

聚焦环卫，迎风飞翔

投资要点

- **环卫装备业务绝对龙头，良性高增长，享受行业集中度持续提升。**公司以风机业务起家，自2015年起转型布局环保行业，先后布局环境监测、环卫装备等业务。2018年公司完成对中联环卫的收购，成为环卫装备绝对龙头。2017-2019年公司实现环卫装备营业收入59.6亿元、73.9亿元和70.3亿元。2019年公司实现环卫装备销售约70.3亿元，连续19年处于国内行业销售额第一的位置，环卫装备销量约2万台，其中新能源汽车1100台，市占率达到29%，同比增长5倍。2017-2019年装备业务毛利率分别为28.14%、30.67%和32.18%，毛利率自2017年起持续抬升，装备业务呈现高质量发展。环卫装备业务呈现持续稳健增长，公司作为装备龙头，有望持续受益于行业稳健发展及集中度提升。
- **环卫服务业务乘风破浪，高订单助力高增长。**公司自环卫装备业务延伸切入环卫服务业务，2017-2019年，公司新增的环卫服务合同总金额分别55.6亿元、87.1亿元、97.2亿元，新增的年化服务金额分别为3.1亿元、4.3亿元、8.6亿元，环卫服务年化收入增长率分别454.5%、40.7%、99.3%。根据环卫司南的统计，2019年公司共计中标30个环卫服务项目，当年新签约项目的年化合同额为8.6亿元，新增年化环卫服务合同国内排名第4，规模和增长均处于行业领先。2020年5月中标深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目，总金额约78亿为国内目前最大环卫PPP项目。2020年上半年中标总金额103亿元，成为全国第一。优质丰富的大订单将助力环卫服务业务高速增长。
- **环卫服务行业高速增长，市场化及机械化率提升。**根据国家统计局公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数量及等级公路长度，测算2019年环卫服务市场规模总量约2400亿元，2020年我国环卫运营市场规模超2500亿元，2024年环卫运营市场超3400亿元。目前，我国环卫市场化率为40%，约为美国的一半，呈现持续提升的趋势。我国城市道路机械化清扫率已从2012年的40%提高到2017年的65%，发达国家城市环卫机械化率可达80%，与之相比，我国环卫产业机械化水平仍有较大发展空间。未来环卫服务市场化率机械化率均有望持续高增长。
- **盈利预测与投资建议。**公司经营持续改善叠加环卫装备及服务业务高速增长，未来三年业绩复合增长率超过15%，估值水平显著优于行业。我们给予公司2021年20倍PE，目标价12元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧毛利率变化风险，业务推进低于预期风险，政策风险等。

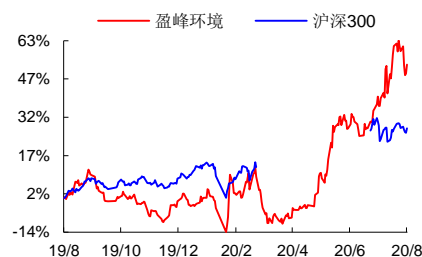
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12695.86	14351.06	16418.81	18645.90
增长率	-2.67%	13.04%	14.41%	13.56%
归属母公司净利润(百万元)	1361.45	1612.60	1923.35	2255.16
增长率	46.62%	18.45%	19.27%	17.25%
每股收益EPS(元)	0.43	0.51	0.61	0.71
净资产收益率ROE	8.83%	9.71%	10.69%	11.50%
PE	22	19	16	13
PB	1.93	1.80	1.66	1.52

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.63
流通A股(亿股)	11.46
52周内股价区间(元)	5.51-10.22
总市值(亿元)	304.29
总资产(亿元)	254.93
每股净资产(元)	4.98

相关研究

目 录

1 公司概况：聚焦环卫业务，扬帆起航.....	1
2 经营业绩：经营业绩良好，提质增效现金流改善.....	2
3 业务结构重整，聚焦智慧环卫.....	5
4 环卫装备及环卫服务业务快速增长，并驾齐驱.....	6
4.1 环卫行业高速增长，市场化及机械化水平不断提升.....	6
4.2 环卫装备绝对龙头，智慧环卫持续领先.....	8
4.3 新增环卫服务业务，连获优质大单拉动高速增长.....	10
5 盈利预测及估值.....	13
6 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司营业收入情况 (亿元)	2
图 4: 公司归母净利润情况 (亿元)	2
图 5: 公司经营性现金流情况 (亿元)	3
图 6: 公司费用率情况.....	3
图 7: 公司各项毛利占比情况.....	3
图 8: 公司各项业务毛利率情况.....	3
图 9: 公司 ROE 情况.....	4
图 10: 公司资产负债率同行比较.....	4
图 11: 公司主营业务情况 (亿元)	4
图 12: 2019 年公司主营业务营收占比 (%)	4
图 13: 公司将建立起统一的智慧环卫综合配置中心	6
图 14: 我国城镇化率情况.....	7
图 15: 我国城市道路清扫面积和垃圾清运量情况 (亿平方米, 亿吨)	7
图 16: 公司环卫装备产品.....	9
图 17: 公司环卫装备产销情况 (万台)	9
图 18: 公司环卫装备营业收入和利润情况 (亿元)	9
图 19: 公司环卫装备毛利率情况.....	9
图 20: 国内环卫装备销量情况 (万台)	9
图 21: 2019 年 1-8 批《新能源专用车推荐目录》中环卫车 (款)	9
图 22: 公司环卫装备产品市场占有情况.....	10
图 23: 公司环卫装备销售量前十省份 (台)	10
图 24: 2019 年主流环卫公司新签合同总额和市占率情况 (亿元, %)	11
图 25: 公司环卫服务新签合同总额和年化服务金额 (亿元)	11
图 26: 公司环卫服务合同情况 (亿元)	11
图 27: 公司环卫服务业务区域分布.....	11

表 目 录

表 1: 公司前 10 的股东 (截至 2020 年一季度末)	1
表 2: 中联环境业绩承诺完成情况 (亿元)	5
表 3: 已经剥离和正在剥离子公司概况.....	5
表 4: 国家有关产业政策.....	6
表 5: 环卫行业发展情况.....	7
表 6: 2019 年以来公司中标项目 (不完全统计)	12
表 7: 标准化服务单价明显优于传统环卫服务.....	12
表 8: 分业务收入及毛利率.....	13
表 9: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 公司概况：聚焦环卫业务，扬帆起航

公司是国内领先的“智慧环卫”投资及运营平台，秉承“让世界更清洁，让未来更美好”的企业愿景，立足于环境管理对服务的新要求，经过创新发展，形成具有自身特色的“智能装备、智云平台、智慧服务”一体化的智慧环卫体系。目前，公司主营业务为智慧环卫、环境监测及固废处理等其他业务。2019年，公司环卫装备业务国内行业销售额第一，环卫服务业务新增年化环卫服务合同国内市场第四。

