

龙马环卫 (603686.SH)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

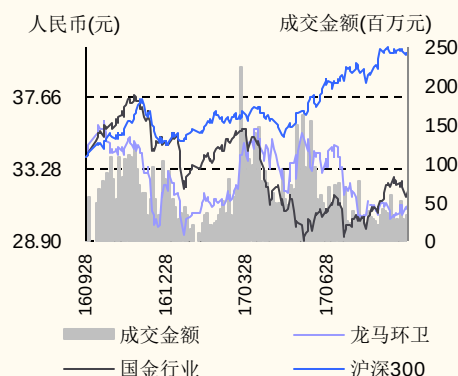
市场价格(人民币): 31.06 元

业绩增长 26%，一体化战略快速推进

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	102.30
总市值(百万元)	8,459.19
年内股价最高最低(元)	35.76/29.29
沪深 300 指数	4006.72
上证指数	3393.34



相关报告

1. 《环卫龙头企业，双轮驱动抢占先机-龙马环卫公司深度研究》，2017.9.29

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

邓晖 联系人
(8610)66216739
denghui@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.565	0.776	0.966	1.257	1.575
每股净资产(元)	3.89	4.39	5.33	6.59	8.17
每股经营性现金流(元)	0.84	1.09	1.30	1.67	2.37
市盈率(倍)	70.26	42.68	32.16	24.72	19.72
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率(%)	16.29%	40.16%	24.49%	30.10%	25.32%
净资产收益率(%)	14.52%	17.66%	18.11%	19.07%	19.29%
总股本(百万股)	266.70	272.35	272.35	272.35	272.35

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

事件

- 10月31日，公司公布2017年三季报，实现收入22.7亿元，同比增长44.54%，归母净利润1.91亿元，同比增长26.03%，扣非归母净利润1.87亿元，同比增长26.41%。EPS 0.72元，同比增长28.57%。

点评

- **业绩增长符合预期，一体化战略降低成本：**公司三季报归母净利润增长26%，与上半年增速一致，大概率实现预期业绩。业绩增长主要由于收入增长45%，环卫运营收入快速增加并带动环卫设备销量抬升，贡献毛利0.7亿元。三费比率14.4%，同比降低2.8pct，主要由于环卫设备运营纵向一体化战略推动销售费用率同比降低2.9pct。
- **环卫服务 1100 亿蓝海市场，公司新签合同排名第三：**以全国城市道路清扫保洁面积、城市生活垃圾清运量和城市公厕数量保守测算，2016年城市环卫服务市场规模超过1100亿元，十三五期间复合增速10%。据统计，16年全国环卫项目订单服务总金额为224亿元，对应市场化率约为20%，市场化下环卫效果、效率双升，并解决政府财政压力大的问题，未来五年市场化率有望达到欧美60%的水平。公司凭借上游装备优势切入环卫服务市场，16年新签环卫服务合同总金额超过50亿元，在全行业排名第三。目前，公司在手环卫服务项目年化合同金额超6.8亿元，合同总额超60亿元。
- **机械化率攀升叠加市场集中度提升，公司环卫设备将稳健增长：**以环卫装备销量9万辆，均价25万/套估算，2017年环卫装备市场约225亿。16年我国城市机械化清扫率为55.5%，与发达国家80%的标准有较大差距，预计2020年将提升到70%水平，三年需求30万辆，对应空间750亿。公司16年生产环卫装备8544台/套，装备市占率为7.4%，其中中高端环卫装备市占率达15%。公司装备产能约6000套，近三年产能利用率均超100%，产能抬升将带来直接增量。装备行业集中度提高，近三年CR10由43%提升至53%；公司坐拥技术、渠道优势，市占率有望进一步提升。
- **定增 7 亿已获批文，投向装备扩能与智慧环卫，蓄力环卫服务：**公司7.3亿元定增方案已获批文，1) 4.8亿元投向环卫装备综合配置，产能将提升一倍至12,000套，解决产能不足问题；2) 并通过组合、配置、维护的一体化服务解决地方环卫服务运营公司资金压力大，项目周期与设备周期不匹配的问题；3) 装备配置服务+智慧环卫，效率提升至最优，为公司环卫服务扩张提

供保障。

投资建议

- 公司立足于环卫装备制造，产品定位中高端，纵向一体化战略拓宽下游环卫运营服务，把握环卫市场化契机。根据测算，预计公司 17/18/19 年实现归母净利润 2.63、3.42、4.29 亿元，EPS 分别为 0.97、1.26、1.58，对应 PE 为 32、25、20 倍。给予“买入”评级。

风险提示

- 环卫服务市场化进度慢；环卫装备市场竞争加剧；政策变动风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,182	1,532	2,218	3,146	4,196	5,334
增长率		29.6%	44.8%	41.8%	33.4%	27.1%
主营业务成本	-794	-1,054	-1,533	-2,247	-3,003	-3,820
%销售收入	67.2%	68.8%	69.1%	71.4%	71.6%	71.6%
毛利	388	478	685	899	1,193	1,514
%销售收入	32.8%	31.2%	30.9%	28.6%	28.4%	28.4%
营业税金及附加	-7	-12	-18	-16	-21	-27
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-144	-198	-284	-400	-533	-677
%销售收入	12.2%	12.9%	12.8%	12.7%	12.7%	12.7%
管理费用	-73	-99	-123	-167	-218	-272
%销售收入	6.2%	6.5%	5.5%	5.3%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	164	169	260	317	421	538
%销售收入	13.9%	11.0%	11.7%	10.1%	10.0%	10.1%
财务费用	-7	9	7	19	26	36
%销售收入	0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-10	-13	-21	-9	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	15	18	20
%税前利润	0.1%	0.2%	2.5%	4.2%	3.8%	3.3%
营业利润	146	165	252	342	462	591
营业利润率	12.4%	10.8%	11.3%	10.9%	11.0%	11.1%
营业外收支	4	13	11	12	12	12
税前利润	150	178	263	354	474	603
利润率	12.7%	11.6%	11.9%	11.2%	11.3%	11.3%
所得税	-20	-25	-45	-60	-81	-104
所得税率	13.6%	14.1%	17.1%	17.1%	17.2%	17.2%
净利润	130	153	218	293	392	499
少数股东损益	0	2	7	30	50	70
归属于母公司的净利润	130	151	211	263	342	429
净利率	11.0%	9.8%	9.5%	8.4%	8.2%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	130	153	218	293	392	499
少数股东损益	0	2	7	30	50	70
非现金支出	16	18	42	44	44	51
非经营收益	6	2	-10	-10	-28	-30
营运资金变动	-113	51	46	27	47	126
经营活动现金净流	38	224	296	353	455	646
资本开支	-4	-5	-169	-68	-78	-68
投资	0	-21	-29	-1	0	0
其他	0	3	-186	15	18	20
投资活动现金净流	-4	-23	-384	-54	-60	-48
股权募资	0	453	83	0	0	0
债权募资	45	-103	44	0	0	1
其他	-39	-47	-48	-9	-2	-2
筹资活动现金净流	6	303	78	-9	-2	-1
现金净流量	40	503	-10	291	393	597

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	284	847	871	1,161	1,555	2,152
应收款项	473	594	756	1,037	1,394	1,787
存货	236	279	442	585	782	994
其他流动资产	5	4	237	288	290	292
流动资产	998	1,724	2,307	3,071	4,020	5,225
%总资产	91.7%	94.2%	87.2%	89.2%	90.6%	92.0%
长期投资	3	21	29	29	29	29
固定资产	51	52	271	317	366	399
%总资产	4.7%	2.8%	10.2%	9.2%	8.2%	7.0%
无形资产	25	24	25	25	24	24
非流动资产	90	107	339	370	419	452
%总资产	8.3%	5.8%	12.8%	10.8%	9.4%	8.0%
资产总计	1,088	1,831	2,646	3,441	4,439	5,677
短期借款	103	0	15	15	15	15
应付款项	464	737	1,165	1,566	2,100	2,681
其他流动负债	37	41	98	137	183	311
流动负债	603	778	1,277	1,718	2,298	3,007
长期贷款	0	0	29	29	29	30
其他长期负债	2	5	77	146	172	200
负债	605	784	1,384	1,892	2,499	3,238
普通股股东权益	483	1,038	1,196	1,453	1,795	2,224
少数股东权益	0	9	66	96	146	216
负债股东权益合计	1,088	1,831	2,646	3,441	4,439	5,677

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.297	0.565	0.776	0.966	1.257	1.575
每股净资产	4.829	3.892	4.393	5.334	6.590	8.165
每股经营现金净流	0.382	0.841	1.086	1.297	1.671	2.372
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.85%	14.52%	17.66%	18.11%	19.07%	19.29%
总资产收益率	11.92%	8.23%	7.99%	7.65%	7.71%	7.56%
投入资本收益率	24.22%	13.85%	16.49%	16.50%	17.56%	17.93%
增长率						
主营业务收入增长率	34.37%	29.62%	44.80%	41.82%	33.38%	27.12%
EBIT 增长率	31.29%	2.82%	53.93%	22.02%	32.79%	27.78%
净利润增长率	35.04%	16.29%	40.16%	24.49%	30.10%	25.32%
总资产增长率	36.71%	68.33%	44.48%	30.04%	29.03%	27.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	120.2	118.9	101.6	110.0	111.0	112.0
存货周转天数	87.3	89.2	85.9	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	85.3	71.6	75.4	76.0	77.0	78.0
固定资产周转天数	15.5	12.1	28.6	19.7	14.7	10.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.63%	-80.84%	-65.56%	-72.17%	-77.85%	-86.36%
EBIT 利息保障倍数	22.4	-19.4	-38.5	-16.7	-16.1	-14.8
资产负债率	55.61%	42.80%	52.30%	55.00%	56.29%	57.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	10	24	27
增持	1	1	6	16	17
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.38	1.48	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-29	买入	33.12	35.00~38.00

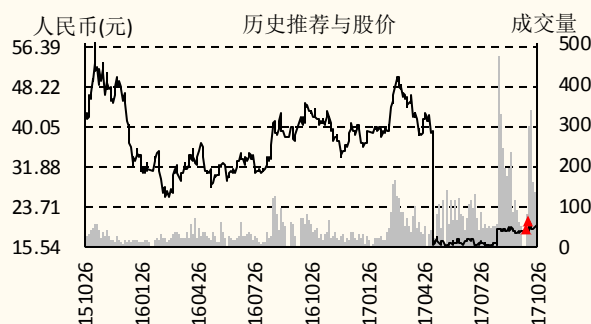
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH