

2020年08月19日

# 盈峰环境 (000967.SZ)

## 深度分析

### 装备融合服务，电动兑现未来

#### 投资要点

- ◆ **环卫市场化率已 60%，未来运营服务市场还有空间吗？** 环卫行业的黄金年代始于 2012 年，随着市场化改革不断深入，2015-19 年市场化率从 6% 快速上升到 57%，新增合同总额 4 年 CAGR 高达 47%。未来市场化率将进入平稳爬坡阶段，**虽然市场化改革边际红利减小，但受益于两大驱动力，市场空间十分可观：**1) 垃圾分类带来新增蛋糕，预计 2023 年环卫服务总需求为 1990 亿元，其中垃圾分类新增需求 326 亿元，占比将从 2018 年的 0.3% 提高到 16.4%；2) 供给极度分散，给大企业整合市场留下充足余地。假设 2023 年环卫服务达到垃圾焚烧的集中度水平，即 Top10 合计市场份额从目前的 22% 提高到约 45%，**则龙头企业的年化合同额 CAGR 将达到 36%，远远高于行业平均 13% 的水平。**
- ◆ **城市道路机械化清扫率已 70%，环卫装备行业面临天花板吗？** 过去十年，城市/县城道路机械化清扫率每年约提升 5.2/6.4pct。拉动了环卫装备销量高速增长，2013-17 年销量 CAGR 约 21%。参考发达国家 80% 以上的机械化率，我国现有水平提升空间不大。**未来装备领域两大驱动力：**1) 主干道清扫之外的新型应用场景出现，吸污车、吸尘车等长尾品类需求旺盛，预计 2023 年两者合计销量份额将 1/4，提升 10pct。2) 新能源化带来更新需求。结合传统环卫装备和新能源装备的销量分布特点，我们将潜在市场分为三类区域，假设 2023 年三者新能源环卫车渗透率分别达 30%/20%/10%，则其新能源环卫车年销量为 1.94/0.37/0.23 万辆，合计销量 2.54 万辆，是 2019 年的 6 倍多。届时国内新能源车渗透率将达到 16%。**未来三年，考虑新能源贡献，设备行业总收入规模 CAGR 约 15%-20%，远高于传统环卫装备 CAGR12% 的收入增速。**
- ◆ **为什么说盈峰环境是环卫行业最优竞争策略的完美注脚？** 我们认为环卫行业最优竞争策略是：**装备融合服务+全面转向新能源装备。**其优势在于 1) 有设备配套能力的服务商竞争力更强，招标中为地方政府所青睐；2) 新能源装备领域的市场结构更健康，产品竞争力有望兑现更高市场份额。盈峰完美体现出这些竞争优势：1) 传统环卫装备龙头，研发、生产、销售基础扎实。公司创造了国内环卫装备市场连续 19 年的销量冠军奇迹，市场地位非常稳固。2) 新能源装备、智慧装备先行者。2020 上半年新能源装备市占率 31%，横向遥遥领先同行；纵向较去年同期提高 10pct。3) 大力培育环卫服务，5115 战略启幕。4) 以美的水准打造数字化精益制造管理系统，使产销、产研的高效流畅对接，降本增效。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.47、0.55 和 0.66 元。净资产收益率分别为 9.5%、10.4% 和 11.5%，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**1) 各地公共领域新能源车辆鼓励政策落实进度不一，未来新能源环卫装备渗透率可能低于预期。2) 环卫服务合同期维持三年之内，影响龙头企业获取市场份额。3) 若环卫装备销售回款变慢，会增加装备制造行业现金流压力。

电力及公用事业 | 环保 III

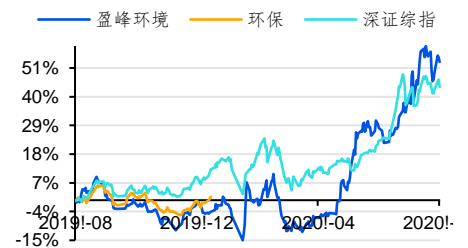
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-10-16) **8.54 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	27,012.55
流通市值(百万元)	13,710.89
总股本(百万股)	3,163.06
流通股本(百万股)	1,605.49
12个月价格区间	5.43/10.47 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.81	17.72	9.08
绝对收益	10.2	42.86	56.81

分析师

雒文

SAC 执业证书编号：S0910520060001

luowen@huajinsec.com

#### 相关报告

 盈峰环境：大单频斩获，发力智慧环卫  
 2020-07-04

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,045	12,696	13,741	16,303	19,623
YoY(%)	166.3	-2.7	8.2	18.6	20.4
净利润(百万元)	929	1,361	1,478	1,737	2,076
YoY(%)	163.3	46.6	8.5	17.6	19.5
毛利率(%)	25.1	26.0	26.7	26.5	26.7
EPS(摊薄/元)	0.29	0.43	0.47	0.55	0.66
ROE(%)	9.3	8.8	9.5	10.4	11.5
P/E(倍)	27.6	18.8	17.4	14.8	12.4
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	7.1	10.7	10.8	10.7	10.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、布局完善的智慧环卫龙头.....	5
(一) 环卫龙头雏形初具.....	5
(二) 聚焦环卫，盈利能力回升.....	6
二、市场化改革带来黄金十年，行业整合开启白银时代.....	8
(一) 黄金年代始于 2012，目前仍享市场化红利.....	8
(二) 垃圾分类，进一步做大环卫服务蛋糕.....	10
(三) 白银时代：行业整合空间巨大.....	13
三、环卫装备新能源化：打开增长空间，优化竞争结构.....	17
(一) 复盘：机械化率提升，驱动装备市场增长.....	17
(二) 新能源化开启下个十年增长.....	18
四、装备+服务相得益彰，价值链管理独具优势.....	22
(一) 最优竞争策略：设备融合服务+全面转向新能源装备.....	22
(二) 传统环卫装备龙头，研发、生产、销售基础扎实.....	22
(三) 新能源装备、智慧装备先行者.....	23
(四) 大力培育环卫服务，5115 战略启幕.....	23
(五) 美的水准，打造数字化精益制造管理系统.....	24
五、盈利预测及估值.....	26
六、风险提示.....	27

## 图表目录

图 1：公司积极拓展业务版图，保持较快增长.....	5
图 2：股权结构图.....	5
图 3：公司业绩一览.....	6
图 4：2019 年收入板块占比.....	7
图 5：2016-2019 年收入板块占比变化.....	7
图 6：公司 ROE 有所回升.....	7
图 7：公司利润率提升.....	7
图 8：环卫服务市场化率测算.....	9
图 9：市场化率将上缓坡：2019 年 57%，2023E 年 87%.....	9
图 10：2016-2019 年各企业环卫服务新增年化合同金额（单位：亿元/年）.....	9
图 11：2019 年生活垃圾分类订单总金额、年化金额增长较快.....	11
图 12：居民端生活垃圾分类作业内容一览.....	11
图 13：2023 年垃圾分类订单在环卫服务总需求占比或将超 16%.....	12
图 14：2019 年中国环卫服务市场占有率情况.....	14
图 15：环卫市场集中度远低于其他环保板块.....	14
图 16：2016-2019 年主流企业环卫服务合计市占率有所下降.....	14
图 17：龙头企业合同期限长于行业平均.....	15
图 18：未来三年，环卫服务市场化的年化合同金额 CAGR13%.....	16
图 19：2012-2020（1-4 月）环卫车市场销量（单位：辆）.....	17
图 20：2013-2018 年城市、县城清扫面积及机械清扫率.....	17
图 21：2019 年环卫车细分车型销量规模（单位：辆）.....	18
图 22：2019 年环卫装备主要车型销量占比.....	18

图 23: 工信部新车目录中新能源环卫车的占比不断攀升 .....	19
图 24: 2019 年新能源环卫车区域销量份额排名 .....	20
图 25: 2019 年整体环卫车区域销量及份额排名 .....	20
图 26: 新能源环卫车 Top10 份额远高于传统环卫车 .....	22
图 27: 主流企业在新能源领域都获得了更高份额 .....	22
图 28: 公司新能源环卫装备市场份额稳居榜首 .....	23
图 29: 公司环卫装备销售收入 .....	23
图 30: 公司新能源环卫装备销售收入 .....	23
图 31: 1H2020 公司新能源装备销量行业份额升至 31% .....	23
图 32: 公司环卫服务收入 .....	24
图 33: 公司环卫服务年化合同额增长迅猛 .....	24
表 1: 剥离非主业, 聚焦环卫 .....	6
表 2: 环卫市场化政策梳理 .....	8
表 3: 垃圾分类政策梳理 .....	10
表 4: 各地垃圾分类户均补贴情况 .....	11
表 5: 2023 年垃圾分类预测市场规模将达到 326 亿元 .....	12
表 6: 环卫服务需求结构预测 .....	13
表 7: Top10 环卫服务年化合同金额 CAGR 达 36% .....	16
表 8: 使用新能源环卫车具有经济性 .....	18
表 9: 新能源环卫装备政策梳理 .....	19
表 10: 预测 2023 年三类重点区域新能源环卫装备渗透率将提升至 30%/20%/10% .....	21
表 11: 预测 2023 年新能源装备渗透率将达 16% .....	21
表 12: 盈峰数字化转型战略 .....	25
表 13: 分业务盈利预测 .....	26
表 14: 可比公司估值参考 .....	26

