

# 龙马环卫 (603686.SH)

## 环卫龙头，一马当先

### 核心观点:

- **内部调整完成，业绩拐点出现。**19年开始公司各项业务出现改善，正式扭转了2018年以来业绩下滑趋势。其中第三季度营业收入11.13亿元继续维持十亿元量级，同比增长27.14%，归母净利润0.76亿元，同比增长19.75%，接近历史单季度峰值水平。根据2019年半年报的披露，公司组织架构调整基本完成，落实了各事业部经营发展责任，并公告员工持股计划草案，显示管理层对公司发展的信心。
- **下游投资趋于活跃，市场长期空间被打开。**环卫领域投资是市政公用设施投资的重要组成部分，而且符合“补短板、惠民生”方向，在财政和货币政策引导下地方政府投资加码，环卫车辆和服务采购规模有望大幅增加。叠加全国各地持续开展环境消毒工作和前期跟进实施垃圾分类，垃圾运转车辆面临较大缺口，设备和服务市场空间扩大。
- **投资建议。**公司19年各项业务均出现明显改善，完成内部管理提升并推出员工持股。在环境卫生与垃圾分类措施有效执行的背景下，专项债提前下达和宽松货币政策将有效提振地方政府在环卫领域的投资，公司设备业务将迎来采购需求提升，服务业务将受益融资环境改善盈利水平有望改善。我们预测公司19-21年EPS分别为0.66/0.83/1.00元/股，最新股价对应市盈率18/14/12倍。结合可比公司估值和龙马未来业绩预期增速，给予公司20年目标PE估值为20x，对应合理价值为16.59元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**装备市场竞争加剧；环卫服务市场化不达预期；政府投资规模不及预期。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,085	3,444	4,324	5,393	6,643
增长率(%)	39.1	11.6	25.6	24.7	23.2
EBITDA(百万元)	374	407	487	543	640
归母净利润(百万元)	260	236	276	345	416
增长率(%)	23.1	-9.1	16.7	25.1	20.6
EPS(元/股)	0.87	0.79	0.66	0.83	1.00
市盈率(P/E)	30.21	13.74	18.07	14.45	11.98
市净率(P/B)	3.67	1.41	1.93	1.70	1.49
EV/EBITDA	16.87	5.63	9.16	8.57	7.35

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

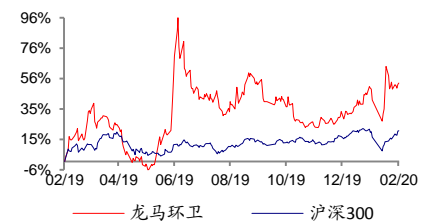
### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	12.62元
合理价值	16.59元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-23

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	415.66/415.66
总市值/流通市值(百万元)	5216.48/5216.48
一年内最高/最低(元)	23.00/10.15
30日日均成交量/成交额(百万)	20.56/255.62
近3个月/6个月涨跌幅(%)	23.04/8.23

### 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。

## 目录索引

一、龙马环卫：内部调整完成，业绩拐点出现.....	4
（一）“三步走”发展战略，把握行业新机遇.....	4
（二）基本面拐点已出现，各项指标均出现改善.....	5
（三）组织架构完成调整，员工持股适时推出.....	7
二、环卫装备业务：投资趋于活跃，市场空间打开.....	8
（一）环卫车辆业务保持行业领先.....	8
（二）地方债务提前下达，政府环卫投资趋于活跃.....	9
（三）垃圾分类打开市场向上空间.....	11
三、环卫运营业务：抓住历史机遇，实现项目裂变.....	15
（一）全国环卫市场化规模持续扩张.....	15
（二）环卫服务订单大幅增长.....	15
（三）垃圾分类项目招标量攀升.....	16
四、短期疫情影响：环卫助力，共克时艰.....	17
（一）各地防疫战打响，环境卫生引长期重视.....	17
（二）设备人员齐上阵，助力疫情防控工作.....	18
（三）支持相关企业发展，疫情期间出台税收等政策.....	20
五、投资建议.....	20
六、风险提示.....	22

## 图表索引

图 1: 公司“三步走”发展战略.....	4
图 2: 公司营业收入构成及同比增速.....	5
图 3: 公司装备与服务业务收入占比.....	5
图 4: 公司营业收入(百万元)及同比增速.....	5
图 5: 归母净利润(百万元)及同比增速.....	5
图 6: 公司环卫装备及服务业务毛利率变化.....	6
图 7: 公司季度收到现金与收入比值.....	6
图 8: 公司内部治理重点方向.....	7
图 9: 龙马环卫装备业务收入及同比增速.....	8
图 10: 龙马环卫装备中的收转装备收入及同比增速.....	9
图 11: 我国公用设施建设固定资产投资构成(2017).....	10
图 12: 龙马环卫装备业务收入及增速.....	10
图 13: 我国市容环境固定资产投资及增速.....	10
图 14: 上海生活垃圾分类目标.....	12
图 15: 垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算.....	14
图 16: 垃圾收转设备销量(台).....	14
图 17: 全国环卫服务市场中标项目年化金额及同比增速.....	15
图 18: 龙马环卫服务业务收入及同比增速.....	15
图 19: 2020年1月环卫服务项目服务金额TOP10.....	16
图 20: 2019年上半年国内环卫类招标项目占比.....	17
图 21: 2019年上半年垃圾分类、餐厨项目数量(个).....	17
图 22: 工作人员循环消毒作业现场.....	20
图 23: 工作人员循环消毒作业现场.....	20
表 1: 垃圾收运装备细分产品介绍.....	11
表 2: 全国地级市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算.....	13
表 3: 46个重点城市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算(2020年年底之前完成建设).....	13
表 4: 全国各地区疫情防控的环卫措施.....	18
表 5: “福龙马”防疫消毒产品线.....	19
表 6: 龙马环卫营收预测拆分(单位:百万元).....	21
表 7: 龙马环卫可比公司PE估值情况(股价统计截止20200221收盘).....	21

## 一、龙马环卫：内部调整完成，业绩拐点出现

### （一）“三步走”发展战略，把握行业新机遇

福建龙马环卫装备股份有限公司成立于2000年，成立伊始即专注于专用车辆制造。2007年公司完成了股份制改造；2015年公司在上海交易所上市。公司目前是中国专业化环卫装备、环卫服务主要供应商之一，致力于成为环卫领域综合性一体化方案供应商。公司的主营业务包括环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备等环卫装备的研发、生产与销售以及环卫产业运营服务，设备业务一直位居行业前三。多年来公司坚持专业化经营战略，专注于环境卫生事业，在环卫装备领域不断探索创新，已形成环卫清洁、垃圾收运、新能源环卫装备三大核心产品体系，可广泛满足城乡环卫清洁和垃圾收转等环卫作业需求。

图 1：公司“三步走”发展战略



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司目前主要有两大业务板块：环卫装备制造业务和环卫服务运营业务。

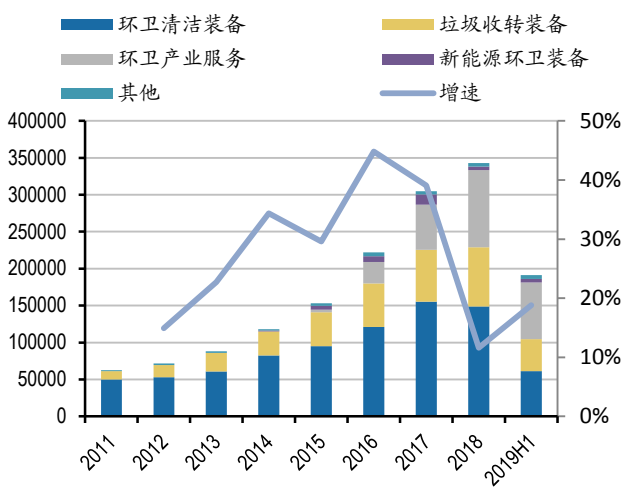
从环卫装备制造业务来看，公司不断研发改进、生产适用于我国城乡环境卫生的环卫装备，建立了覆盖全国各省区的销售网络，构筑了“直销为主，代销为辅”的多样化销售模式和多层次销售渠道，发展成为具有竞争优势的环境卫生整体解决方案提供商。公司聚焦中高端产品，环卫车辆中高端产品指技术含量较高、作业功能较复杂的自动化产品，较为典型的作业车辆包含高压清洗车、抑尘车、压缩式垃圾车、餐余垃圾车等等。

从环卫服务业务来看，公司主要参与各地政府环卫服务项目的招标和询价活动，中标后与当地政府或环卫主管部门签订承包合同、特许经营协议，在特定期限及区域内提供道路及公共场所清扫保洁服务，生活垃圾分类、收集、清运、处置，公共厕所等环卫设施的运营管理等环境卫生公共服务。公司制定了“环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展的战略，依托在环卫装备领域已经建立的竞争优势，大力推进环卫服务发展，延伸产业链条，使之成为公司中长期发展的关键拓展领域，实现环卫装备和环卫服务两大业务板块之间的资源共享、协同发展。

(二) 基本面拐点已出现，各项指标均出现改善

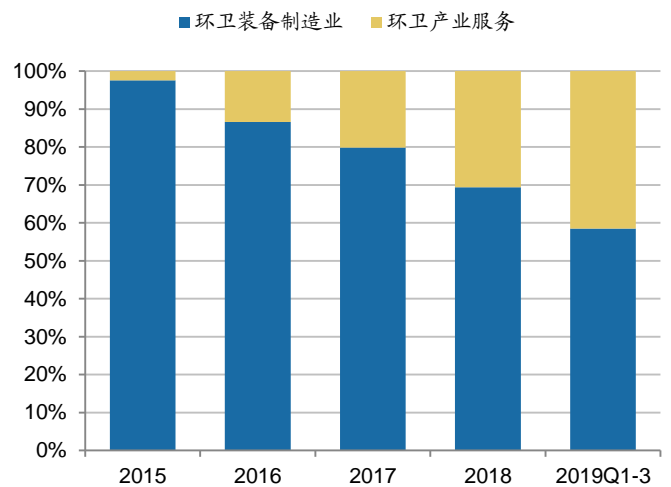
2017-18年行业受到环卫装备采购周期的影响，以及环卫服务业务早期项目尚处于盈利爬坡阶段，公司收入和利润增速在过去2年稍有回落。2019年上半年开始公司各项业务均发生改善。2019年前三季度公司环卫装备收入17.53 亿元，同比增长0.92%。其中垃圾收转装备2019年上半年收入4.31 亿元，同比增长 27.22%，毛利率为31.93%，同比上升了3个百分点，显示垃圾分类政策实施的明显拉动效应。2015年公司进军服务市场，在环卫产业服务业务上取得飞速发展，成为业绩的重要增长点。环卫产业服务营收从2015年的0.36亿元增长至2018年10.43亿元。2019年前三季度公司环卫服务收入12.44亿元，同比增长 72.47%，收入占比提升至41.5%。

图 2：公司营业收入（万元）构成及同比增速



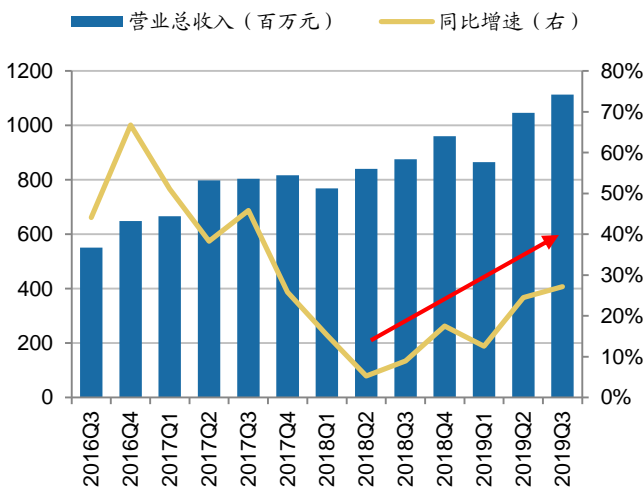
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：公司装备与服务业务收入占比



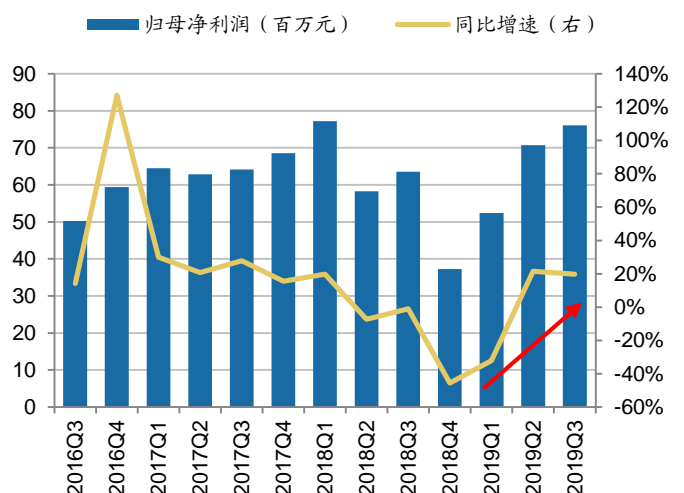
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：公司营业收入（百万元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

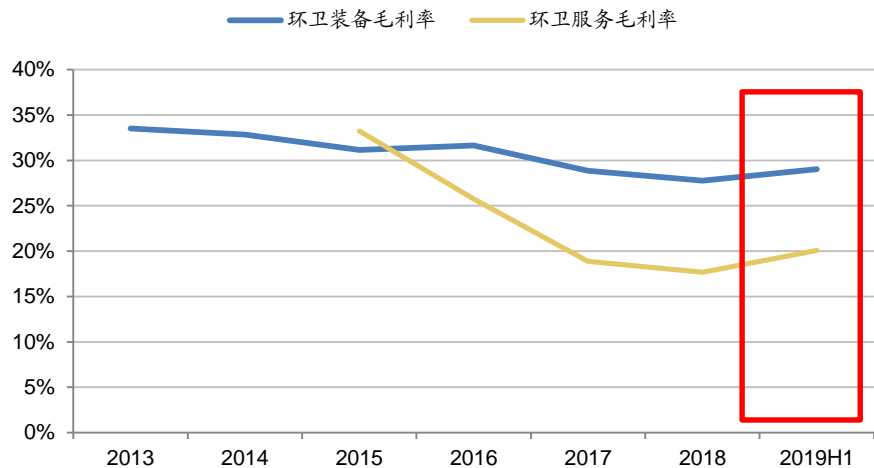
图 5：归母净利润（百万元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分季度看，龙马环卫2019年第三季度单季度收入11.13亿元，同比增长27%，创公司历史上单季度收入新高；归母净利润7612万元，同比增长20%，正式扭转了2018年以来的下降趋势。前三季度公司主营业务毛利率为 25.35%，同比上升0.62pct。环卫装备和服务业务的毛利率均显现出较明显的改善趋势。

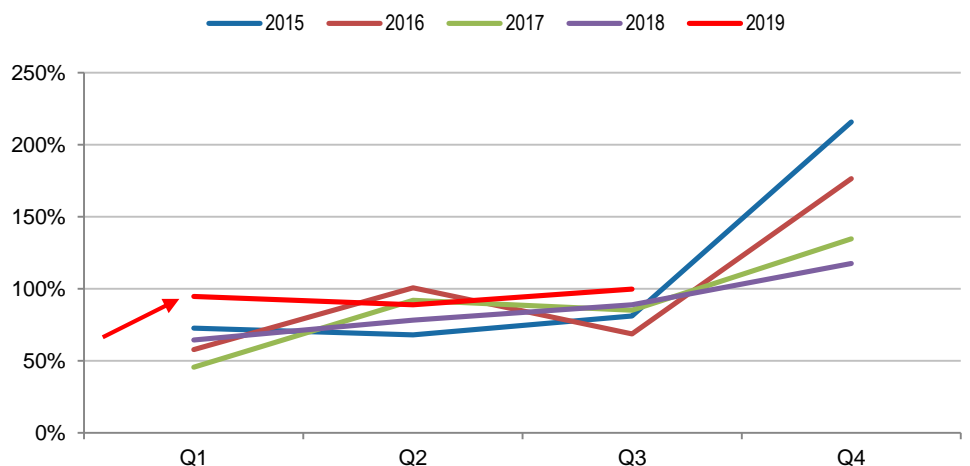
图 6: 公司环卫装备及服务业务毛利率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

同时公司在现金流方面加大整治力度。2019年前三季度，公司将应收账款的回笼作为经营工作重点之一，加强应收账款的管理，防止坏账的发生；加强对公司现金流量的内部监督，改善了公司经营性现金流状况。用收现比（销售产品服务收到现金/收入）指标可以看到，19年前三季度现金回流相比过往年份同期水平有明显改善。同时也可以看到公司现金流回流的季节分布非常明显，公司回款治理有望在下半年继续发挥效应。

