

国内市政环境产业领跑者



行业 机械设备
报告发布日期 2015年01月12日

龙马环卫主营业务为环卫清洁装备、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。公司三大产品系列齐全、结构复杂、技术领先，是国内环卫设备行业领先企业。

环卫设备行业前景广阔

- 近年我国环卫装备行业取得快速发展,2001 以来国家对城市环境卫生的投资额复合增长率高达 23%, 但与发达国家相比仍处于起步阶段。我们预计 2015 年国内环卫清洁装备市场容量将达到 211 亿元, 同比增长约 26%, 我们认为未来五年仍有望维持这样的增长速度, 理由如下: (1) 我国城镇化率不断提高, 2013 年为 53.7%, 预计 2050 年达到 75%, 将促进环卫清洁及垃圾收转装备模不断扩大。(2) 机械化作业率持续提高, 我国城市道路的机械化清扫率由 2007 年的 26.5% 增长至 2012 年的 42.79%, 未来机械化作业替代人工作业是必然的发展趋势, 将进一步增加环卫专用车辆及垃圾中转设备的市场需求。

公司是国内环卫设备行业领先企业

- 公司在国内环卫设备行业内处于领先地位。突出的技术优势与持续的创新能力是公司的核心竞争力, 使得公司的产品结构复杂、技术含量高, 能够满足客户的定制化要求, 从而获得较高的附加值。
- 公司利用自身技术优势积极调整产品结构, 不断推出新产品, 为公司业绩的增长提供了动力。2014 年上半年, 公司新产品的收入已占当期主营收入的 4.09%; 目前公司有多项产品, 如沥青路面养路车等尚在研发或已经完成了试制。未来随着公司募投项目完成突破产能瓶颈, 公司有望不断提高高附加值产品比例; 并通过提供城市环境卫生整体解决方案, 开发环卫保洁服务等新兴业务, 提高公司竞争力, 扩大市场份额。

盈利预测

- 我们预计公司 2014-2016 年收入 11.84、14.58、18.17 亿元, 分别同比增长 34.6%、23.2%、24.6%。归属母公司净利润 12,982、16,469、20,705 万元, 分别同比增长 35.2%、26.9%、25.7%。目前公司相关可比公司 2014 年平均估值为 32 倍。

风险提示

- 原材料采购的风险, 募集资金投资项目风险, 政策风险。

余炜超 机械行业分析师
8621-63325888 x 6071
sheweichao@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060002

徐建花 机械行业分析师
8621-63325888 x 6090
xujianhua@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860512020001

联系人 马枭
8621-63325888 x 3206
maxiao@orientsec.com.cn

公司主要财务信息

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 717 | 880 | 1,184 | 1,458 | 1,817 |
| 同比增长 | 14.9% | 22.7% | 34.6% | 23.2% | 24.6% |
| 营业利润 (百万元) | 82 | 108 | 147 | 187 | 236 |
| 同比增长 | 5.7% | 31.7% | 36.3% | 27.5% | 26.2% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 79 | 96 | 130 | 165 | 207 |
| 同比增长 | 9.3% | 20.8% | 35.2% | 26.9% | 25.7% |
| 毛利率 | 31.5% | 33.5% | 33.5% | 33.5% | 33.5% |
| 净利率 | 11.1% | 10.9% | 11.0% | 11.3% | 11.4% |
| 净资产收益率 | 29.6% | 27.8% | 29.1% | 19.6% | 16.2% |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 公司概况..... | 4 |
| 公司基本情况 | 4 |
| 公司经营情况 | 4 |
| 公司主要产品 | 5 |
| 公司竞争优势 | 8 |
| 技术优势 | 8 |
| 品牌优势 | 8 |
| 客户优势 | 8 |
| 服务能力优势 | 8 |
| 募投项目达产将使公司的产能和盈利能力得到大幅提升 | 8 |
| 行业情况..... | 9 |
| 环卫装备行业概况 | 9 |
| 未来我国环卫装备行业发展空间十分广阔 | 11 |
| 国家不断出台有利于环卫装备行业发展的政策 | 12 |
| 盈利预测..... | 13 |
| 风险提示..... | 13 |
| 原材料采购的风险 | 13 |
| 募集资金投资项目风险 | 13 |
| 政策风险..... | 14 |

图表目录

| | |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 发行人股权结构图 | 4 |
| 图表 2: 公司营业收入及净利润情况 (2011-2014) | 5 |
| 图表 3: 公司毛利率及三费情况 (2011-2014) | 5 |
| 图表 4: 公司各产品收入构成 (2011-2014) | 5 |
| 图表 5: 公司各产品毛利构成 (2011-2014) | 5 |
| 图表 6: 扫路车 | 6 |
| 图表 7: 清洗扫路车 | 6 |
| 图表 8: 多功能高压清洗车 | 6 |
| 图表 9: 压缩式垃圾车 | 7 |
| 图表 10: 垃圾中转站装备 (左图: 固定式 右图: 移动式) | 7 |
| 图表 11: 公司产品主要销售地区主营业务收入占比情况 | 7 |
| 图表 12: 公司近三年研发投入占营业收入的比例 | 8 |
| 图表 13: 公司产能及产能利用率 (2011-2014) | 9 |
| 图表 14: 环卫装备行业分类 | 10 |
| 图表 15: 我国 2001-2012 年城市及县城市容环境卫生投资额 (亿元) | 10 |
| 图表 16: 我国 2001-2013 年全国城市及县城市容环卫专用车辆设备的保有量 (台) | 11 |
| 图表 17: 2014-2015 年我国环卫装备行业预计市场容量 | 11 |
| 图表 18: 2014-2015 年环卫清洁及垃圾收转装备预计市场容量 | 11 |
| | |
| 表 1: 本次发行募集资金应用 | 9 |
| 表 2: 近年来国家出台的有利于环卫设备行业发展的政策 | 12 |
| 表 3: 可比公司估值表 | 13 |

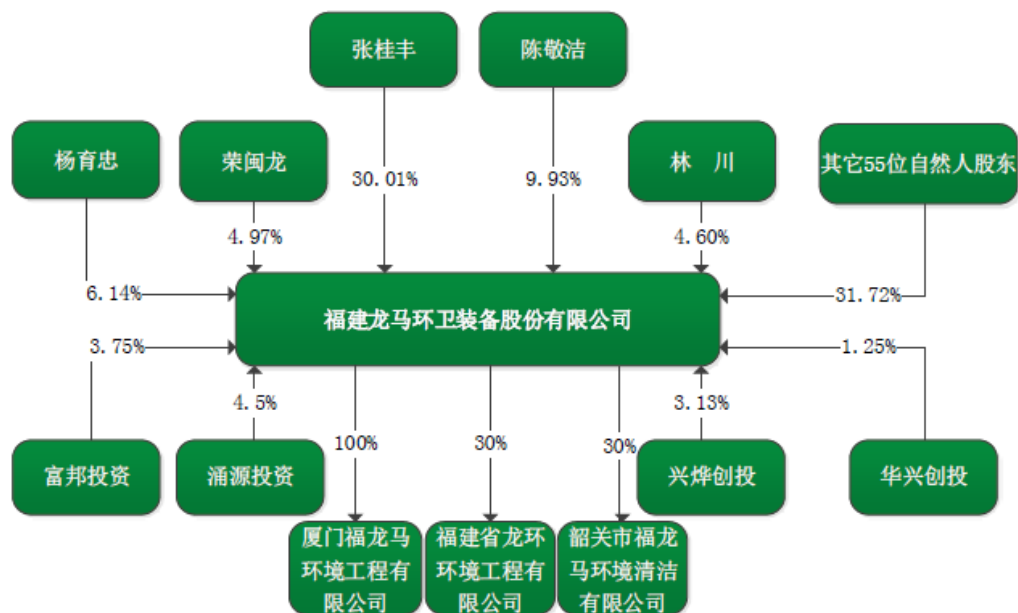
公司概况

公司基本情况

公司由张桂丰等十七位发起人创立于 2007 年 12 月。2008 年 6 月，公司通过《关于 2008 年非公开增发股份的议案》，由杨育忠等 50 名自然人以 1 元/股增资 800 万股，注册资本增加为 5,300 万元。

公司本次发行股数不超过 3,335 万股，全部为公开发行新股。发行后总股本不超过 13,335 万股。公司的控股股东及实际控制人为自然人张桂丰。本次发行前，张桂丰直接持有本公司 3,001.25 万股，持股比例为 30.01%，发行后持股比例降至 22.5%。

图 1：发行人股权结构图



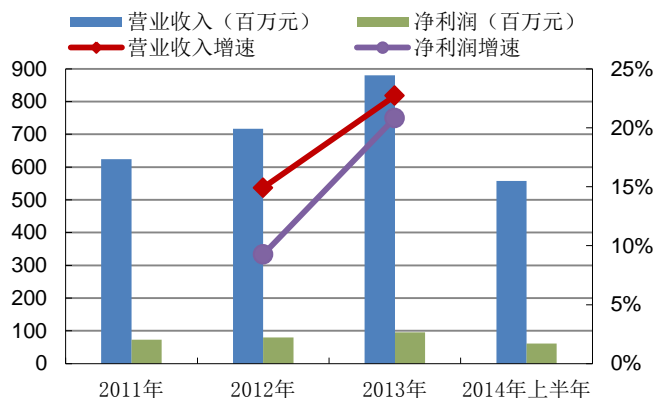
资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

公司经营情况

公司近三年营业收入及净利润实现稳步增长。2011-2013 年公司营业收入分别为 6.24 亿元、7.17 亿元、8.80 亿元，年复合增长率为 18.7%，净利润分别为 7,273 万元、7,496 万元、9,601 万元，年复合增长率为 14.9%。

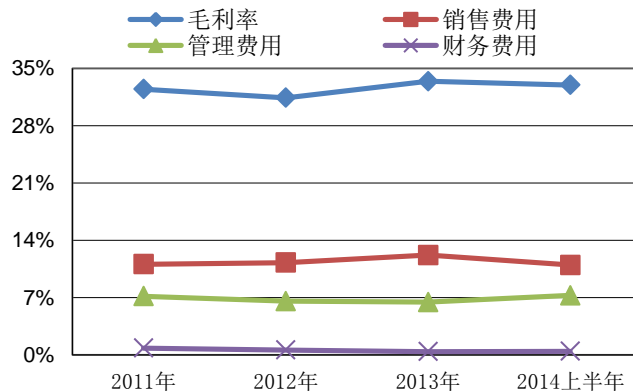
2011-2013 年公司毛利率基本保持稳定，分别为 32.49%，31.43%和 33.44%，而期间费用率也一直维持在 19%左右。