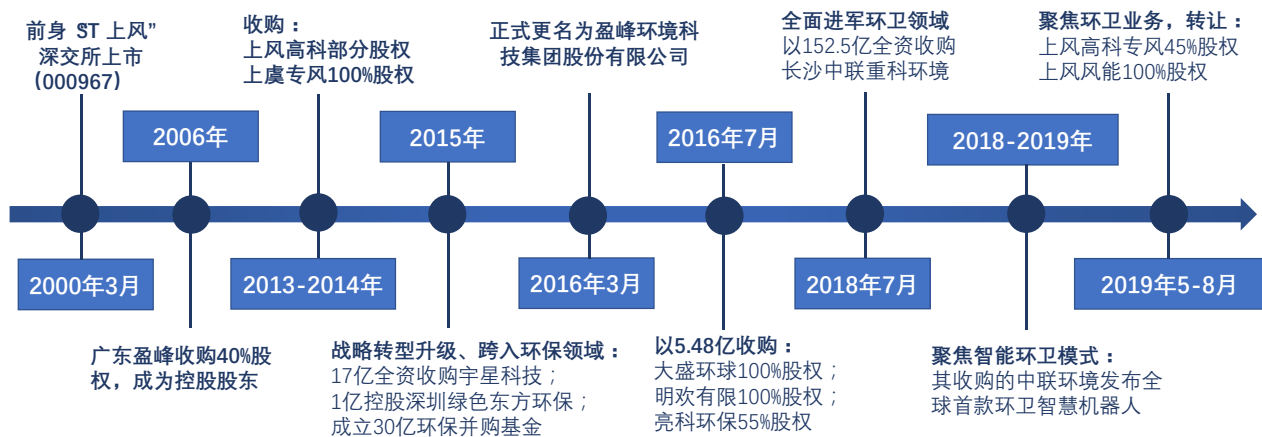
## 一、布局完善的智慧环卫龙头

### (一) 环卫龙头雏形初具

盈峰环境是以环卫机器人为龙头的智能环境装备及服务的行业引领者，业务围绕“智能装备、智云平台、智慧服务”三大体系，涵盖环卫装备、环卫机器人、环卫一体化服务、固废处理、环境监测、智慧环境管理等领域。

公司前身是上虞风机厂，核心业务是风机和漆包线，2000年在深交所上市。2004年美的集团收购其18.2%股份成为二股东，2006年盈峰集团受让美的和上风集团股权，以25.2%的持股入主上风高科。2015年公司战略转型，收购宇星科技环境监测业务、绿色东方垃圾焚烧业务，正式跨入环保产业。2018年，公司再以152.5亿元收购中联环境全面进军环卫领域，未来将持续聚焦环境产业。

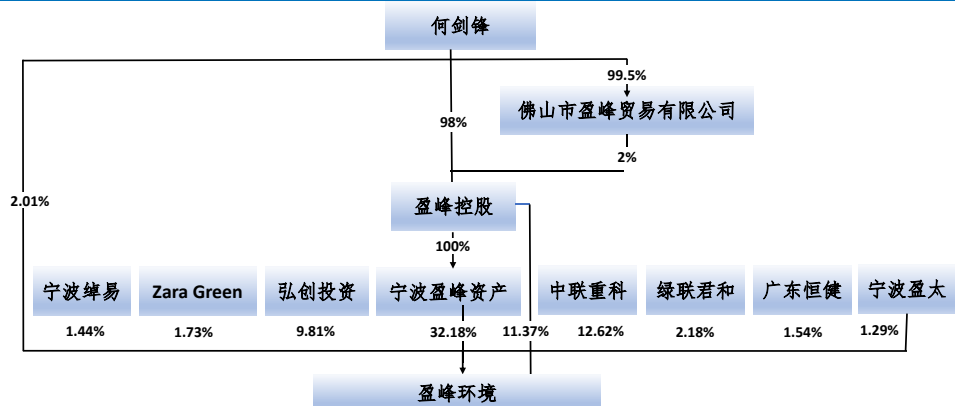
图 1：公司积极拓展业务版图，保持较快增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

何剑锋先生为公司实际控制人，其父是美的集团创始人何享健。截止2019年年底，何剑锋直接持有公司2.0%股权，并通过盈峰控股和宁波盈峰资产间接持有53.6%股权，合计持股比例达55.6%。

图 2：股权结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## (二) 聚焦环卫，盈利能力回升

自 2018 年并购中联环境后，公司开始逐渐剥离非主业，聚焦环卫领域。2019 年 4 月，公司出售广东亮科环保工程 8%和阳信县绿色东方新能源 100%股份，该两项资产均为环境治理板块。此后，公司陆续出售上风高科、上风风能和宇星科技部分或全部股权，强化主业竞争力。8 月，公司公告拟分拆专风实业独立 A 股上市，未来将进一步环卫主业聚焦。

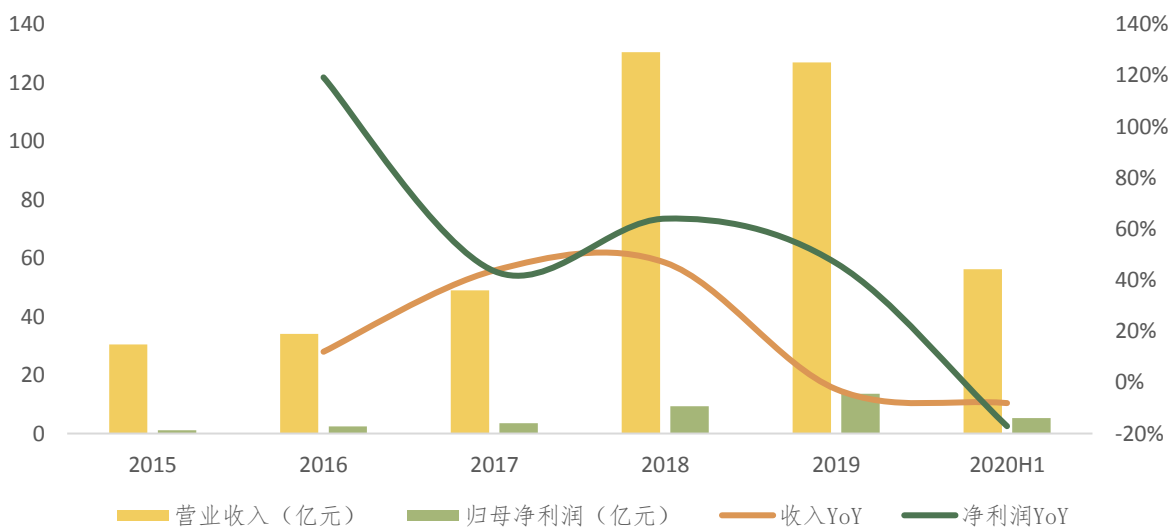
表 1：剥离非主业，聚焦环卫

时间	并购/出售	交易标的	处置比例	标的主营业务	交易对手
2018.7	并购	长沙中联重科环境	100%	环保专用设备、专用车辆生产等	宁波盈峰资产、中联重科、弘创投资、广州粤民投盈联、上海绿联君和等
2019.4	出售	广东亮科环保工程	8%	环境治理	余常光、陈自勇
2019.5	出售	阳信县绿色东方新能源	100%	环境治理	
2019.6	出售	浙江上风高科专风实业	45%	电子设备和仪器	绍兴和盈、李德义、曹国路
2019.8	出售	浙江上风风能	100%	新能源发电	绍兴盈创
2019.8	出售	宇星科技	100%	仪器仪表	上风风能
2020.3	并购	浙江上风高科专风实业	5.2%	电子设备和仪器	绍兴路巧贸易、绍兴和盈、绍兴智赢

资料来源：公司公告、华金证券研究所

2020 上半年，盈峰环境实现营业收入 56.2 亿元，同比下降 8.1%，归母净利润 5.3 亿元，同比下降 17.1%。业绩下滑主要有两方面原因：一是公司聚焦环卫，剥离治理工程业务，使得 1H2020 环境监测及固废处理板块收入同比下滑 67.1%；二是受疫情影响环卫装备招投标陷入短暂低迷，使得装备板块收入同比下滑了 19.1%。然而公司在环卫装备行业的领先地位依然牢固，据中国汽车研究中心统计，上半年总销量 8,100 辆，销售额排名第一。中高端产品销量 4,257 台，占市场份额排名第一，达 29%。

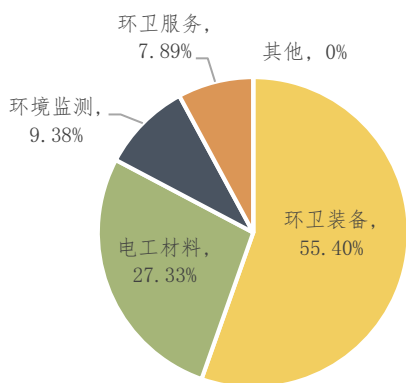
图 3：公司业绩一览



资料来源：公司年报，华金证券研究所

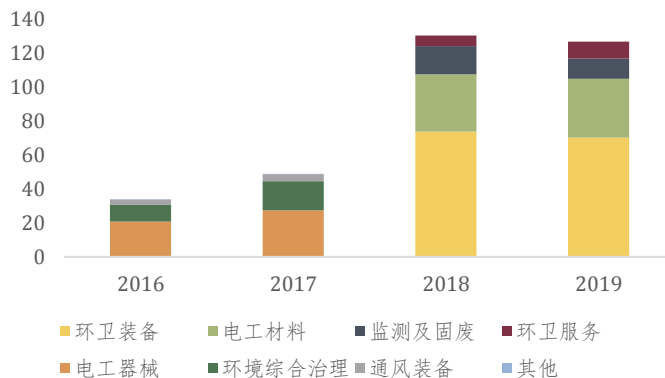
收购中联环境后公司业务分类调整，2019年环卫装备、环卫服务、电工材料制造、环境监测及固废处理四板块收入占比分别为55.4%、7.9%、27.3%和9.4%。2019年环卫板块总比重63.3%，1H2020进一步提高到67.3%，我们预测2022E年环卫比重将超过78%（不考虑资产剥离）。

图 4：2019 年收入板块占比



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 5：2016-2019 年收入板块占比变化

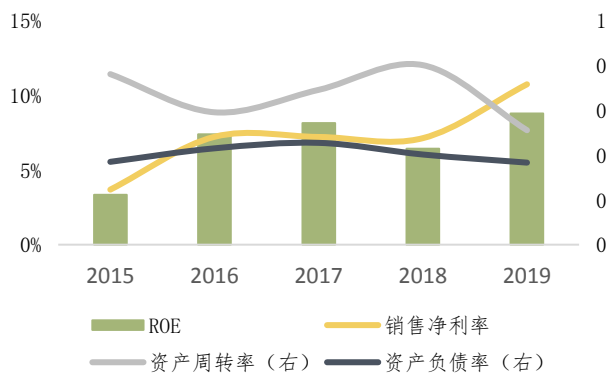


资料来源：公司公告、华金证券研究所

2016年布局环保行业以来，公司盈利能力趋势上升。2019年ROE回升至8.8%，较同期上升了2.4pct。毛利率26.04%，同比提升1.0pct。净利率10.72%，同比提升3.6pct，创五年新高。

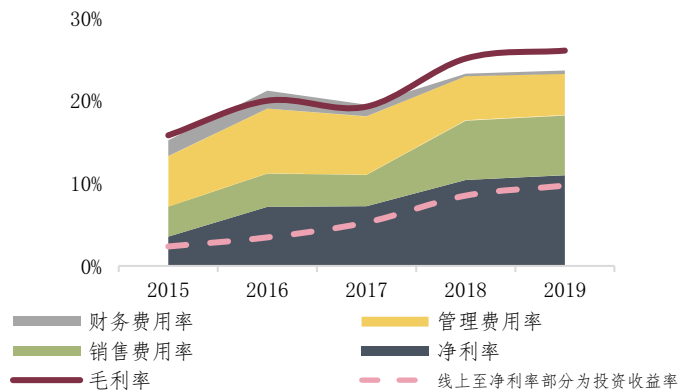
公司期间费用较稳定，2019年管理费用率甚至有所下降。由于公司收购中联以及环卫业务尚处拓展阶段，销售费用率有所上升，2019年为7.22%，未来有望保持稳定。

图 6：公司 ROE 有所回升



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 7：公司利润率提升



资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 二、市场化改革带来黄金十年，行业整合开启白银时代

### （一）黄金年代始于 2012，目前仍享市场化红利

我国市容环卫事业最早归口卫生部，1979 年改由城建部门统一管理，一般是城建局下设环卫局，实行市、区、街道三级管理体制。环卫市场化最早发轫于住建部 2002 年《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》政策，首提通过招标发包方式选择非经营性设施的日常养护。而真正开启我国环卫市场化大幕的是十八大，提出转向服务型政府职能，鼓励采购社会企业所提供的环境服务，实现机构改革和经济转型。尤其是 2015 年后 PPP 系列政策的出台，更是为环卫市场化进程注入加速动力。

表 2：环卫市场化政策梳理

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2002	住建部	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	鼓励形成多元化投资结构。采取公开招标形式选择经营单位。通过招标发包方式选择非经营性设施日常养护作业单位或承包单位。剥离市政公用行业的工程设计、施工和监理、设备生产和供应，纳入建设市场统一管理，实行公开招标和投标。
2012		中共十八大	政府职能转向服务型政府，采购社会企业所提供的环境服务，实现机构改革和经济转型。
2013	国务院	《关于政府向社会力量购买服务等指导意见》	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，确定购买主体、承接主体及购买机制，形成高效合理的公共服务资源配置体系和供给体系。
2015	财政部、发改委、人民银行	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等公共服务领域，鼓励采用政府和社会资本合作 PPP 模式
2016	财政部	《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》	大力践行公共服务领域供给侧结构性改革；进一步加大 PPP 模式推广应用力度；积极引导各类社会资本参与，鼓励各类型企业，按同等标准、同等待遇参与 PPP 项目
2017	财政部	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》	对政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施政府和社会资本合作（PPP）模式

资料来源：国务院、华金证券研究所

环卫行业的黄金年代始于 2012。伴随环卫服务领域市场化改革的不断深入，环卫新增合同总额从 2015 年的 470 亿元增长到 2019 年的 2223 亿元，4 年 CAGR 高达 47%。我们以“年度市场化规模/估算的市场总规模”来测算环卫市场化率，综合考虑环卫合同服务年限及退出期，

发现 2015-19 年环卫市场化率从 6% 已经快速上升到 57%。向前看，到 2023 年，我国平均市场化率或将攀升至 87% 的高水平。

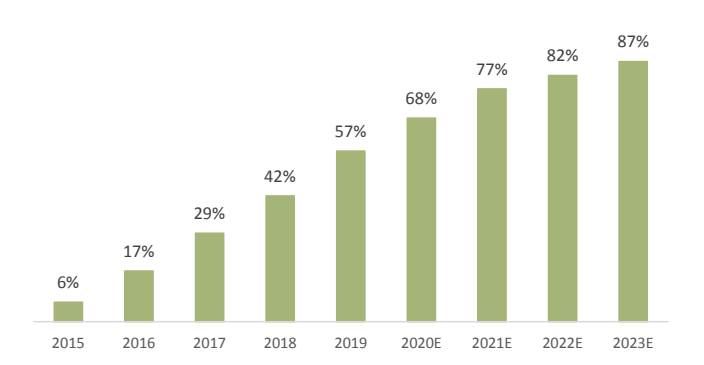
目前环卫行业仍处于市场化改革红利后期，市场化率或进入平稳爬坡的阶段。从 2019 年新增环卫合同总额 2223 亿元，低于上年 2.4% 便可有体会。

图 8：环卫服务市场化率测算

(亿元)	年化合同额	估算市场规模	年度市场化规模	市场化率
2015	82	1272	82	6%
2016	147	1360	229	17%
2017	190	1424	419	29%
2018	285	1487	622	42%
2019	325	1522	865	57%
2020E	358	1588	1076	68%
2021E	429	1696	1315	77%
2022E	480	1842	1510	82%
2023E	538	1990	1723	87%

资料来源：华金证券研究所

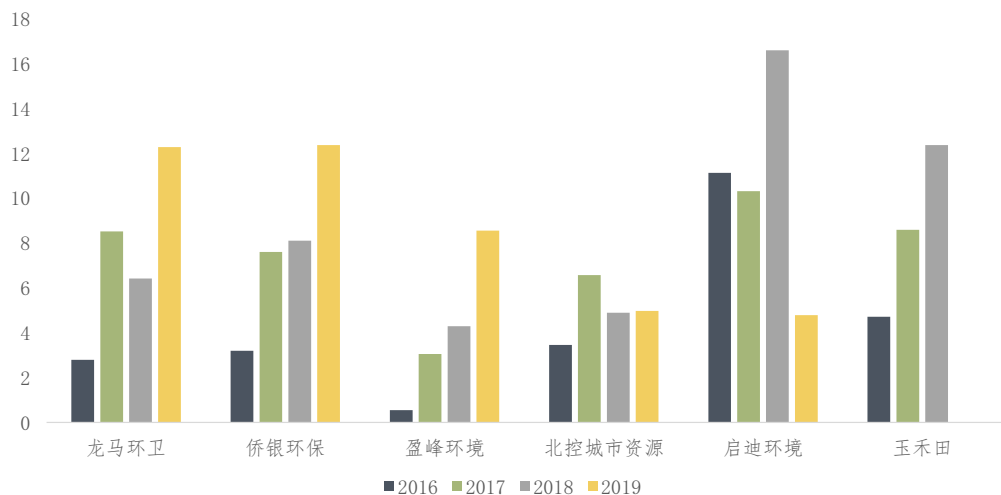
图 9：市场化率将上缓坡：2019 年 57%，2023E 年 87%



资料来源：华金证券研究所

环卫市场的高速增长，给众多参与者带来了蓬勃成长的机会。无论是老牌环卫服务商玉禾田、侨银环保，还是环卫装备制造转型而来的盈峰环境、龙马环卫，以及市政末端处理企业转型而来的启迪桑德、北控城市资源，过去几年都各胜擅长、斩获颇丰。尤其是盈峰环境，从 2016 首年启动环卫服务业务新签年化订单 5500 万元，到 2019 年新增年化服务订单 8.55 亿元，订单 CAGR 高达 150%。

图 10：2016-2019 年各企业环卫服务新增年化合同金额（单位：亿元/年）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们认为，虽然市场化改革贡献边际新增市场规模在减小，但未来环卫服务市场的需求，尤其是大企业的增长空间却十分可观，主要受益于两大驱动力：一是垃圾分类新生需求，将扩大环卫服务的范围，带来新增蛋糕；二是环卫服务极度分散的供给结构，给大企业拓展整合市场份额留下了极大的发展余地。

## （二）垃圾分类，进一步做大环卫服务蛋糕

在前期生活垃圾处理“十三五”规划、垃圾分类实施方案基础上，2019年《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》出台，要求到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。而2020年7月发布的《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》将垃圾分类体系的建设时间做了调整，46个重点城市及具备条件地级市，在2023年底完成建设。

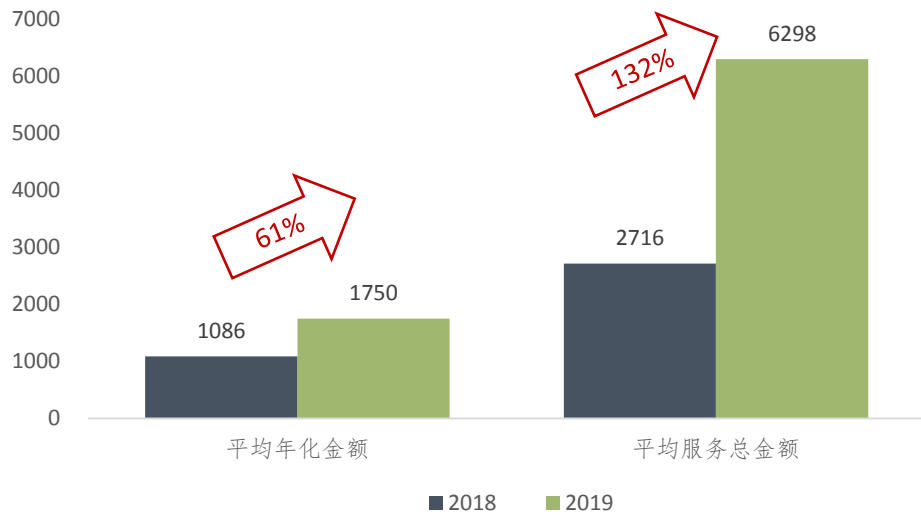
表 3：垃圾分类政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2016.12	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施规划建设规划》	到2020年底，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾得到有效分类；生活垃圾回收利用率达到35%以上，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。
2017.3	《生活垃圾分类制度实施方案》	到2020年底，基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在实施生活垃圾强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到35%以上。
2018.1	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	1) 2018年3月底前，46个重点城市要出台生活垃圾分类管理实施方案或行动计划。2) 2020年底前，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，基本形成相应的法律法规和标准体系，形成一批可复制、可推广的模式。
2019.6	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》	1) 2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。2) 2022年，各地级城市至少有1个区实现生活垃圾分类全覆盖，其他各区至少有1个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。3) 2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。
2020.7	《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》	1) 2023年，46个重点城市全面建成生活垃圾分类收集和分类运输体系。2) 推动京津冀及周边、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、黄河流域、生态文明试验区深入开展生活垃圾分类处理。3) 鼓励具备条件的地级及以上城市基本建成与生活垃圾清运量相匹配的生活垃圾分类收集和分类运输体系。

