

## 两翼齐飞，再造新龙马

### ——龙马环卫（603686）深度报告

2016年10月10日

强烈推荐/首次

龙马环卫 深度报告

#### 报告摘要：

公司是国内环卫行业领跑者。公司自成立以来始终在环卫装备领域处于领先地位，2015年起开始从环卫装备制造向全方位环卫服务商转型，随着营收天花板被打破，看好公司未来将获得跨越式发展。核心看点如下：

- ◆ **单一环卫装备转向全方位环卫服务商，打破企业天花板。** 经测算，环卫装备市场未来五年总规模大约 600 亿元，且市场格局相对稳定。公司所能享受的行业红利空间有限，发展天花板触手可及。而环卫服务市场刚刚开启，每年市场规模达 1500 亿元，其市场空间远远超过装备市场。随着市场化率快速提升，作为行业中整合能力最强的环卫企业，公司发展上限大大提高，潜力无限。
- ◆ **环卫服务订单落地时间短，快速提高上市公司业绩。** 由于环卫服务行业属于轻资产行业，没有大量工程建设，因此准备期较短，能够快速给公司带来服务收入。从市场已有环卫项目看，从合同签订到项目开始运营大概需要两到三个月时间，一般在当年即可带来相应利润，快速提高上市公司业绩。
- ◆ **公司业绩指引明确，2018 年装备和服务各占半壁江山。** 未来两到三年，一方面公司将继续坐稳国内环卫装备领先地位，随环卫装备机械化率提高获得稳定的业绩增长。另一方面，公司环卫服务业务将获得突飞猛进的发展，实现业务和区域双突破，迎头赶上装备部分业绩。我们预计 2018 年公司装备和服务两部分收入均达 20 亿元左右，再造一个龙马环卫。

#### 公司盈利预测及投资评级。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.77 元、1.14 元和 1.68 元，对应 PE 分别为 44 倍、30 倍和 20 倍。公司环卫装备业绩稳步上扬，同时大概率成为环卫服务行业领导者，业绩弹性较大。我们给予公司 2017 年 50 倍估值，对应目标价 57 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,181.94	1,532.00	2,021.00	2,842.00	4,160.00
增长率(%)	34.37%	29.62%	31.92%	40.62%	46.38%
净利润(百万元)	129.65	152.76	210.22	310.70	458.39
增长率(%)	35.04%	17.82%	37.62%	47.80%	47.53%
净资产收益率(%)	26.85%	14.52%	17.73%	22.14%	26.59%
每股收益(元)	1.30	0.60	0.77	1.14	1.68
PE	26.19	56.75	44.11	29.85	20.23
PB	7.05	8.75	7.82	6.61	5.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 庞天一

010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

#### 刘博

010-66555481

liubo\_yjs@dxzq.net.cn

#### 于洋

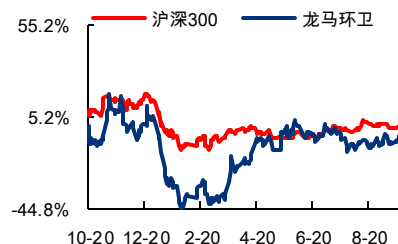
010-66555445

yuyang\_yjs@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	21.00-39.59
总市值(亿元)	98.73
流通市值(亿元)	38.52
总股本/流通 A 股(万股)	27235/10625
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	4.7%

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1、《环保结构性牛市隐现 固废处理迎来黄金发展时期》  
2016-08-02

## 目 录

1. 国内环卫行业领跑者 .....	4
1.1 环卫装备领域龙头，市场占有率稳定 .....	5
1.2 深入环卫服务领域，站在业绩腾飞起点 .....	6
1.3 股权结构稳定，经营业绩优秀 .....	7
2. 装备服务齐飞，再造龙马环卫 .....	8
2.1 主客观因素推动，环卫装备市场稳定向好 .....	8
2.2 环卫服务行业迎来历史性机遇 .....	11
2.3 综合优势+明晰战略指引行业龙头之路 .....	18
3. 盈利预测及估值 .....	25
4. 风险提示 .....	25

## 表格目录

表 1: 公司环卫装备产品 .....	5
表 2: 公司股权分布情况 .....	7
表 3: 近年政府购买服务相关政策 .....	13
表 4: PPP 项目库中部分环卫项目 .....	14
表 5: 传统环卫作业与智能化作业对比 .....	15
表 6: 环卫服务市场空间估算 .....	16
表 7: 海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目 .....	21
表 8: 公司环卫服务在手订单 .....	22
表 9: 公司盈利预测表 .....	26

## 插图目录

图 1: 公司资本市场历程 .....	4
图 2: 龙马环卫 2015 年营业收入拆分 .....	4
图 3: 龙马环卫 2016 上半年营业收入拆分 .....	4
图 4: 2012-2016 年主要环卫装备产品收入同比增长情况 .....	6
图 5: 2015-2018 年龙马环卫服务领域业务收入及增长率预测 .....	6
图 6: 2011-2015 年龙马环卫营业收入及增长率 .....	7
图 7: 2011-2015 年龙马环卫营业收入毛利率 .....	7

图 8: 2007-2014 年城市市容环境卫生投资额及增速 .....	8
图 9: 我国机械化清扫率仍有较大提升空间 .....	9
图 10: 城镇化率与垃圾清运量拟合曲线 .....	9
图 11: 人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线 .....	9
图 12: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率 .....	10
图 13: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率 .....	10
图 14: 2007-2014 年全国道路清扫面积及增长率 .....	10
图 15: 2007-2014 年全国道路长度及增长率 .....	10
图 16: 2016-2020 年环卫装备市场空间预测及增长率 .....	11
图 17: 我国环卫行业发展历程 .....	12
图 18: 2016-2020 年环卫市场化营收规模及增长率 .....	16
图 19: 环卫服务市场核心竞争要素雷达图 .....	17
图 20: 公司装备产品市场占有率不断提高 .....	18
图 21: 公司科研荣誉 .....	18
图 22: 公司核心资质 .....	18
图 23: 公司营销网络遍布全国 .....	19
图 24: 公司品牌荣誉 .....	20
图 25: 龙环环境股权变更过程 .....	20
图 26: 龙环环境经营状况 .....	21
图 27: 2015-2018 年龙马环卫两大业务板块收入变化预测 .....	23
图 28: “环卫装备制造+环卫服务”双轮驱动 .....	23
图 29: 公司环卫项目选择原则 .....	24
图 30: 打造开放式平台 .....	24
图 31: 多种经营模式 .....	24

## 1. 国内环卫行业领跑者

龙马环卫是国内首家专注环卫产业的上市公司, 致力于市政、环卫等领域环卫装备的制造销售业务, 同时开展环卫产业服务, 提供城乡环境卫生整体解决方案。

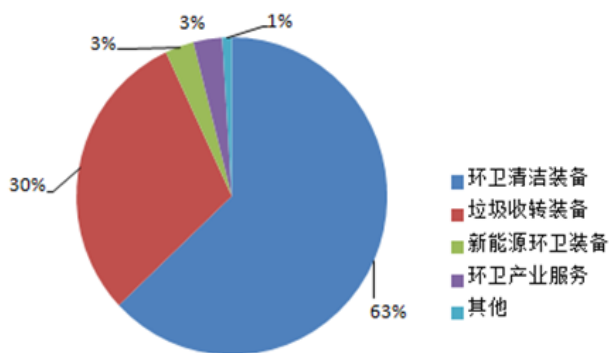
图 1: 公司资本市场历程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

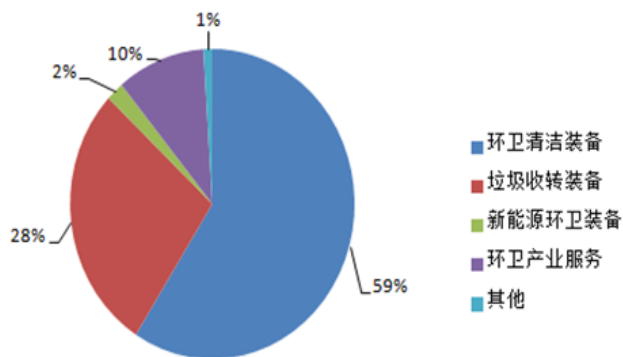
当前, 环卫清洁装备和垃圾收转装备是公司最大的业务板块, 新能源环卫装备与环卫服务正在快速发展。2015年, 环卫清洁装备和垃圾收转装备收入占到了公司营业收入的93%, 新能源环卫装备占比4%, 环卫服务占比3%。

图 2: 龙马环卫 2015 年营业收入拆分



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 龙马环卫 2016 上半年营业收入拆分



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 1.1 环卫装备领域龙头，市场占有率稳定

公司现已形成较为全面的产品系列，可广泛满足城乡环卫清洁、垃圾收转等环卫作业需求，主要产品包括环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源环卫装备 3 大类共 21 个系列。

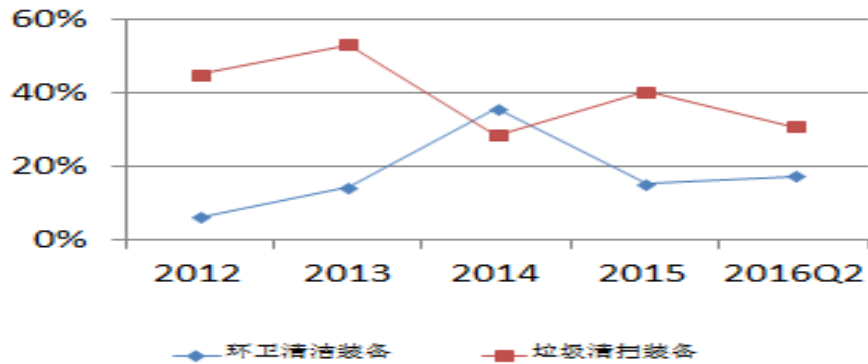
表 1：公司环卫装备产品

产品类别	产品系列	
环卫装备产品	环卫清洁装备系列	吸污车
		清洗扫路车
		扫路车
		高压清洗车
		洒水车
		路面养护车
		护栏清洗车
		多功能洒水车
		下水道疏通车
		桶装垃圾运输车
		自卸式垃圾车
		车厢可卸式垃圾车
		压缩式垃圾车
		垃圾压缩中转站
	整体移动式垃圾压缩箱	
	餐厨垃圾车	
	新能源清洗扫路车	
	新能源扫路车	
	新能源高压清洗车	
	新能源压缩式垃圾车	
	新能源自卸车	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年来，公司环卫装备市场占有率始终位居行业前三位，主要产品环卫清洁装备和垃圾收转装备均保持了稳定高速增长。随着环卫装备需求的不断提升，我们认为公司将继续稳固行业中的领先地位，持续获得可观回报。

图 4: 2012-2016 年主要环卫装备产品收入同比增长情况



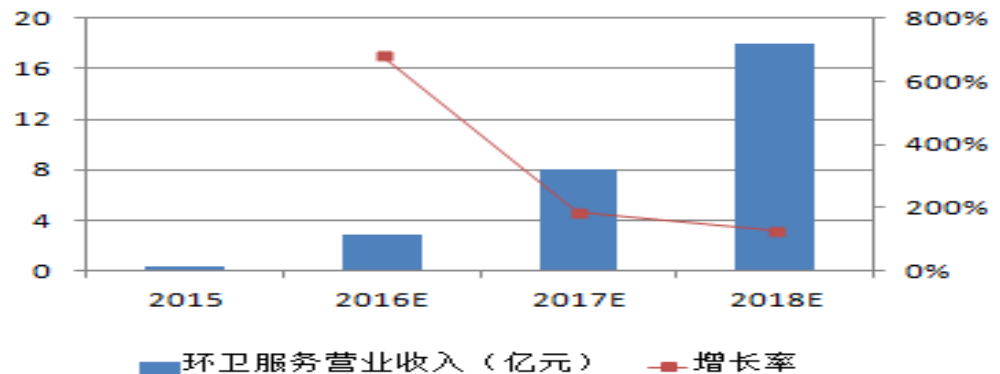
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 1.2 深入环卫服务领域，站在业绩腾飞起点

为丰富业务类型，延伸产业链条，成为环境卫生整体解决方案的领先者，2015 年起公司开始快速拓展环卫服务业务。通过收购联营企业龙环环境并将其变为全资子公司，公司具备了推进环卫服务产业战略的基础。2015 年底以来公司先后中标海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目及沈阳浑南区环卫作业服务项目，中标金额分别达到 2.34 亿/年和 1.46 亿/年。南北两大项目的中标具有标志性意义，一方面有利于公司完善产业结构、培育新的利润增长点，另一方面有利于公司树立环卫服务领域品牌。

截至 2016 年 8 月，公司已取得环卫服务项目 13 个，年化合同金额为 4.44 亿元（相当于 2015 年公司收入的三成左右），累计合同总金额为 48.55 亿，环卫服务在公司营业收入中占比明显上升。随着市场化服务的快速推进，我们预计公司环卫服务收入将会出现爆发式增长，在 2018 年营收达到 20 亿元左右，与环卫设备营收各占半壁江山。而环卫服务稳定运营的毛利率可接近 40%，对于公司整体业务毛利率将有明显提升，带动公司迈入一个新的阶段。

图 5: 2015-2018 年龙马环卫服务领域业务收入及增长率预测



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 1.3 股权结构稳定, 经营业绩优秀

公司持股比例相对分散, 主要原因龙马环卫最早是由 17 位自然人股东联合发起成立, 初始股权并不集中, 这种股权结构有利于产生权力制衡和民主决策, 也有利于保障小股东利益, 当然也可能会造成决策效率的下降。

公司股权结构一直以来比较稳定, 当前控股股东张桂丰先生持有公司 6002.5 万股股份, 占公司总股本的 22.04%。

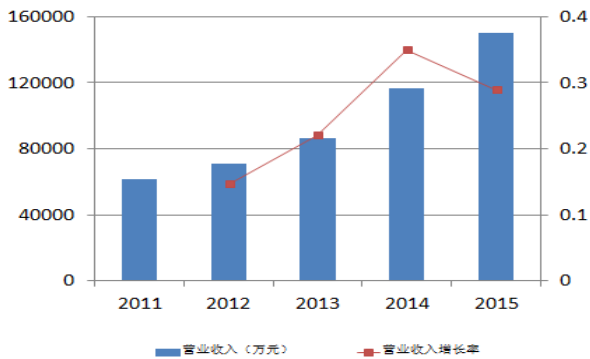
表 2: 公司股权分布情况

股东名称	股数 (万股)	持股比例 (%)	附注
张桂丰	6002.5	22.04	董事长
陈敬洁	1985.75	7.29	专职董事
杨育忠	1228.5	4.51	专职董事
荣闽龙	994.5	3.65	董事兼副总经理
林川	919.75	3.38	-
林侦	757.25	2.78	-
富邦投资	750	2.75	-
涌源投资	655	2.40	-
魏文荣	650	2.39	-
兴烨创投	625	2.29	-
其他	12666.75	46.52	-
合计	272350000	100	

资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司近年来营业收入保持较快增长, 毛利率稳定在 30% 以上。未来随着新业务和市场的拓展, 我们认为公司将继续保持高增速态势。

图 6: 2011-2015 年龙马环卫营业收入及增长率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 2011-2015 年龙马环卫营业收入毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

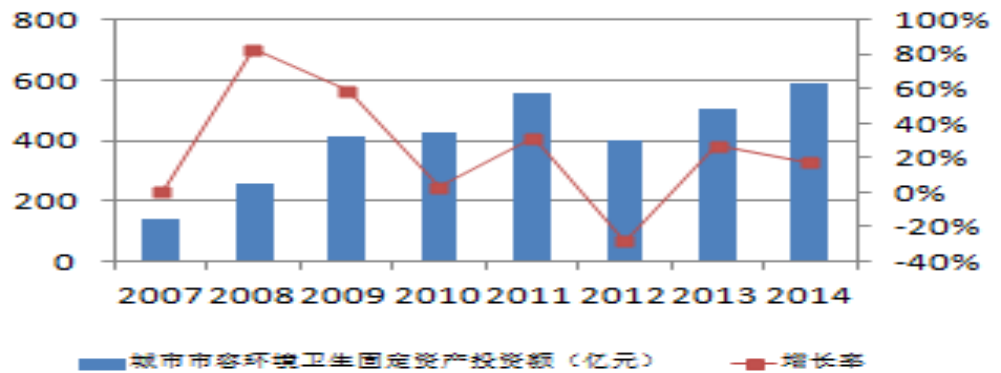
## 2. 装备服务齐飞, 再造龙马环卫

### 2.1 主客观因素推动, 环卫装备市场稳定向好

#### 2.1.1 市容环境卫生投资快速增长

随着我国经济的快速发展, 社会公众环保意识和理念不断提高, 政府越来越重视城市环境卫生基础设施建设, 《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录》以及《国家环境保护“十二五”规划》的出台助力环保装备市场快速爆发。同时国家不断加大对市容环境卫生的投入, 国家统计局数据显示, 城市市容卫生建设投资额已经由 2007 年的 141.8 亿元增加到 2014 年的 592.2 亿元, 年均复合增长率超过 20%。

图 8: 2007-2014 年城市市容环境卫生投资额及增速



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

随着后续垃圾分类相关政策以及国家环境保护“十三五”规划的出台, 我们预计城市市容环境卫生投资将继续稳定增长, 从而带动环卫装备需求快速上升。

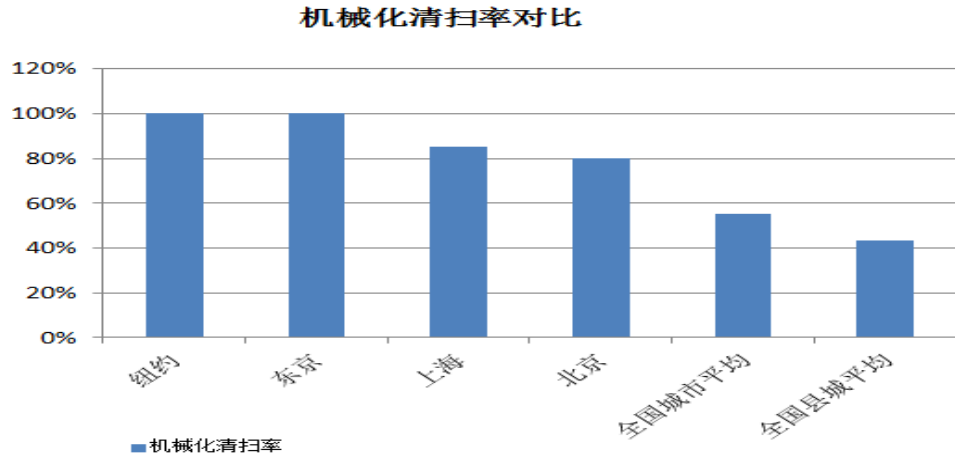
#### 2.1.2 环卫作业机械化率快速提升

随着我国劳动力人口总数的逐年下降, 人力成本不断上升, 环卫作业机械化将成为大趋势。与发达国家对照, 我国环卫机械化率仍有很大的提升空间。

- ◆ 当前, 我国逐步进入老龄化社会, 年轻劳动力人口逐渐变的稀缺。由于工作环境相对较差、薪资水平低以及观念上的原因, 愿意投入环卫一线工作的工人越来越少, 各地均出现招工困难的现象。相对而言, 机械化作业使用成本更低, 且工作效率更高, 在用工荒和人力成本上升的趋势下将更加具有竞争力。
- ◆ 尽管近年来环卫装备领域快速发展, 但是我国环卫行业机械化清扫率仍然较低, 根据《2015 年城乡建设统计公报》, 我国城市机械化率为 55.5%, 县城机械化率为 43.5%, 乡村更低。欧美发达国家行业机械化率普遍达到了 80% 以上, 大城市基本接近 100%, 我国环卫整体机械化水平仍有较大提升空间。



图 9: 我国机械化清扫率仍有较大提升空间



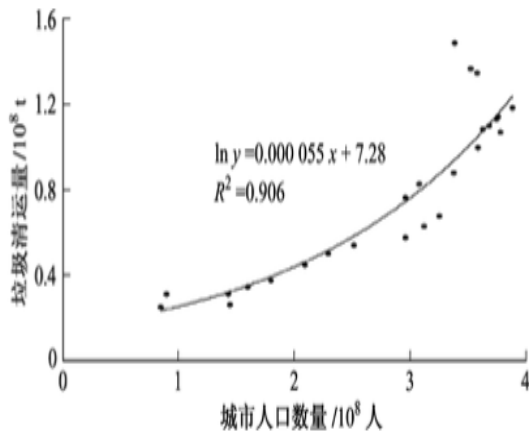
资料来源: 住建部, 公开资料整理, 东兴证券研究所

### 2.1.3 城镇化带来环卫设备需求增长

随着我国城镇化进程的加快, 一方面人民生活水平的提高造成了垃圾清运量大幅上升, 另一方面城市建设的推进也使得城市道路长度和面积稳步提升, 从而清扫面积也逐年扩大。

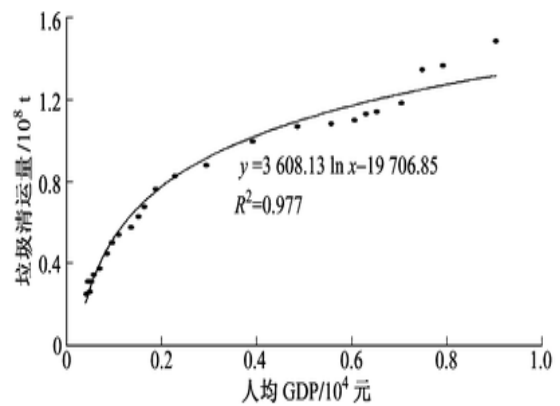
- ◆ 垃圾清运量与城镇化率、人均 GDP 高度相关。我国垃圾清运量稳步上升, 2015 年末全国垃圾清运量达到 2.5 亿吨, 年均复合增长率约 2.1%。垃圾清运量的上升带来了环卫装备的广泛需求。

图 10: 城镇化率与垃圾清运量拟合曲线



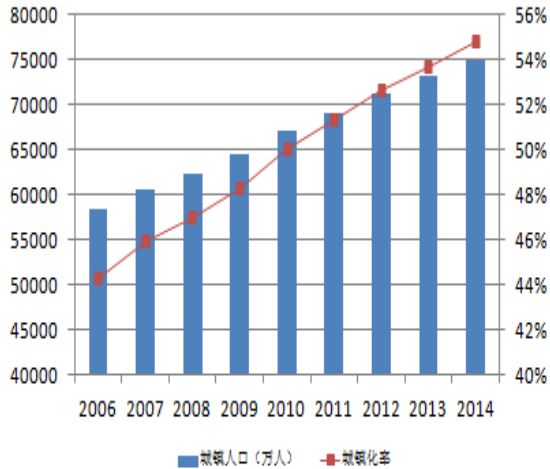
资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

图 11: 人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线



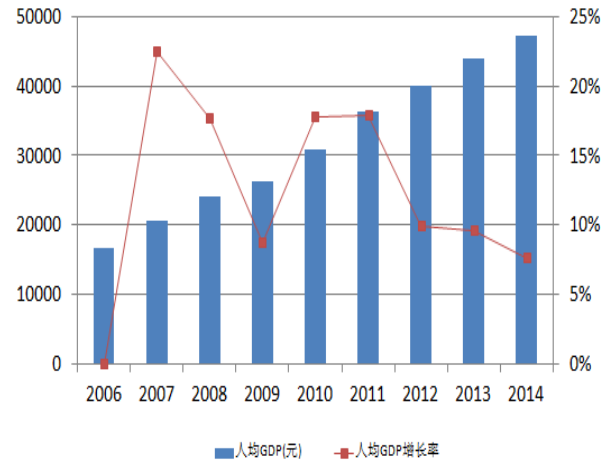
资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

图 12: 2006-2014 年中国城镇人口数量及城镇化率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

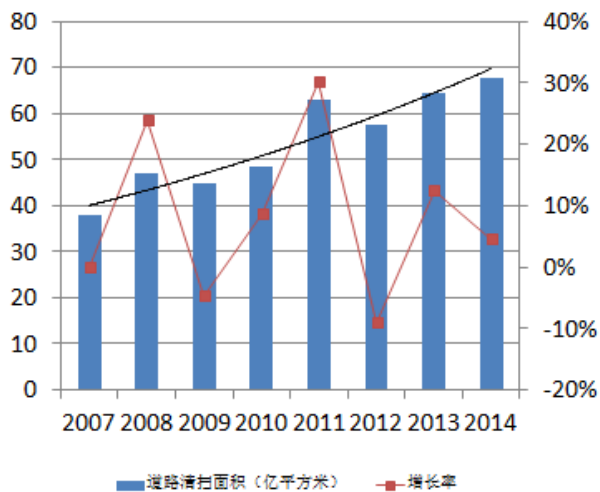
图 13: 2006-2014 年我国人均 GDP 及增长率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

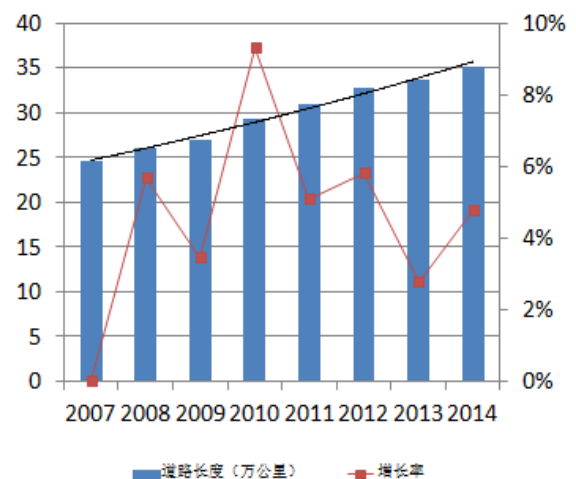
- ◆ 城镇化进程带来了城市的快速扩张, 从而带来城市道路长度和面积的稳步上升。截至 2014 年末, 城市道路清扫面积超过 67 亿平方米, 而随着城市卫生清洁要求的不断提高, 环卫装备需求保持旺盛态势。

图 14: 2007-2014 年全国道路清扫面积及增长率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

图 15: 2007-2014 年全国道路长度及增长率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所整理

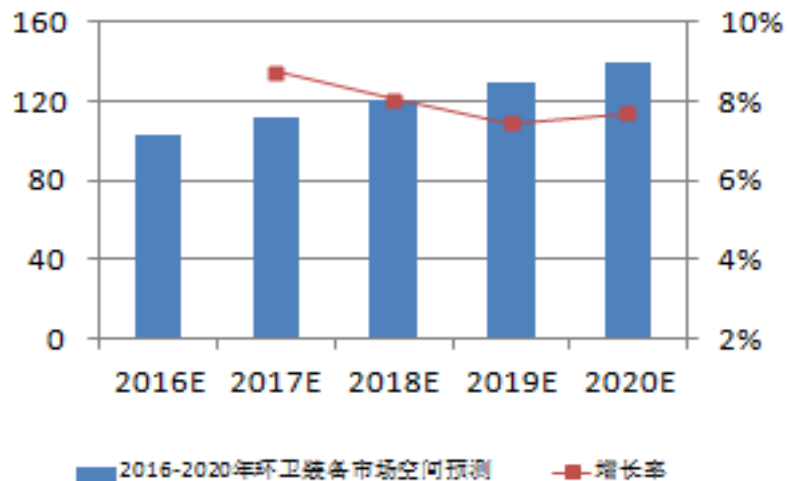
### 2.1.4 环卫装备未来五年市场空间超过 600 亿

当前环卫装备总的市场空间约为 96 亿元, 预计未来五年复合增长率为 8%。

- ◆ 根据公安部车管所最终上牌数据, 2015 年环卫清洁车辆销量为 1.6 万辆, 以行业设备平均单价 35 万元计算, 对应市场空间约为 56 亿元。
- ◆ 垃圾收运类车辆销量 1.6 万辆, 以行业设备平均单价 20 万计算, 对应市场空间约为 32 亿元。
- ◆ 新能源环卫车辆产量 2000 辆, 以行业设备平均单价 40 万计算, 对应市场空间约为 8 亿元。

当前我国环卫装备机械化率只有 55%左右, 在国家政策和市场需求的带动下, 我们认为在 2020 年机械化率将提高到 80%, 未来五年市场空间将超过 600 亿元, 年均复合增长率 8%。

图 16: 2016-2020 年环卫装备市场空间预测及增长率



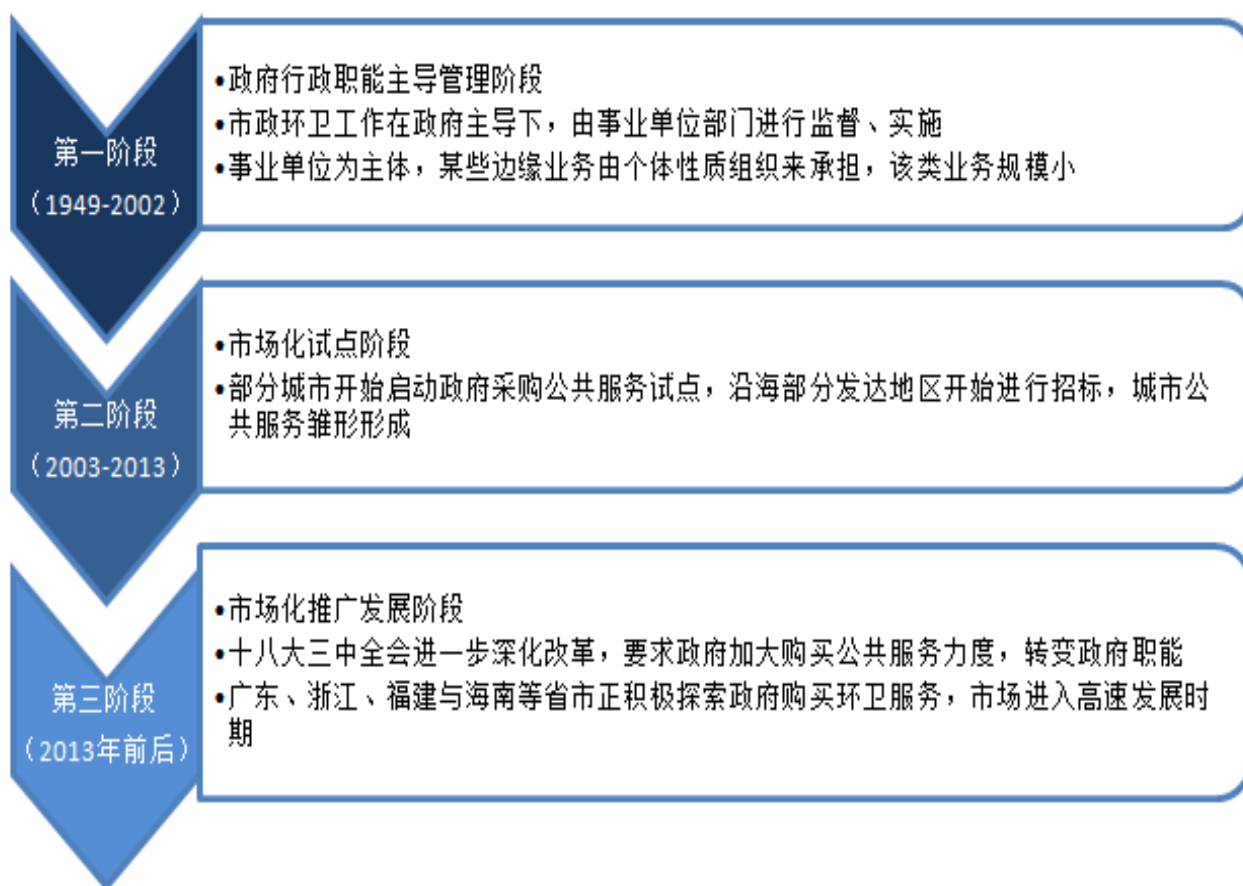
资料来源: 东兴证券研究所

## 2.2 环卫服务行业迎来历史性机遇

### 2.2.1 环卫市场发展历程

长时间以来, 政府部门和下属事业单位承担着有关环卫服务的所有管理、规划、实施以及监督工作, 国有体制也在一定程度制约了行业的发展。我国环卫行业的发展主要包括了三个阶段: 分别是政府行政职能主导管理阶段、市场化试点阶段以及市场化推广发展阶段。

图 17: 我国环卫行业发展历程



资料来源：东兴证券研究所

### 2.2.2 政策红利推动环卫服务市场化

**政府购买市场化服务相关政策推动环卫市场化进程。**2013年，国务院办公厅发布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，确定了政府购买社会服务的基本原则、基本制度和基本方向，提出到2020年建立比较完善的政府向社会力量购买服务的体系。2016年，国务院成立政府购买服务改革工作领导小组，统筹协调政府购买服务改革，落实推进相关工作。在各级政府购买服务指导性目录中，环卫服务均位列其中。

**表 3: 近年政府购买服务相关政策**

时间	政策	内容
2002. 12	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	提出开放市政公用行业市场, 建立市政公用行业特许经营制度
2012.5	《政府向社会组织购买服务暂行办法》	明确地方政府购买服务管理办法及相关细则
2012.11	《关于政府购买社会工作服务的指导意见》	重点围绕多样化社会服务需求组织开展政府购买社会工作服务
2013.9	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	指出充分认识政府向社会力量购买服务的重要性, 并规范开展工作
2013.11	《政府向社会力量购买服务指导目录》	明确购买服务的相关领域和行业
2014.4	《关于推进和完善服务项目政府采购有关问题的通知》	将服务内容分为政府部门自身正常运转所需服务等三类
2015.3	《内蒙古自治区 2014-2015 年度政府向社会力量购买服务指导性目录》	明确购买服务的相关领域和行业
2015.5	《上海市政府购买服务管理办法》	明确政府购买服务管理办法及相关细则

资料来源: 政府网站, 东兴证券研究所

另外, 2013 年新劳动法正式实施, 明确规定临时工享有与用人单位正式工同工同酬的权利。虽然具体实施推进仍然需要时间, 但对于大部分工人都是临时工的环卫行业来说, 将环卫服务外包出去提升效率显然是更明智的应对方案。

### 2.2.3 新模式助力, 市场快速爆发

随着 PPP 模式的逐步铺开以及信息智能化在领域中的广泛应用, 环卫服务市场发展进一步加速。

- ◆ PPP 模式在国家政策的大力推动下快速发展完善, 而环保类项目在 PPP 项目库中占据了相当大的比重。其中, 各地方开始出现环卫一体化 PPP 项目, 即包含了路

面清扫、垃圾收运、公厕清洁以及设施维护等一系列的环卫作业打包。在当前地方财政资金普遍偏紧的情况下，**PPP 模式的引入对于行业发展是一个重大利好**。对于政府来说，既可以获得更加专业化和高效率的服务，又可以减轻管理压力实施问责；而对于企业来说，项目回款资金相对更加有保障。

**表 4: PPP 项目库中部分环卫项目**

省份	项目名称	项目金额 (亿元)
山东	岱岳区环卫一体化项目	7.60
山东	武城县环卫一体化项目	9.00
贵州	贵安新区直管区固废收运系统与综合处理设施建设项目	10.00
江苏	南京江北生活垃圾转运站	1.20
云南	玉龙县建制镇垃圾收集处理及排污工程	1.50
内蒙古	乌海市海勃湾区城乡环卫一体化 PPP 项目	1.45
海南	海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目	2.34
安徽	砀山县生活垃圾收运一体化项目	3.00
青海	玉树州玉树市垃圾回收利用	2.00

资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

- ◆ **以物联网为代表的智能信息化手段正快速渗透到环卫领域中**。行业对于作业实时监控、垃圾收集点布局以及转运路线等方面的需求使得智能信息化有着广泛的施展空间，一方面可以大幅提高环卫作业效率，另一方面智慧环卫本身也是未来智慧城市建设的重要组成部分。未来环卫智能化平台的构建将主要包括以下几个方面：以环卫运营管理、再生资源回收等为主的应用层；以大数据分析、安全管理、集成服务等为主的支撑层；以人联网、车联网等为主的网络层；以基础工具、垃圾桶为主的采集层。

**表 5: 传统环卫作业与智能化作业对比**

模式	传统	信息智能化
特点	政府管理体制下运营粗放、效率低下、效果不佳, 投资渠道单一	市场化运营下, 管理精细化、作业效率高, 商业模式多样化
路面清扫	主要靠人工作业、机械化程度低	高度机械化作业
垃圾转运	开放式车辆设备二次污染	封闭式车辆设备

资料来源: 东兴证券研究所

#### 2.2.4 环卫服务市场容量超千亿

环卫服务市场收入主要由道路清扫、垃圾收运以及公厕运行三部分构成, 其他还包括河域海域清理等, 但当前占比较低。

- ◆ 根据 2014 年国家统计局数据, 城市清扫面积为 67.6 亿平方米, 县城清扫面积为 22.9 亿平方米, 乡镇清扫面积 55 亿平方米, 按当前的平均价格估算, 市场空间可达 955.5 亿元。近十年城市道路清扫面积增速为 10% 左右, 县城清扫面积增速更快, 由于我国环卫清扫机械率提升空间仍然很大, 我们认为未来五年清扫产业仍将维持 10% 以上的增速。
- ◆ 2014 年我国城市垃圾清运量 1.79 亿吨, 县城垃圾清运量 0.67 亿吨, 市场空间大约在 158.8 亿元。近五年垃圾清运量增速在 2.5% 左右, 随着乡镇垃圾清运空白的逐步弥补, 我们认为行业市场增速将在 3%-5% 之间。
- ◆ 2014 年我国公厕数量大约在 39 万座左右, 按照运行费用为 10 万元/座/年计算, 市场空间约为 390 亿元, 我们认为未来这部分市场空间将保持稳定。

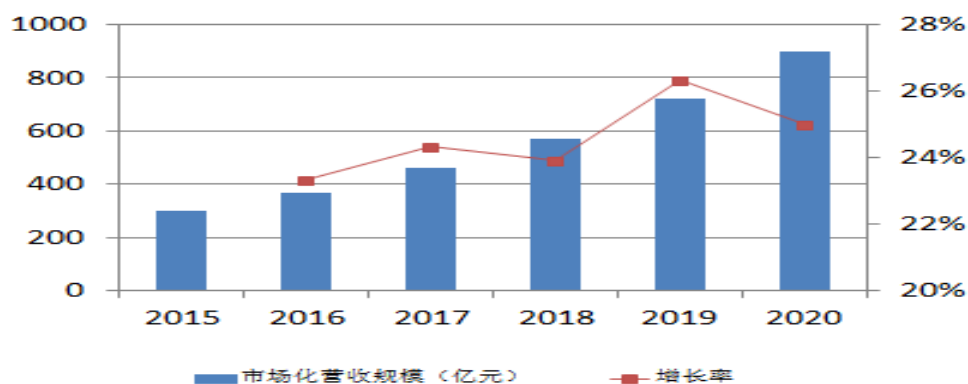
表 6: 环卫服务市场空间估算

区域	项目	清扫量 (亿平方米/ 亿吨/万座)	单价 (元/平米、 吨, 万元/座)	市场空间 (亿元)
城市	道路清扫	67.6	10	676
	垃圾收运	1.79	70	125.3
	公厕运行	29	10	290
县城	道路清扫	22.9	5	114.5
	垃圾收运	0.67	50	33.5
	公厕运行	10	10	100
乡镇	道路清扫	55	3	165
合计				1504.3

资料来源: 国家统计局, 住建部, 东兴证券研究所

由上可见, 当前我国环卫服务市场空间达 1500 亿元, 而市场化率只有 20% 左右。随着政府购买服务政策的大力推进, 我们预计到 2020 年市场化率将达到 60% 以上, 即在不考虑行业自身增长的情况下, 市场化规模将由目前的 300 亿元增长到 900 亿元, 年均复合增速达 25%。

图 18: 2016-2020 年环卫市场化营收规模及增长率



资料来源: 国家统计局, 公司公告, 东兴证券研究所

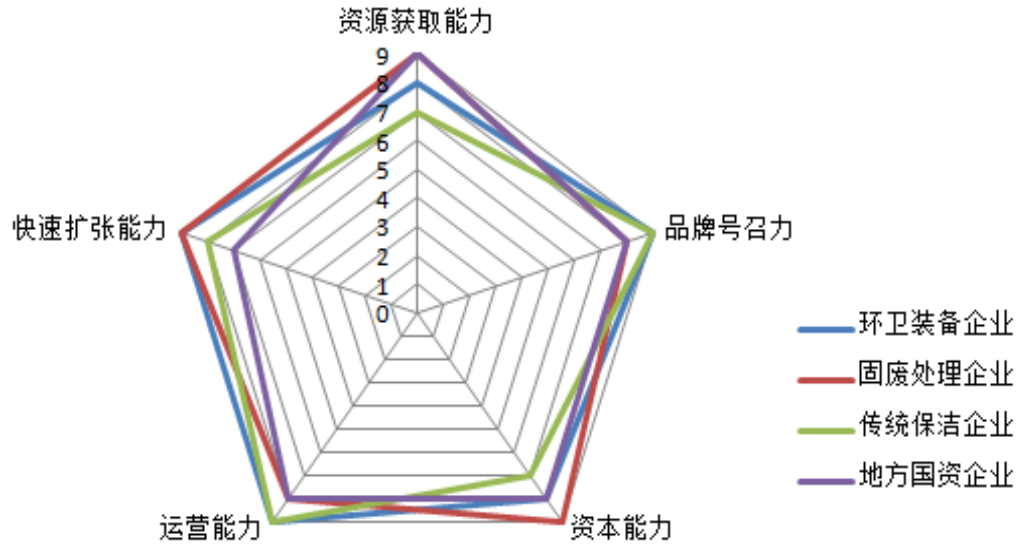


### 2.2.5 环卫市场竞争格局

当前环卫市场运营商超过 1500 家, 初具规模的公司按照发展轨迹可以分为四类。

- ◆ 环卫装备企业向产业链下游延伸, 进入环卫服务领域, 如龙马环卫、中联重科等。
- ◆ 固废垃圾处理、水处理领域企业向产业链上游延伸, 如启迪桑德、光大国际等。
- ◆ 从小规模逐步发展起家的传统保洁公司, 如新安洁、玉禾田等。
- ◆ 大型国有环卫主管部门改制而来的国有环卫企业, 如北京环卫等。

图 19: 环卫服务市场核心竞争要素雷达图



资料来源: 东兴证券研究所

结合多项核心竞争要素的分析, 我们认为环卫装备和固废处理领域的上市公司项目扩张能力最强。

- ◆ 传统保洁企业受制于资本实力, 扩张速度可能受限, 不过当前这些企业也在积极寻找多途径融资渠道打破瓶颈。
- ◆ 地方国资企业则受制于体制问题, 其扩张意愿和动力可能略显不足。
- ◆ 而另外两种类型的企业则在关键性的资源获取能力以及品牌号召力方面表现突出且均衡, 没有明显短板且扩张动力十足, 有望引领行业发展。

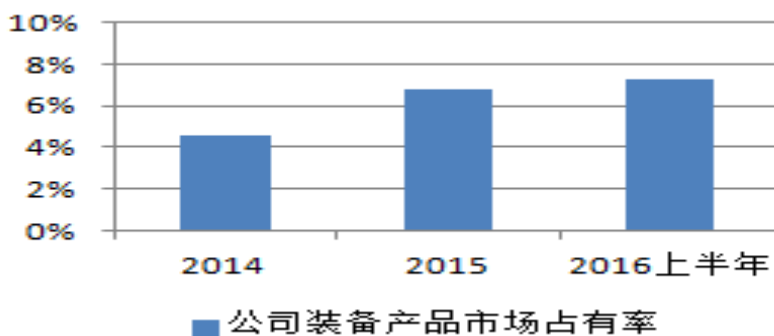
综合分析, 四类企业各有特点, 发展瓶颈并非不可逾越, 因此在未来都有希望进入环卫服务产业第一阵营 (三到四家, 年营业收入接近百亿元)。

## 2.3 综合优势+明晰战略指引行业龙头之路

### 2.3.1 多年沉淀铸就环卫装备核心优势

公司在环卫装备领域多年的耕耘使其构筑了多方面的竞争优势, 2016年上半年在装备+服务战略的双轮驱动助力下, 公司装备产销量保持稳定增长, 市场占有率进一步提高, 达到 7.25%。

图 20: 公司装备产品市场占有率不断提高



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

**研发及产品优势。**公司在环卫装备行业深耕细作, 在环卫清洁及垃圾收转装备的研发和技术创新方面取得了显著成效, 拥有雄厚的技术与研发实力, 处于行业领先地位。

- ◆ 研发投入稳定, 专利成果丰厚。公司具备较强的持续创新能力, 可以较好地把握行业技术发展趋势并引领行业技术潮流。截至 2016 年 6 月 30 日, 公司已获得专利 137 项, 其中发明专利 11 项、实用新型专利 123 项、外观专利 3 项, 拥有丰硕的自主知识产权成果。

图 21: 公司科研荣誉



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 22: 公司核心资质



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

- ◆ 产品体系完整, 持续推陈出新。公司环卫装备产品在专用性能、质量可靠性、环境保护能力、使用领域广泛性等方面有明显优势, 建立了较为完整的产品体系, 涉及环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备 3 大类共 24 个系列产品, 能较好地满足不同客户群体的个性化需求和产品组合需求。

**营销优势。**公司被评为福建省用户满意服务企业、国家“五星级售后服务”企业, 以过硬的产品和周全的服务满足客户个性化需求, 为公司在纷繁复杂的市场环境和瞬息万变的市场竞争中赢得新老客户的普遍认同, 奠定了坚实客户基础。

- ◆ 公司销售模式以直销为主, 通过代理商销售为辅, 拥有丰富的直接销售经验, 可以迅速捕捉市场信息并快速响应客户需求, 具备显著的销售效率优势。公司已在全国各大中城市共设近 60 个办事处, 配备 150 多名有经验丰富的营销人员, 建立了覆盖面广、管理科学、运行高效的销售渠道体系。

图 23: 公司营销网络遍布全国



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

- ◆ 公司具备完善的售后服务体系, 环卫清洁及垃圾收转装备对设备运行完好率和维修及时性要求高, 售后服务品质是客户重点关注因素之一。公司已在全国范围内建立了 52 个售后服务站和配件供应库, 设有 160 多名常驻服务人员和机动服务人员, 并配备了专门的售后服务专车。

**品牌优势。**公司自成立以来就十分重视品牌建设, 经过持续不懈的精心培育, 以及在产品质量及性能、技术水平、客户服务等方面的综合优势, 在行业内获得了较高的品牌知名度和美誉度, 并树立了值得信赖的企业形象。公司“福龙马”商标被认定为中国驰名商标、福建省著名商标, “福龙马”牌产品被认定为福建省名牌产品, “福龙马”品牌已成为公司进一步巩固行业地位并扩大市场份额的重要优势之一。

图 24: 公司品牌荣誉



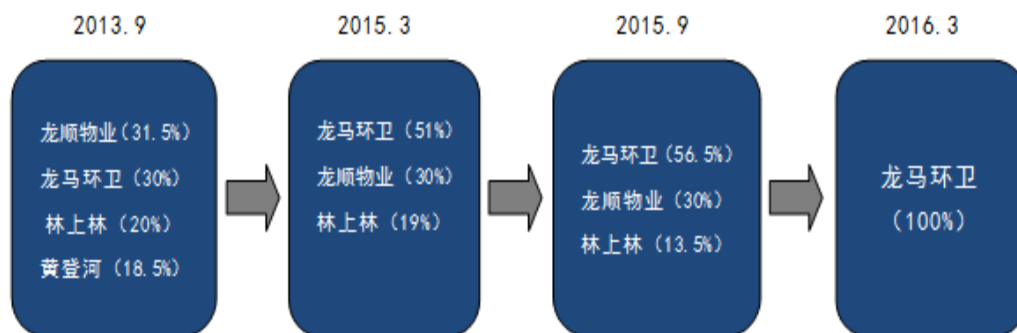
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 2.3.2 战略明晰, 引领环卫服务行业

公司充分认识到政策红利和市场空间带来的环卫服务行业广阔发展前景, 依托前期环卫装备市场带来的良好品牌效应, 连续拿下环卫服务大单, 一方面扩大装备业务范围, 形成良好的协同效应; 另一方面在环卫服务市场产生突出的市场示范效应, 树立自身品牌。

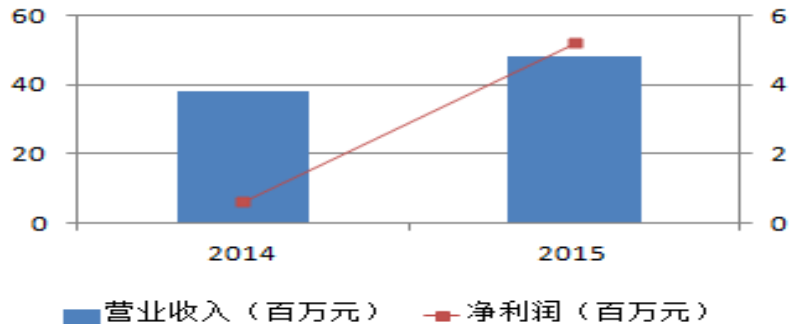
**战略布局一: 全资控股龙环环境, 打造环卫服务孵化器。**龙环环境成立之初, 公司持有其 30% 的股权, 在大力发展环卫服务背景下, 公司近两年陆续收购龙环剩余股权, 将其变为旗下全资子公司。

图 25: 龙环环境股权变更过程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

龙环环境主要业务包括环卫清洁以及垃圾清运等, 目前已运营福建省部分项目, 具有一定的市场影响力和突出的拿单能力。增持的意义一方面在于增强公司议价拿单能力, 更为重要的一方面在于经过数年经营的龙环环境具有优秀的项目运营经验以及众多杰出的环卫管理人才, 在未来公司环卫服务产业的全国布局中, 作为孵化器的龙环环境将起到举足轻重的作用。

**图 26: 龙环环境经营状况**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**战略布局二: 相继拿下南北环卫服务大单, 树立行业标杆形象。**在不到一年时间里, 公司相继中标海口市龙华区和沈阳市浑南区两个环卫大单, 充分展示了公司实力以及布局环卫服务产业的决心。

**2015年12月, 公司中标海口市龙华区环卫一体化PPP项目。**海口市龙华区人民政府授权海口市龙华区环境卫生管理局作为该项目实施机构, 并授权海口保税区开发建设总公司作为政府方出资代表。公司作为龙华区环卫一体化PPP项目的成交供应商, 依法与海口保税区开发建设总公司按照双方签订的合资合作协议和合资公司章程的约定在海口市共同设立项目公司, 由项目公司作为实施投资、建设、运营、维护、移交本项目的主体。项目主要服务内容包括龙华区的清洗保洁服务、垃圾收集清运服务、公厕运营管理服务、车辆设备配置等。

**表 7: 海口市龙华区环卫一体化PPP项目**

序号	分项	单价(元/m <sup>2</sup> 、吨、座·年)	
1	清扫保洁	一级道路	10.25
		二级道路	7.05
		三级道路	9.52
		四级道路及墙到墙区域	18.07
		绿化带区域	5.99
2	垃圾清运	74.22	
3	公厕运行	13.48	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

龙华区环卫一体化PPP项目运营费用2.34亿/年, 约占公司2015年营业收入的15%, 也是迄今为止国内市政环卫PPP项目方面金额最大的采购。自2016年3月运营以

来, 龙华区环卫状况得到了大幅改善, 多次在区间卫生评比名列前茅, 受到了政府部门和民众的充分肯定。

**2016年3月, 公司中标沈阳市浑南区环境卫生服务订单。**为推行沈阳市浑南区环境卫生作业市场化运作, 沈阳市浑南区城市管理局通过公开采购方式发出“浑南区老城区环境卫生作业服务”招标公告。公司作为本项目的成交方, 与辽宁华清环卫服务有限公司在沈阳市注册成立控股子公司沈阳龙马华清环境工程有限公司, 作为本项目的具体实施主体。项目服务内容包括道路保洁、绿化带的保洁、垃圾清运、公厕运行、环卫设施维护以及冬季除雪等。

浑南区老城区环卫服务项目中标金额 1.46 亿元, 约占公司 2015 年营业收入的 10%。该承包合同正式生效并顺利实施后, 将对公司 2016 年度及以后年度的经营业绩产生积极的影响, 同时为公司后续环卫服务项目的开拓提供更多的经验。服务内容包括路面清洁、垃圾收运以及公厕运行等, 项目于 7 月份开始运行, 当前运转良好。

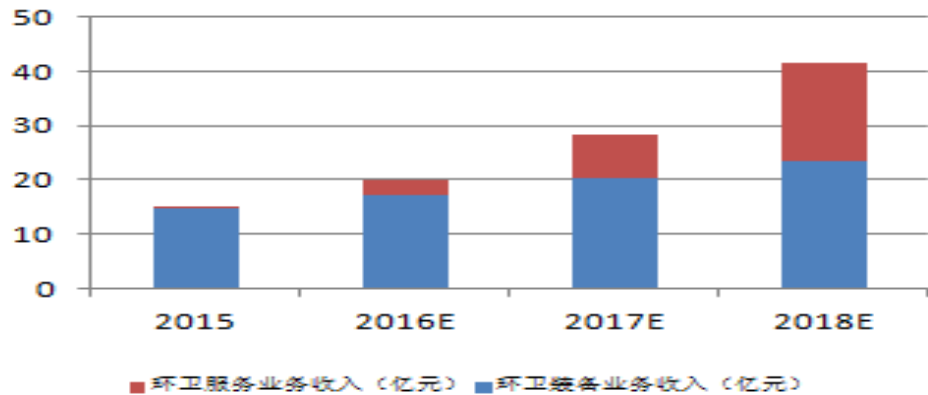
**表 8: 公司环卫服务主要在手订单**

省份	项目名称	运营费用 (万元/年)	运营期限 (年)
福建	龙岩市永丰新区城市核心区和坎市镇环卫保洁项目	385.02	3
福建	厦门杏滨路以东片区市政道路及海岸线清扫保洁服务	411	3
福建	龙岩市永定区老城区道路清扫保洁服务	205.8	3
海南	海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目	23368	15
辽宁	沈阳市浑南区老城区环境卫生作业服务项目	14561	5
福建	厦门杏林街道新城片区市政道路项目	649.92	3
合计		39580.74	

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

从环卫服务订单来看, 公司立足福建、辐射全国的布局 and 战略意图非常明显。前期环卫装备业务积累的各方面资源将在环卫服务业务的拓展中发挥重要作用。

图 27: 2015-2018 年龙马环卫两大业务板块收入变化预测



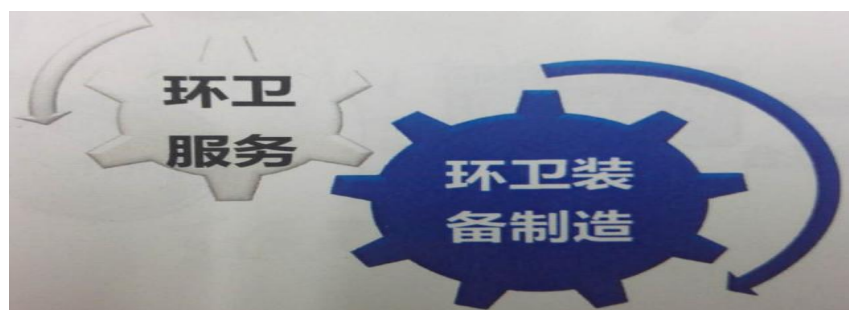
资料来源: 东兴证券研究所

从环卫服务收入预测可以看出, 随着市场需求的不断扩容, 未来三年公司环卫服务业务发展突飞猛进, 就业务规模而言, 将在目前基础上再造一个龙马环卫。

### 2.3.3 双轮驱动, 打造环卫龙头

公司确立了“环卫装备制造+环卫服务”协同发展的战略, 发挥两大战略之间的资源共享、相互促进、协同发展, 实现公司扩越式发展, 最终成为国内环境卫生整体解决方案的领先者。

图 28: “环卫装备制造+环卫服务”双轮驱动



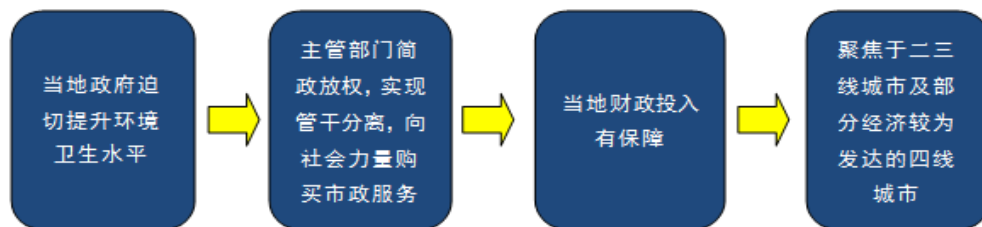
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

- ◆ 围绕自身核心技术, 将装备主业做强做大, 并积极丰富产品系列, 开发科技含量高、有附加值的产品, 进一步提升行业地位, 提高公司在国内外市场的竞争力。
- ◆ 进一步延伸产业链条, 全力拓展环卫服务产业新兴业务, 配置高效环卫装备快速切入环卫服务产业领域, 推动业务拓展。

**完善环卫服务能力, 精挑细选行业项目。**公司通过组合中高端环卫装备, 输出优秀的管理模式, 配置基于软件、硬件、物联网、大数据多业协同的智慧环卫管理平台, 大幅度提升城市环境卫生水平。同时在环卫服务项目的拓展过程中, 公司重点关注环卫

水平提升需求迫切、购买市场化服务意愿强烈、当地财政收入有保障的区域。在此基础上, 根据不同城市的个性化要求, 充分发挥公司精细化管理优势, 打造高端精品项目, 扩大品牌影响力。

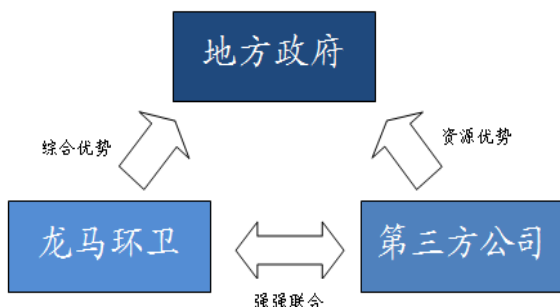
图 29: 公司环卫项目选择原则



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

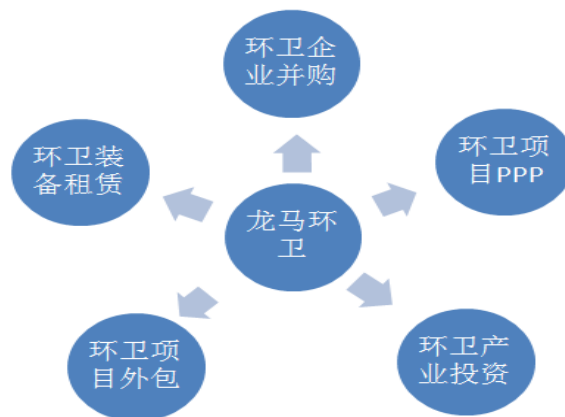
**开放式合作加速异地扩张之路。**在未来的外延发展中, 公司确立了开放式合作的思路, 致力于将上市公司打造成全国性的环卫服务开放式平台, 注重与各类社会资源开展紧密联合, 创造出政府、市民、公司、合作方、员工等相关方共赢局面。

图 30: 打造开放式平台



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 31: 多种经营模式



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

- ◆ 环卫服务业务个性化特点突出, 在异地扩张中将面临各种各样的问题, 与当地第三方公司联合, 在增加合作伙伴的同时可以减少多方阻力, 有利于公司区域布局的推进以及获得地方认可, 形成共赢局面。
- ◆ 异地扩张进程中, 公司将一方面把自身突出的资金调配能力、问题解决能力以及业务高度集中的优势发挥到最大, 另一方面将在对行业深刻理解的基础上继续扩大环卫服务范围, 培养团队人才。



### 2.3.4 定增 11 亿助力业绩爆发

9月29日,公司公告发布非公开发行方案,拟发行不超过4000万股,募集金额不超过11.13亿元,分别投向环卫装备综合配置服务项目、环卫服务研究及培训基地项目、营销网络建设以及补充流动资金。

- ◆ **装备池模式大幅提高资源配置效率。**厦门福龙马采用购买一定数量的环卫装备组建装备池的模式为地方环卫服务项目子公司提供环卫装备一体化综合解决方案,有利于在各项项目间科学配置环卫装备,从而达到提高运营效率、降低服务成本的目的,辅以智慧环卫系统的建设,推进公司轻资产运营模式在全国范围内快速复制。
- ◆ **环卫服务研究培训基地加强人才储备。**当前,环卫服务市场优秀技术及管理人才稀缺,随着市场空间的快速释放,需求缺口愈加显著。人才储备在未来大概率成为市场项目争夺推进的胜负手。环卫服务研究及培训基地未来将系统加强员工政策研究、技术趋势以及项目管理等全方位能力,为公司后续发展提供人才支持。

## 3. 盈利预测及估值

我们预计公司2016-2018年主营收入分别为20.21亿、28.42亿和41.60亿元,归母净利润分别为2.10亿、3.11亿和4.58亿元,复合净利润增速超过45%,对应EPS分别为0.77元、1.14元和1.68元,对应PE分别为44倍、30倍和20倍。

公司环卫装备业绩稳步上扬,同时大概率成为环卫服务行业领导者,业绩弹性较大。我们给予公司2017年50倍估值,对应目标价57元,首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

## 4. 风险提示

市场化服务推进不达预期。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	998	1724	2101	2738	3761	<b>营业收入</b>	1182	1532	2021	2842	4160
货币资金	284	847	887	1023	1248	<b>营业成本</b>	794	1054	1383	1928	2794
应收账款	450	548	720	1012	1482	营业税金及附加	7	12	16	23	33
其他应收款	22	36	47	67	97	营业费用	144	198	253	355	546
预付款项	5	2	16	35	63	管理费用	73	99	121	171	250
存货	236	279	379	528	766	财务费用	7	-9	1	1	1
其他流动资产	0	2	2	2	2	资产减值损失	10.49	12.73	12.00	12.00	12.00
<b>非流动资产合计</b>	90	107	80	73	66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	1	1	1	1	投资净收益	0.18	0.28	0.20	0.20	0.20
固定资产	50.08	50.88	47.00	42.36	37.71	<b>营业利润</b>	146	165	235	352	524
无形资产	25	24	22	20	18	营业外收入	3.96	14.05	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.38	1.30	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	1088	1831	2181	2811	3827	<b>利润总额</b>	150	178	244	361	533
<b>流动负债合计</b>	603	778	980	1393	2088	所得税	20	25	34	51	75
短期借款	103	0	0	0	54	<b>净利润</b>	130	153	210	311	458
应付账款	195	218	303	423	612	少数股东损益	0	2	0	0	0
预收款项	20	79	160	274	440	归属母公司净利润	130	151	210	311	458
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	183	186	244	360	532
<b>非流动负债合计</b>	2	5	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.30	0.60	0.77	1.14	1.68
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	605	784	980	1393	2088	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	9	9	9	9	营业收入增长	34.37%	29.62%	31.92%	40.62%	46.38%
实收资本(或股	100	267	272	272	272	营业利润增长	36.12%	12.64%	42.69%	49.63%	48.75%
资本公积	2	285	285	285	285	归属于母公司净利润	39.43%	47.80%	39.43%	47.80%	47.53%
未分配利润	329	418	481	575	712	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	483	1038	1186	1403	1724	毛利率(%)	32.84%	31.20%	31.58%	32.15%	32.83%
<b>负债和所有者权</b>	1088	1831	2181	2811	3827	净利率(%)	10.97%	9.97%	10.40%	10.93%	11.02%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.92%	8.23%	9.64%	11.05%	11.98%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	26.85%	14.52%	17.73%	22.14%	26.59%
<b>经营活动现金流</b>	38	224	96	242	321	<b>偿债能力</b>					
净利润	130	153	210	311	458	资产负债率(%)	56%	43%	45%	50%	
折旧摊销	29.57	29.40	0.00	4.65	4.65	流动比率	1.66	2.22	2.14	1.97	1.80
财务费用	7	-9	1	1	1	速动比率	1.26	1.86	1.76	1.59	1.43
应收账款减少	0	0	-171	-292	-469	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	81	114	166	总资产周转率	1.25	1.05	1.01	1.14	1.25
<b>投资活动现金流</b>	-4	-23	8	-12	-12	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.37	7.41	7.75	7.83	8.04
长期股权投资减	0	0	20	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.30	0.60	0.77	1.14	1.68
<b>筹资活动现金流</b>	6	303	-64	-94	-84	每股净现金流(最新	0.40	1.89	0.15	0.50	0.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.83	3.89	4.35	5.15	6.33
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	167	6	0	0	P/E	26.19	56.75	44.11	29.85	20.23
资本公积增加	0	283	0	0	0	P/B	7.05	8.75	7.82	6.61	5.38
<b>现金净增加额</b>	40	503	40	136	225	EV/EBITDA	17.58	44.34	34.44	22.91	15.20

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

### 于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。