

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

战略聚焦, 关注环卫装备龙头长期竞争力

——盈峰环境(000967)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2019-10-28)

发布日期: 2019年10月29日

收盘价(元)	6.46
一年内最高/最低(元)	8.57/5.29
沪深300指数	3926.59
市净率(倍)	1.41
流通市值(亿元)	74.03

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	4.78
每股经营现金流(元)	-0.23
毛利率(%)	24.88
净资产收益率-摊薄(%)	6.38
资产负债率(%)	35.45
总股本/流通股(万股)	316306.21/114591.62
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《盈峰环境(000967)年报点评: 中联环境并表, 龙头有望强者恒强》 2019-04-23

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

公司公布19年第三季度报告, 前三季度公司实现营业总收入87.26亿元, 同比下降3.18%; 归属于上市公司股东的净利润9.64亿元, 同比增长71.90%; 经营活动产生的现金流量净额-7.31亿元; 加权平均净资产收益率6.45%, 同比提升1.90个百分点。

其中, 第三季度实现营业总收入26.11亿元, 同比下滑17.33%; 归属于上市公司股东的净利润3.29亿元, 同比增长71.30%。

点评:

- **业绩增速有所放缓, 稍低于预期。**19年前三季度公司营收小幅负增长, 相对于模拟重组后的归属于上市公司股东的净利润仅为个位数增速(同比增长7.75%)。本期公司处置浙江上风风能和宇星科技100%股权, 合计给上市公司带来1.15亿元投资收益。公司业绩增速放缓预计与今年来进行的业务结构调整和环卫装备销售增速放缓有关。
- **业务结构调整, 聚焦主业。**从战略落实角度来看, 公司执行较为到位。公司逐步剥离或者分拆环境治理工程、环境监测、电磁线、风机等非主营业务, 战略聚焦环卫装备、环卫运营以及生活垃圾分类和终端处置领域。公司优化产业结构动作频繁, 19年来已转让专风实业45%股权、转让上风风能和宇星科技100%股权, 积极推进专风实业的股份改制, 有利于集中分配资源, 聚焦环卫装备和环卫服务, 提升竞争力。
- **环卫装备行业领导地位, 智能环卫机器人产品增添成长动力。**公司的环卫装备在中高端产品领域具备绝对领先地位, 其中, 19年上半年公司中高端产品市占率超过30%, 高端产品市占率近40%。公司19年上半年的环卫装备销售额34.64亿元, 遥遥领先与行业其他竞争对手。公司长期耕耘于环卫装备行业, 在产品的研发、技术积淀、品牌塑造和市场布局领域具备竞争优势。目前, 随着下游的环卫市场化推进以及技术升级, 中小型环卫装备生产企业生存压力加剧, 行业龙头市占率有望提高。另外, 公司在智慧环卫机器人、无人驾驶环卫车等领域取得重大突破, 其研发的全球首款环卫智慧作业机器人在长沙橘子洲头景区投入使用。在人工清扫效率亟待提升、招工困难、用工成本增加的背景下, 公司小型智能环卫车辆能够实现较大的成本节约, 有望成为新的利润增长点。
- **环卫服务订单充裕, 期待后续发力。**公司从环卫装备切入下游的环卫服务, 依靠装备技术优势、完善的销售网络, 在环卫运营领域快速拓展。19年上半年, 公司中标福建省南安市城乡生活垃圾环卫一体化PPP

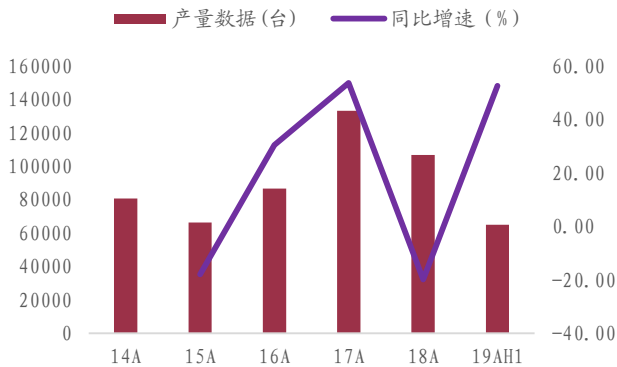
项目和天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目，大额环卫服务项目体现公司服务竞争力。公司上半年签约 13 个环卫服务项目，其首年服务合同 4.72 亿、合同总金额 57.85 亿元，累计合同总金额 229.94 亿元。国内的环卫服务市场空间广阔，公司环卫服务业务成长动力较足。

- **拟实施大额员工持股和股票激励计划，有望激发企业活力。**19 年 10 月 24 日，公司发布公告，公布了三期股票期权激励计划和第一期员工持股计划。其中，授予对象为公司的中高层管理、核心骨干，授予的股票期权激励总量 6534 万份，行权价格 6.45 元/份，行权条件为 2019-2020 年扣非后归母净利润不低于 14 亿、16.8 亿、20 亿元。而第一期员工持股计划包括公司的董监高和核心骨干人员，总募集资金总额 5.35 亿元。公司的股票激励计划涉及的解锁条件较高，目前行权价格与二级市场价格相近。考虑到本次激励对象均为公司的核心人员，有利于凝聚企业的信心，提升业务扩张动力。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计 19、20 年全面摊薄 EPS 分别为 0.41 元、0.49 元，按照 10 月 28 日 6.46 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 15.9 和 13.3 倍。考虑到公司在环卫装备领域龙头优势地位明显，且环卫服务业务扩张动力十足，短期业绩增长放缓，长期竞争力明显，维持公司“增持”投资评级。

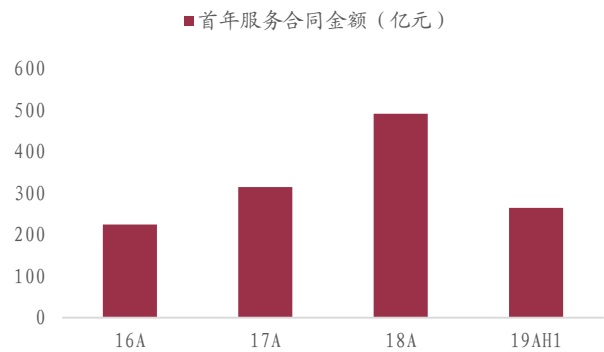
风险提示：应收账款较高，回款放缓，坏账损失增加；收购中联环境形成大额账面商誉，若无法完成对赌业绩，公司存在商誉减值风险；环卫服务参与者较多，行业较为分散，竞争较为激烈，盈利能力下降风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,898	13,045	13,739	15,995	18,483
增长比率(%)	43.8	166.3	5.3	16.4	15.6
净利润(百万元)	353	929	1,286	1,535	1,858
增长比率(%)	43.5	163.3	38.5	19.4	21.0
每股收益(元)	0.11	0.29	0.41	0.49	0.59
市盈率(倍)	57.9	22.0	15.9	13.3	11.0

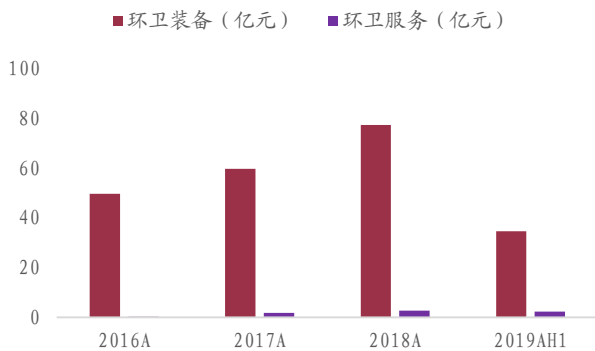
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 14—19 年我国环卫车辆产量数据和同比增速


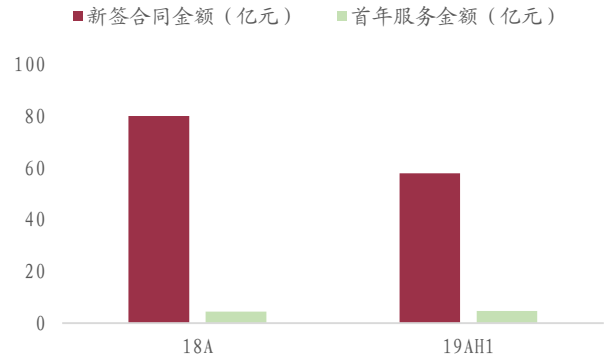
资料来源：中国汽车技术研究中心，中原证券

图 2: 16—19 年我国环卫服务首年服务合同金额


资料来源：环境司南，中原证券

图 3: 16—19 年中联环境环卫装备和环卫服务营收


资料来源：公司公告，中原证券

图 4: 16—19 年中联环境新签环卫服务金额及首年金额


资料来源：公司公告，中原证券

表 1: 19 年来公司重大合同中标情况

公告日期	项目名称	项目投资总金额 (亿元)
2019.1.16	仙桃市循环经济产业园 PPP 项目	4.62
2019.2.19	上思城区环卫一体化 PPP 项目社会资本方采购项目	2.49
2019.2.20	桦川县乡镇垃圾收集转运及除雪项目	0.4
2019.4.17	福建省南安市城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目	22.25
2019.6.26	天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目	15.69
2019.6.26	稷山县县域农村生活垃圾收集、转运系统建设 PPP 项目	0.7
2019.6.26	隆回农村生活垃圾收集转运（含乡镇餐厨垃圾）项目	1.02
2019.6.26	杜集区人居环境生活垃圾综合治理市场化项目	0.92
2019.6.26	故城县 2019-2022 年城乡环卫一体化服务项目第一标段	0.7
2019.9.7	六安市餐厨垃圾处理特许经营项目	1.12

资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4501	11598	7322	14442	10299
现金	1116	2389	2271	3286	3110
应收票据及应收账款	1789	6307	2220	7707	3764
其他应收款	979	275	1046	491	1285
预付账款	88	142	100	182	144
存货	407	1306	507	1598	818
其他流动资产	121	1178	1178	1178	1178
非流动资产	3646	12863	12976	13570	14168
长期投资	33	214	393	571	750
固定资产	330	870	1097	1375	1623
无形资产	527	2340	2259	2416	2560
其他非流动资产	2756	9439	9227	9208	9235
资产总计	8147	24461	20297	28012	24467
流动负债	3061	8977	3878	10477	5590
短期借款	1194	1199	1197	1198	1197
应付票据及应付账款	1210	6337	1647	7620	3016
其他流动负债	657	1441	1034	1660	1377
非流动负债	635	852	818	809	799
长期借款	496	612	578	569	560
其他非流动负债	139	240	240	240	240
负债合计	3696	9829	4696	11286	6389
少数股东权益	114	160	160	160	160
股本	1167	3163	3163	3163	3163
资本公积	2003	9602	9602	9602	9602
留存收益	856	1567	2442	3471	4725
归属母公司股东权益	4336	14472	15441	16566	17917
负债和股东权益	8147	24461	20297	28012	24467

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-592	-1151	632	2290	1264
净利润	353	1358	1286	1535	1858
折旧摊销	94	287	313	389	467
财务费用	67	43	40	28	17
投资损失	-95	-249	-125	-149	-155
营运资金变动	-1077	-2915	-878	491	-920
其他经营现金流	67	324	-2	-3	-3
投资活动现金流	166	1154	-297	-831	-907
资本支出	350	970	-66	416	419
长期投资	-242	61	-178	-179	-178
其他投资现金流	273	2184	-541	-594	-667
筹资活动现金流	982	-462	-453	-445	-532
短期借款	393	5	-2	1	-1
长期借款	21	116	-34	-9	-10
普通股增加	440	1996	0	0	0
资本公积增加	200	7599	0	0	0
其他筹资现金流	-72	-10178	-416	-437	-522
现金净增加额	554	-468	-118	1014	-176

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4898	13045	13739	15995	18483
营业成本	3955	9773	10340	12001	13774
营业税金及附加	20	77	81	94	109
营业费用	187	930	980	1141	1318
管理费用	347	447	470	547	633
研发费用	0	256	270	314	363
财务费用	67	43	40	28	17
资产减值损失	110	203	214	249	288
其他收益	32	42	44	52	60
公允价值变动收益	1	4	2	3	3
投资净收益	95	249	125	149	155
资产处置收益	64	7	0	0	0
营业利润	404	1617	1517	1824	2200
营业外收入	11	28	0	0	0
营业外支出	4	19	0	0	0
利润总额	410	1627	1517	1824	2200
所得税	57	268	231	289	342
净利润	353	1358	1286	1535	1858
少数股东损益	0	430	0	0	0
归属母公司净利润	353	929	1286	1535	1858
EBITDA	592	2005	1920	2300	2752
EPS (元)	0.11	0.29	0.41	0.49	0.59

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	43.8	166.3	5.3	16.4	15.6
营业利润 (%)	53.3	300.6	-6.2	20.3	20.6
归属母公司净利润 (%)	43.5	163.3	38.5	19.4	21.0
获利能力					
毛利率 (%)	19.3	25.1	24.7	25.0	25.5
净利率 (%)	7.2	7.1	9.4	9.6	10.1
ROE (%)	7.9	9.3	8.2	9.2	10.3
ROIC	7.0	8.7	7.9	8.7	9.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.4	40.2	23.1	40.3	26.1
净负债比率 (%)	15.1	-2.6	-2.3	-8.2	-6.7
流动比率	1.5	1.3	1.9	1.4	1.8
速动比率	1.3	1.0	1.4	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	4.6	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.29	0.41	0.49	0.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.47	0.20	0.72	0.40
每股净资产 (最新摊薄)	1.37	4.58	4.88	5.24	5.66
估值比率					
P/E	57.9	22.0	15.9	13.3	11.0
P/B	4.7	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	35.9	10.1	10.5	8.3	7.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。