公司2000年在深交所上市，于2015-2018年有序布局环境监测领域、垃圾焚烧领域、水处理及生态修复领域。2018年通过收购中联环境100%股权进军环卫领域，2019年，公司对非环保业务进行剥离或分拆上市，优化业务结构，2020年起，智慧环卫服务将作为公司的战略核心业务，公司将继续加大资源投放，未来5年力争行业数一数二。

图1：公司发展历程



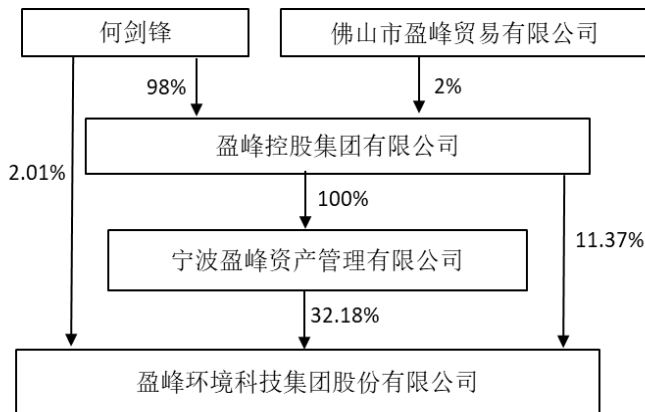
数据来源：公司官网，西南证券整理

截止到2020年一季报，公司的控股股东为宁波盈峰资产管理有限公司，持有公司32.18%的股份。实际控制人为何剑锋，直接持有公司2.01%的股份，并通过盈峰控股、宁波盈峰资产间接持有公司43.55%的股份，合计持有公司45.56%的股份。

表1：公司前10的股东（截至2020年一季度末）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
宁波盈峰资产管理有限公司	1017997382	32.18
中联重科股份有限公司	399214659	12.62
盈峰控股集团有限公司	359609756	11.37
弘创(深圳)投资中心(有限合伙)	310423813	9.81
上海君和立成投资管理中心(有限合伙)-上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)	68830113	2.18
何剑锋	63514690	2.01
Zara Green Hong Kong Limited	54778335	1.73
广东粤财信托有限公司-粤财信托·腾鑫1号证券投资集合资金信托计划	49397393	1.56
广东恒健资本管理有限公司	48786103	1.54
宁波绰易贸易有限公司	45509430	1.44

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司股权结构


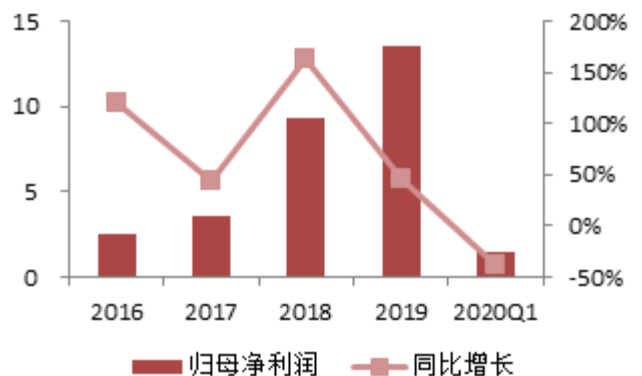
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 经营业绩：经营业绩良好，提质增效现金流改善

公司业绩良好稳健。2017-2019 年分别实现营收 49、130.5、127 亿元，实现归母净利润 3.5、9.3、13.6 亿元。2018 年公司营收和归母利润大幅上升的主要原因是以 152.5 亿完成了对中联环境 100% 的股权收购，中联环境纳入公司的财务报表合并范围所致。2019 年公司营收和归母利润同比略有下滑，主要是由于环卫装备业务收入同比下滑 4.8%。2020 年一季度，公司实现营收 22 亿，同比下降 19.9%，实现归母净利润 1.4 亿，同比下降 39.3%，营收和归母净利润双下降主要系受疫情影响所致。

图 3：公司营业收入情况（亿元）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

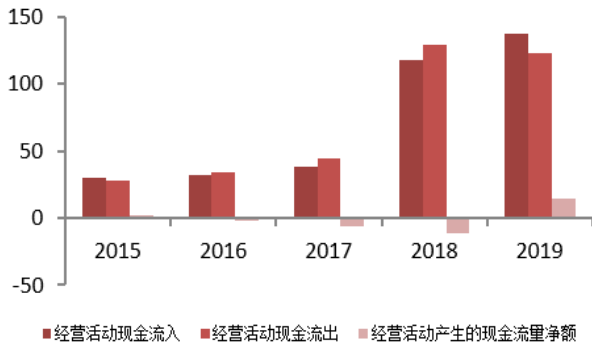
图 4：公司归母净利润情况（亿元）


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

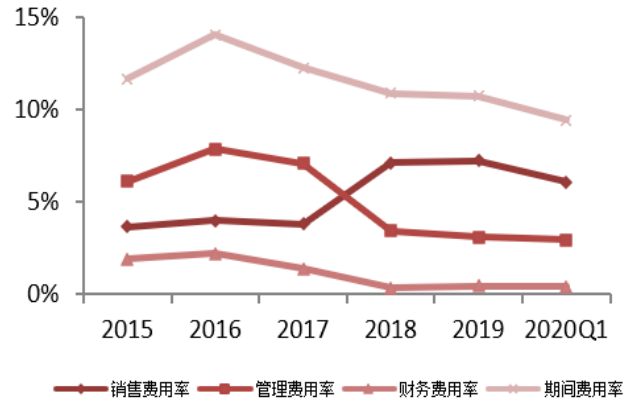
提质增效，经营性现金流大幅提升。截至 2019 年末，公司经营性现金流净额 14.9 亿元，对比去年同期的经营现金流净额-11.5 亿元，同比大幅改善。经营性现金流净额转正，主要系加大贷款回笼力度，加快运营周转效率，促进经营现金流入增加。

费用管控良好，期间费用保持平稳。公司 2017-2019 年的期间费用率分别为 12.3%、10.9%、10.7%，期间费用率保持在行业较低水平略有下降，显示出公司费用管理水平的提升。2019 年，从期间费用构成上看，占比最大的是销售费用，主要系中联环境全年纳入合

并范围,而上年同期仅将中联环境 2017 年 7-12 月纳入合并范围影响所致。财务费用在 2019 年有小幅提升,系手续费和贴现费用增加影响所致,总体费用率管控良好。

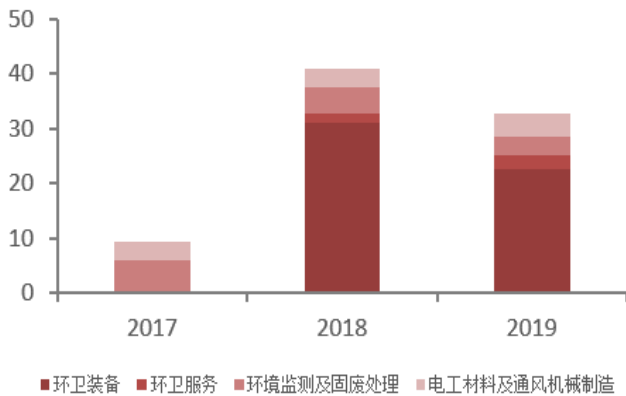
图 5: 公司经营现金流情况 (亿元)


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

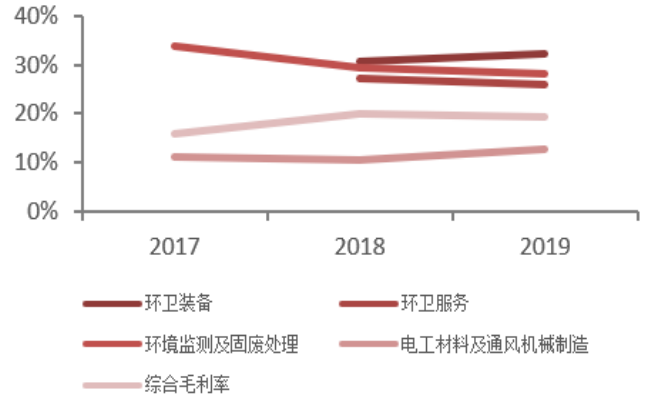
图 6: 公司费用率情况


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

综合毛利率有所提升。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 15.8%、20%和 19.3%，显示出一定提升。2018-2019 年公司环卫装备业务毛利率分别为 30.7%和 32.2%，环卫服务业务毛利率分别为 27.3%和 25.9%，都高于同期公司综合毛利率，聚焦环卫业务将拉动公司盈利提升。环境监测及固废处理的毛利率近三年毛利率分别为 33.9%和 29.4%和 28.2%，呈现一定下降，主要系环境监测行业近两年的不景气，公司业务受到相关影响，收益和毛利率持续下降。由于电工材料和通风机机械制造技术含量和附加值降低，致使业务盈利能力有限，因此毛利率一直处于低位，近三年分别为 11.1%、10.4%和 12.6%，拉低了公司综合毛利率。

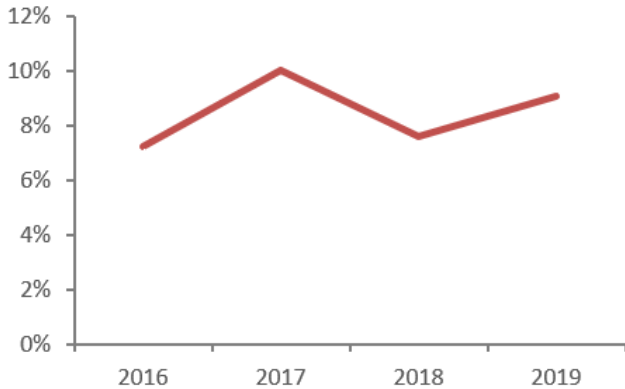
图 7: 公司各项毛利占比情况


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

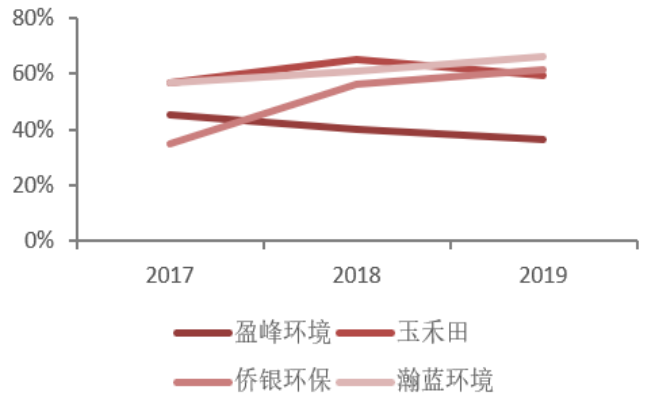
图 8: 公司各项业务毛利率情况


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

公司资产结构良好, 盈利能力提升。2019 年公司 ROE 为 9.1%, 较 2018 年提升 1.4 个百分点。受公司于 2019 年 1 月 2 日发行股份购买资产影响, 2019 年公司资产负债率为 36.6%, 较 2017 年高点减少 8.8 个百分点, 相比同行业上市公司的玉禾田、侨银环保和瀚蓝环境的资产负债率, 公司保持较低水平。

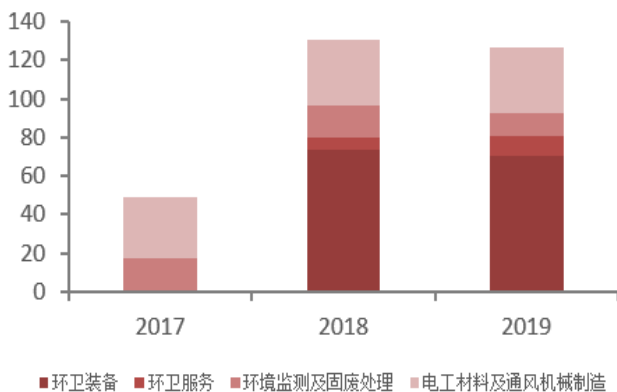
图 9: 公司 ROE 情况


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

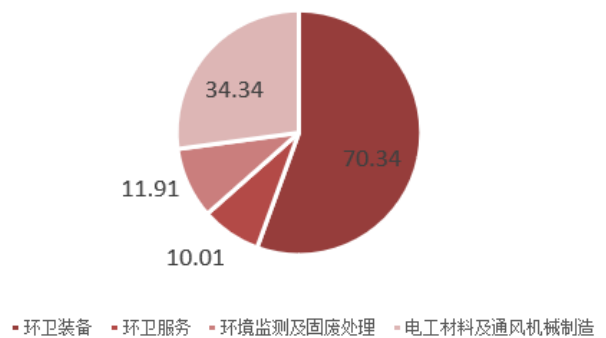
图 10: 公司资产负债率同行比较


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

2018 年主营业务变更, 分拆新增环卫装备及智慧环卫服务。截止 2019 年末, 公司主营业务涵盖环卫装备、智慧环卫服务、固废处置、监测及综合治理等四大板块业务。2018 年完成中联环境的收购后, 环卫装备和环卫服务成为公司主要的收入和利润的来源。2018-2019 年, 公司环卫装备业务分别贡献营业收入 73.8 亿元和 70.3 亿元, 占当期收入的 56.6%和 55.4%, 贡献毛利润 22.6 和 22.6 亿元, 占当期毛利的 69%和 68%。2018-2019 年公司环卫服务业务收入明显增长, 分别贡献营收 6.2 和 10 亿元, 占比 4.7%和 7%, 贡献毛利 1.7 和 2.6 亿元, 占比 5.1%和 7.8%。2017-2019 年环境监测及固废处理业务实现毛利润为 5.9、4.7 和 3.4 亿元, 占比分别为 62.6%、14.5%和 10.2%, 毛利和占比都成逐步下降趋势。电工材料及通风机械制造业务实现毛利为 3.5、3.5 和 4.3 亿元, 占比分别为 37.5%、10.7%和 13.1%, 毛利润总体保持平稳。

图 11: 公司主营业务情况 (亿元)


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 12: 2019 年公司主营业务营收占比 (%)


数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

3 业务结构重整，聚焦智慧环卫

剥离非主业资产，聚焦环卫行业。2019年，公司董事会充分把握国家经济形势和环保行业的发展趋势，实施产业聚焦战略，将公司主业聚焦在公司具有核心竞争优势的智慧环卫。公司对于非核心业务选用业务结构优化、资产剥离、分拆上市等方式进行了逐步调整，2019年已出售宇星科技、上风风能、广东亮科环保和阳信县绿色东方新能源等公司的部分或全部股权，同时宣告拟出售上风高科，盘活了存量资源及低效资产，提高了资产经营能力和运营质量，为公司的高质量可持续发展保驾护航。2019年完成宇星科技和上风风能的剥离后公司环境监测和固废业务同比下降28%，2020年预计仍有下滑，后续固废业务逐步投产有望拉动板块业绩稳中提升。

2019年，公司实现营业收入127亿元，同比下降2.7%，实现归属于母公司股东的净利润13.6亿元，同比增长46.6%。其中，中联环境实现营业收入81.7亿元，占比公司总营收64.3%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润12.6亿元，完成本年度业绩承诺（业绩承诺净利润12.3亿元）。

表 2：中联环境业绩承诺完成情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
业绩承诺	9.97	12.3	14.5
完成	11.05	12.6	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

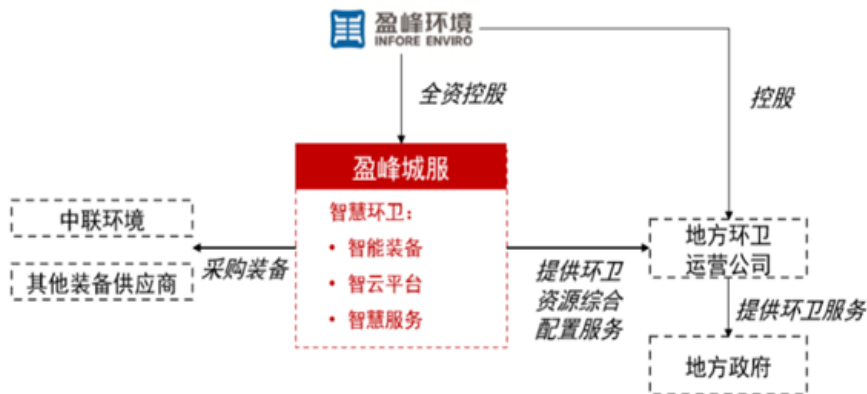
表 3：已经剥离和正在剥离子公司概况

公司名称	股权处置比例	进度	主营业务
宇星科技	100%	2019年8月1日完成	仪器仪表业
上风风能	100%	2019年8月1日完成	风能设备研制
上风高科	45%	已宣告，正在剥离	电器机械及器材制造业
广东亮科环保	8%（剩余47%）	2019年4月1日完成	环境治理业
阳信绿色东方新能源	100%	2019年5月1日完成	环境治理业

数据来源：公司公告，西南证券整理

2020年4月，公司公告可转债发行草案，预计募集15亿资金用于投资智慧环卫综合配置中心项目和补充流动资金。智慧环卫综合配置项目的实施主体是公司全资子公司盈峰城服。盈峰城服主要向客户提供，包括1) 智能装备：智能环卫装备的配置方案、维护服务；2) 智云平台：系统化管理信息平台服务；3) 智慧服务：环卫运营服务。项目顺利实施后，上市公司将建立起统一的智慧环卫综合配置中心，更有效的将公司行业领先的智能装备、智云平台和智慧服务体系进行整合和提升，持续增强公司在行业里的领先地位。

图 13: 公司将建立起统一的智慧环卫综合配置中心



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 环卫装备及环卫服务业务快速增长, 并驾齐驱

4.1 环卫行业高速增长, 市场化及机械化水平不断提升

国家政策利好助力环卫行业发展。提高城乡环境卫生水平关系民生大计, 随着我国城镇化水平提高、城乡居民基数增长、环境问题日益凸显, 环卫产业得到国家政策和一系列产业规划大力支持。

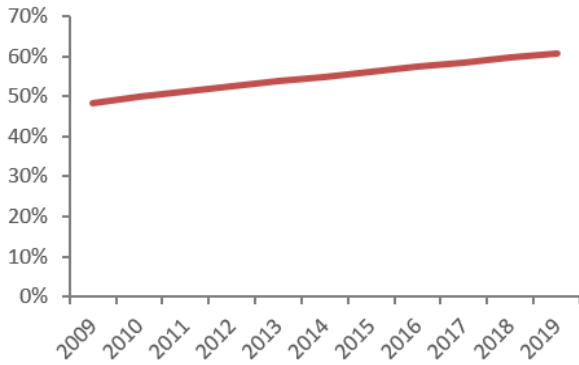
表 4: 国家有关产业政策

政策	具体条例
《十九大报告》	习近平主席在报告中指出, 加强固体废弃物和垃圾处置。提高污染排放标准, 强化排污者责任, 健全环保信用评价、信息强制性披露、严惩重罚等制度。
《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公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送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%。
《“十三五”生态环境保护规划》	加快县城垃圾处理设施建设, 实现城镇垃圾处理设施全覆盖。提高城市生活垃圾处理减量化、资源化和无害化水平, 全国城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上, 90% 以上村庄的生活垃圾得到有效治理。
《农村人居环境整治三年行动方案》	强调改善农村人居环境, 建设美丽宜居乡村, 是实施乡村振兴战略的一项重要任务, 提出以建设美丽宜居村庄为导向, 以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向。
中央一号文件	将改善农村人居环境作为硬任务之一, 抓好农村人居环境整治三年行动, 确保到 2020 年实现农村人居环境阶段性明显改善, 村庄环境基本干净整洁有序, 村民环境与健康意识普遍增强。