图 7: 公司季度收到现金与收入比值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



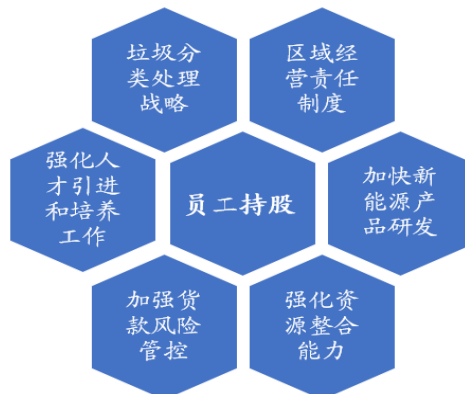
### （三）组织架构完成调整，员工持股适时推出

随着业务规模不断扩大，公司2018年提出对组织架构进行改革的方案，按照“平稳过度，规范提升，有效激励”择优任命方案，确保改革方案顺利完成。根据2019年半年报的披露，公司组织架构调整基本完成，明确了以装备事业部、环卫运营事业部、国际事业部、固废事业部为架构的业务发展模式，落实各事业部经营发展责任。同时按照强化过程控制，将年度经营目标责任分解到季度、月度实施，加大月度经营责任制激励与考核，提升激励时效。

第一，环卫服务业务方面，强化资源整合能力，提升项目拓展运营能力，加快项目落地速度。根据“环境司南”招标数据统计，公司是2019年政府招标采购市场第一家合同额突破百亿的环卫企业，2020年公司环卫服务业务继续发力，根据环境司南统计2020年1月中标环卫服务项目合同金额已达11.6亿元。第二，环卫装备业务方面，积极落实区域经营责任制，加强团队建设，打造营销利益共同体组织。同时公司成立成本控制小组，通过优化业务模块，形成采购闭环管理格局，加大分散采购实施力度，强化外协质量管理，提高了全年供货的合格率和交货的及时率。

第三，公司公告了员工持股计划，计划建立中长期员工激励和实施机制，建立公司与员工共同发展的长效机制。19年8月27日公司披露了《2019年至2022年员工持股计划（草案）》，草案表示公司将在2019-2022年根据业绩完成情况去设立业绩激励基金，用于员工持股计划的股份购买，将以此实现公司、股东和员工利益的一致性，健全公司长期、有效的激励约束机制，有效调动管理者和员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，从而确保公司的长期、稳定发展。公司拟以资本公积金向全体股东每10股转增4股。本员工持股计划购买所获的标的股票，锁定期不少于12个月，锁定期满后依据上一年度公司业绩目标及个人绩效考核结果确定的分配份额按两期分配至持有人，每期解锁比例各为50%。若该计划顺利实施，将增强公司管理团队和核心骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，确保公司战略目标的实现。员工持股计划的实施是公司提升治理结构，健全激励机制和约束机制的重要举措，也显示出管理层对公司中长期发展的信心。

图 8：公司内部治理重点方向



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

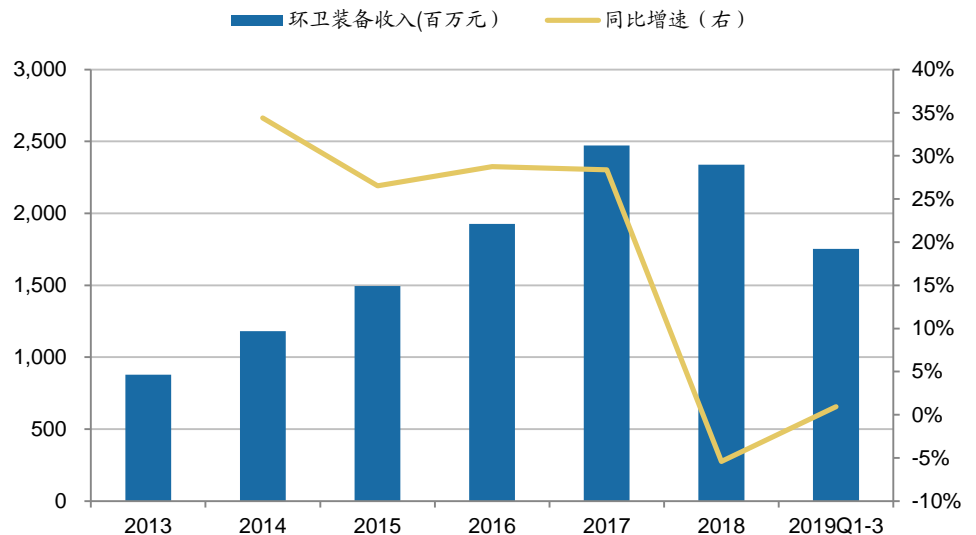
公司在半年报中还披露了2019年下半年工作重点：（1）积极落实区域经营责任制，加强团队建设，打造营销利益共同体组织，确保经营目标、利润贡献、品牌提升等目标的实现；（2）全面加强贷款风险管控，提高经济效益；（3）加快新能源环卫装备系列产品研发进度，重点开拓发达地区市场，提升产品增量；（4）持续发力抢夺环卫服务项目订单，把握垃圾分类的发展机遇，推进项目落地工作，强化项目运营管理，提升经济效益；（5）进一步厘清垃圾分类处理战略，明确业务开展路线，加快垃圾分类处置、渗滤液处理装备、有机废弃物设备、污泥处置项目运营的推广，争取尽快实现标准化、可复制化；（6）进一步强化人才引进和培养工作，强化龙马培训学院在人才培养及项目人才输送方面的竞争优势。

## 二、环卫装备业务：投资趋于活跃，市场空间打开

### （一）环卫车辆业务保持行业领先

2019年前三季度公司环卫装备收入17.53 亿元，同比增长0.92%，占主营收入比例58.5%。其中垃圾收转装备2019年上半年收入4.31 亿元，同比增长 27.22%，毛利率为 31.93%，同比上升 3.08个百分点，显示垃圾分类政策实施的明显拉动效应。根据中国汽车技术研究中心数据统计，2019 年上半年，公司在环卫装备行业名列前茅三位，市场占有率为 4.72%，公司环卫创新产品和中高端作业车型市场占有率9.47%。

图 9：龙马环卫装备业务收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

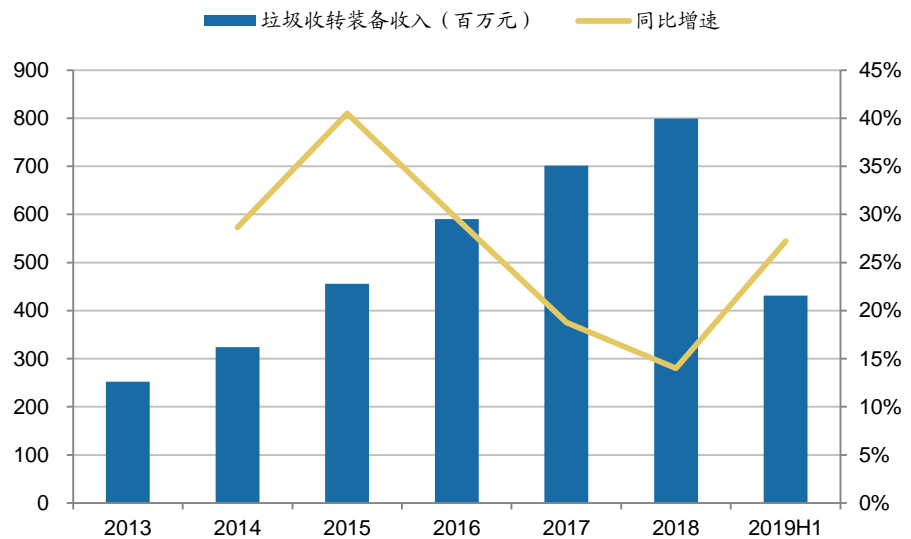
2019年上半年行业利好政策得到了进一步的落地施行，如垃圾分类、乡村振兴、农村环境整治等，使得餐厨垃圾车、密闭式桶装垃圾车等垃圾收运类产品需求随之增多，垃圾处理类产品的招标总量有着明显上升。根据公司19年半年报披露的中国汽车技术研究中心的数据，2019年上半年我国环卫车的总产量为65,124辆。其中的中



高端环卫作业车型产量为21,601台，同比增长了57.17%，除清洗车产量下降外，其余产品均呈增长趋势。

从环卫车细分品类看，上半年我国环卫清洁类车辆产量33,712辆，同比增产8,365辆，增长了约33.00%，这主要是由于洒水车等低端产品产量增幅较大所导致的。而垃圾收转类车在上半年产量为31,412辆，同比增产9,760辆，增幅45.08%，该品类产量上升主要原因是由于压缩式垃圾车、吸污车和餐厨垃圾车产量的大幅增长导致的。压缩式垃圾车产量同比增产2,540辆，增幅为59.17%；吸污车同比增产2,351辆，增幅为92.60%；餐厨垃圾车产量同比增产1,622辆，增幅为540.67%。由此可见在垃圾分类政策和市场需求的催化下，2019年上半年环卫装备市场开始恢复增长，尤其是压缩式垃圾车、吸污车和餐厨垃圾车等运转类车辆实现高速增长，这与龙马环卫上半年设备业务经营数据趋势基本吻合，考虑到上市公司收入确认相比协会数据的滞后性，下半年龙马环卫设备业务有望保持较高增长速度。