资料来源：国务院，华金证券研究所

2018年以后，各省垃圾分类细则政策逐步落地，我们也观察到垃圾分类项目招标从无到有，此市场作为环卫新兴业务领域，规模增长甚为迅猛。据我们不完全统计，2018年全国共37个垃圾分类项目，服务总金额10亿元，2019年共30个项目，服务总金额19亿元。2019年与上年同期相比，总金额规模几乎翻倍；平均单个订单服务总金额从约2700万元，增加到6300万元左右；项目平均服务期限也从2.4年延长到了3.6年。总体来看，单项目平均年化规模增长约60%。垃圾分类项目分布从北京、河南、江苏、浙江等地区，扩展到了山西、山东、四川、上海、广东等更广阔的省份。

图 11: 2019 年生活垃圾分类订单总金额、年化金额增长较快



资料来源: 华金证券研究所整理

我们预测, 未来垃圾分类业务将会成为环卫市场的重要增长极。参考各地公布的计户补助细则, 补贴额基本落在 186-250 元/户/年区间, 我们取平均值 220 元/户/年。假设 46 个垃圾分类重点城市, 京津冀、长三角、珠三角 3 大重点区域地级市均推进垃圾分类并释放订单, 上述地区在 2020-2023 年逐步完成 10%/30%/60%/90% 的垃圾分类覆盖率, 分别对应年度订单规模 36/109/217/326 亿元。

图 12: 居民端生活垃圾分类作业内容一览



资料来源: 盈峰环境, 华金证券研究所

表 4: 各地垃圾分类户均补贴情况

	深圳南山区	郑州市	上海市	杭州上城区	杭州西湖区	杭州江干区	杭州萧山区	杭州余杭区	杭州全市	平均补贴 (元/户/年)
上限	100	300	208		200	300	300	370	180	250
下限	100	240	104	280	100	200		200	180	186

资料来源: 各地方政府网站, 华金证券研究所

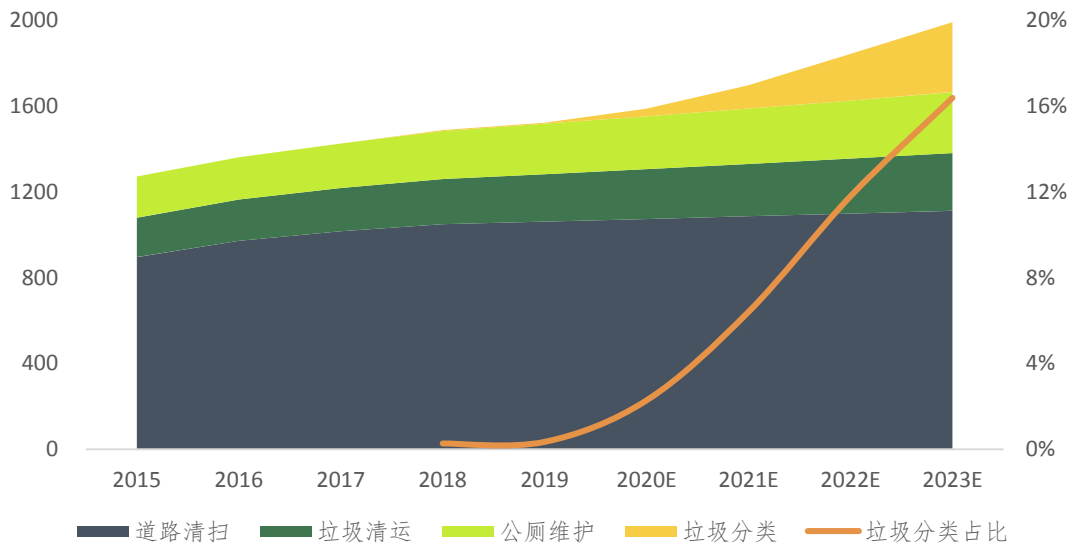
表 5: 2023 年垃圾分类预测市场规模将达到 326 亿元

	2020	2021	2022	2023
覆盖率	10%	30%	60%	90%
46 个重点城市	24	72	145	217
京津冀	4	12	25	37
长三角	6	18	36	54
粤港澳大湾区	2	6	12	18
合计市场容量 (亿元)	36	109	217	326
YoY		200%	100%	50%

资料来源: 住建部, 华金证券研究所

环卫服务主要有三块传统业务垃圾清扫、垃圾清运、公厕运营, 2019 年环卫服务市场的总规模约为 1500 亿元, 三块传统业务占整体环卫服务的比例分别为 70%、15%、15%。我们预测, 到 2023 年, 环卫服务总市场规模将达到近 2000 亿元, 其中垃圾分类市场需求为 326 亿元, 所占比重将从 2018 年的 0.3% 提高到 16.4%, 是环卫板块最重要增长极。

图 13: 2023 年垃圾分类订单在环卫服务总需求占比或将超 16%



资料来源: 盈峰环境, 华金证券研究所

表 6：环卫服务需求结构预测

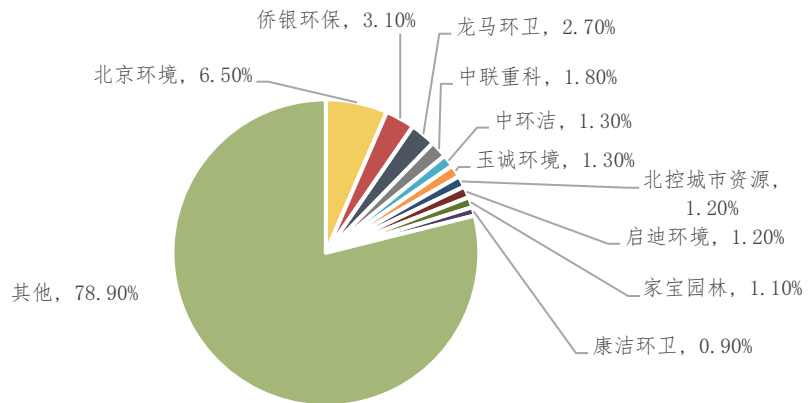
作业板块		城市								
		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
道路清扫	清扫面积 (亿平方米)	73	79.5	84.2	86.9	87.769	88.65	89.53	90.43	91.33
	YoY		1.49%	1.33%	1.23%	1%	1%	1%	1%	1%
	清扫费 (元/平方米)	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	规模小计 (亿元)	730	795	842	869	878	886	895	904	913
垃圾清运	清运量 (万吨)	19142	20362	21521	22802	24170	25620	27158	28787	30514
	YoY		6.4%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	清运费 (元/吨)	75	75	75	75	75	75	75	75	75
	规模小计 (亿元)	144	153	161	171	181	192	204	216	229
公厕维护	公厕数量 (万座)	13	13	14	15	15	16	17	18	19
	YoY		2.8%	4.9%	8.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	运营费 (万元/座)	14	14	14	14	14	14	14	14	14
	规模小计 (亿元)	171	175	184	199	209	220	231	242	254
垃圾分类	规模小计 (亿元)				4	5	36	109	217	326
	YoY					30.6%	589.8%	200.0%	100.0%	50.0%
		县城								
道路清扫	清扫面积 (亿平方米)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	YoY	24	25	25	26	26	27	27	28	28
	清扫费 (元/平方米)		5.9%	-1.2%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	规模小计 (亿元)	7	7	7	7	7	7	7	7	7
垃圾清运	清运量 (万吨)	166	176	174	179	183	186	190	194	198
	YoY	6655	6666	6747	6660	6706	6708	6710	6712	6714
	清运费 (元/吨)		0.2%	1.2%	-1.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	规模小计 (亿元)	60	60	60	60	60	60	60	60	60
公厕维护	公厕数量 (万座)	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	YoY	4	4	5	5	5	5	6	6	6
	运营费 (万元/座)		0.2%	5.0%	7.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	规模小计 (亿元)	5	5	5	5	5	5	5	5	5
垃圾分类	规模小计 (亿元)	22	22	23	25	26	27	28	29	30
城乡合计		1272	1360	1424	1487	1522	1588	1696	1842	1990

资料来源：华金证券研究所

### (三) 白银时代：行业整合空间巨大

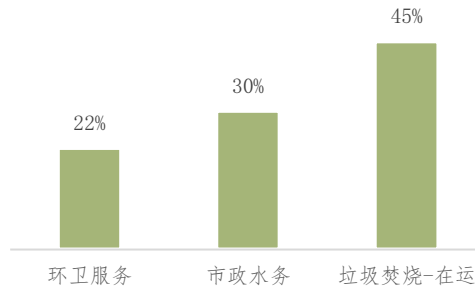
我国环卫服务竞争格局仍非常分散，2019年环卫服务新签订单前十名企业的年化合同额在行业总额（已市场化部分）中的占比约为22%，其中份额最大的北京环境也仅为6.5%。相较于市政水务30%、垃圾焚烧45%等其他环保细分行业，环卫服务前十企业市占率明显偏低，市场竞争非常分散。

图 14: 2019 年中国环卫服务市场占有率情况



资料来源: 北极星固废网, 华金证券研究所

图 15: 环卫市场集中度远低于其他环保板块

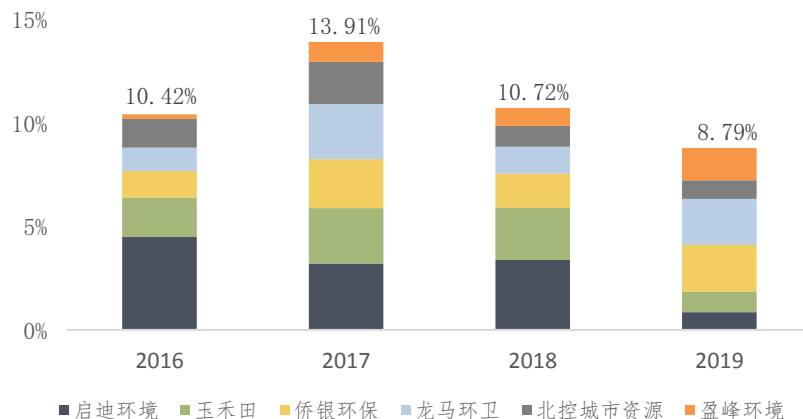


资料来源: 北极星固废网, 华金证券研究所

即使如此, 从过去几年数据来看, 行业集中度似乎尚无提高态势。2016-19 年, 主流 6 家环卫上市公司启迪环境、玉禾田、侨银环保、龙马环卫、北控城市资源、盈峰环境的合计市占率分别为 10.4%、13.9%、10.7%、8.8%, 甚至反而有所降低。

造成龙头市场份额下降的原因是多方面的, 一是环卫市场化改革释放了广阔的行业空间, 大小企业的生存环境都相对宽松; 二是受财政部 102 号文《政府购买服务管理办法》约束, 环卫合同服务期限有所缩短, 客观上加剧了供给的分散程度。

图 16: 2016-2019 年主流企业环卫服务合计市占率有所下降



资料来源: 公司公告, 环境司南, 华金证券研究所

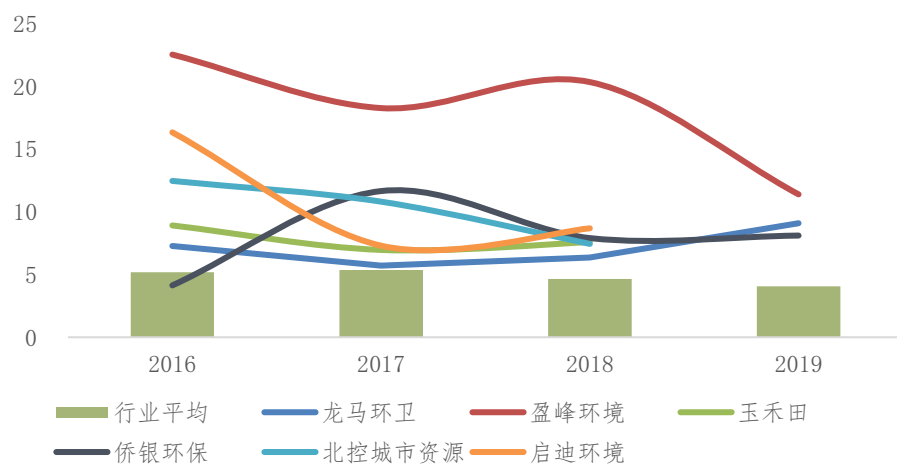
2017年，财政部出台了87号文《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，此前狂热的PPP投资模式出现逆转，市场化环卫服务合同平均年限也随之经历了先升后降的拐点。2015年我国平均环卫合同服务年限为3.3年，2017年达到5.3年的高点，2019年降低至4年。

2020年3月1日正式实施的财政部102号文《政府购买服务管理办法》提出，政府购买服务合同履行期一般不超过1年；在预算保障的前提下，对于购买内容相对固定、连续性强、经费来源稳定、价格变化幅度小的政府购买服务项目，可以签订履行期限不超过3年的政府购买服务合同。2020上半年，我国平均环卫合同服务年限已低至3.1年。

财政部87号文、102号文内涵相承，目的在于遏制地方政府违法举债投资，化解财政金融风险，强化政府购买服务的预算硬约束。其防范重点是重投资领域，而环卫服务属于轻资产运营，即使服务合同期限延长，也并不会造成预算软约束问题。相反的，环卫服务合同长期化，有利于鼓励企业提高投资水平、注重本地化管理团队的培养，从而带动环卫作业机械化、智能化率提高，最终提升环卫服务效率和水平。

我们认为，未来政府购买环卫服务将重回大项目、长周期的模式，这也是行业提高服务质量、效率的必然趋势。环卫龙头企业的合同期限普遍长于行业平均，2019年盈峰环境新签合同平均期限11.4年，龙马环卫9.1年，侨银环保8.1年，远高于行业同期4.0年的水平。相信随着合同期限的普遍延长，龙头企业的竞争力会更加凸显，从而进一步获取更多市场份额，完成环卫行业整合。

图 17：龙头企业合同期限长于行业平均

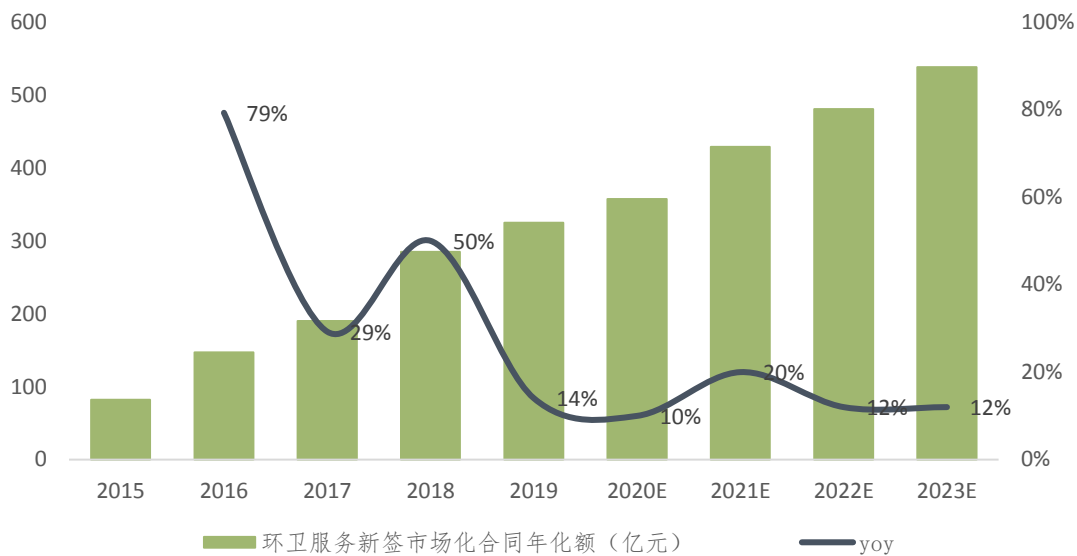


资料来源：城乡建设统计公报，华金证券研究所

基于我们对环卫服务总需求、环卫市场化率的预测，我们认为到2023E年环卫服务新签市场化合同年化金额将达到538亿元，相当于未来三年环卫服务市场化收入规模CAGR为13%。虽然行业增速不显得太高，但我们认为龙头企业的增速将会远远快于行业，原因就在于极度分散的竞争结构为龙头提供了广阔的整合拓展空间。

假设随着环卫服务行业顺利整合，到2023年能够达到垃圾焚烧的市场集中度水平，即Top10合计市场份额从目前的22%提高到约45%，则Top10龙头企业未来三年的年化合同额CAGR将达到36%，远远高于行业平均13%的水平。

图 18: 未来三年, 环卫服务市场化的年化合同金额 CAGR13%



资料来源: 华金证券研究所测算

表 7: Top10 环卫服务年化合同金额 CAGR 达 36%

	2019	2023E	CAGR
市场化年化合同额	325	538	13%
Top10 份额	22%	45%	
Top10 合同年化额	72	242	36%

资料来源: 华金证券研究所测算

### 三、环卫装备新能源化：打开增长空间，优化竞争结构

#### （一）复盘：机械化率提升，驱动装备市场增长

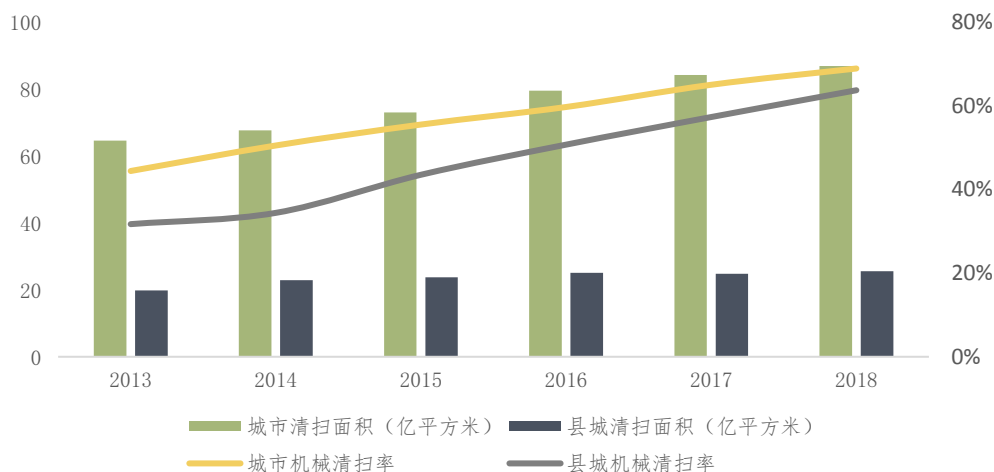
环卫装备是环卫行业另一市场方向。过去十年，环卫行业机械化率快速提升，城市/县城机械化率每年约提升 5.2/6.4pct。受此拉动，同期环卫装备也经历了高速发展，2013-17 年的车辆销售量 CAGR 约 21%。2018 年以来，环卫装备销量同比增幅稳定在 15%左右。2019 年，我国环卫车辆共销售 10.4 万辆，对应市场规模约 200-300 亿元。

图 19：2012-2020（1-4 月）环卫车市场销量（单位：辆）



资料来源：中汽数据，华金证券研究所

图 20：2013-2018 年城市、县城清扫面积及机械清扫率



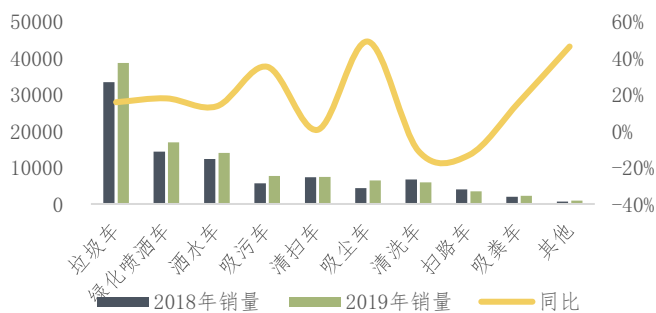
资料来源：城乡建设统计公报，华金证券研究所

目前，我国机械化清扫率已处于较高水平，城市机械化率从 2013 年 44% 提升到 2018 年 69%；县城机械化率从 2013 年 32% 提升到 2018 年 64%，部分二线城市的机械化率甚至已达到 80-90%。参考发达国家平均 80% 以上的机械化清扫率，我国环卫机械化率提升空间并不显著。

未来，环卫装备有两大增长驱动力：一是除道路清扫之外，其他应用场景的机械化率在提升，新型环卫装备呈现丰富的长尾需求；二是装备新能源化带来的旺盛更新需求。

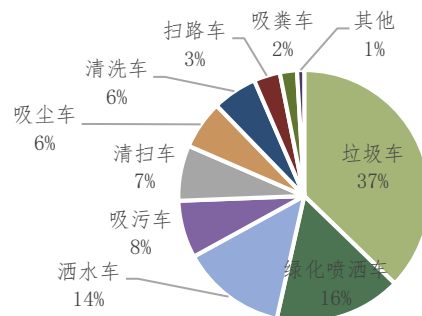
2019年，环卫装备销量前三的品类是垃圾车/绿化喷洒车/洒水车，约占总销量的37%/16%/14%，合计占比67%。三者增速较为接近，约15%。功能单一的传统道路清洗车、扫路车已现疲态，2019年增速下滑11%、13%。而销量占比8%、6%吸污车、吸尘车近几年增长势头猛烈，2018/2019年的增速分别为63%/35%、53%/49%。由于新型应用场景的出现，吸污车、吸尘车这些长尾品类的需求将会快速增长，我们预测，到2023年，两者销量份额或将达到11%、12%，合计占比近1/4。

图 21：2019 年环卫车细分车型销量规模（单位：辆）



资料来源：中汽数据，华金证券研究所

图 22：2019 年环卫装备主要车型销量占比



资料来源：中汽数据，华金证券研究所

## （二）新能源化开启下个十年增长

新能源环卫车是未来环卫装备领域的最大增长亮点。新能源装备扩大应用的根本动力是经济性。我们比较了纯电动环卫车和柴油环卫车购置+使用的综合成本，按照折旧期8年计，纯电车/柴油车的年均成本分别为3.97万/4.16万，新能源装备成本低5%左右。若延长设备使用时间，其经济性还会进一步增加。

表 8：使用新能源环卫车具有经济性

单位：万元	纯电环卫车	柴油环卫车
购置成本		
售价	60	40
购置税		3.42
补贴	3.50	
小计	56.50	43.42
使用成本		
日均行驶里程	100	100
百公里能耗	5	2.5
能源价格	1.3	5
年能源费用	0.23	0.45
年维护费用	0.20	1.00
折旧（8年）	3.53	2.71
年均成本	3.97	4.16

资料来源：华金证券研究所

政策端则是现阶段不可或缺的重要推手。2018年,《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出2020年重点区域新增环卫车辆使用新能源汽车的比例应达到80%。此后,财政部出台了环卫等公共服务领域新能源车的相关补贴政策。2020年10月9日国常会通过《新能源汽车产业发展规划》,明确了“2021年起,国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆,新能源汽车比例不低于80%”的目标。

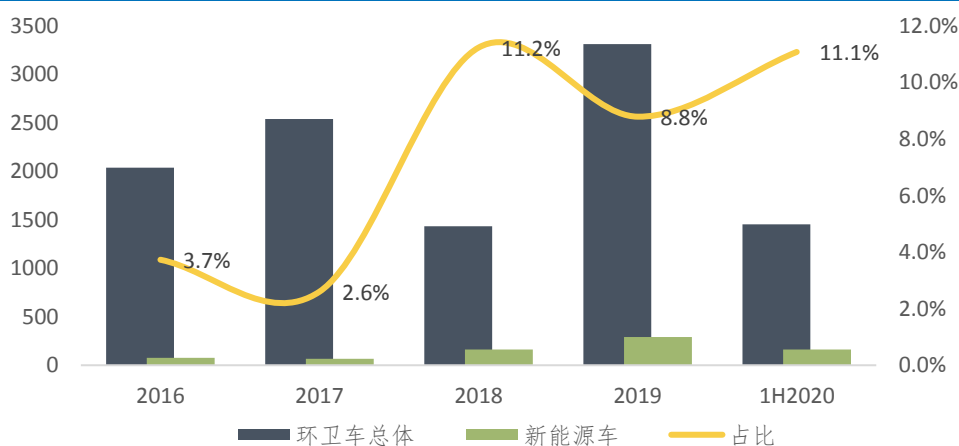
表 9: 新能源环卫装备政策梳理

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2018	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	2020年新能源汽车产销量达到200万辆左右。加快推进城市建成区新增和更新的环卫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%。
2019	工信部	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》(征求意见稿)	到2025年,新能源汽车市场竞争力明显提高,销量占当年汽车总销量的20%。到2030年,新能源汽车销量占当年汽车总销量的40%。
2020	财政部等	关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	为加快公共交通等领域汽车电动化,环卫领域符合要求的车辆,2020年补贴标准不退坡,2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。原则上每年补贴规模上限约200万辆。
2020	工信部	《推动公共领域车辆电动化行动计划》	目前已基本成型,准备开展试点示范,同时工信部在和财政部研究综合奖补政策。
2020	国务院	《新能源汽车产业发展规划》	2021年起,国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆,新能源汽车比例不低于80%。

资料来源: 国务院, 华金证券研究所

顺应新能源环卫车的发展趋势,企业端产品结构也积极转型,推出新能源产品的比重越来越大。2016年入选工信部新车目录的新能源环卫车型76个,而仅今年上半年就有161个;新能源车型占整体环卫车的比例也从3.7%快速提高到11.1%。

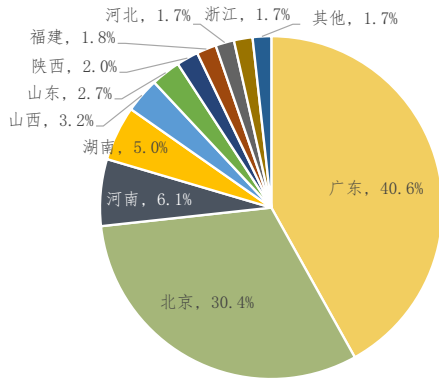
图 23: 工信部新车目录中新能源环卫车的占比不断攀升



资料来源: 工信部, 华金证券研究所

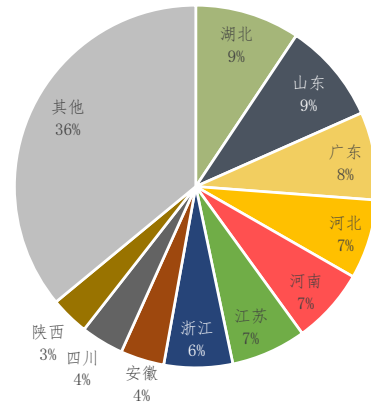
目前新能源环卫车的实际销售还仅集中在几个重点区域，没有完全铺开。2019年广东、北京两地销量分别占到了全国总量的40.6%、30.4%，合计达到71%的份额。而整体环卫车的区域销售情况则分散很多，Top10省市的销量均为6-9%，非常均衡。

图 24：2019 年新能源环卫车区域销量份额排名



资料来源：中汽数据，华金证券研究所

图 25：2019 年整体环卫车区域销量及份额排名



资料来源：中汽数据，华金证券研究所

结合传统环卫装备和新能源装备的销量分布特点，我们将潜在市场分为三类区域，以区别预测新能源环卫车的渗透率及销售量。1) 第一类区域，具有最大可能性实现新能源环卫车占比突破，是传统、新能源环卫车销量双高区域，包括广东、河南、山东、陕西、河北、浙江六省。2) 第二类区域，具有新能源优先发展的势头，虽然其环卫车总销量不突出，但新能源环卫车的销量却很高；包括北京、湖南、山西、福建。3) 第三类区域是传统环卫车大省，近期也出台了鼓励新能源车普及应用的政策，但新能源环卫车销量有待兑现；包括江苏、安徽、四川三地。

各地方针对新能源环卫车的政策主要有两大方向，一是要求更新环卫车中新能源车辆达到80%以上的比重，二是要求环卫领域新能源车应用比例不低于30%。参考政策要求及目前较低的新能源普及现状，我们假设2023年，三类区域的新能源环卫车比例分别达到30%/20%/10%，则其新能源环卫车年销量为1.94万辆/0.37万辆/0.23万辆。即不考虑全国其他地区的新能源环卫车销售，仅此12省+1市的新能源环卫车年市场就将达到2.54万辆，是2019年的6倍多，届时新能源车渗透率将达到16%。

**表 10：预测 2023 年三类重点区域新能源环卫装备渗透率将提升至 30%/20%/10%**

<b>第一类：最大可能实现新能源占比突破（环卫车、新能源环卫销量双高）</b>						
	新能源销量	环卫车总销量	2019 渗透率	2023E 渗透率	2023E 年环卫车销量	2023E 年新能源环卫车销量
广东	932	8188	11.4%	30%	12682	3805
河南	141	6972	2.0%	30%	10798	3240
山东	62	9325	0.7%	30%	14443	4333
陕西	45	3578	1.3%	30%	5542	1663
河北	40	7340	0.5%	30%	11368	3411
浙江	38	6338	0.6%	30%	9816	2945
小计						19395
<b>第二类：新能源现行（环卫车总销量不高，但新能源环卫车销量较高）</b>						
	新能源销量	假设 2019 年环卫车总销量	2019 渗透率	2023 渗透率	2023 年环卫车销量	2023 年新能源环卫车销量
北京	697	3000		20%	4646	929
山西	115	3000		20%	4646	929
福建	73	3000		20%	4646	929
湖南	41	3000		20%	4646	929
小计						3717
<b>第三类：新能源待发展重点（环卫车总销量高，且有相关新能源政策出台）</b>						
		环卫车总销量	2019 渗透率	2023 渗透率	2023 年环卫车销量	2023 年新能源环卫车销量
江苏		6936		10%	10743	1074
安徽		4035		10%	6250	625
四川		3961		10%	6135	613
小计						2313
<b>新能源环卫装备销量合计（辆）</b>						<b>25425</b>
<b>渗透率</b>						<b>16%</b>

资料来源：中汽数据，华金证券研究所测算

假设传统新能源环卫车价格 20-30 万/辆，新能源车 50-60 万/辆，则 2023 年传统能源/新能源环卫装备市场容量将分别达到 270-400 亿元/130-150 亿元，总体环卫装备市场在 400-550 亿元，其中新能源装备的市场份额约 30%。相较目前 200-300 亿的市场空间，未来三年，考虑新能源贡献的设备行业总收入规模 CAGR 约 15%-20%，远高于原传统环卫装备 CAGR12%的收入增速。

**表 11：预测 2023 年新能源装备渗透率将达 16%**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
环卫车市场销量（辆）	26036	36720	40984	42513	53990	78446	90602	103545	114500	127550	142702	160373
YoY		41.0%	11.6%	3.7%	27.0%	45.3%	15.5%	14.3%	10.6%	11.4%	11.9%	12.4%
新能源环卫车销量（辆）					874	1830	1604	3990	7847	12568	18342	25425
YoY						109.4%	-12.3%	148.8%	96.7%	60.2%	45.9%	38.6%
渗透率					1.6%	2.3%	1.8%	3.9%	6.9%	9.9%	12.9%	15.9%

资料来源：公司年报，华金证券研究所测算

## 四、装备+服务相得益彰，价值链管理独具优势

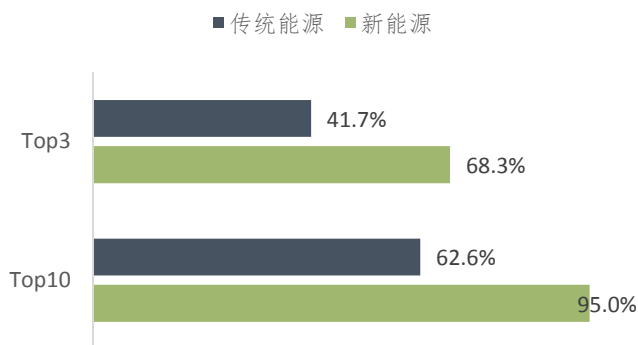
### （一）最优竞争策略：设备融合服务+全面转向新能源装备

基于上文分析结论：未来三年 1)Top10 环卫服务龙头企业年化合同额 CAGR 将达到 36%，2) 新能源环卫装备销售收入规模 CAGR15%-20%，我们坚定看好整体环卫赛道，并认为最优竞争策略是：设备融合服务+全面转向新能源装备。

这种发展策略的优势在于两点，一是有设备配套能力的服务商，能够提供更高的机械化、智能化作业水平，运营中展示出更优的服务质量，因此在招标中也更为地方政府所青睐。二是对装备制造而言，新能源领域的市场结构更健康，供给集中度更高，其产品竞争力有望兑现更高的市场份额。

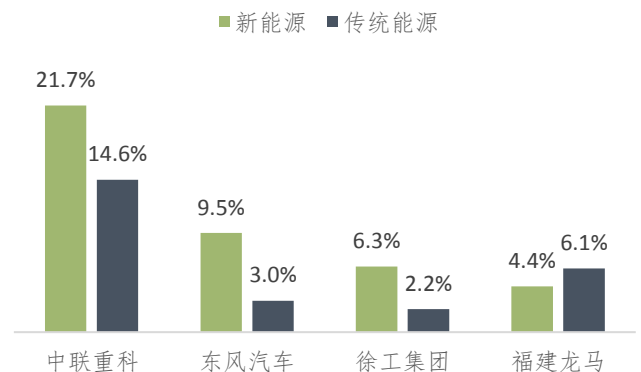
2019 年，新能源领域 Top3/Top10 的市场占有率分别为 68%/95%，分别高出传统环卫装备市场占有率 27pct/32pct。对比主流装备制造的情况，也会发现其在新能源领域都获得了更高份额。

图 26：新能源环卫车 Top10 份额远高于传统环卫车



资料来源：华金证券研究所整理

图 27：主流企业在新能源领域都获得了更高份额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （二）传统环卫装备龙头，研发、生产、销售基础扎实

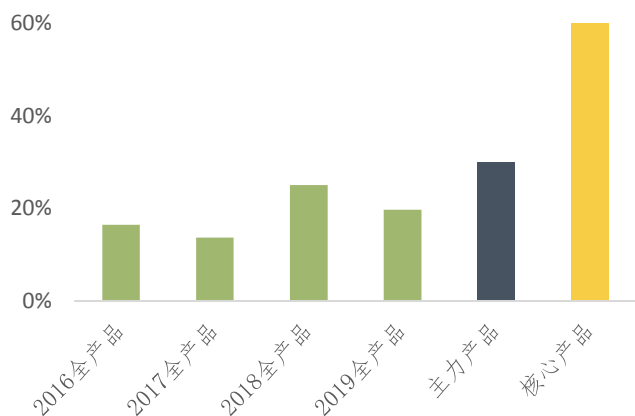
盈峰环境的发展是“设备融合服务+全面转向新能源装备”竞争策略最完美注脚。

公司是我国环卫装备领域的重要开拓者，取得了干湿两用吸扫式扫路车、全液压微型扫路机、隧道清洗车、纯电动扫路车、天然气动力清洗车等环卫装备首台套的成就。深厚的行业经验积淀出公司在技术研发方面的领跑优势，其技术专利、发明专利数量长居行业首位。多年来公司布局了最全面的产品线，现有环卫清洁类、垃圾收转运类环卫产品 400 多款。

实力铸就了公司在国内环卫装备市场连续 19 年的销量冠军奇迹，市场地位非常稳固。其全品类口径市场占有率维持 20% 以上，主力产品和核心产品领域的市占率甚至高达 30%、60%。根据中国汽车研究中心的数据，2019 年公司环卫装备的销售金额排名第一，约为行业第二名的近 3 倍。

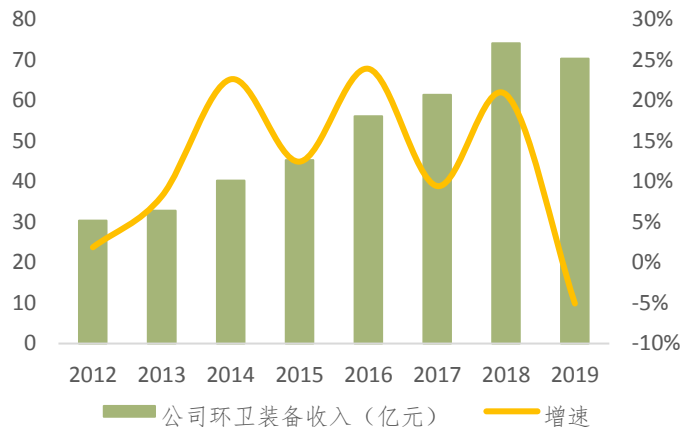
2013年以来，公司环卫装备销售收入增速稳定在15%左右，2019年板块收入达70.33亿元。1H2020公司装备收入略有下滑，主要因为公司产品定位中高端市场，而上半年全国中高端环卫车辆销售受疫情影响较重，销量同比下降9.1%。随着国内积极复工复产，三季度公司销售出现持续好转，前8月装备累计新签合同增长超过8%。

图 28：公司新能源环卫装备市场份额稳居榜首



资料来源：公司年报，华金证券研究所整理

图 29：公司环卫装备销售收入

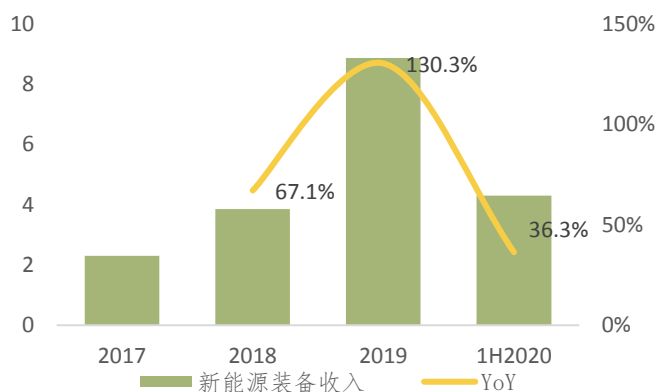


资料来源：公司公告，华金证券研究所

### (三) 新能源装备、智慧装备先行者

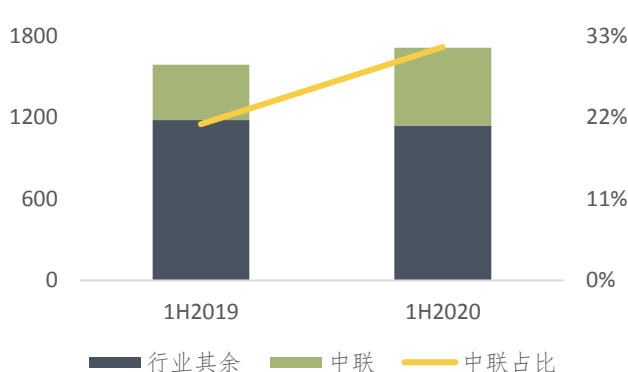
公司进入新能源领域较早，板块销售收入从2017年2.7亿元发展到2019年8.9亿元，2020上半年增速为36%。大力发展新能源装备，2020上半年新能源销量571辆，在整体新能源环卫装备行业的占比达到31%，横向来看遥遥领先同行；纵向来看，也较去年同期市占率提高10pct。

图 30：公司新能源环卫装备销售收入



资料来源：公司年报，华金证券研究所整理

图 31：1H2020 公司新能源装备销量行业份额升至 31%



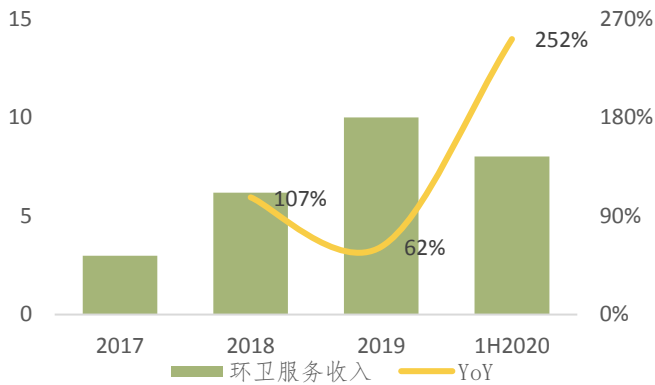
资料来源：公司公告，华金证券研究所

在环卫装备智能化领域，公司也具备显著优势。其技术储备包括智能环卫机器人、无人驾驶环卫车辆等前沿方向，并获得无人驾驶路测牌照，为政府在环卫领域的首次发证。同时，公司荣登工信部“中国新一代人工智能产业创新重点任务企业榜单”，跻身环卫智慧机器人产业创新“国家队”。

### (四) 大力培育环卫服务，5115 战略启幕

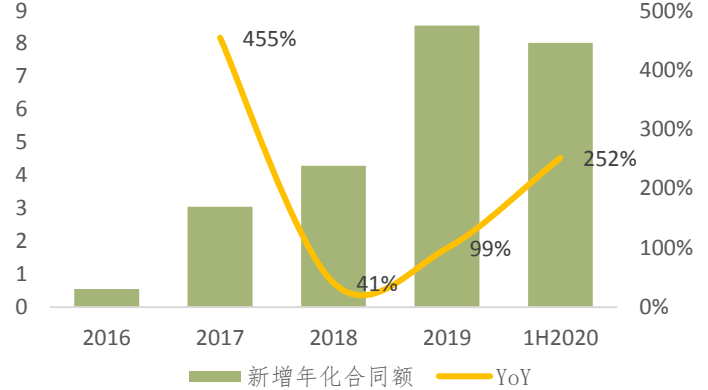
从 2016 年涉足环卫服务以来，公司新签订单年化合同额以 CAGR150%增长着，而今年上半年受益于深圳宝安项目中标，增速创 252%之新高。2017-2019 年，公司环卫服务板块收入 CAGR 达 83%，1H2020 收入为 8.0 亿元，增速 252%。

图 32：公司环卫服务收入



资料来源：公司年报，华金证券研究所整理

图 33：公司环卫服务年化合同额增长迅猛



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司之所以在较短时期内能够实现环卫服务业务突破，主要得益于设备端强大的品牌效应。由于公司装备定位中高端市场，最主要客户就是各级政府部门。经过多年的良好合作，政府客户对公司产品有信任、品牌有美誉。同时，盈峰强大的环卫装备配套能力，让地方政府看到了通过机械化、智能化装备，来实现环卫行业升级、环卫服务优化、环境质量提升的未来潜力，更加促进了公司环卫服务、装备业务相互强化。

今年 5 月，公司中标业内最大的订单——深圳宝安环卫一体化 PPP 项目。该项目不仅在体量上创下行业记录，其在新能源环卫装备应用，管理信息化技术应用，人工智能技术应用，多项成果位居行业第一，改写城市管理标准，构建了深圳市国际领先的公共服务水平。表明公司环卫服务、装备配套能力已经达到了全球一流水准。

未来，公司在环卫服务领域有更加宏伟的蓝图。上半年，盈峰提出“5115 战略”，即通过持续聚焦、加大投入，未来 5 年力争做到，智慧环卫服务累计合同额达到 1000 亿元，实现年营收 100 亿元，跻身行业数一数二地位。

### （五）美的水准，打造数字化精益制造管理系统

相较其他环卫装备制造企业，盈峰的独特优势在于其精益化供应链管理能力和数字化能力。由于实际控制人属美的家族，盈峰在数字工厂管理能力建设方面深受美的影响。家电行业的精益制造水平高，尤其是美的 2017 年收购全球全球顶级机器人公司库卡，经过战略转型和经验积累，目前已实现全面智能化，用数据来驱动企业全价值链运营。

公司提出 IBS168 计划，以美的水准打造数字化精益制造管理系统。未来，公司将构建客户为导向的新型订单预定模式，通过 6 大运营领域（研发、营销、供应链、财务、项目、服务）、8 大业务系统（PLM、CRM、SRM、MES、ERP、PMS、CSS、FMS）的数字化，达到产销、产研的高效流畅对接，降本增效。

表 12: 盈峰数字化转型战略

运营领域	盈峰数字化转型：IBS168 计划
销售	优化 ERP、CRM 系统功能，加强订单及库存的管控
研发	优化 PLM 产品型谱、EBOM 结构等，降低同一型谱产品的物料差异化，推进数字工艺、研发
制造	导入数字工厂 MES 系统、CRM 销售预测与计划，逐步建立以销定产的柔性生产机制、升级精益化制造
供应链	强化在产品设计阶段的衔接，提高新产品的可制造性，深化 SRM 供方的计划协同、库存精准管控、提升生产效率
项目	构建以 PMS 项目计划、质量、规范标准化平台，提升项目交付的及时、高效、风险管控能力
财务	引入资金、预算系统，加强经营风险管控，提升财务精细化管理能力，建立全价值链精益化的高效运营体系

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 五、盈利预测及估值

我们分别对环卫装备、环卫服务、环境监测及固废处理、电工材料业务板块进行预测，2020-22年公司总收入将分别增长8.2%、18.6%、20.4%，至137.4亿元、163.0亿元、196.2亿元。2022E年环卫板块在总收入中占比将达到78.6%，较2019年提升15.3pct，其中环卫服务在环卫业务板块收入占比为31.8%，较2019年提升19.4pct。

表 13：分业务盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
环卫装备	7033	7948	9140	10511
增长率		13%	15%	15%
环卫服务	1001	1803	3065	4903
增长率		80%	70%	60%
环境监测及固废处理	1191	417	417	417
增长率		-65%	0%	0%
电工材料制造及其他	3470	3574	3681	3792
增长率		3%	3%	3%
收入合计	12696	13741	16303	19623
环卫装备	4770	5325	6215	7147
增长率		12%	17%	15%
环卫服务	742	1334	2268	3628
增长率		80%	70%	60%
环境监测及固废处理	855	300	300	300
增长率		-65%	0%	0%
电工材料制造及其他	3022	3113	3206	3302
增长率		3%	3%	3%
成本合计	9389	10072	11989	14378
环卫装备	32%	33%	32%	32%
环卫服务	26%	26%	26%	26%
环境监测及固废处理	28%	28%	28%	28%
电工材料制造及其他	13%	13%	13%	13%
平均毛利率	26%	27%	26%	27%

资料来源：华金证券研究所

预测2020-22年归母净利润分别增长8.5%、17.6%、19.5%，至14.8亿元、17.4亿元、20.8亿元，对应EPS为0.47、0.55、0.66元。参考环卫板块可比公司估值，2020E-2022E年的板块平均PE是27X、25X、19X。考虑公司环卫服务占比将逐步提升，我们给予公司2021年20-22XPE估值，公司合理市值为350-380亿元。

表 14：可比公司估值参考

		2020E	2021E	2022E
603686.SH	龙马环卫	23.90	20.17	16.59
300815.SZ	玉禾田	24.88	23.28	17.91
002973.SZ	侨银环保	32.93	30.66	22.63
	平均	27.23	24.70	19.04

资料来源：wind，华金证券研究所

## 六、风险提示

- 1) 公共领域新能源车辆鼓励政策各地落实进度不一，新能源环卫装备渗透率提升低于预期。
- 2) 地方政府采购环卫服务合同期限仍旧 3 年之内，拖累环卫服务市场集中度提升，影响龙头企业获取市场份额。
- 3) 若环卫装备销售回款变慢，会增加装备制造行业现金流压力。

## 财务报表预测和估值数据汇总

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
<b>流动资产</b>	11598	11799	14603	15931	19717	<b>营业收入</b>	13045	12696	13741	16303	19623
现金	2389	3161	3394	4327	4688	营业成本	9773	9389	10072	11989	14378
应收票据及应收账款	6307	5204	7255	7526	10265	营业税金及附加	77	71	78	87	111
预付账款	142	71	160	114	216	营业费用	930	917	762	967	1267
存货	1306	1145	1485	1646	2108	管理费用	447	392	738	773	815
其他流动资产	1453	2219	2309	2319	2440	研发费用	256	246	267	316	381
<b>非流动资产</b>	12863	13056	13593	14474	15490	财务费用	43	54	49	19	-8
长期投资	214	303	399	497	598	资产减值损失	203	-41	0	0	0
固定资产	870	995	1292	1655	2018	公允价值变动收益	4	22	5	8	10
无形资产	2340	2694	3038	3452	3921	投资净收益	249	159	157	165	182
其他非流动资产	9439	9064	8864	8869	8953	<b>营业利润</b>	1617	1789	1937	2324	2871
<b>资产总计</b>	24461	24855	28197	30405	35207	营业外收入	28	12	20	16	18
<b>流动负债</b>	8977	8085	10250	10836	13629	营业外支出	19	163	44	47	55
短期借款	1199	1607	1607	1607	1607	<b>利润总额</b>	1627	1638	1914	2294	2834
应付票据及应付账款	6337	5428	7192	7830	10185	所得税	268	246	303	352	444
其他流动负债	1441	1050	1452	1399	1837	<b>税后利润</b>	1358	1392	1611	1942	2390
<b>非流动负债</b>	852	1003	916	865	788	少数股东损益	430	30	134	205	315
长期借款	612	644	557	506	429	<b>归属母公司净利润</b>	929	1361	1478	1737	2076
其他非流动负债	240	359	359	359	359	EBITDA	1955	2033	2258	2709	3333
<b>负债合计</b>	9829	9087	11166	11701	14417						
少数股东权益	160	253	386	591	906	<b>主要财务比率</b>					
股本	3163	3163	3163	3163	3163	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	9602	9698	9698	9698	9698	<b>成长能力</b>					
留存收益	1567	2753	3957	5342	7053	营业收入(%)	166.3	-2.7	8.2	18.6	20.4
归属母公司股东权益	14472	15515	16645	18113	19884	营业利润(%)	300.6	10.6	8.3	20.0	23.5
<b>负债和股东权益</b>	24461	24855	28197	30405	35207	归属于母公司净利润(%)	163.3	46.6	8.5	17.6	19.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	25.1	26.0	26.7	26.5	26.7
						净利率(%)	7.1	10.7	10.8	10.7	10.6
						ROE(%)	9.3	8.8	9.5	10.4	11.5
						ROIC(%)	8.5	7.9	8.5	9.4	10.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40.2	36.6	39.6	38.5	40.9
						流动比率	1.3	1.5	1.4	1.5	1.4
						速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.2	2.2	2.2	2.2	2.2
						应付账款周转率	2.6	1.6	1.6	1.6	1.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	27.6	18.8	17.4	14.8	12.4
						P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	13.0	12.3	11.1	8.9	7.2

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-1151	1485	1362	2368	2055
净利润	1358	1392	1611	1942	2390
折旧摊销	287	350	321	412	518
财务费用	43	54	49	19	-8
投资损失	-249	-159	-157	-165	-182
营运资金变动	-2915	-461	-458	168	-653
其他经营现金流	324	309	-5	-8	-10
<b>投资活动现金流</b>	1154	-963	-697	-1119	-1342
<b>筹资活动现金流</b>	-462	374	-432	-317	-352

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.43	0.47	0.55	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	0.47	0.43	0.75	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.90	5.26	5.73	6.29

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

维文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com