“@城市”模式下战略业务规划	13
图 19：白云区马岗村项目展示图	13
图 20：公司无废城市、乡村振兴、物业服务的布局情况	14

图 21: 公司年度中标总金额.....	14
图 22: 公司中标年化额.....	14
图 23: 2022 年公司合同总额与中标年化额占行业的比重	15
图 24: 公司各区域业务收入所占比重	15
图 25: “@城市” 管理云平台示意图	16
图 26: 车辆全生命周期管理示意图.....	17
表 1: 公司上市以来股权融资情况	5
表 2: 侨银股份部分核心管理人员履历	6
表 3: 2020 年以来中央针对环卫行业出台的相关政策	8
表 4: “创城创卫” 相关政策	9
表 5: 环卫行业道路清扫面积、机械化清扫率情况.....	11
表 6: 公司 “城市大管家” 相关中标项目	12
表 7: 2022 年-2023Q1 公司部分亿元以上中标项目	15
表 8: 公司分部收入预测 (单位: 亿元)	17
表 9: 可比公司 PE (FY1)	18

1. 公司概况：二十余年深耕行业，“@城市”探索全域综合治理

1.1. 发展历程：深耕环卫行业二十余年，立足广州、布局全国

深耕行业二十余年，立足广州、布局全国。公司 2001 年创立于广州，前身为霖泽园林，2008 年更名为侨银环保并正式转型环卫行业。2020 年公司深交所上市成功，成为首个登陆 A 股的城乡公用事业服务企业。目前，公司环卫业务立足广州、辐射全国，服务范围覆盖全国 26 个省、近 100 个城市。环境司南公开数据显示，2020-2022 年，公司中标总金额连续三年位居行业第一。

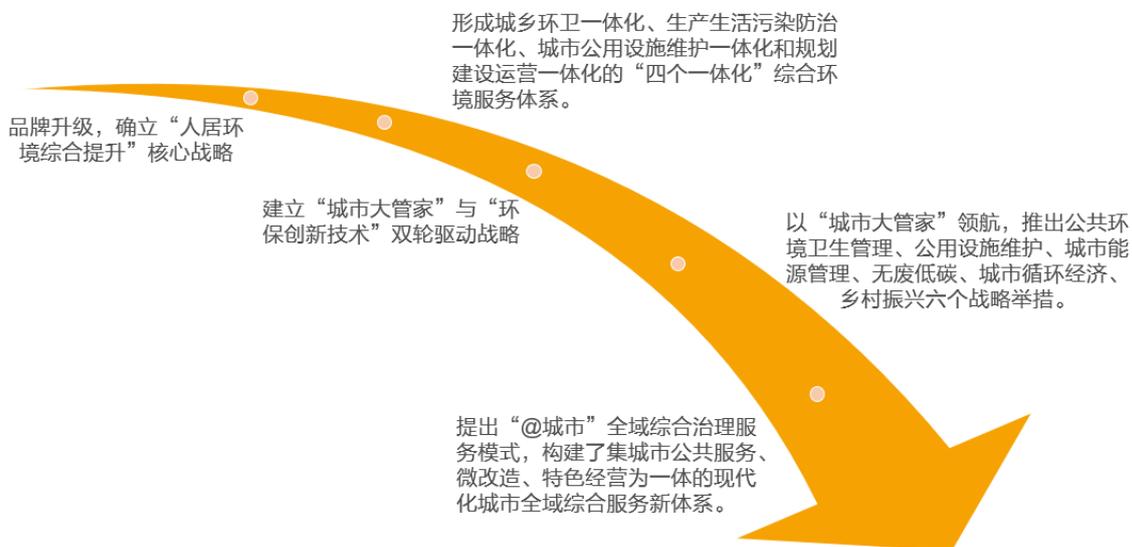
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从“城市大管家”到“@城市”子战略，公司战略持续迭代升级。2016 年，公司确立“人居环境综合提升”的核心发展战略，逐步形成“四个一体化”综合环境服务体系。近年来，公司注重探索城市“全生命周期管理”，以“城市大管家”领航发展，并推出公共环境卫生管理、公用设施维护、城市能源管理、无废低碳、城市循环经济、乡村振兴六大战略举措。2022 年，公司提出“@城市”子战略，探索城市全域综合治理服务社会化品质化新方向，通过打造智慧城市管理服务平台，助力城市治理现代化。

图 2：公司战略发展

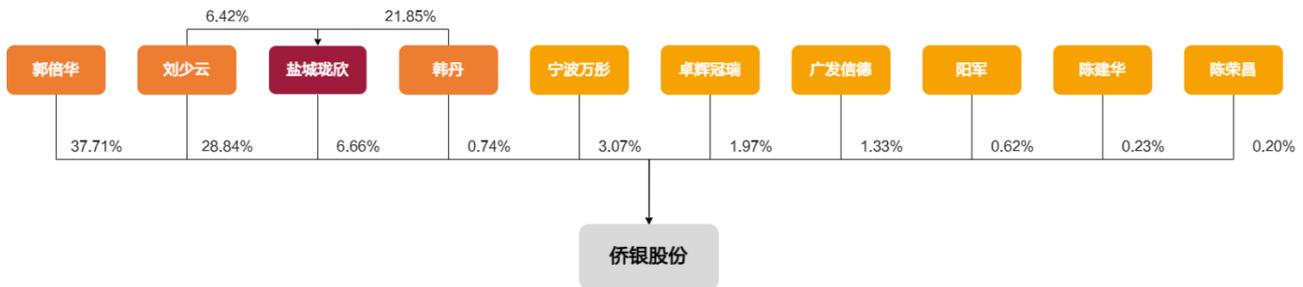


资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

1.2. 股权架构：持股比例相对集中，转债&定增提升发展速度

公司持股结构相对集中，持股平台深度绑定员工利益。公司股权状况较为集中，郭倍华、刘少云及韩丹为家庭成员关系，三人合计直接持股 67.3%。盐城珑欣为员工持股平台，刘少云及韩丹通过盐城珑欣间接持股 1.9%。盐城珑欣的其他股东多为公司高管，公司通过员工持股平台深度绑定核心员工利益。

图 3：公司股权架构（截止 2023Q1）



注：深橘色表示实际控制人，深红色表示员工持股平台，浅橘色表示其他前十大股东

资料来源：公司公告、天风证券研究所

上市后，公司实际控制人郭倍华、刘少云、韩丹及员工持股平台盐城珑欣的限售期为 36 个月，至今限售期已满。上市以来郭倍华、刘少云、韩丹持股比例没有发生变化；2023 年 4 月 28 日，公司发布盐城珑欣的减持计划，减持不超过公告日股本的 1.33% 的股份。

2020 年 11 月 17 日，公司发行 4200 万元的为期 6 年的可转债，用于环卫设备资源中心项目建设等项目。2022 年 10 月 26 日，公司股东大会通过定向增发的决议，拟募资 12 亿元，目前已经发布相关定向增发说明书。

表 1：公司上市以来股权融资情况

项目类别	项目名称	主要建设内容
定向增发募投项目	“城市大管家”装备集中配置中心项目	投资建设城市大管家装备集中配置中心项目，用于在未来三年对收入增长所需的装备集中采购配置
	智慧城市管理数字化项目	现有数据中心扩容、升级环卫精细化运营管理模块、深入优化业财一体化平台和搭建智慧城市管理系统,实现公司的城市管理智慧化系统的升级
	补充流动资金或偿还贷款	将本次募集资金中的 36,000.00 万元用于补充流动资金或偿还贷款。
可转债募投项目	环卫设备资源中心项目	主要用于购置环卫设备，其中运输设备 30,640.00 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 1,175.00 万元,包括压缩箱、连体箱、垃圾箱等
	偿还银行贷款项目	将本次公开发行可转换公司债券募集资金 12,600.00 万元偿还银行借款
首次公开发行募投项目	侨银环保城乡环境服务项目	在目前管理的城乡环境服务项目的基础上，进行市场拓展，购置环卫机械设备，增加公司的城乡环境服务项目。
	智慧环卫信息化系统平台升级项目	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

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 公司治理：核心管理人员经验丰富，员工持股平台深度绑定人才利益