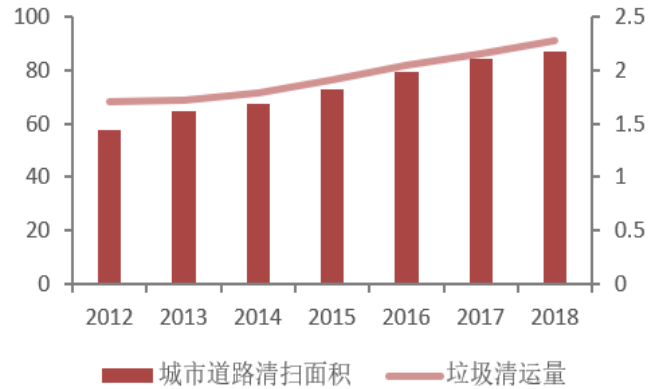
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

城镇化驱动下环卫装备和服务需求提升。随着城镇化不断发展, 城市道路建设将直接增加道路清扫面积、城市住房、小区建设及城区绿化面积, 从而提升环卫装备需求和城镇保洁需求。此外, 环卫工作也是各省市地区创建“国家文明城市”、“国家卫生城市”、“国家环保模范城市”、“国家生态园林城市”等一系列城市升级创建的必要保证条件。根据住建部统计数据, 2012 年至 2018 年, 我国城市道路清扫保洁面积由 57.4 亿平方米增至 86.9 亿平

方米，复合增速为 7.2%；生活垃圾产生量由 1.7 亿吨增至 2.3 亿吨，复合增速为 5.2%。根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2018 年全国 200 个大、中城市生活垃圾产生量为 2.1 亿吨。

图 14：我国城镇化率情况


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 15：我国城市道路清扫面积和垃圾清运量情况 (亿平方米, 亿吨)


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

环卫服务行业的市场格局已开始逐步由市场化推广发展阶段进入全面市场竞争阶段。环卫服务市场整体规模预计将维持在 2000-2200 亿元/年。根据环境司南发布的《环境司南 2019 年报》显示，2019 年度我国环卫服务市场化进程已过半，行业市场规范程度日趋提升，市场机制更趋灵活，行业内市场参与者将更趋于进行内部及外部的资源整合以及在有限的市场规模下，获取更高的市场份额。预计未来三年内，我国环卫服务行业市场的竞争格局将呈现市场竞争程度提升、主流市场参与者的市场集中度提升、商业模式多元化、规范化等特点。

表 5：环卫行业发展情况

阶段	阶段概况
政府行政主管部门监督管理 (2002 年以前)	这一阶段，市政环卫工资在政府主导下进行，由事业单位环卫部门进行监管和实施。由于对不同区域的环卫保洁可能由不同的部门监管（包括市容、城管、市政、园林等多个部门），各部门之间协调性较差、作业要求及模式也不尽相同导致环境卫生保洁效率较差；
市场化试点阶段 (2002 年-2012 年)	原建设部 2002 年发布《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，意见提出要开放市政公用行业市场及建立市政公用行业特许经营制度，部分沿海城市开始启动政府采购公共服务试点，零星项目开始招标；
市场化加速阶段 (2013 年至今)	2013 年国务院发布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，提出到 2020 年，在全国基本建立比较完善的政府向社会力量购买服务制度，形成与经济社会发展相适应、高效合理的公共服务资源配置体系和供给体系，公共服务水平和质量显著提高。以此为契机，各个地方政府逐渐开始将存量环卫订单项目进行招投标，交由专业的市场化公司竞争运营。

数据来源：西南证券整理

市场空间广阔。根据国家统计局、住房和城乡建设部公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数量及等级公路长度，可以测算得 2019 年环卫服务市场规模总量约为 2400 亿元。2020 年我国环卫运营市场规模超 2500 亿元，2024 年环卫运营市场超 3400 亿元。

市场化率逐步提升。当前我国环卫市场化率约 40%，约为美国的一半。2019 年我国第三方运营市场规模不足 1000 亿元，预计 2024 年将超 2400 亿元，2020-2024 年第三方运营市场规模的年复合增长率在 20% 以上，国内环卫市场发展前景广阔。

国内环卫行业的机械化率逐步提升，未来仍具备较大的提升空间。根据中国产业信息网数据，我国城市道路机械化清扫率已从 2012 年的 40% 提高到 2017 年的 65%，县城道路机械化清扫率则从 2012 年的 24% 提高到 2017 年的 57%，正逐步向较高环卫装备机械化率阶段发展。根据中国产业信息网数据，发达国家城市环卫机械化率可达 80%，与之相比，我国环卫产业机械化水平仍有较大发展空间。

行业集中度持续提升。行业内前十的龙头公司，利用其产业、资本、品牌的优势，不断提高市场集中度。2019 年国内 5,000 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 万元以上），实际供应了 80% 的项目规模。未来，在环卫智能化、机械化率提升的大背景下，龙头公司依靠资金、管理、品牌优势将实现强者恒强，市场集中度望逐步提升。

4.2 环卫装备绝对龙头，智慧环卫持续领先

公司 2018 年完成对中联环卫收购后，成为环卫装备绝对龙头。以中联环卫的技术和领先优势，连续 19 年处于国内行业销售额第一的位置，近十年销售额达 509.5 亿元。截止 2019 年末，公司申报专利 73 件，其中发明专利 47 件，截至报告期末获得自主专利达 773 项，其中发明专利 441 项，拥有注册商标 167 件，其中软件著作权 83 项，技术专利、发明专利居行业首位。公司建立了全国最完善的环卫和环境产业链，产品型号超过 400 余款。产品覆盖 5G 环卫机器人、无人驾驶环卫车、智能小型环卫机器人、垃圾收转运设备、分体站装备、环卫清洁装备及新能源环卫装备等环卫装备行业持续领先。

2018 年公司环卫装备销售台数为 2.3 万台，实现的销售额为 73.9 亿元。2019 年公司实现环卫装备销售约 70.3 亿元，环卫装备销量约 2 万台，其中新能源汽车 1100 台，市占率达到 29%，同比增长 5 倍，新能源环卫车中前三大品牌分别为中联、海德、宇通，入选车型数量分别为 46、39、38 款。根据中国汽车研究中心的数据，2019 年公司环卫装备的销售规模排名第一，约为行业第二名的近 3 倍。2016-2019 年环卫装备销量前三均为中联环境、湖北程力、龙马环卫。销量 CR6 接近 50% 且已稳定保持 3 年。

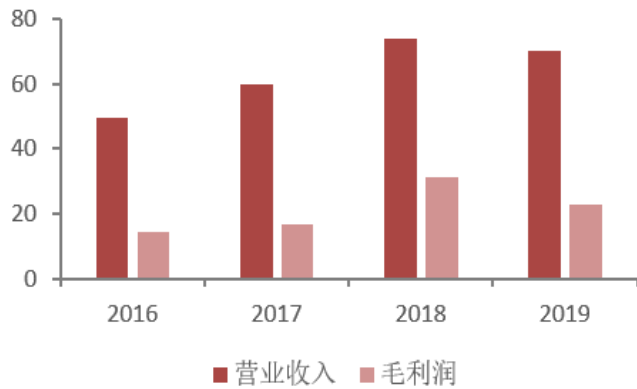
2017-2019 年公司实现环卫装备营业收入 59.6、73.9 和 70.3 亿元，毛利率分别为 28.1%、30.7% 和 32.2%。公司装备业务毛利率自 2017 年起持续抬升，2019 年公司装备业务毛利率 32.2%，较 2018 年增加 1.5%。装备毛利率的上升使公司 2019 年实现装备业务毛利 22.6 亿元，与 2018 年持平，装备毛利率持续抬升表明公司注重高质量发展。

图 16: 公司环卫装备产品



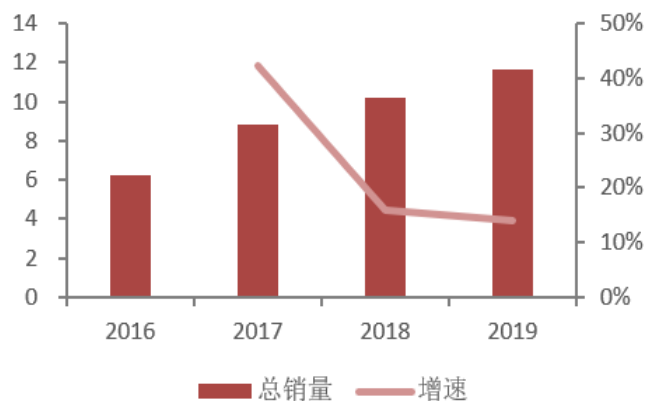
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 18: 公司环卫装备营业收入和利润情况 (亿元)



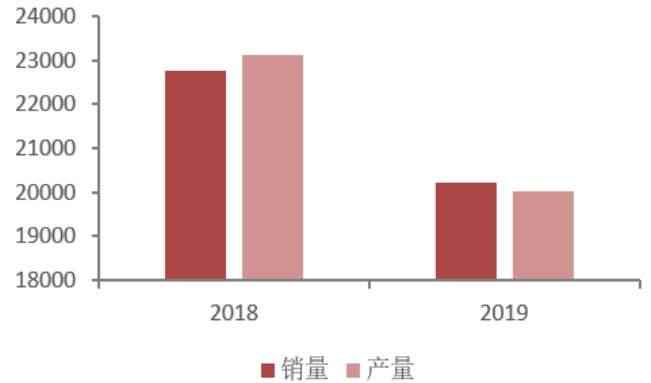
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 国内环卫装备销量情况 (万台)



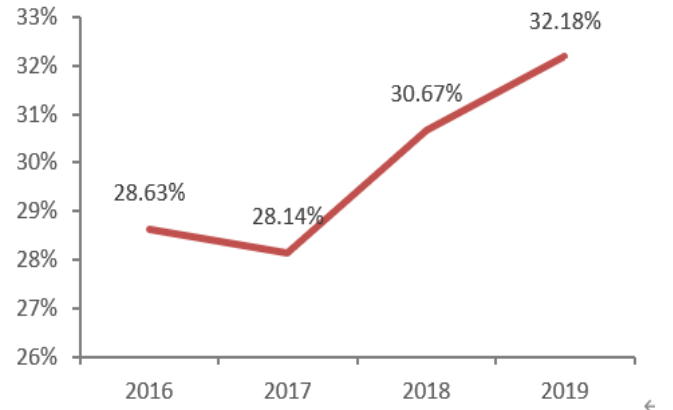
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 公司环卫装备产销情况 (万台)



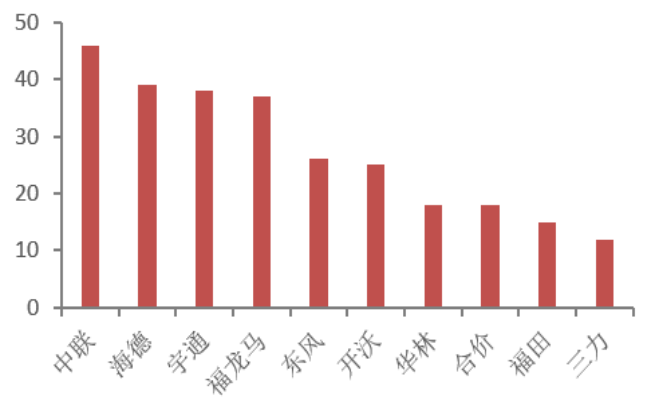
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 公司环卫装备毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 2019年1-8批《新能源专用车推荐目录》中环卫车(款)

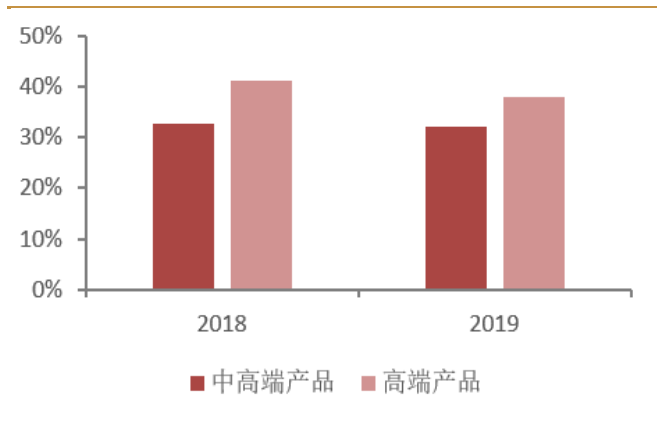


数据来源: 《新能源专用车推荐目录》, 西南证券整理

产品市场占有率遥遥领先，稳居行业领导者地位。2018-2019年，公司总体市场占有率都超20%。2019年，中高端产品的市场占有率约为32.1%，高端产品市场占有率约为38.1%，相比2018年市场占有率略有下滑，但仍处于国内行业第一的位置。

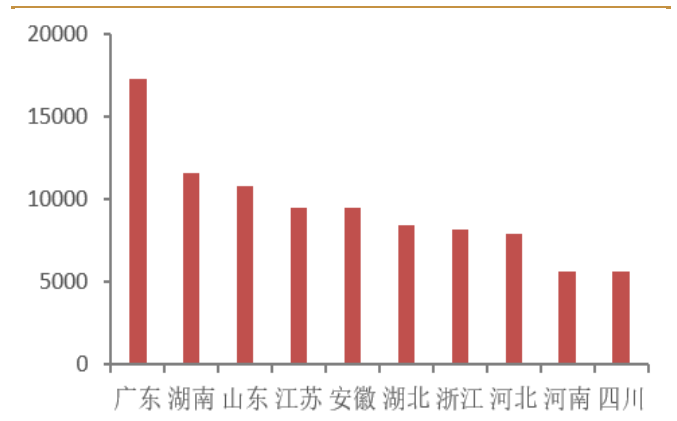
经济发达和较发达地区的政府对智慧化、智能化、精细化作业能力的需求度持续提升。公司的装备销售遍布全国，环卫服务市场化进度较快的华南，华东区域为公司销售渠道强势区域。

图 22：公司环卫装备产品市场占有率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司环卫装备销售量前十省份（台）



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 新增环卫服务业务，连获优质大单拉动高速增长

凭借环卫装备的龙头优势，公司业务下游延伸至环卫服务业务。采用智能硬件和物联网技术，整合环卫装备产品研发、生产制造、设备运行、运营管理、售后服务等数据资源，打通“智慧分类、智慧环卫、智慧环境、新能源及无人驾驶”全产业链，实现对环卫运营服务所涉及到的“人、车、物、事”构建“全时段、全方位、前后台无缝对接、精准高效”，真正实现从管理到服务、从治理到运营，全面提高城市管理和政府公共服务水平。

截至2019年底，公司已经在全国所有省份建立了智慧装备销售网络，通过完善的销售网络，可以迅速了解和对接各地政府的环卫服务需求，迅速提高环卫服务的市场占有率。2016-2019年，上市公司新增的环卫服务年化服务金额分别为0.6亿元、3.1亿元、4.3亿元、8.6亿元，环卫服务年化收入增长率分别454.5%、40.7%、99.3%。2016-2019年，公司新增的环卫服务合同总金额分别为12.4亿元、55.6亿元、87.1亿元、97.2亿元。根据环卫司南的统计，2019年公司新增年化环卫服务合同国内排名第4，公司的环卫服务业务的规模和增长均处于行业领先。2019年公司新签约项目的新增合同总额前三名分别是北京环境、龙马环卫和侨银环保，新签合同金额分别为165、107和101亿元。

表 6：2019 年以来公司中标项目（不完全统计）

项目名称	中标日期	项目总额（亿元）
仙桃市循环经济产业园（垃圾收运与填埋）PPP 项目	2019.1	7.7
瓮安县垃圾收运服务项目	2019.2	1.5
广西壮族自治区上思县城区环卫一体化 PPP 项目	2019.2	2.5
抚顺市新抚区环卫作业一体化服务项目	2019.3	3.4
稷山县县域农村生活垃圾收集、转运系统建设 PPP 项目	2019.4	3.6
南安市城乡生活垃圾环卫一体化 PPP 项目	2019.4	21.8
天府仁寿城市环卫一体化 PPP 项目	2019.6	15.7
安徽省六安市餐厨垃圾处理特许经营项目	2019.9	1.12
深圳市福田区政府环卫 PPP 项目	2019.10	11.5
香河县农村生活垃圾治理工程特许经营方采购项目	2020.1	5.9
大理州宾川县城乡环卫一体化 ppp 项目	2020.4	4.9
新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	2020.5	78
西安市长安区主城区环卫一体化外包服务（B 包）	2020.6	1.8
大理州漾濞彝族自治县城乡环卫一体化 ppp 项目	2020.6	1.6
保定市容城县城乡环卫一体化项目	2020.6	2.2
湖南省邵阳市邵阳县农村垃圾手转运及集镇清扫保洁项目	2020.7	3.1
长沙高新区生活垃圾一体化项目	2020.7	0.95

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：标准化服务单价明显优于传统环卫服务

项目名称	中标日期	中标金额（万元/年）	服务年数（年）	环卫面积（万㎡）	服务单价（元/㎡·年）	服务内容	备注
福田区政府环卫 PPP 项目	2019.1	11530	10	449.03	25.68	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等	标准化环卫服务项目
深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	2020.2	46797.48	15	1402.58	33.37	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等	标准化环卫服务项目
宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目	2020.5	48399.11	15	1584.01	30.55	包括道路综合清扫保洁、垃圾收运和转运、垃圾转运站运维管理、公共区域及城中村垃圾分类前端设施维护、公厕运维管理、环卫停车场建设运维管理、绿化管养、智慧环卫平台建设运维、应急保障等	标准化环卫服务项目
标准化环卫服务项目平均单价					29.87	--	--

项目名称	中标日期	中标金额(万元/年)	服务年数(年)	环卫面积(万㎡)	服务单价(元/㎡年)	服务内容	备注
枝江市董市镇第二轮环卫保洁市场化作业服务项目	2020.1	218.14	2	26.17	8.34	道路保洁,道路冲洗,垃圾收集运输,垃圾压缩站的维护与管理	传统环卫服务项目
东莞市水乡大道1标(含公厕养护)环卫保洁项目	2019.12	425.28	0.5	42.71	9.96	道路保洁,公厕管理	传统环卫服务项目
重庆市荣昌区双河街道环卫保洁服务项目(二次采购)	2020.3	148.33	3	14.74	10.06	道路清扫保洁、垃圾收集运输、公共绿地管护、公厕及化粪池管护、环卫车辆管护	传统环卫服务项目
传统环卫服务项目平均单价					9.45	--	--

数据来源: 环境司南, 招标网, 政府采购网, 西南证券整理

5 盈利预测及估值

关键假设:

假设 1: 环卫装备业务: 环卫装备行业需求量长期释放, 目前行业增速已进入稳定增长期约 8%, 公司作为装备业务龙头, 预计 2020-2022 年装备业务高于行业平均增速, 毛利率保持在 32.5%;

假设 2: 环卫服务业务: 环卫市场化加速带动成长红利, 公司近年斩获系列大订单, 2020 年上半年中标总金额 103 亿元, 成为全国第一。环卫服务业务支持公司高增长且持续贡献, 2020 年公司计划智慧环卫服务计划累计合同额达到 350 亿元; 未来五年, 计划合同额累计合同额达到 1000 亿元。预计未来 3 年毛利率分别为 26%、27%和 28%;

假设 3: 环境监测及固废处理: 该业务属于公司非核心业务, 预计 2020 年环境监测及固废处理业务受到相关业务剥离影响仍有下降, 后续随着固废业务投产放量, 预计将企稳回升, 毛利率稳定在 28%;

假设 4: 电工材料及通风机械制造: 属于公司非核心业务, 预计 2020-2022 年电工材料制造及其他业务能维持低增速, 毛利率保持在均值 13.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
环卫装备	收入	7,034.10	7,737.51	8,511.26	9,362.39
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	32.18%	32.50%	32.50%	32.50%
环卫服务	收入	1001.48	2,002.96	3,204.74	4,486.63
	增速	-	100.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	25.87%	26.00%	27.00%	28.00%
环境监测及固废处理	收入	1190.92	1,071.83	1,093.26	1,115.13

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	-24.5%	-10.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	28.22%	28.00%	28.00%	28.00%
电工材料及通风机械制造	收入	3470.06	3,539.46	3,610.25	3,682.46
	增速	3.3%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
合计	收入	12,695.86	14,351.06	16,418.81	18,645.90
	增速	-2.67%	13.04%	14.41%	13.56%
	毛利率	26.04%	26.57%	26.95%	27.40%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取环卫行业中的四家主流公司，2019年四家公司平均PE为45倍，2020年平均PE为33倍。公司经营持续改善叠加环卫装备及服务业务高速增长，未来三年业绩复合增长率超过15%，估值水平显著优于行业。给予公司2021年20倍PE，目标价12元，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
603686	龙马环卫	27.40	0.65	0.81	1.00	42	34	27
002973	侨银环保	26.65	0.36	0.59	0.83	74	45	32
300815	玉禾田	124.90	3.01	3.92	4.67	41	32	27
000967	盈峰环境	9.62	0.43	0.50	0.59	22	19	16
平均值						45	33	26

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

装备竞争加剧毛利率变化风险，环卫服务业务推进低于预期风险，政策风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12695.86	14351.06	16418.81	18645.90	净利润	1391.57	1645.51	1962.60	2301.19
营业成本	9389.46	10537.66	11993.87	13537.50	折旧与摊销	349.81	265.53	290.93	317.59
营业税金及附加	71.20	80.37	91.95	104.42	财务费用	53.96	401.83	410.47	466.15
销售费用	917.26	1033.28	1182.15	1323.86	资产减值损失	-40.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	391.83	459.23	517.19	587.35	经营营运资本变动	-694.27	526.50	-101.44	-197.15
财务费用	53.96	401.83	410.47	466.15	其他	424.33	-176.70	-172.55	-176.24
资产减值损失	-40.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1484.75	2662.67	2390.01	2711.53
投资收益	158.54	160.00	160.00	160.00	资本支出	-2299.93	-400.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	22.41	12.72	14.54	15.25	其他	1336.57	34.14	-25.46	-24.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-963.36	-365.86	-525.46	-524.75
营业利润	1788.72	2011.42	2397.71	2801.88	短期借款	407.56	-1606.67	0.00	0.00
其他非经营损益	-150.91	-75.52	-88.77	-94.60	长期借款	31.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	1637.81	1935.90	2308.94	2707.28	股权融资	96.35	0.00	0.00	0.00
所得税	246.24	290.38	346.34	406.09	支付股利	-316.31	-463.76	-549.31	-655.16
净利润	1391.57	1645.51	1962.60	2301.19	其他	155.03	-203.86	-210.47	-266.15
少数股东损益	30.11	32.91	39.25	46.02	筹资活动现金流净额	374.33	-2274.30	-759.78	-921.31
归属母公司股东净利润	1361.45	1612.60	1923.35	2255.16	现金流量净额	891.71	22.51	1104.77	1265.47
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3160.77	3183.28	4288.05	5553.52	成长能力				
应收和预付款项	5499.46	6256.05	7141.56	8115.26	销售收入增长率	-2.67%	13.04%	14.41%	13.56%
存货	1145.00	1330.93	1502.58	1706.41	营业利润增长率	10.61%	12.45%	19.21%	16.86%
其他流动资产	1993.65	1292.04	1346.05	1404.22	净利润增长率	2.46%	18.25%	19.27%	17.25%
长期股权投资	303.29	303.29	303.29	303.29	EBITDA 增长率	12.57%	22.18%	15.69%	15.70%
投资性房地产	0.57	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2545.14	2842.36	3214.18	3559.34	毛利率	26.04%	26.57%	26.95%	27.40%
无形资产和开发支出	8890.29	8728.34	8566.40	8404.46	三费率	10.74%	13.20%	12.85%	12.75%
其他非流动资产	1316.50	1515.69	1714.89	1914.08	净利率	10.96%	11.47%	11.95%	12.34%
资产总计	24854.67	25451.99	28077.00	30960.59	ROE	8.83%	9.71%	10.69%	11.50%
短期借款	1606.67	0.00	0.00	0.00	ROA	5.60%	6.47%	6.99%	7.43%
应付和预收款项	6015.72	6794.04	7747.49	8723.28	ROIC	11.95%	15.29%	17.86%	20.24%
长期借款	643.84	643.84	643.84	643.84	EBITDA/销售收入	17.27%	18.67%	18.88%	19.23%
其他负债	821.14	1065.53	1323.80	1585.58	营运能力				
负债合计	9087.37	8503.42	9715.13	10952.70	总资产周转率	0.51	0.57	0.61	0.63
股本	3163.06	3163.06	3163.06	3163.06	固定资产周转率	13.62	12.61	11.53	10.95
资本公积	9698.12	9698.12	9698.12	9698.12	应收账款周转率	2.34	2.61	2.62	2.62
留存收益	2753.03	3901.87	5275.91	6875.92	存货周转率	7.48	8.30	8.29	8.28
归属母公司股东权益	15514.70	16663.06	18037.10	19637.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.51%	—	—	—
少数股东权益	252.60	285.51	324.76	370.79	资本结构				
股东权益合计	15767.30	16948.57	18361.86	20007.89	资产负债率	36.56%	33.41%	34.60%	35.38%
负债和股东权益合计	24854.67	25451.99	28077.00	30960.59	带息债务/总负债	24.77%	7.57%	6.63%	5.88%
					流动比率	1.46	1.65	1.72	1.79
					速动比率	1.32	1.47	1.54	1.61
					股利支付率	23.23%	28.76%	28.56%	29.05%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.51	0.61	0.71
					每股净资产	4.98	5.36	5.81	6.33
					每股经营现金	0.47	0.84	0.76	0.86
					每股股利	0.10	0.15	0.17	0.21
业绩和估值指标									
EBITDA	2192.48	2678.78	3099.11	3585.61					
PE	22.35	18.87	15.82	13.49					
PB	1.93	1.80	1.66	1.52					
PS	2.40	2.12	1.85	1.63					
EV/EBITDA	12.81	9.80	8.05	6.55					
股息率	1.04%	1.52%	1.81%	2.15%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn	