

# 环卫服务订单释放有望加速，装备新能源化进程持续



## 核心观点

- **环卫装备回升态势良好，新能源化持续推进：**受政府部门及第三方环卫服务公司采购节奏逐渐恢复推动，环卫车销量市场回暖，根据交强险数据，1-8月全国环卫车总销量 8.0 万辆，同比+1.6%，增速同比转正，对应 7-8 月销量 2.0 万辆，同比+4.0%。同时 1-8 月全国新能源环卫车销量 2284 台，同比增长 51.1%，但渗透率仅 2.8%，其中龙马环卫新能源环卫车市占率达 8.3%，相比 19 年提升 1.7pct。环卫装备市场回暖，叠加环卫装备新能源化持续推进，我们预计公司全年设备总销量有望达 8000 台，其中新能源环卫装备 400 台，对应 2H20 总销量 5348 台/新能源环卫装备 283 台，环比有望 +100%/+142%。
- **4Q20 环卫服务订单有望迎来加速释放：**根据公司 8 月环卫服务项目中标公告，7-8 月中标项目合计年化合同额 0.98 亿元，较上半年新签订单 5.24 亿节奏有所放缓。但随着年底政府招标逐渐开启，公司作为环卫龙头有望积极参与，4Q20 环卫服务订单有望加速释放。未来随着环卫市场化加速推进，及环卫服务项目一体化、大型化助推已市场化部分向头部集中，龙头环卫企业有望充分受益。
- **拟定增融资，助力“装备+服务”双轮发展：**8 月公司启动定增方案，拟非公开发行股票募集资金 10.6 亿元，募集资金将用于投资建设智慧环卫一体化平台（4.0 亿）、环卫装备产能扩张（2.7 亿）、厨余垃圾处理设备研发（0.9 亿）以及偿还银行贷款。目前环卫装备产能已在扩建，助力环卫装备板块业绩增长。

## 财务预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 4.56/5.64/6.53 亿元，EPS 分别为 1.10/1.36/1.57 元。根据过去四年公司平均 PE（TTM），维持公司 2020 年 31 倍 PE，维持目标价 34.1 元，给予买入评级。

## 风险提示

- 新增合同量不达预期；环卫服务毛利率下滑；设备销售不达预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,444	4,228	5,735	7,070	8,209
同比增长(%)	11.6%	22.8%	35.6%	23.3%	16.1%
营业利润(百万元)	303	365	612	757	876
同比增长(%)	-6.9%	20.2%	68.0%	23.7%	15.6%
归属母公司净利润(百万元)	236	270	456	564	653
同比增长(%)	-9.1%	14.4%	68.5%	23.8%	15.7%
每股收益(元)	0.57	0.65	1.10	1.36	1.57
毛利率(%)	24.7%	25.7%	26.7%	25.2%	25.0%
净利率(%)	6.9%	6.4%	7.9%	8.0%	8.0%
净资产收益率(%)	10.6%	11.2%	17.0%	18.2%	18.0%
市盈率	38.3	33.4	19.8	16.0	13.9
市净率	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月23日)	21.75 元
目标价格	34.1 元
52周最高价/最低价	29.3/10.15 元
总股本/流通A股(万股)	41,566/41,566
A股市值(百万元)	9,041
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2020年09月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.41	-22.65	-10.46	21.78
相对表现	-0.30	-21.24	-23.33	2.20
沪深300	-0.11	-1.41	12.87	19.58



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 卢日鑫  
021-63325888\*6118  
lurixin@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515100003

**证券分析师** 谢超波  
021-63325888\*6070  
xiechaobo@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090001

## 相关报告

单季度归母净利润首破亿元，公司进入快速增长期： 2020-08-17

新能源环卫装备与环卫服务高景气，公司进入快速增长阶段： 2020-07-12

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。

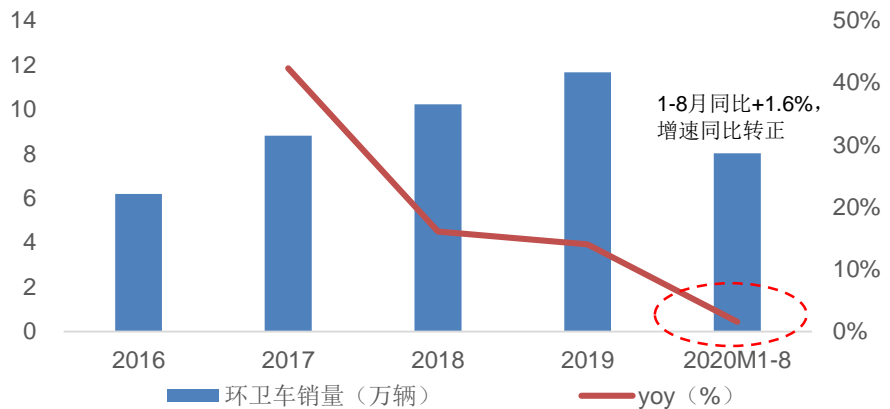
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

## 环卫装备：装备回升态势良好，新能源化持续推进

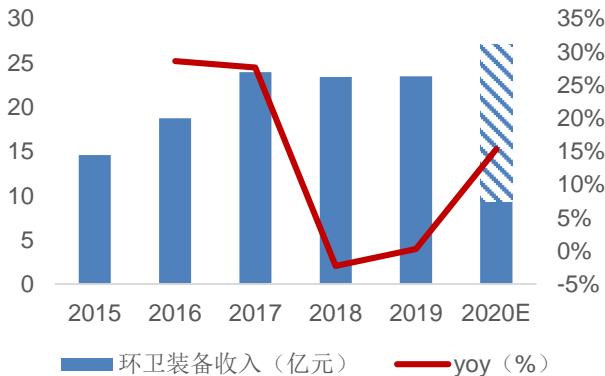
**7-8月环卫装备市场持续回暖，推动公司2H20环保装备收入提升。**受疫情短期冲击、国五车辆延长销售过渡期半年影响，1H20全国环卫车销量6.1万辆，同比-0.8%。下半年受政府部门及第三方环卫服务公司采购节奏逐渐恢复推动，环卫车销量市场回暖，根据交强险数据，1-8月全国环卫车总销量8.0万辆，同比+1.6%，增速同比转正，对应7-8月销量2.0万辆，同比+4.0%。环卫装备市场回暖，叠加环卫装备新能源化持续推进，我们预计公司全年设备总销量有望达8000台，其中新能源环卫装备400台，对应2H20总销量5348台/新能源环卫装备283台，环比有望+100%/+142%。

图 1：全国环卫车销量及增速（2016-2020年8月）



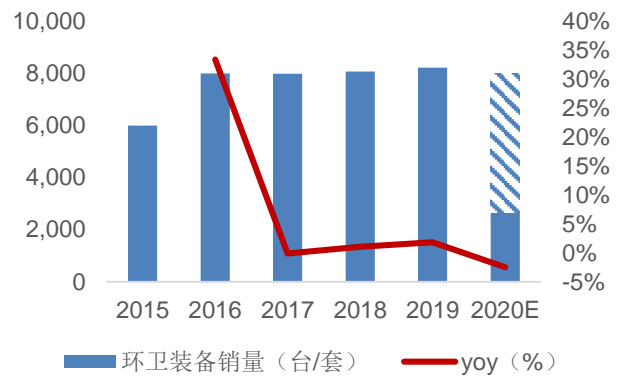
数据来源：交强险数据、东方证券研究所

图 2：公司环卫装备业务收入及增速（2015-2020E）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司环卫装备销量及增速（2015-2020E）

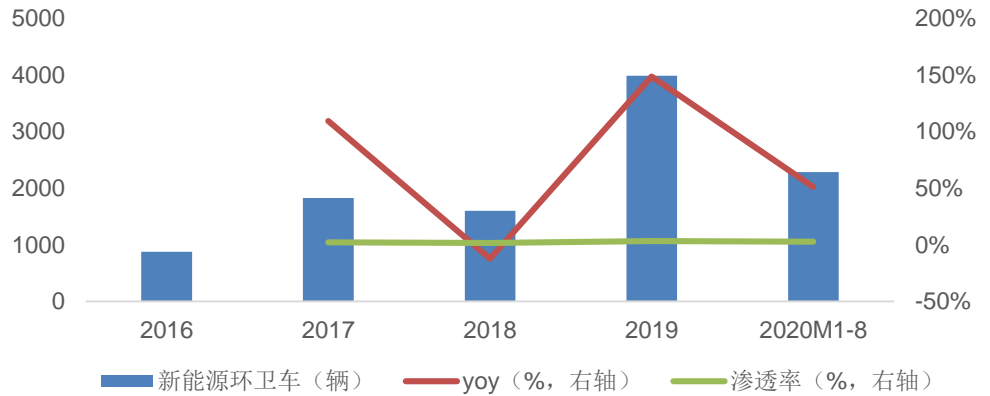


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**环卫装备新能源化趋势持续，新能源环卫车出货持续高增。**1-8月全国新能源环卫车销量2284台，同比增长51.1%，但渗透率仅2.8%。9月11日国家改革委等四部门联合印发《关于扩大战略性新兴产业投资，培育壮大新增长点增长极的指导意见》，明确提出开展公共领域车辆全面电动化城市示范，提高城市公交、出租、环卫、城市物流配送等领域车辆电动化比例。**我们预计2022年新能源环卫车渗透率达到30%，2025年渗透率达到60%，分别对应4.4万辆和12万辆的新能源环卫**

车规模。按当前 75 万元/辆均价计算，2025 年新能源环卫车市场规模超过 900 亿元。新能源环卫车作为极具成长潜力的蓝海市场，将迎来最快增长的 5 年。

图 4：我国新能源环卫车销量（2016-2020 年 8 月）



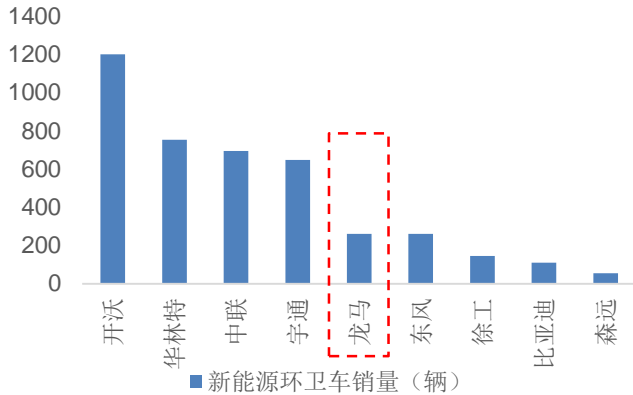
数据来源：中国汽车工业协会专用车分会、东方证券研究所

表 1：2020-2025 年新能源环卫车渗透率测算

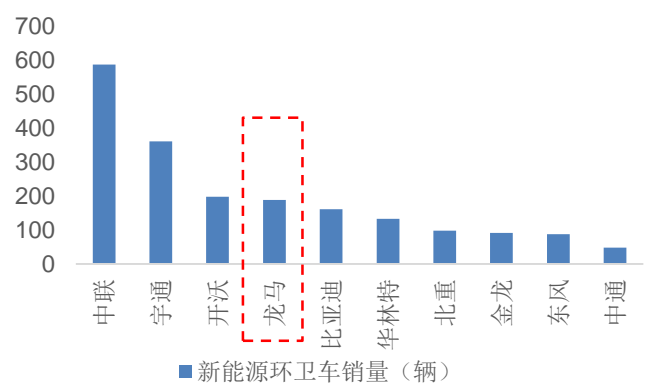
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
环卫车销量 (辆)	61929	88124	102265	116588	120000	133008	147425	163406	181119	200752
Yoy (%)		42.30%	16.05%	14.01%	2.93%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%
电动环卫车 (辆)	874	1830	1604	3990	7200	19951	44228	65362	90559	120451
渗透率 (%)	1.41%	2.08%	1.57%	3.42%	6%	15%	30%	40%	50%	60%
平均单价 (万元)	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
电动化规模(亿元)	6.56	13.73	12.03	29.93	54	149.63	331.71	490.22	679.20	903.38

数据来源：中国汽车工业协会专用车分会、东方证券研究所

**新能源环卫车市场群雄逐鹿，龙马市占率提升进行时。**公司稳居环卫装备第一梯队，根据汽车技术研究中心发布的报告，2011~2019 年公司在中高端环卫装备领域的产量连续 9 年均名列前 3 位。新能源环卫车市场尚处于发展早期，行业格局尚未完全稳固，公司凭借传统环卫车积淀的技术壁垒，市占率有望稳步提升。根据交强险数据，1-8 月龙马环卫新能源环卫车销售量市占率达 8.3%，相比 2019 年市占率 6.5%提升 1.7pct，排名第四。

**图 5：2019 年新能源环卫车销售量前 10 企业**


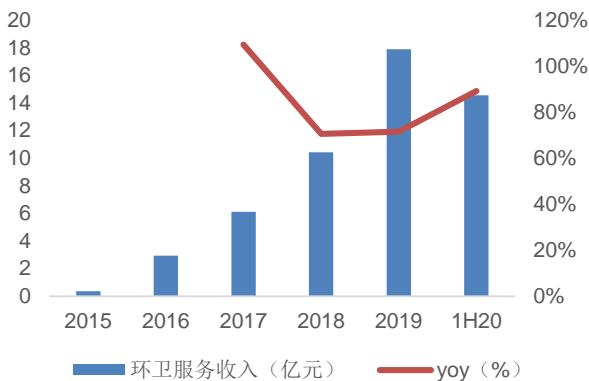
数据来源：交强险数据、东方证券研究所

**图 6：2020 年 1-8 月新能源环卫车销售量前 10 企业**


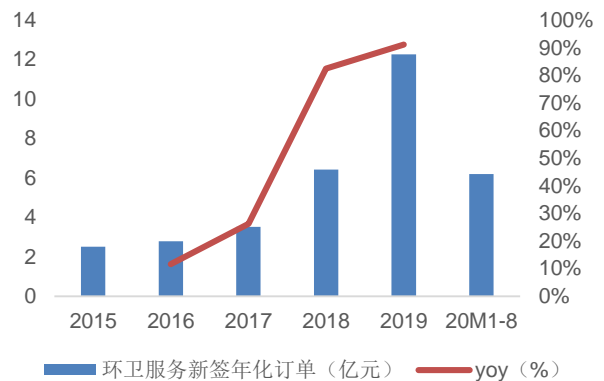
数据来源：交强险数据、东方证券研究所

## 环卫服务：4Q20 环卫服务订单有望迎来加速释放

1H20 公司环卫服务收入 14.6 亿元，同比增长 89.3%，占公司年度主营业务收入的 60.8%，首次超过环卫设备，成为公司业绩增长重要助推力。根据公司 8 月环卫服务项目中标公告，7-8 月中标项目合计年化合同额 0.98 亿元，较上半年新签订单 5.24 亿节奏略有放缓。但随着年底政府招标逐渐开启，公司作为环卫龙头有望积极参与，4Q20 环卫服务订单有望加速释放，助力全年 10 亿新增订单目标达成。截至 1H20 公司在手环卫服务项目年化合同金额为 31.6 亿元，年底有望达 36 亿元，同比+37%。未来随着环卫市场化加速推进，及环卫服务项目一体化、大型化助推已市场化部分向头部集中，龙头环卫企业有望充分受益。

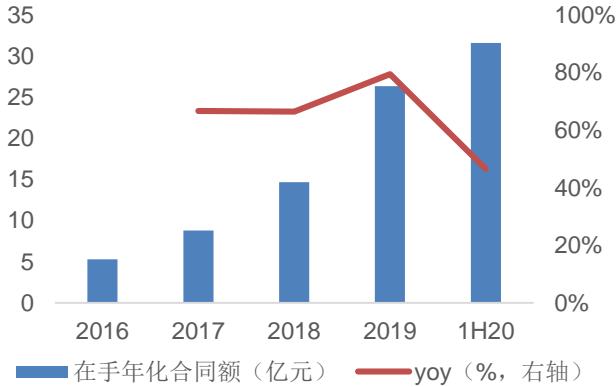
**图 7：2015-1H20 年公司环卫服务收入及增速**


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**图 8：2015-2020 年 8 月公司环卫服务新签年化订单**


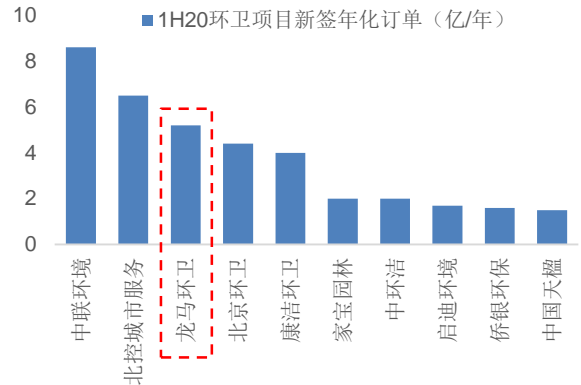
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 9：2015-1H20 公司在手年化合同金额



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 10：1H20 环卫服务新签年化订单前 10 企业



数据来源：E20、北极星环保网、东方证券研究所

## 拟定增融资，助力“装备+服务”双轮发展

公司于 8 月 14 日启动定增方案，拟非公开发行股票募集资金 10.6 亿元，募集资金将用于投资建设智慧环卫一体化平台（拟以募集资金投入 4.1 亿元，预计建设期 3 年）、环卫装备产能扩张（拟以募集资金投入 2.7 亿元，预计建设期 2 年）、厨余垃圾处理设备研发（拟以募集资金投入 0.9 亿元，预计建设期 2 年）以及偿还银行贷款。目前环卫装备产能已在扩建，助力环卫装备板块业绩增长。

表 2：募集资金使用计划

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金额 (亿元)	建设期
智慧环卫一体化综合服务平台建设项目	5.9	4.1	3 年
新型环卫装备研发及智能制造项目	2.7	2.7	2 年
厨余垃圾处理设备研发中心项目	0.9	0.9	2 年
补充流动资金	3.0	3.0	
合计	12.5	10.6	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 风险提示

**新增环卫服务合同不达预期：**随着环卫市场化进程的不断推进，吸引了包括设备制造公司、垃圾焚烧发电公司和物管公司在内的诸多新晋参与者，公司新增的环卫服务合同可能不达预期。

**环卫服务毛利率下滑：**环卫工人的工资上涨可能会造成环卫服务毛利率下滑。

**设备销售不达预期：**环卫装备市场未来的增量将主要来自于县城、乡镇和农村，如果地方财政紧张，机械化率可能会低于预期。

**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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	977	536	728	976	1,377	营业收入	3,444	4,228	5,735	7,070	8,209
应收票据、账款及款项融资	1,772	1,574	2,135	2,632	3,055	营业成本	2,594	3,140	4,202	5,287	6,154
预付账款	15	10	13	16	19	营业税金及附加	15	22	30	36	42
存货	500	503	673	847	985	营业费用	322	398	516	601	698
其他	167	680	495	544	585	管理费用及研发费用	188	267	335	354	410
<b>流动资产合计</b>	<b>3,431</b>	<b>3,303</b>	<b>4,043</b>	<b>5,014</b>	<b>6,022</b>	财务费用	(28)	1	8	6	2
长期股权投资	14	23	23	23	23	资产、信用减值损失	60	63	63	63	63
固定资产	597	741	688	635	582	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	98	311	354	400	投资净收益	2	7	9	11	13
无形资产	24	67	307	300	292	其他	9	21	23	23	23
其他	58	308	16	9	1	<b>营业利润</b>	<b>303</b>	<b>365</b>	<b>612</b>	<b>757</b>	<b>876</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>702</b>	<b>1,237</b>	<b>1,345</b>	<b>1,321</b>	<b>1,298</b>	营业外收入	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>4,133</b>	<b>4,540</b>	<b>5,389</b>	<b>6,335</b>	<b>7,320</b>	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	0	190	220	190	190	<b>利润总额</b>	<b>301</b>	<b>362</b>	<b>609</b>	<b>754</b>	<b>873</b>
应付票据及应付账款	1,342	1,220	1,632	2,054	2,390	所得税	44	65	109	135	156
其他	313	447	467	485	500	<b>净利润</b>	<b>257</b>	<b>297</b>	<b>500</b>	<b>620</b>	<b>717</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,655</b>	<b>1,857</b>	<b>2,319</b>	<b>2,729</b>	<b>3,081</b>	少数股东损益	20	27	45	55	64
长期借款	0	16	16	16	16	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>270</b>	<b>456</b>	<b>564</b>	<b>653</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.65	1.10	1.36	1.57
其他	42	20	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,697</b>	<b>1,892</b>	<b>2,335</b>	<b>2,744</b>	<b>3,096</b>						
少数股东权益	124	148	193	248	312						
实收资本(或股本)	299	416	416	416	416						
资本公积	1,003	883	883	883	883						
留存收益	998	1,190	1,563	2,044	2,613						
其他	11	11	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,435</b>	<b>2,648</b>	<b>3,054</b>	<b>3,590</b>	<b>4,224</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,133</b>	<b>4,540</b>	<b>5,389</b>	<b>6,335</b>	<b>7,320</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	257	297	500	620	717
折旧摊销	79	98	65	68	68
财务费用	(28)	1	8	6	2
投资损失	(2)	(7)	(9)	(11)	(13)
营运资金变动	(602)	(56)	(359)	(286)	(257)
其它	(59)	(10)	255	2	2
<b>经营活动现金流</b>	<b>(356)</b>	<b>323</b>	<b>461</b>	<b>399</b>	<b>519</b>
资本支出	(208)	(377)	(457)	(43)	(45)
长期投资	(1)	8	0	0	0
其他	738	(155)	249	11	13
<b>投资活动现金流</b>	<b>529</b>	<b>(524)</b>	<b>(208)</b>	<b>(32)</b>	<b>(32)</b>
债权融资	(18)	7	0	0	0
股权融资	12	(3)	0	0	0
其他	(96)	61	(62)	(119)	(85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(103)</b>	<b>64</b>	<b>(62)</b>	<b>(119)</b>	<b>(85)</b>
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>71</b>	<b>(136)</b>	<b>191</b>	<b>248</b>	<b>402</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.6%	22.8%	35.6%	23.3%	16.1%
营业利润	-6.9%	20.2%	68.0%	23.7%	15.6%
归属于母公司净利润	-9.1%	14.4%	68.5%	23.8%	15.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.7%	25.7%	26.7%	25.2%	25.0%
净利率	6.9%	6.4%	7.9%	8.0%	8.0%
ROE	10.6%	11.2%	17.0%	18.2%	18.0%
ROIC	9.9%	11.3%	16.5%	17.7%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.1%	41.7%	43.3%	43.3%	42.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.07	1.78	1.74	1.84	1.95
速动比率	1.77	1.50	1.45	1.52	1.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.4	2.6	3.2	3.0	3.0
存货周转率	5.9	6.2	7.1	6.9	6.6
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.57	0.65	1.10	1.36	1.57
每股经营现金流	-1.19	0.78	1.11	0.96	1.25
每股净资产	5.56	6.01	6.88	8.04	9.41
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.3	33.4	19.8	16.0	13.9
市净率	3.9	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	24.0	18.3	12.4	10.2	9.0
EV/EBIT	30.9	23.2	13.7	11.1	9.7

资料来源：东方证券研究所

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

