

龙马环卫 (603686.SH)

盈利水平突出，融资助力发展

核心观点:

- **业绩增长加速，盈利水平突出。**2020年上半年，公司实现合并营业收入 24.15 亿元，同比增长 26.41%，实现归母净利润 1.95 亿元，同比增长 58.59%。单季度看，Q2 营收 13.54 亿元，同比增长 29.49%，归母净利润 1.17 亿元，同比增长 65.36%，增速相比 Q1 均有提升，并且单季度归母净利润首次实现超过亿元。
- **设备业务稳定，环卫服务大幅增长。**上半年公司环卫装备营收 9.38 亿元，同比下降 16.52%，毛利率 29.78%，同比上升 0.74 个 pct；环卫服务营收 14.56 亿元，同比增长 89.25%，毛利率 24.95%，同比上升 4.87 个 pct。服务盈利水平提升，一方面是上半年疫情期间税收优惠所致，另一方面也是公司经营效率提升的体现。公司设备业务主要亮点是上半年实现新能源环卫装备销售 117 台，同比增长 200%。
- **服务新接订单积极，拟再融资助力发展。**根据半年报，上半年公司新增中标项目 20 个，新签合同年化金额 5.24 亿元。截至中报披露日，公司在手环卫服务项目年化合同 31.60 亿元。公司同期披露拟非公开发行股票预案，募集资金总额不超过 10.6 亿元，主要用于智慧环卫一体化综合服务平台建设项目、新型环卫装备研发及智能制造项目。如果募集资金项目成功落地，将有望帮助公司巩固行业竞争地位，并进一步发展为全国领先的环境卫生整体解决方案提供商。
- **投资建议。**我们预测公司 20-22 年 EPS 分别 1.06/1.39/1.77 元/股，最新股价对应市盈率 26/20/16 倍。结合可比公司估值和龙马未来业绩预期增速，给予公司 21 年目标 PE 估值为 25x，对应合理价值为 34.68 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧；环卫市场化低于预期；政府投资低于预期。

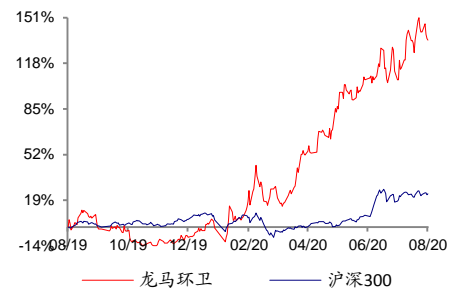
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,444	4,228	6,101	7,812	9,844
增长率 (%)	11.6	22.8	44.3	28.1	26.0
EBITDA (百万元)	407	511	729	879	1,094
归母净利润 (百万元)	236	270	441	577	738
增长率 (%)	-9.1	14.4	63.0	30.8	28.0
EPS (元/股)	0.79	0.65	1.06	1.39	1.77
市盈率 (P/E)	13.74	16.79	26.24	20.06	15.68
ROE (%)	10.23	10.81	14.99	16.39	17.34
EV/EBITDA	5.63	8.25	15.48	12.44	9.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	27.83 元
合理价值	34.68 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-30

相对市场表现



分析师: 王珂



SAC 执证号: S0260517080006



021-60750636



gfwangke@gf.com.cn

分析师: 罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师: 郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

请注意，王珂、罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 龙马环卫 (603686.SH): 经营拐点得到验证，环卫服务厚积薄发 2020-04-20
- 龙马环卫 (603686.SH): 环卫龙头，一马当先 2020-02-23
- 龙马环卫 (603686.SH): 第三季度收入增速达 27%，最新在手服务合同超 25 亿/年 2019-10-29

一、盈利预测

1. 环卫装备：公司以环卫装备起家，连续多年维持行业前三地位，公司2019年在加强设备业务应收账款管理，提升设备盈利水平，取得明显成效。我们预测该业务21-22年收入增速维持在7%。而下游需求的回暖以及原材料成本的管控，产品盈利有望回升，我们预测该业务20-22年毛利率保持在30%之间。

2. 环卫服务：公司15年正式启动服务业务，过去4年收入保持了较高增长。基于公司服务业务发展趋势和我们对公司未来3年新签订单规模预测，我们预测该业务20-22年收入增速分别为80%、40%、35%。随着未来项目运营时间增加，管理经验积累和规模效应显现，毛利率有望保持在22%-23%之间。

表 1：龙马环卫营收预测拆分（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
环卫装备业务				
收入	2347	2347	2510	2686
增长率	0%	0%	7%	7%
成本	1635	1641	1754	1877
毛利	711	706	756	809
毛利率(%)	30%	30%	30%	30%
环卫服务业务				
收入	1789	3220	4508	6086
增长率	71%	80%	40%	35%
成本	1429	2512	3494	4686
毛利	360	708	1014	1400
毛利率(%)	20%	22%	23%	23%
其他业务				
收入	92	134	194	272
增长率	51%	45%	45%	40%
成本	75.11	109.78	159.18	222.85
毛利	17	24	35	49
毛利率(%)	19%	18%	18%	18%
合计				
收入	4228	6101	7812	9844
增长率	23%	44%	28%	26%
成本	3140	4502	5779	7290
毛利	1088	1599	2033	2554
毛利率	26%	26%	26%	26%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、可比估值