核心管理人员经验丰富，员工持股平台深度绑定人才利益。公司核心管理团队成员多在相关行业中从业多年，拥有充足的运营管理经验，能够准确把握行业发展方向。公司高度重

视人才管理，通过多种方式加强人才队伍建设：①创新、健全用人机制，提升员工稳定性及归属感；②构建梯队人才培养体系，做好项目人才的规划、培养与储备，培养“敢于担当”的开拓型人才；③强化人事管理，积极整合人力资源，最大限度实现内部人才有序流动，加强人事考核以及薪酬、晋升等管理工作，筑牢公司的发展根基。

表 2：侨银股份部分核心管理人员履历

姓名	职位	履历
刘少云	董事长、总经理	1977 年出生，1996 年-2001 年任职于湖南省邵阳市水电设备总厂、邵阳市百联量贩广场。2001 年 11 月创立广州市霖泽园林绿化有限公司，先后就任该公司及广州侨银环保技术有限公司执行董事、总经理等职务。2020 年至今担任公司董事长、总经理。
郭倍华	董事	1958 年出生，1977 年-2008 年任职于湖南省邵阳市皮件厂，2006 年进入公司担任公司监事，后续先后就任公司执行董事、总经理、董事长等职务。2020 年至今公司董事。
黄金玲	董事、副总经理	1981 年出生，2001 年-2015 年历任广东绿晖园林工程有限公司董事长秘书，广州意陶贸易有限公司行政人事助理，深圳市伊爱高新技术开发有限公司董事长秘书、副总裁，广州伊爱高新技术开发有限公司董事长。2015 年加入公司，担任公司副总经理。2016 年至今担任公司董事、副总经理。
周丹华	董事、副总经理	1981 年出生，2002 年-2014 年历任广东华拿东方能源有限公司行政人事经理，广州奈美贸易有限公司行政人事经理。2014 年加入公司、担任公司行政总监，2016 年至今担任公司董事、董事会秘书、行政总监。
郭启海	市场运营总监、监事会主席	1981 年出生，高级工程师，广州大学硕士研究生指导教师。历任新奥科技发展有限公司研发工程师，神雾科技集团股份有限公司研究员、首席专家，启迪环境科技发展股份有限公司研发部部长、研究院执行院长、固废中心副总经理、零碳能源中心副总经理。2022 年至今担任公司市场运营总监、监事会主席。
任洪涛	预决算部副总监、监事	1976 年出生，历任惠州市中恒泛美酒店有限公司副总经理，玉禾田环境发展集团股份有限公司分公司总经理，劲旅环境科技股份有限公司运营总监，深圳中丰源环境科技有限公司副总经理，深圳市朗坤环境集团股份有限公司项目经理。2022 年至今担任公司预决算部副总监、监事
胡威	副总经理	1979 年出生，2002 年-2019 年历任中央电视台新闻中心责编，北京圣天阁文升国际拍卖有限公司执行董事、总经理，北京鼎晖时代文化发展有限公司董事长、总经理。2020 年至今担任公司副总经理。
刘美辉	财务总监	1974 年出生，研究生学历。2007 年-2021 年历任东莞市智高文具有限公司财务总监，广东树业环保科技股份有限公司财务总监，七喜控股股份有限公司董事、财务总监，智高文化创意股份有限公司财务总监，和宇健康科技股份有限公司任财务总监。2021 年至今担任公司财务总监。
李睿希	董秘	1991 年出生，清华大学-香港中文大学金融财务 MBA 在读。历任深圳证券信息有限公司主持人，深圳市全景网络有限公司区域负责人，玉禾田环境发展集团股份有限公司投资者关系总监、证券部总监，侨银城市管理股份有限公司董事长助理兼证券部总监。2022 年至今担任公司董秘。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2022 年公司股东大会通过了股权激励计划，并完成股票期权登记工作，计划授予 75 人，其中董事、高级管理人员共计 5 人，授予数量 547.00 万份，行权价格为 15.20 元/股。但是本次激励计划首次授予股票期权的第一个行权期未达成可行权条件：公司以达到公司业绩考核目标作为激励对象当年度的行权条件之一，本次业绩考核目标以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%，实际上涨 18.70%，业绩考核目标未达成。该激励计划最终取消，目前正在注销相关股票期权。

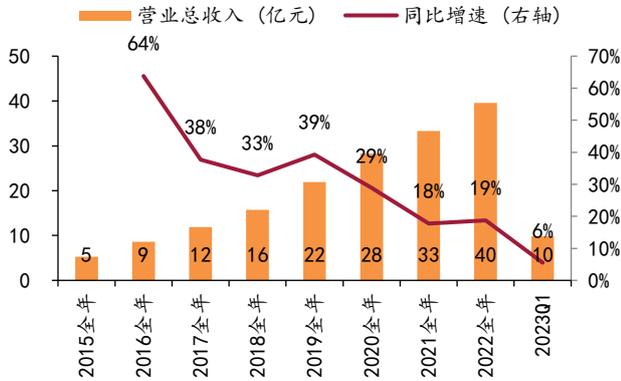
1.4. 财务情况：坚定聚焦主业，盈利增长领先

2015-2022 年，公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别达 33.39%、28.59%，公司营收及盈利增长优势突出。2022 年，公司环卫业务实现营收 39.4 亿元（贡献公司 99.6%的营收，是公司增长的驱动力），同比+18.61%，跑赢同期长江环卫指数平均收入增速 16.9 个百分点，收入增速领先优势显著。利润方面，公司环卫业务毛利率 25.15%，较上年同期增长 1.12 个百分点，跑赢环卫行业均值 1.3 个百分点。

费用方面，2022 年公司期间费率为 15.19%，同比下降 0.25pct，其中销售费率和管理费率分别降低 0.74pct、0.60pct，主要来自公司加强预算管控和“效能革命”，持续推进降本增效。未来，公司预期将通过加大回款力度、促进可转债转股等系列措施降低财务费率，后续费用水平仍有望进一步压低。

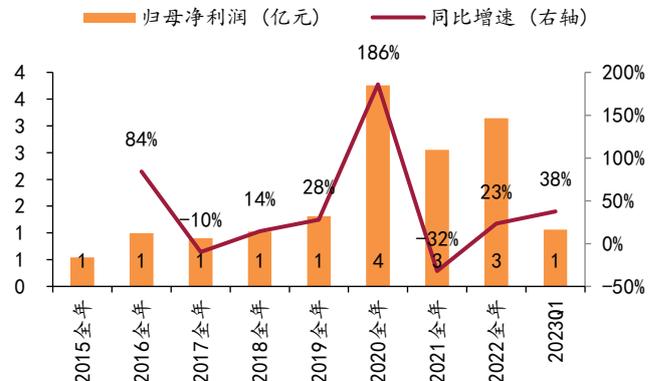
受宏观经济及财政支出结构性变化等因素影响,部分地方政府/政府下属环卫事业单位短期支付能力下降,公司应收回款承压。2021年以来,公司应收账款增长保持高位。2022年公司应收账款14.56亿元,较2021期末增长59%。也因此,公司强化“现金流是企业生命线,项目应收账款是经营管理红线”,将回款作为所有指标任务的重中之重。

图 4: 公司营业总收入和同比增速



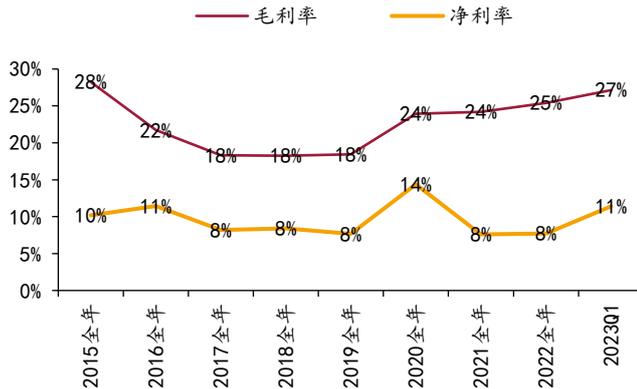
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 公司归母净利润和同比增速



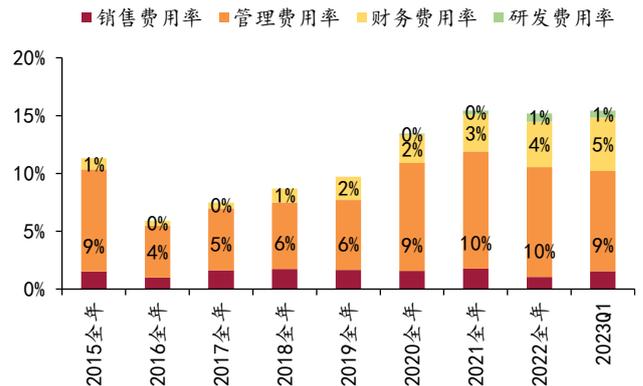
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 公司毛利率、净利率



