

上市合理定价：27.6-36.8

龙马环卫(603686.SH)

—环卫装备领先者

投资要点

1. 我国环卫装备行业进入高速发展期，市场容量不断扩张

我国环卫设备行业进入高速发展期，国家对城市及县城市容环境卫生的投资额快已经由 2001 年的 57.5 亿元，增加到 2012 年的 571.1 亿元，复合增长率高达 23%。城镇化率提升、交通基础设施建设增加、环卫机械化率提高、人口规模增加、国民环卫意识增强，是环卫设备行业持续增长的驱动力，预计 2015 年我国环卫装备行业市场容量将达到 712 亿元。

2. 公司有国内领先的行业地位，市场竞争地位突出

公司拥有国内领先的行业地位，2011-2013 年公司在中高端环卫清洁及垃圾收转装备领域的产量连续三年名列前三位，市场竞争地位突出。公司是高新技术企业、福建省优秀创新型企业。公司建立了博士后科研工作站、省级企业技术中心和省级企业工程技术研究中心，是科技型中小企业技术创新基金实施十周年优秀企业。公司清洗扫路车为国家火炬计划项目产品。

3. 募集资金将主要用于环卫装备的扩建和研发中心的建设

本次计划募集资金 4.5 亿元，主要用于环卫专用车辆和环卫装备扩建、研发中心项目的建设及补充营运资金，着重对现有主导产品进行结构升级和产能扩张，并通过新产品的引入，进一步丰富公司产品线，以增强公司的综合竞争能力。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.92 元、1.13 元、1.33 元，市盈率在 30-40 倍较为合理，对应的合理价格区间 27.6 元-36.8 元。

风险提示

- 募投项目风险：项目不能按期完成，新增固定资产折旧都可能会对公司未来经营业绩产生一定影响
- 财务风险：产品结构调整，市场竞争更加激烈，未来毛利率存在下降风险

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	879.61	1036.11	1279.58	1600.43
同比增速(%)	22.71%	17.79%	23.50%	25.07%
营业利润(百万)	108	135	167	199
同比增速(%)	31.7%	25.6%	23.7%	19.1%
净利润(百万)	96.01	122.64	150.17	176.87
同比增速(%)	20.8%	27.7%	22.4%	17.8%
每股收益(元)	0.96	0.92	1.13	1.33
ROE	23.2%	18.5%	14.9%	15.5%

资料来源：招股说明书，港澳资讯

证券分析师： 李佳
 执业编号： S0360514110001
 Tel: lijia@hcq.com
 Email: 何思源
 研究助理： hesiyuan@hcq.com
 Tel: 鲁佩
 Email: lupei@hcq.com

发行数据

发行前总股本(万)	10,000
本次发行股数(万)	3,335
发行后总股本(万)	13,335
发行价(元/股)	14.86
发行 PE(摊薄后)	21.23
发行日期	2015.01.15
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
张桂丰	22.5066%
陈敬洁	7.4456%

行业指数

资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、公司概况.....	4
(一) 公司基本情况.....	4
(二) 公司股本结构.....	5
(三) 公司主要业务构成情况.....	6
二、行业背景.....	7
(一) 行业发展现状和前景.....	7
1.我国环卫装备行业刚刚经历初创期.....	7
2.我国环卫装备正步入成长期.....	8
3.下游需求扩张，市场动力充足.....	9
(二) 行业的竞争情况.....	9
1.国内行业成规模公司较少，进口产品价格高.....	9
2.公司产量连续三年名列前三，市场竞争地位突出.....	10
三、公司竞争优势分析.....	10
(一) 技术优势：拥有雄厚的技术与研发实力，处于行业领先地位.....	10
1.突出的核心技术与持续自主创新能力.....	10
2.丰硕的技术成果及知识产权.....	10
(二) 产品优势：拥有众多具有自主知识产权的先进产品，多产品获技术进步奖.....	11
1.优异的产品性能.....	11
2.可靠的产品质量.....	11
3.较为完整的产品体系.....	11
四、募集资金项目分析.....	11
五、盈利预测与估值分析.....	12
(一) 盈利预测假设.....	12
(二) 估值合理价格区间：27.6 元-36.8 元.....	13
六、风险提示.....	14
(一) 市场竞争的风险.....	14
(二) 原材料采购的风险.....	14
(三) 募集资金投资项目的实施风险.....	14
(四) 毛利率变化的风险.....	14
(五) 应收账款金额较大的风险.....	14

图表目录

图表 1	公司主要产品.....	4
图表 2	发行前股权结构.....	5
图表 3	发行前后股本结构对比.....	5
图表 4	历年主营业务收入构成.....	6
图表 5	2014 年 1-6 月收入构成.....	6
图表 6	历年主营业务毛利构成.....	6
图表 7	2014 年 1-6 月主营业务毛利构成.....	6
图表 8	历年收入按地区分别.....	7
图表 9	2014 年 1-6 月收入按地区分别.....	7
图表 10	典型的环卫装备行业发展路径三阶段.....	7
图表 11	2001-2012 年我国城市及县城市容环境卫生投资额（亿元）.....	8
图表 12	2014-2015 年我国环卫装备年需求金额（亿元）.....	9
图表 13	募投项目投资概况.....	12
图表 14	公司毛利率及与同行业上市公司比较分析.....	12
图表 15	历年移动式收转站和其他主营业务占主营业务总比重.....	12
图表 16	公司收入估算（不含移动式收转站和其他主营业务）.....	13
图表 17	公司总收入成本估算（含移动式收转站和其他主营业务）.....	13
图表 18	同行业上市公司估值比较.....	13

一、公司概况

（一）公司基本情况

福建龙马环卫装备股份有限公司成立于 2007 年 12 月 21 日，由张桂丰、陈敬洁、荣闽龙等十七位发起人发起设立。多年来，公司坚持专业化经营战略，专注于国家环境卫生事业，在环卫装备领域不断探索与创新，开发出了性能优越、质量可靠的产品，并建立了辐射全国的市场网络，成为了中国专业化环卫装备主要供应商之一。

公司坚持科技创新、技术领先，拥有博士后科研工作站、省级企业技术中心和省级企业工程技术研究中心，是科技型中小企业技术创新基金实施十周年优秀企业，福建省优秀创新型企业。

公司主营业务是环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备等环卫装备的研发、生产与销售，并计划依托在环卫装备领域已经建立的竞争优势，稳步有序地推进环卫保洁服务等新兴业务的发展，延伸产业链条，丰富业务类型，使之成为公司现有业务的有益补充。

公司现已形成较为全面的产品系列，可广泛满足城乡环卫清洁、垃圾收转等环卫作业需求，主要产品包括环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备 3 大类共 21 个系列。

图表 1 公司主要产品

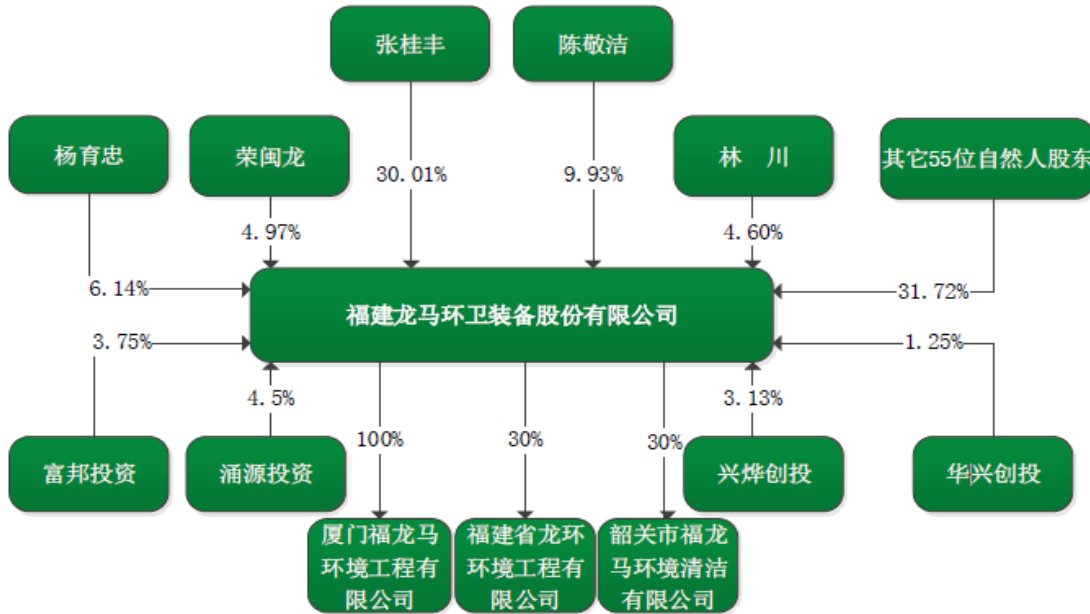
产品类别	产品系列	主要作业功能	所处阶段	
环卫清洁装备	路面清洁装备	清洗扫路车	扫路、路面清洗、洒水	量产
		扫路车	扫路	量产
		高压清洗车	路面清洗、洒水	量产
		洒水车	洒水	量产
		沥青路面养护车	沥青路面清洗，修复、养护透水功能	试生产
	市政、园林及城市附属设施养护装备	小型路面保洁设备	小型街道扫路	试生产
		人行道养护车	站台、道路附属设施清洗，人行道、步行街路面清洗	量产
		绿化洒水车	园林喷药、绿化浇灌、施肥	小批量
		护栏清洗车	护栏清洗	量产
		下水道疏通清洗车	下水道吸污、疏通、养护等	小批量
垃圾收转装备	垃圾前端收转装备	压缩式垃圾车	垃圾收运、压缩	量产
		非压缩式垃圾车	垃圾收运	量产
		餐厨垃圾车	餐厨垃圾收运	量产
		吸污车	吸污	小批量
	垃圾中转站装备	固定式中转站	垃圾中转、压缩	量产
		移动式中转站	垃圾收运、中转、压缩（部分型号）	量产
新能源环卫装备	新能源清洗扫路车	由液化天然气驱动进行扫路、路面清洗、洒水	研发完成	
	新能源扫路车	全电动或液化天然气驱动进行扫路	研发完成	
	新能源高压清洗车	由液化天然气驱动进行路面清洗、洒水	研发完成	
	新能源压缩式垃圾车	由液化天然气驱动进行垃圾收运、压缩	研发完成	
	新能源自卸车	全电动垃圾收转	研发完成	

资料来源：招股说明书，华创证券整理

(二) 公司股本结构

发行前，控股股东、实际控制人张桂丰，持有本公司 3001.25 万股股份，占本公司发行前股本的 30%。其他持有本公司 5%以上股份的自然人股东为陈敬洁和杨育忠，其中陈敬洁持有本公司 992.875 万股股份，占本公司发行前股本的 9.93%，杨育忠持有本公司 614.25 万股股份，占本公司发行前股本的 6.14%。法人股东有涌源投资、富邦投资、兴烨创投及华兴创投 4 家。控股股东、实际控制人张桂丰，除控股本公司外，未控股、参股任何其他企业或经营实体；持有本公司 5%以上股权的股东陈敬洁、杨育忠除持有龙马环卫股权，并担任董事及高级管理人员之外，未投资其他企业或在其他企业兼职。公司现有一家控股子公司，即厦门福龙马，以及两家参股公司，即龙环环境和韶关福龙马。

图表 2 发行前股权结构



资料来源：招股说明书，华创证券整理

图表 3 发行前后股本结构对比

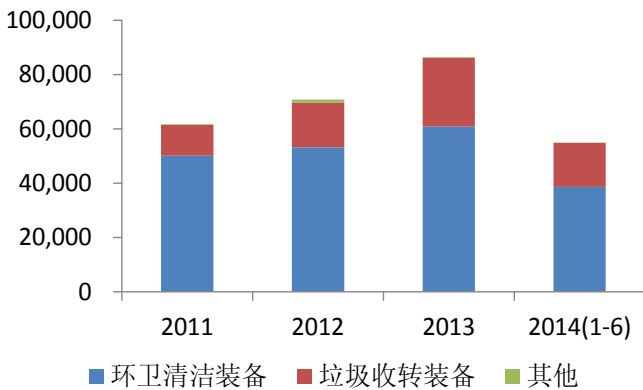
项目	股东名称	(万股)股数发行前股本结构	持股比例 (%)	(万股)股数发行后股本结构	持股比例 (%)	限售期 (月)
有限售条件股份	张桂丰	3,001.25	30.0125	3,001.25	22.5066	36
	陈敬洁	992.875	9.9288	992.875	7.4456	36
	杨育忠	614.25	6.1425	614.25	4.6063	36
	荣闽龙	497.25	4.9725	497.25	3.7289	36
	林川	459.875	4.5988	459.875	3.4486	36
	涌源投资	450.00	4.5	450.00	3.3746	12
	林侦	378.625	3.7863	378.625	2.8393	36
	富邦投资	375.00	3.75	375.00	2.8121	12
	魏文荣	325.00	3.25	325.00	2.4372	36
	兴烨创投	312.50	3.125	312.50	2.3435	18
	其他 64 位自然人	2593.38	25.93	2593.38	19.45	
本次发行 (社会公众股)	-	-	3,335	25.0094	-	
合计	10,000	100.00	13,335	100.0000	-	

资料来源：招股说明书，华创证券整理

（三）公司主要业务构成情况

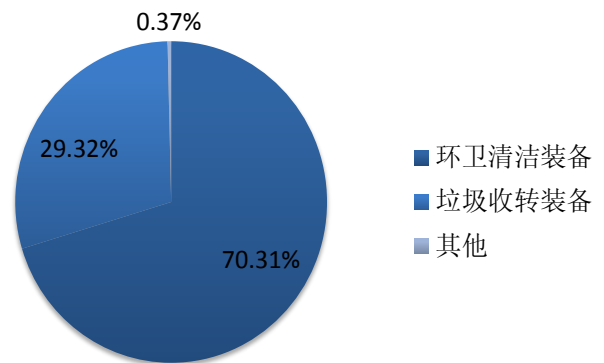
公司主营业务是环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备等环卫装备的研发、生产与销售，其中环卫清洁装备占比最大，垃圾收转装备增速较快。

图表 4 历年主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，华创证券整理

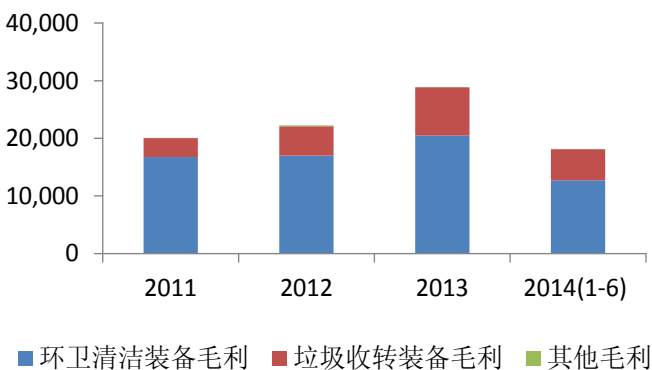
图表 5 2014年1-6月收入构成



资料来源：招股说明书，华创证券整理

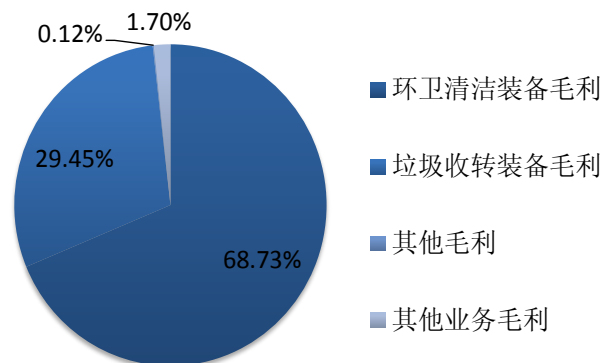
公司毛利绝大部分由主营业务销售带来，主营业务毛利合计占到全部营业毛利的 98% 以上。主营业务毛利主要来源于环卫清洁装备和垃圾收转装备。公司在巩固原有环卫清洁装备市场优势的同时，积极开拓垃圾收转装备的市场，垃圾收转装备毛利总额呈逐年上升趋势。公司综合毛利率一直维持在 30% 以上，毛利率水平较高。

