

龙马环卫 (603686.SH)

装备服务双引擎发展，享环卫市场化红利

环卫设备龙头，强势切入环卫服务。龙马环卫成立于2000年，2000-2010年，龙马环卫成长为领先的环卫设备制造商。2011年，公司早早筹备环卫运营业务。2015年中国环卫市场化进程加速，公司迅速进军环卫服务市场，开启设备、服务双引擎，作为前端装备制造领先企业，依托环卫装备的销售渠道形成进场的快速通路，产业资源得以转化。

环卫市场化驱动订单放量，订单一体化促进格局改善。随着城镇化进程推进，由政府主导的传统环卫缺点明显：①多头管理、②既管又干、③条块分割。环卫市场化优势突出：①提升服务质量、②减少财政压力、③降低管理难度，因此环卫市场化加速。环卫服务预计至2024年合计市场空间在2078亿元，整体空间广阔。2020Q1环卫服务年化总量133亿，环卫年化金额及合同总额创下近五年来的最高纪录，显示行业高景气。此外，随着近年来环卫一体化项目逐渐增多，一体化项目合同体量大、期限长、作业难度大，行业望从分散走向集中，龙马环卫作为行业龙头望受益。

公司拿单能力突出，管理能力优秀。公司2019年中标的环卫服务合同总额在全行业排名第一，首年合同金额排名第二。截至2019年底公司在手订单年化总额达26.4亿元，2019年新签年化12.2亿元，同比增长79.6%。公司看重中长期的大项目，超60%的订单年限集中在5-8年，2019-2020Q1中标5个年化费用1亿元以上项目。作为环卫装备龙头，公司机械化&智能化水平高，且借装备业务打通的市场关系，在新订单获取时充分受益，能获得①更优客户资源、②更多客户需求信息、③跨区域服务能力。同时，公司管理优异，期间费用率持续下降，2020Q1降至12.6%；管理费用率稳定在5.1%的高水平。公司结合成熟项目经理的经验和高机械化率，做更高效的人/车调度，并推标准化管理，复制成功的管理经验。

中国环卫机械化提升正当时，新能源产品前景好。近10年我国城镇化率几乎以每年保持1%的增速提升，与发达国家机械化清扫率接近100%的数据仍相差甚远。机械化提升有望持续，我们预计2020年环卫车增量与存量替换总需求达22.5万辆。随着新能源政策加快出台，我们预计新能源车2020年市场规模达95.4亿元。龙马环卫作为装备龙头望受益。

装备业绩改善，新能源车销量上涨，核心竞争力持续。公司2018/2019年环卫装备销量分别为8060/8206台，2019年销量小幅增长，其中新能源车2019年收入1.84亿元，同比增长266.4%。核心竞争力包括：①研发领先：公司共有272项已授权专利；②产品种类丰富：环卫清洁、垃圾收转运2大类共27个系列装备；③品牌美誉度高：“福龙马”品牌拥有较高的美誉度。

盈利预测。在机械化率提升的大背景下，公司环卫装备销售有望改善。同时环卫市场化不断释放运营服务订单，公司产业链下移，优势明显。预计2020-2022年公司归母净利润分别为402/505/636亿元，对应EPS分别为0.97/1.21/1.53元，对应PE分别为24.2X/19.3X/15.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：环卫装备竞争加剧，公司市场份额下滑；环卫服务市场拓展不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,444	4,228	5,513	7,042	8,863
增长率 yoy (%)	11.6	22.8	30.4	27.7	25.9
归母净利润(百万元)	236	270	402	505	636
增长率 yoy (%)	-9.1	14.4	48.8	25.5	25.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.57	0.65	0.97	1.21	1.53
净资产收益率(%)	10.5	11.2	14.5	15.8	17.0
P/E(倍)	41.3	36.1	24.2	19.3	15.3
P/B(倍)	4.2	3.9	3.5	3.0	2.6

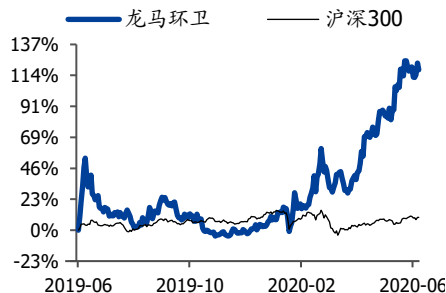
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	专用设备
最新收盘价	22.95
总市值(百万元)	9,539.30
总股本(百万股)	415.66
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.97

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3431	3303	3779	4136	4776	营业收入	3444	4228	5513	7042	8863
现金	977	536	710	835	952	营业成本	2594	3140	4107	5262	6629
应收账款	1772	1534	1500	1600	1700	营业税金及附加	15	22	28	34	43
其他应收款	95	154	171	244	278	营业费用	322	398	529	662	833
预付账款	15	10	23	19	33	管理费用	139	215	273	338	418
存货	500	503	809	872	1246	研发费用	49	52	55	70	89
其他流动资产	72	566	566	566	566	财务费用	-28	1	16	42	51
非流动资产	702	1237	1522	1872	2271	资产减值损失	60	-2	0	0	0
长期投资	14	23	34	44	54	其他收益	10	23	10	13	14
固定投资	597	741	917	1129	1384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	24	67	74	82	92	投资净收益	2	7	5	5	5
其他非流动资产	67	406	498	617	740	资产处置收益	-1	-3	-1	-1	-2
资产总计	4133	4540	5302	6008	7047	营业利润	303	365	519	651	818
流动负债	1655	1857	3030	3290	4608	营业外收入	0	1	4	1	2
短期借款	0	190	400	550	700	营业外支出	3	4	4	4	4
应付账款	1342	1220	2131	2162	3247	利润总额	301	362	520	648	816
其他流动负债	313	447	499	578	661	所得税	44	65	84	104	132
非流动负债	42	35	38	40	42	净利润	257	297	436	545	684
长期借款	0	16	18	20	22	少数股东收益	20	27	33	40	48
其他非流动负债	42	20	20	20	20	归属母公司净利润	236	270	402	505	636
负债合计	1697	1892	3068	3329	4649	EBITDA	354	467	606	769	977
少数股东权益	124	148	181	221	268	EPS (元/股)	0.57	0.65	0.97	1.21	1.53
股本	299	416	416	416	416						
资本公积	1028	883	883	883	883						
留存收益	998	1190	1489	1863	2329						
归属母公司股东收益	2311	2500	2053	2458	2129						
负债和股东权益	4133	4540	5302	6008	7047						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动净现金流	-356	323	434	573	661
净利润	257	297	436	545	684
折旧摊销	82	109	86	115	150
财务费用	-28	1	16	42	51
投资损失	-2	-7	-5	-5	-5
营运资金变动	-719	-145	-100	-124	-220
其他经营现金流	55	67	1	1	2
投资活动净现金流	529	-524	-367	-460	-546
资本支出	225	412	197	239	289
长期投资	-40	-4	-11	-10	-10
其他投资现金流	715	-116	-181	-231	-266
筹资活动净现金流	-103	64	108	12	1
短期借款	0	190	210	150	150
长期借款	-19	16	2	2	2
普通股增加	0	117	0	0	0
资本公积增加	-9	-145	0	0	0
其他筹资现金流	-74	-113	-105	-140	-151
现金净增加额	71	-136	174	125	117

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	11.6	22.8	30.4	27.7	25.9
营业利润 (%)	-6.9	20.2	42.5	25.3	25.6
归属母公司净利润 (%)	-9.1	14.4	48.8	25.5	25.9
盈利能力					
毛利率 (%)	24.7	25.7	25.5	25.3	25.2
净利率 (%)	6.9	6.4	7.3	7.2	7.2
ROE (%)	10.5	11.2	14.5	15.8	17.0
ROIC (%)	9.8	10.8	13.4	14.5	15.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.1	41.7	57.9	55.4	66.0
净负债比率 (%)	-38.3	-12.1	-9.6	-7.5	-5.5
流动比率	2.1	1.8	1.2	1.3	1.0
速动比率	1.7	1.3	0.9	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.65	0.97	1.21	1.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.86	0.78	1.04	1.38	1.59
每股净资产 (最新摊薄)	5.56	6.01	6.78	7.76	9.04
估值指标 (倍)					
P/E	41.3	36.1	24.2	19.3	15.3
P/B	4.2	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	25.3	20.0	15.5	12.3	9.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、环卫设备厂商强势切入下游环卫服务业务	5
1.1 领先的环卫设备制造商切入环卫服务业务的历史沿革	5
1.2 公司财务表现优异，盈利能力突出	6
1.3 高管产业经验丰富，管理能力佳	7
2、环卫服务—拿单实力凸显，迅速跻身行业前列	8
2.1 城镇化率提高，环卫空间释放	8
2.2 市场化率提升，市场化订单增加	11
2.3 强势切入环卫服务，订单高速增长	12
2.4 装备业务打通市场关系，新订单获取受益	14
2.5 管理优异，人均创收能力强	15
3、环卫装备—巩固上游优势，优化结构促发展	16
3.1 环卫机械化升级空间大	16
3.2 政策驱动，新能源产品占比提升	20
3.3 强研发、多品类、市场网络广覆盖	22
3.4 迎合未来需求，推高毛利的新能源产品	24
4、盈利预测	24
风险提示	26

图表目录

图表 1: 龙马环卫发展历程	6
图表 2: 公司营业收入及归母净利润情况 (亿元, %)	6
图表 3: 公司各主营业务收入 (亿元)	7
图表 4: 公司各主营业务毛利率 (%)	7
图表 5: 2016-2020Q1 公司经营性现金流净额及归母净利润 (亿元)	7
图表 6: 2016-2020Q1 公司应收账款情况 (亿元)	7
图表 7: 龙马环卫股权结构	8
图表 8: 四国城镇化率指标 (%)	9
图表 9: 城市及县城垃圾清运量 (万吨) 及总体增速 (%)	9
图表 10: 我国传统环卫业务年运营市场空间测算 (道路清扫、垃圾清运、公厕运营)	10
图表 11: 企业从事环卫行业优势明显	11
图表 12: 2009-2018 年焚烧、污水、环卫行业市场化率变化 (%)	12
图表 13: 2016-2019 年前三季度环卫项目年限分布 (按项目数量)	12
图表 14: 2016-2017 年环卫项目年限分布 (按项目数量)	12
图表 15: 2016-2019 年新签年化总额 (亿元/年)	13
图表 16: 截至 2019 年 10 月公司环卫服务总规模情况 (亿元)	13
图表 17: 2019-2020Q1 新签年化金额 1 亿元以上项目详情	14
图表 18: 公司优势	15
图表 19: 2016-2020Q1 公司期间费用率 (%)	15
图表 20: 公司“智慧环卫”系统示意图	16
图表 21: 公司人均创收情况 (万元)	16
图表 22: 不同地区环卫机械化率比较 (%)	17
图表 23: 城市清扫机械化率	17
图表 24: 县城清扫机械化率	17

