

龙马环卫(603686)

公司研究/点评报告

装备+服务双轮驱动，Q3 业绩较上半年再度放缓

点评报告/环保及公用事业

2018 年 10 月 25 日

一、事件概述

公司发布 2018 年三季报，前三季度营业收入 24.84 亿元，同比增长 9.51%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 3.94%。

二、分析与判断

➤ 盈利增速低于 WIND 一致预期，判断主要缘于环卫装备销售不及预期

公司三季度实现营收 8.76 亿元，归母净利润 6357 万元，同比+8.95%、-0.96%，致前三季度业绩增速较上半年进一步放缓，整体业绩增速低于 23.68% 的 WIND 全年一致预测。公司上半年环卫装备收入同比增长 2.84%，毛利率为 27.21%，同比下降 1.99 个百分点，环卫装备销量为 4051 台/套，同比减少 3.66%。根据中国汽车技术研究中心的统计数据显示，2018 年上半年度，我国环卫车总产量为 42634 辆，同比减少 9.29%。2018 年伴随着地方政府隐性债务的摸查及融资环境的收缩，政府采购力度下降，同时受环卫市场化推进的影响，公司装备的企业客户占比提升，导致了应收账款的增加和毛利率的下降。

➤ 前三季度环卫服务年化中标金额增速明显，但项目平均服务年限缩短

公司三季度中标环卫服务项目年化/总合同金额 8395 万元、11.34 亿元。公司前三季度中标环卫服务项目年化/总合同金额 5.98 亿元、36.33 亿元，项目平均合同年限 6.07 年，2017 年全年中标环卫服务项目年化/总合同金额 3.53 亿元、48.64 亿元，项目平均合同年限 13.78 年，相比较而言年化合同额快速增长的同时，项目平均合同年限缩短明显。截止 10 月 24 日，公司在手环卫服务项目年化合同金额为 14.80 亿元，合同总金额为 140.83 亿元，储备较为充足。

➤ 盈利能力有所下滑，费用管控初现成效

前三季度公司综合毛利率 24.83%，净利率 8.6%，分别同比-2.27%、-0.35%，我们认为钢材价格持续走高、环卫服务竞争加剧、劳动成本的上升均是导致公司毛利率下滑的重要原因。销售/管理/财务费用率分别-1.46%/-1.64%/-0.83%，广告费及人员薪酬管控良好，银行存款增多致利息收入增加。

➤ 募投资金有序投入，“环卫装备制造+环卫服务产业”双轮驱动

公司三季报披露，总投资 2.22 亿元的 IPO 募投项目“环卫专用车辆和环卫装备扩建项目”、“研发中心项目”均已建成投入使用，现正处于竣工验收结算阶段，未来将提升公司环卫车辆产能，提升产品质量。2017 年末完成的 7.3 亿元非公开发行现已完成投入 2200 万元，后续将用于环卫装备综合配置服务、环卫服务研究及培训基地等，进一步增强公司在环卫服务领域的竞争力。

三、投资建议

看好公司在环卫装备领域的强竞争力和未来在环卫服务的快速扩张，预计公司 2018~2020 年 EPS 0.9、0.99、1.09，对应 PE 13、12、11 倍。目前公司 PE 已位于历史底部区间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

1、环卫服务订单签订不及预期；2、环卫装备销售不及预期；3、环卫行业竞争持续加剧。

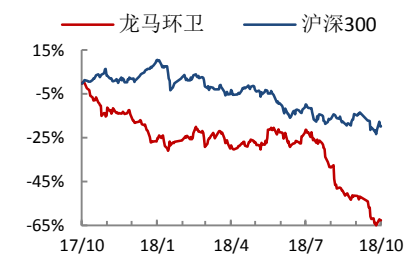
谨慎推荐 首次评级

当前价格： 11.88

交易数据 **2018-10-24**

近 12 个月最高/最低(元)	31.76/11.42
总股本(百万股)	299.00
流通股本(百万股)	269.98
流通股比例(%)	90%
总市值(亿元)	35.52
流通市值(亿元)	32.07

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：晏溶

执业证号：S0100117060016

电话：0755-22662075

邮箱：yanrong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：0755-22662085

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,085	3,393	3,902	4,488
增长率 (%)	39.1%	10.0%	15.0%	15.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	260	269	297	327
增长率 (%)	23.1%	3.3%	10.5%	10.2%
每股收益 (元)	0.97	0.90	0.99	1.09
PE (现价)	12.2	13.2	12.0	10.9
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,085	3,393	3,902	4,488
营业成本	2,256	2,578	3,042	3,584
营业税金及附加	14	16	18	21
销售费用	323	324	324	314
管理费用	158	129	140	157
EBIT	333	347	377	412
财务费用	(7)	(16)	(11)	(13)
资产减值损失	27	27	27	27
投资收益	6	0	0	0
营业利润	326	335	361	398
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	322	335	361	398
所得税	49	51	55	60
净利润	273	284	306	337
归属于母公司净利润	260	269	289	318
EBITDA	374	400	435	470

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1584	1090	1281	1491
应收账款及票据	1185	2004	2304	2650
预付款项	8	9	10	12
存货	364	461	544	640
其他流动资产	105	105	105	105
流动资产合计	3303	3722	4306	4971
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	473	573	573	573
无形资产	25	24	23	23
非流动资产合计	558	598	540	482
资产合计	3861	4320	4847	5453
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1258	1406	1659	1954
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1521	1774	2072	2419
长期借款	19	19	19	19
其他长期负债	63	63	63	63
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	1603	1856	2154	2501
股本	299	299	299	299
少数股东权益	117	133	150	169
股东权益合计	2257	2464	2693	2952
负债和股东权益合计	3861	4320	4847	5453

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	39.1%	10.0%	15.0%	15.0%
EBIT 增长率	28.2%	4.1%	8.9%	9.1%
净利润增长率	23.1%	3.3%	7.7%	10.0%
盈利能力				
毛利率	26.9%	24.0%	22.0%	20.1%
净利润率	8.4%	7.9%	7.4%	7.1%
总资产收益率 ROA	6.7%	6.2%	6.0%	5.8%
净资产收益率 ROE	12.2%	11.5%	11.4%	11.4%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.9	1.8	1.8	1.8
现金比率	1.0	0.6	0.6	0.6
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	108.0	210.0	210.0	210.0
存货周转天数	65.2	65.2	65.2	65.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	0.9	1.0	1.1
每股净资产	7.2	7.8	8.5	9.3
每股经营现金流	1.0	(1.2)	1.0	1.1
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	12.2	13.2	12.3	11.2
PB	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.4	6.3	5.3	4.5
股息收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	273	284	306	337
折旧和摊销	68	80	85	85
营运资金变动	(44)	(738)	(96)	(107)
经营活动现金流	289	(373)	296	315
资本开支	252	121	27	27
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,184)	(121)	(27)	(27)
股权募资	763	0	0	0
债务募资	(7)	0	0	0
筹资活动现金流	685	(1)	(78)	(78)
现金净流量	(210)	(495)	191	211

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陶贻功，2011年7月加入民生证券至今，一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员

晏溶，环保及公用事业方向负责人，2010年华南理工大学环境工程专业硕士毕业，中级工程师，曾就职于深圳市市场监督和管理委员会、广东省环保厅直属事业单位，长期从事环保行业政策及市场研究，2017年加入民生证券。

杨任重，香港理工大学精算与投资科学硕士毕业，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。