



2017-08-27

公司点评报告

买入/首次

龙马环卫(603686)

目标价: 0

昨收盘: 30.79

机械设备 专用设备

设备+服务格局初现，下半年有望发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	272/102
总市值/流通(百万元)	8,386/3,150
12 个月最高/最低(元)	37.00/29.29

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

联系人: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

联系人: 钱建江

电话: 021-61372597

E-mail: qianjianjiang@tpyzq.com

报告摘要

环卫设备毛利率承压。2017H 毛利率下滑, 主要原因是由于(1) 钢材涨价导致原材料成本上涨(钢材占公司成本的 20+%, 主要是箱体等), 后续如果原材料价格持续高位, 公司箱体、底盘等成本价格还将有一定压力;(2) 上半年政府客户不多(政府客户占比 65%左右, 保洁公司占比 18-20%左右), 政府采购将主要集中在下半年(但保洁公司订单三费较少, 所以二者净利率水平差不多)。

环卫服务下半年有望发力。公司 2017H1 新中标年化合同 8168.54 万元, 基本没有大订单; 2017H2 有望发力拿下在跟的几个大项目, 全年新签订单目标 7 亿左右。同时随着海口、沈阳项目度过磨合期, 其净利率有望继续上升, 从而提升环卫服务业务盈利能力。目前环卫服务项目进一步向大型(一体化、10 年以上)或小型(3 年以下)两个方向发展, 大型项目对投标企业综合实力要求更强, 公司也在积极与产业链相关企业合作, 并且尝试弥补缺少国资背景的短板, 为在大型项目上的跑马圈地打下基础。

设备商向服务商延伸是公司持续较快增长, 进一步做大的战略选择。

(1) 从市场空间来看, 我国环卫清洁+垃圾收转设备年均市场空间在 130 亿量级, 而环卫服务市场空间在 1000 亿左右, 而公司 2015 年设备体量已经在 15 亿元左右, 显然延伸到相关的服务市场发挥空间更大。同时, 环卫服务还能向后端垃圾处理等领域拓展, 发展空间更大。(2) 从成长逻辑看, 随着机械化率逐步提升, 环卫装备行业增长脚步渐缓, 公司业务的增长更多来自市占率提升。公司市占率经历了 2014 年的 4.54% 上升到 2016 年的 7.39%, 再下降到 2017H1 的 6.4%, 是有一定波动性的, 主要原因是由于下游市场十分分散且短期集中度大幅提升较难(区域性突出), 且新进入者抢占市场(如启迪桑德开始自行做设备)。为了防止局限与设备业务可能导致的“不进则退”, 为了在目前体量下还能持续支撑业绩快速增长, 向相辅相成的环卫服务业务延伸是最有选择。(3) 环卫服务当下正值政府放开市场化的风口, 只要有实力有能力有想法的企业都有希望分得一杯羹, 正好为像公司这样的环卫服务新进入者提供了难得的机遇。

盈利预测与投资建议: 公司增发事项已经过会, 产能扩张及设备池建立将为公司销售、融资等方面带来新空间。我们看好公司长期发展, 不考虑增发摊薄, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.03 元、1.33 元和 1.61 元, 对应 PE 为 30 倍、23 倍和 19 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 环卫服务项目中标情况低于预期的风险; 设备毛利率继续下

滑的风险等。

指标/年	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2218.2	3129.28	4121.70	5226.00
增长率	44.80	41.07%	31.71%	26.79%
归属母公司净利润（百万元）	211.32	279.68	362.83	439.48
增长率	40.16	32.35%	29.73%	21.13%
每股收益 EPS（元）	0.78	1.03	1.33	1.61
PE	40	30	23	19
PB	6.65	5.71	4.82	4.06

资料来源：WIND，太平洋证券整理

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2218.27	3129.28	4121.70	5226.00
营业成本	1533.21	2246.30	2975.07	3798.12
营业税金及附加	18.35	22.92	32.34	40.84
销售费用	284.00	378.64	494.60	621.89
管理费用	122.94	162.72	201.96	256.07
财务费用	-6.74	-1.95	-2.23	-2.88
资产减值损失	21.40	0.00	0.00	0.00
投资收益	6.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	251.73	320.64	419.95	511.96
其他非经营损益	11.16	10.43	11.06	10.87
利润总额	262.90	331.07	431.01	522.83
所得税	45.06	51.40	68.18	83.34
净利润	217.84	279.68	362.83	439.48
少数股东损益	6.52	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	211.32	279.68	362.83	439.48
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	870.87	870.37	1098.71	1348.83
应收和预付款项	763.04	1166.97	1513.65	1908.72
存货	442.12	650.69	862.94	1102.84
其他流动资产	230.58	325.27	428.43	543.21
长期股权投资	10.12	10.12	10.12	10.12
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	270.78	252.62	234.47	216.31
无形资产和开发支出	23.65	20.85	18.06	15.27
其他非流动资产	34.62	34.47	34.31	34.16
资产总计	2645.77	3331.37	4200.68	5179.47
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1205.04	1672.68	2240.73	2864.51
长期借款	29.07	29.07	29.07	29.07
其他负债	149.74	162.10	189.59	220.63
负债合计	1383.85	1863.86	2459.39	3114.21
股本	272.35	272.35	272.35	272.35
资本公积	340.66	340.66	340.66	340.66
留存收益	644.15	856.54	1130.33	1454.29
归属母公司股东权益	1196.33	1401.92	1675.71	1999.67
少数股东权益	65.59	65.59	65.59	65.59
股东权益合计	1261.92	1467.51	1741.30	2065.26
负债和股东权益合计	2645.77	3331.37	4200.68	5179.47
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	265.96	339.80	438.82	530.18
PE	39.68	29.98	23.11	19.08
PB	6.65	5.71	4.82	4.06
PS	3.78	2.68	2.03	1.60
EV/EBITDA	28.30	22.11	16.60	13.26

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	217.84	279.68	362.83	439.48
折旧与摊销	20.97	21.10	21.10	21.10
财务费用	-6.74	-1.95	-2.23	-2.88
资产减值损失	21.40	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-75.97	-211.96	-66.74	-94.96
其他	118.44	-0.70	0.20	0.02
经营活动现金流净额	295.93	86.17	315.16	362.76
资本支出	-219.14	0.00	0.00	0.00
其他	-164.62	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-383.76	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	29.07	0.00	0.00	0.00
股权融资	61.05	0.00	0.00	0.00
支付股利	-48.01	-67.28	-89.05	-115.52
其他	35.86	-19.39	2.23	2.88
筹资活动现金流净额	77.98	-86.67	-86.81	-112.64
现金流量净额	-9.85	-0.50	228.34	250.12
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	44.80%	41.07%	31.71%	26.79%
营业利润增长率	52.56%	27.38%	30.97%	21.91%
净利润增长率	42.60%	28.39%	29.73%	21.13%
EBITDA 增长率	64.09%	27.76%	29.14%	20.82%
获利能力				
毛利率	30.88%	28.22%	27.82%	27.32%
三费率	18.04%	17.24%	16.85%	16.74%
净利率	9.82%	8.94%	8.80%	8.41%
ROE	17.26%	19.06%	20.84%	21.28%
ROA	8.23%	8.40%	8.64%	8.49%
ROIC	43.36%	35.67%	36.31%	37.76%
EBITDA/销售收入	11.99%	10.86%	10.65%	10.15%
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.05	1.09	1.11
固定资产周转率	19.77	19.03	28.18	40.79
应收账款周转率	3.59	3.59	3.40	3.38
存货周转率	4.20	4.08	3.91	3.85
销售商品提供劳务收	106.32	—	—	—
资本结构				
资产负债率	52.30%	55.95%	58.55%	60.13%
带息债务/总负债	2.10%	1.56%	1.18%	0.93%
流动比率	1.81	1.71	1.66	1.63
速动比率	1.46	1.34	1.29	1.26
每股指标				
每股收益	0.78	1.03	1.33	1.61
每股净资产	4.63	5.39	6.39	7.58
每股经营现金	1.09	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。