图表 25: 2010-2018 年中国环卫车总产量	18
图表 26: 2016-2019 年环卫车销量	18
图表 27: 城市、县城"单位面积清扫车"数据	19
图表 28: 城市、县城"单位作业转运车"数据	19
图表 29: 环卫设备市场空间测算 (增量+存量替换)	20
图表 30: 新能源环卫车政策梳理	21
图表 31: 新能源环卫车市场空间测算	22
图表 32: 公司环卫装备市占率 (%)	23
图表 33: 2015-2019 年公司环卫车产销量数据	23
图表 34: 新能源产品收入及增速 (亿元, %)	24
图表 35: 营业收入预测	25
图表 36: 毛利率预测	25
图表 37: 可比公司估值	26

1、环卫设备厂商强势切入下游环卫服务业务

龙马环卫是中国环卫装备主要供应商之一，多年来致力于城乡环卫、市政、公路等领域专用路面保洁车辆、垃圾收运车辆及设备的研发、生产和销售，产品质量水平居国内领先地位。2015年中国环卫市场化进程加速，公司迅速进军环卫服务市场，开启设备、服务双引擎，截至2019年10月公司环卫服务年化金额位居行业第五名，2019年度开标的环卫服务项目合同总金额在全行业排名第一，首年合同金额排名第二。

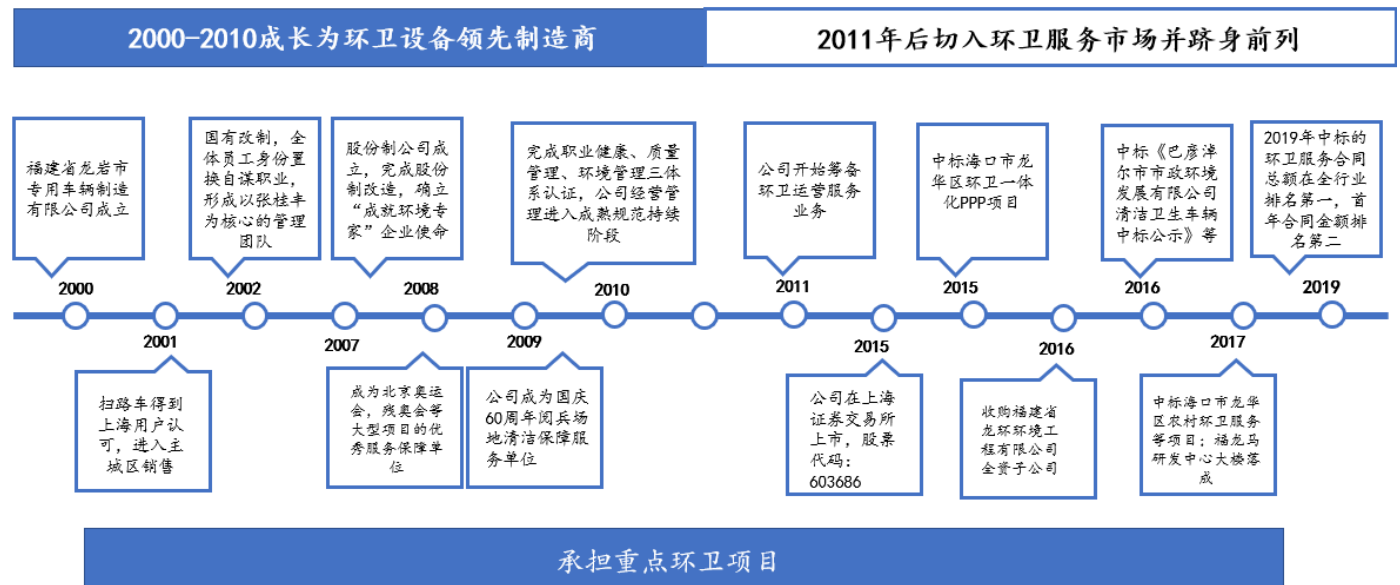
1.1 领先的环卫设备制造商切入环卫服务业务的历史沿革

2000-2010年，龙马环卫成长为领先的环卫设备制造商。公司成立于2000年，前身为“福建省龙岩市龙马专用车辆制造有限公司”，2000年，公司改制，员工自谋职业，形成以张桂丰为核心的管理团队。2007年，股份公司成立，完成股份制改造，确立了“成为环境专家”的企业使命。2010年完成职业健康、质量管理、环境管理三体系认证，公司经营管理进入成熟规范持续阶段，前端环卫装备市场份额位居中国前三。

2011年，公司早早筹备环卫运营业务。2011年公司开始筹备环卫运营服务业务，2012年，组建环卫运营团队，探索运营服务业务，开始IPO申报工作。2015年，公司在A股主板上市。2016年以2201.1万元收购龙环环境43.5%股权，实现对龙环环境100%控股，龙环环境专业从事环卫服务运营，有利于将龙马环卫将执行项目打造成环卫产业服务的样板工程，成为公司环卫产业服务向全国扩张的孵化器。

环卫设备被国内大型项目认可，环卫服务业务增长迅速。2001年，公司扫路车获得上海用户认可，进入上海城区销售。2008年，公司成为北京奥运会、残奥会等大型项目的优秀服务保障单位；2009年，公司为国庆60周年阅兵服务。2011年切入环卫服务市场，中标35.1亿《海口市龙华区环卫一体化项目》等大型环卫服务项目，环卫装备制造+环卫产业服务“双引擎初步搭建成型，截至2019年10月公司环卫服务年化金额位居行业第五名，成长迅速。

图表1: 龙马环卫发展历程



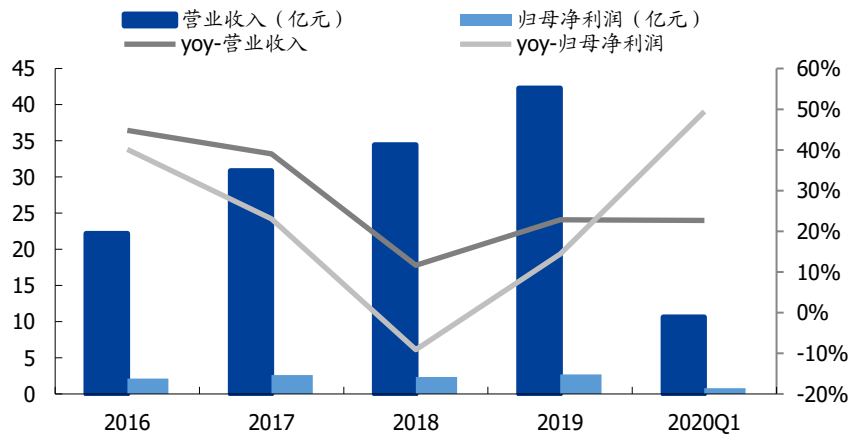
资料来源: 龙马环卫官网、环卫司南、国盛证券研究所

1.2 公司财务表现优异, 盈利能力突出

公司营收高速增长, 环卫占比提升。2016-2019年公司营收分别为22.2/30.8/34.4/42.3亿元, 营收高增长。2020Q1营收10.6亿元, 与去年同期持平。同时, 环卫服务占比提升明显, 2016-2019年, 环卫服务营收占比分别为13.2%/19.8%/30.3%/42.3%。环卫服务收入增长得益于环卫市场化带来的广阔空间, 以及公司聚焦新订单的获取。

环卫订单增长, 叠加疫情期间政府补贴, 归母净利润同比增加。2016-2019年公司实现归母净利润分别为2.1/2.6/2.4/2.7亿元; 2020Q1实现归母净利润0.8亿元, 同比增长49.5%。一方面, 公司抢抓环卫市场化机遇, 充分发挥公司品牌优势、项目优势、环卫装备机械化优势, 优势区域大单频现, 相继中标; 另一方面, 疫情期间国家出台优惠政策, 增值税减免和社保减半征收对劳动密集型的环卫业务带来较大的正向影响, 预计共能减免5000-6000万元。

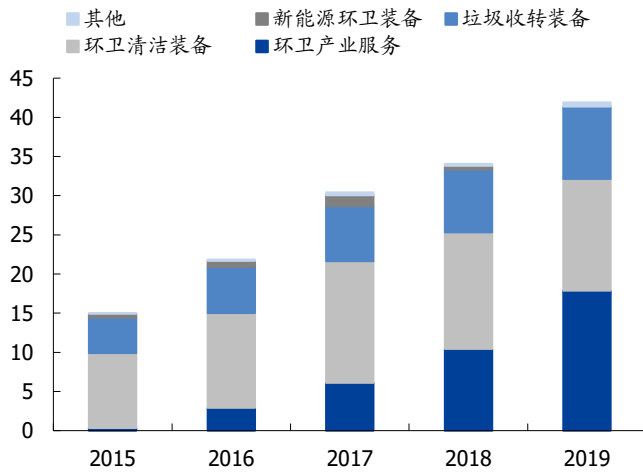
图表2: 公司营业收入及归母净利润情况(亿元, %)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

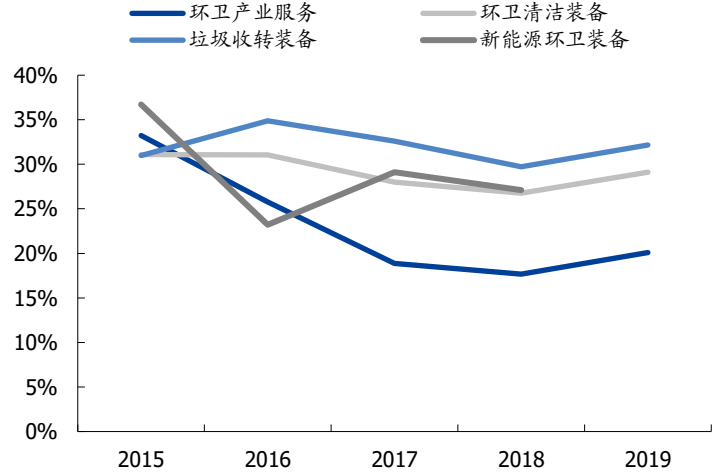
客户结构优化、项目日趋成熟，环卫装备、服务毛利率双双提升。在前两年经历环卫装备行业竞争加剧，低端产品占比上升，带来毛利率下降之后，公司于2019年积极调整客户结构，提升政府客户占比（至2020Q1已达55%）。由于政府对定制产品需求更高，2019年环卫装备毛利率增至29.1%。而随着公司在环卫服务市场的竞争优势扩大，以及大量新项目进入成熟期，2019年环卫服务毛利率上升至20.1%。

图表3: 公司各主营业务收入(亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

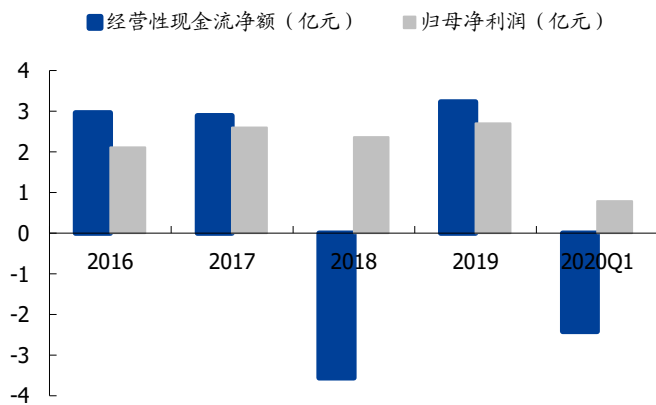
图表4: 公司各主营业务毛利率(%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

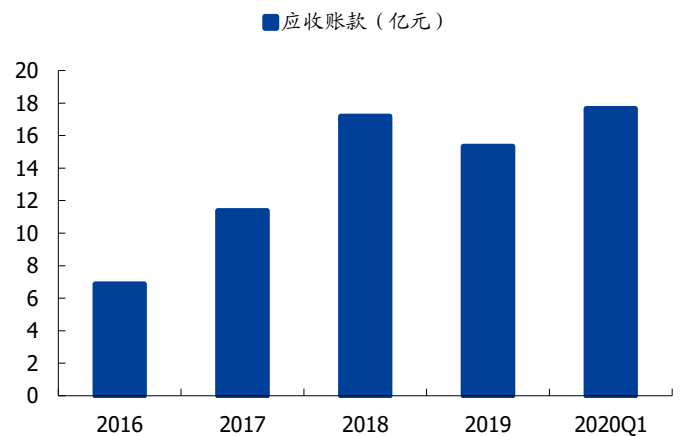
应收账款管理加强，2019年经营性净现金流创新高。2016-2019年公司经营活动现金流量净额分别为3.0/2.9/-3.6/3.2/亿元（2018年受装备回款影响现金流转负），2019年数据创新高，归功于两方面：（1）公司加强了应收账款管理，成立清账专项小组，加强应收账款考核；（2）加强了资金预算与统筹，减少集团与子公司的资金占用成本。

图表5: 2016-2020Q1 公司经营性现金流净额及归母净利润(亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表6: 2016-2020Q1 公司应收账款情况(亿元)



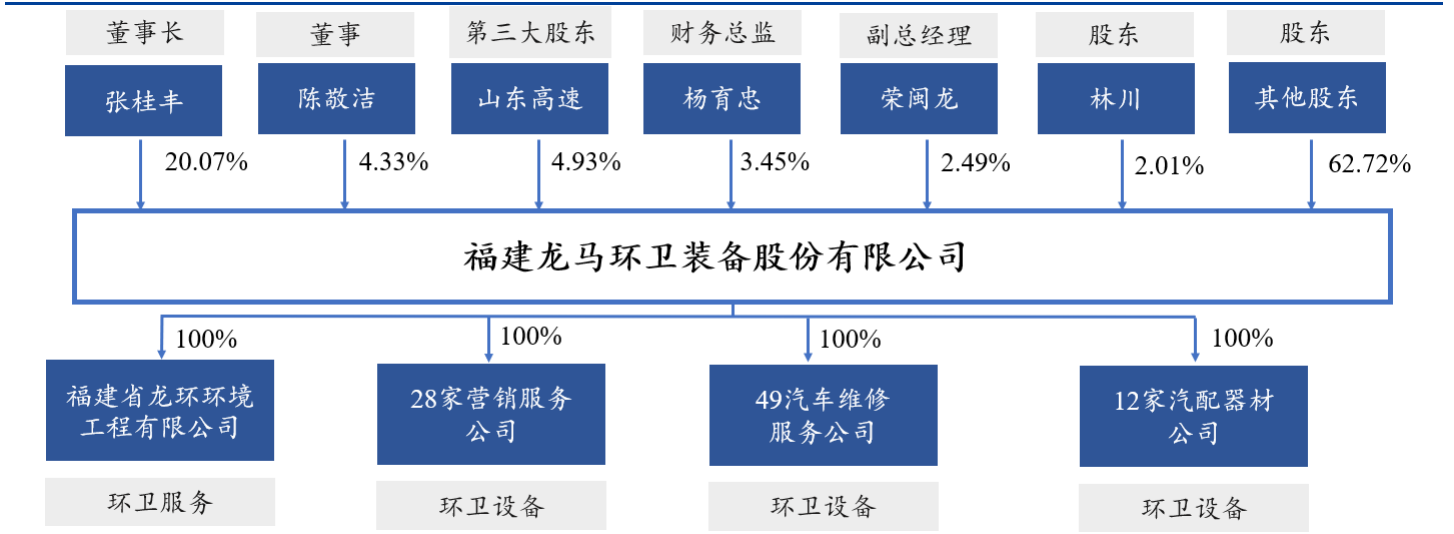
资料来源: Wind、国盛证券研究所

1.3 高管产业经验丰富，管理能力佳

董事长深耕行业30余年，产业链经验丰富，管理能力突出。董事长张桂丰先生1984年参加工作，曾先后担任福建龙马集团龙岩拖拉机厂技术科技技术员，研究所所长，总工程师

师，副总经理，总经理，董事长。深耕行业 30 余年，产业链经验丰富，管理能力突出。

图表 7: 龙马环卫股权结构



资料来源: 龙马环卫官网、国盛证券研究所

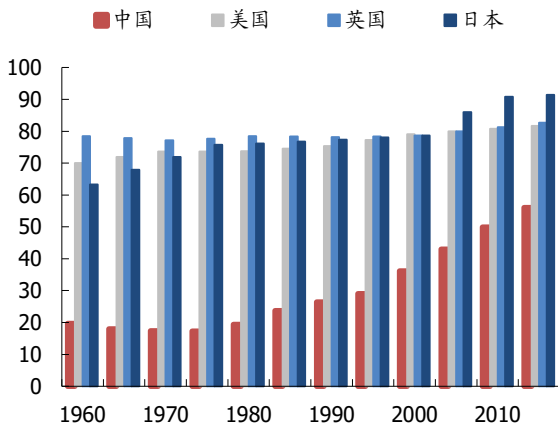
2、环卫服务—拿单实力凸显，迅速跻身行业前列

环卫服务发展迅速，跻身前列。作为环卫装备龙头，公司机械化&智慧化水平领先于业内，竞标中技术分优势明显，且经过多年植根于环卫行业，公司网点遍布全国，通过营销网络和售后服务与环卫客户建立紧密联系，因此能够及时获取客户需求等信息。通过设备服务等方式无缝隙零距离全天候地与环卫领域客户进行对接，强化了公司跨区域运营的能力，确保输出最优的环卫服务项目，造就了环卫服务领域的天然优势。2015年中国环卫市场化进程加速，公司迅速进军环卫服务市场，开启设备、服务双引擎，截至2019年10月公司环卫服务年化金额位居行业第五名，发展迅速。

2.1 城镇化率提高，环卫空间释放

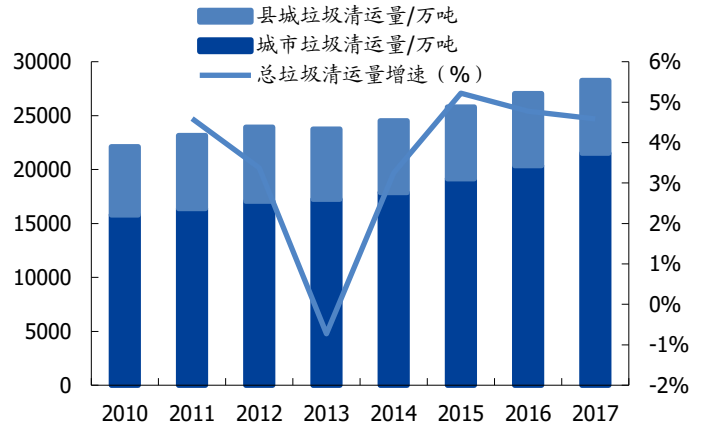
城镇化率推动环卫需求释放。近10年我国城镇化率几乎以每年保持1%的增速提升。截至2018年年底，我国城镇化率为59.5%，相比发达国家80%以上的城镇化仍有较大差距，大都市圈尚未形成，城镇化推进的过程中环卫清扫需求持续释放。另外城镇化伴随着物质生活水平提高，人均垃圾日产量增长，2017年中国城镇人均垃圾清运量为0.95千克/天，距离美国的2千克/天仍有较大差距，我们预计城市及县城垃圾清运量未来仍以4%-5%的增速持续攀升，随之带来环卫清运需求增长。

图表 8: 四国城镇化率指标 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 城市及县城垃圾清运量 (万吨) 及总体增速 (%)



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

预计 2024 年中国传统环卫服务运营市场空间超 2000 亿/年。环卫项目主要包括 3 方面: 清扫保洁服务、垃圾清理服务、公厕运营管理。从各单项费用估计来看, 目前, 我国一、二线平均清扫价格在 10 元/(平方·年)左右, 垃圾清运价格在 70-75 元/吨, 而公厕的年运营费用在 13 万/座左右。县级市的清扫价格在 5 元/(平方·年)左右, 垃圾清运价格在 30 元/吨, 而公厕的年运营费用在 5 万/座左右。根据中国城乡建设统计年鉴 2015-2017 年数据对道路清扫保洁服务、垃圾清理服务、公厕运营管理服务进行市场空间估算。在城镇化进程的大背景下, 假设 2020 年前城市、县城清扫保洁面积增速在 8%、9%; 城市、县城垃圾清运增速在 3%; 公厕每年增加 0.1 万座。据此估算的 2024 年中国环卫市场空间在 2078 亿元, 其中道路清扫占主要部分, 占据 79%。

图表 10: 我国传统环卫业务年运营市场空间测算 (道路清扫、垃圾清运、公厕运营)

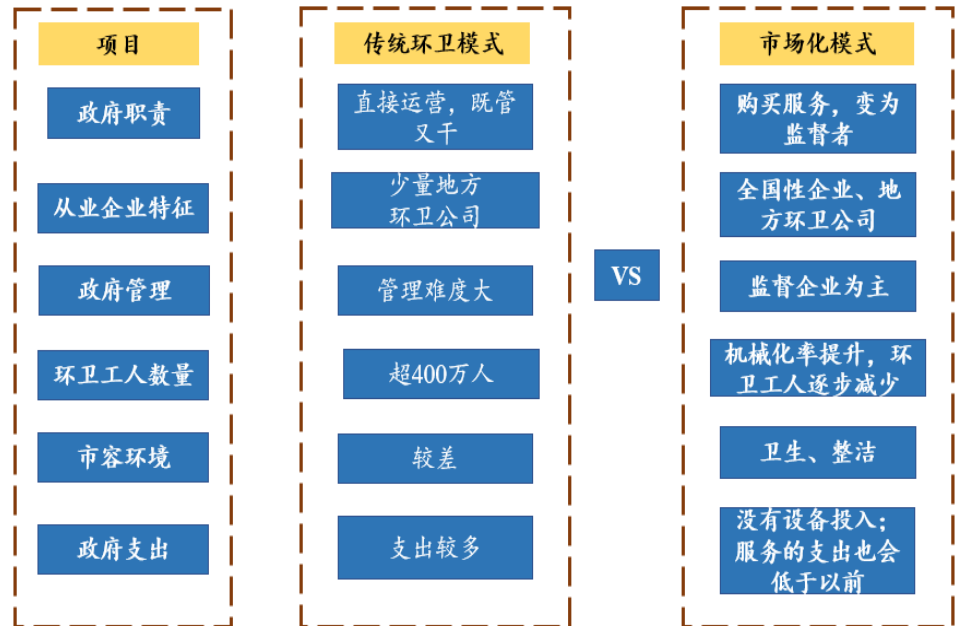
		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	核心假设
道路清扫	城市清扫面积 (亿平方米)	73.0	79.5	84.2	90.9	98.2	106.1	114.6	123.7	133.6	144.3	城市清扫面积增速 8%
	城市单位保洁费用	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	
	县区清扫面积 (亿平方米)	23.7	25.1	24.8	27.0	29.4	32.1	34.9	38.1	41.5	45.3	县城清扫面积增速 9%
	单位保洁费用	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	
	小计 (亿元)	752	816	953	1031	1115	1205	1303	1409	1523	1647	
	同比	7.5%	8.4%	16.9%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
垃圾清运服务	城市垃圾清理 (亿吨)	1.9	2.0	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	城市垃圾清理增速 3%
	城市单位清理费用	70	70	72	72	72	72	72	72	72	72	
	县城垃圾清理 (万吨)	0.67	0.67	0.70	0.72	0.74	0.76	0.79	0.81	0.84	0.86	县城垃圾清理增速 3%
	县城单位清理费用	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	
	小计 (亿元)	154	163	176	182	187	193	199	205	211	217	
	同比	6.0%	5.6%	8.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
公厕运营服务	城市公厕数量 (万座)	12.6	13.0	13.2	13.3	13.4	13.5	13.6	13.7	13.8	13.9	假设公厕每年增加 0.1 万座
	城市单位公厕管理费	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	
	县城公厕数量 (万座)	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	
	县城单位公厕管理费	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
	小计 (亿元)	192	197	201	203	205	207	209	211	212	214	
	同比	3.6%	2.8%	2.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
行业规模	总计 (亿元)	1098	1176	1331	1416	1507	1605	1710	1824	1946	2078	
	同比	6.6%	7.0%	13.2%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	

资料来源: 中国城乡统计年鉴、国盛证券研究所

2.2 市场化率提升，市场化订单增加

传统环卫无法满足需求，市场化成必然趋势。随着城市化的加快，政府主导的环卫行业缺点明显：①多头管理、②既管又干、③条块分割。政府角色向监管者转化，引入企业满足增量需求已成为必然。服务外包有利于提升服务质量、减少财政压力、降低管理难度。

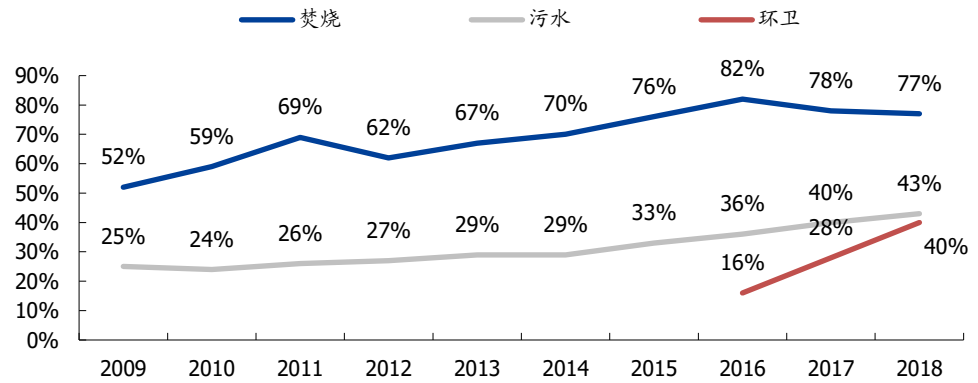
图表 11: 企业从事环卫行业优势明显



资料来源：国盛证券研究所整理

市场化率继续提升，推动环卫订单释放。环卫近几年的订单的爆发主要源于环卫市场化率提升非常快，三年之内已经从 16%到 40%，但目前相比焚烧的 77%仍处于较低水平，且据 waste business journal 数据，2019 年美国环卫市场化率达 81%，与环卫产业较为成熟的美国市场相比差距较大。市场化中政府职能由投管运营转变为监督审批，减轻财政压力，且管干分离引入竞争机制，提高环卫作业效率与质量，于政府于社会都大有裨益。我们认为未来环卫市场化改革将继续深化，PPP 盘整后购买服务、特许经营等模式续上，市场化率进一步快速提升，推动环卫市场订单放量。

图表 12: 2009-2018 年焚烧、污水、环卫行业市场化率变化 (%)

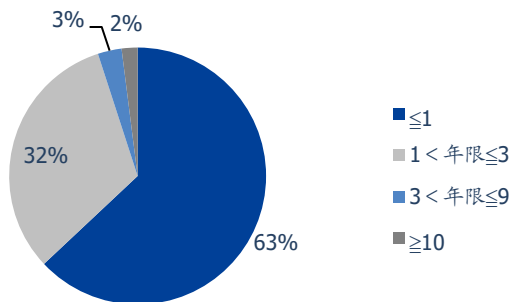


资料来源: E20, 国盛证券研究所

2.3 强势切入环卫服务, 订单高速增长

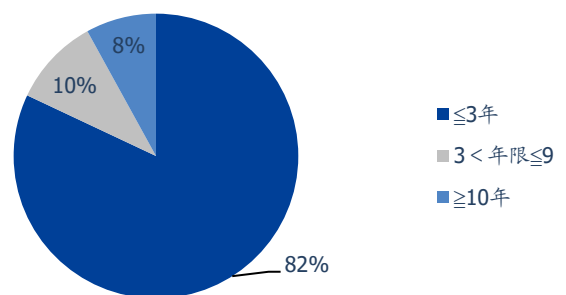
环卫市场化初期群雄并起, 总体遵循“二八定律”。近年来环卫订单中标企业逐步增多, 据 E20 数据 2016-2018 年分别为 5796/8630/13309 家, 行业竞争加剧, 这其中主要是小订单市场参与主体大幅扩增。单看大订单, 市场格局逐步变好, 2019 年 5 千万以上大订单参与企业数量明显减少, 由 2018 年的 58 家减少至 43 家, 且从订单金额来看基本符合“二八定律”, 据 E20 统计, 项目数量占比 20% 的较大规模项目 (500 万以上) 实际供应了 80% 的项目规模。小订单项目数量较多, 2016 年-2017 年市场上 3 年以下的小订单占比 82%, 而到了 2019 年前三季度该比例提升至 95%, 给小公司创造了机会, 5 百万及以下小订单参与企业数量最多为 4531 家。

图表 13: 2016-2019 年前三季度环卫项目年限分布 (按项目数量)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

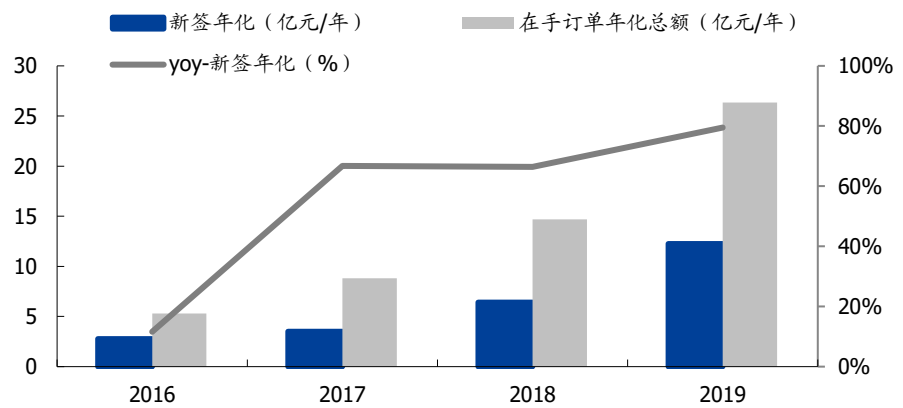
图表 14: 2016-2017 年环卫项目年限分布 (按项目数量)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

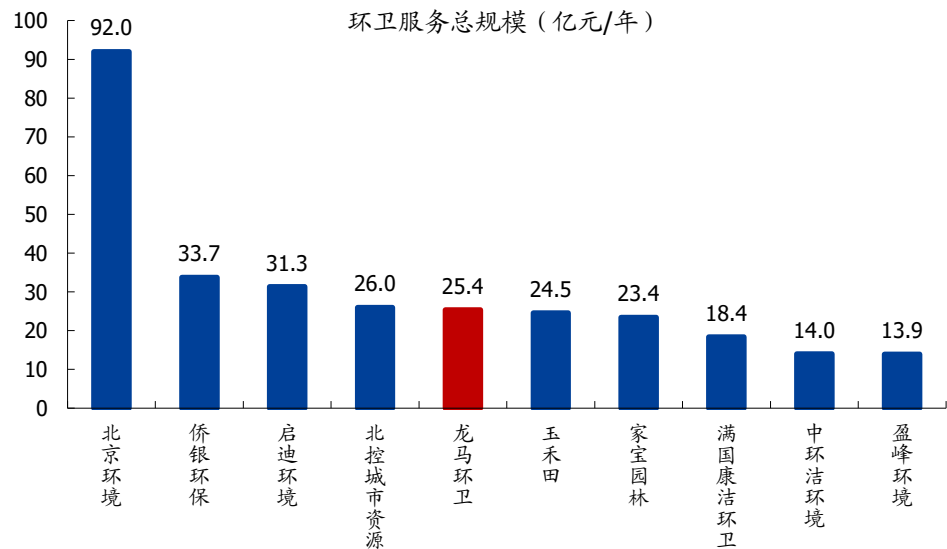
公司环卫服务订单高速增长, 2019 年中标合同总额全国第一。根据公司年报披露, 公司 2016-2019 年新签年化金额分别为 2.8/3.5/6.4/12.2 亿元, 对应增速分别为 11.6%/66.7%/66.4%/79.6%。截至 2019 年底公司在手订单年化总额达 26.4 亿元。根据“环境司南”统计数据显示: 公司中标 2019 年度开标的环卫服务项目合同总金额在全行业排名第一, 首年合同金额排名第二。截至 2019 年 10 月, 公司环卫服务总规模达到 25.4 亿元。

图表 15: 2016-2019 年新签年化总额 (亿元/年)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 16: 截至 2019 年 10 月公司环卫服务总规模情况 (亿元)



资料来源: E20, 国盛证券研究所

市场认可度高, 屡屡中标优质项目。公司超 60% 的订单年限集中在 5-8 年, 20% 订单为 8 年以上项目, 3 年及以下占比不到 20%。公司重点关注中长期项目, 对于初期为打入市场而签约的短周期项目, 项目到期后公司大多选择放弃续签。在 2019-2020Q1 期间, 根据环境司南的统计, 公司中标年化金额 1 亿以上的项目有 5 个, 其中 4 个为环卫一体化项目。

图表 17: 2019-2020Q1 新签年化金额 1 亿元以上项目详情

开标时间	地级市	项目名称	年化金额 (亿元/年)	运营期限 (年)	合同金额 (亿元)	具体服务内容
2020/3/1	重庆市	重庆万州城区清扫保洁市场化项目	1.1	5	5.6	(1) 清扫保洁 (2) 配置环卫设施设备; (3) 生活垃圾分类、收集、清运
2020/1/2	天津市	天津市北辰区建成区“环卫一体化”服务项目	1.9	3	5.8	(1) 清扫保洁 (2) 垃圾收集、运输 (3) 公厕运维、清融雪
2019/9/23	乐东县	乐东县黎族自治县环卫一体化项目	2.0	9	17.9	(1) 清扫保洁 (2) 垃圾收运、转运站运营管理 (3) 公厕运营管理
2019/6/24	三亚市	三亚市崖州区环卫一体化项目	1.0	9	8.9	(1) 清扫保洁 (2) 机械化清扫 (3) 垃圾分类、收集、运输 (4) 公厕运维
2019/4/25	莆田市	莆田市荔城区城乡环卫一体化购买社会服务项目	1.1	3	3.3	(1) 清扫保洁 (2) 垃圾转运 (3) 河道保洁 (4) 公厕管理

资料来源: 环境司南, 国盛证券研究所

海口环卫一体化 PPP 项目作标杆。公司 2015 年曾中标当时体量最大的环卫项目——海口龙华区环卫一体化 PPP 项目。该项目服务年化金额 2.3 亿, 初始投资 1 亿元, 带来机械化率从 20%到 90%的巨大提升。

2.4 装备业务打通市场关系, 新订单获取受益

客户资源优势突出。龙马环卫前端环卫装备市场份额位居中国前三, 多年来植根于环卫行业, 网点遍布全国, 通过营销网络和售后服务与环卫客户建立紧密联系, 能够及时获取客户需求等信息, 也提前打通了市场关系。

客户需求理解深入。政府采购往往涉及定制产品, 产品需符合本地实际情况。公司作为装备制造商, 在与客户交流的过程、产品设计的过程中也对当地的实际需求有了更深入的了解。

跨区域服务优势再利用。由于前端设备销售业务需要无缝隙、零距离、全天候地与环卫领域客户进行对接, 强化了公司跨区域运营的能力。由于环卫项目具有遍布空间范围广泛的特征, 这种跨区域服务能力在环卫服务中也至关重要。根据公司年报披露, 截至 2019 年底服务项目覆盖 17 省、60 个城市, 以点带面铺开。

图表 18: 公司优势

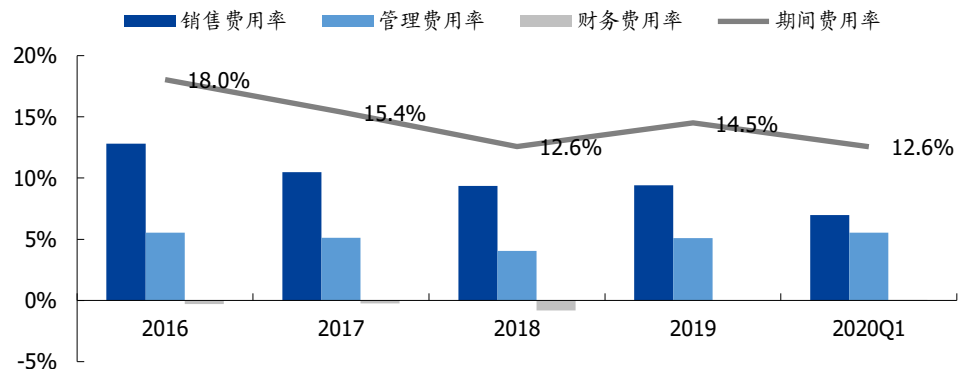


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.5 管理优异, 人均创收能力强

期间费用率总体下降。市政环卫属于政府购买, 在确定了收益率的前提下, 要做到盈利上限就需要倒推成本, 控制项目成本最小化。公司 2016-2020Q1 期间费用率从 18.0% 下降至 12.6%, 降幅较大, 主要由于销售费用率的下降。公司管理费用率较为稳定, 2019 年数据为 5.1%, 反映公司出色的项目管理能力。随着存量项目增多, 两项费用占比有望进一步降低。

图表 19: 2016-2020Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

充分利用基层管理经验。在环卫服务中, 车辆地路线调度、人员的清扫区分配是通常易被忽视的两大成本影响因素, 即使机械化程度已经很高, 离开了精细化管理, 也只会加大闲置和冗余。提高人/机协作的作业效率需要充分依靠基层管理经验。公司通过内部培养、装备管理人员迁移、外部引进等方式培养了一批成熟的项目经理, 并推行项目管理的标准化, 做到“优秀管理可复制”。

自研“智慧环卫”管理系统, 辅助管理。当前环卫市场上“智慧环卫”概念热度很高, 公司自研了系统, 并在项目运营中形成监控收集——分析——处理——统计——预测——规划的管理模式。当前该系统主要用于人员监督, 起辅助作用, 未来有望进一步挖掘价值。

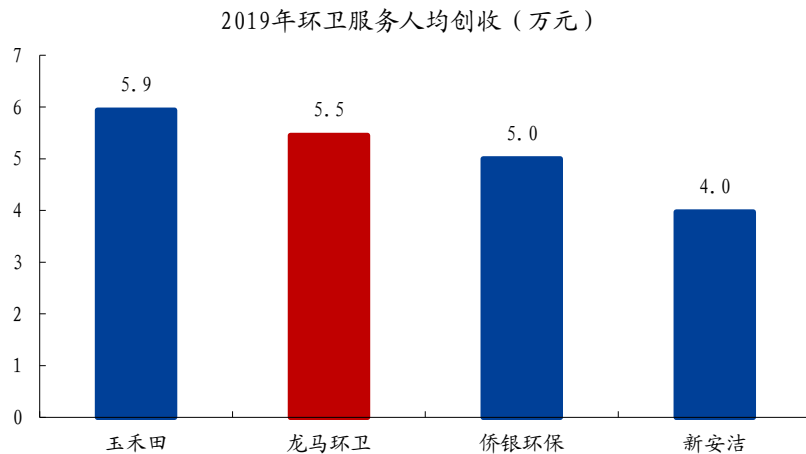
图表 20: 公司“智慧环卫”系统示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

人均创收数据表现突出。以环卫服务收入和人数计算, 公司 2019 年环卫服务人均创收 5.5 万元, 若按在履行的年化合同金额 26.4 亿元计算, 人均 8.0 万元, 表现较好, 也从侧面反映出公司作业效率更高。由于设备自产自用, 能根据实际情况挑选适合的产品, 并根据需要做调校更加方便。

图表 21: 公司人均创收情况 (万元)



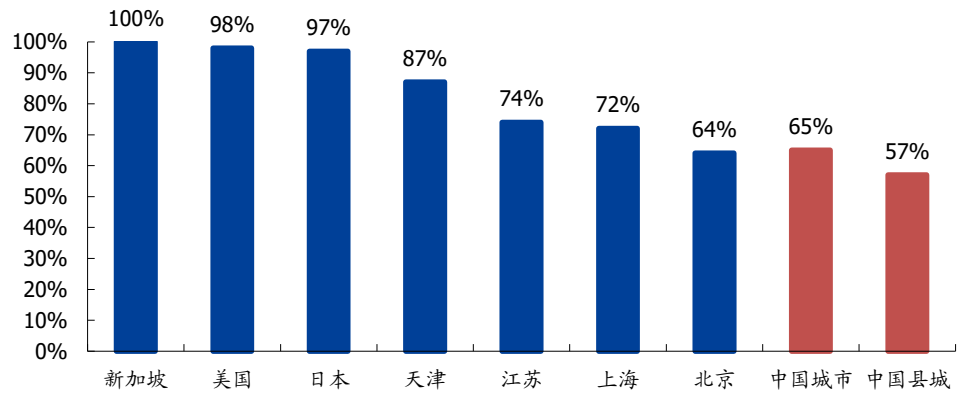
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、环卫装备—巩固上游优势, 优化结构促发展

3.1 环卫机械化升级空间大

机械化清扫率距离发达国家仍有差距。我国机械化清扫率距离发达国家仍有差距, 新加坡、美国、日本机械化清扫率接近 100%, 2017 年底我国城市/县城机械化分别为 65%/57%, 差距明显。

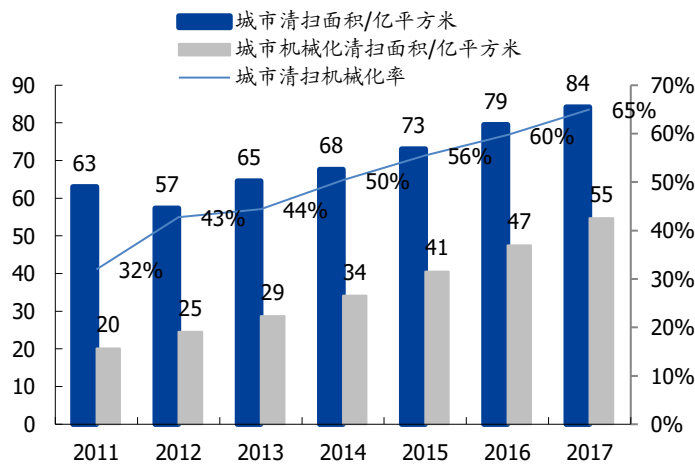
图表 22: 不同地区环卫机械化率比较 (%)



资料来源: 环境司南, 国盛证券研究所

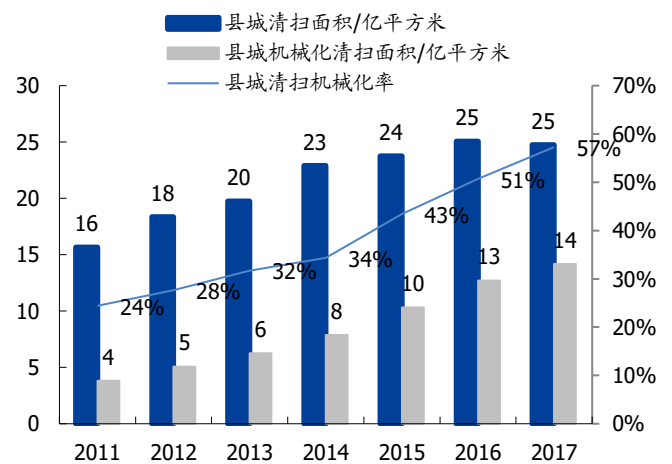
预计清扫机械化率未来 3 年仍高速提升。截至 2017 年底, 我国城市清扫面积 84 亿平方米, 其中机械化清扫面积 55 亿平方米, 机械化率 65%; 同期县城清扫面积 25 亿平方米, 机械化清扫面积 14 亿平方米, 机械化率 57%。随着老龄化以及清扫意愿的下降, 机械化替代人力清扫有望持续。

图表 23: 城市清扫机械化率



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

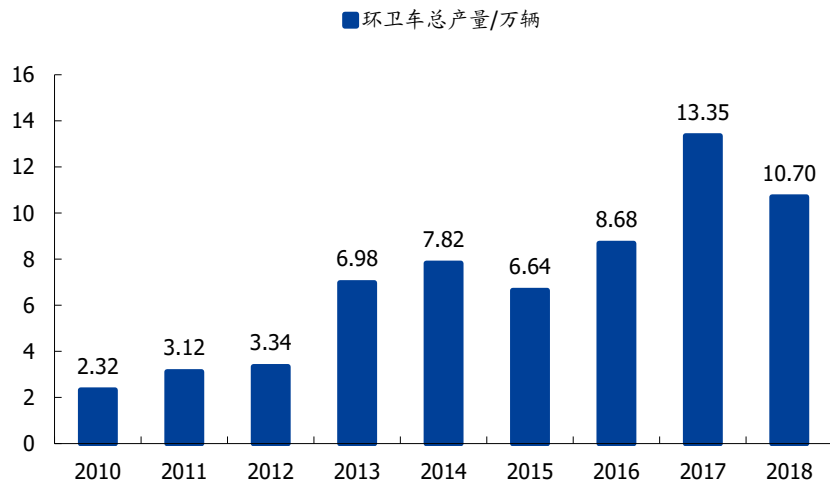
图表 24: 县城清扫机械化率



资料来源: 住建部, 国盛证券研究所

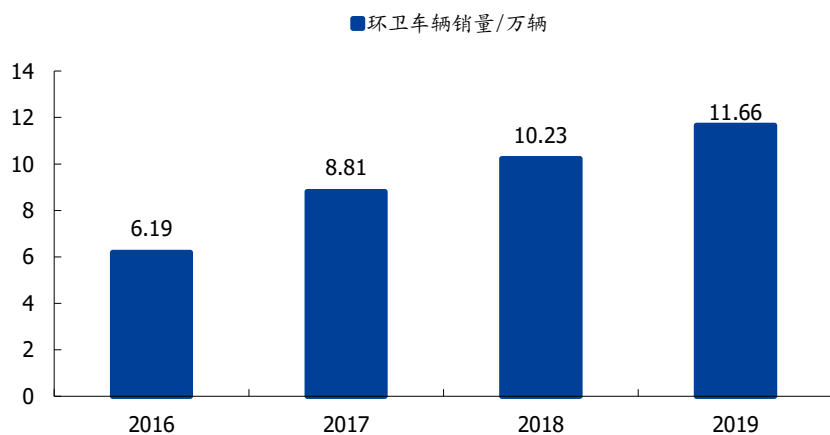
环卫装备行业销量保持高成长。根据中国汽车研究中心数据, 环卫车总产量 2010 至 2018 年复合增速为 21%。从产量看, 2017 年由于底盘标准提高, 年底抢装导致 2017 年产量提升, 2018 年同比下降。从销量看, 2019 年行业销量 11.7 万台, 同比增长 14.0%, 近三年复合增长率为 23.5%。

图表 25: 2010-2018 年中国环卫车总产量



资料来源: 中国汽车研究中心, 国盛证券研究所

图表 26: 2016-2019 年环卫车销量



资料来源: 中国汽车研究中心, 国盛证券研究所

对环卫机械化设备市场空间进行测算。市场分成增量与存量替换两大类,并细分为城市、县城、乡镇三个应用场景。增量市场的测算由于涉及道路清扫面积和垃圾清运量两个维度的基数,故进一步加以区分。

增量市场的测算,作出假设如下:

- (1) 城市、县城道路清扫面积增速设为 3%; 乡镇建设潜力更大,该值设为 5%;
- (2) 单位面积清扫车特指单位机械化清扫面积内的车辆数量,可反映机械化设备的作业效率,也可反映机械化作业的集中度。假设年鉴中的环卫车数量有一半是清扫车,结合 5 年历史数据发现该比值较为稳定,城市选取平均值 0.21 万辆/亿平米;同理,县城为 0.16 万辆/亿平米(城市数据更大,我们认为这是由于城市高密度,作业集中度低);

图表 27: 城市、县城“单位面积清扫车”数据

	年份	环卫车总数 (万辆)	道路清扫面积 (亿平米)	机械化率	机械化清扫面积 (亿平米)	单位面积清扫车 (万辆/亿平米)
城市	2014	14.14	70.47	50%	35.23	0.20
	2015	16.57	73.00	56%	40.88	0.20
	2016	19.39	76.49	60%	45.89	0.21
	2017	22.80	79.57	65%	51.72	0.22
	2018	25.25	86.45	69%	59.52	0.21
				近五年平均值		0.21
县城	2014	3.89	24.08	50%	12.04	0.16
	2015	4.27	24.95	56%	13.97	0.15
	2016	4.63	25.35	60%	15.21	0.15
	2017	5.46	26.84	65%	17.45	0.16
	2018	6.14	27.82	69%	19.15	0.16
				近五年平均值		0.16

资料来源: 中国城乡建设统计年鉴, 国盛证券研究所

- (3) 乡镇机械化率数据缺失, 故以近 5 年道路面积、环卫车数量数据做预测, 设年均增加 0.02 万辆/亿平米 (环卫车均为清扫车);
- (4) 城市、县城垃圾清运量增速设为 3%, 乡镇无该值;
- (5) 城市、县城单位作业转运车数据取 2018 年垃圾清运量、转运车数量的比值, 同样假设转运车数量为环卫车总数的一半。

图表 28: 城市、县城“单位作业转运车”数据

	年份	环卫车总数 (万辆)	垃圾清运量 (亿吨)	单位作业转运车 (万辆/亿吨)
城市	2018	25.25	2.28	5.54
县城	2018	6.14	0.67	4.61

资料来源: 中国城乡建设统计年鉴, 国盛证券研究所

存量替换市场的测算, 作出假设如下:

- (1) 设环卫车辆平均折旧年限为 8 年, 即 2020 年替换 2012 年存量, 以此类推
- (2) 存量以一定比例替换, 城市购置的设备通常更优, 替换率设为 70%; 县城次之, 设为 75%; 农村设为 80%

环卫机械化设备存量替换空间巨大。随着城市扩张进程的放缓, 虽然环卫机械化升级的进程持续推进, 但增量空间相对而言较为有限, 我们预计 2020-2025 年新增环卫车总量分别为 2.2/4.4/4.7/5.0/5.4/5.8 万辆。而由于 2012-2017 年间机械化率经历了从 30% 左右到 70% 左右的快速增长, 在 8 年折旧期到期后将有望迎来一波替换浪潮, 我们预计 2020-2025 年存量替换的环卫车总量分别为 20.3/22.2/24.2/26.7/29.1/31.9 万辆, 数量可观。

图表 29: 环卫设备市场空间测算 (增量+存量替换)

环卫设备增量空间								
		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	假设
城市	清扫保洁							
	道路清扫面积 (亿平方米)	90.63	93.35	96.15	99.03	102.00	105.06	yoy为3%
	机械化率	72%	74%	76%	78%	80%	82%	
	机械化清扫面积 (亿平方米)	65.25	69.08	73.07	77.25	81.60	86.15	
	单位面积清扫车 (万辆/亿平方米)	0.21						(1) 选用近5年机械化清扫面积、环卫车数量数据, 计算平均值; (2) 清扫车与转运车比例为1: 1
	清扫车需求 (万辆)	13.70	14.51	15.35	16.22	17.14	18.09	
	垃圾转运							
	垃圾清运量 (亿吨)	2.42	2.49	2.57	2.64	2.72	2.80	yoy为3%
	单位作业转运车 (万辆/亿吨)	5.54						(1) 选用2018年垃圾清运量、环卫车数量数据计算; (2) 清扫车与转运车比例为1: 1
	转运车需求 (万辆)	13.40	13.80	14.22	14.64	15.08	15.54	
县城	清扫保洁							
	道路清扫面积 (亿平方米)	29.51	30.40	31.31	32.25	33.22	34.22	yoy为3%
	机械化率	68%	70%	72%	74%	76%	78%	
	机械化清扫面积 (亿平方米)	20.07	21.28	22.54	23.87	25.25	26.69	
	单位面积清扫车 (万辆/亿平方米)	0.16						同上
	清扫车需求 (万辆)	3.21	3.40	3.61	3.82	4.04	4.27	
	垃圾转运							
	垃圾清运量 (亿吨)	0.71	0.73	0.75	0.77	0.80	0.82	yoy为3%
	单位作业转运车 (万辆/亿吨)	4.61						同上
	转运车需求 (万辆)	3.26	3.35	3.46	3.56	3.67	3.78	
乡镇	清扫保洁							
	道路面积 (亿平方米)	99.78	104.77	110.01	115.51	121.28	127.35	yoy为5%
	单位面积清扫车 (万辆/亿平方米)	0.16	0.18	0.20	0.22	0.24	0.26	(1) 根据近5年道路面积、环卫车数量数据预测; (2) 全部为清扫车
	清扫车需求 (万辆)	15.96	18.86	22.00	25.41	29.11	33.11	
小计	清扫车需求 (万辆)	32.88	36.77	40.95	45.45	50.28	55.47	
	转运车需求 (万辆)	16.66	17.16	17.67	18.20	18.75	19.31	
合计	总需求 (万辆)	49.54	53.93	58.63	63.66	69.03	74.78	
	新增总量 (万辆)	2.18	4.39	4.70	5.03	5.38	5.75	
环卫设备存量替换空间								
		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	假设
	替代年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	折旧年限为8年
城市	替换率	70%						随产品技术提升, 单车效率提升, 故以一定折扣替换
	替换量 (万辆)	7.85	8.86	9.90	11.60	13.58	15.96	
县城	替换率	75%						
	替换量 (万辆)	2.63	2.92	3.20	3.47	4.09	4.61	
乡镇	替换率	80%						乡镇设备以中低端为主, 替换率更大
	替换量 (万辆)	9.81	10.38	11.13	11.60	11.41	11.36	
合计	替换总量 (万辆)	20.29	22.15	24.23	26.67	29.08	31.93	
环卫设备总市场空间								
总计	总量 (万辆)	22.47	26.54	28.93	31.70	34.46	37.68	

资料来源: 中国城乡建设统计年鉴, 国盛证券研究所

3.2 政策驱动, 新能源产品占比提升

低端产品价格战，高端产品需求增加。中国的环卫装备有20年的历史。价格战主要存在于低端的洒水车，扫地车。未来行业的发展，装备要改造升级，一方面是智能化，另一方面是系统解决方案。而随着城市考核对装备提出更高要求，行业作业标准、考核标准趋严，高端产品受益。

政策驱动，新能源装备比例将上升。将近些年涉及新能源环卫车的政策分成规划类和补贴类这两类来看。国家层面发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出加快推进城市建成区新增和更新的环卫等六类车辆使用新能源或清洁能源汽车，重点区域使用比例达到80%。各地方政府也陆续发布相关政策，可以划分为三个梯队：长三角地区的上海、浙江、安徽以及天津市在规划中明确给出80%的高比例，属第一梯队；海南省2025目标为60%的比例，属第二梯队；黑龙江、陕西、内蒙等地规划年份稍早，目标为30%的比例，属第三梯队。

图表 30: 新能源环卫车政策梳理

年份	政策级别	政策	相关内容
规划类政策			
2018	国家政策	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	加快推进城市建成区新增和更新的环卫等六类车辆使用新能源或清洁能源汽车，重点区域使用比例达到80%
2018		《上海市清洁空气行动计划（2018年—2022年）》	新增、更新环卫车中新能源和清洁能源车比例不低于80%； 2022年行业新增车辆力争全面实现电动化
2020	地方政策 (一梯队)	《浙江省促进汽车消费的若干意见（2020-2022年）》	2020年底前，城市建成区环卫等领域车辆使用新能源或清洁能源汽车比例达80%以上
2018		《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》	加快推进城市建成区新增和更新的环卫等车辆使用新能源或清洁能源汽车，使用比例达到80%
2020		《天津市2020年新能源汽车推广应用工作要点》	到年底建成区范围内新增和更新新能源和清洁能源环卫车占比不低于80%
2019	地方政策 (二梯队)	《海南省清洁能源汽车发展规划》	自《规划》发布起，城市环卫车新增和更换使用新能源汽车比例不低于50%，力争2025年总体清洁能源化比例不低于60%
2016		《黑龙江省人民政府办公厅关于加快新能源汽车推广应用的实施意见》	2017年起，环卫等车辆采购中，新能源汽车比例不低于当年配备更新车辆总量的30%
2016	地方政策 (三梯队)	《关于进一步加快陕西省新能源汽车推广应用的实施意见》	专用车领域（环卫等）新增或更新车辆中新能源汽车比例不低于30%。
2017		《关于加快新能源汽车推广应用的实施意见》	2016年，呼和浩特市、包头市环卫等领域新增或更新的车辆中，新能源汽车占比应不低于30%
补贴类政策			
2015	国家政策	《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	纯电动、插电式混合动力专用车推广应用补助：每千瓦时补贴1800元
2015		《关于购买纯电动专用车有关财政政策》（北京）	环卫纯电动专用车按中央标准1:1确定
2017	地方政策	《福建省新能源汽车产业发展规划（2017-2020年）》	扶持电动环卫车发展； 龙马环卫到2020年新能源环卫车产销规模达到1000辆以上
2019		《关于加强推进新能源环卫车配置工作的通知》（上海）	优先采购新能源环卫车； 加强充电配套设施建设；

资料来源：中国政府网等，国盛证券研究所

新能源环卫车采购量增长明显，盈利空间大。2019年新能源产品需求量同比增长148.75%。新能源产品在环卫产品市场比重有所增长，占比3.42%，同比上升约2%。由于新能源设备本身具有技术含量高、单价高、毛利高的“三高”特点，随着销量的增速扩大，未来盈利空间巨大；同时，技术门槛的存在会使综合实力强大的龙头企业分得更大的市场。

对新能源环卫车市场空间进行测算。参考国家及部分省市提出的新能源升级目标，我们认为未来几年新能源升级将主要集中在城市建成区。城市环卫车的总需求来源于新增清扫车需求（由于清扫面积增大、机械化率提高）、新增转运车需求（由于垃圾清运量增加）和旧车报废后的替换需求之和。当前三个梯队的城市新能源替换目标比例在30%-80%区间内，考虑到当前市场的实际情况，我们假设2020年平均替代比例为20%，逐年上升5%。以53万元/辆的均价测算，2020-2025年市场规模将分别达到95.4/133.4/177.3/239.4/316.5/414.3亿元。

图表 31: 新能源环卫车市场空间测算

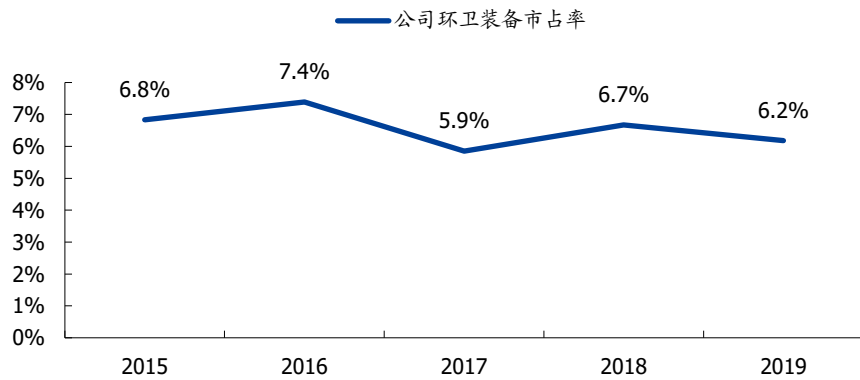
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	假设
城市-新增清扫车 (万辆)	0.77	0.80	0.84	0.88	0.92	0.96	从当前政策分析，未来数年新能源升级集中于城市建成区
城市-新增转运车 (万辆)	0.38	0.40	0.41	0.43	0.44	0.45	
城市-环卫车替换量 (万辆)	7.85	8.86	9.90	11.60	13.58	15.96	
城市-环卫车总需求 (万辆)	9.00	10.06	11.15	12.90	14.93	17.37	
新能源替代比例	20%	25%	30%	35%	40%	45%	
新能源设备需求 (万辆)	1.80	2.52	3.35	4.52	5.97	7.82	
平均单价(万元/辆)	53.00						以龙马环卫公司年销量和收入数据测算
新能源装备市场规模 (亿元)	95.42	133.35	177.34	239.36	316.52	414.26	

资料来源：中国城乡建设统计年鉴，公司年报，国盛证券研究所

3.3 强研发、多品类、市场网络广覆盖

龙马环卫市占率稳定，高端产品占比高，受价格战影响小。2016-2019年，公司市占率分别为7.4%/5.9%/6.7%/6.2%，稳定于行业前三，2017年市占率下降主要是由于下半年行业抢装影响。公司在环卫装备领域深耕多年，技术沉淀深厚，品牌美誉度高，产品种类丰富，市场渠道广泛，在机械化提升的大背景下，公司市占率有望提升。公司中高端产品的市场占有率约为12.6%，高端产品受价格战影响较小。

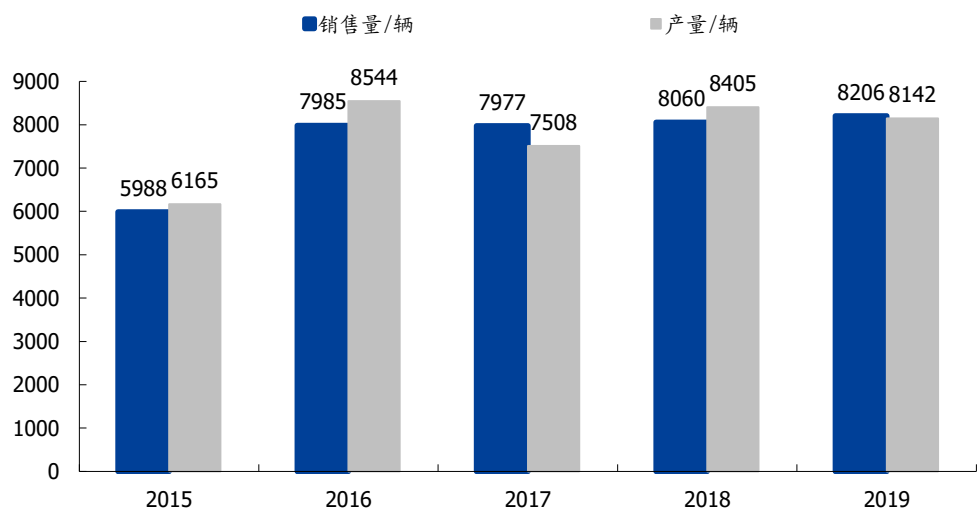
图表 32: 公司环卫装备市占率 (%)



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

2019 年公司销量小幅增长, 后续增长可期。公司 2 大类共 27 个系列的环卫装备, 2015-2019 年总产量分别为 6165/8544/7508/8405/8142 辆, 销量分别为 5988/7985/7977/8060/8206 辆, 2019 年销量小幅增长。凭借公司高研发、多品类以及广阔的市场网络, 后续销量有望持续增长。

图表 33: 2015-2019 年公司环卫车产销数据



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

客户结构优化, 政府采购占比提升。政府在 2019 年积极调整客户结构, 政府采购占比已从 2018 年的不足 50% 提升至 2020Q1 的 55%。政府客户相比企业对定制化产品的需求更高, 毛利空间更大; 同时, 政府客户的账期更短。

环卫装备属于多品种, 少批量的行业, 研发、资源整合、市场网络三点比较重要。公司作为环卫装备领域的领导者, 在行业内拥有前沿的核心技术, 最为完善的环保装备产品线。

- ✓ **研发领先:** 公司在环卫清洁及垃圾收转装备的研发和技术创新方面取得了显著成效, 截至 2019 年 12 月 31 日, 公司共有 272 项已授权专利, 其中发明 25 项、实用新型 238 项、外观 9 项, 2019 年研发费用 5220 万元。
- ✓ **产品种类丰富:** 公司自 2019 年起将新能源及清洁能源环卫装备与环卫清洁装备、

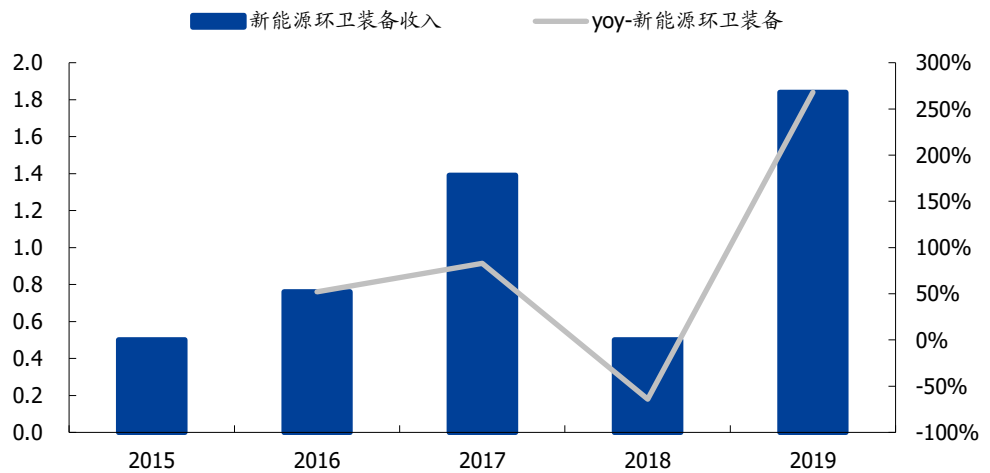
垃圾收转装备再做整合，目前拥有 2 大类共 27 个系列的 388 款车型，其中涉新能源产品 77 款。产品齐全，满足客户各方面环卫需求。

- ✓ **市场地位及品牌优势。** 凭借产品质量及性能、技术水平、客户服务等方面的综合优势，在行业内获得了较高的品牌知名度和美誉度，“福龙马”商标被认定为中国驰名商标。2011-2019 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 9 年均名列前 3 位，2019 年中高端产品市场占有率 12.6%。

3.4 迎合未来需求，推高毛利的新能源产品

推广高毛利的清洁能源装备，瞄准高端市场。考虑补贴因素，新能源产品的毛利率能达到 35%-40%。在新能源环卫车推广的初级阶段，公司目前销量占比还不到 20%，但已远超行业平均值 3.62%，且 2019 年收入 1.84 亿元，同比增长 266.38%，增速显著。2020Q1 公司新能源环卫车销量占比约 10%，全年数据有望进一步提升。除此之外，公司也在与新能源车企如比亚迪展开积极的合作，以期获得更优的产品力。

图表 34: 新能源产品收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

超一线城市新能源升级需求充沛，市场潜力大。目前环卫项目分为两类：（1）以区县为单位的一体化大项目；（2）以街道为单位（依行政区域拆分）或以项目为单位（依服务内容拆分）的中小项目。以深圳为代表的超一线城市，本身服务面积不大，但服务要求高，具体就体现在新能源设备要求以及高密度作业要求。

4、盈利预测

环卫装备、环卫服务带动营收高增长。2020-2022 年，我们预计总收入分别为 55.1/70.4/88.6 亿元。其中，环卫清洁装备预计收入为 14.7/15.1/15.6 亿元，年维持接近 3.0% 的增速；垃圾收转装备预计收入为 11.0/13.0/15.4 亿元，增速分别为 20.0%/18.0%/18.0%。环卫产业服务预计收入为 28.4/41.2/56.6 亿元，增速分别为 58.9%/45.1%/37.3%。我们预计，2020 年之后公司环卫服务收入占比将超过 50%，2022 年预计达到 63.9%。

图表 35: 营业收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 /亿元	22.2	30.9	34.4	42.3	55.1	70.4	88.6
yoy/%		28.5%	-4.1%	-4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
环卫清洁装备/亿元	12.1	15.5	14.9	14.3	14.7	15.1	15.6
yoy/%		28.5%	-4.1%	-4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
环卫产业服务/亿元	2.9	6.1	10.4	17.9	28.4	41.2	56.6
yoy/%		109.4%	70.5%	71.5%	58.9%	45.1%	37.3%
垃圾收转装备/亿元	5.9	7.0	8.0	9.2	11.0	13.0	15.4
yoy/%		18.8%	14.0%	15.2%	20.0%	18.0%	18.0%
新能源环卫装备/亿元	0.8	1.4	0.5				
yoy/%		0.0%	-60.0%				
其他业务 / 亿元	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
yoy/%					5.0%	5.0%	5.0%
其他主营业务/亿元	0.0	0.4	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6
yoy/%		0.0%	-35.4%	124.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率预测: 我们预计 2020-2022 年, 环卫清洁装备毛利率稳定在 29.0%, 垃圾收转装备毛利率分别为 33.0%/33.4%/33.6%。环卫服务毛利率持续提升, 分别为 21.0%/21.5%/22.0%。由于环卫服务的营收占比提升, 综合毛利率会略有下降, 我们预计 2020-2022 年分别为 25.5%/25.3%/25.2%。

图表 36: 毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利率(%)	30.9	26.9	24.7	25.7	25.5	25.3	25.2
环卫产业服务	25.8	18.9	17.7	20.1	21.0	21.5	22.0
环卫清洁装备	31.1	28.0	26.8	29.1	29.0	29.0	29.0
垃圾收转装备	34.9	32.6	29.7	32.2	33.0	33.4	33.6
新能源环卫装备	23.2	29.1	27.1				
其他业务	23.5	18.1	27.8				
其他主营业务	15.1	6.1	21.7	16.7	17.0	17.0	17.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

相较环卫可比公司, 龙马环卫估值具备优势。 选取主营业务为环卫服务的玉禾田、侨银环保及环卫装备的盈峰环境作为可比公司进行比较, 2020-2022 行业平均 PE 估值分别为 28.7X/21.8X/17.0X。从环卫业务角度看, 龙马环卫估值优势明显。

图表 37: 可比公司估值

PE 估值	2019	2020E	2021E	2022E
龙马环卫	36.08	24.24	19.32	15.34
盈峰环境	14.30	16.75	14.06	12.13
玉禾田	55.23	32.71	26.83	20.76
侨银环保	74.27	41.08	27.04	19.60

资料来源: 盈峰环境参考 wind 一致预测、国盛证券研究所

盈利预测: 在机械化率提升的大背景下, 公司环卫装备销售有望改善。同时环卫市场化不断释放运营服务订单, 公司产业链下移, 优势明显。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 402/505/636 亿元, 对应 EPS 分别为 0.97/1.21/1.53 元, 对应 PE 分别为 24.2X/19.3X/15.3X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

1、环卫装备竞争加剧, 公司市场份额下滑

而环卫市场化的不断深入, 使得公司企业端用户增多, 企业客户对价格敏感度较高, 低价装备厂商受益, 公司装备市场份额有下滑风险。

2、环卫服务市场拓展不及预期

各地环卫服务市场快速释放, 传统环卫企业、地方环卫集团、环卫装备公司快速进入该市场, 全国环卫公司超过 5000 家, 在激烈的招投标竞争中, 公司 2019 年一季度订单喜人, 之后环卫订单有待观察。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com