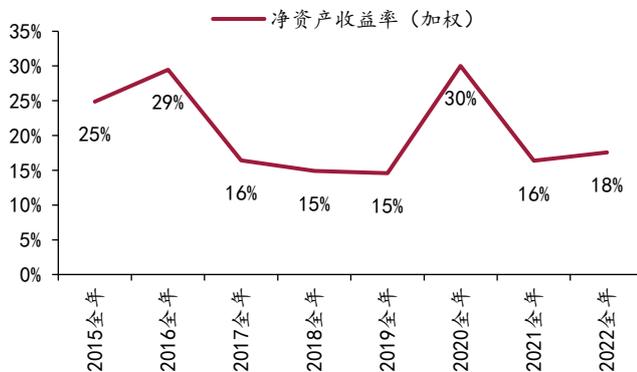
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 销售、管理、财务、研发费用率



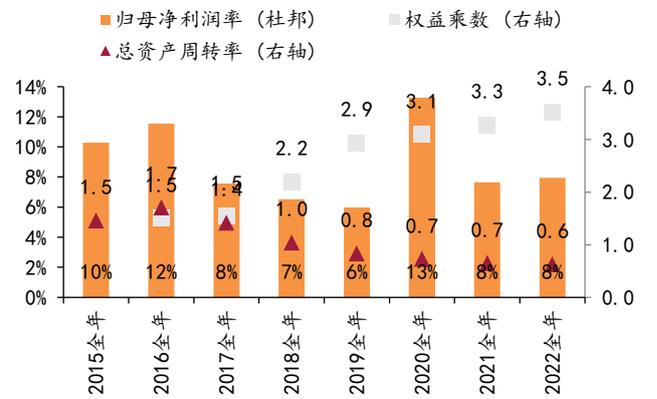
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 公司 ROE 水平



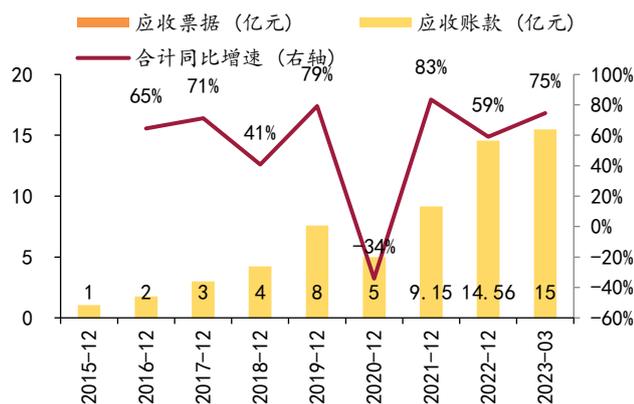
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司 ROE 拆解



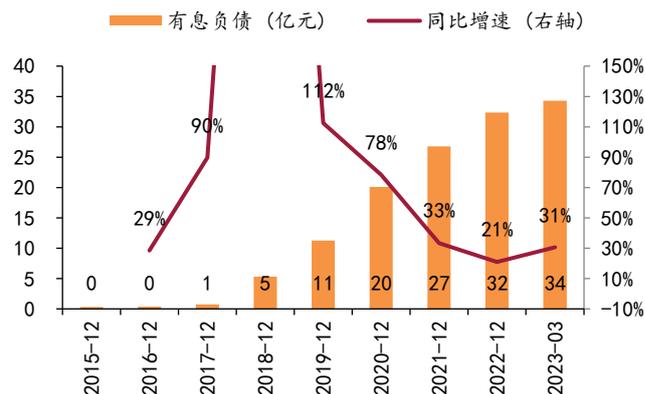
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10：应收票据、应收账款及其同比增速



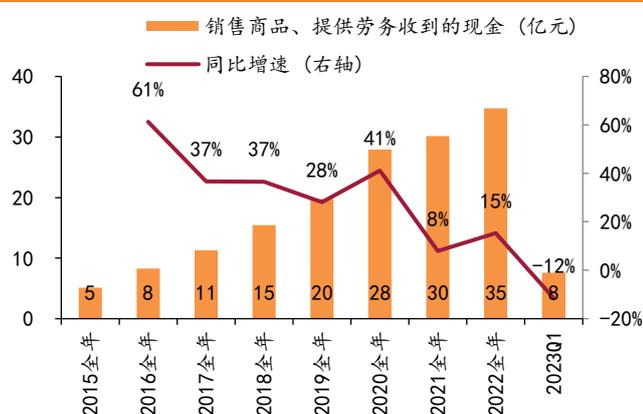
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司有息负债规模和同比增速



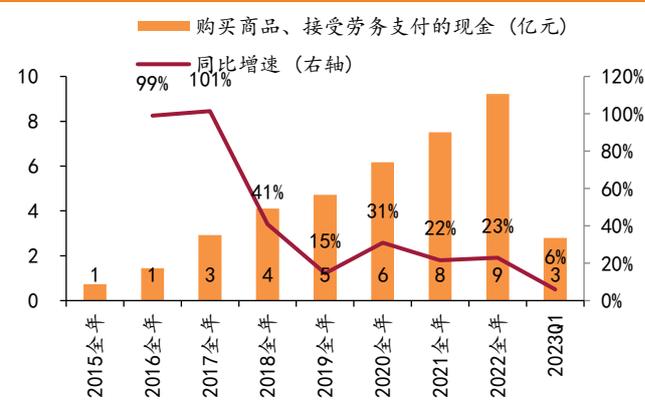
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司销售商品、提供劳务收到的现金



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司购买商品、接受劳务支付的现金



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业趋势：政策利好持续释放，市场容量有望提升

2.1. 政策：中央政策引导加码，地方“创城创卫”持续发力

《“十四五”新型城镇化实施方案》为城镇化高质量发展绘制了美好蓝图，对城市的环境卫生事业也提出了更高要求。近年来，在中央，国家环卫相关政策持续出台，在地方，“创城创卫”火热进行，环境卫生管理行业政策引导充分。

表 3：2020 年以来中央针对环卫行业出台的相关政策

颁布时间	制定单位	政策	重要内容
2020 年 3 月	住建部	《关于进一步做好城市环境卫生工作的通知》	规范生活垃圾处理设施运行管理，做好公厕运行管理和粪便收运处理，全面推进环卫各项工作。
2021 年 4 月	住建部	《关于开展市容环境整治专项活动的通知》	补齐城市卫生短板。加强背街小巷、老旧小区、城中村、城乡结合部等区域环境治理，解决垃圾乱扔、污水乱倒等问题；排查整治垃圾场(站)、公厕，等周边环境问题，提高城市公共卫生水平。
2021 年 5 月	国家发改委、住建部	《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》	到 2025 年底，全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求。
2021 年 6 月	住建部等三部门	《关于加快农房和村庄建设现代化的指导意见》	倡导农村生活垃圾分类处理。传承乡村“无废”的生产生活方式，进一步完善农村生活垃圾收运处置体系，优化农村生活垃圾分类方法。
2022 年 2 月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	因地制宜建设一批厕所粪污、农村生活污水处理设施和农村有机废弃物综合处置利用设施。支持推进农村人居环境整治。
2022 年 3 月	住建部	《城市道路清扫保洁与质量评价标准	明确了城市道路清扫保洁等级、评价标准等规定，自 2022 年 5 月 1 日起实施，同时废止原行业标准《城市道路清扫保洁质量与评价标准》

		(CJJ/T126-2022)》	(CJJ/T126-2008)。
2022年3月	国家市场监督管理总局	《农村环卫保洁服务规范》	具体明确了垃圾收集点保洁、道路保洁、公厕保洁、公共水域保洁、其它公共设施保洁等五个方面的服务内容和质量要求。
2022年4月	农业农村部办公厅、国家乡村振兴局综合司	《社会资本投资农业农村指引(2022年)》	支持社会资本参与农村人居环境整治提升五年行动。鼓励参与农村厕所革命、农村生活垃圾治理，健全农村生活垃圾收运处置体系。鼓励参与村庄清洁和绿化行动。
2022年5月	住建部	《住房和城乡建设部办公厅关于进一步做好市政基础设施安全运行管理的通知》	加强城市环境卫生安全管理。做好城市道路等清扫保洁工作，完善作业人员安全防护措施，规范设置作业安全标志，加强安全作业教育和技能培训，提高环卫工人安全意识和能力。
2022年5月	住建部等六部门	《关于进一步加强农村生活垃圾收运处置体系建设管理的通知》	确定了到2025年的工作目标，明确了统筹谋划农村生活垃圾收运处置体系建设和运行管理、推动源头分类和资源化利用、完善收运处置体系、提高运行管理水平、建立共建共治共享机制等重点任务。
2022年5月	中国银保监会	《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》	鼓励银行保险机构结合生态环境保护和治理，开拓创新，加大对城镇污水垃圾处理、固体废弃物处理、建筑垃圾治理和资源化利用等环保领域的支持力度
2022年12月	国家发展改革委	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	要加强城镇垃圾收集处理体系建设，实施智能化市政基础设施建设和改造行动、加快推进农村人居环境整治提升，因地制宜推进农村生活垃圾治理。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表4：“创城创卫”相关政策

范围	颁布时间	制定单位	政策	重要内容
全国	2020年11月	国务院	《关于深入开展爱国卫生运动的意见》	重点完善公共卫生设施，改善城乡人居环境。以重点场所、薄弱环节为重点，全面推进城乡环境卫生综合整治，补齐公共卫生环境短板。
	2022年8月	国务院	《“十四五”文化发展规划》	创造性开展文明城市、文明村镇等精神文明创建活动。弘扬科学精神，深入开展爱国卫生运动，倡导文明健康、绿色环保的生活方式。
地方	2021年8月	湖南省人民政府办公厅	《健康湖南“十四五”建设规划》	持续开展城乡环境卫生整治，完善环境卫生基础设施，积极推进农村“厕所革命”以及生活垃圾、污水治理。推进卫生城市、卫生乡镇（县城）、卫生村和文明卫生单位创建。
	2021年5月	河北省人民政府办公厅	《河北省县城建设提质升级三年行动实施方案（2021-2023年）》	努力使县城空间布局趋于合理，风貌特色逐步显现，集聚能力持续增强，承载功能大幅提升，环境容貌明显改观，治理水平显著提高。到2023年成功创建一批人居环境奖和文明城、卫生城、园林城（生态园林城）、森林城、节水城、洁净城。
	2021年10月	甘肃省人民政府办公厅	《甘肃省新型城镇化规划(2021-2035年)》	开展新型城镇化建设试点和县城补短板试点，积极创建文明城市、智慧城市、绿色城市、海绵城市。加强交通、治安、防灾、环境、卫生等综合治理，提高了城市品质和可持续发展能力。
	2021年12月	陕西省人民政府办公厅	《陕西省人民政府关于深入开展爱国卫生运动的实施意见》	公共卫生设施不断完善，城乡环境面貌全面改善，文明健康、绿色环保的生活方式广泛普及，卫生城镇创建常态化、制度化，影响健康的主要环境危害因素得到有效治理，健康城市建设与卫生城市创建有机融合。
	2022年4月	湖北省人民政府办公厅	《关于深入开展爱国卫生运动的实施意见》	全面整治提升城乡人居环境，大力推进美丽乡村建设，建成5000个美丽乡村示范村。农村卫生厕所普及率稳步提高，厕所粪污基本得到有效处理。持续开展卫生创建活动，国家卫生城市比例达到55%
	2023年1月	广西壮族自治区人民政府办公厅	《广西“十四五”文化和旅游发展规划》	大力推动各设区市提高市民文明素养，鼓励创建全国文明城市。深入开展旅游厕所革命。完善旅游厕所布局，推进旅游厕所扩面提质。加快公共数字文化建设。

资料来源：国务院、湖南省人民政府、河北省人民政府等、天风证券研究所

综合来看，近年来环卫相关政策主要有如下特点：

第一，城乡环境卫生重要性进一步提升，环卫服务覆盖的业务范围扩容。近年来国家出台多条政策支持城乡地区推进公厕、生活污水处理设施等基础设施修建运行，健全生活垃圾收运处置体系，加强城市地区背街小巷、老旧小区、城中村、城乡结合部等区域环境治理等，旨在全面提高城乡公共卫生水平。

第二，政策鼓励社会资本投入，融资环境相对宽松。2022年颁布的《关于银行业保险业支

持城市建设和治理的指导意见》，鼓励银行保险机构加大对城镇污水垃圾处理、固体废弃物处理、建筑垃圾治理和资源化利用等环保领域的支持力度。

第三，政策对环卫服务的要求更加细化优化。近年来《城市道路清扫保洁与质量评价标准(CJJ/T126-2022)》等标准规范的公布，细化了对于垃圾收集点保洁、道路保洁、公厕保洁的要求。

第四，智慧环卫迎来存在发展机遇。《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》提出实施新型智慧城市行动，完善城市数字化管理平台和感知系统。我们认为，科学化、精细化、智慧化已成为城市综合管理服务的重要趋势，智慧环卫有望迎来发展机遇。

我们认为，公司深耕行业二十余年，积累了丰富的人员管理经验；同时，公司前瞻性布局“城市大管家”战略，符合当前政策导向，在新的环卫服务需求下仍具有较强的竞争优势。

图 14：公司战略高度符合国家政策导向

政策方向	国家政策	公司战略
城市全域治理	<ul style="list-style-type: none"> 《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》提出要建立“美丽城市”评价体系，开展“美丽城市”建设试点。 《关于开展市容环境整治专项活动的通知》补齐城市卫生短板。加强背街小巷、老旧小区、城中村、城乡结合部等区域环境治理。 	<p>公司确立了“城市大管家”的战略，横向拓宽自身业务，并不断深化战略内涵。</p> <p>探索“城市管理科学化、精细化、智能化”，建立了全域综合治理体系，能够更好的实现“美丽城市”的目标。</p>
乡村振兴	<ul style="list-style-type: none"> 《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》要求接续实施农村人居环境整治提升五年行动，深入实施村庄清洁行动和绿化美化行动 《社会资本投资农业农村指引(2022年)》支持社会资本参与农村人居环境整治提升五年行动。 	<p>公司于以“人居环境综合提升”为核心战略，并围绕该战略不断布局业务，具有先发优势。公司将“乡村振兴”作为自身的六大战略举措之一，并成立侨银乡村环境投资公司，进入县域市场推进“城乡环卫一体化”。</p>
无废城市	<ul style="list-style-type: none"> 《关于加快农房和村庄建设现代化的指导意见》传承乡村“无废”的生产生活方式，进一步完善农村生活垃圾收运处置体系。 《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，进一步推动形成绿色低碳生活方式，促进生活源固体废物减量、资源化。 	<p>公司以“无废低碳”作为自身的六大战略举措之一，积极布局垃圾分类等相关业务，2021年中标约1.16亿元的佛山市禅城区垃圾分类全覆盖服务项目。</p>
数字化管理	<ul style="list-style-type: none"> 《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》提出实施新型智慧城市行动，完善城市数字化管理平台和感知系统。 《“十四五”国家信息化规划》提出，打造智慧高效的生态环境数字化治理体系。 	<p>公司规划智慧城市管理数字化项目，开发“@城市”管理云平台实现公司的城市管理智慧化系统的升级。未来公司通过智慧环卫系统，以系统化推进管理运营精细化、高效化，实现公司整体的降本增效。</p>

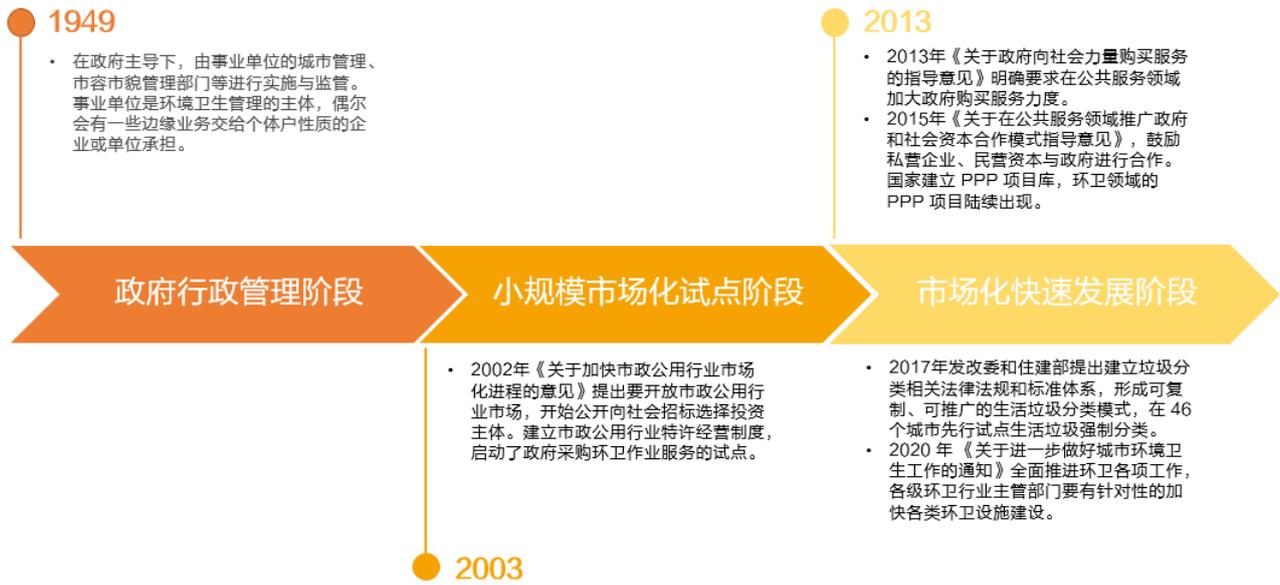
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 市场：市场化程度不断加深，环卫市场容量有望持续释放

环卫行业经历了由政府行政管理到逐渐市场化发展的过程，近年来环卫行业市场化程度不断提升。具体来看，环卫行业经历了以下发展阶段：

- 第一阶段（1949年至2002年）：政府行政管理阶段。**在政府主导下，由事业单位的城市管理、市容市貌管理部门等进行实施与监管。
- 第二阶段（2003年至2013年）：小规模市场化试点阶段。**政府开始开放市政公用行业市场，沿海部分城市启动了政府采购环卫作业服务的试点，尝试进行公开招投标。
- 第三阶段（2013年至今）：市场化快速发展阶段。**政府在公共服务领域更多利用社会力量，加大购买服务力度；国家在基础设施和公共服务领域大力推广政府和社会资本合作（PPP）模式；同时环境卫生管理企业开始向大型规模企业、城乡环境卫生管理一体化服务企业、城乡环境综合运营商的方向迈进。

图 15：环卫行业市场发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

在需求侧，伴随经济的发展，人民对生活质量的要求不断提高，带动环卫行业的高质量发展。2019 年-2021 年，环卫行业道路清扫保洁面积年均增长 5%以上，机械化清扫率由 72.4% 提升 6pct 至 78.4%。同时，广义的环境卫生管理项目通常具有较强的综合性，业务链条可以延伸至城市垃圾清运、道路养护、市政绿化、水域保洁等各个方面。由于传统的分包模式不利于业务间的相互协同，近年来，在环卫一体化趋势下市政环卫订单的金额扩大、时间拉长、服务范围延伸。综合来看，我们认为，未来环卫行业市场化容量仍有望进一步提升。

表 5：环卫行业道路清扫面积、机械化清扫率情况

指标	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
道路清扫保洁面积(万平方米)	1034211	975595	922124	869329
yoy	6.01%	5.80%	6.07%	3.24%
机械化清扫率	78.41%	76.11%	72.45%	68.85%
生活垃圾清运量(万吨)	24869	23512	24206	22802
yoy	5.77%	-2.87%	6.16%	5.95%
市容环卫专用车辆设备(台)	327512	306422	281558	252484
yoy	6.88%	8.83%	11.52%	10.73%
公共厕所数量(座)	184063	165186	153426	147466
yoy	11.43%	7.66%	4.04%	8.36%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 竞争优势：战略前瞻指引，订单持续领跑，智慧平台赋能

3.1. 发展战略：“城市大管家”实施效果显著，“@城市”子战略再升级

围绕“城市大管家”核心战略，全方位满足业主需求。公司从 2019 年开始进行“城市大管家”战略布局，指引公司发展。“城市大管家”主要指以一个城市的环卫清扫工作为载体，横向拓宽产业链，实现从环卫保洁、垃圾分类、园林绿化、地下管网、市政道路维护、交通设备管理、公园管理、水体维护、政府物业服务到城市停车等公共空间整体市场化管

理服务。

对于公司而言，“城市大管家”订单通常金额高、年限长、收入相对稳定；而对于业主方而言，“城市大管家”能够一站式解决城市环境管理服务问题，继而提升城市管理作业效率、提高财政资金使用效率、降低公共服务成本。“城市大管家”领航发展之下，公司积极发挥自身管理优势，不断拓宽自身业务。

从公司的资源禀赋来看，公司实施“城市大管家”的优势在于：

- 1、**先发布局，顺势而为。**公司业务布局广泛，在环卫领域中有对各种需求的匹配能力，同时“城市大管家”战略启动较早，在项目中不断调整深化公司战略内涵，公司战略符合行业变化趋势和行业需求，提高了公司的项目竞争力。
- 2、**深耕积累、厚积薄发。**公司深耕行业多年，在 300 多个项目中积累了丰富的渠道和管理经验。建立了品牌意识，拥有了较高的品牌知名度，有助于获得更多来自政府和市民的关注和信任；
- 3、**着力技术，智慧赋能。**作为中国环境卫生协会的副会长单位，侨银股份参编了多项环卫行业的标准，积累了丰富的技术优势。长期以来公司注重机械化水平提升，具有信息化优势，公司持续研发智慧化平台，有助于公司精细化管理，为业务赋能。

表 6：公司“城市大管家”相关中标项目

合同标的	合同总金额 (亿元)	合同年限	服务内容
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	66.88	20 年	道路清扫保洁垃圾收集及清运，公厕运营管理维护，绿化管养维护，河道湿地管养维护，景观亮化运营管理维护，车辆、船只设备更新维护等
保山中心城市环卫保洁及园林绿化管护服务项目	60.00	25 年	保山中心城区清扫保洁，园林绿化管护，公共绿地、公园管护等
蓬江区城乡环卫一体化特许经营项目	34.59	25 年	综合清扫保洁、生活垃圾收运、小广告清理、公厕管护、绿化养护、河道垃圾清理、市容整理、生活垃圾分类、环卫应急保障、智慧环卫平台建设或对接等。
都匀市城乡环境提升服务一体化项目特许经营项目	33.39	25 年	道路清扫保洁、公厕保洁及维护、水域保洁、非工程性绿化养护、非工程性市政维护、垃圾分类；投资建设厨余垃圾处置、污泥处理、粪便处置厂，并负责收运及处置。
利辛县城乡环卫一体化工程项目(特许经营)采购项目(第一包)	25.84	26 年	新建、改造转运站；建设再生资源回收站；环卫基地及数字化系统建设；城乡生活垃圾收集、压缩、转运服务；垃圾分类试点；道路及公共区域清扫保洁服务。

备注：蓬江区城乡环卫一体化特许经营项目的合同总金额为基准金额，不考虑调价的情况

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 16：南昌市西湖区环卫市场化服务



资料来源：公司 2022 年社会责任报告、天风证券研究所

图 17：都匀市城乡环境提升服务一体化项目



资料来源：公司 2022 年社会责任报告、天风证券研究所

“城市大管家”战略持续深化，“@城市”子战略实现全域治理和智慧城市建设双赋能。2022 年，公司发布“@城市”子品牌战略，提出现代化城市全域综合治理服务方案，倡导“基层红色阵地+柔性治理+城市公共服务+微改造+经营+无废低碳”一体化城市运营服务，加快构建现代化城市全域综合治理服务新体系。

代表项目广州白云马岗村项目以公司专业的环卫服务为切入点，以“数字+”赋能整合片

区多方面管理服务事项，形成全域服务治理模式。目前，该项目已入选 E20 环境平台城市服务领域示范案例，并获得第五届 2022 “致敬绣花精神寻找新时代榜样” 活动的“城市更新优秀奖”。

图 18：公司“@城市”模式下战略业务规划



资料来源：公司官方微信公众号、天风证券研究所

图 19：白云区马岗村项目展示图

案例 “@城市”服务首个代表项目——广州市白云区马岗项目

在白云城马岗村，该项目与国企、政府三位一体战略合作，以提供物业、环卫服务为基础，延伸探索家政、房屋租赁、社区养老等服务，通过精细化管理模式提供大物管综合平台。在发挥自身优势的同时，全面整合社区微改造、智慧社区管理等多方面管理服务事项，形成全域治理服务模式。



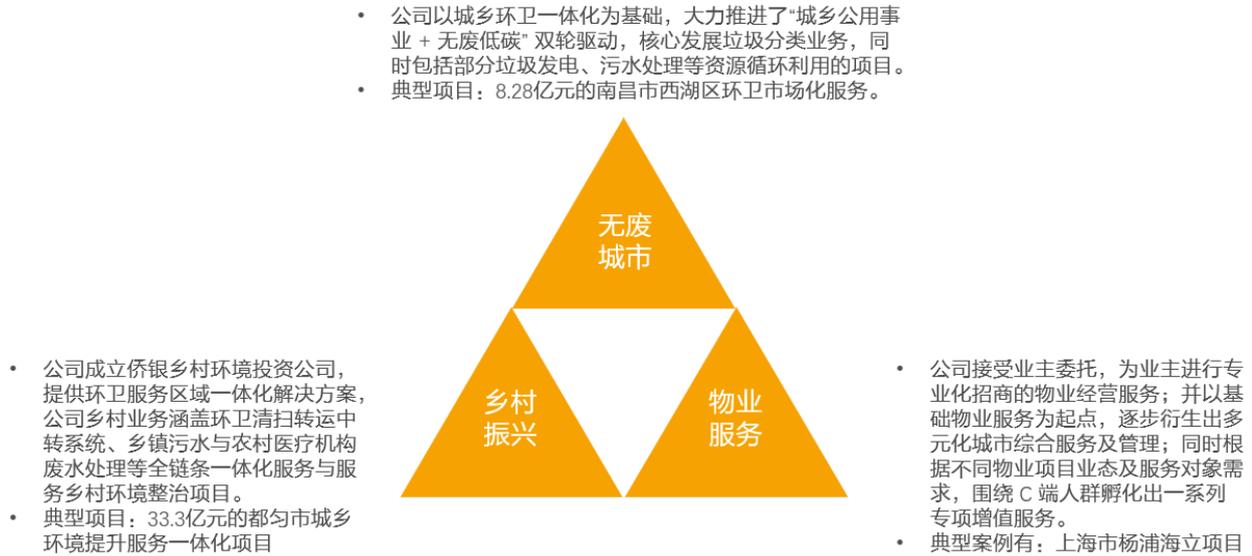
马岗项目综合平台

资料来源：公司 2022 年社会责任报告、天风证券研究所

“城市大管家”战略指引发展，非传统业务多向开花。“城市大管家”指引之下，近年来，公司加强多元业务拓展，多类业务发展突出。公司在无废城市、乡村振兴、物业服务业务方向取得了显著发展，获得南昌市西湖区环卫市场化服务项目，都匀市城乡环境提升服务一体化项目等多个订单。

未来，公司将深入智慧城市服务应用场景，在已构建的“@城市”管理云平台上，加大数字化技术的应用投入。继续以“一网统管”为思路，全面加速智慧系统的建设和应用，为公司合理配置企业资源、优化组合生产要素赋能，实现城市管理智能化，提升城市管理效率和质量，助力提高公司经济效益和竞争力。

图 20：公司无废城市、乡村振兴、物业服务的布局情况



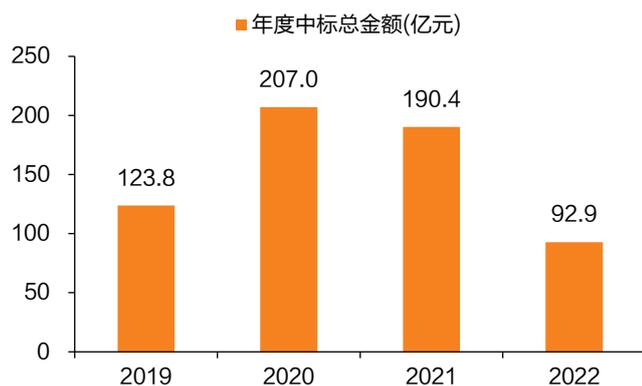
资料来源：公司 2022 年社会责任报告、天风证券研究所

3.2. 业务拓展：订单增长行业领跑，全域布局持续发展

订单拓展持续发力，中标金额领跑行业。2020-2022 年，公司环卫中标金额均位居行业第一，其中 2021 年实现合同总额和年化总额双第一。截至 2022 年报告期末，公司在手待执行订单总额超 530 亿元，存量订单充沛。截至 2023 年 6 月 12 日，公司 2023 年新增订单总额超 20 亿元，新增年化额约 4.2 亿元，拿单优势突出。

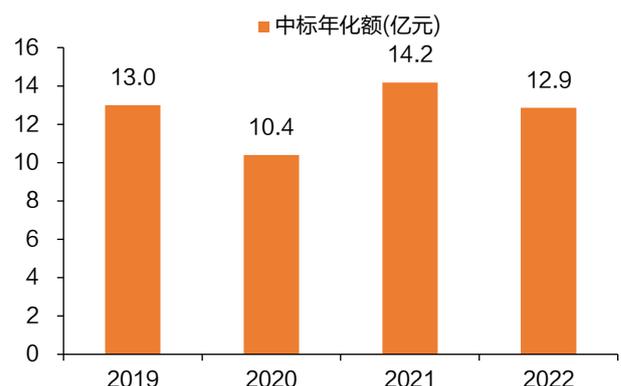
省外业务持续增加，业务范围辐射全国。公司以广东作为发展中心，持续向省外拓展业务，业务覆盖范围从 2019 年的 16 个省份、60 余个城市，已逐渐拓展至现在 26 个省、近 100 个城市。2019 年-2022 年非华南地区业务总收入从 9.95 亿元提升到 22.34 亿元，占比从 45.31%提升到 56.50%，省外业务发展迅速。

图 21：公司年度中标总金额



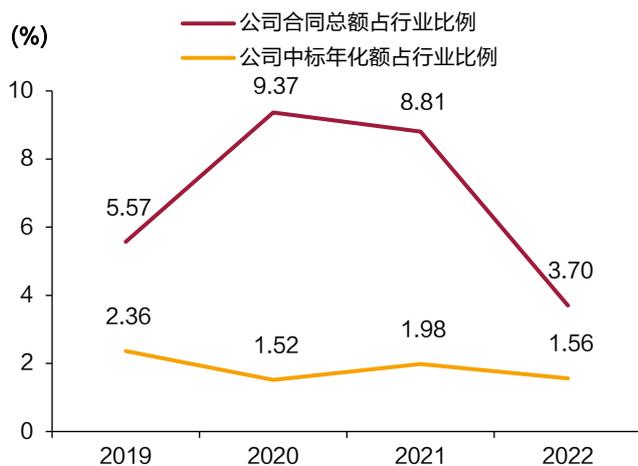
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 22：公司中标年化额



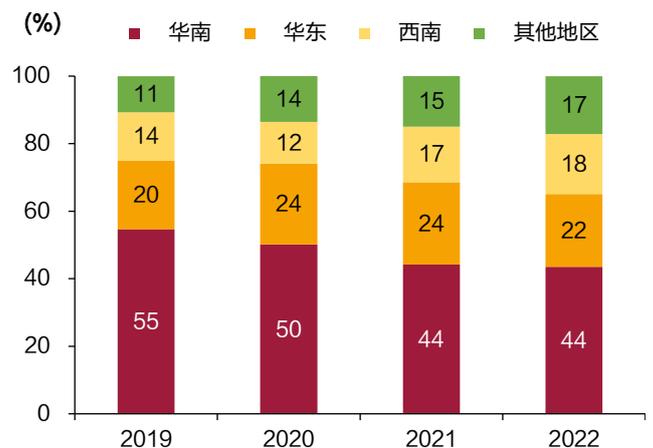
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 23：2022 年公司合同总额与中标年化额占行业的比重



资料来源：公司公告、Wind、韦伯咨询、天风证券研究所

图 24：公司各区域业务收入所占比重



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

我们认为，公司能够实现快速且高质量的业务拓展，主要得益于以下几个原因：

第一，公司“城市大管家”战略布局的领航作用。公司自提出“城市大管家”战略以来，不断横向拓宽业务面，落实精细化服务、科学化管理，优化环卫管理机制，推动实现“一家管，全覆盖”。在一体化、精细化的行业趋势下，公司战略力推为业主一站式地解决城市环境管理服务问题，更高效地提高城市管理作业效率和财政资金使用效率，降低公共服务成本，赢得了业主的青睐。2022 年，公司中标超 10 个亿级城市大管家项目，位居行业前列。

第二，公司的品牌和规模效应。公司在行业深耕发展多年，投资、建设、运营城市服务项目约 400 个，助力 58 个城市成功“创文”“创卫”，积累了丰富的经验，连续四年被 E20 环境平台评为中国环卫十大影响力企业。同时，公司不断加大人员和新型设备的投入，定时、定人、定车、定路线，抓实抓细环卫工作，持续深化自身优势。品牌优势、规模优势为公司未来发展奠定坚实基础，进一步助力公司拓展管理规模，形成公司发展的持续动力。

第三，公司的业务布局和人才管理优势。公司成立了全国运营管理中心，组建了荣耀军团，设置了重点项目办公室。公司以“城市经理”为抓手，重新定位市场人员的拓展角色及拓展职责，实现项目与市场一体化运营开拓局面。

表 7：2022 年-2023Q1 公司部分亿元以上中标项目

合同标的	中标总金额 (亿元)	服务内容
乌鲁木齐市米东区城乡物业服务项目	13.28	城乡道路综合清扫保洁、冰雪清运、洒水降尘、人行天桥保洁管护、地下通道保洁管护、河道淤泥（垃圾）清理、中心绿地广场管养维护、公厕保洁维护、应急保障、住宅小区物业服务等。
湖南省怀化市靖州县环卫保洁市场化项目	6.8	主次干道、背街小巷、公园、游园清扫保洁，水域保洁；城区和乡镇垃圾收集清运；全县新建、存量垃圾转运站及后续回购的垃圾转运站的运行维护；城区 9 座公厕管理、保洁、清掏、转运；环卫应急保障服务。
江西省南昌市新建区环卫市场化特许经营项目	8.63	街道及护栏的清扫保洁工作、市场化道路绿化隔离带保洁；全区垃圾分类收集运输至垃圾中转站或垃圾收集点，大气污染防治洒水降尘、创建全国文明城市、卫生城、上级领导检查视察及重大活动线路保障等应急保障；智慧监管平台建设等。
贵州省都匀经济开发区环境提升服务一体化项目	7.31	都匀经济开发区辖区内道路清扫保洁、公厕保洁及维护、非工程性绿化养护、非工程性市政设施维护和厨余垃圾、污泥、粪便收运及处置。
玉龙县园林绿化养护、市政基础设施管护、环卫一体化项目	4.32	城区的道路、公园广场及行政中心清扫保洁，河道水域保洁、生活垃圾收运及处置、公厕保洁及维护、街头公共洗手台保洁及维护、非工程性绿化养护、非工程性市政设施管护的运营服务，以及环卫突发应急处置事项。

备注：乌鲁木齐与怀化市的项目为预估中标总金额

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.3. 经营效率：持续提升机械化、电动化水平，建设智慧平台助力降本增效

我们认为，“机械化、电动化、智能化”将是环卫行业未来发展的必然趋势，公司持续夯实自身机械化、电动化、智能化软硬实力，具有持续的竞争优势。

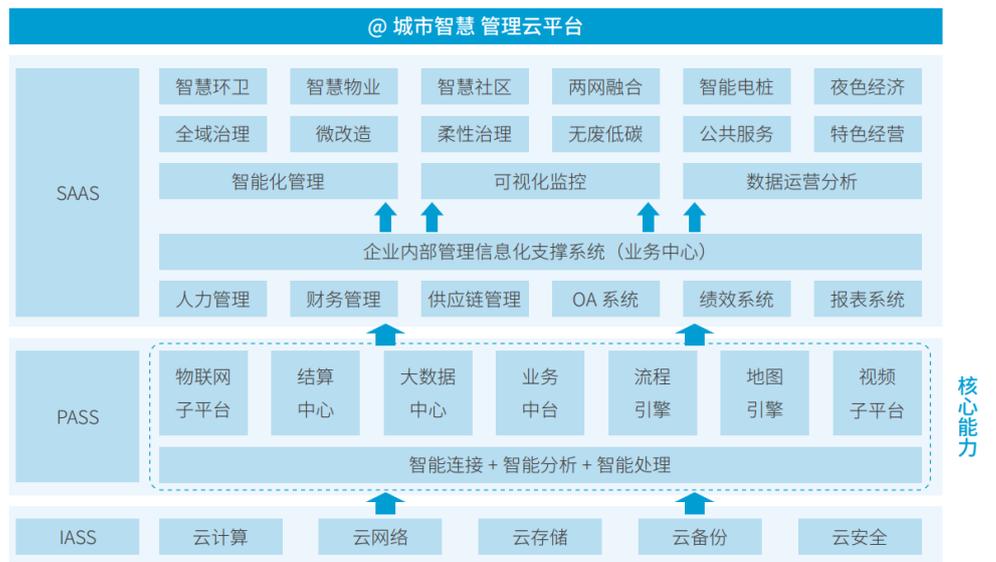
具体来看，在机械化方面，近三年公司车人比率不断提高，机械化程度提升超 3 倍，目前，公司的一级道路机械化率基本达到了 100%。在电动化方面，公司大力推动环卫作业装备新能源化，截至 2022 年末，公司总计采购电动车替代燃油机动车 13973 辆，采购新能源大型作业车 76 辆。

而在智能化方面，上市之初，公司即对“智慧环卫信息化系统平台升级项目”进行投资，通过搭建智慧环卫信息化系统平台，旨在实现企业智慧环卫信息化的全面升级改造。近期，公司计划发行定增，进一步升级“智慧城市管理数字化项目”，通过扩容现有数据中心、升级环卫精细化运营管理模块、深入优化业财一体化平台和搭建智慧城市管理系统，实现公司的城市管理智慧化系统的升级。

当前，公司以智慧环卫服务和智慧城市管理为核心，开发了“@城市”管理云平台，数字化驱动创新发展。具体来看，公司的“@城市”管理云平台包括智慧环卫平台与智慧城市管理两个子系统：1、智慧环卫平台主要服务于公司对于车辆和人员的管理。公司通过平台可以实现公司项目车辆全覆盖，进行车辆全生命周期管理；同时，智能环卫终端可以对项目一线作业人员的工作状态进行智慧管理，实现人员作业区监测、人员的精准考核等。2、智慧城市管理系统可以分为智慧垃圾分类平台、无人压缩中转站、智慧公厕业务。通过管理系统提供监控及基于数据分析的决策支撑，并可以通过远程管理，以降低作业强度、安全风险和运营成本，提高管理效率。

未来，公司将通过智慧环卫系统，以系统化推进管理运营精细化、高效化，赋能环境服务的各个环节，打破区域上的信息壁垒，实现公司整体的降本增效。

图 25：“@城市”管理云平台示意图



资料来源：公司 2022 社会责任报告、天风证券研究所

图 26：车辆全生命周期管理示意图



资料来源：公司 2022 年社会责任报告、天风证券研究所

4. 盈利预测与公司估值

4.1. 盈利预测

我们将公司业务拆分为环卫业务、生活垃圾处置业务及其他业务。其中：1、环卫业务贡献了公司最主要的业务收入增长，我们假设：①公司 2023 年年化服务金额与历史相比有小幅下降，2024 年后逐渐上涨；②公司环卫业务毛利率与 2022 年基本持平，约为 25%。2、生活垃圾处置业务，我们假设该业务每年收入增幅约为 5%，毛利率水平与 2022 年基本持平，为 30%左右。具体分部收入预测如下：

表 8：公司分部收入预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
环卫业务					
业务收入	32.33	38.03	43.28	48.52	54.83
YoY	18.7%	17.6%	14%	12%	13%
新增年化服务金额	14.2	12.9	9.45	11.81	12.99
业务成本	24.6	28.4	32.6	36.6	41.4
业务毛利	7.7	9.6	10.7	12.0	13.5
业务毛利率	24%	25%	25%	25%	25%
生活垃圾处置业务					
业务收入	0.84	1.13	1.19	1.25	1.31
YoY	61.5%	34.5%	5%	5%	5%
营业成本	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9
业务毛利	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
毛利率	39%	30%	30%	30%	31%
其他业务					
业务收入	0.2	0.4	0.40	0.41	0.43
YoY	-71.7%	160.0%	3%	3%	3%
营业成本	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
业务毛利	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	13%	23%	22%	22%	22%

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年可实现营业收入 44.87、50.18、56.56 亿元，同比分别增长 13.45%、11.84%、12.72%；可实现归母净利润 3.71、4.13、4.69 亿元，同比分别增长 18.06%、11.24%、13.41%。

4.2. 公司估值

我们基于可比公司的 PE 估值法对公司进行估值。截至 7 月 13 日，公司可比公司玉禾田、福龙马、盈峰环境 PE (FY2023) 平均为 15.04 倍。综合考虑公司在战略布局和资源禀赋上的领先优势，我们给予公司 15 倍 PE (FY2023) 估值，对应目标市值为 55.7 亿元，对应目标价 13.63 元。首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司 PE (FY1)

可比公司	代码	PE (TTM)	总市值 (百万元)	一致预期净利润 (百万元, FY1)	PE (FY1)
玉禾田	300815.SZ	12.16	6,146.29	535.0	11.49
福龙马	603686.SH	17.01	4,401.79	290.8	15.14
盈峰环境	000967.SZ	37.98	16,469.84	890.1	18.50
平均值					15.04

注：数据截至 2023 年 7 月 13 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、定增发行失败的风险：公司当前计划发行定增，存在不能足额募集资金的风险；
- 2、新增订单量不及预期，制约公司后续增长的风险：公司业绩增长与订单增长高度相关，如后续订单增长不及预期，将制约公司业绩的长期增长；
- 3、应收账款回款不佳，需计提坏账的风险：公司当前应收账款增长较快，存在后续回款不佳需要计提坏账的风险；
- 4、行业税费优惠政策调整，公司税费负担加重的风险：公司部分子公司享受“增值税减免”“所得税三免三减半”等税收优惠政策，存在税收优惠政策调整的风险；
- 5、行业竞争加剧，增量项目利润率下行的风险：当前环卫行业集中度相对较低，新企业的不断加入可能加剧行业竞争，公司可能面临增量项目利润率下行及市占率下降的风险；
- 6、人力成本上升的风险：公司主营业务成本中人工成本占比较高，存在一定的劳动力成本上涨压力；
- 7、项目合同期满后不能延续的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	509.67	643.08	729.59	815.95	919.78
应收票据及应收账款	915.07	1,455.99	1,886.31	2,276.57	2,700.47
预付账款	28.31	34.87	43.05	53.09	65.51
存货	33.15	32.02	33.12	34.30	35.60
其他	538.69	660.06	1,630.94	1,954.22	2,362.01
流动资产合计	2,024.89	2,826.01	4,323.01	5,134.14	6,083.37
长期股权投资	80.78	114.46	146.14	178.14	210.45
固定资产	621.55	638.27	762.59	763.13	697.19
在建工程	349.78	520.77	303.12	192.16	134.65
无形资产	1,682.84	1,487.34	1,657.55	1,827.15	1,996.13
其他	417.45	585.47	632.56	667.48	711.20
非流动资产合计	3,152.41	3,346.31	3,501.95	3,628.06	3,749.62
资产总计	5,724.54	6,881.09	7,824.96	8,762.20	9,832.98
短期借款	1,396.67	1,702.34	1,895.48	2,044.50	2,200.42
应付票据及应付账款	627.57	773.87	963.28	1,193.45	1,482.09
其他	355.35	589.53	751.77	891.24	1,052.32
流动负债合计	2,379.59	3,065.74	3,610.53	4,129.20	4,734.84
长期借款	817.28	992.80	1,002.31	981.26	944.15
应付债券	411.94	438.32	460.23	483.25	507.41
其他	181.15	235.11	282.14	324.46	373.13
非流动负债合计	1,410.37	1,666.23	1,744.68	1,788.96	1,824.69
负债合计	3,794.12	4,737.77	5,355.21	5,918.16	6,559.53
少数股东权益	263.30	229.20	225.07	228.29	232.33
股本	408.66	408.66	408.66	408.66	408.66
资本公积	261.32	261.14	261.14	261.14	261.14
留存收益	968.90	1,216.08	1,546.64	1,917.72	2,343.08
其他	28.24	28.23	28.23	28.23	28.23
股东权益合计	1,930.42	2,143.32	2,469.75	2,844.05	3,273.45
负债和股东权益总计	5,724.54	6,881.09	7,824.96	8,762.20	9,832.98

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	253.20	305.07	371.43	413.18	468.57
折旧摊销	233.04	226.68	247.79	273.16	295.32
财务费用	97.06	144.64	152.11	144.37	149.78
投资损失	(5.46)	(14.68)	(38.01)	(17.62)	(14.09)
营运资金变动	(408.54)	(575.39)	(404.19)	(395.68)	(437.51)
其它	(50.20)	96.06	(4.64)	3.59	4.45
经营活动现金流	119.10	182.38	324.49	420.99	466.53
资本支出	914.08	193.61	277.64	290.03	292.18
长期投资	36.71	33.68	31.68	32.00	32.32
其他	(1,618.79)	(697.92)	(594.83)	(635.61)	(650.10)
投资活动现金流	(667.99)	(470.63)	(285.51)	(313.58)	(325.61)
债权融资	562.07	405.28	87.89	21.42	6.52
股权融资	(46.27)	(41.05)	(40.36)	(42.47)	(43.62)
其他	(113.53)	52.65	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	402.26	416.88	47.54	(21.05)	(37.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(146.63)	128.63	86.52	86.36	103.82

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,331.73	3,954.79	4,486.86	5,017.96	5,656.45
营业成本	2,525.65	2,950.14	3,369.88	3,774.71	4,261.80
营业税金及附加	7.61	15.24	17.81	20.51	23.82
销售费用	59.18	41.17	71.73	81.42	92.70
管理费用	336.86	376.13	413.93	460.61	516.63
研发费用	11.52	28.42	25.79	29.42	33.83
财务费用	106.76	154.96	152.11	144.37	149.78
资产/信用减值损失	(48.08)	(98.62)	(51.83)	(44.70)	(47.32)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.46	14.68	38.01	17.62	14.09
其他	25.92	106.33	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	300.86	366.33	421.79	479.82	544.66
营业外收入	27.43	3.85	14.86	15.38	11.36
营业外支出	27.70	20.29	15.79	17.01	13.27
利润总额	300.59	349.89	420.86	478.20	542.75
所得税	47.39	44.82	54.07	61.43	69.73
净利润	253.20	305.07	366.79	416.76	473.03
少数股东损益	(1.95)	(9.53)	(4.64)	3.59	4.45
归属于母公司净利润	255.15	314.60	371.43	413.18	468.57
每股收益(元)	0.62	0.77	0.91	1.01	1.15

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	17.77%	18.70%	13.45%	11.84%	12.72%
营业利润	-32.15%	21.76%	15.14%	13.76%	13.51%
归属于母公司净利润	-32.08%	23.30%	18.06%	11.24%	13.41%
获利能力					
毛利率	24.19%	25.40%	24.89%	24.78%	24.66%
净利率	7.66%	7.95%	8.28%	8.23%	8.28%
ROE	15.31%	16.44%	16.55%	15.80%	15.41%
ROIC	13.06%	12.35%	12.04%	11.94%	12.24%
偿债能力					
资产负债率	66.28%	68.85%	68.44%	67.54%	66.71%
净负债率	112.23%	121.00%	111.22%	99.37%	87.94%
流动比率	1.08	1.15	1.20	1.24	1.28
速动比率	1.07	1.14	1.19	1.24	1.28
营运能力					
应收账款周转率	4.71	3.34	2.68	2.41	2.27
存货周转率	183.74	121.36	137.77	148.86	161.84
总资产周转率	0.65	0.63	0.61	0.61	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.77	0.91	1.01	1.15
每股经营现金流	0.29	0.45	0.79	1.03	1.14
每股净资产	4.08	4.68	5.49	6.40	7.44
估值比率					
市盈率	20.28	16.45	13.93	12.52	11.04
市净率	3.10	2.70	2.30	1.98	1.70
EV/EBITDA	12.65	8.09	8.45	7.86	7.13
EV/EBIT	19.43	11.02	11.74	11.01	9.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com