图 2：公司营业收入及净利润情况（2011-2014）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司毛利率及三费情况（2011-2014）



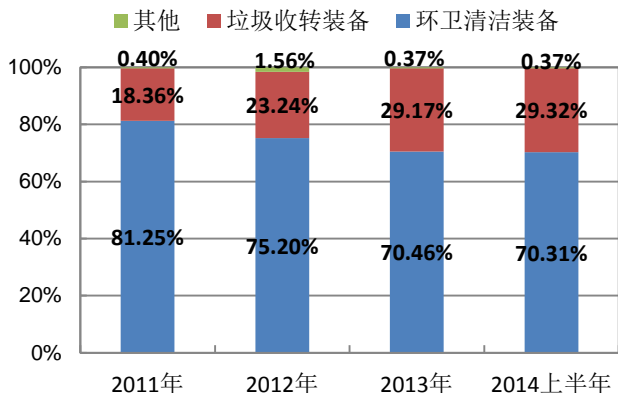
数据来源：Wind，东方证券研究所

公司主要产品

公司主要从事环卫装备的研发、生产与销售。公司主要涉及环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备 3 大类共 21 个系列产品，新能源环卫装备是从 2014 年开始涉及。

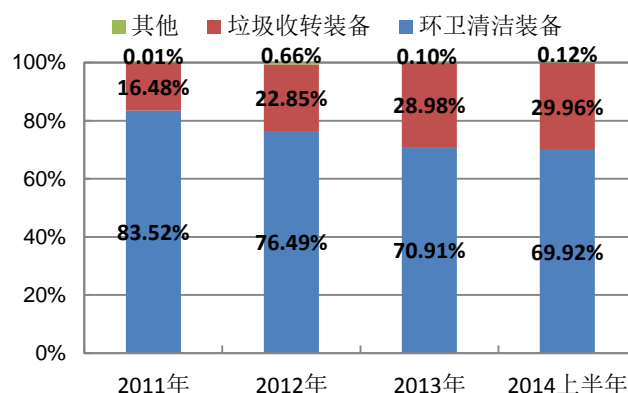
2011 年至 2014 年上半年，公司环卫清洁装备和垃圾收转装备在公司主营业务收入中的占比分别为 99.6%，98.44%，99.63%和 99.63%，是公司收入的主要来源。其中环卫清洁装备收入占比超过 70%，是公司最主要的产品。

图 4：公司各产品收入构成（2011-2014）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：公司各产品毛利构成（2011-2014）



数据来源：Wind，东方证券研究所

扫路车：该产品是利用高速旋转的扫盘对路面垃圾、尘土、积垢进行扫刷作业的高性能环卫装备产品，具有清扫车速高、作业效率高、连续作业时间长、垃圾抽吸能力强、作业油耗低、工作噪音低等优点。主要适用于公路、城区干道、机场等宽区域的路面保洁作业。

图 6：扫路车



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

清洗扫路车：该产品是集扫路、路面清洗和洒水作业功能于一体的全方位路面保洁装备，具有清扫效率高、作业功能齐全、自动化程度高、适用领域广泛、环境保护能力强等优点。主要适用于城市道路、广场、码头、高速公路和生活小区的路面保洁。

图 7：清洗扫路车



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

多功能高压清洗车：该产品利用高压水流冲击地面顽固污垢，可将路面尘土、砂石、淤泥、油渍冲洗干净，是同时具备高压清洗和低压喷洒的多功能清洗车，具有清洗去污能力强，高效节水等优点。

图 8：多功能高压清洗车



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

压缩式垃圾车：该产品主要用于生活垃圾的收集、压缩及运输，具有垃圾压缩比高、收集量大、密封性好、可靠性高、操作人性化等优点。

图 9：压缩式垃圾车



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

垃圾中转站装备：垃圾中转站装备分为固定式和移动式两类。固定式中转站是将集中于中转站的散装垃圾倒入压缩舱中，在压缩装置的作用下，把松散的垃圾挤压成块的设备。移动式中转站是一种可以移动的垃圾中转站设备，具有可移动、可压缩（部分型号）、运转灵活、密封性好、无污水臭气二次污染、作业噪声小、无土建要求、箱体装载量大、运输效率高等多项优点。

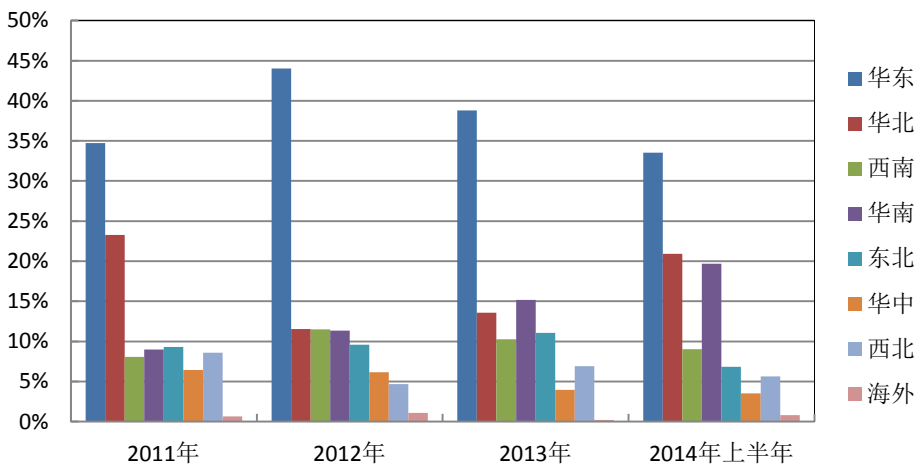
图 10：垃圾中转站装备（左图：固定式 右图：移动式）



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

公司产品以内销售为主，客户主要集中在华东、华北、华南等地区。公司在华东、华北地区的销售收入占比 50%左右，客户进行环卫装备的大量扩容和更新是收入占比较高的主要原因。华南地区近年来销售收入稳步增长，已经与华北区域接近，主要是因为广东、广西和海南三省的收入均有较大幅度的增加，公司在上述区域中产品获得广泛认可，市场开拓得力。

图 11：公司产品主要销售地区主营业务收入占比情况



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

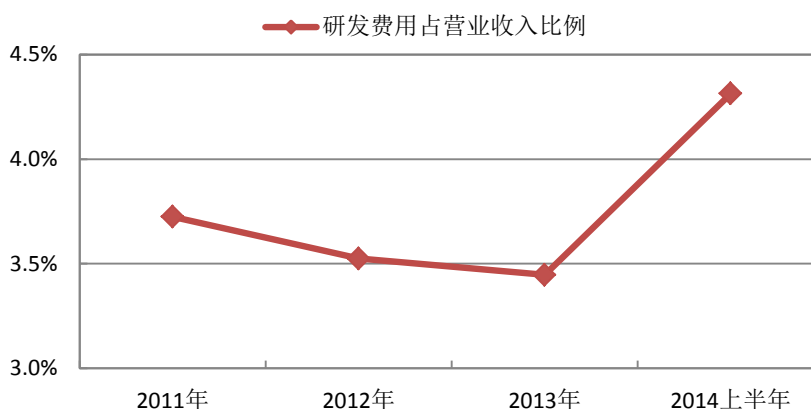
公司竞争优势

技术优势

公司主要产品科技含量较高,在关键的核心技术上拥有自主知识产权,且多项核心技术处于国内领先水平,该类技术是公司核心竞争力的重要组成部分。多年来,公司通过对技术和研发的不断投入,开发出技术先进、质量可靠、适销对路的新产品,取得了行业领先的竞争,截至2014年12月31日,公司已取得74项专利,其中发明专利6项,实用新型67项,外观设计1项。

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,2014年-2014年上半年研发费用占营业收入的比例保持在3.4%-4.3%之间。2014年上半年,公司新产品的收入已占当期主营收入的4.09%;目前公司有多项产品,如沥青路面养路车等尚在研发或已经完成了试制。

图 12: 公司近三年研发投入占营业收入的比例



资料来源: 公司招股意向书, 东方证券研究所

品牌优势

公司是高新技术企业、福建省优秀创新型企业、省级企业技术中心和省级企业工程技术研究中心。公司在行业内具有较高的知名度和美誉度,公司的清洗扫路车为国家火炬计划项目产品;“福龙马”商标为中国驰名商标、福建省著名商标;“福龙马”牌产品为福建省名牌产品。

客户优势

公司收入有60%左右来自于原有客户,原有客户的收入是公司维持业绩稳定的坚强支撑。近三年,公司向原有客户的销售主要是来自于老客户产品更新换代和环卫装备扩容。所以,虽然环卫装备产品专用性较强,单位价值较高,使用寿命较长,客户采购具有一定周期性,但在行业景气、市场扩容的背景下,公司向原有客户的销售金额不断增长,占销售收入的比例仍保持在一定的水平。

服务能力优势

公司在全国范围内建立了46个售后服务网点,拥有一支超过110人的优秀销售队伍以及超过130人的专职售后服务技术团队,并配备了专门的售后服务车,销售网络遍布全国。在第五届全国售后服务评价活动中,福建龙马环卫喜获“四星售后服务体系认证证书”。2011年底,龙马环卫又获得“五星级售后服务体系认证证书”。

募投项目达产将使公司的产能和盈利能力得到大幅提升

公司募集资金主要投资于产能扩展和研发提升项目，以及补充流动资金。(1) 年产 2,800 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，满产后产能较目前提高约 100%，将大幅提升公司盈利能力。(2) 研发中心项目以场地建设和设备购置为主，将对公司新产品研发和产品性能的改进提供场地和设备的支持。(3) 环卫装备行业为资金密集型行业，且公司处于快速成长期，资金周转压力较大，通过本次募投项目补充 20,000 万元流动资金，将有利于缓解公司的资金压力瓶颈，保证未来长期稳定的发展。

表 1：本次发行募集资金应用

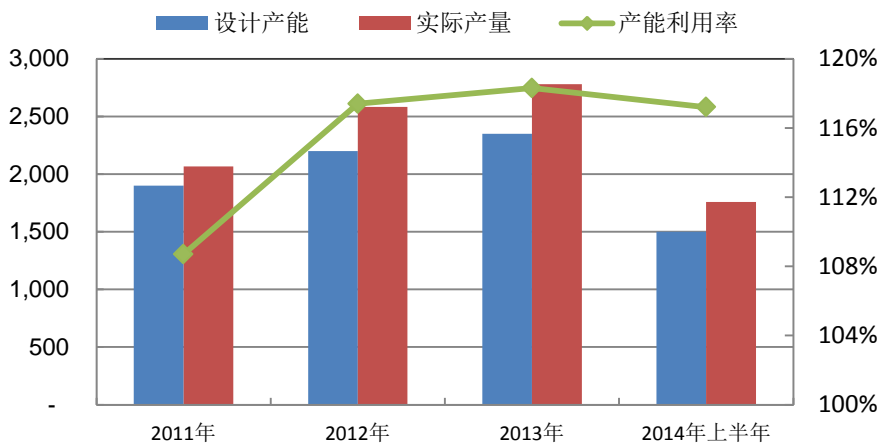
单位：万元

| 序号 | 投资项目 | 投资预算 | 拟募集资金使用量 |
|----|-----------------|-----------|-----------|
| 1 | 环卫专用车辆和环卫装备扩建项目 | 23,208.25 | 21,568.01 |
| 2 | 研发中心项目 | 3,600.02 | 3,387.05 |
| 3 | 补充流动资金 | 20,000.00 | 20,000.00 |
| | 合计 | 46,808.27 | 44,955.06 |

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

近年公司生产及销售都大幅增长，2011-2013 年产量的复合增长率高达 28%，产能利用率均超过 100%；另一方面，报告期内，平均产销率高达约 96%。说明公司产品受到市场充分认可。公司面临明显的产能瓶颈，产能受限已经成为制约公司发展的主要因素之一。为应对市场需求，公司需扩建生产基地，扩大产品的产能，实现收益最大化。

图 13：公司产能及产能利用率 (2011-2014)



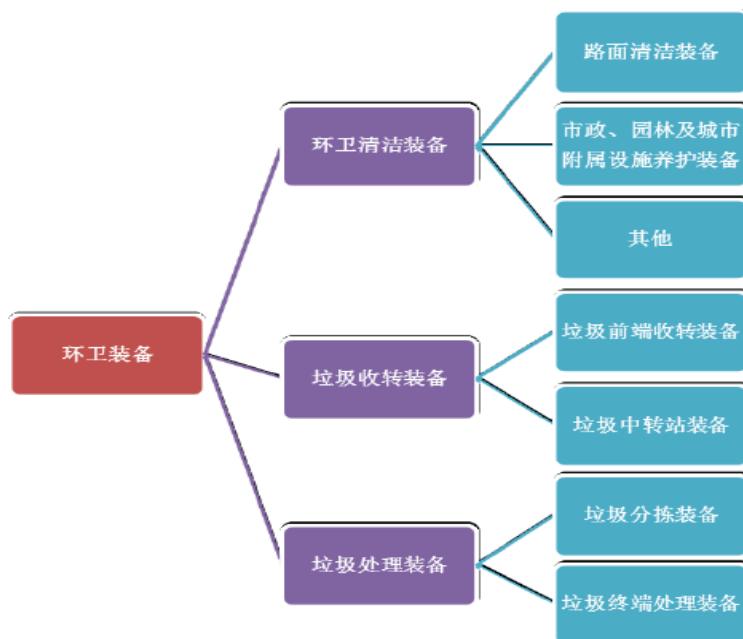
资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

行业情况

环卫装备行业概况

环卫装备是进行环卫机械化作业的主要工具，是城市管理的重要组成部分，也是国家环境卫生事业持续发展不可或缺的基础设施之一。1、环卫装备行业分类根据使用用途及功能不同，环卫装备行业可以分为环卫清洁装备、垃圾收转装备和垃圾处理装备 3 大类，每一大类又可以分为若干小类。

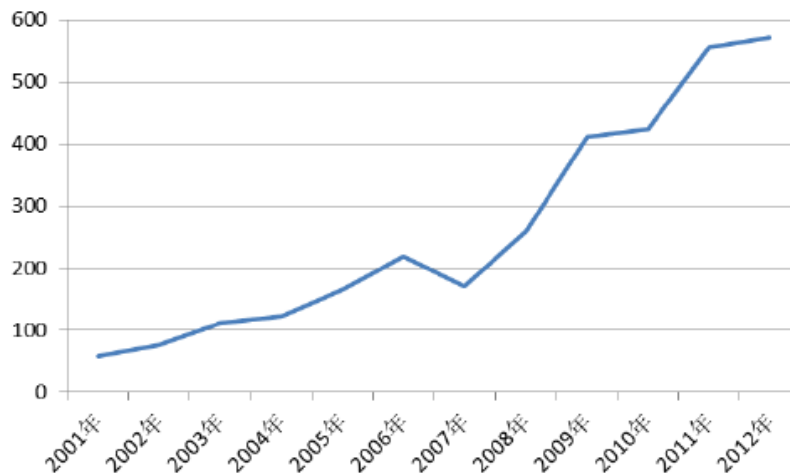
图 14：环卫装备行业分类



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

二十世纪九十年代至今,随着我国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速增加,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%。

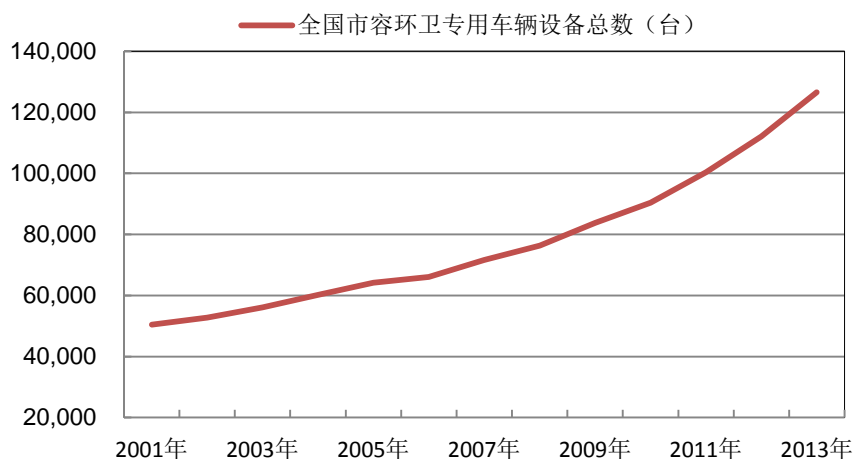
图 15：我国 2001-2012 年城市及县城市容环境卫生投资额（亿元）



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

高额的投资使环卫装备行业进入了崭新的发展时期。全国城市及县城市容环卫专用车辆设备的保有量由 2001 年的 5.05 万台增长值 2013 年的 12.65 万台,年复合增长率 8%。另外,在环卫清洁领域,扫路车、清洗车、洒水车等机械化、半机械化作业方式开始替代传统的人工作业模式;在垃圾收运领域,面对我国城市垃圾重量逐渐变轻、体积日益增大的趋势,不少经济发达城市逐步增加压缩式垃圾车数量,并建立垃圾中转站,大大提高了垃圾清运的效率。

图 16：我国 2001-2013 年全国城市及县城市容环卫专用车辆设备的保有量（台）



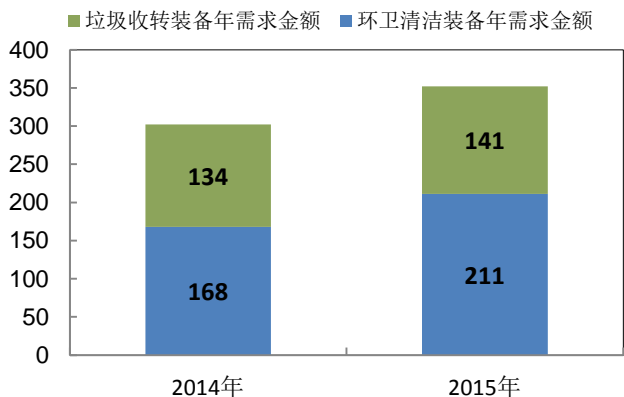
资料来源：Wind，东方证券研究所

未来我国环卫装备行业发展空间十分广阔

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以脱离初级阶段、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，未来的道路非常长远。由此也说明，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。

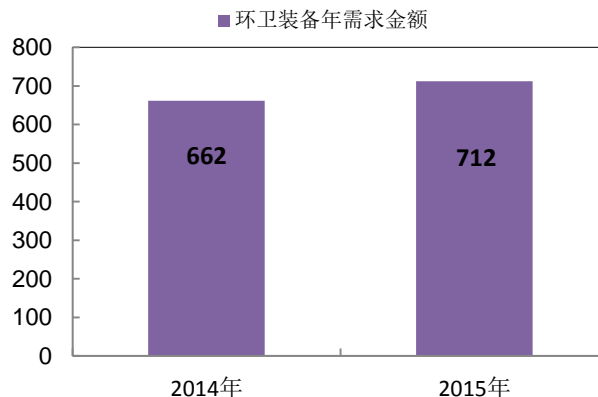
虽然我国环卫装备行业已经取得如此快速的发展，但与发达国家相比，仍处于起步阶段。随着国民经济水平的进一步提高，我国城镇化进程和基础设施建设仍将持续进行，环卫机械化作业的趋势将更加明显，而人口基数和政府投入将为环卫装备的发展提供有力支持，因此环卫装备市场发展潜力巨大，未来的需求将更加旺盛。预计 2015 年我国环卫装备行业市场容量将达到 712 亿元，其中国内环卫清洁装备市场容量将达到 211 亿元，同比增长约 26%。

图 17：2014-2015 年我国环卫装备行业预计市场容量



数据来源：公司招股意向书，东方证券研究所

图 18：2014-2015 年环卫清洁及垃圾收转装备预计市场容量



数据来源：公司招股意向书，东方证券研究所

影响行业发展的有利因素

目前，我国环卫装备行业高速发展，市场容量不断扩张，这主要是受到城镇化进程加快、交通基础设施建设、环卫机械化率提高、人口规模增加、政府的投入力度加大、国民环卫意识增强等多方面因素的影响和带动。

(1) 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%。城镇对环境卫生和人居条件的要求远高于农村，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。

(2) 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，因此交通基础设施的建设是影响环卫装备市场容量的重要因素之一。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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 政府的投入力度：近年来，随着我国经济的快速发展，人民生活水平和环境理念不断提高，政府积极推动环卫事业改革，加大环卫装备投入力度，提高环卫的机械化率，营造人居环境，促进了环卫机械装备行业的发展。国家对城市及县城市容环境卫生的投资额，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%。

国家不断出台有利于环卫装备行业发展的政策

近年来，国家通过《全国城镇环境卫生“十一五”规划》、《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》、《国家环境保护“十二五”规划》、《城市市容和环境卫生管理条例》等政策法规大力鼓励对环卫事业的投资；并制定了《装备制造业调整和振兴规划》、《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等产业政策，推动、引导企业加大研发投入，促进了行业的高速发展。

表 2：近年来国家出台的有利于环卫设备行业发展的政策

| 时间 | 政策 |
|--------|-----------------------------------------|
| 2000 年 | 《城市生活垃圾处理及污染防治技术政策》 |
| 2002 年 | 《关于实行城市生活垃圾处理收费制度促进垃圾处理产业化的通知》 |
| 2002 年 | 《关于印发推进城市污水、垃圾处理产业化发展意见的通知》 |
| 2004 年 | 《固体废物污染环境防治法》 |
| 2004 年 | 《关于加强城镇生活垃圾处理场站建设运营监管的意见》 |
| 2006 年 | 《全国城镇环境卫生“十一五”规划》 |
| 2007 年 | 《城市生活垃圾管理办法》 |
| 2007 年 | 《福建省鼓励发展的制造业指导目录》 |
| 2009 年 | 《国务院关于支持福建省加快建设海峡两岸经济区的若干意见》 |
| 2009 年 | 《装备制造业调整和振兴规划实施细则》 |
| 2010 年 | 《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》 |
| 2010 年 | 《国家环境保护“十二五”规划》 |
| 2010 年 | 《生活垃圾处理指南》 |
| 2010 年 | 《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（2010 年版）》 |
| 2010 年 | 《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》 |
| 2011 年 | 《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》 |

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年收入 11.84、14.58、18.17 亿元，分别同比增长 34.6%、23.2%、24.6%。归属母公司净利润 12,982、16,469、20,705 万元，分别同比增长 35.2%、26.9%、25.7%。目前公司相关可比公司 2014 年平均估值为 32 倍。

表 3：可比公司估值表

| 公司 | 代码 | 最新价格 | 每股收益 (元) | | | 市盈率 | | |
|-------|--------|-------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2015/01/09 | 2013A | 2014E | 2015E | 2013A | 2014E |
| 中联重科 | 000157 | 6.71 | 0.50 | 0.20 | 0.27 | 13.47 | 32.94 | 25.32 |
| 达刚路机 | 300103 | 16.73 | 0.30 | 0.28 | 0.46 | 55.40 | 59.01 | 36.70 |
| 森远股份 | 300210 | 14.44 | 0.43 | 0.47 | 0.68 | 33.94 | 30.81 | 21.17 |
| 迪马股份 | 600565 | 4.95 | 0.01 | 0.28 | 0.40 | 341.38 | 17.68 | 12.38 |
| 最大值 | | | | | | | 59 | 37 |
| 最小值 | | | | | | | 18 | 12 |
| 平均数 | | | | | | | 35 | 24 |
| 调整后平均 | | | | | | | 32 | 23 |

资料来源：Wind，东方证券研究所

中联重科、森远股份、达刚路机均为机械设备行业专用设备类公司。

迪马股份为房地产行业公司，主营业务中的专用车制造与龙马环卫主营有一定类似。

风险提示

原材料采购的风险

底盘、钢材是公司生产所需的主要原材料。报告期内，底盘采购金额占主营业务成本的比重约 50%左右。虽然公司同时与多家底盘厂家合作，但如果底盘厂家交货不及时，将对公司生产进度产生一定影响。另外，公司有部分进口配件采购周期较长，公司通常根据上年销售情况提前备货，但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。

募集资金投资项目风险

(1) 募集资金投资项目的实施风险

公司本次发行募集资金除补充流动资金外，主要用于“环卫专用车辆和环卫装备扩建项目”以及“研发中心项目”。尽管公司已经掌握实施募集资金投资项目所需的生产技术与工艺，完成了项目建设的环评以及核准、备案手续，并且加强了人才的储备和培训等工作，但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。

(2) 新增固定资产折旧的风险

公司本次募集资金项目建设投产后，固定资产规模较目前将有较大幅度增加，年新增固定资产折旧额 1,545.20 万元。公司募集资金投资项目完全达产后，预计年新增销售收入 91,000 万元，新增税前利润 12,405 万元，因而可以对新增折旧实现有效消化。但如果未来市场环境、技术发展等方面发生重大不利变化而导致公司新增产能不能获得预期的市场销售规模，新增固定资产折旧将对公司未来经营业绩产生一定影响。

政策风险

公司属于环卫装备行业中的环卫清洁及垃圾收转装备细分领域，国家工信部以发布《车辆生产企业及产品公告》的方式对环卫清洁及垃圾收转装备中的环卫车辆实施管理。《公告》是国家准许车辆生产企业组织生产和销售的依据，也是消费者向国家法定车辆管理机关申请注册登记的依据。未列入《公告》的企业不得生产车辆产品，未列入《公告》的车辆产品也不得被生产和销售。同时，环卫车辆产品还必须取得《中国国家强制性产品认证证书》。上述管理体制为行业设置了较高的资质准入门槛，如果该管理方式发生变化，将对公司生产、销售、经营业绩等方面产生影响。

另外，近年来，国家通过发布一系列政策法规大力鼓励对环卫事业的投资；并制定了一系列产业政策，推动、引导企业加大研发投入，促进了本行业的高速发展。公司较好地把握了上述政策创造的发展契机，努力扩大自身规模并提升产品技术水平，获得了较好的发展，但如果未来产业政策发生变化，则可能给公司生产经营带来不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 176 | 216 | 290 | 674 | 590 | 营业收入 | 717 | 880 | 1,184 | 1,458 | 1,817 |
| 应收账款 | 208 | 329 | 442 | 545 | 679 | 营业成本 | 491 | 585 | 787 | 970 | 1,209 |
| 预付账款 | 9 | 4 | 5 | 6 | 8 | 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 9 | 12 |
| 存货 | 137 | 144 | 194 | 239 | 298 | 营业费用 | 81 | 107 | 148 | 182 | 227 |
| 其他 | 19 | 16 | 21 | 25 | 30 | 管理费用 | 47 | 57 | 80 | 99 | 124 |
| 流动资产合计 | 549 | 708 | 952 | 1,489 | 1,605 | 财务费用 | 4 | 4 | 3 | 1 | (3) |
| 长期股权投资 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 资产减值损失 | 7 | 14 | 10 | 9 | 12 |
| 固定资产 | 43 | 50 | 108 | 219 | 379 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 1 | 1 | 6 | 33 | 56 | 投资净收益 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 26 | 25 | 22 | 20 | 18 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 6 | 9 | 6 | 27 | 65 | 营业利润 | 82 | 108 | 147 | 187 | 236 |
| 非流动资产合计 | 77 | 87 | 145 | 301 | 520 | 营业外收入 | 11 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 625 | 796 | 1,097 | 1,790 | 2,125 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 59 | 58 | 123 | 58 | 58 | 利润总额 | 93 | 111 | 150 | 191 | 240 |
| 应付账款 | 92 | 176 | 237 | 292 | 364 | 所得税 | 13 | 15 | 20 | 26 | 32 |
| 其他 | 165 | 178 | 226 | 269 | 325 | 净利润 | 79 | 96 | 130 | 165 | 207 |
| 流动负债合计 | 316 | 412 | 586 | 619 | 747 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 79 | 96 | 130 | 165 | 207 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 0.60 | 0.72 | 0.97 | 1.24 | 1.55 |
| 其他 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 317 | 414 | 586 | 619 | 747 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 股本 | 100 | 100 | 100 | 133 | 133 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 2 | 2 | 2 | 464 | 464 | 营业收入 | 14.9% | 22.7% | 34.6% | 23.2% | 24.6% |
| 留存收益 | 205 | 277 | 407 | 572 | 779 | 营业利润 | 5.7% | 31.7% | 36.3% | 27.5% | 26.2% |
| 其他 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归属于母公司净利润 | 9.3% | 20.8% | 35.2% | 26.9% | 25.7% |
| 股东权益合计 | 308 | 381 | 511 | 1,172 | 1,379 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 625 | 796 | 1,097 | 1,790 | 2,125 | 毛利率 | 31.5% | 33.5% | 33.5% | 33.5% | 33.5% |
| | | | | | | 净利率 | 11.1% | 10.9% | 11.0% | 11.3% | 11.4% |
| | | | | | | ROE | 29.6% | 27.8% | 29.1% | 19.6% | 16.2% |
| | | | | | | ROIC | 22.2% | 23.9% | 24.1% | 17.4% | 15.1% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 50.7% | 52.1% | 53.4% | 34.6% | 35.1% |
| | | | | | | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.74 | 1.72 | 1.63 | 2.41 | 2.15 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.31 | 1.37 | 1.29 | 2.02 | 1.75 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.2 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.7 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.7 | 4.2 | 4.6 | 4.4 | 4.5 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.0 | 0.9 |
| | | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.60 | 0.72 | 0.97 | 1.24 | 1.55 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.42 | 0.59 | 0.63 | 0.90 | 1.12 |
| | | | | | | 每股净资产 | 2.31 | 2.86 | 3.83 | 8.79 | 10.34 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | | | | | | 市净率 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | | | | | | EV/EBITDA | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | | | | | | EV/EBIT | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |

资料来源：东方证券研究所，由于发行股数尚未确定，本表中股本预测值参考招股说明书发行股数上限，每股指标均按照考虑发行股数上限后全面摊薄

分析师申明

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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn