

环卫装备产能释放，环卫服务持续斩获订单

投资要点

- **事件：**近期，我们对公司环卫装备发展和环卫项目订单情况进行了跟踪。
- **环卫装备市场快速发展，公司产能再次扩张，竞争力持续提升。**2012-2016 年我国道路清扫面积 5 年复合增速约为 8.5%，清扫、保洁需求持续扩大。2016 年城市、县城机械清扫率分别为 59.7%、50.7%，同比提升 4.2、7.2 个百分点。国务院近期印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出“2020 年底前，地级城市机械化清扫率达到 70%以上，县城 60%以上”，机械清扫率仍存在较大发展空间。2017 年我国环卫车总产量为 13.35 万辆，增幅 53.86%。其中环卫市场中高端产品总产量为 5.13 万辆，增幅 45.52%，占环卫市场总产量的 38.47%，行业处于快速发展阶段。2017 年全国环卫车辆生产企业有 280 余家，市场参与者较多，但普遍规模较小，年产量超过 7000 辆/套的只有 3 家。公司以中高端产品为主，2017 年环卫装备总销量 7977 台/套，同比下滑 0.1%，市占率 5.85%，其中较高端的环卫清洁装备和新能源及清洁能源环卫装备销量分别同比增长 19.55%和 56.55%，高端装备市占率 12.16%，带动环卫装备营收 24.3 亿元，同比增长 28.53%，发展迅速。2018 年上半年公司环卫装备扩建项目、研发中心项目投产，产能再次扩张，竞争力有望持续提升。
- **持续斩获环卫服务订单，装备协同下业务规模突飞猛进。**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 年末公司在手环卫服务合同总金额 104.5 亿元，年合同金额 8.82 亿元，2017 年营收 6.12 亿元，同比增长 109.37%，实现大跨步发展。2018 年上半年，公司陆续中标江西乐安县、安徽无为县、沈阳浑南区、福建龙岩经开区、福建莆田荔城区、广西南宁武鸣城区、江苏南通崇川区、厦门市集美区、河南安阳市等多个环卫项目，新增项目年化金额超 4 亿元，在手项目年化金额超 13 亿元，合同总金额超 130 亿元，业务规模突飞猛进。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.11 元、1.45 元、1.91 元，对应 PE21X、16X、12X，未来 3 年业绩复合增速 30%，给予公司 2018 年 26 倍估值，对应目标价 28.86 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环卫设备市场竞争加剧，环卫项目落地或低于预期风险等。

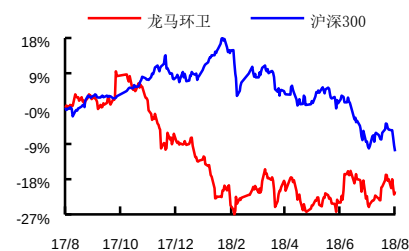
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3084.83	4175.27	5563.05	7158.83
增长率	39.06%	35.35%	33.24%	28.69%
归属母公司净利润(百万元)	260.05	330.90	434.73	570.86
增长率	23.06%	27.25%	31.38%	31.32%
每股收益 EPS(元)	0.87	1.11	1.45	1.91
净资产收益率 ROE	12.09%	13.65%	15.55%	17.39%
PE	27	21	16	12
PB	3.30	2.93	2.54	2.16

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: 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)	2.70
52 周内股价区间(元)	22.1-33.12
总市值(亿元)	70.57
总资产(亿元)	37.71
每股净资产(元)	7.41

相关研究

1. 龙马环卫(603686): 业绩符合预期, 双轮驱动持续增长 (2018-01-15)

表 1：公司环卫服务订单跟踪（单位：亿元）

时间	项目名称	所属省市	订单年化金额	项目年限	项目总金额
2016.1	海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目	海南	2.34	15	35.05
2016.3	沈阳浑南区老城区环卫作业服务项目	辽宁	1.46	5+3	7.28
2016.6	厦门杏林街道新城片区清扫服务外包	福建	0.065	3	0.19
2016.10	温州市瓯海区 2016 年道路清扫保洁（标段一）	浙江	0.22	1	0.22
2016.11	龙岩中心城区环卫保洁一体化服务项目	福建	0.87	8	6.97
2016.11	贵州新蒲经开区环卫工作市场化项目	贵州	0.083	5+5	0.83
2016 年报披露累计金额			5.29		55.86
2017.3	柯桥城区道路保洁服务柯中标段（III 段）	浙江	0.099	2+1	0.297
2017.4	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	江西	0.4572	1+2+2+2	3.2
2017.4	仓山区环卫作业服务市场化(三位一体)项目	福建	0.21	5	1.07
2017.4	吉水县环卫作业外包项目	江西	0.148	5	0.74
2017.6	厦门集美区市政道路清扫保洁服务项目	福建	0.011	1	0.011
2017.6	漳平市道路清扫保洁垃圾收集服务项目	福建	0.083	5	0.42
2017.7	石井镇区环境保洁服务采购项目	福建	0.027	3	0.081
2017.7	揭西县城区环境卫生综合服务项目	广东	0.17	5	0.83
2017.8	厦岗开元片区道路、社区保洁服务项目	福建	0.36	3	1.08
2017.8	海门市环卫处外围道路保洁服务项目	江苏	0.092	1	0.092
2017.9	海口龙华区农村生活垃圾清扫保洁项目	海南	0.29	14	4.05
2017.10	六枝特区城乡垃圾收运和处置 PPP 项目	贵州	0.786	30	23.59
2017.12	公安县城乡环卫一体化 PPP 项目	湖北	0.18	22	8.63
2017 年报披露累计金额			8.82		104.5
2018.1	乐安县城乡生活垃圾处理一体化项目	江西	0.34	15	5.1
2018.2	无为县城区环卫清扫保洁服务管护项目	安徽	0.396	5	1.98
2018.3	浑南区大学科技城环卫作业服务（包组一）项目	辽宁	0.668	5+3	5.34
2018.3	龙岩经开区区内道路清扫、保洁服务项目	福建	0.046	3	0.14
2018 年 Q1 披露累计金额			10.28		116.91
2018.4	荔城区城乡环卫一体化购买服务项目	福建	1.08	3+2	3.25
2018.4	武鸣城区部分道路清扫保洁项目	广西	0.34	3	1.03
2018.4	崇川区观音山新城及中南世纪城环卫外包项目	江苏	0.35	3	1.06
2018.6	厦门市集美区杏林街道综合服务中心杏林街道辖区环卫保洁及突击应急服务项目	福建	0.901	3	2.704
2018.7	安阳市（示范区）环卫一体化项目	河南	0.303	30	9.095

数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设：

假设 1：2018 年上半年公司新产能释放，假设 2018-2020 年环卫清洁装备销量增速保持在 25%水平，垃圾收转装备销量增速保持在 15%水平，毛利率保持稳定。

假设 2：公司新增环卫服务订单势头较猛，目前年化金额已达到 14.7 亿元，支撑环卫服务收入快速增长。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保持快速增长势头，考虑到后续市场竞争因素，预计毛利率有所下降。

我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	2218.3	3084.8	4175.3	5563.0	7158.8
yoy	44.8%	39.1%	35.3%	33.2%	28.7%
营业成本	1533.2	2255.6	3082.4	4127.2	5315.2
毛利率	30.9%	26.9%	26.2%	25.8%	25.8%
环卫清洁装备					
收入	1208.9	1553.1	1941.3	2426.6	3033.3
yoy	26.9%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	833.25	1118.3	1397.7	1747.2	2184.0
毛利率	31.1%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
垃圾收转装备					
收入	590.41	701.2	806.4	927.4	1066.5
yoy	29.6%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	384.45	472.6	544.3	630.6	730.5
毛利率	34.9%	32.6%	32.5%	32.0%	31.5%
环卫产业服务					
收入	292.32	612.0	1101.6	1762.6	2467.7
yoy	704.6%	109.4%	80.0%	60.0%	40.0%
成本	216.98	496.6	892.3	1410.1	1949.5
毛利率	25.8%	18.9%	19.0%	20.0%	21.0%
新能源环卫装备					
收入	75.8	139.4	223.0	334.4	468.2
yoy	51.6%	83.9%	60.0%	50.0%	40.0%
成本	58.2	98.8	160.5	244.1	346.5
毛利率	23.2%	29.1%	28.0%	27.0%	26.0%
其他					
收入	50.9	79.2	103.0	112.0	123.2

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
yoy	35.8%	55.8%	30.0%	20.0%	10.0%
成本	40.3	69.4	87.5	95.2	104.7
毛利率	20.7%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.1 元、1.45 元、1.91 元，对应 PE21X、16X、12X，未来 3 年业绩复合增速 30%，给予公司 2018 年 26 倍估值，对应目标价 28.86 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3084.83	4175.27	5563.05	7158.83	净利润	272.86	347.21	456.15	598.99
营业成本	2255.63	3082.44	4127.21	5315.15	折旧与摊销	40.90	51.53	51.53	51.53
营业税金及附加	14.42	27.21	35.92	45.10	财务费用	-6.98	-5.23	-4.92	-5.60
销售费用	323.48	434.23	572.99	730.20	资产减值损失	26.78	20.00	20.00	20.00
管理费用	158.35	212.94	278.15	350.78	经营营运资本变动	-48.45	135.69	-33.07	-80.03
财务费用	-6.98	-5.23	-4.92	-5.60	其他	4.25	-20.83	-23.35	-18.19
资产减值损失	26.78	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	289.36	528.37	466.34	566.70
投资收益	6.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-206.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-976.87	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	-1183.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	325.98	403.68	533.69	703.21	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.25	6.68	6.43	6.39	长期借款	-10.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	321.73	410.36	540.12	709.60	股权融资	723.91	0.00	0.00	0.00
所得税	48.86	63.15	83.97	110.60	支付股利	-63.94	-52.01	-66.18	-86.95
净利润	272.86	347.21	456.15	598.99	其他	34.88	-21.40	4.92	5.60
少数股东损益	12.81	16.31	21.42	28.13	筹资活动现金流净额	684.72	-73.41	-61.26	-81.34
归属母公司股东净利润	260.05	330.90	434.73	570.86	现金流量净额	-209.58	454.96	405.08	485.36
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1584.32	2039.28	2444.36	2929.72	成长能力				
应收和预付款项	1249.09	1605.89	2141.98	2779.44	销售收入增长率	39.06%	35.35%	33.24%	28.69%
存货	364.04	500.57	675.40	868.57	营业利润增长率	29.50%	23.84%	32.20%	31.76%
其他流动资产	105.46	142.74	190.18	244.73	净利润增长率	25.26%	27.25%	31.38%	31.32%
长期股权投资	12.39	12.39	12.39	12.39	EBITDA 增长率	35.32%	25.03%	28.96%	29.09%
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	477.58	427.63	377.68	327.73	毛利率	26.88%	26.17%	25.81%	25.75%
无形资产和开发支出	24.81	23.87	22.92	21.98	三费率	15.39%	15.37%	15.21%	15.02%
其他非流动资产	42.89	42.25	41.62	40.98	净利率	8.85%	8.32%	8.20%	8.37%
资产总计	3860.58	4794.63	5906.54	7225.54	ROE	12.09%	13.65%	15.55%	17.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.07%	7.24%	7.72%	8.29%
应付和预收款项	1404.81	2034.13	2710.39	3465.39	ROIC	34.20%	36.23%	46.79%	53.05%
长期借款	18.94	18.94	18.94	18.94	EBITDA/销售收入	11.67%	10.78%	10.43%	10.46%
其他负债	179.51	198.18	243.87	295.82	营运能力				
负债合计	1603.27	2251.25	2973.20	3780.15	总资产周转率	0.95	0.96	1.04	1.09
股本	299.27	299.00	299.00	299.00	固定资产周转率	9.54	9.32	13.97	20.56
资本公积	1037.65	1037.65	1037.65	1037.65	应收账款周转率	3.38	3.23	3.28	3.21
留存收益	840.26	1119.15	1487.70	1971.62	存货周转率	5.52	7.04	6.98	6.86
归属母公司股东权益	2139.85	2409.60	2778.14	3262.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.39%	—	—	—
少数股东权益	117.47	133.78	155.20	183.33	资本结构				
股东权益合计	2257.32	2543.37	2933.34	3445.39	资产负债率	41.53%	46.95%	50.34%	52.32%
负债和股东权益合计	3860.58	4794.63	5906.54	7225.54	带息债务/总负债	1.18%	0.84%	0.64%	0.50%
					流动比率	2.17	1.98	1.89	1.84
					速动比率	1.93	1.75	1.65	1.61
					股利支付率	24.59%	15.72%	15.22%	15.23%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.11	1.45	1.91
					每股净资产	7.16	8.06	9.29	10.91
					每股经营现金	0.97	1.77	1.56	1.90
					每股股利	0.21	0.17	0.22	0.29
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	359.90	449.99	580.30	749.13					
PE	27.14	21.33	16.23	12.36					
PB	3.30	2.93	2.54	2.16					
PS	2.29	1.69	1.27	0.99					
EV/EBITDA	15.22	11.11	7.92	5.49					
股息率	0.91%	0.74%	0.94%	1.23%					

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	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn