

2017年03月22日

公司研究·证券研究报告

龙马环卫 (603686.SH)

公司快报

装备产量稳健增长，服务项目快速放量，业绩增速稳步提升

投资要点

事件：3月20日，公司发布2016年年报，报告期内公司实现营业收入22.18亿元，归母净利润2.11亿元，分别同比增长44.80%和40.16%。公司拟以股权登记日总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.35元（含税），预案尚需股东大会通过。

◆ **“环卫装备制造+环卫服务产业”双轮驱动，公司业绩增速提升：**①环卫装备产销量、市占率均创新高，实现营业收入18.9亿元，同比增长29.03%，占比85%，毛利率增加0.69个百分点至31.81%；②环卫服务业务收入大幅增长7倍，达2.92亿元，占比13%，新增环卫产业服务项目尚处于磨合期，成本较高导致环卫产业服务毛利率下降7.46个百分点至25.77%，尚有提升空间。

◆ **环卫设备制造业务稳健增长，市占率持续提高：**2016年环卫装备制造业扭转2015年行业产量下滑局面，环卫车总产量增幅30.56%。在此背景下，公司环卫装备总产量8,544台/套，同比增长38.59%，市场占有率创新高达7.39%，处于行业前三的领先地位，其中环卫创新产品和中高端作业车型在同类市场占有率为14.88%。公司注重环卫装备制造研发投入，产品推陈出新，目前共拥有3大类共30个系列产品，较2015年有所增加。在行业中高端产品占比逐步增大的趋势下，公司市占率有望进一步提高。

◆ **环卫服务项目迅速积累，奠定业绩增长基础：**2015年公司首次步入环卫服务领域，截至目前公司已中标环卫服务项目16个，合同金额约57亿元，年合同金额5.29亿元，公司2016年新签环卫合同订单总金额在全行业排名第三。2015年12月中标的海口龙华区环卫一体化PPP项目为全国环卫服务运营领域金额最大的单一项目，已于2016年3月1日投运。从环卫服务市场看，2016年全国新增环卫PPP落地项目130个，较2015年同比增长2倍以上，环卫服务领域市场化程度提高，空间逐步释放。在地方环卫PPP项目需求扩张趋势下，公司有望以行业领先以及项目多点布局优势，保持订单量持续增加；同时，随着运营收入流入，环卫产业服务板块毛利率仍有提升潜力。另外，公司出资800万元投资海南易登科技，积极构建环卫智慧云服务系统，提升公司环卫服务产业综合竞争实力。

◆ **定增项目进一步增强公司“装备+服务”综合实力，补足现金流：**2016年9月30日公司发布2016年非公开发行股票预案，拟募集10.63亿元（不含发行费用）投入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、营销网络建设项目及补充流动资金。

◆ **投资建议：**我们看好市容环境卫生投资快速增长、城镇化率提高带动下的环卫市场发展前景，公司“环卫装备制造+环卫产业服务”战略不断强化，业绩稳健增长，假设公司2017年完成定增，我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.96、

电力及公用事业 | 环保 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6个月目标价 37.8元

股价(2017-03-21) 33.75元

交易数据

总市值(百万元) 9,191.81

流通市值(百万元) 3,585.94

总股本(百万股) 272.35

流通股本(百万股) 106.25

12个月价格区间 26.73/39.98元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.83	8.06	24.53
绝对收益	9.08	12.01	32.57

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20655643

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20655737

相关报告

龙马环卫：环卫装备+服务协同发展，业绩增速稳中有升 2017-01-19

1.28 和 1.58 元,给予公司增持-A 建议,上调 6 个月目标价至 37.8 元,相当于 2017 年 39 倍市盈率。

◆ **风险提示:** 项目进度不及预期、定增事项尚未过会

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,532.0	2,218.3	3,104.5	4,264.8	5,567.7
同比增长(%)	29.6%	44.8%	39.9%	37.4%	30.5%
营业利润(百万元)	165.0	251.7	352.2	461.3	575.4
同比增长(%)	12.6%	52.6%	39.9%	31.0%	24.8%
净利润(百万元)	150.8	211.3	294.7	390.2	482.8
同比增长(%)	16.3%	40.2%	39.5%	32.4%	23.7%
每股收益(元)	0.55	0.78	0.96	1.28	1.58
PE	61.0	43.5	35.0	26.4	21.4
PB	8.9	7.7	6.6	5.0	4.0

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,532.0	2,218.3	3,104.5	4,264.8	5,567.7	年增长率					
减:营业成本	1,054.0	1,533.2	2,135.1	2,971.6	3,922.8	营业收入增长率	29.6%	44.8%	39.9%	37.4%	30.5%
营业税费	12.2	18.3	22.7	33.5	43.5	营业利润增长率	12.6%	52.6%	39.9%	31.0%	24.8%
销售费用	198.1	284.0	392.4	545.5	709.6	净利润增长率	16.3%	40.2%	39.5%	32.4%	23.7%
管理费用	98.9	122.9	188.3	236.4	295.1	EBITDA 增长率	1.9%	64.1%	36.6%	30.6%	25.0%
财务费用	-8.7	-6.7	1.2	3.4	7.8	EBIT 增长率	1.6%	56.7%	44.2%	31.5%	25.5%
资产减值损失	12.7	21.4	14.9	16.3	17.5	NOPLAT 增长率	1.1%	51.1%	48.1%	31.5%	25.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-41.1%	134.3%	11.6%	33.0%	29.0%
投资和汇兑收益	0.3	6.6	2.4	3.1	4.0	净资产增长率	116.9%	20.5%	30.0%	31.2%	24.5%
营业利润	165.0	251.7	352.2	461.3	575.4						
加:营业外净收支	12.7	11.2	12.5	12.1	13.9	盈利能力					
利润总额	177.8	262.9	364.7	473.4	589.3	毛利率	31.2%	30.9%	31.2%	30.3%	29.5%
减:所得税	25.0	45.1	54.5	70.7	88.0	营业利润率	10.8%	11.3%	11.3%	10.8%	10.3%
净利润	150.8	211.3	294.7	390.2	482.8	净利率	9.8%	9.5%	9.5%	9.1%	8.7%
						EBITDA/营业收入	10.6%	12.0%	11.7%	11.1%	10.7%
						EBIT/营业收入	10.2%	11.0%	11.4%	10.9%	10.5%
						偿债能力					
						资产负债率	42.8%	52.3%	50.7%	52.1%	53.1%
						负债权益比	74.8%	109.7%	103.0%	109.0%	113.2%
						流动比率	2.22	1.81	1.85	1.85	1.84
						速动比率	1.86	1.46	1.49	1.51	1.48
						利息保障倍数	-18.01	-36.34	288.41	136.65	74.79
						营运能力					
						固定资产周转天数	12	18	20	13	10
						流动营业资本周转天数	37	22	20	22	29
						流动资产周转天数	320	327	308	303	310
						应收帐款周转天数	124	107	107	112	112
						存货周转天数	60	59	59	57	59
						总资产周转天数	343	363	346	330	330
						投资资本周转天数	54	46	49	44	44
						费用率					
						销售费用率	12.9%	12.8%	12.6%	12.8%	12.7%
						管理费用率	6.5%	5.5%	6.1%	5.5%	5.3%
						财务费用率	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%
						三费/营业收入	18.8%	18.0%	18.7%	18.4%	18.2%
						投资回报率					
						ROE	14.5%	17.7%	18.9%	19.0%	18.8%
						ROA	8.3%	8.2%	9.3%	9.0%	8.8%
						ROIC	46.3%	118.9%	75.1%	88.6%	83.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.24	0.29	0.34	0.46
						分红比率	31.8%	30.3%	29.7%	27.0%	29.0%
						股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	152.8	217.8	294.7	390.2	482.8	EPS(元)	0.55	0.78	0.96	1.28	1.58
加:折旧和摊销	5.8	21.0	9.9	9.9	9.9	BVPS(元)	3.81	4.39	5.10	6.73	8.39
资产减值准备	12.7	21.4	-	-	-	PE(X)	61.0	43.5	35.0	26.4	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.9	7.7	6.6	5.0	4.0
财务费用	0.8	0.3	1.2	3.4	7.8	P/FCF	54.9	358.4	40.3	27.8	21.6
投资损失	-0.3	-6.6	-2.4	-3.1	-4.0	P/S	6.0	4.1	3.3	2.4	1.9
少数股东损益	2.0	6.5	15.5	12.5	18.5	EV/EBITDA	50.2	31.6	25.3	18.7	14.4
营运资金的变动	57.9	-65.6	-53.4	-157.3	-182.8	CAGR(%)	38.1%	32.0%	33.8%	38.1%	32.0%
经营活动产生现金流量	224.2	295.9	265.5	255.6	332.1	PEG	1.6	1.4	1.0	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-23.4	-383.8	8.1	-1.2	5.0	ROIC/WACC	4.4	11.4	7.2	8.5	8.0
融资活动产生现金流量	302.6	78.0	74.3	232.8	184.0						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn