

龙马环卫 (603686.SH)

环卫市场大幕开启，双轮驱动彰显实力

核心观点:

● 环卫市场化大幕拉开，投资加大促进订单释放

近年来随着城镇化进程不断推进，城市对于清扫保洁的需求也在不断扩大，城市清扫保洁面积以近 10% 的年均增速不断增长。越来越大的环卫需求推动下，政府对于城市及县城市容环境卫生的投资也持续加大，年均增速 15.87%。同时由于人力成本上升，环卫工人老龄化严重等问题，环卫行业机械化替代已成大势所趋。随着政府职能逐渐向公共服务倾斜，以及公共服务市场化的推广发展，市政环卫市场空间将慢慢放量。

● 双轮驱动：装备稳定增长，服务加速释放

环卫装备行业可视为与环境民生工程密切相关的成长性产业。2016 年行业扭转 2015 年下滑局面，总生产量 8.6 万台，增幅 30%。主要增幅产品为中高端产品，增幅 49%。公司作为聚焦中高端装备市场的龙头企业，2016 年总产量 6412 台，增幅 41%。同时公司市场占有率再创新高，达到 7.39%，环卫创新产品和中高端作业车型在同类市场占有率高达 14.88%。

环卫服务领域进入加速放量阶段。地方环卫类 PPP 项目需求继续增长。截至 2016 年 11 月末，2016 年新增环卫 PPP 落地项目 130 个，是 2015 年全年的 3 倍多。需求加速拉动下，公司屡获大单。2016 年公司环卫服务收入 2.92 亿元，同比增长 704.60%，毛利率为 25.77%，同比下降 7.46 个百分点，主要由于新增环卫服务项目处于磨合期，导致总体成本上升。其中海口项目净利润率在一年内由 4% 提升至近 9%。随着公司主要项目陆续进入成熟期，净利率水平将逐渐提升，双轮驱动下公司业绩兑现值得期待。

投资建议：我们预测 17-19 年 EPS 分别为 1.127/1.587/2.141 元，当前股价对应市盈率 29/21/15。结合业绩情况和估值水平，我们给予公司“买入”投资评级。**风险提示：**装备市场竞争程度加剧；环保服务推进不达预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,532.00	2,218.27	3,255.60	4,550.78	5,916.79
增长率(%)	29.62%	44.80%	46.76%	39.78%	30.02%
EBITDA(百万元)	174.52	280.75	411.12	592.07	798.13
净利润(百万元)	150.78	211.32	300.64	423.13	570.87
增长率(%)	16.29%	40.16%	42.27%	40.74%	34.92%
EPS(元/股)	0.565	0.776	1.127	1.587	2.141
市盈率(P/E)	70.26	42.68	29.04	20.64	15.30
市净率(P/B)	10.26	7.18	5.61	4.41	3.42
EV/EBITDA	55.85	29.18	18.32	11.95	8.13

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格 34.22 元

前次评级

报告日期

买入

买入

2017-04-05

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	272/106
流通 A 股市值(百万元)	9,320
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	52.30
一年内最高/最低(元)	39.63/28.90

相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：郭鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究:

龙马环卫 (603686.SH)：双 2017-03-21

轮驱动初现成效，内外兼修引

领行业

龙马环卫 (603686.SH)：设 2016-12-23

立战略性子公司，稳步推进项

目实施

联系人：王珂

gfwangke@gf.com.cn

邱长伟

gfwangke@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、环卫行业，大幕开启.....	4
1.1 城镇化加速，环卫需求稳增.....	4
1.2 环卫作业机械化率有待提升.....	5
1.3 市政环卫市场空间呈现多层次.....	5
1.4 政府职能转变，环卫服务放量.....	6
二、环卫装备，稳定增长.....	7
2.1 市场平滑增长，竞争强者恒强.....	7
2.2 产品百花齐放，份额屡创新高.....	8
三、环卫服务，加速落地.....	9
3.1 环卫服务进入加速放量期.....	9
3.2 最新中标项目分析.....	10
3.3 通过垃圾分选有望切入下游一体化处理.....	11
3.4 拟募投项目将开启运营新模式.....	13
四、双轮驱动，初现成效.....	13
五、投资建议与风险提示.....	15

图表索引

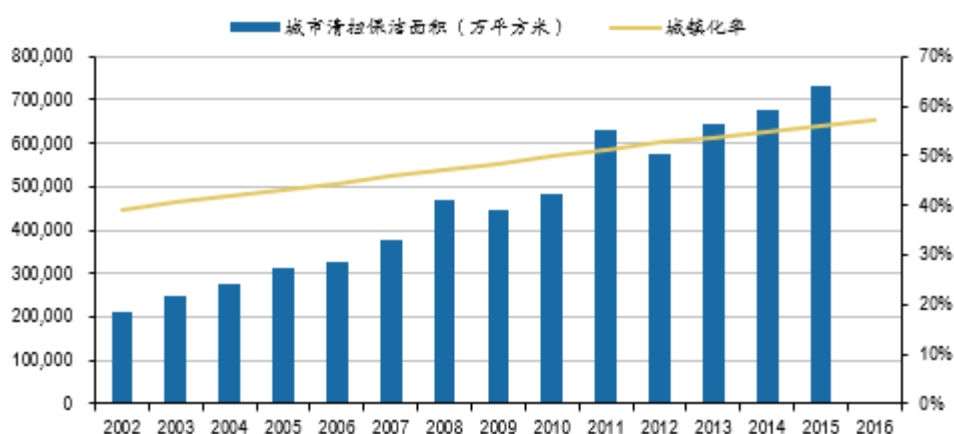
图 1: 城市清扫保洁面积与城镇化率	4
图 2: 我国环卫投资高速发展	4
图 3: 我国环卫投资占市政公用设施投资的 3%左右	4
图 4: 城镇单位就业人员平均工资	5
图 5: 环卫工人老龄化严重	5
图 6: 市政环卫市场空间	5
图 7: 环卫行业市场化历程	6
图 8: 环卫产业具体分类	7
图 9: 市政环卫行业未来市场格局	7
图 10: 环卫车辆保有量	8
图 11: 公司环卫装备产品分类	8
图 12: 公司环卫装备产品收入 (亿元)	9
图 13: 龙马环卫主要环卫服务项目	10
图 14: 世界垃圾产量前十大国家	11
图 15: 历年全国生活垃圾处理量与堆放量 (万吨)	11
图 16: 未来垃圾清扫、分选、处理一体化模式	12
图 17: “十三五”新增无害化处理仍以焚烧为主	13
图 18: 公司营业收入 (亿元) 及增速	14
图 19: 公司毛利率及增速	14
图 20: 公司净利润 (亿元) 及增速	14
图 21: 公司净利率及增速	14
图 22: 公司环卫装备与服务收入 (亿元)	14
图 23: 2016 年公司环卫装备与服务占比	14

一、环卫行业，大幕开启

1.1 城镇化加速，环卫需求稳增

近年来，随着我国城镇化进程不断推进，城市对于清扫保洁的需求也在不断扩大。城市清扫保洁面积由2002年的213,623.40万平方米增加至2015年730,333.00万平方米，年均复合增长率近10%。

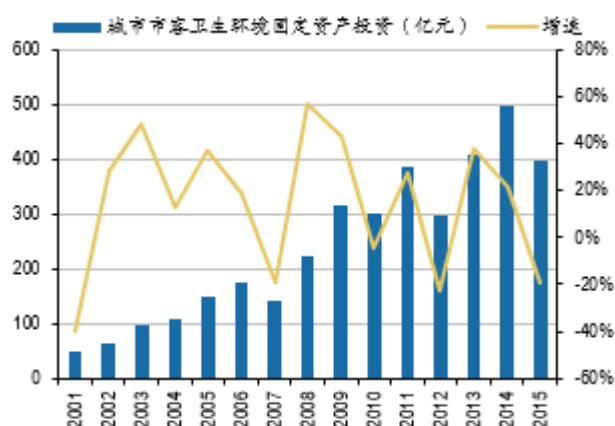
图1：城市清扫保洁面积与城镇化率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

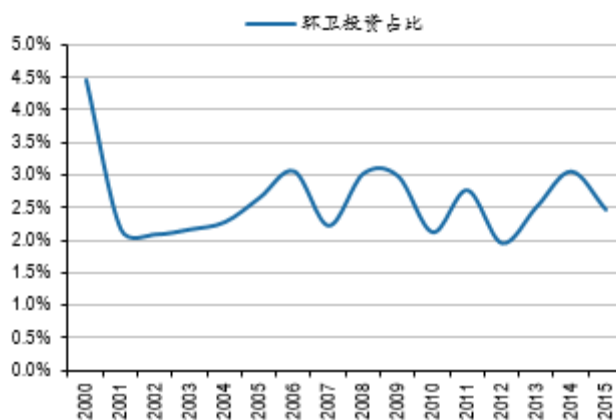
基于越来越大的清扫保洁需求，政府对于城市及县城市容环境卫生的投资也快速增长。由2001年的50.60亿元增加到2015年的398.00亿元，复合增长率15.87%。该项快速增长的背后主要源于市政公用设施的投资加速，而环卫投资一直占市政公用设施投资的3%左右。

图2：我国环卫投资高速发展



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：我国环卫投资占市政公用设施投资的3%左右

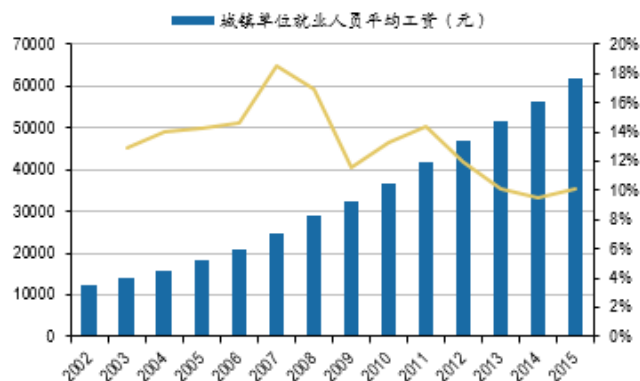


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 环卫作业机械化率有待提升

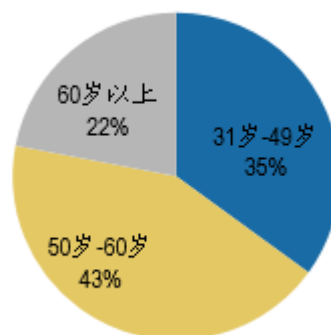
我国环卫作业以往多以人力为主，机械化率较低。然而近年来，随着工资水平的不断提升，人力成本渐渐成为环卫企业沉重的负担。同时随着生活水平的提高，愿意从事环卫的中青年人士越来越少，环卫工人老龄化问题严重。由此可见，环卫产业机械化替代已是大势所趋。

图4：城镇单位就业人员平均工资



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：环卫工人老龄化严重

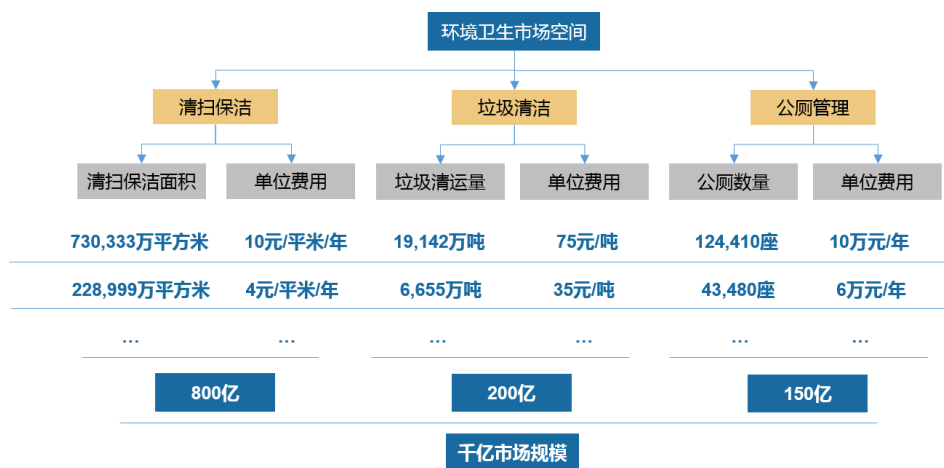


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.3 市政环卫市场空间呈现多层次

根据国家统计局统计数据，截至2014年底，全国城市道路面积达683,028万平方米，城市清扫保洁面积达676,093万平方米，生活垃圾清运量达17,860.18万吨，粪便清运量1,551.97万吨。按照此次龙马签订的合同费用水平计算，即约10元/平米/年的清扫保洁费用和75元/吨的垃圾清运费用，全国市政环卫市场保守估计市场规模达到800亿元，如果算上居民院区、工业园区等私有领域的环卫市场，整个道路清扫和垃圾收运是一个空间庞大的市场。

图6：市政环卫市场空间



数据来源：中国城市公用事业年鉴，广发证券发展研究中心

1.4 政府职能转变，环卫服务放量

市政环卫业从建国以来经历了三个发展阶段。第一个阶段，政府行政职能主导管理阶段。市政环卫工作一直是国有体制、政府主导下，由事业单位环卫部门进行监管、实施的。直到进入21世纪的最初几年，事业单位仍是绝对主体，偶尔会有一些边缘业务交给个体性质的单位承担，业务量和产值规模极小。

第二个阶段，小规模市场化试点阶段。2010 年之前，在我国沿海发达地区由一些零星项目招标开始，逐步开始形成城市公共服务雏形，而市场化作业公司也开始朝着中小企业规模的方向发展。有些城市启动了政府采购公共服务的试点，随着一批专业化企业的出现和发展，社会化、市场化越来越深入，行业正在逐渐形成，十八大召开之后，市场化趋势越发明显。

第三个阶段，市场化推广发展阶段。2013年之后，十八大明确了政府职能转变，打造公共服务型政府，特别是十八届三中全会明确了全面深化改革，公共服务项目的市场化趋势越发明朗。部分成长起来的市场化作业公司的事业前景越来越光明。企业规模也从小规模企业、中小企业向大型规模企业的方向迈进。

结合之前的环卫市场空间测算，我们认为环卫市场将逐渐市场化，业内企业将充分受益增量。

图7：环卫行业市场化历程

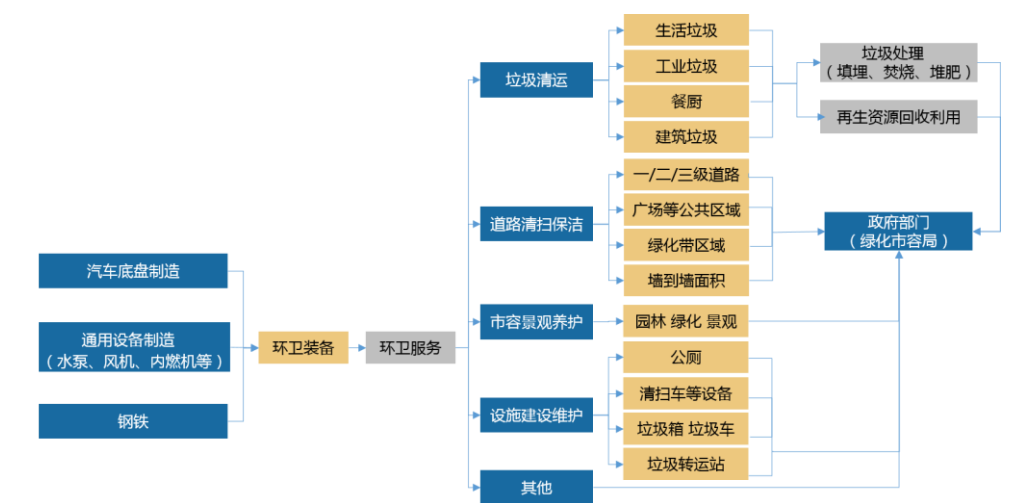


数据来源：中国环卫网，广发证券发展研究中心

目前阶段来看，政府部门招投标环卫项目特别是PPP项目流程一般如下：前期企业参与项目设计同时政府开始预审，预审通过后的企业进入正式招投标阶段，中标的企业获得该项目区域一定时间内的环卫服务经营权。一般来说，中标环卫服务的企业采购环卫设备时，优先采用自己有产的设备，设备不足或该企业为从事环卫设备生产时才会采用外协或者外购的方式。

龙马环卫以既有环卫装备业务为根基，向产业链下游延伸，进入环卫服务领域。软硬件相互协同，环卫全产业链一体化服务竞争优势明显。

图8：环卫产业具体分类



数据来源：中国环卫网，广发证券发展研究中心

图9：市政环卫行业未来市场格局

市场层级	参与主体	运营模式	机械化率
大型地级城市	大型环卫企业、环卫装备企业	PPP(运营+设备采购)	高
中小型县级城镇	小型保洁公司	承包（总包）	中
街道、乡镇、园区	清扫队	承包（分包）	低

数据来源：中国环卫网，广发证券发展研究中心

二、环卫装备，稳定增长

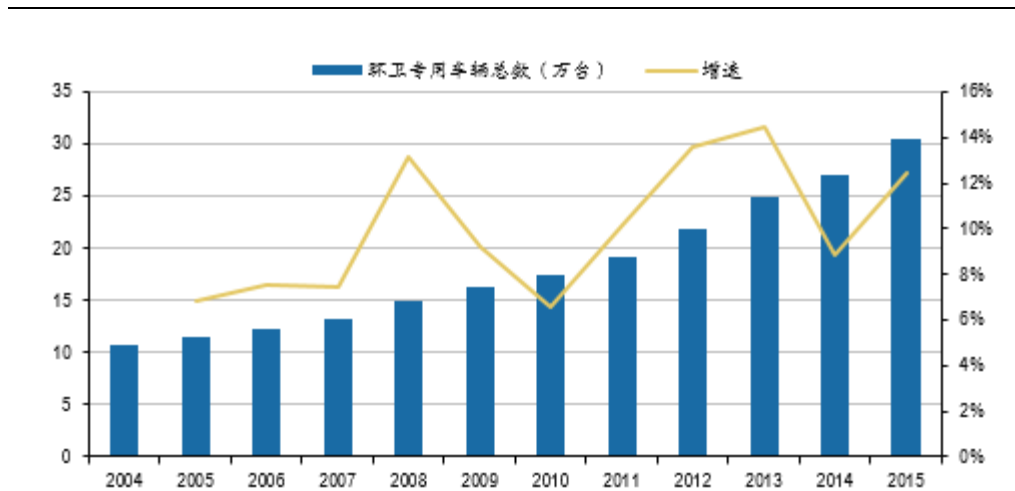
龙马环卫是集城乡环境卫生规划、环卫装备制造、研发、生产、销售，环卫运营、投资于一体的环境卫生整体解决方案供应商，环卫行业领军企业。近年来公司开始执行双轮驱动战略，装备与服务双重发力，业务拓展全产业链。

2.1 市场平滑增长，竞争强者恒强

全国环卫专用车辆生产总数由2008年的1.5万辆增长至2014年的8.1万辆，6年间年复合增长率为32%，环卫装备行业可视为与环境民生工程密切相关的朝阳产业。2016年行业扭转2015年下滑局面，总生产量8.6万台，增幅30%。主要增幅产品为高压清洗车、抑尘车、车厢式可卸垃圾车。中高端产品增长1.1万辆，增幅49%。2016年公

司总产量6412台，增幅41%。

图10: 环卫车辆保有量



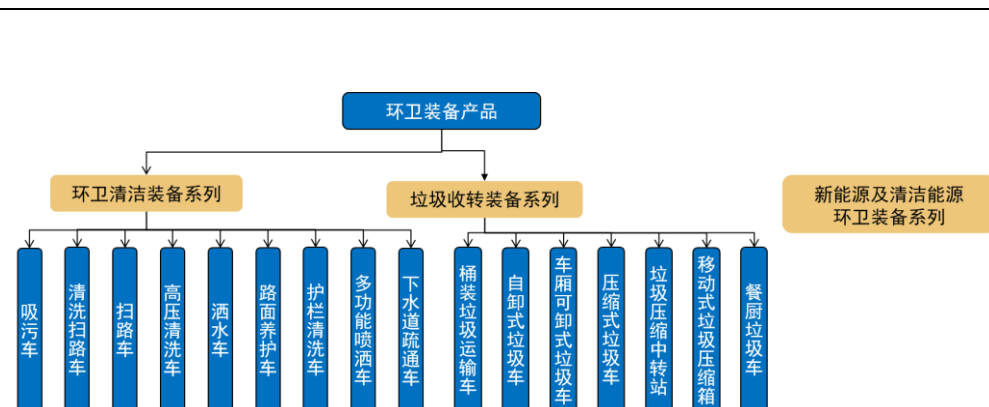
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2016年全国环卫车辆生产企业有270余家，市场参与者较多，但普遍规模较小，年产量超过6,000辆/套的只有3家（不含垃圾中转站装备），分别是中联重科、程力和龙马环卫。具体来看，聚焦于中高端设备的企业仅有龙马环卫和中联重科两家。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，随着市场竞争的深入，一些市场竞争能力差、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，而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综合实力竞争。

2.2 产品百花齐放，份额屡创新高

公司产品百花齐放。公司目前拥有环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备三大系列产品，共24个子系列，300多种产品型号。截至2015年12月31日，公司已取得109项授权专利，其中发明专利11项，实用新型95项，外观设计3项。

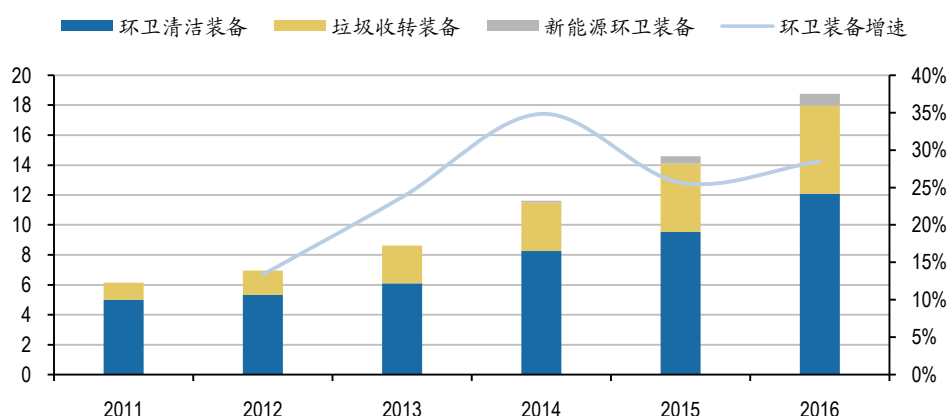
图11: 公司环卫装备产品分类



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2016年度，公司主营业务收入21.84亿元，同比增长45.36%，其中环卫清洁装备收入12.09亿元，同比增长26.91%，占公司年度主营业务收入的55.35%；垃圾收转装备收入5.90亿元，同比增长29.57%，占公司年度主营业务收入的27.03%；新能源及清洁能源环卫装备收入0.76亿元，同比增长51.65%，占公司年度主营业务收入的3.47%。

图12：公司环卫装备产品收入（亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

作为环卫三巨头之一，公司市场占有率不断提升，2016年高达7.39%。具体来说，公司优势聚焦中高端产品，环卫创新产品和中高端作业车型在同类市场占有率高达14.88%。随着公司环卫服务进入加速放量期，环卫服务拿单数量增多将直接带动环卫装备的销售，市场占有率有望进一步提升。

客户以政府类客户为主。政府类客户主要是各地环卫部门、公路养护单位，2015年占比近65%。**销售集中于经济发达地区。**经济发展水平较高的广东、北京、上海、浙江、江苏等省市的市场销售占比较高。

三、环卫服务，加速落地

3.1 环卫服务进入加速放量期

截至2016年11月末，累计公布环卫类PPP项目614个，总投资额超过1200亿元。其中，城乡环卫一体化类项目138个，垃圾收运类项目120个，垃圾处理类项目356个（不包含垃圾发电项目）。从全国情况来看，地方环卫类PPP项目需求继续增长。截至2016年11月末，处于执行阶段项目的各类环卫PPP项目多达176个。其中，2016年新增环卫PPP落地项目130个，是2015年全年的3倍多（2015年环卫PPP落地项目为41个），而从2009年到2014年的五年间，各地政府对外公布的环卫PPP落地项目仅仅只有5个。

目前环卫运营服务市场呈现“小、散、乱、差”的现状。市场化运营服务公司规模小、数量多；运营服务处于“散兵游勇”状态，产业的组织化水平很低，环卫运营服务行业集中度低，区域性明显。2016年度，共有3234家企业中标环卫项目，全国各地新签环卫服务合同总金额为861亿元，平均每个项目的合同金额为0.1733亿元，新签项目的首年服务总金额为224亿元，平均每个项目的首年服务金额为0.0452亿元，新签环卫服务合同总金额超过50亿元以上的仅有三家，分别为龙马环卫、启迪桑德以及北京环卫小企业虽多但由于产能限制，大部分也仅仅聚焦于小型订单。而大企业强者恒强，不受地域限制，全国各地都有订单。与此同时，行业格局也在不断悄悄发生变化，环卫装备提供商与环卫服务提供商的界限不再明显，双重身份渐渐成为趋势。

公司环卫服务2016年营业收入2.92亿元，同比增长704.60%，毛利率为25.77%，同比下降7.46个百分点，主要由于中标环卫产业服务项目增加，而新增项目多处于磨合期，导致总体成本上升。其中海口项目2016年实现营收1.76亿，净利润1563万，净利润率在一年内由4%提升至近9%。沈阳老城区项目2016年7月正式运营，收入5658万元，净利润率5.7%。截至2016年末，公司取得环卫服务项目累计合同收入5.29亿元，累计合同总金额55.86亿元。

图13：龙马环卫主要环卫服务项目

中标时间	环卫项目	中标公司	中标金额(万/年)
16年01月	海口市龙华区环卫一体化项目	龙马环卫	23400
16年06月	浑南区老城区环卫服务项目	龙马环卫	14562
16年06月	厦门市杏林街道新城片区清扫保洁服务外包	龙马环卫	650
16年10月	温州市瓯海区道路保洁项目	龙马环卫	2158
16年11月	贵州新蒲经济开发区环卫项目	龙马环卫	833
16年11月	龙岩市中心城区环卫保洁一体化服务项目	龙马环卫	8708
合计			约5.3亿

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前公司的环卫产业服务项目主要有海口龙华区环卫一体化PPP项目、沈阳浑南区老城区环境卫生作业服务项目、龙岩中心城区的环卫一体化项目、厦门集美区、温州市瓯海区和贵州新蒲经济开发区环卫服务项目等，截至目前公司已取得环卫服务项目15个，累计年合同金额超过5亿元，累计合同总金额超过55亿元。

3.2 最新中标项目分析

贵州新蒲经济开发区环卫项目：增量项目突破

公司发布《贵州新蒲经济开发区环卫工作市场化管理中标公告》。本次项目包括：市政道路及环卫保洁面积1,008,056平方米、公厕4座、保洁责任区全部垃圾前端收集清运。作业内容包括：责任承包区域内所有生活垃圾收集清运，路面冲洗、清扫保洁和降尘处理，市政设施清洗、保洁，公共园林绿化带垃圾清理，果皮箱、垃圾箱清掏、清洗及垃圾清运，野广告清理，道路两侧边坡垃圾的清理，公厕清洗、保洁、粪便清运。

中标金额为：833万元/年。承包期限：正式承包合同签订之日起五年，实行考核机制，五年考核都合格的可以顺延五年。

公司此次中标贵州新蒲经济开发区环卫工作市场化管理项目，对公司开拓西南区域环卫服务市场具有重要意义。若公司能够签订正式项目合同并顺利实施，将对公司未来经营业绩产生积极影响。

龙岩市中心城区环卫保洁一体化服务项目：存量项目扩大

公司提升发布《龙岩市中心城区环卫保洁一体化服务项目采购结果公告》。环卫一体化服务内容包括：（1）主次干道道路清扫保洁；（2）背街小巷道路清扫保洁；（3）隔离栏、警示牌保洁；（4）河道保洁；（5）生活垃圾清运；（6）生活垃圾转运站日常运营管理；（7）公共厕所运营管理；（8）“牛皮癣”清理；（9）环卫设施设备更新管理；（10）特殊情况下的环卫保障。服务范围包括：龙岩市中心城区范围（新罗区行政区域范围）及永定（高陂、抚市、坎市、培丰）、上杭（古田、蛟洋）。

中标金额：8708万元/年。承包期限：合同年限为8年，即从2016年12月1日至2024年11月30日。

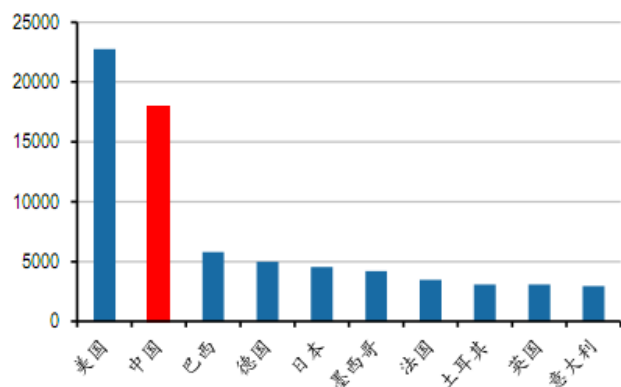
2013年开始的龙岩中心城市主次干道清扫保洁服务项目已服务期满，公司再次中标龙岩市中心城区环卫保洁一体化服务项目，本次项目服务内容多，服务范围广，合同金额大幅增加，年限延长，对于公司打造环卫保洁一体化服务样板工程具有战略意义。若公司能够签订正式项目合同并顺利实施，将对公司拓展环卫服务新业务产生关键影响。

3.3 通过垃圾分选有望切入下游一体化处理

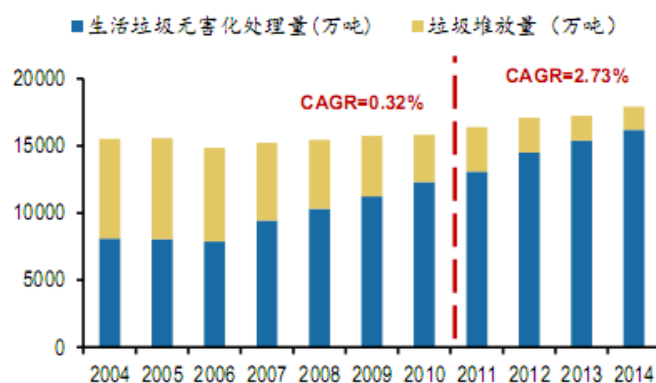
全国垃圾产量1.8亿吨/年，超5亿吨存量未处置。据国家环保总局数据，2015年我国城市垃圾为2.60 亿吨，2020年将达到3.23 亿吨。全国600多座城市，除县城外，有三分之二的大中城市陷入垃圾包围，目前有四分之一的城市已无合适场所堆放垃圾。在过去全国生活垃圾清运量始终高于无害化处理量，大量城市生活垃圾未经处理直接堆放，虽然垃圾堆放量已经开始逐年递减，2014年末处理垃圾仍有1700万吨，十年里垃圾累积堆放量超过5亿多吨。但同时我国人均垃圾产量不足发达国家的30%，GDP增长将继续带动人均垃圾产量的提高。

图14：世界垃圾产量前十大国家

图15：历年全国生活垃圾处理量与堆放量（万吨）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心



数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

海口项目新增加垃圾分选服务。2017年3月公司位于海口市海垦路西岭广场的龙华区首座环卫智慧垃圾分类屋正式投入使用。智慧垃圾分类屋无味、无菌，可实现干、湿垃圾分类投放，通过线上、线下奖励的方式使居民养成垃圾分类的好习惯。环卫智慧垃圾分类屋占地24平方米，整体构造全部由环保材料组成，分两个功能区，一楼是垃圾分类场所，二楼是环卫驿站，可供环卫工人休息、会议、培训、社区服务等。智慧垃圾分类屋设有“干垃圾”和“湿垃圾”的两个投放口，居民走近投放口，投放口的挡板便自动升起。将两袋垃圾按分类投放之后，手机微信关注的“易分”公众号上将自动显示并赠送积分，居民凭借积分换取实物奖品。

智慧垃圾分类屋内设有自动感应投放装置、密闭负压装置、除臭杀菌设备、网络称重设备、远程监控设备等，人只要站到垃圾投放点位，窗口便可智能感知、自动打开，方便垃圾投放，改善了过去用手掀开垃圾桶盖进行投放给人带来的不便，网络称重设备也更加精准。截止日前，公司已建立智慧垃圾分类屋44座。

图16：未来垃圾清扫、分选、处理一体化模式

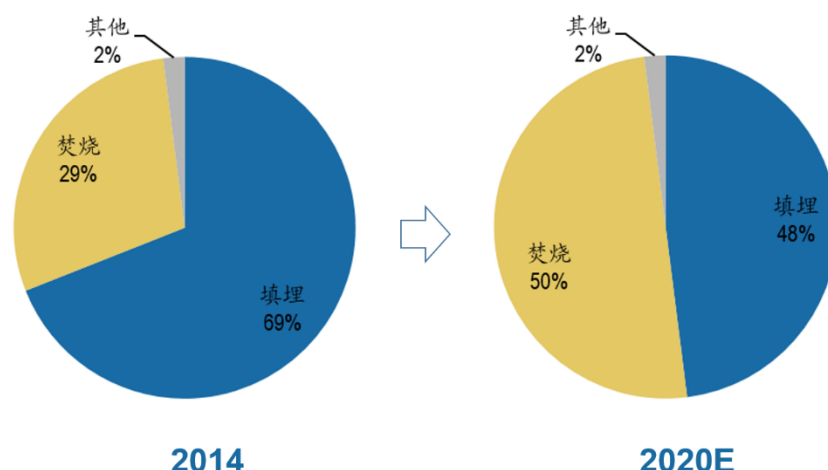


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

现有垃圾处理技术路线。目前我国垃圾处理主要分为堆肥、卫生填埋以及焚烧发电三种方式。其中堆肥因为二次污染问题基本退出现行市场。2014年底全国城镇生活

垃圾处理能力达70.16万吨/日，其中填埋占比69%，焚烧占比29%。“十三五”规划确立垃圾无害化处理目标，同时随着垃圾填埋场库容渐满等问题，焚烧趋势基本达成共识。预计到2020年，全国处理能力计划达到104.09万吨/日，增长48.16%，填埋增长2.24%，焚烧能力增长将达到159.42%，未来焚烧占比将进一步提高到50%。

图17：“十三五”新增无害化处理仍以焚烧为主



数据来源：生活垃圾“十三五”规划意见稿，广发证券发展研究中心

新型垃圾处理技术举例：低温碳化。垃圾可大致分为微废、固废以及污泥三类。其中市政固废和污泥含有可燃物质，尤其是餐厨等生活垃圾，可燃物质量更大。垃圾的低温碳化和市场上已有的垃圾焚烧是两个完全不同的过程。生活垃圾进入低温碳化内循环系统后，将在完全隔绝空气的条件下加热裂解，可以生成3种形态：即可燃气体、有机液体和碳黑等。然后再运用先进技术拦截有害物质，保留高附加热值物质。垃圾经过低温加热后，会产生一氧化碳、甲烷、乙烯、乙烷、丙烯和丁烯等高热值的气态燃料等，可燃气体经过“洗气”净化后，可以发生化学反应，将有害物质溶解于水中。最终的产物是可燃气、碳黑和焦油。经过净化的可燃气体回炉膛燃烧，产生的高温烟气可以作为垃圾热解的热源，形成热量的循环利用。焦油和厨余垃圾处理中提取的油脂配比，可以形成有用的柴油。碳黑中的有害重金属分离出来后，可转化为煤气，供居民使用。

3.4 拟募投项目将开启运营新模式

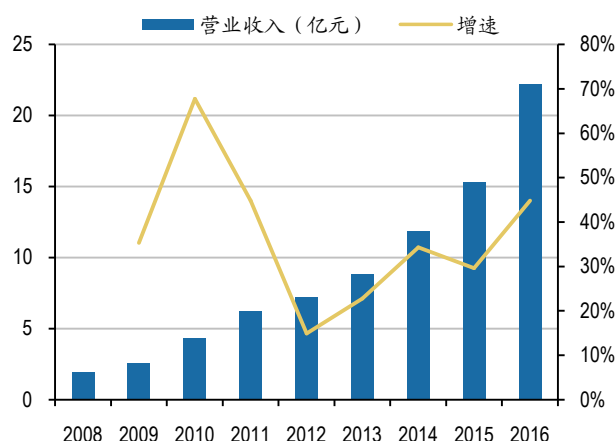
此次拟募投项目方案是计划成立配置中心，形成公司的环卫装备池、达到环卫服务标准模式输出，减小公司因业务扩张带来的资金压力，并将提升面向全国各区域的环卫服务作业能力。装备配置中心有望实现各项目间科学配置环卫装备，继而帮助公司在市场竞争中取得领先优势，为进一步获得政府购买服务订单奠定基础。

四、双轮驱动，初现成效

双轮驱动，经营稳健。近年来，公司营业收入呈现逐年增长的良好态势。公司2016年报披露，实现营业收入22.18亿，同比增长44.80%，实现归属于上市公司股东净

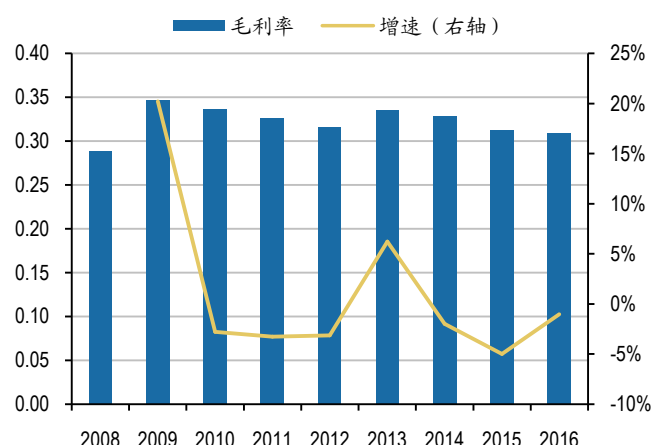
利润2.11亿，同比增长40.16%，公司总资产26.46亿元，同比增长44.48%，圆满完成2016年业绩目标。同时公司提出2017年业绩目标，营业收入实现31亿元（+39.76%），归母净利润2.65亿（+25.59%），符合公司一贯稳健务实的经营风格。

图18: 公司营业收入（亿元）及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

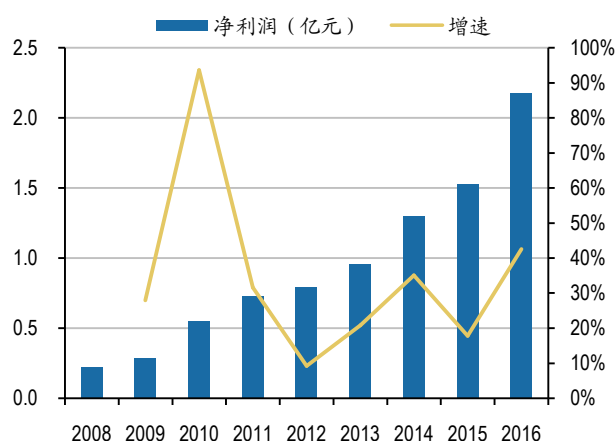
图19: 公司毛利率及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

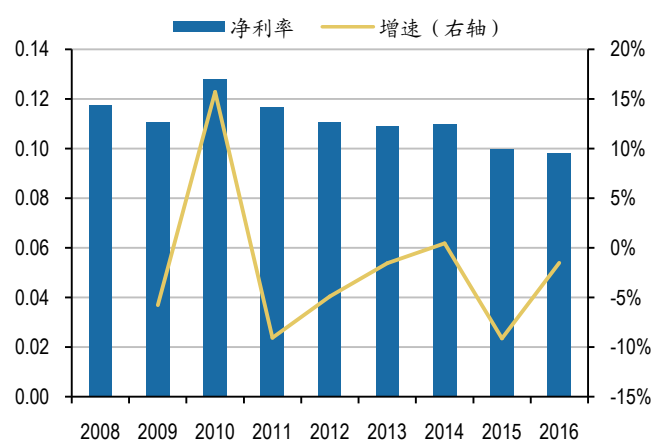
公司毛利率略有下降主要由于新增环卫服务项目处于磨合期，随着公司主要项目陆续进入成熟期，净利率水平将逐渐提升，双轮驱动下公司业绩兑现值得期待。

图20: 公司净利润（亿元）及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

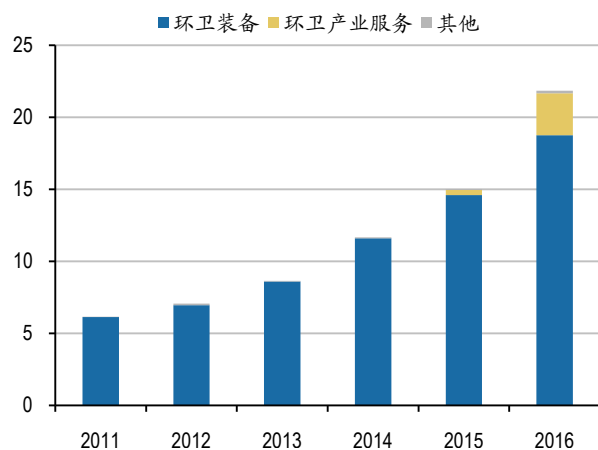
图21: 公司净利率及增速



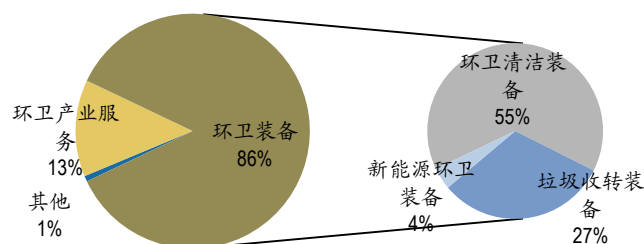
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 公司环卫装备与服务收入（亿元）

图23: 2016年公司环卫装备与服务占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、投资建议与风险提示

公司作为国内城市环卫领域唯一上市公司有望成长为环卫一体化系统解决方案供应商。在环卫装备保持稳定增长的同时，公司环卫服务业务开拓迅速，后续若募投项目顺利实施，将实现各项目间科学配置环卫装备，继而帮助公司在招投标中取得领先优势，为进一步获得政府购买服务订单奠定基础。我们预测17-19年EPS分别为1.127/1.587/2.141元，当前股价对应市盈率29/21/15。结合业绩情况和估值水平，我们给予公司“买入”投资评级。

风险提示

装备市场竞争程度加剧；环保服务推进不达预期。

资产负债表						单位: 百万元						现金流量表						单位: 百万元					
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产		1724	2307	2850	3933	5173	经营活动现金流		224	296	549	582	717	经营活动现金流		224	296	549	582	717			
货币资金		847	871	1228	1687	2272	净利润		153	218	334	481	649	净利润		153	218	334	481	649			
应收及预付		596	763	1079	1494	1932	折旧摊销		6	21	29	40	52	折旧摊销		6	21	29	40	52			
存货		279	442	540	749	965	营运资金变动		51	46	187	53	20	营运资金变动		51	46	187	53	20			
其他流动资产		2	231	3	3	4	其它		15	11	-2	8	-4	其它		15	11	-2	8	-4			
非流动资产		107	339	416	491	575	投资活动现金流		-23	-384	-104	-123	-132	投资活动现金流		-23	-384	-104	-123	-132			
长期股权投资		1	10	10	10	10	资本支出		-5	-169	-104	-123	-132	资本支出		-5	-169	-104	-123	-132			
固定资产		51	174	207	239	264	投资变动		-21	-29	0	0	0	投资变动		-21	-29	0	0	0			
在建工程		1	97	145	202	262	其他		3	-186	0	0	0	其他		3	-186	0	0	0			
无形资产		24	25	23	22	21	筹资活动现金流		303	78	-88	0	-1	筹资活动现金流		303	78	-88	0	-1			
其他长期资产		30	33	31	19	19	银行借款		0	44	0	0	0	银行借款		0	44	0	0	0			
资产总计		1831	2646	3266	4424	5748	债券融资		-103	0	-87	0	0	债券融资		-103	0	-87	0	0			
流动负债		778	1277	1636	2313	2988	股权融资		453	83	0	0	0	股权融资		453	83	0	0	0			
短期借款		0	0	0	0	0	其他		-47	-48	-1	-1	-1	其他		-47	-48	-1	-1	-1			
应付及预收		778	1263	1636	2313	2988	现金净增加额		503	-10	357	459	585	现金净增加额		503	-10	357	459	585			
其他流动负债		0	15	0	0	0	期初现金余额		284	847	871	1228	1687	期初现金余额		284	847	871	1228	1687			
非流动负债		5	106	34	34	34	期末现金余额		788	837	1228	1687	2272	期末现金余额		788	837	1228	1687	2272			
长期借款		0	29	29	29	29																	
应付债券		0	0	0	0	0																	
其他非流动负债		5	77	5	5	5																	
负债合计		784	1384	1670	2347	3022																	
股本		267	272	272	272	272																	
资本公积		285	341	341	341	341																	
留存收益		481	644	945	1368	1939																	
归属母公司股东权		1033	1257	1558	1981	2552																	
少数股东权益		9	66	99	157	235																	
负债和股东权益		1831	2646	3266	4424	5748																	
利润表						单位: 百万元						主要财务比率											
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
营业收入		1532	2218	3256	4551	5917	成长能力(%)							成长能力(%)									
营业成本		1054	1533	2258	3139	4053	营业收入增长		29.6	44.8	46.8	39.8	30.0	营业收入增长		29.6	44.8	46.8	39.8	30.0			
营业税金及附加		12	18	20	27	36	营业利润增长		12.6	52.6	51.5	44.5	35.2	营业利润增长		12.6	52.6	51.5	44.5	35.2			
销售费用		198	284	391	546	710	归属母公司净利润增长		16.3	40.2	42.3	40.7	34.9	归属母公司净利润增长		16.3	40.2	42.3	40.7	34.9			
管理费用		99	123	205	287	373	获利能力(%)							获利能力(%)									
财务费用		-9	-7	1	1	1	毛利率		31.2	30.9	30.6	31.0	31.5	毛利率		31.2	30.9	30.6	31.0	31.5			
资产减值损失		13	21	0	0	0	净利率		10.0	9.8	10.3	10.6	11.0	净利率		10.0	9.8	10.3	10.6	11.0			
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROE		14.6	16.8	19.3	21.4	22.4	ROE		14.6	16.8	19.3	21.4	22.4			
投资净收益		0	7	0	0	0	ROIC		83.1	46.1	77.0	105.8	125.3	ROIC		83.1	46.1	77.0	105.8	125.3			
营业利润		165	252	381	551	745	偿债能力							偿债能力									
营业外收入		14	14	5	5	5	资产负债率(%)		42.9	51.1	50.2	52.3	52.0	资产负债率(%)		42.9	51.1	50.2	52.3	52.0			
营业外支出		1	3	0	0	0	净负债比率		-0.8	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	净负债比率		-0.8	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8			
利润总额		178	263	386	556	750	流动比率		2.22	1.81	1.74	1.70	1.73	流动比率		2.22	1.81	1.74	1.70	1.73			
所得税		25	45	52	75	101	速动比率		1.85	1.45	1.41	1.37	1.40	速动比率		1.85	1.45	1.41	1.37	1.40			
净利润		153	218	334	481	649	营运能力							营运能力									
少数股东损益		2	7	33	58	78	总资产周转率		1.05	0.99	1.10	1.18	1.16	总资产周转率		1.05	0.99	1.10	1.18	1.16			
归属母公司净利润		151	211	301	423	571	应收账款周转率		3.07	3.59	3.30	3.35	3.37	应收账款周转率		3.07	3.59	3.30	3.35	3.37			
EBITDA		175	281	411	592	798	存货周转率		4.09	4.25	4.19	4.19	4.20	存货周转率		4.09	4.25	4.19	4.19	4.20			
EPS(元)		0.57	0.78	1.13	1.59	2.14	每股指标(元)							每股指标(元)									
							每股收益		0.57	0.78	1.13	1.59	2.14	每股收益		0.57	0.78	1.13	1.59	2.14			
							每股经营现金流		0.84	1.09	2.06	2.18	2.69	每股经营现金流		0.84	1.09	2.06	2.18	2.69			
							每股净资产		3.87	4.62	5.72	7.27	9.37	每股净资产		3.87	4.62	5.72	7.27	9.37			
							估值比率							估值比率									
							P/E		70.3	42.7	28.4	20.2	15.0	P/E		70.3	42.7	28.4	20.2	15.0			
							P/B		10.3	7.2	5.6	4.4	3.4	P/B		10.3	7.2	5.6	4.4	3.4			
							EV/EBITDA		55.8	29.2	18.3	11.9	8.1	EV/EBITDA		55.8	29.2	18.3	11.9	8.1			

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，6 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：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：厦门大学核物理学硕士，2015 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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。