图表 6 历年主营业务毛利构成



资料来源：招股说明书，华创证券整理

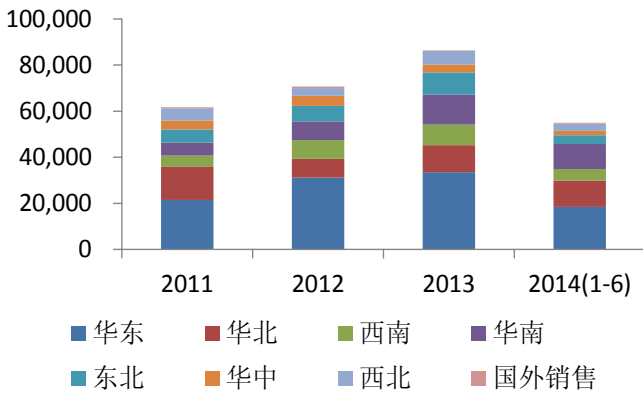
图表 7 2014年1-6月主营业务毛利构成



资料来源：招股说明书，华创证券整理

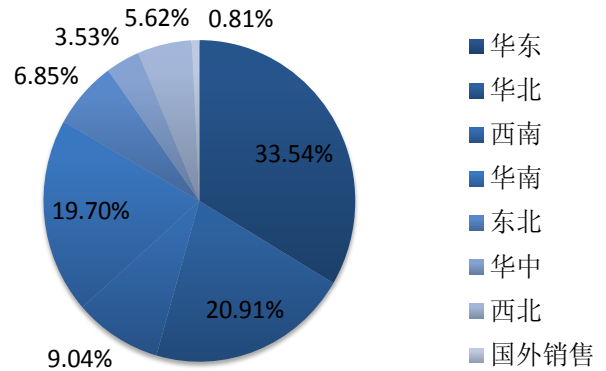
公司主要产品在国内销售区域已经覆盖华东、华北、西南、华南、东北、华中、西北，其中以经济相对发达的华东地区为主，此外公司在国外也有少量销售。

图表 8 历年收入按地区分别



资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

图表 9 2014 年 1-6 月收入按地区分别



资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

二、行业背景

(一) 行业发展现状和前景

1. 我国环卫装备行业刚刚经历初创期

我国环卫装备行业的产业周期才刚刚经历从初创期进入成长期, 其未来发展空间将十分广阔。

环卫装备行业在国外发展较早, 技术相对成熟, 西欧、美国、日本等工业发达国家已基本实现了路面清扫机械化、垃圾收集密闭化、后期处理自动化。并且随着人们对环境问题关注度的日益提高, 已从以往的功能导向型逐步向功能、环保双导向型发展。

我国环卫装备行业发展较发达国家起步相对较晚, 发展水平仍远低于发达国家。根据对国外发达国家环卫装备行业的分析, 典型的环卫装备行业发展路径将经历初级、基本和高级三个阶段。根据 2012 年《中国城乡建设统计年鉴》统计, 2012 年, 我国除上海、北京等极少数一线城市和沿海发达地区的机械化清扫率已达到 65% 左右外, 我国城市平均机械化清扫率为 42.79%, 县城平均机械化清扫率仅为 27.64%。因此, 在未来相当长的时间内, 我国绝大部分地区的环卫装备发展仍将脱离初级阶段、达到基本环卫装备阶段为目标, 距离实现全面环卫装备阶段还有相当大的差距。

图表 10 典型的环卫装备行业发展路径三阶段

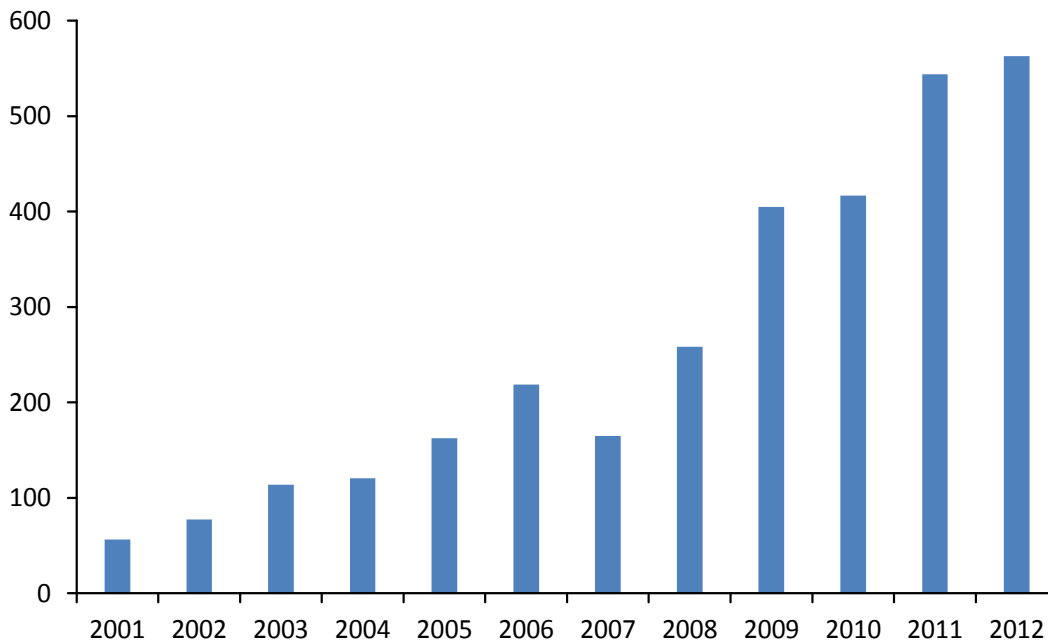
	特征	核心	机械化水平/环境卫生作业总量
初级阶段	发展单台环卫装备	改善作业条件、提高劳动效率	30%
基本阶段	发展单一功能的环卫装备	提高效率、改善环境	60%
高级阶段	系统技术集成的收集、中转、运输的环卫装备	道路全面实现机械化清扫, 生活垃圾处置作业配备与环卫收集、中转、运输系统相配套的环卫装备	80%

资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

2.我国环卫装备正步入成长期

随着国民经济的不断发展，国家对环卫事业投入逐步增加。二十世纪九十年代至今，随着改革开放的不断深入，国家对城市及县城市容环境卫生的投资额快已经由 2001 年的 57.5 亿元，增加到 2012 年的 571.1 亿元，复合增长率高达 23%。

图表 11 2001-2012 年我国城市及县城市容环境卫生投资额（亿元）



资料来源：招股说明书，华创证券整理

此外，我国城镇化进程加快、交通基础设施建设、环卫机械化率提高、人口规模增加、国民环卫意识增强等多方面因素都在促进我国环卫装备行业的高速发展和市场容量的不断扩张。

第一城镇化进程：2010 年中国城镇化率为 49.68%，2013 年提高至 53.73%，预计 2050 年将达到 75%。由于城镇人口人均产生的固体废弃物远大于农村人口，因此随着城市化进程的推进，待清洁、处理的垃圾等固体废弃物总量将不断上升。另外，城镇对环境卫生和人居条件的要求也远高于农村，因此环卫清洁和垃圾收运、处理将日益成为人们关注的焦点，并大幅带动环卫装备的市场需求。

第二交通基础设施建设：为保持城镇路面和高等级公路的清洁卫生，必须配备一定数量的环卫装备。据统计，我国城市道路清扫面积 2012 年比 2004 年翻了一番，高速公路和一级公路 2004-2011 年的复合增长率分别为 14% 和 11%，增幅较大，这直接导致我国环卫装备的需求增加。

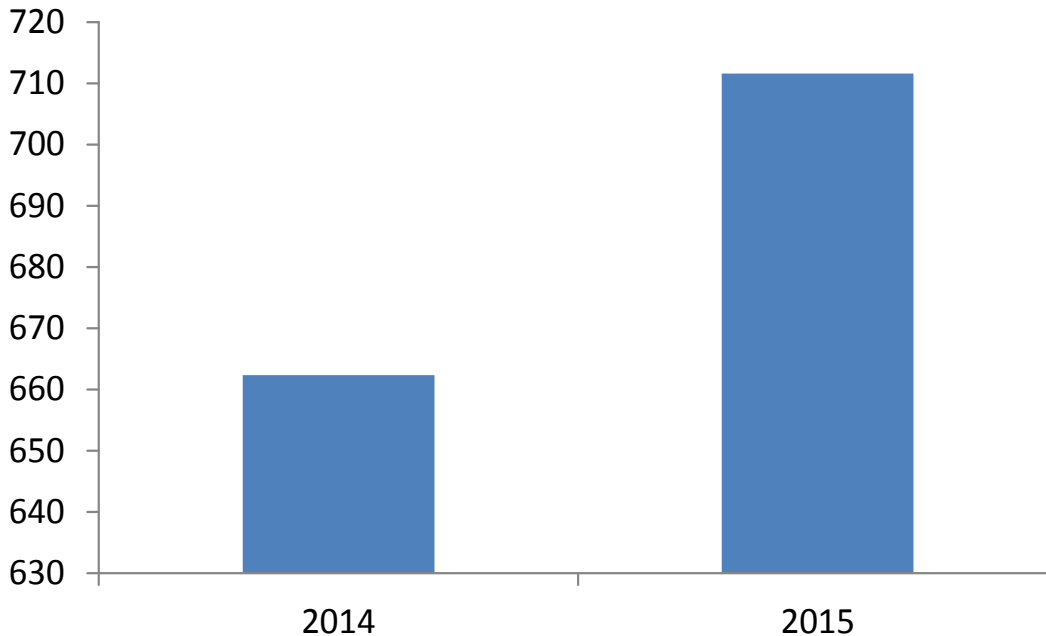
第三环卫机械化率：环卫作业分为机械化作业和人工作业两种，前者具有快速、高效、安全、环保等突出优势，因此机械化作业替代人工作业是环境卫生行业发展的必然趋势，这将进一步增加环卫装备的市场需求。2007 年我国城市道路的机械化清扫率为 26.5%，县城仅为 8.3%，2012 年已分别达到 42.79% 和 27.64%，在上海、北京等极少数一线城市和沿海发达地区已经达到 65% 左右。

第四人口规模：根据第六次人口普查统计，我国的人口总数还在不断的上升期，目前已经超过 13 亿人，预计未来有望突破 15 亿大关。由于需要清洁、收运、处理的垃圾总量与人口数

量呈正相关关系，因此庞大的人口基数为环卫装备的市场需求提供了坚实保障。

高额的投资使环卫装备行业进入了崭新的发展时期，预计 2015 年我国环卫装备行业市场容量将达到 712 亿元。

图表 22 2014-2015 年我国环卫装备年需求金额（亿元）



资料来源：招股说明书，华创证券整理

3. 下游需求扩张，市场动力充足

本行业的下游行业主要为城市环境卫生管理业以及城市道路及公路养护业，下游行业的发展对本行业有着较大的牵引和推动作用。改革开放后，我国国民经济一直保持着快速、健康的发展势头，近年来 GDP 年增长率基本保持在 8%-10% 左右，国家对基础设施建设的投资力度不断加大，城市道路和高速公路建设发展迅猛。另外，城市化进程提速以及人民生活水平的提高，一方面使垃圾产量增加，导致垃圾清运需求同时增加，另一方面也使人们对周围环境卫生水平的要求日益提高。上述多重因素造成了下游行业市场需求的大幅扩张，进而促进了近年来社会对本行业的投资，并为本行业未来持续增长提供了充足的市场动力。

（二）行业的竞争情况

1. 国内行业成规模公司较少，进口产品价格高

环卫清洁及垃圾收转装备领域竞争格局随着国家对环卫事业投资的不断增加，2012 年城市及县城市容环境卫生投资额已经达到的 571.1 亿元，我国环卫清洁及垃圾收转装备领域得到了长足发展，行业整体技术水平逐步提高、产品种类日渐丰富、产品质量明显改善，市场集中程度也不断加强。由于环卫清洁及垃圾收转装备具有较高的技术、品牌、营销网络、售后服务、资质及资金的要求，虽然市场参与者较多，但普遍规模较小，2013 年底年产量超过 3000 台/套的只有 6 家（不含垃圾中转站装备）。并且随着市场竞争的深入，技术能力差、新产品开发能力低、产品同质化严重的生产企业正面临市场淘汰。另外，由于国外进口的环卫清洁及垃圾收转装备的价格为国内同类产品的 4-7 倍，因此进口产品数量很少，国外厂商与

国内厂商的市场定位不同，难以形成直接竞争。

2. 公司产量连续三年名列前三，市场竞争地位突出

我国环卫清洁及垃圾收转装备市场的主要参与者包括中联重科、龙马环卫、湖北程力、东风十堰、湖北合力、航天晨光等。行业领先者之间主要通过提高技术水平、丰富产品种类、完善客户服务等手段进行竞争。龙马环卫公司拥有国内领先的行业地位，是高新技术企业、福建省优秀创新型企业，北京奥运会、残奥会环卫车服务保障活动优秀单位、中国城市环境卫生协会常务理事及先进会员单位，北京市环境卫生协会、上海市市容环境卫生行业协会、天津市市容环境卫生协会等行业协会的理事或会员单位。公司建立了博士后科研工作站、省级企业技术中心和省级企业工程技术研究中心，是科技型中小企业技术创新基金实施十周年优秀企业。公司清洗扫路车为国家火炬计划项目产品。根据中国汽车技术研究中心数据统计，2011-2013 年龙马环卫在中高端环卫清洁及垃圾收转装备领域（即扣除技术含量较低、结构较简单的洒水车、没有压缩功能的垃圾转运车及桶装垃圾运输车，且不含垃圾中转站装备。下同）的产量连续三年均名列前三位，公司市场竞争地位较为突出，具有较强的竞争优势。

三、公司竞争优势分析

公司多年来坚持专业化经营战略，专注于环卫清洁及垃圾收转装备领域的探索与创新，基于对行业的深刻理解、丰富的生产经验和持续的技术创新，培育了众多突出的核心竞争优势，包括性能优越、质量可靠的产品，拥有行业领先的技术水平，建立了辐射全国的市场网络，具备较高的行业地位和较好的持续成长能力。

（一）技术优势：拥有雄厚的技术与研发实力，处于行业领先地位

公司在环卫装备行业深耕细作，在环卫清洁及垃圾收转装备的研发和技术创新方面取得了显著成效，拥有雄厚的技术与研发实力，处于行业领先地位。

1. 突出的核心技术与持续自主创新能力

公司基于对环卫客户需求的透彻理解，坚持从基础理论环节开始，对环卫装备技术进行了深入研究，持续研发了众多关键核心技术，成功解决了环卫作业中的各种现实而复杂的难题。公司以“高效环保、节能减排”作为研发和创新的思路，在“生产一代、研发一代、探索一代”的理念指导下，通过长期的投入和反复的实践，已经具备较强的持续创新能力，可以较好地把握行业技术发展趋势并引领行业技术潮流。为满足产品研发和技术创新的需要，公司还与重庆大学等国内著名高校及科研院所建立了长期合作关系，并持续加大对研发的投入，2011 年-2014 年上半年研发费用占营业收入的比例保持在 3.45%-4.31% 之间。

2. 丰硕的技术成果及知识产权

公司是高新技术企业、福建省优秀创新型企业，经过相关部门鉴定，有 11 项科学技术成果处于国内领先水平，1 项处于国内先进水平。同时，公司拥有省级企业技术中心和省级企业工程技术研究中心，是全国城镇环境卫生标准化技术委员会成员单位，已参与制定 1 项行业标准、1 项地方标准，并发表多篇专业论文。截至 2014 年 12 月 31 日，公司共有 74 项专利，其中发明专利 6 项，实用新型 67 项，外观设计 1 项。

（二）产品优势：拥有众多具有自主知识产权的先进产品，多产品获技术进步奖

公司拥有众多具有自主知识产权的先进产品，在专用性能、质量可靠性、环境保护能力、使用领域广泛性等方面有明显优势。公司清洗扫路车为国家火炬计划项目产品，并先后获得省优秀新产品二等奖、省科学技术三等奖等荣誉；扫路车获得市科学技术进步一等奖。另外，公司固定式中转运站获得省优秀新产品三等奖；压缩式垃圾车产品获得市科学技术进步三等奖；公司已有 91 个型号的产品被列入福建省自主创新产品目录。

1. 优异的产品性能

产品性能是公司研发理念、技术水平和制造能力的外在体现。公司是中国最早开发并成功量产清洗扫路车的企业之一，属于环卫清洁及垃圾收转装备中的高端产品，采用了公司多年精心研究并优化的流体力学参数模型，其扫净率、作业扬尘浓度、垃圾和污水的抽吸能力、节能环保能力等关键性能和指标均处于国内领先地位。2009 年国庆 60 周年阅兵之前，公司清洗扫路车作为指定保障车型在长安街上集中进行路面清洁保障作业，并荣获北京奥运会、残奥会环卫车服务保障活动优秀单位的称号。

2. 可靠的产品质量

公司为福建省质量协会团体会员，建立了全面有效的 ISO9001:2008 质量管理体系和 ISO14001:2004 环境管理体系，通过研发设计、工艺控制、质量检验等多个环节确保产品质量，并通过售后服务得到客户关于产品质量的反馈信息，经过多年持续不懈的改进，各系列产品质量稳定可靠，得到了客户的普遍认同。2009 年，公司荣获质量管理先进企业的称号。

3. 较为完整的产品体系

公司已建立较为完整的产品体系，涉及环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备 3 大类共 21 个系列产品，包括清洗扫路车、扫路车、高压清洗车、人行道养护车、绿化喷洒车、护栏清洗车、压缩式垃圾车、餐厨垃圾车、垃圾中转站装备、新能源扫路车等，多达 177 个公告品种。公司产品型号较为齐全，能较好地满足不同客户群体的个性化需求。

四、募集资金项目分析

公司拟发行股份 3335 万股，发行后总股本 13335 万股，公司发行价格为 14.86 元/股。公司募投项目总投资额为 4.7 亿元，计划募集 4.5 亿元，主要用于环卫专用车辆和环卫装备扩建项目、研发中心项目的建设及补充营运资金。本次募集资金运用将围绕主业进行，着重对现有主导产品进行结构升级和产能扩张，并通过新产品的引入，进一步丰富公司在环卫专用车辆与环卫装备领域的产品线，另外辅以补充流动资金，以增强公司的综合竞争能力。

项目计划，扩建环卫专用车辆和环卫装备的建设期为 24 个月，投产期为 3 年，投产当年达产 30%，投产第二年达产 70%，投产第三年才全部达产，全部达产后实现新增年产 2800 台/套环卫设备。项目达产年可为公司创造 9.3 亿元的净利润，净利润率为 10.22% 与公司现有净利率保持稳定，项目的所得税后投资回收期为 5.11 年。

截至 2014 年 6 月 30 日，除购买土地和进行募投项目前期设计、环评等工作外，募投项目建

设未有其他进展。

图表 13 募投项目投资概况

投资项目	投资预算/ 亿元	拟募集资 金使用量/ 亿元	2015-201 6 计划投 入/亿元	2016-201 7 计划投 入/亿元	2017-201 8 计划投 入/亿元	建设期	预计竣工 时间
环卫专用车辆和环 卫装备扩建项目	2.32	2.16	0.80	1.36		2 年	2017 年 末
研发中心项目	0.36	0.34	0.13	0.19	0.02	2 年	2017 年 末
补充流动资金	2.00	2.00					
合计	4.68	4.50					

资料来源：招股说明书，华创证券整理

五、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测假设

假设条件一：公司募投项目按照规划进度，年产 2800 台/套环卫设备的环卫专用车辆和环卫装备扩建项目建设期为 24 个月，投产期为 3 年，投产当年达产 30%，投产第二年达产 70%，投产第三年才全部达产。项目建设期 2 年，从 2015 那年开始建设，从 2017 年开始释放扩增产能，所以 2016 年及以前的营业收入不受扩建项目产能的影响。

假设条件二：公司的管理水平不断提高，各项费用率相对保持稳定，预计未来三年销售费用率维持在 11.72%、11.81%、11.85%，管理费用率分别为 6.62%、6.56%、6.56%。

假设条件三：公司毛利率水平稳定，毛利率维持在 33%。

假设条件四：按照公司 IPO 后 13335 万股总股本进行测算。

图表 14 公司毛利率及与同行业上市公司比较分析

	2011	2012	2013	2014 (1-6)	平均
龙马环卫（主营业务）	32.49%	31.43%	33.44%	33.00%	32.59%
中联重科（环卫机械业务）	30.81%	28.35%	28.84%	29.77%	29.44%

资料来源：招股说明书，华创证券整理

图表 15 历年移动式收转站和其他主营业务占主营业务总比重

	2011A	2012A	2013A	2014(1-6)A
主营业务总收入/亿元	6.17	7.08	8.64	5.50
移动式中转站收入/亿元	0.10	0.15	0.29	0.22
比重	1.55%	2.10%	3.34%	4.02%
其他主营业务收入/亿元	0.02	0.11	0.03	0.02
比重	0.40%	1.56%	0.37%	0.37%
除了以上两项的主营收入比重	98.06%	98.06%	98.06%	98.06%

资料来源：招股说明书，华创证券整理

图表 16 公司收入估算（不含移动式收转站和其他主营业务）

		2011A	2012A	2013A	2014(1-6)A	2014E	2015E	2016E
环卫清洁装备	产量(台)	1496	1633	1737	1044	1874	2137	2436
	收入(亿元)	5.01	5.32	6.09	3.87	6.94	7.91	9.02
	增长率		6.15%	14.40%		14.00%	14.00%	14.00%
	收入/产量	0.0034	0.0033	0.0035	0.0037	0.0037	0.0037	0.0037
垃圾收转装备	产量(台)	569	950	1042	714	1650	2376	3422
	收入(亿元)	1.04	1.50	2.23	1.39	3.21	4.63	6.67
	增长率		44.23%	49.22%		44.00%	44.00%	44.00%
	收入/产量	0.0018	0.0016	0.0021	0.0019	0.0019	0.0019	0.0019
合计(不含移动式收转站)	产量(台)	2065	2583	2779	1758	3524	4513	5857
	收入(亿元)	6.05	6.82	8.32	5.26	10.15	12.54	15.68
	增长率		25.08%	7.59%		22.05%	23.50%	25.07%
	收入/产量	0.0029	0.0026	0.0030	0.0030	0.0029	0.0028	0.0027

资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

图表 17 公司总收入成本估算(含移动式收转站和其他主营业务)

		2011A	2012A	2013A	2014(1-6)A	2014E	2015E	2016E
环卫清洁装备	收入(亿元)	5.01	5.32	6.09	3.87	6.94	7.91	9.02
	增长率		6.15%	14.40%		14.00%	14.00%	14.00%
	成本(亿元)	3.34	3.62	4.04	2.60	4.66	5.31	6.06
	毛利(亿元)	1.67	1.70	2.05	1.27	2.28	2.60	2.96
	毛利率	33.40%	31.97%	33.66%	32.82%	32.82%	32.82%	32.82%
垃圾收转装备	收入(亿元)	1.13	1.64	2.52	1.61	3.42	4.89	6.99
	增长率		45.22%	53.27%		35.75%	42.76%	43.01%
	成本(亿元)	0.80	1.14	1.68	1.07	2.27	3.24	4.63
	毛利(亿元)	0.33	0.51	0.84	0.54	1.15	1.65	2.36
	毛利率	29.16%	30.90%	33.22%	33.72%	33.72%	33.72%	33.72%
合计	收入(亿元)	6.15	6.97	8.61	5.48	10.36	12.80	16.00
	增长率		13.35%	23.58%		20.37%	23.50%	25.07%
	成本(亿元)	4.14	4.76	5.72	3.67	6.94	8.57	10.72
	毛利(亿元)	2.00	2.21	2.89	1.81	3.42	4.22	5.28
	毛利率	32.49%	31.43%	33.44%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

图表 18 同行业上市公司估值比较

	关键指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
航天晨光	EPS(摊薄)	0.2	0.08	0.1	0.18	0.31	0.39
	PE	68.16	161.4	136.53	75.94	43.47	34.05
中联重科	EPS(摊薄)	1.05	0.95	0.5	0.25	0.3	0.39
	PE	5.69	6.27	11.96	24.03	19.84	15.19

资料来源: 招股说明书, 华创证券整理

(二) 估值合理价格区间: 27.6 元-36.8 元

我们预计公司 2014-2016 年归属母公司净利润分别为 1.23 亿元、1.51 亿元、1.77 亿元, 则相应 EPS 分别为 0.92 元、1.13 元、1.33 元。参照可比公司, 我们认为公司 2014

年动态市盈率在 30-40 倍较为合理，对应的合理价格区间 27.6 元-36.8 元。

六、风险提示

（一）市场竞争的风险

随着市场需求的不断扩大，较好的行业盈利能力和投资回报率将吸引更多企业参与竞争，如果公司未来不能进一步提升技术研发实力、制造服务能力和经营管理水平，并提高市场竞争能力，则有可能面临市场地位下降的风险。

（二）原材料采购的风险

如果当年销售订单的增长超过预期，仍有可能面临供货不及时的风险。如果原材料价格波动超过公司预计，且企业内部又无法消化承担，则仍有可能影响公司的盈利水平。

（三）募集资金投资项目的实施风险

在项目实施过程中仍可能存在项目管理能力不足、项目施工管理不善、项目进度拖延等问题，从而影响项目的顺利实施，导致项目不能如期完成。

（四）毛利率变化的风险

产品结构的不断丰富，可能影响公司整体毛利率水平。另外，如果公司不能持续加大新产品、新技术的开发，增加产品功能和附加值，公司将面临更加激烈的市场竞争，未来的毛利率存在下降的风险。

（五）应收账款金额较大的风险

公司销售过程中重视应收账款的回收和风险控制，应收账款的监督及催款执行力度较大，但是随着公司业务的快速发展，应收账款仍存在不能及时收回的可能，这将对公司的经营情况产生不利影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	708	1184	1339	1496
现金	216	808	925	1068
应收账款	329	216	251	265
其它应收款	14	12	13	13
预付账款	4	8	7	6
存货	144	137	139	140
其他	2	3	3	3
非流动资产	87	84	82	82
长期投资	2	1	1	1
固定资产	50	49	46	45
无形资产	25	27	27	27
其他	10	7	8	8
资产总计	796	1268	1421	1578
流动负债	412	323	350	362
短期借款	58	63	60	60
应付账款	176	113	127	139
其他	178	147	164	163
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	414	325	352	364
少数股东权益	0	0	0	0
股本	100	133	133	133
资本公积金	2	440	440	440
留存收益	277	370	496	641
归属母公司股东权益	379	943	1069	1214
负债和股东权益	796	1268	1421	1578

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	79	140	127	156
净利润	96	123	150	177
折旧摊销	5	5	5	5
财务费用	4	-10	-20	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-39	23	-8	-2
其它	13	-0	-1	-0
投资活动现金流	-7	-4	-3	-5
资本支出	-4	-2	-2	-4
长期投资	2	2	-0	-0
其他	-5	-3	-1	-1
筹资活动现金流	-30	456	-7	-8
短期借款	-1	5	-3	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	33	0	0
资本公积增加	0	437	0	0
其他	-30	-20	-4	-8
现金净增加额	43	592	117	143

资料来源：公司报表、华创证

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	880	1036	1280	1600
营业成本	585	694	857	1072
营业税金及附加	6	7	8	10
营业费用	107	121	151	190
管理费用	57	69	84	105
财务费用	4	-10	-20	-24
资产减值损失	14	21	32	48
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	108	135	167	199
营业外收入	4	8	7	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	111	142	174	205
所得税	15	20	24	28
净利润	96	123	150	177
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	96	123	150	177
EBITDA	113	137	159	187
EPS 摊薄（元）	0.96	0.92	1.13	1.33

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	22.7%	17.8%	23.5%	25.1%
营业利润	31.7%	25.6%	23.7%	19.1%
归属母公司净利润	20.8%	27.7%	22.4%	17.8%
获利能力				
毛利率	33.5%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	10.9%	11.8%	11.7%	11.1%
ROE	23.2%	18.5%	14.9%	15.5%
ROIC	21.5%	11.3%	11.8%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	52.1%	25.6%	24.8%	23.1%
净负债比率	14.00%	19.29%	16.96%	16.53%
流动比率	1.72	3.66	3.82	4.13
速动比率	1.37	3.24	3.42	3.74
营运能力				
总资产周转率	1.24	1.00	0.95	1.07
应收帐款周转率	3.28	3.80	5.48	6.20
应付帐款周转率	4.37	4.80	7.13	8.07
每股指标（元）				
每股收益	0.96	0.92	1.13	1.33
每股经营现金	0.79	1.05	0.95	1.17
每股净资产	3.79	7.07	8.02	9.10
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1.39	-5.46	-5.44	-5.40

分析师介绍

李佳

机械行业首席分析师。伯明翰大学金融硕士，上海交通大学应用数学学士，4年证券分析行业经验。2012年新财富第6名，水晶球第5名、金牛第5名，2013年新财富第4名，水晶球第3名，金牛第3名，2014年第一财经第1名团队成员。

何思源

机械行业高级分析师。经济学硕士、理学学士。主要负责油气设备、船舶海工、军工、工程机械、冷链、农机等行业的研究；5年机械行业研究经验，3年买方机械军工研究经验。2014年9月加入华创证券整理研究所。

鲁佩

机械行业助理分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，中央财经大学经济学学士。2014年加入华创证券整理，从事机械行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编: 100033
传真: 010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编: 518038
传真: 0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编: 200122
传真: 021-50583558