图 10: 龙马环卫装备中的收转装备收入及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

根据龙马环卫19年半年报披露的中国汽车技术研究中心数据，2019年上半年公司在环卫装备行名列前三位，市场占有率为4.72%。根据中国汽车技术研究中心数据统计，2018年全国环卫车辆生产企业有301家，市场参与者较多，但普遍规模较小，年产量超过7000辆的仍只有3家。过去两年装备市场激烈竞争倒逼一些中小型企业退出市场，龙马环卫在市场价格竞争中仍保持战略定力，未来随着行业需求转暖有望凭借产品较强的竞争优势继续实现份额的扩张。

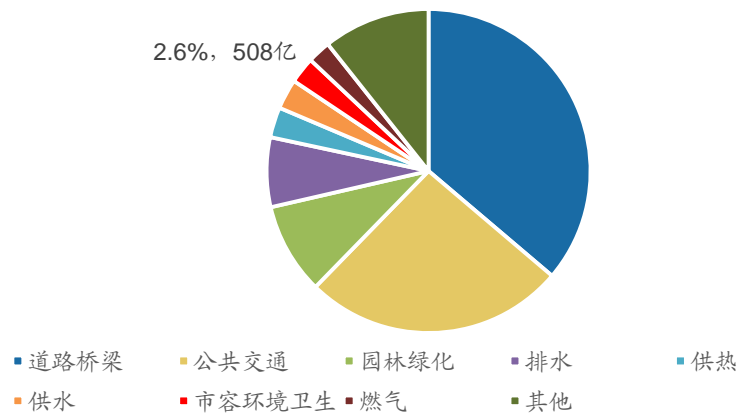
## (二) 地方债务提前下达，政府环卫投资趋于活跃

19年9月4日，国务院第63次常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署了用好专项债工作，要求提前下达2020年专项债部分新增额度，确保2020年初即可使用见效，并扩大使用范围。19年9月6日，财政部召开关于加快发行使用地方政府专项债券新闻发布会，对相关政策做了解读。财政政策一方面要切实落实简政

减税降费措施，优化营商环境，激发市场主体活力；另一方面要着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资。会议明确提出19年限额内地方政府专项债券要确保19年9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。

一方面，市容环卫领域的投资一直是公用设施建设固定资产投资的重要组成部分，地方专项债的提前下达将有效提振市容环卫领域的投资活跃度，尤其是在垃圾分类等惠民政策强力执行的背景下，环卫车辆和服务采购规模有望大幅增加。同时叠加货币政策宽松，环卫服务行业融资环境望改善，环卫企业车辆采购有望加码，环卫产业现金流改善也将促进龙马环卫等环卫车辆和服务企业现金回流，降低融资成本。

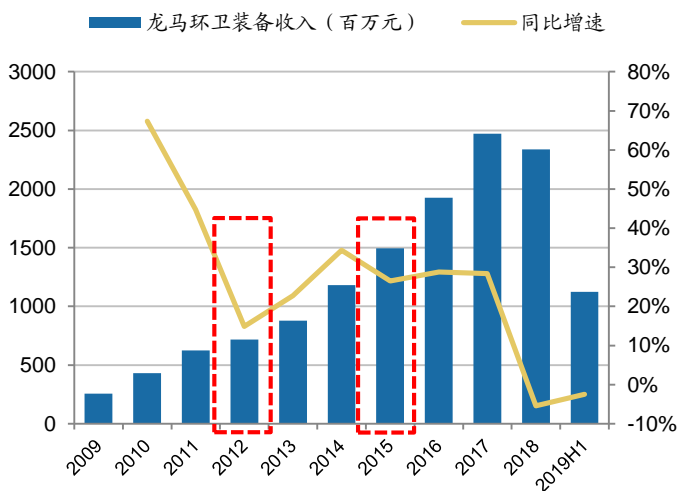
图 11：我国公用设施建设固定资产投资构成（2017）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

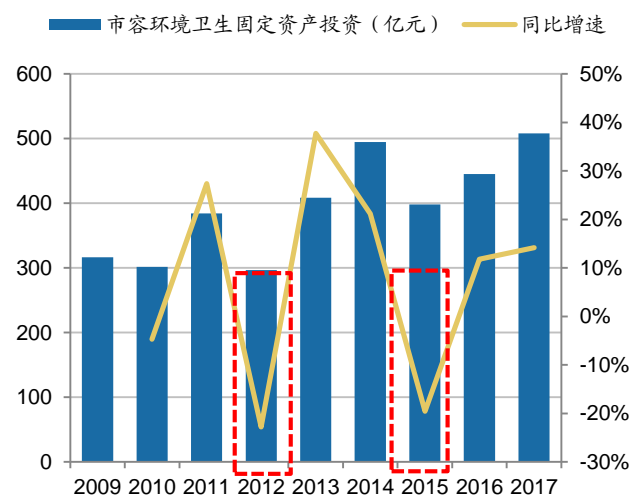
根据住建部统计，市容环境卫生固定资产投资曾在2012、15年有过下滑。从龙马环卫的装备业务来看，2012、15、18年是三年需求偏弱的年份，与下游的投资一致。随着地方政府投资趋于活跃，环卫设备需求有望从下半年开始明显改善。

图 12：龙马环卫装备业务收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：我国市容环境固定资产投资及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）垃圾分类打开市场向上空间

今年6月住建部等九个部委在46个重点城市先行先试的基础上，印发了《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，决定自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，意味着垃圾分类工作在我国正式拉开大幕。通知要求到2020年底，46个重点城市要基本建成“垃圾分类”处理系统；2025年底前，全国地级及以上城市要基本建成“垃圾分类”处理系统。以上海为首的试点城市开始率先执行，2019年7月1日《上海市生活垃圾管理条例》开始生效施行，北京、深圳等城市也相继出台了垃圾分类的实施办法，意味着传统的生活垃圾收运体系将被颠覆，生活垃圾从投放、收集、运输、处理四大环节被“一分为四”，相应的垃圾分类、垃圾收转运装备及垃圾终端处置设施的需求都将大幅增加，市场需求不断释放。

近些年来，随着经济社会发展和物质消费水平大幅提高，我国垃圾产生量迅速增长，不仅造成资源浪费，也使环境隐患日益突出。遵循减量化、资源化、无害化原则，实施垃圾分类处理，促进资源回收利用成为各级政府工作重心。从今年开始，全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作，垃圾分类取得积极进展。总体上，我国目前垃圾分类覆盖范围还很有限，垃圾分类收运和处置设施依然存在较大短板。

表 1：垃圾收运装备细分产品介绍

大类	细分产品	功能介绍	示意图	
垃圾前端收 转装备	压缩式垃圾车	垃圾收运、压缩		
	非压缩式垃圾车	垃圾收运、装载		
	餐厨垃圾车	餐厨垃圾收运		
	吸污车	污水淤泥吸运		
垃圾中转站 装备	固定式中转站	垃圾中转、压缩		
	移动式中转站	垃圾收运、中转、压缩（部分型号）		

数据来源：龙马环卫公司官网，广发证券发展研究中心

垃圾收转运装备属于环卫装备的一个大类，后者的技术相对成熟，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。

垃圾收运装备主要可以分为垃圾前端收转运装备、垃圾中转站装备和终端处理设备。

垃圾前端收转装备包含了压缩式垃圾车、非压缩式垃圾车、餐厨垃圾车和吸污车等，其中压缩式垃圾车主要用于垃圾收运、压缩，具有压缩比高、收集量大、密封性好等特点，餐厨垃圾车主要用于餐厨垃圾收运，目前应用于酒店、食堂等餐饮业场所。而垃圾中转站装备包含了固定式中转站和移动式中转站，主要用于垃圾收运、中转，部分型号的中转站可用于压缩。

垃圾收运及中转设备作为硬件设施，有望首先受益垃圾分类政策。我们进一步测算了垃圾收转装备的市场空间。我们的整体思路是以上海市 2020 年存量设备为基础，按照人口占比类推到全国地级市整体需求，再按照保有量数据测算设备的需求缺口，考虑到设备的单价，以此得到新增市场空间。

**关键假设及思路：**

**1.上海市垃圾分类规划：**根据上海市 2018 年 4 月份出台的《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划(2018-2020 年)》，要求 2020 年全市完成 17000 余座分类垃圾厢房改造，920 辆湿垃圾专用收运车、16 辆有害垃圾专用收运车的规范配置。在垃圾收运中转设施方面，2020 年要完成 8000 个回收网点、210 座中转站建设，配置 180 个湿垃圾专用集装箱。另外，根据规划的披露，目前上海市存量干垃圾车约 3000 余辆，考虑到近几年生活垃圾的增速，我们假设到 2020 年底上海市用于干垃圾运输的专用车辆达到 4000 辆。

图 14：上海生活垃圾分类目标



数据来源：上海市绿化和市容管理局，广发证券发展研究中心

**2.全国地级市需求：**根据住建部等 9 部门的政策，垃圾分类目前是在全国的地级市进行推广。考虑到生活垃圾与当地人口基本呈正相关关系，我们以人口占比测算全国的设备需求。根据国家统计局的数据，2017 年上海市常住人口 2418 万人，而同年我国地级市人口 4.91 亿人，则对应垃圾收转设备需求 27 万台，其中干垃圾、湿垃圾专用设备分别为 8.1 万台、1.9 万台左右，而移动式中转站约 16 万个。

**3.需求缺口及空间：**根据《城乡建设统计年鉴》的数据，截止 2017 年底，我国城市环卫专用车 22.8 万台，其中约 60%为垃圾收转装备，对应存量垃圾收转设备约 13.7 万台，因此设备的需求缺口为 13.4 万台。在产品单价方面，移动式中转站的价格较

低，约 3 万元左右；其余产品，包括各类垃圾专用收运车辆、固定式中转运站，产品单价在 30 万元左右（数据来源于龙马环卫招股说明书），由此我们可以得到全国地级市垃圾收转设备新增市场空间约 162 亿元，这部分市场空间有望在 2019-2025 年按批次、逐步释放。

表 2：全国地级市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算

项目	2020 年上海市设备存量 (台)	全国地级市总需求量 (台)	需求缺口 (台)	单价 (万元/台)	新增市场空间 (亿元)
<b>1.配置分类运输装置</b>					
干垃圾车辆	4000	81280	31130	28	87.16
湿垃圾专用收运车	920	18694	11854	30	35.56
有害垃圾专用收运车	16	325	325	30	0.98
<b>2.垃圾分类收运中转设施</b>					
湿垃圾专用集装箱	180	3658	3658	20	7.32
移动式中转站	8000	162560	85074	3	25.52
固定式中转运站	210	4267	1933	30	5.80
<b>3.设备总需求量</b>					
<b>整体需求</b>	<b>13326</b>	<b>270785</b>	<b>133973</b>	<b>12.12</b>	<b>162.34</b>

数据来源：国家统计局，《城乡建设统计年鉴》，龙马环卫官网，上海市绿化和市容管理局，广发证券发展研究中心

**4.新增需求释放时间点：**根据《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，到 2020 年 46 个重点城市要基本建成生活垃圾分类处理系统。根据我们的测算，这 46 个城市的新增垃圾收转设备需求有望达到 74 亿元，这部分空间有望在 2019-2020 年释放，而剩余地级市的设备需求有望在 2021-2025 年逐步释放。

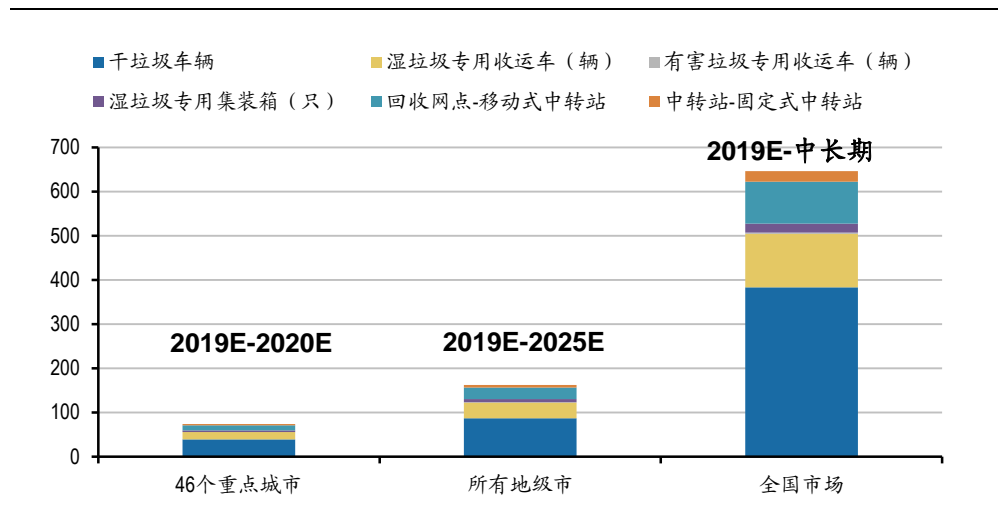
表 3：46 个重点城市垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算（2020 年年底之前完成建设）

项目	46 个重点城市总需求量 (台)	需求缺口 (台)	单价 (万元/台)	新增市场空间 (亿元)
<b>1.配置分类运输装置</b>				
干垃圾车辆	37009	14174	28	39.69
湿垃圾专用收运车	8512	5397	30	16.19
有害垃圾专用收运车	148	148	30	0.44
<b>2.垃圾分类收运中转设施</b>				
湿垃圾专用集装箱	1665	1665	20	3.33
移动式中转站	74018	38736	3	11.62
固定式中转运站	1943	880	30	2.64
<b>3.设备总需求量</b>				
<b>整体需求</b>	<b>123296</b>	<b>61000</b>	<b>12.12</b>	<b>73.91</b>

数据来源：国家统计局，《城乡建设统计年鉴》，龙马环卫官网，上海市绿化和市容管理局，广发证券发展研究中心



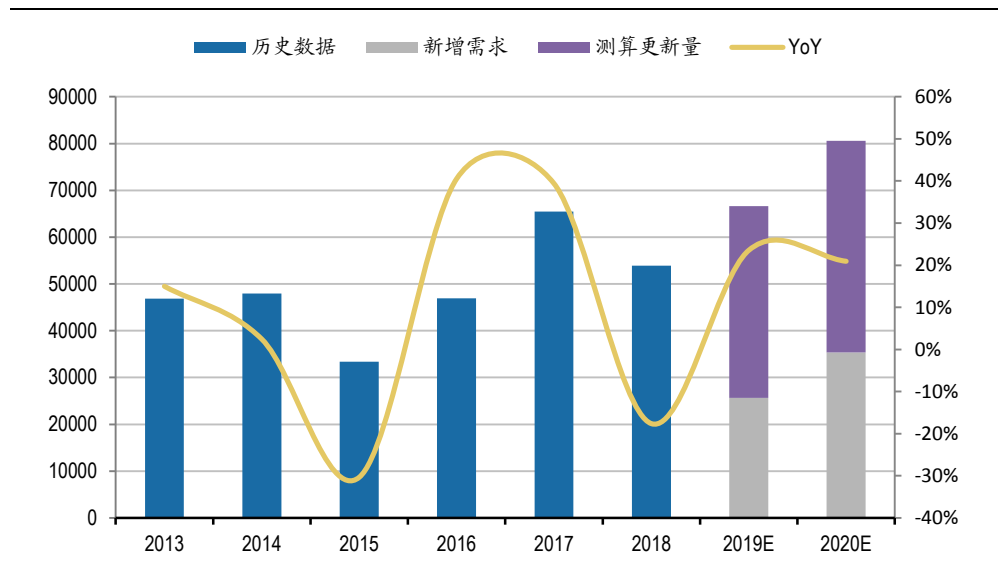
图 15: 垃圾分类对于垃圾收转设备的新增需求空间测算



数据来源: 中国汽车技术研究中心, 广发证券发展研究中心

**垃圾收转设备整体需求测算:** 传统的机械装备需求可以分为更新需求及新增需求两部分。在更新需求方面, 考虑到环卫设备 6-8 年的使用寿命, 19-20 年行业的更新需求有望分别达到 4.1 万台、4.5 万台, 叠加我们测算的新增需求量, 2019-2020 年垃圾收转设备市场整体需求有望增长超过 20%。

图 16: 垃圾收转设备销量 (台)



数据来源: 中国汽车技术研究中心, 广发证券发展研究中心

目前来看, 垃圾分类政策对于垃圾收转设备的需求具有正面影响。当前更多是基于干、湿垃圾分离的二元分类, 是最具备可操作性的分类, 对于现有环卫装备和车辆的利用率也相对较高。在这种背景下, 根据我们的测算, 2025年之前全国地级市垃圾收转设备有望新增市场需求约160亿元。

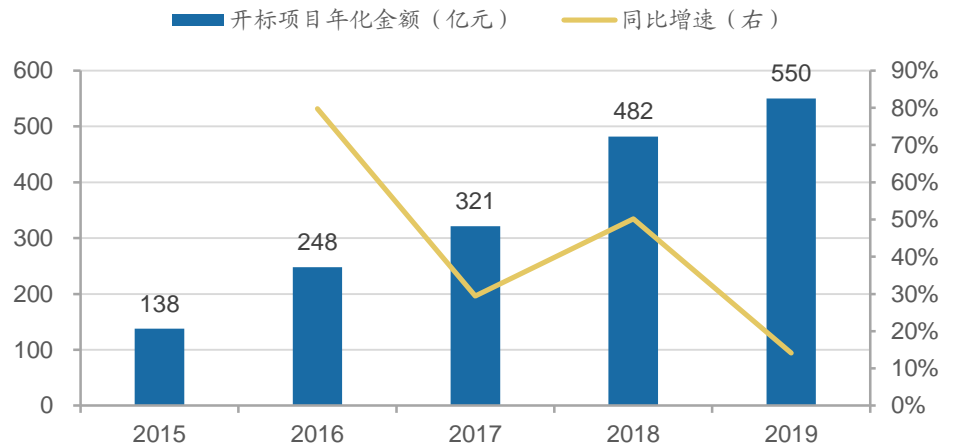


### 三、环卫运营业务：抓住历史机遇，实现项目裂变

#### （一）全国环卫市场化规模持续扩张

根据环境司南统计数据显示，2015-2019年，全国环卫服务市场中标项目年化金额由138亿元增长到550亿元，年复合增长率达到41%，环卫市场化年度营收规模累计已经超过1500亿元，环卫市场化一路高歌猛进，未来随着全国范围内的环卫市场化改革持续落地，环卫市场化规模有望继续增长，环卫企业拥有广阔的市场发展机遇。

图 17：全国环卫服务市场中标项目年化金额及同比增速

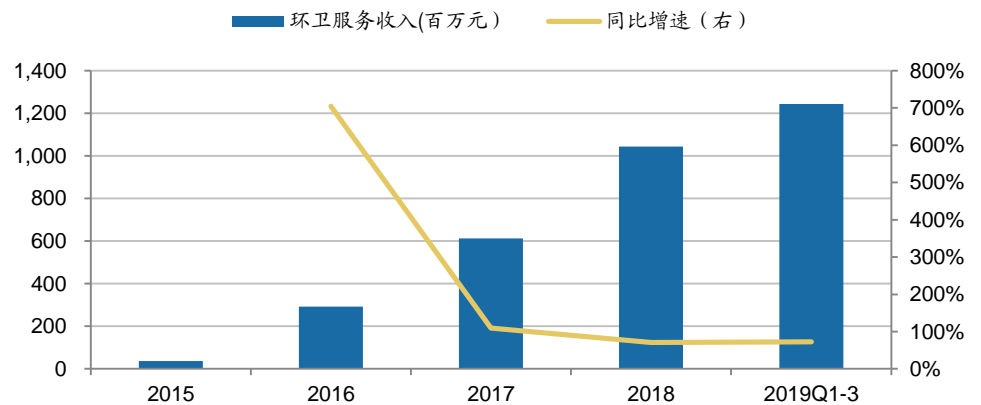


数据来源：环境司南，广发证券发展研究中心

#### （二）环卫服务订单大幅增长

2019年前三季度龙马环卫实现环卫服务业务12.44亿元收入，同比增长72.47%，2019上半年度毛利率20.09%，同比上升0.55pct。根据公司19年三季报，截至三季报披露日，公司在手年化合同25.06亿元，前三季度新签合同年化金额10.11亿元，累计合同总金额为249.72亿元。公司17年开始介入垃圾分类业务，累计中标垃圾分类项目30个，合同总金额2556万元。

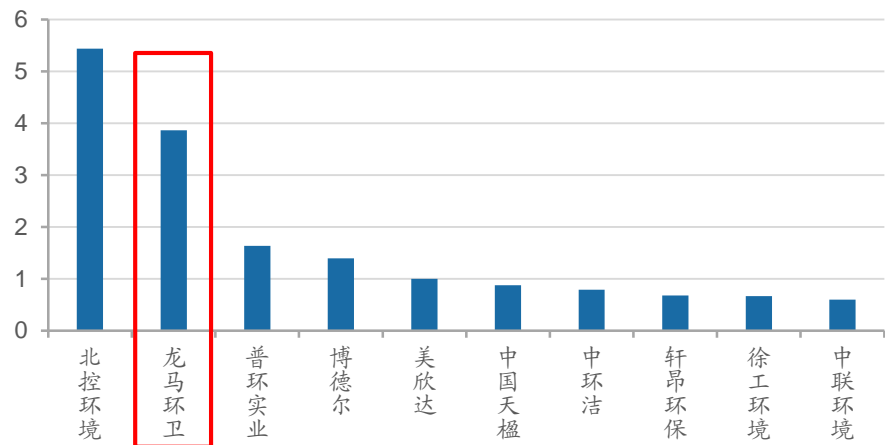
图 18：龙马环卫服务业务收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

随着公司组织架构的调整，环卫产业事业部强化资源整合能力，提升项目拓展运营能力，加快项目落地速度，根据环境司南招标数据统计，截止2019年9月24日，公司先后中标海南和内蒙古服务项目，成为2019年政府采购市场第一家合同额突破百亿的环卫企业。2019年上半年，公司新增中标环卫服务项目29个，首年环卫服务合同金额 55,197 万元，新签合同总金额 700,145 万元，其中中标的石狮市、沧州市、厦门公路局道路养护等环卫服务项目均具有重要意义。2020年公司环卫服务业务继续发力，开年1月中标环卫服务项目合同金额已达11.6亿元，首年服务金额行业排名第二。

图 19：2020年1月环卫服务项目服务金额TOP10



数据来源：环境司南，广发证券发展研究中心

### （三）垃圾分类项目招标量攀升

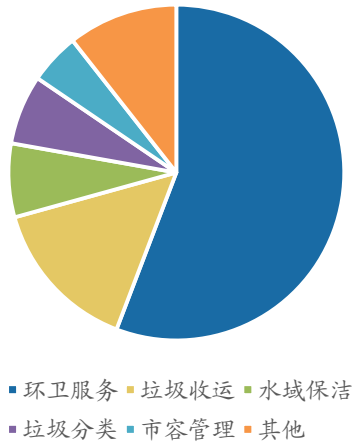
根据公司19年半年报披露，在垃圾分类推行的大环境下，公司自 2017 年介入垃圾分类业务以来，公司累计中标了厦门、武汉、天津、龙岩等地区的垃圾分类项目 30 个，累计合同金额 2,556.30 万元，其中2019 年至本报告披露日，共中标垃圾分类项目 11 个，合同总金额 2,015.37 万元。

2019年8月31日龙马环卫公告，近日中标天津市北辰区生活垃圾分类服务项目和天津市武清区生活垃圾分类项目。其中北辰区服务期限1年，合同金额1,282.05万元。合同内容主要包括北辰区114个垃圾分类推广社区(含12个精品社区)，5个示范村，4个党政机关示范单位，3个垃圾分类示范企业，3个精品示范学校，2个示范医院，1个部队示范营院的垃圾分类宣传、垃圾分类回收、巡检以及分类垃圾清运工作；硬件设施配置和维护等。

龙马环卫此次中标的天津市北辰区和武清区的垃圾分类服务项目是在进军垃圾分类市场后取得的一项新成绩，提升了公司在垃圾分类市场的竞争力和影响力。项目的顺利运营将为公司后续其他垃圾分类项目高效、稳定的运营提供宝贵经验，也将为公司打造以前端生活垃圾分类设备研发生产销售、宣传督导；中端垃圾分类收运；后端餐厨垃圾处置的全产业链奠定坚实基础。若公司能够签订正式项目合同并顺利实施，将对公司2019年及以后的经营业绩产生积极影响。

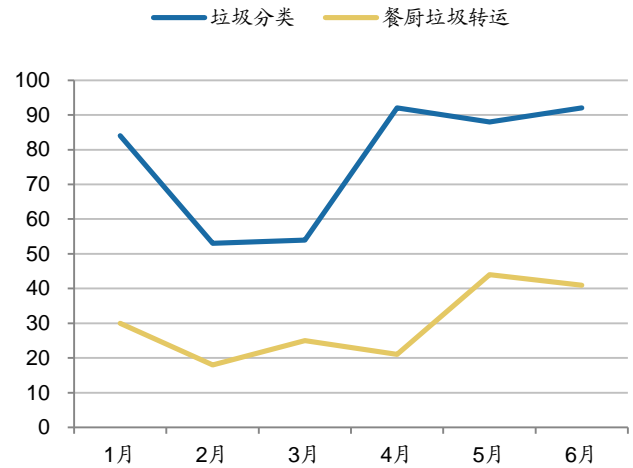
根据环境司南披露的数据,2019年上半年全国共开标各类环卫服务类项目(含标段)6954个,服务内容涵盖12个细分领域,其中环卫服务依然占据主要地位,同时垃圾收运、垃圾分类、餐厨垃圾收运数量明显提升。

图 20: 2019年上半年国内环卫类招标项目占比



数据来源: 环境司南, 广发证券发展研究中心

图 21: 2019年上半年垃圾分类、餐厨项目数量(个)



数据来源: 环境司南, 广发证券发展研究中心

## 四、短期疫情影响: 环卫助力, 共克时艰

### (一) 各地防疫战打响, 环境卫生引长期重视

2020年1月中下旬开始为遏制病毒扩大蔓延的势头,从源头阻断疫情传播,全国各地政府纷纷出台相应政策,迅速响应部署疫情防控工作。消毒杀菌是切断疫源传播的有效手段,是疫情防控、保障人体健康的重要措施,在政府防疫工作中主要表现为采用机械和人工两种方式,对城区的交通干道、垃圾站、公园绿地、居民社区等公共区域进行消毒消杀。对于广大农村地区,中央政治局常委会会议强调:要以疫情防控为切入点,加强乡村人居环境整治和公共卫生体系建设。疫情当前,医疗垃圾和生活垃圾产量巨大,道路机械化清扫消毒作业力度和频次显著增加,为有效杜绝病毒细菌的滋生与传播,环卫工作成为此次战“疫”不可或缺的中坚力量。为深入贯彻落实习近平总书记对新型冠状病毒的疫情作出的重要指示精神和李克强总理重要批示精神,各环卫企业纷纷动用环卫车辆和环卫人员队伍,保障城市环境卫生安全,助力疫情防控工作的顺利进行。

表 4: 全国各地疫情防控的环卫措施

地区	工作内容
邯郸	制定《邯郸市城市管理综合行政执法局关于疫情防控环境整治预防性消毒工作实施方案》，对主城区环卫部门管理的 391 座公厕、62 座垃圾站和公园广场、垃圾场等场所及设施开展集中消毒。
成都	将出动 6 台雾炮车，于 11 日凌晨零时开始，对城区道路进行喷洒消杀，地点主要集中在成华区内。11 日起还将对成都主城区 5+2（天府新区、高新区）进行全城消杀。
荆州	52 辆作业车同时出发，对全市 300 个小区，3000 万平米所有公共区域和公共设施进行集中消毒。
十堰	定期组织集中消杀，消杀作业分为机械消杀和人工消杀。对城区的主次干道和主要公共区域进行消毒消杀。
武汉	从 2.9 开始，全城开展一天两次的集中消毒，消杀重点范围是：全市医疗机构、集中隔离点、病家、密切接触者家庭、社区、重点单位（含超市、酒店）、集贸市场、公共厕所、垃圾转运站等。
濮阳	4 台雾炮车，4 台雾化洒水车，对濮阳县城区 27 条主次干道及部分公共区域实施防疫消杀作业，消杀作业采取雾炮、路面喷洒机械作业和人工喷雾等方式对县城主次干道、广场绿地、居民社区、集贸市场和其它人群密集场所、疫点周边区域等开展新型冠状病毒大消杀行动。
南宁	《南宁市市政园林局关于开展新冠肺炎疫情防控重点区域喷洒消杀工作的通知》：要求各县（区）、开发区环卫部门，根据目前南宁市环卫设备的配置情况，采用抑尘车（又称雾炮车）和洒水车等设备，对医院、集中隔离点等疫情防控重点区域的周边每天喷洒一次。
长沙	市政环卫、垃圾处理等领域全面启动防疫消毒消杀；对废弃口罩实现专桶收集、专车运输、专项处理，保证疫情期间生活垃圾得到全量焚烧和无害化处理。
洛阳	全面加强居民庭院（城中村）垃圾清理及环卫设施消杀，紧盯居民庭院（城中村）垃圾堆放点、垃圾中转站（收运点）、公共厕所等公共场所，确保大消杀不留盲区、不留隐患。
郑州	各区环卫部门出动 180 余台车辆对全市 800 多条道路进行消杀，同时把二七广场、高铁站、火车站等重点区域和部分隔离小区、收治病人定点医院周边作为重点，进行消杀覆盖。下一步，将根据疫情防控需要做好全市道路绿化和游园消杀、清洗工作。
重庆渝北	对城区主次干道、背街小巷、集贸市场等重点区域利用喷雾炮车和洗扫车进行机械化全覆盖式环保消毒作业。对全区 240 余座公共厕所，扎实开展公厕消杀保洁工作。以生活垃圾为重点，加强垃圾收运站点（箱、桶）、运输车辆和垃圾场等环卫设施设备的消毒消杀工作。
北海	采用雾炮车，对辖区内的医院、集中隔离点等疫情防控重点区域周边进行喷洒杀毒，全力遏制新冠肺炎疫情播散和蔓延。

数据来源：邯郸、成都、荆州等地环卫局官网，广发证券发展研究中心

## （二）设备人员齐上阵，助力疫情防控工作

自疫情爆发以来龙马环卫公司高度关注疫情的发展，第一时间成立防控领导小组，做好自身疫情防控，同时公司分布在全国各地的环卫服务项目全力配合做好当地城市环境的消毒防疫及医疗废弃物清运等工作。

环卫设备方面，公司多年在环卫装备领域不断探索创新，拥有多功能抑尘车、清洗（洒水车）、路面养护车、洗扫车、护栏清洗车、墙面隧道清洗车等系列产品，能够满足疫情防控对杀菌消毒的需求。在防疫战中，龙马环卫集结百余台环卫装备助力湖北武汉、襄阳、宜昌等地，在城市公共区域进行“无死角、无盲区、全覆盖”的全方位机械化消毒杀菌作业。



表 5: “福龙马”防疫消毒产品线

产品	功能介绍	示意图
多功能抑尘车	俗称“雾炮车”，面对疫情可立即启用“消毒”功能，充分发挥雾炮车的机动性和雾炮水珠细密渗透力强的优势，按照全覆盖、零死角的要求，采用机械喷洒同人工喷洒相结合的方式，对市区主次干道、公厕、中转站、公园等地进行全方位定时喷洒消毒、清洁，消除细菌，阻断病媒孳生。	
清洗(洒水)车	该车配有前清洗、前洒水、后洒水、左右侧冲装置，喷洒有力射程远，水珠细密渗透强，其水箱可按比例加入次氯酸钠并开启相应功能就可对街道路面、公共区域、废弃物收集点、垃圾点、果皮箱、公厕、环卫清运车辆、垃圾中转站等场所进行冲洗、消毒、杀菌，严防严控病毒传播。	
路面养护车	适用于城市人行道、非机动车道、摊点油污路面及城市牛皮癣、果皮箱，道路路面、园林的保洁养护、打药消毒，还可根据作业路况需求选装后上、下喷雾，后下高压对冲，侧护栏清洗和手推万向喷架进行全方位、无死角清洗消毒。	
洗扫车	该车集清扫和清洗功能于一体，可根据疫情防控作业需求，加装后上、下喷雾装置进行强有力清除积水，洗扫路面、喷洒消毒杀菌等功能。	
护栏清洗车	适用于城市道路隔离护栏机械化清洗消毒杀菌作业中，不仅提高了护栏清洁工作的效率，同时也提高了环卫工人护栏清洗工作的安全性。	
隧道清洗车	具备对墙面隧道和城市路面洒水冲洗消毒功能，还配备大速比变速装置，可对墙、路面进行充分洗刷、喷洒，达到一遍净的清洗、消毒效果。	

数据来源：龙岩开发区，广发证券发展研究中心

环卫人员方面，在公司防控工作小组的统一部署下，17省60个项目公司近4万名员工迅速进入战斗状态，承担起疫情爆发期间作业范围内的清扫保洁及垃圾清运工作，平均日清运垃圾量超过1万吨以上。同时，公司把加强环卫工人的作业防护和环卫作业管理作为重点工作目标，面对环卫工作不能停，且长期暴露在公共场所的状况，公司采取了以下措施：一是提前部署项目公司采买口罩等劳保用品，千方百计保证防疫物资供应；二是组织对环卫保洁人员进行防控培训，指导环卫保洁人员做好自身安全防护措施；三是做好作业工具和场所的消毒灭菌工作，加强环卫作业管理；四是加强员工防护和身体状况的监测管理，建立工作日报制度。

图 22: 工作人员循环消毒作业现场



数据来源: 龙马环卫, 广发证券发展研究中心

图 23: 工作人员循环消毒作业现场



数据来源: 龙马环卫, 广发证券发展研究中心

2020年2月10日,为了切实履行企业社会责任,公司公告将向疫情较重及急需消杀环卫装备的区域或单位捐赠价值合计500万元的环卫专用设备、防疫物资及现金,用于支持新型冠状病毒感染的肺炎。公司将在深入贯彻政府工作要求的基础上,以实际行动持续做好疫情防控工作。一是持续做好物资保障与调配工作,做到“宁可备而不用,不能用而无备”;二是严格执行员工身体监测及去向上报制度;三是妥善筹划节后复工员工返程工作;四是加强与政府主管部门、行业协会、项目公司的联动,健全联络网络,共同打好防疫攻坚战。

### (三) 支持相关企业发展, 疫情期间出台税收等政策

为进一步做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作,支持相关企业发展,20年2月6日财政部联合国家税务总局出台临时性税收政策《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》(财政部 税务总局公告2020年第8号)对“纳税人提供公共交通运输服务、生活服务,以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入,免征增值税”。

2月18日,国务院常务会议决定阶段性减免企业社保费和实施企业缓缴住房公积金政策,以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响。人社部会同财政部、税务总局研究制定了《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》。住房城乡建设部会同财政部、中国人民银行研究提出关于住房公积金的三项阶段性支持政策。医保局会同财政部、国家税务总局研究提出阶段性减征职工基本医疗保险费的指导意见。预计将对当期公司税收成本和人力成本带来正面影响。

## 五、投资建议

公司19年各项业务均出现明显改善,并完成内部管理提升及推出员工持股。在环境卫生与垃圾分类措施有效执行的背景下,专项债的提前下达和宽松货币政策将有效提振地方政府在环卫领域的投资规模,龙马环卫设备业务将迎来采购需求提升,服



务业务将受益融资环境改善，未来业绩有望持续增长。我们预测公司19-21年EPS分别为0.66/0.83/1.00元/股，最新股价对应市盈率18/14/12倍。结合可比公司估值和龙马未来业绩预期增速，我们给予公司20年目标PE估值为20x，对应合理价值为16.59元/股，维持“买入”评级。

盈利预测：

表 6：龙马环卫营收预测拆分（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>环卫装备业务</b>				
收入	2339	2602	2897	3148
增长率	-5%	111%	111%	109%
成本	1689	1848	2058	2236
毛利	650	754	839	912
毛利率(%)	28%	29%	29%	29%
<b>环卫服务业务</b>				
收入	1043	1722	2496	3495
增长率	70%	165%	145%	140%
成本	859.08	1432.39	2084.46	2918.24
毛利	184	289	412	577
毛利率(%)	18%	17%	17%	17%
<b>合计</b>				
收入	<b>3443.58</b>	<b>4324.07</b>	<b>5393.30</b>	<b>6643.17</b>
增长率	40%	126%	125%	123%
成本	2593.98	3280.80	4142.20	5154.32
毛利	850	1043	1251	1489
毛利率	25%	24%	23%	22%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

可比公司估值：主要可比公司为玉和田。

表 7：龙马环卫可比公司PE估值情况（股价统计截止20200221收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	EPS（元/股）			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
玉和田	300815	环卫服务	86.20	1.76	2.10	2.80	48.98	41.05	30.79

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：玉和田盈利预测来自 Wind 一致预测。

## 六、风险提示

装备市场竞争加剧。环卫装备行业竞争格局相对分散，存在大量体量较小的市场参与者，行业面临竞争加剧的可能性。

环卫服务市场化不达预期。国内处于环卫服务不断市场化的阶段，同时受到环保行业政策和地方政府财政状况影响，存在整体推进不及预期的可能性。

政府投资规模不及预期。政府投资规模受到地方财政收入、宏观经济、财政政策等多方面因素影响，存在投资规模不及预期的可能性。

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,303</b>	<b>3,431</b>	<b>4,224</b>	<b>4,939</b>	<b>5,761</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>289</b>	<b>-356</b>	<b>-176</b>	<b>-80</b>	<b>50</b>
货币资金	1,584	977	900	650	500	净利润	273	257	300	375	452
应收及预付	1,193	1,787	2,521	3,292	4,055	折旧摊销	41	82	96	85	93
存货	364	500	629	788	974	营运资金变动	-44	-720	-625	-572	-525
其他流动资产	162	167	174	209	232	其它	19	26	53	32	30
<b>非流动资产</b>	<b>558</b>	<b>702</b>	<b>851</b>	<b>887</b>	<b>905</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,184</b>	<b>529</b>	<b>-231</b>	<b>-102</b>	<b>-89</b>
长期股权投资	12	14	14	14	14	资本支出	-252	-224	-226	-114	-101
固定资产	473	597	702	718	725	投资变动	0	-40	0	0	0
在建工程	4	9	39	59	69	其他	-932	793	-5	12	12
无形资产	25	24	24	24	24	<b>筹资活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>-103</b>	<b>331</b>	<b>-68</b>	<b>-111</b>
其他长期资产	43	58	73	73	73	银行借款	-7	-17	352	-48	-98
<b>资产总计</b>	<b>3,861</b>	<b>4,133</b>	<b>5,075</b>	<b>5,826</b>	<b>6,666</b>	股权融资	763	7	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,521</b>	<b>1,655</b>	<b>2,272</b>	<b>2,639</b>	<b>3,021</b>	其他	-71	-92	-22	-20	-13
短期借款	0	0	322	264	161	<b>现金净增加额</b>	<b>-210</b>	<b>71</b>	<b>-77</b>	<b>-250</b>	<b>-150</b>
应付及预收	1,296	1,387	1,661	2,025	2,432	<b>期初现金余额</b>	<b>716</b>	<b>507</b>	<b>977</b>	<b>900</b>	<b>650</b>
其他流动负债	225	268	289	350	428	<b>期末现金余额</b>	<b>507</b>	<b>577</b>	<b>900</b>	<b>650</b>	<b>500</b>
<b>非流动负债</b>	<b>82</b>	<b>42</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>85</b>						
长期借款	19	0	30	40	45						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	63	42	40	40	40						
<b>负债合计</b>	<b>1,603</b>	<b>1,697</b>	<b>2,342</b>	<b>2,719</b>	<b>3,106</b>						
股本	299	299	416	416	416						
资本公积	1,038	1,028	912	912	912						
留存收益	840	998	1,274	1,619	2,035						
归属母公司股东权益	2,140	2,311	2,585	2,929	3,345						
少数股东权益	117	124	148	178	214						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,861</b>	<b>4,133</b>	<b>5,075</b>	<b>5,826</b>	<b>6,666</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,085</b>	<b>3,444</b>	<b>4,324</b>	<b>5,393</b>	<b>6,643</b>
营业成本	2,256	2,594	3,281	4,110	5,079
营业税金及附加	14	15	26	43	53
销售费用	323	322	389	485	598
管理费用	110	139	173	216	266
研发费用	48	49	65	81	100
财务费用	-7	-28	8	12	7
资产减值损失	27	60	50	32	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	2	12	12	12
<b>营业利润</b>	<b>326</b>	<b>303</b>	<b>353</b>	<b>435</b>	<b>522</b>
营业外收支	-4	-3	5	7	10
<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>301</b>	<b>358</b>	<b>442</b>	<b>532</b>
所得税	49	44	59	68	80
<b>净利润</b>	<b>273</b>	<b>257</b>	<b>300</b>	<b>375</b>	<b>452</b>
少数股东损益	13	20	24	30	36
<b>归属母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>236</b>	<b>276</b>	<b>345</b>	<b>416</b>
EBITDA	374	407	487	543	640
EPS (元)	0.87	0.79	0.66	0.83	1.00

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	39.1	11.6	25.6	24.7	23.2
营业利润增长	29.7	-6.9	16.5	23.1	20.0
归母净利润增长	23.1	-9.1	16.7	25.1	20.6
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.9	24.7	24.1	23.8	23.5
净利率	8.8	7.5	6.9	6.9	6.8
ROE	12.2	10.2	10.7	11.8	12.4
ROIC	40.9	19.0	14.9	14.0	14.2
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	41.5	41.1	46.1	46.7	46.6
净负债比率	0.9	0.5	7.3	5.5	3.4
流动比率	2.17	2.07	1.86	1.87	1.91
速动比率	1.93	1.76	1.57	1.56	1.57
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.86	0.94	0.99	1.06
应收账款周转率	3.25	2.33	1.74	1.66	1.66
存货周转率	5.60	6.00	5.21	5.21	5.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.87	0.79	0.66	0.83	1.00
每股经营现金流	0.97	-1.19	-0.42	-0.19	0.12
每股净资产	7.15	7.73	6.22	7.05	8.05
<b>估值比率</b>					
P/E	30.21	13.74	18.07	14.45	11.98
P/B	3.67	1.41	1.93	1.70	1.49
EV/EBITDA	16.87	5.63	9.16	8.57	7.35

## 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。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加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：高级分析师，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：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 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	gfyf@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。

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。