



东兴证券
DONGXING SECURITIES

装备服务协同并进，环卫一体化龙头起航

——龙马环卫（603686）深度报告

报告摘要：

龙马环卫成立于 2000 年，于 2015 年主板上市，成国内首家以环卫装备及服务为主营业务的主板上市公司。

- ◆ **环卫装备行业稳定增长，公司中高端市场地位稳固。** 预计 2022 年，环卫装备市场销售规模将达到 595 亿元，年均增长率约为 16.86%。2017 年，公司整体市场占有率为 5.85%，中高端市场占有率达到 12.16%，稳居行业前三。随着公司新厂房投产，产能瓶颈解除，龙马在环卫装备的中高端市场地位将得到进一步巩固。
- ◆ **环卫服务市场规模超 2000 亿，市场化率仍有较大提升空间。** 环卫服务行业迎来全面发展期，预计到 2020 年末，我国环卫服务市场容量可达 2307.40 亿元，市场化率将达到 60% 左右，对应的环卫市场化规模将相应增长到 1384.44 亿元，16-20 年年均增速达 40.53%。
- ◆ **公司环卫服务板块在手订单充足，保障业绩增长。** 截至 2018 年一季度，公司环卫服务在手订单总金额为 118.05 亿元，年化金额约 10.68 亿元。2017 年中标的六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目，涉足后端垃圾焚烧处置业务，标志着公司成功向环卫服务后端产业链延伸，开启了龙马环卫一体化的篇章，未来联合体模式有望在全国大范围复制，引领环卫一体化龙头起航。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。** 我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 42.58 亿、57.01 亿和 73.43 亿元，归母净利润分别为 3.44 亿、4.71 亿和 6.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.15 元、1.58 元和 2.09 元，对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 11 倍。给予公司 2018 年 25 倍估值，对应目标价 28 元，维持公司“强烈推荐”评级。
- ◆ **风险提示：** 环卫市场化进度不及预期；竞争激烈，毛利率下滑。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,218.27	3,084.83	4,257.91	5,701.49	7,342.87
增长率（%）	44.80%	39.06%	38.03%	33.90%	28.79%
净利润（百万元）	211.32	260.05	344.48	471.20	624.54
增长率（%）	42.60%	25.26%	30.94%	35.47%	31.68%
净资产收益率（%）	17.66%	12.15%	14.88%	18.82%	22.69%
每股收益（元）	0.79	0.97	1.15	1.58	2.09
PE	30.03	24.45	20.59	15.05	11.36
PB	5.40	3.32	3.06	2.83	2.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2018 年 05 月 28 日

强烈推荐/维持

龙马环卫

深度报告

分析师：

洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

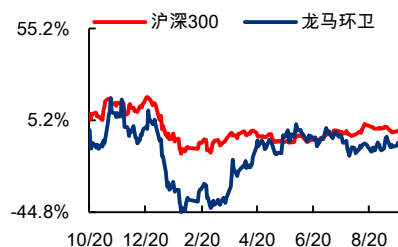
执业证书编号：

S1480510120014

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	4.76

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 专注环卫事业，跻身行业龙头	4
1.1 始于装备制造，发力环卫服务	4
1.2 双轮驱动成效显著，业绩增长动力十足	5
1.3 股权结构稳定，山东高速定增加入成第三大股东	6
2. 环卫装备市场持续向好，龙马环卫顺势大有可为	7
2.1 机械化率有待提升，拉动装备市场持续向好	7
2.2 装备龙头地位稳固，抢占新能源环卫装备市场先机	12
3. 环卫服务全面发展期，龙马环卫争当佼佼者	13
3.1 环卫服务行业将迎全面发展期，2000 亿+市场空间	13
3.2 环卫服务在手订单逐年增长，成龙马业绩引爆点	16
4. 盈利预测及估值	20
5. 风险提示	21

表格目录

表 1：垃圾分类部分相关政策	10
表 2：政府购买服务相关政策	15
表 3：2016 年全国环卫服务市场空间估算	15
表 4：公司环卫服务部分在手订单	17
表 5：公司典型环卫服务项目实施案例	19
表 6：龙马环卫营收预测拆分	20
表 7：公司盈利预测表	22

插图目录

图 1：龙马环卫发展历程	4
图 2：公司部分新型环卫装备产品	4
图 3：公司环卫运营服务主要模块展示	4
图 4：龙马环卫 2016 年营业收入拆分	5
图 5：龙马环卫 2017 年营业收入拆分	5
图 6：公司环卫装备与环卫服务营收份额变动	5
图 7：公司环卫装备与环卫服务营收增速对比	5
图 8：公司营业收入及其增长率变动情况	6
图 9：公司毛利率变动情况	6
图 10：公司两大板块毛利率变动情况	6
图 11：公司主要装备产品毛利率变动情况	6
图 12：龙马环卫当前股权结构	7

图 13: 全国城市生活垃圾清运量及城镇化率变动情况	7
图 14: 全国城市道路长度及其增长率变动情况	7
图 15: 全国城镇化率与垃圾清运量拟合曲线	8
图 16: 全国人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线	8
图 17: 全国城市建成区面积及其增长率变动情况	8
图 18: 全国城市清扫保洁面积及其增长率变动情况	8
图 19: 全国水利、环境和公共设施新增投资及其增长率	9
图 20: 全国市容环境卫生投资金额及其增长率变动情况	9
图 21: 全国老龄人口比重变动情况	9
图 22: 2016 年不同地区环卫作业机械化率对比	9
图 23: 2016 年全国分省道路清扫面积及环卫作业机械化率	10
图 24: 全国市容环卫专用车辆设备数量变动情况	11
图 25: 2016 年各地区每平方公里清扫面积环卫设备台数	11
图 26: 全国环卫机械化率及其预测	11
图 27: 全国环卫装备市场规模预测及其增长率	11
图 28: 近年纯电动环卫汽车产品市场份额	12
图 29: 公司环卫装备市场占有率变动情况	13
图 30: 公司环卫装备业务营收及其增长率变动情况	13
图 31: 公司主要装备产品营收及其增长情况	13
图 32: 公司主要装备产品销量及其增长情况	13
图 33: 我国环卫服务产业发展阶段	14
图 34: 环卫服务市场化意义	14
图 35: 全国环卫服务市场容量估算及预测	16
图 36: 全国环卫服务项目新签合同情况	16
图 37: 公司环卫服务业务营业收入及其增长率	17
图 38: 公司历年新增环卫服务合同总金额及年化金额	17
图 39: 公司装备业务优势分布及环卫服务中标地区分布	18
图 40: 海口龙华区项目运营模式	19
图 41: 海口龙华区项目作业现场	19

1. 专注环卫事业，跻身行业龙头

1.1 始于装备制造，发力环卫服务

龙马环卫是国内首家专注于环卫事业的主板上市公司。2000年，公司前身“福建省龙岩市龙马专用车辆制造有限公司”成立，主要经营扫路车、垃圾车、专用车辆制造以及配件销售，开启了公司发展成长的新纪元。2011年，公司开始筹备环卫运营服务业务；2012年，公司开始组建环卫运营服务团队，探索环卫运营服务业务，同时开始IPO申报工作。2015年，在上海证券交易所主板成功上市；制定“环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展的战略，正式开始向全方位环卫服务商转型。

图 1：龙马环卫发展历程



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

公司环卫装备业务稳健增长，环卫服务业务正迅速发展。公司主要有两大块业务，环卫装备与环卫服务。2017年，环卫清洁装备和垃圾收转装备营业收入占公司营业总收入的 73%，同比降低 8 个百分点；环卫产业服务占比 20%，同比提高 7 个百分点；新能源环卫装备占比达 5%，同比提高 1 个百分点。

图 2：公司部分新型环卫装备产品



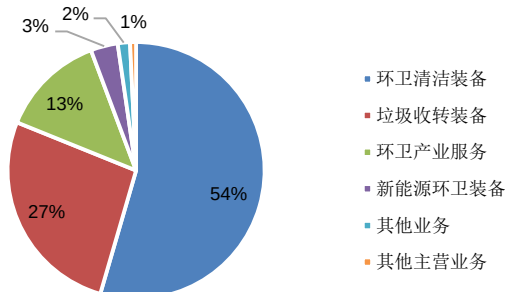
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 3：公司环卫运营服务主要模块展示



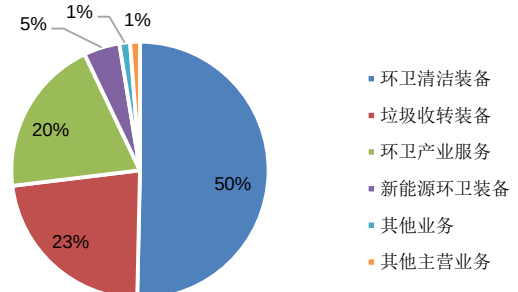
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 4: 龙马环卫 2016 年营业收入拆分



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 龙马环卫 2017 年营业收入拆分

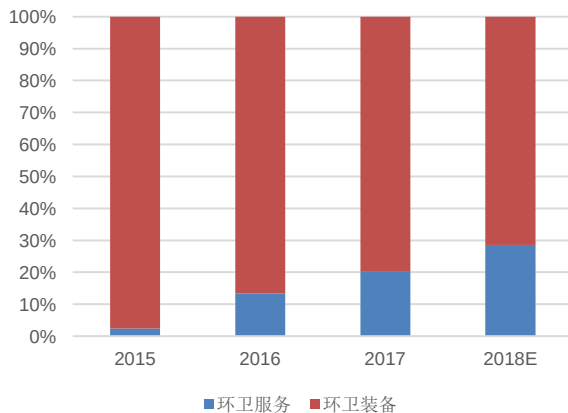


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 双轮驱动成效显著, 业绩增长动力十足

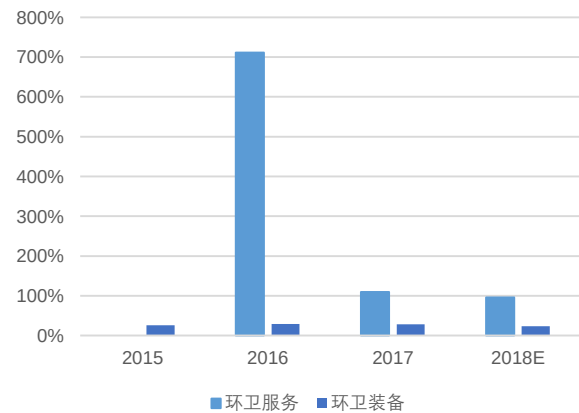
装备业务的稳健发展, 环卫板块增长强劲。2015 年以来, 公司环卫装备业务保持稳健增长, 环卫服务业务不断突破, 正在迅速发展之中。当前, 公司装备业务营收份额较大, 环卫服务业务份额正在不断提升。随着公司持续发力环卫服务业务, 两大板块将平分秋色, 双轮驱动成效更加显著, 环卫一体化龙头即将起航。

图 6: 公司环卫装备与环卫服务营收份额变动



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司环卫装备与环卫服务营收增速对比



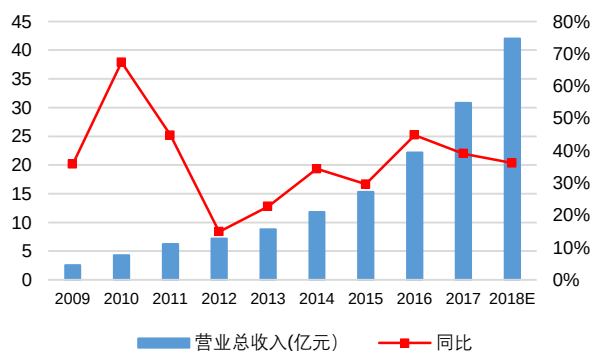
资料来源: wind, 东兴证券研究所

营业收入快速增长, 毛利率略有下滑。2017 年综合毛利率下滑 4bp 至 26.88%,

- 2017 年, 环卫服务业务毛利率下滑较快, 从 16 年 25.77% 下滑至 18.86%, 主要是因为新增环卫服务项目处于磨合期, 部分项目子公司因提高作业深度及强度、提升作业质量导致运营成本较高。
- 环卫装备毛利率也略有下滑, 环卫清洁装备下滑 3.07bp 至 28.0%, 垃圾收转装备下滑 2.28bp 至 32.6%, 新能源环卫装备毛利率回升至 29.13%。

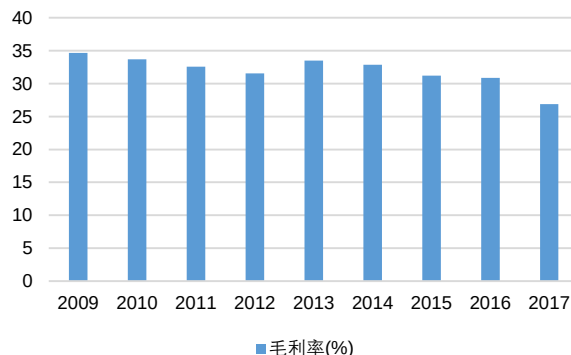
未来，随着业务和市场的进一步拓展，公司中高端环卫装备市占率不断提高，以及新能源环卫装备市场需求增加，新投运环卫服务项目磨合完毕，公司营收将继续保持高增长态势，毛利率也将继续维持在较高水平。

图 8：公司营业收入及其增长率变动情况



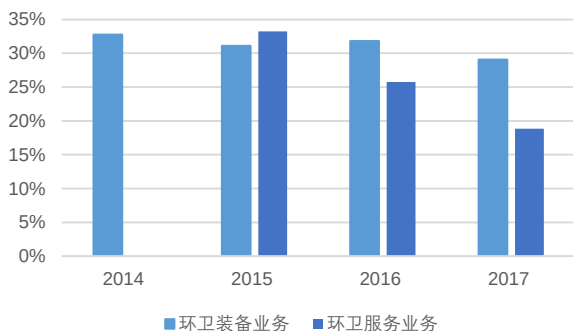
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：公司毛利率变动情况



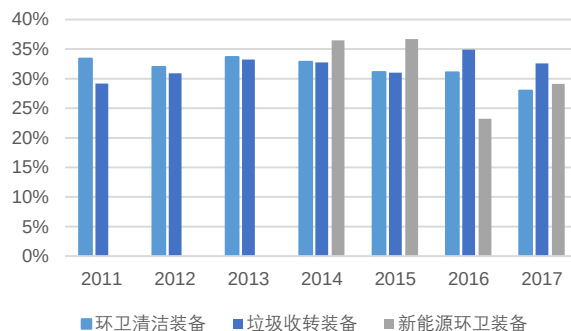
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10：公司两大板块毛利率变动情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：公司主要装备产品毛利率变动情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 股权结构稳定，山东高速定增加入成第三大股东

截止 2018 年一季报，实际控制人张桂丰持有公司 6003 万股股份，占公司总股本的 20.06%。张桂丰先生曾先后担任过福建龙马集团龙岩拖拉机厂技术科技术员、研究所所长、总工程师、副总经理，2002 年，龙马环卫开始改制，张桂丰先生带领一批原龙马集团的技术人员和职工，重新启动环卫专用车辆生产项目，形成了以张桂丰先生为核心的管理团队。公司核心管理团队在环卫市场深耕多年，为公司拓展环卫服务业务打下坚实基础。

2017 年底，公司定增引入战略股东，山东高速股份有限公司以 27.11 元/股的价格成功竞购龙马环卫增发的 1475 万股股份，成为公司第三大股东。

图 12: 龙马环卫当前股权结构



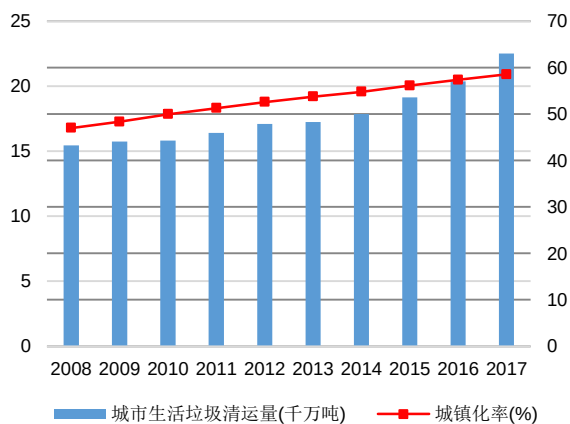
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 环卫装备市场持续向好, 龙马环卫顺势大有可为

2.1 机械化率有待提升, 拉动装备市场持续向好

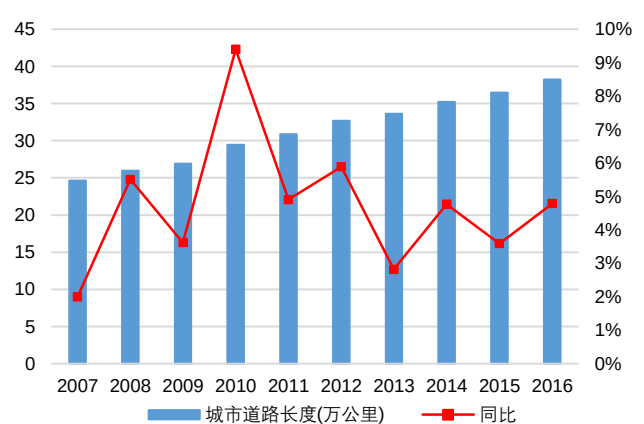
城镇化水平快速提升, 带动环卫装备需求提升。一方面, 人民生活水平的提高造成生活垃圾产生量大幅增加, 清运需求随之上升。2008 年, 我国城市垃圾清运量为 1.54 亿吨, 2017 年预计达到 2.25 亿吨, 年均增长 4.28%。目前, 全国常住人口城镇化率接近 60%, 根据《国家人口发展规划(2016-2030 年)》, 2020 年达到 60%, 2030 年达到 70%。实际来看, 城镇化进程要快于规划目标, 因此未来几年, 我国垃圾清运量将保持增加的趋势。

图 13: 全国城市生活垃圾清运量及城镇化率变动情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 全国城市道路长度及其增长率变动情况

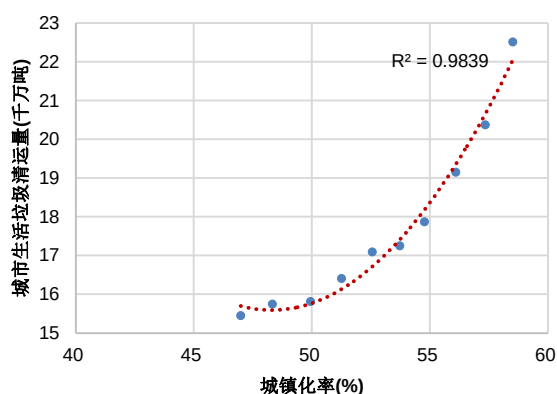


资料来源: wind, 东兴证券研究所

另一方面, 城市建设的加快使得城市道路长度和城区面积不断扩大, 城市清扫面积逐年增加。截至 2016 年末, 我国城市道路长度已超过 38 万公里, 城市建成区面积超

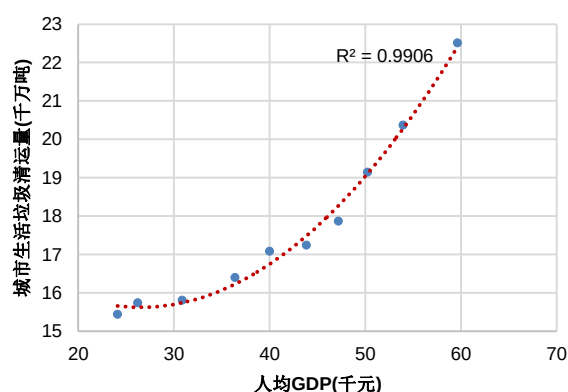
过 5 万平方公里，城市清扫保洁面积仅接近 0.8 万平方公里，尚有极大的提升空间，且城市清扫保洁面积增速要高于城市建成区面积增速，将大幅带动环卫装备的市场需求。

图 15：全国城镇化率与垃圾清运量拟合曲线



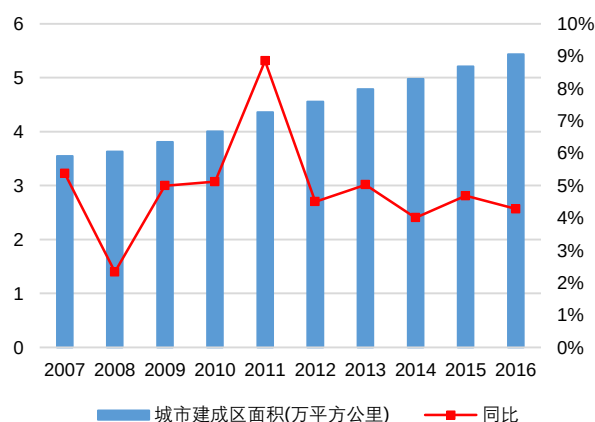
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 16：全国人均 GDP 与垃圾清运量拟合曲线



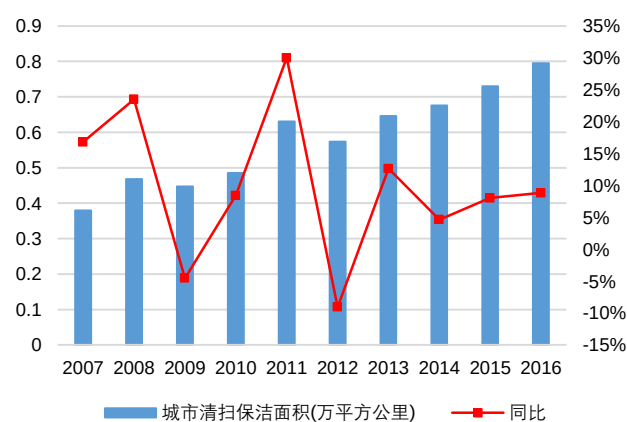
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 17：全国城市建成区面积及其增长率变动情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

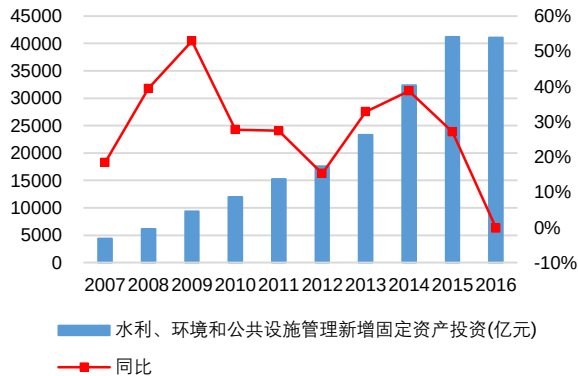
图 18：全国城市清扫保洁面积及其增长率变动情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

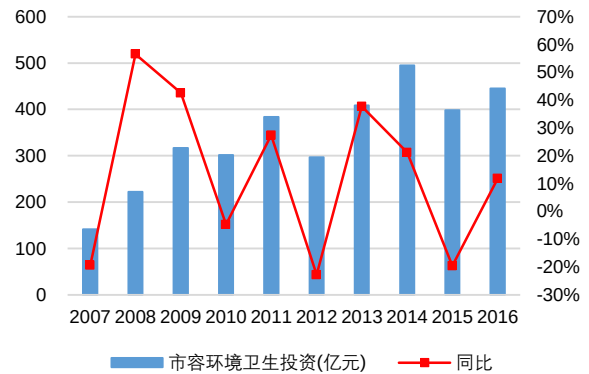
随着人民生活水平的提高，公众环保意识不断增强，政府越发重视城市环境卫生基础设施建设。2015、2016 年，全国水利、环境和公共设施新增固定资产投资超过 4 万亿元，市容环境卫生固定资产投资完成额在 400 亿元左右，总体增长势头仍未转向，预计将一直保持在高水平。水利、环境和公共设施新增投资以及市容环境卫生投资金额逐年增加，将刺激环卫装备的市场需求，促进环卫机械装备行业的快速发展。

图 19：全国水利、环境和公共设施新增投资及其增长率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 20：全国市容环境卫生投资金额及其增长率变动情况

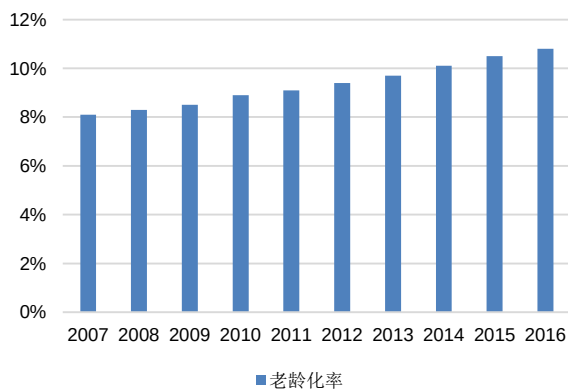


资料来源：wind，东兴证券研究所

环卫机械化率仍待提升，潜在市场需求有望释放。我国环卫机械化率仍有很大的提升空间，市场前景广阔。环卫机械化作业成本更低、效率更高，环卫作业全面机械化将是我国环卫行业发展的趋势。

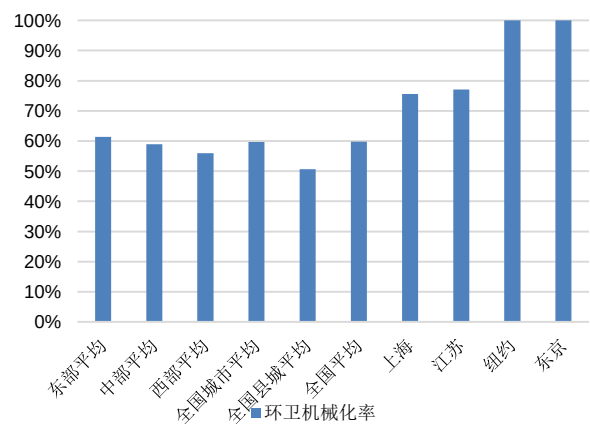
- ◆ 随着我国经济快速发展，老龄人口比重逐渐提高，人口红利逐渐减少，导致人力成本不断增加，迫切要求我国环卫作业机械化水平尽快提高。
- ◆ 我国环卫作业机械化水平仍然较低。截至 2016 年，我国平均环卫机械化率仅为 59.75%，县城平均为 50.70%。（机械化率的统计口径为机械化清扫面积/总清扫面积，当天用清扫车清扫一次或几次的面积即归为机械化清扫面积，因此统计的机械化率偏高，机械化程度仍有较大提升空间）
- ◆ 从分省的情况来看，多数省份机械化率低于全国平均水平，机械化水平最高的地区为天津、江苏和上海与发达国家的主要城市相比仍然具有很大的差距。

图 21：全国老龄人口比重变动情况



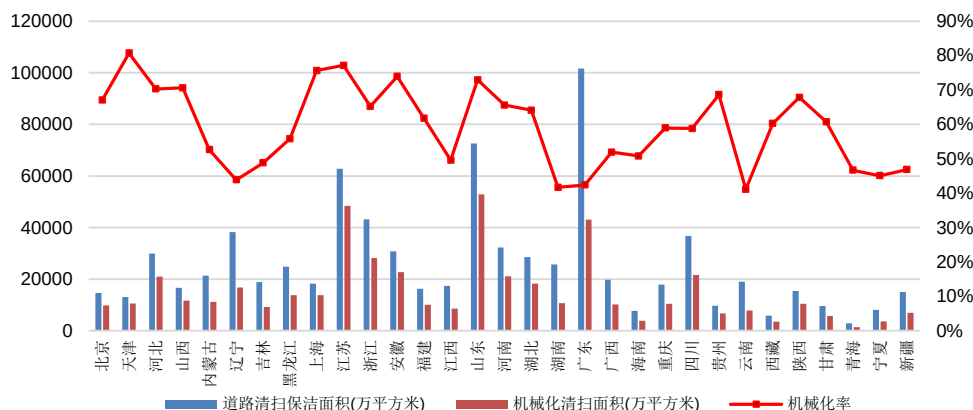
资料来源：2017 年中国统计年鉴，东兴证券研究所

图 22：2016 年不同地区环卫作业机械化率对比



资料来源：2016 年城市建设统计年鉴，互联网公开资料，东兴证券研究所

图 23：2016 年全国分省道路清扫面积及环卫作业机械化率



资料来源：2016 年城市建设统计年鉴，东兴证券研究所

垃圾分类全面提速，助力装备市场需求增长。2017 年 3 月，国务院办公厅发布《生活垃圾分类制度实施方案》，之后，全国各省区相继密集出台了地方有关垃圾分类政策，结合各自情况对行政区内垃圾分类工作做出具体部署。垃圾分类工作全面提速，将提升环卫装备车的配置需求，包括餐厨垃圾车、压缩式垃圾车、湿垃圾专用运输车、湿垃圾专用集装箱等装备需求。

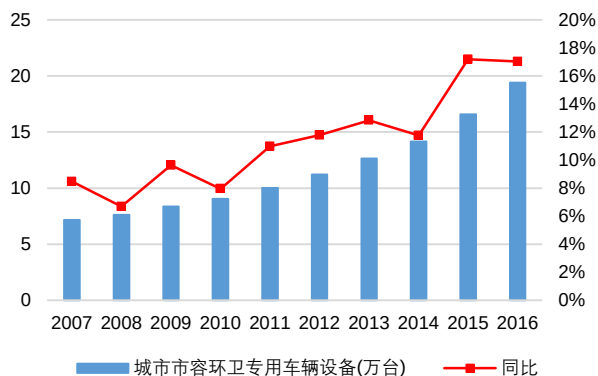
表 1：垃圾分类部分相关政策

时间	地区/部门	政策	内容
2017 年 3 月	国务院办公厅	关于转发国家发改委、住房城乡建设部生活垃圾分类制度实施方案的通知	先行实施生活垃圾强制分类的全国 46 个城市，到 2020 年生活垃圾回收利用率达到 35%以上
2017 年 6 月	国家机关事务管理局等五部门	关于推进党政机关等公共机构生活垃圾分类工作的通知	到 2017 年底前，中央和国家机关及省市区直属机关率先实现生活垃圾强制分类
2017 年 12 月	住建部	关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知	今年 46 个重点城市要形成若干垃圾分类示范片区，进一步细化试点垃圾分类城市任务
2017 年 3 月	广东住房和城乡建设厅	关于印发《广东省农村生活垃圾分类处理指引》的通知	鼓励社会资金通过独资、合资、合作，以股份制、BOT、PPP 等形式进入农村生活垃圾分类处理环节
2017 年 7 月	江西省人民政府办公厅	关于印发江西省生活垃圾分类制度具体实施方案的通知	2020 年底，在实施强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到 35%以上，其他城市达到 20%以上
2017 年 8 月	辽宁省人民政府办公厅	关于印发《辽宁省城乡生活垃圾分类四年滚动计划实施方案（2017-2020 年）的通知》	2020 年底，沈阳、大连城区和盘锦农村生活垃圾回收利用率达到 35%以上。新宾县、东港市、辽阳县农村生活垃圾回收利用率达到 25%以上
2017 年 10 月	北京市人民政府办公厅	关于加快推进生活垃圾分类工作的意见	到 2020 年底，垃圾分类覆盖范围达到 90%以上，进入焚烧填埋处理设施的垃圾增速在 4%左右
2017 年 11 月	重庆市人民政府办公厅	关于印发重庆市生活垃圾分类制度实施方案的通知	2020 年底前，实施居民生活垃圾分类示范试点的街道比例达到 50%，餐厨垃圾收运处理率达到 90%，生活垃圾回收利用率超过 35%

2018 年 3 月	上海市人民政府 办公厅	关于建立完善本市生活垃圾全程分类体系的实施方案	2020 年建成生活垃圾全程分类体系，生活垃圾无害化处理能力达到 3.28 万吨/日以上
2018 年 4 月	上海绿化市容局	上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018 年-2020 年）	2020 年，90%以上居住区实现分类实效达标。干垃圾、湿垃圾处理量分别控制在 1.81 万吨/日以下、6300 吨/日以上

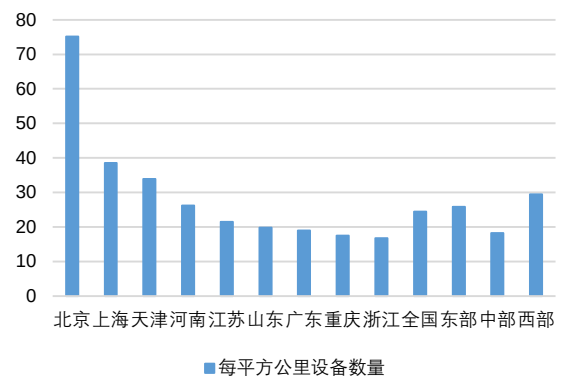
资料来源：互联网公开资料，东兴证券研究所

图 24：全国市容环卫专用车辆设备数量变动情况



资料来源：2017 年中国统计年鉴，东兴证券研究所

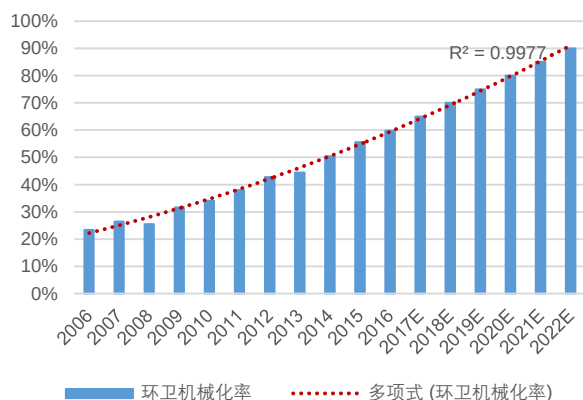
图 25：2016 年各地区每平方公里清扫面积环卫设备台数



资料来源：2017 年中国统计年鉴,2016 城市建设统计年鉴,东兴证券研究所

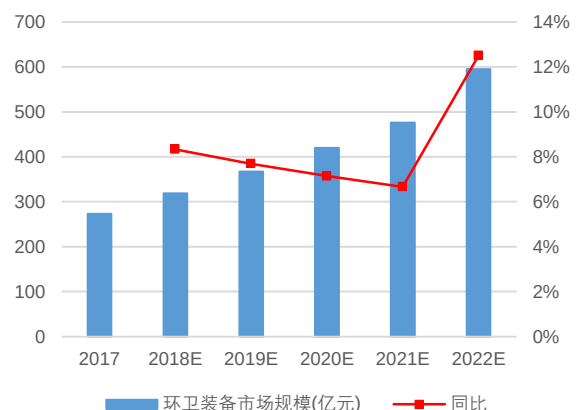
预计 2022 年环卫装备市场规模将达近 600 亿。根据中国专用汽车行业月度数据服务报告统计,2017 年,我国环卫车总产量为 133473 辆,增产 46721 辆,增幅达 53.86%;销量达 136359 辆,同比增加 28488 辆,增幅达 26.37%。以销售均价 20 万元/辆计算,当前市场规模约为 273 亿元。预计到 2022 年,全年环卫装备市场销售规模将达到 595 亿元,年均增长率约为 16.86%。

图 26：全国环卫机械化率及其预测



资料来源：历年城市建设统计年鉴，东兴证券研究所

图 27：全国环卫装备市场规模预测及其增长率



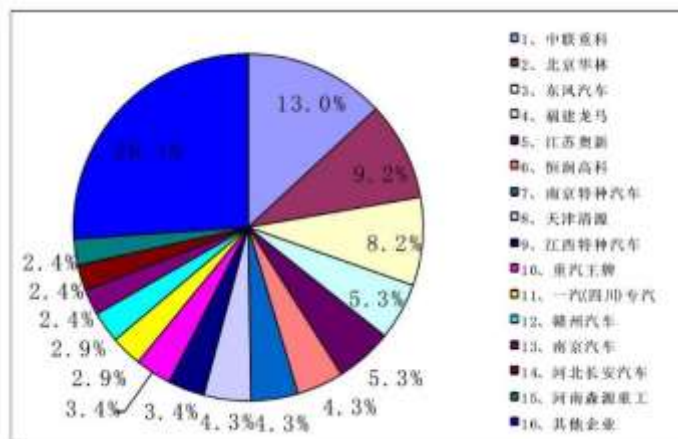
资料来源：2017 年中国统计年鉴,2016 城市建设统计年鉴,东兴证券研究所

2.2 装备龙头地位稳固，抢占新能源环卫装备市场先机

受益政策，新能源环卫装备需求旺盛。当前，在能源供应日益偏紧和打好污染防治攻坚战背景下，发展新能源汽车早已被列入国家战略。环卫系统作为公共服务领域的一部分，各新能源汽车示范推广城市政府也将购买使用新能源环卫车作为新能源汽车推广应用工作计划的一部分。

2017年9月，福建省人民政府出台《福建省新能源汽车产业发展规划（2017-2020）》明确要求龙马环卫到2020年新能源环卫车产销规模达到1000辆以上，成为国内新能源环卫车的领跑者。目前龙马环卫在新能源环卫车的市场份额不断提高，位列全行业第四位。

图 28：近年纯电动环卫汽车产品市场份额

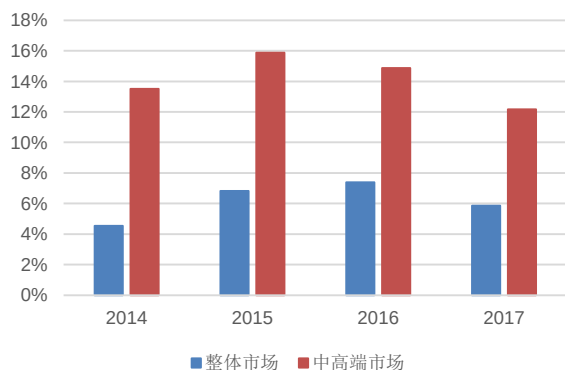


资料来源：中国知网，东兴证券研究所

龙马环卫在环卫装备行业深耕细作多年，中高端市场地位稳固。

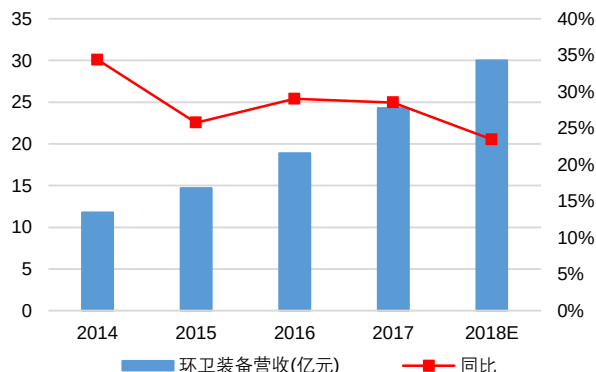
- ◆ **公司较早开展环卫装备制造业务，并快速占据领先地位。**根据中国汽车技术研究中心数据统计，2017年公司市场占有率为5.85%，在环卫装备行业名列前三甲。2011-2017年公司在中高端环卫清洁及垃圾收转装备领域的产量连续7年均名列前3位，2017年市占率为12.16%；随着2018年新厂房建成投产，产能瓶颈将有效解除，龙马环卫装备龙头地位将继续巩固。
- ◆ **营销网络遍布全国，品牌优势值得信赖。**公司销售模式以直销为主，通过代理商销售为辅，已在全国各大中城市设立80个办事处，配备200多名经验丰富的营销人员，建立了65个售后服务站和配件供应库，设有超过190多名常驻服务人员和机动服务人员，配备了68辆专门的售后服务专车。

图 29：公司环卫装备市场占有率变动情况



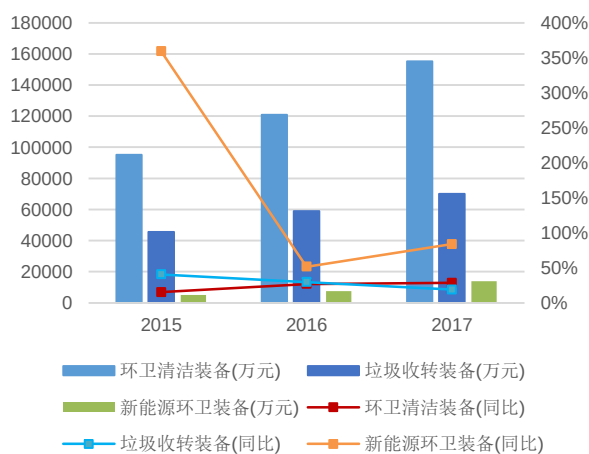
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 30：公司环卫装备业务营收及其增长率变动情况



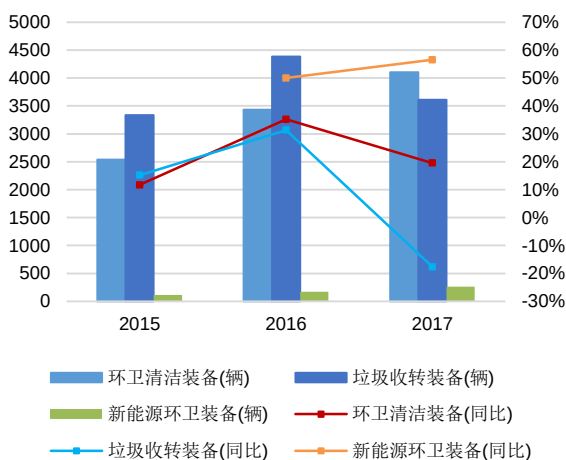
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 31：公司主要装备产品营收及其增长情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 32：公司主要装备产品销量及其增长情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3. 环卫服务全面发展期，龙马环卫争当佼佼者

3.1 环卫服务行业将迎全面发展期，2000 亿+市场空间

我国环卫服务产业发展总体上可分为三个阶段。政府主导阶段（1949-2003）；市场化试点阶段（2003-2013）；2013 年后，环卫市场进入市场化发展阶段。

- ◆ 2013 年以来，各项政府购买政策的出台为我国环卫服务供给侧结构性改革提供了制度保障，为环卫服务市场化奠定制度基础。一些综合实力强的企业正进入环卫

服务行业发展，环卫服务市场化开始成为整个行业发展的努力方向，促进环卫服务行业迎来全面发展期。

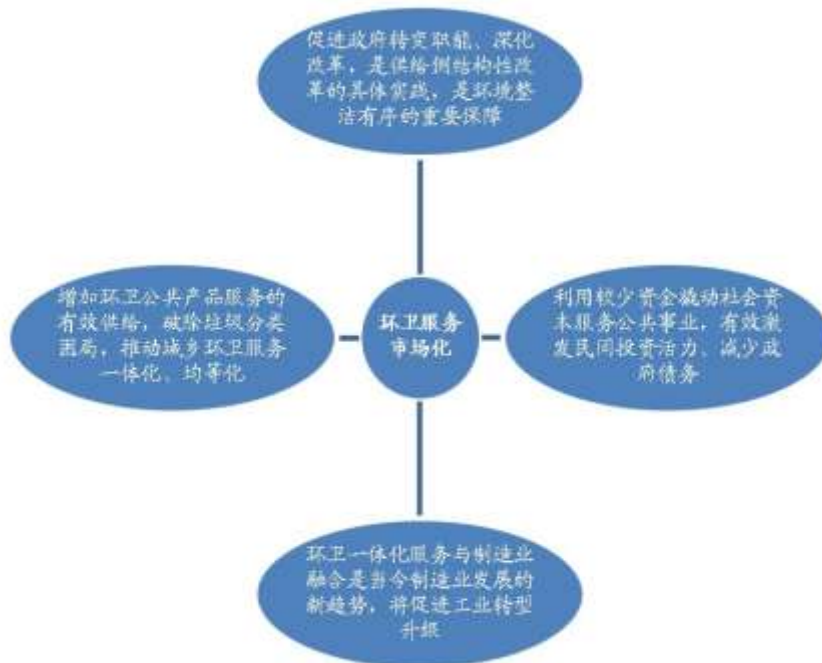
- ◆ 2016 年，国务院成立政府购买服务改革工作领导小组，统筹协调政府购买服务改革，落实推进相关工作。在各级政府购买服务指导性目录中，环卫服务均位列其中。环卫市场化进程提速。

图 33：我国环卫服务产业发展阶段



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 34：环卫服务市场化意义



资料来源：公司网站，公司年报，互联网资料，东兴证券研究所

表 2：政府购买服务相关政策

时间	政策	内容
2002 年 12 月	关于加快市政公用行业市场化的意见	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 年 05 月	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 年 11 月	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 年 09 月	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 年 11 月	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
2013 年 12 月	关于做好政府购买服务工作有关问题的通知	重点考虑、优先安排与保障改善民生密切相关的领域和项目
2014 年 04 月	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
2014 年 11 月	关于支持和规范社会组织承接政府购买服务的通知	鼓励社会组织进入法律法规未禁入服务行业领域
2014 年 12 月	关于印发《政府购买服务管理办法(暂行)》的通知	提出环境治理、城市维护应纳入政府购买服务指导性目录
2015 年 09 月	财政部关于做好行业协会商会承接政府购买服务工作有关问题的通知(试行)	优先向符合条件的行业协会商会购买行业规范、行业评价等技术性服务
2017 年 10 月	环境保护部政府购买服务指导性目录	对环保有关基本公共服务购买领域做了指导规定

资料来源：互联网公开资料，东兴证券研究所整理

2020 年环卫服务市场容量或超 2300 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。按当前市场平均价格估算，2016 年，全国城市县城及村镇环卫服务市场容量可达 1773.42 亿元。按照全国道路清扫面积、垃圾收运量以及公厕数量的年增长速度，以各服务项目 2016 年市场容量占比为权重，不考虑服务单价的变动以及无法预期的市场波动，估算全国环卫服务市场容量到 2020 年将达到 2307.40 亿元，年均增速 6.80%。

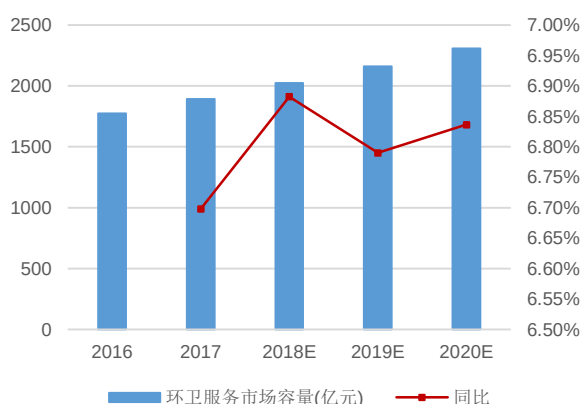
表 3：2016 年全国环卫服务市场空间估算

区域	服务项目	数量	单价	市场容量 (亿元)
城市	道路清扫	79.5 亿平方米	10 元/平方米·年	795
	垃圾收运	2.04 亿吨	75 元/吨	153
	公厕	129818 座	13.5 万元/座·年	175.25

县城	道路清扫	25.1 亿平方米	5 元/平方米·年	125.5
	垃圾收运	0.71 亿吨	55 元/吨	39.05
	公厕	43582 座	13.5 万元/座·年	58.84
村镇	道路清扫	73.86 亿平方米	3 元/平方米·年	221.58
	公厕	15.2 万座	13.5 万元/座·年	205.2
合计	—	—	—	1773.42

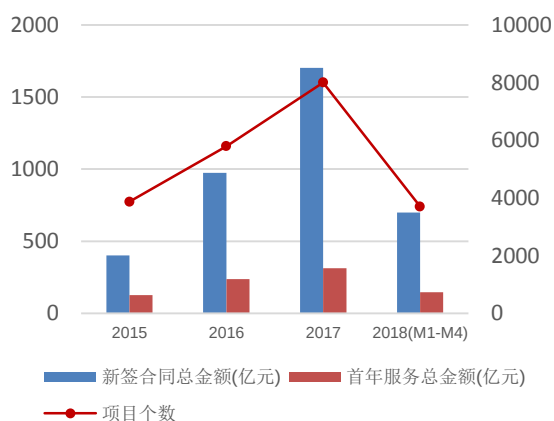
资料来源：2016 年中国统计年鉴，2016 年城市建设统计年鉴，2016 年中国城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

图 35：全国环卫服务市场容量估算及预测



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 36：全国环卫服务项目新签合同情况



资料来源：公司年报，环境司南，东兴证券研究所

与美国 60% 的环卫市场化率相比，我国的环卫市场化程度仍有较大提升空间，环卫服务行业全面发展期即将到来。

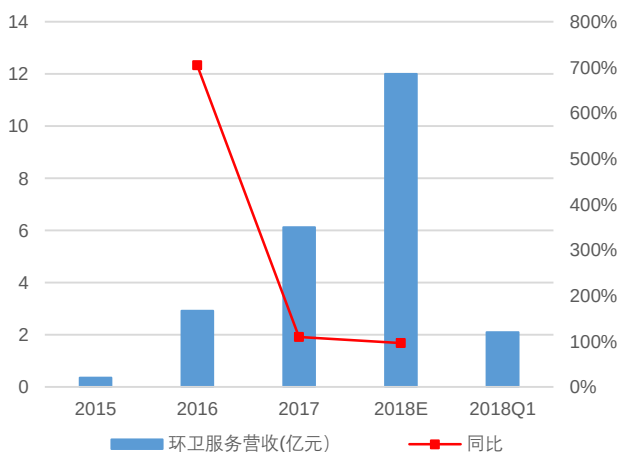
- ◆ 2016 年，全国新签环卫服务合同年化金额 233 亿元。按当年环卫服务市场化率 20% 估算，市场规模为 355 亿元，按照市场化率年均提高 10 个百分点估算，预计到 2020 年末，环卫服务市场化率将达到 60%，市场化规模将增长到 1384.44 亿元，年均增速达 40.53%。
- ◆ 环卫服务 PPP 项目的合作期限一般在 8 年以上、30 年以下；环卫一体化模式合作周期一般为 5~15 年；政府采购类项目的合同期限一般为 3 年左右，近年也陆续出现部分 5~7 年的合同期稍长的项目。2018 年以来，众多政府采购类项目逐渐到期而面临重新招标，预期将迎来大规模的招标潮，全国环卫服务市场规模由此也有望提升到一个崭新的高度。
- ◆ 招标潮的到来推动环卫服务市场竞争加剧，在这过程中，实力雄厚、环卫项目运营经验丰富的企业才能占稳市场，预期未来行业集中度将向龙头企业提升。

3.2 环卫服务在手订单逐年增长，成龙马业绩引爆点

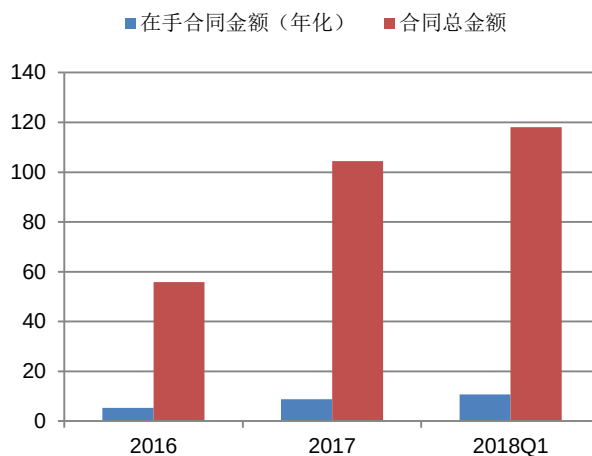
当前，全国环卫服务行业活跃企业超过 5000 家，平均每个省份活跃企业数量为 178 家，但中小企业为绝大多数。龙马环卫从 2011 年，开始筹备环卫运营服务业务，并

于 2012 年开始组建环卫运营服务团队，探索环卫运营服务业务。从 2015 年开始，公司快速拓展环卫运营服务业务，通过收购龙环环境并将其变为全资子公司，奠定了公司推进环卫运营服务产业的战略基础，使得公司迅速跻身行业领先地位，成为环卫服务的佼佼者。

- ◆ 目前，环卫服务成为公司中长期发展的关键拓展领域，是公司未来发力的重点，已成为经营业绩的重要增长点，持续发展势头锐不可当。
- ◆ 2017 年，公司环卫服务业务营收同比增长 109.37%，预计 2018 年仍将有翻番的增长，环卫服务营收持续爆发，有效带动公司整体营收的增长。

图 37：公司环卫服务业务营业收入及其增长率


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 38：公司历年新增环卫服务合同总金额及年化金额


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

经过多年运营培育，公司积累了丰富的环卫服务项目实践经验，在手订单充足。

- ◆ 截至 2017 年末，公司正在履行或将要履行的环卫服务合同总金额为 104.5 亿元，年化合同金额 8.82 亿元。
- ◆ 截至 2018 年一季度，公司环卫服务在手订单总金额为 118.05 亿元，年化金额约 10.68 亿元。

表 4：公司环卫服务部分在手订单

项目名称	运营费用（万元/年）	运营期限（年）
龙岩市永丰新区城市核心区和坎市镇环卫保洁项目	385	3
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
龙岩市永定区老城区道路清扫保洁服务	206	3
海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目	23368	15
沈阳市浑南区老城区环境卫生作业服务项目	14561	5

厦门杏林街道新城片区市政道路项目	650	3
南昌县城市管理委员会环卫保洁、园林绿化管护市场化服务外包采购项目 A 包	4572	7
仓山区环卫作业服务市场化(三位一体)项目	2149	5
厦港、开元片区道路、社区保洁服务项目	3612	3
海口市龙华区农村生活垃圾清扫保洁收运项目	2895	14
六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目	962	39
公安县城乡环卫一体化 PPP 项目	1841	—
乐安县城乡生活垃圾处理一体化建设项目	3401	15
无为县城区环境卫生清扫保洁等服务管护项目	3957	5
浑南区大学科技城环卫作业服务（包组一）项目	6678	8

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

环卫服务市场仍待大规模开拓，业务发展空间无限。目前，公司环卫服务中标的大额项目主要分布在福建、海南和辽宁三个省份，江西、安徽和贵州也有分布。相较装备业务的优势地区而言，环卫服务中标项目分布范围相对较小，华北、华中、东北、西南广大地区的环卫服务市场仍待进一步开拓，环卫服务业务后续发展空间无限。

图 39：公司装备业务优势分布及环卫服务中标地区分布



资料来源：公司网站，公司年报，东兴证券研究所

六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目	清扫保洁覆盖六枝特区中心城区和六枝特区所辖乡镇政府驻地及所需设施设备的采购和配置；垃圾收运覆盖上述清扫保洁区域和全区所有自然村寨及居民区的垃圾收运；建立一座日处理能力 500t/d 的焚烧厂，主要处理城乡生活垃圾	33.24	30
厦港、开元片区道路、社区保洁服务	市政道路的清扫保洁；道路绿化带及空地的保洁；社区保洁；垃圾转运至清洁楼；果皮箱及垃圾容器外观整洁、定期清洗、按时清掏；辖区范围内乱涂写、乱张贴的及时清除；因突发情况导致的道路污染的及时清扫、清洗；小宗无主土头废弃物的及时清除；重大活动保洁任务的完成等工作	10.08	5+N
揭西县城区环境卫生综合服务项目	县城区范围内城市道路清扫保洁服务、垃圾收集清运、公共厕所和中转运营管理；城中村垃圾收集运输；特殊情况下的环卫保障等服务	1.33	8

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

随着环卫服务行业市场化进程不断深入，环卫行业市场化订单释放将提速。龙马环卫具备资金、品牌及管理优势，将受益于行业大趋势，加快环卫服务版图扩张。

- ◆ 环卫服务业务回款时间较短，项目周期长，营收持续稳定。环卫服务业务新签订单从中标到确认收入一般只有两个月左右，政府付费类项目的滞后期也只有一个月左右，项目周期大概从三年到十数年不等，所以，环卫服务项目可以在较短的时间内给公司带来回报，而且可以在很长的一段时间给公司带来持续稳定的收入。
- ◆ 龙马环卫是环卫服务行业佼佼者，新增环卫服务订单加速放量，有效保障了公司未来营收持续稳定增长。预计未来三年，龙马环卫的环卫服务板块营收增速将大幅超越装备板块营收增速。到 2020 年，环卫装备和环卫服务两大板块的营收将旗鼓相当。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 42.58 亿、57.01 亿和 73.43 亿元，归母净利润分别为 3.44 亿、4.71 亿和 6.25 亿元，归母净利润增速分别为 30.94%、35.47%、31.68%，对应 EPS 分别为 1.15 元、1.58 元和 2.09 元，对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 11 倍。公司环卫装备业绩稳步上扬，环卫服务快速爆发，业绩增长确定性强。我们给予公司 2018 年 25 倍估值，对应目标价 28 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 6：龙马环卫营收预测拆分

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
环卫清洁装备	953	1209	1553	1864	2236	2639
增速		27%	28%	20%	20%	18%
垃圾收转装备	456	590	701	841	1010	1191
增速		30%	19%	20%	20%	18%
新能源环卫装备	50	76	139	240	420	650
增速		52%	83%	73%	75%	55%
环卫装备合计	1458	1875	2393	2945	3666	4480
增速		29%	28%	23%	24%	22%

环卫服务	36	292	612	1200	1900	2700
增速		705%	109%	96%	58%	42%
其他主营业务	8	17	42	50	60	73
其他业务	29	34	52	62	75	90
总计	1532	2218	3099	4258	5701	7343
增速		45%	40%	37%	34%	29%

资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

5. 风险提示

市场化服务推进不达预期;

竞争激烈, 毛利率下滑。

表 7：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		
	2016A	2017A	20187E	2019E	2020E		2016A	2017A	20187E	2019E	2020E
流动资产合计	2307	3303	4459	4540	5426	营业收入	2218	3085	4258	5701	7343
货币资金	871	1584	2124	1446	1469	营业成本	1533	2256	3172	4273	5527
应收账款	687	1138	1571	2104	2710	营业税金及附加	18	14	20	27	34
其他应收款	42	56	78	104	134	营业费用	284	323	426	530	631
预付款项	7	8	8	8	8	管理费用	123	158	219	293	377
存货	442	364	512	690	892	财务费用	-7	-7	-18	-17	-11
其他流动资产	230	102	102	102	102	资产减值损失	21.40	26.78	32.14	38.57	46.28
非流动资产合计	339	558	533	487	442	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	12	12	12	12	投资净收益	6.61	6.37	6.37	6.37	6.37
固定资产	173.52	473.11	434.59	391.61	348.63	营业利润	252	326	414	564	744
无形资产	24	25	22	20	18	营业外收入	14.04	0.04	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.87	4.30	0.00	0.00	0.00
资产总计	2646	3861	4992	5028	5867	利润总额	263	322	421	571	751
流动负债合计	1277	1521	2023	1847	2414	所得税	45	49	64	87	114
短期借款	0	0	0	0	103	净利润	218	273	357	484	637
应付账款	415	472	654	881	1140	少数股东损益	7	13	13	13	13
预收款项	130	38	38	38	38	归属母公司净利润	211	260	344	471	625
一年内到期的非	15	17	17	17	17	EBITDA	289	383	442	591	778
非流动负债合计	106	82	515	525	535	EPS（元）	0.79	0.97	1.15	1.58	2.09
长期借款	29	19	19	19	19	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	20187E	2019E	2020E
负债合计	1384	1603	2538	2372	2949	成长能力					
少数股东权益	66	117	130	143	156	营业收入增长	44.80%	39.06%	38.03%	33.90%	28.79%
实收资本（或股	272	299	299	299	299	营业利润增长	52.56%	29.50%	27.09%	36.07%	32.07%
资本公积	341	1038	1038	1038	1038	归属于母公司净利润	32.47%	36.79%	32.47%	36.79%	32.54%
未分配利润	559	730	721	710	694	获利能力					
归属母公司股东	1196	2140	2315	2503	2753	毛利率(%)	30.88%	26.88%	25.51%	25.05%	24.73%
负债和所有者权	2646	3861	4992	5028	5867	净利率(%)	9.82%	8.85%	8.39%	8.49%	8.68%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	7.99%	6.74%	6.90%	9.37%	10.64%
						ROE(%)	17.66%	12.15%	14.88%	18.82%	22.69%
经营活动现金流	296	289	443	-380	323	偿债能力					
净利润	218	273	357	484	637	资产负债率(%)	52%	42%	51%	47%	50%
折旧摊销	43.92	64.27	0.00	42.98	42.98	流动比率	1.81	2.17	2.20	2.46	2.25
财务费用	-7	-7	-18	-17	-11	速动比率	1.46	1.93	1.95	2.08	1.88
应收账款减少	0	0	-433	-533	-606	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.99	0.95	0.96	1.14	1.35
投资活动现金流	-384	-1184	-44	-32	-40	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.00	6.96	7.56	7.43	7.26
长期股权投资减	0	0	18	0	0	每股指标（元）					
投资收益	7	6	6	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.97	1.15	1.58	2.09
筹资活动现金流	78	685	141	-265	-261	每股净现金流(最新	-0.04	-0.70	1.80	-2.27	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.39	7.15	7.74	8.37	9.21
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	6	27	0	0	0	P/E	30.03	24.45	20.59	15.05	11.36
资本公积增加	55	697	0	0	0	P/B	5.40	3.32	3.06	2.83	2.58
现金净增加额	-10	-210	539	-678	22	EV/EBITDA	19.50	14.48	11.33	9.61	7.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所

联系人简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。