

业绩符合预期，双轮驱动持续增长

投资要点

- **事件：**公司发布2017年业绩预告，预计2017年营业收入29.9-32.3亿元，同比增长35%到45%；归母净利润2.5-2.7亿元，同比增长20%到30%。
- **业绩符合预期，“环卫装备制造+环卫产业服务”协同发展。**公司围绕“环卫装备制造+环卫产业服务”协同发展战略，打造环卫纵向一体化环卫产业链，实现运营服务业带动制造业，制造业支持运营服务业的双向融合新格局。2017年公司“环卫装备制造”业务的产品产量与销量同比增长，“环卫服务产业”业务的市场区域布局进一步扩大，项目订单数、合同金额持续增加，两项业务营业收入均创历史新高，带动公司利润快速增长，业绩符合预期。
- **环卫装备市场空间较大，公司为行业龙头竞争力持续提升。**我国道路清扫面积持续提升，2012-2016年5年复合增速约为8.5%，2016年机械清扫率59.7%，同比提升4.2个百分点，距离发达国家80%以上机械清扫率仍存在较大发展空间，环卫装备行业处于快速发展阶段。公司以中高端产品为主，2016年环卫装备总销量7985台/套，同比增长33.4%，市占率达到7.4%，同比提升0.6个百分点，竞争力持续提升。2017年上半年公司环卫装备总销量为4205台/套，同比增长25%，持续保持较高增长良好趋势。
- **环卫服务市场化快速推进，装备协同下业务规模突飞猛进。**当前环卫服务市场化快速推进，公司2015年制定“环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展战略，依托环卫装备领域的竞争优势、广泛的环卫领域客户资源向下游行业环卫服务领域延伸，同年环卫服务收入0.36亿元，开始贡献业绩，2017年上半年公司环卫服务收入达3.1亿元，超过2016年全年的2.9亿元，同比增长196.8%，业务规模突飞猛进。近期公司再次中标公安县城环卫一体化PPP项目，合同总金额3.68亿元，目前在手项目年化服务金额超过8亿元，有效保证公司环卫服务业务高速增长。
- **定增落地，再添业绩增长动力。**2017年12月公司以27.11元/股非公开发行募集资金7.3亿元，用于环卫装备综合配置服务、环卫服务研究及培训基地、营销网络建设和补充流动资金。其中山东高速大比例认购后成为公司第三大股东，持股比例达到4.93%，后续有望进一步产生业务合作，再添业绩增长动力。
- **盈利预测与评级。**预计2017-2019年EPS分别为0.89元、1.19元、1.57元，对应PE分别为28倍、21倍、16倍，未来3年业绩复合增速30.6%，给予公司2018年26倍估值，对应目标价30.94元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**环卫设备市场竞争加剧，环卫PPP项目落地或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2218.27	3150.46	4224.14	5345.65
增长率	44.80%	42.02%	34.08%	26.55%
归属母公司净利润（百万元）	211.32	266.07	355.08	470.70
增长率	40.16%	25.91%	33.45%	32.56%
每股收益EPS（元）	0.71	0.89	1.19	1.57
净资产收益率ROE	17.26%	12.37%	14.47%	16.48%
PE	35	28	21	16
PB	6.26	3.49	3.06	2.63

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
 执业证号：S1250515090004
 电话：023-67610701
 邮箱：wyting@swsc.com.cn

联系人：武雪原
 电话：010-57758579
 邮箱：wuxuey@swsc.com.cn

联系人：沈猛
 电话：021-58351679
 邮箱：smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.99
流通A股(亿股)	1.08
52周内股价区间(元)	25.02-35.76
总市值(亿元)	74.88
总资产(亿元)	28.59
每股净资产(元)	4.96

相关研究

关键假设：

假设 1：根据环卫清洁装备和垃圾收转装备行业发展和公司市占率提升趋势，假设 2017-2019 年环卫清洁装备销量增速 26%、20%、15%，垃圾收转装备销量增速 30%、25%、20%；

假设 2：假设 17-19 年公司环卫服务业务保持良好增长态势。考虑到公司 16-17 年处于市场开拓阶段，业务毛利率处于磨合期有下降，后续市场基础逐步成熟，假设利润水平有所回升；

假设 3：新能源环卫装备目前处于起步阶段，根据新能源车发展趋势，假设公司该业务销量有所加速，考虑到市场竞争、原料涨价因素，预计毛利率有所下降。

我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	1181.9	1532.0	2218.3	3150.5	4224.1	5345.6
yoy	34.4%	29.6%	44.8%	42.0%	34.1%	26.5%
营业成本	793.7	1054.0	1533.2	2219.2	3015.0	3828.1
毛利率	32.8%	31.2%	30.9%	29.6%	28.6%	28.4%
环卫清洁装备						
收入	826.08	952.56	1208.9	1523.2	1827.9	2102.0
yoy		15.3%	26.9%	26.0%	20.0%	15.0%
成本	554.71	656.43	833.3	1051.0	1279.5	1471.4
毛利率	32.9%	31.1%	31.1%	31.0%	30.0%	30.0%
垃圾收转装备						
收入	324.3	455.68	590.4	767.5	959.4	1151.3
yoy		40.5%	29.6%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	218.07	314.46	384.5	514.2	652.4	794.4
毛利率	32.8%	31.0%	34.9%	33.0%	32.0%	31.0%
环卫产业服务						
收入		36.33	292.3	672.3	1143.0	1714.5
yoy		-	704.6%	130.0%	70.0%	50.0%
成本		24.26	217.0	511.0	857.2	1268.7
毛利率		33.2%	25.8%	24.0%	25.0%	26.0%
新能源环卫装备						
收入	10.9	50.0	75.8	121.3	181.9	254.7
yoy		359.4%	51.6%	60.0%	50.0%	40.0%
成本	6.9	31.6	58.2	93.4	141.9	201.2
毛利率	36.5%	36.7%	23.2%	23.0%	22.0%	21.0%
其他						

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	20.7	37.4	50.9	66.1	112.0	123.2
yoy		81.1%	35.8%	30.0%	20.0%	10.0%
成本	14.0	27.2	40.3	49.6	84.0	92.4
毛利率	32.1%	27.3%	20.7%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

公司为国内城市环卫领域上市公司龙头,“设备+服务”双轮驱动,有望成长为环卫一体化系统解决方案供应商,看好公司长期发展。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元、1.57 元,对应 PE 分别为 28 倍、21 倍、16 倍,未来 3 年复合增速 30.6%,给予公司 2018 年 26 倍估值,对应目标价 30.94 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2218.27	3150.46	4224.14	5345.65	净利润	217.84	274.28	366.03	485.21
营业成本	1533.21	2219.20	3015.01	3828.10	折旧与摊销	20.97	20.65	20.65	20.65
营业税金及附加	18.35	23.55	32.26	41.41	财务费用	-6.74	-2.43	-2.80	-3.18
销售费用	284.00	401.68	515.35	636.13	资产减值损失	21.40	20.00	20.00	20.00
管理费用	122.94	173.28	219.66	256.59	经营营运资本变动	-75.97	-231.11	-72.49	-105.46
财务费用	-6.74	-2.43	-2.80	-3.18	其他	118.44	-20.70	-22.12	-18.82
资产减值损失	21.40	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	295.93	60.68	309.27	398.39
投资收益	6.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-219.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-164.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-383.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	251.73	315.18	424.67	566.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.16	8.07	7.86	7.81	长期借款	29.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	262.90	323.25	432.53	574.41	股权融资	61.05	729.83	0.00	0.00
所得税	45.06	48.97	66.50	89.20	支付股利	-48.01	-42.26	-53.21	-71.02
净利润	217.84	274.28	366.03	485.21	其他	35.86	-18.90	2.80	3.18
少数股东损益	6.52	8.20	10.95	14.51	筹资活动现金流净额	77.98	668.66	-50.42	-67.83
归属母公司股东净利润	211.32	266.07	355.08	470.70	现金流量净额	-9.85	729.34	258.85	330.55
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	870.87	1600.21	1859.06	2189.61	成长能力				
应收和预付款项	763.04	1174.71	1551.13	1952.20	销售收入增长率	44.80%	42.02%	34.08%	26.55%
存货	442.12	642.79	876.90	1112.74	营业利润增长率	52.56%	25.21%	34.74%	33.42%
其他流动资产	230.58	327.47	439.08	555.65	净利润增长率	42.60%	25.91%	33.45%	32.56%
长期股权投资	10.12	10.12	10.12	10.12	EBITDA 增长率	64.09%	25.36%	32.73%	31.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	270.78	251.17	231.56	211.95	毛利率	30.88%	29.56%	28.62%	28.39%
无形资产和开发支出	23.65	22.76	21.88	20.99	三费率	18.04%	18.17%	17.33%	16.64%
其他非流动资产	34.62	34.47	34.31	34.16	净利率	9.82%	8.71%	8.67%	9.08%
资产总计	2645.77	4063.71	5024.04	6087.43	ROE	17.26%	12.37%	14.47%	16.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.23%	6.75%	7.29%	7.97%
应付和预收款项	1205.04	1656.60	2274.10	2892.64	ROIC	43.36%	34.66%	35.75%	40.43%
长期借款	29.07	29.07	29.07	29.07	EBITDA/销售收入	11.99%	10.58%	10.48%	10.93%
其他负债	149.74	161.08	191.09	221.76	营运能力				
负债合计	1383.85	1846.75	2494.27	3143.47	总资产周转率	0.99	0.94	0.93	0.96
股本	272.35	299.27	299.27	299.27	固定资产周转率	19.77	19.24	29.31	42.94
资本公积	340.66	1043.57	1043.57	1043.57	应收账款周转率	3.59	3.60	3.43	3.38
留存收益	644.15	867.96	1169.83	1569.51	存货周转率	4.20	4.06	3.95	3.84
归属母公司股东权益	1196.33	2143.17	2445.03	2844.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.32%	—	—	—
少数股东权益	65.59	73.79	84.74	99.25	资本结构				
股东权益合计	1261.92	2216.96	2529.77	2943.97	资产负债率	52.30%	45.44%	49.65%	51.64%
负债和股东权益合计	2645.77	4063.71	5024.04	6087.43	带息债务/总负债	2.10%	1.57%	1.17%	0.92%
					流动比率	1.81	2.15	1.98	1.91
					速动比率	1.46	1.78	1.61	1.55
					股利支付率	22.72%	15.88%	14.99%	15.09%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.89	1.19	1.57
					每股净资产	4.00	7.16	8.17	9.51
					每股经营现金	0.99	0.20	1.03	1.33
					每股股利	0.16	0.14	0.18	0.24
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	265.96	333.40	442.52	584.07					
PE	35.43	28.14	21.09	15.91					
PB	6.26	3.49	3.06	2.63					
PS	3.38	2.38	1.77	1.40					
EV/EBITDA	22.39	17.65	12.71	9.06					
股息率	0.64%	0.56%	0.71%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn