

# 环卫装备拖累半年报业绩，长期投资价值不改

——龙马环卫（603686）2018 半年报点评

2018 年 08 月 29 日

强烈推荐/维持

龙马环卫

财报点评

洪一

分析师

执业证书编号：S1480516110001

hongyi@dzxq.net.cn

010-66554046

## 事件：

2018 年上半年，公司实现营业收入 16.08 亿元，同比增长 9.82%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 6.41%；实现扣非归母净利润 1.30 亿元，同比增长 4.57%。

表 1：财务指标预测

| 指标         | 2016Q4  | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2  |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 649.16  | 666.21 | 798.09 | 803.7  | 816.84 | 768.05 | 840.05  |
| 增长率（%）     | 66.75%  | 51.07% | 38.34% | 45.81% | 25.83% | 15.29% | 5.26%   |
| 毛利率（%）     | 28.51%  | 28.27% | 25.85% | 27.37% | 26.26% | 26.38% | 23.71%  |
| 期间费用率（%）   | 20.13%  | 12.85% | 15.24% | 14.92% | 18.08% | 10.99% | 11.75%  |
| 营业利润率（%）   | 9.49%   | 11.93% | 10.03% | 10.18% | 10.36% | 12.61% | 9.45%   |
| 净利润（百万元）   | 62.49   | 68.46  | 65.90  | 68.78  | 69.72  | 82.28  | 62.45   |
| 增长率（%）     | 131.08% | 33.96% | 27.47% | 30.91% | 11.58% | 20.19% | -05.24% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.22    | 0.24   | 0.23   | 0.24   | 0.23   | 0.26   | 0.19    |
| 总资产收益率（%）  | 2.36%   | 2.67%  | 2.47%  | 2.41%  | 1.81%  | 2.18%  | 1.64%   |

## 点评：

### 受环卫装备业务拖累，半年报业绩不达预期。

2018年上半年，公司实现营业收入16.08亿元，同比增长9.82%；实现归母净利润1.35亿元，同比增长6.41%；实现扣非归母净利润1.30亿元，同比增长4.57%，由于装备业务在二季度单季有所下滑，公司半年报业绩不达预期。报告期内公司两大业务板块都有所增长：1）2018年上半年度，环卫装备收入11.42亿元，同比增长2.84%，其中环卫清洁装备收入7.78亿元，同比增长9.70%，垃圾收转装备收入3.39亿元，同比增长0.10%，新能源及清洁能源环卫装备收入0.25亿元，同比下降59.83%；2）公司环卫服务业务收入4.40亿元，同比增长43.41%，主要系新增六枝特区龙马、莆田龙马、无为龙马等环卫服务收入。

公司营收增速快于净利润增速，主要是由于各业务板块毛利率有所下滑：1）环卫装备毛利率下滑1.99%至27.21%，其中环卫清洁装备下滑0.95%，垃圾收转装备下滑4.11%，新能源及清洁能源环卫装备下滑1.99%；2）环卫服务毛利率同比下降1.72个百分点至19.54%。

➤ **环卫装备产品中高端市场地位稳固, 产能瓶颈已解除, 期待下半年装备市场回暖。**

2018年上半年, 公司环卫装备总产量为3,966台/套, 同比上升6.79%; 销量为4,051台/套, 同比减少3.66%; 今年以来, 公司进一步优化产品结构, 中高端市场的领先地位得到加强, 上半年, 公司在环卫装备行业市场占有率为5.65%, 中高端市场占有率达14.68%, 较17年年底12.16%的占有率进一步提升。上半年环卫装备市场整体相对低迷, 根据《中国专用汽车行业月度数据服务报告》数据统计, 2018年上半年度, 我国环卫车总产量为42,634辆, 同比减产4,365辆, 降幅9.29%, 我们认为随着环卫市场化推进、环卫机械化作业率提升仍然是大势所趋, 行业长期仍将维持高增长。目前龙马环卫的新厂房已投入使用, 公司的产能瓶颈已解除, 可静待下半年环卫装备市场回暖。

➤ **环卫服务突飞猛进, 环卫一体化龙头起航。**

公司在环卫服务领域的订单增长态势迅猛, 截至2018年半年报, 公司环卫服务在手订单年化金额约14.59亿, 在手订单总金额139.56亿, 今年新增订单年化金额约4.51亿, 市场占有率2%, 位列全行业第六。在垃圾分类领域, 公司取得突破性进展, 首次承接厦门筭筭街道6个社区垃圾分类督导员运营项目。同时公司与永清环保组成的联合体中标六枝特区城乡生活垃圾收运和处置PPP项目, 总投资3.75亿, 该项目开启了龙马环卫一体化的篇章, 未来联合体模式有望全国复制, 环卫一体化龙头已起航。

### 结论:

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 38.95 亿、54.05 亿和 68.72 亿元, 归母净利润分别为 3.04 亿、4.52 亿和 5.98 亿元, 对应 EPS 分别为 1.02 元、1.51 元和 2.00 元, 对应 PE 分别为 19 倍、13 倍和 10 倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