表2: 可比公司估值水平 (股价为最新收盘价)

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元/股) (按 Wind 一致预期盈利预测)			P/E		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300815	玉和田	143.09	3.01	4.49	4.95	47.54	31.87	28.91
002973	侨银环保	28.54	0.32	0.62	0.8	89.19	46.03	35.68

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、投资建议

我们预测公司20-22年EPS分别1.06/1.39/1.77元/股, 最新股价对应市盈率26/20/15倍。结合可比公司估值和龙马未来业绩预期增速, 给予公司21年目标PE估值为25x, 对应合理价值为34.68元/股, 维持“买入”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧; 环卫市场化低于预期; 政府投资低于预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,431	3,303	4,420	5,422	7,012	经营活动现金流	-356	323	198	466	620
货币资金	977	536	600	676	1,194	净利润	257	297	479	623	793
应收及预付	1,787	1,544	2,353	3,014	3,798	折旧摊销	82	109	115	127	139
存货	500	503	740	950	1,198	营运资金变动	-720	-131	-475	-317	-347
其他流动资产	167	720	727	783	823	其它	26	47	78	32	35
非流动资产	702	1,237	1,340	1,333	1,305	投资活动现金流	529	-524	-224	-115	-105
长期股权投资	14	23	23	23	23	资本支出	-224	-409	-233	-123	-113
固定资产	597	741	826	800	762	投资变动	-40	-4	0	0	0
在建工程	9	98	128	148	158	其他	793	-111	8	8	8
无形资产	24	67	67	67	67	筹资活动现金流	-103	64	90	-275	3
其他长期资产	58	308	295	295	295	银行借款	-17	196	95	-265	5
资产总计	4,133	4,540	5,760	6,756	8,317	股权融资	7	16	0	0	0
流动负债	1,655	1,857	2,568	2,930	3,693	其他	-92	-148	-5	-10	-2
短期借款	0	190	275	0	0	现金净增加额	71	-136	63	76	518
应付及预收	1,387	1,276	1,911	2,453	3,094	期初现金余额	507	577	536	600	676
其他流动负债	268	391	381	477	599	期末现金余额	577	441	600	676	1,194
非流动负债	42	35	66	76	81						
长期借款	0	16	26	36	41						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	42	20	40	40	40						
负债合计	1,697	1,892	2,633	3,006	3,774						
股本	299	416	416	416	416						
资本公积	1,028	883	883	883	883						
留存收益	998	1,190	1,631	2,207	2,945						
归属母公司股东权益	2,311	2,500	2,941	3,517	4,255						
少数股东权益	124	148	186	233	288						
负债和股东权益	4,133	4,540	5,760	6,756	8,317						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,444	4,228	6,101	7,812	9,844
营业成本	2,594	3,140	4,502	5,779	7,290
营业税金及附加	15	22	27	39	49
销售费用	322	398	580	742	911
管理费用	139	215	305	406	522
研发费用	49	52	73	94	118
财务费用	-28	1	19	4	-7
资产减值损失	-60	-2	-47	-28	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	8	8	8
营业利润	303	365	575	748	951
营业外收支	-3	-3	-2	-2	-2
利润总额	301	362	573	746	949
所得税	44	65	94	122	156
净利润	257	297	479	623	793
少数股东损益	20	27	38	47	56
归属母公司净利润	236	270	441	577	738
EBITDA	407	511	729	879	1094
EPS (元)	0.79	0.65	1.06	1.39	1.77

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)					
营业收入增长	11.6	22.8	44.3	28.1	26.0
营业利润增长	-6.9	20.2	57.7	30.0	27.2
归母净利润增长	-9.1	14.4	63.0	30.8	28.0
获利能力 (%)					
毛利率	24.7	25.7	26.2	26.0	25.9
净利率	7.5	7.0	7.9	8.0	8.1
ROE	10.2	10.8	15.0	16.4	17.3
ROIC	19.0	15.8	19.7	21.8	25.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.1	41.7	45.7	44.5	45.4
净负债比率 (%)	0.5	4.7	5.4	0.7	0.6
流动比率	2.07	1.78	1.72	1.85	1.90
速动比率	1.76	1.50	1.43	1.52	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.98	1.18	1.25	1.31
应收账款周转率	2.33	2.56	2.61	2.61	2.61
存货周转率	6.00	6.26	6.08	6.08	6.08
每股指标 (元)					
每股收益	0.79	0.65	1.06	1.39	1.77
每股经营现金流	-1.19	0.78	0.48	1.12	1.49
每股净资产	7.73	6.01	7.07	8.46	10.24
估值比率					
P/E	13.74	16.79	26.24	20.06	15.68
P/B	1.41	1.82	3.93	3.29	2.72
EV/EBITDA	5.63	8.25	15.48	12.44	9.53

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：高级研究员，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。