环卫服务项目订单承接不及预期; 竞争加剧毛利率进一步下滑。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表           |        |        |       |        |        | 利润表            |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |        |        |       |        |        | 单位:百万元         |        |        |        |        |        |
|                 | 2016A  | 2017A  | 2018E | 2019E  | 2020E  |                | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 2307   | 3303   | 4321  | 4473   | 5215   | <b>营业收入</b>    | 2218   | 3085   | 3895   | 5405   | 6872   |
| 货币资金            | 871    | 1584   | 2168  | 1522   | 1492   | <b>营业成本</b>    | 1533   | 2256   | 2944   | 4121   | 5253   |
| 应收账款            | 687    | 1138   | 1437  | 1995   | 2536   | 营业税金及附加        | 18     | 14     | 18     | 25     | 32     |
| 其他应收款           | 42     | 56     | 71    | 99     | 126    | 营业费用           | 284    | 323    | 372    | 465    | 558    |
| 预付款项            | 7      | 8      | 8     | 8      | 8      | 管理费用           | 123    | 158    | 182    | 228    | 273    |
| 存货              | 442    | 364    | 475   | 665    | 848    | 财务费用           | -7     | -7     | -18    | -18    | -15    |
| 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  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 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 | 434.5 | 391.61 | 348.63 | <b>营业利润</b>    | 252    | 326    | 371    | 552    | 731    |
| 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   |
| <b>资产总计</b>     | 2646   | 3861   | 4854  | 4960   | 5657   | <b>利润总额</b>    | 263    | 322    | 378    | 559    | 738    |
| <b>流动负债合计</b>   | 1277   | 1521   | 1897  | 1791   | 2210   | 所得税            | 45     | 49     | 57     | 85     | 112    |
| 短期借款            | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | <b>净利润</b>     | 218    | 273    | 321    | 474    | 626    |
| 应付账款            | 415    | 472    | 607   | 850    | 1083   | 少数股东损益         | 7      | 13     | 17     | 22     | 28     |
| 预收款项            | 130    | 38     | 38    | 38     | 38     | 归属母公司净利润       | 211    | 260    | 304    | 452    | 598    |
| 一年内到期的非流        | 15     | 17     | 17    | 17     | 17     | EBITDA         | 289    | 383    | 398    | 579    | 762    |
| <b>非流动负债合计</b>  | 106    | 82     | 515   | 525    | 535    | <b>EPS (元)</b> | 0.79   | 0.97   | 1.02   | 1.51   | 2.00   |
| 长期借款            | 29     | 19     | 19    | 19     | 19     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>     | 1384   | 1603   | 2412  | 2316   | 2745   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益          | 66     | 117    | 134   | 156    | 184    | 营业收入增长         | 44.80% | 39.06% | 26.27% | 38.77% | 27.14% |
| 实收资本(或股本)       | 272    | 299    | 299   | 299    | 299    | 营业利润增长         | 52.56% | 29.50% | 13.85% | 48.71% | 32.49% |
| 资本公积            | 341    | 1038   | 1038  | 1038   | 1038   | 归属于母公司净利润      | 16.92% | 48.79% | 16.92% | 48.79% | 32.18% |
| 未分配利润           | 559    | 730    | 722   | 711    | 696    | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权        | 1196   | 2140   | 2299  | 2479   | 2719   | 毛利率(%)         | 30.88% | 26.88% | 24.41% | 23.75% | 23.57% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 2646   | 3861   | 4854  | 4960   | 5657   | 净利率(%)         | 9.82%  | 8.85%  | 8.23%  | 8.77%  | 9.11%  |
| <b>现金流量表</b>    |        |        |       |        |        | 总资产净利润(%)      | 7.99%  | 6.74%  | 6.26%  | 9.12%  | 10.57% |
| 单位:百万元          |        |        |       |        |        | ROE(%)         | 17.66% | 12.15% | 13.23% | 18.25% | 22.00% |
|                 | 2016A  | 2017A  | 2018E | 2019E  | 2020E  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | 296    | 289    | 463   | -360   | 353    | 资产负债率(%)       | 52%    | 42%    | 50%    | 47%    | 49%    |
| 净利润             | 218    | 273    | 321   | 474    | 626    | 流动比率           | 1.81   | 2.17   | 2.28   | 2.50   | 2.36   |
| 折旧摊销            | 43.92  | 64.27  | 0.00  | 42.98  | 42.98  | 速动比率           | 1.46   | 1.93   | 2.03   | 2.13   | 1.98   |
| 财务费用            | -7     | -7     | -18   | -18    | -15    | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应收账款减少          | 0      | 0      | -299  | -557   | -541   | 总资产周转率         | 0.99   | 0.95   | 0.89   | 1.10   | 1.29   |
| 预收账款增加          | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 应收账款周转率        | 4      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| <b>投资活动现金流</b>  | -384   | -1184  | -44   | -32    | -40    | 应付账款周转率        | 7.00   | 6.96   | 7.22   | 7.42   | 7.11   |
| 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 长期股权投资减少        | 0      | 0      | 18    | 0      | 0      | 每股收益(最新摊薄)     | 0.79   | 0.97   | 1.02   | 1.51   | 2.00   |
| 投资收益            | 7      | 6      | 6     | 6      | 6      | 每股净现金流(最新)     | -0.04  | -0.70  | 1.95   | -2.16  | -0.10  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 78     | 685    | 165   | -253   | -344   | 每股净资产(最新摊)     | 4.39   | 7.15   | 7.69   | 8.29   | 9.09   |
| 应付债券增加          | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 长期借款增加          | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | P/E            | 22.53  | 18.35  | 17.50  | 11.76  | 8.90   |
| 普通股增加           | 6      | 27     | 0     | 0      | 0      | P/B            | 4.05   | 2.49   | 2.32   | 2.15   | 1.96   |
| 资本公积增加          | 55     | 697    | 0     | 0      | 0      | EV/EBITDA      | 13.92  | 9.86   | 8.01   | 6.62   | 5.08   |
| <b>现金净增加额</b>   | -10    | -210   | 583   | -645   | -31    |                |        |        |        |        |        |

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

洪一

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

## 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。