

电动化&环卫服务相得益彰，“5115”战略行稳致远

——盈峰环境（000967.SZ）跟踪报告

要点

行稳致远，“5115”战略彰显公司雄心。2020Q3，盈峰环境已成功走出剥离非固废及环卫业务、以及疫情对环卫装备销量所带来的影响，单季度扣非归母净利润在2020年首次实现增长（同比+41.67%），三季度末在手现金27.28亿元，叠加可转债14.76亿元成功发行，未来发展资金充裕。我们看好公司通过在智慧环卫领域的前瞻布局，把握行业变革带来的机遇，全面实现公司“5115”战略。

环卫装备：政策推动电动化发展，公司龙头地位稳固，尽享产业升级红利。在全球新能源化、城市智慧化的大背景下，叠加国家层面的政策指引和地方层面的政策落实，辅以适度的补贴和长期经济性的优势，我们看好纯电动环卫车在“十四五”期间的发展前景：市场空间方面，我们测算2021年纯电动环卫车销量有望破万辆，2025年有望破5万辆，占新增环卫车比重超30%，“十四五”年均CAGR有望达68%；2021年需重点关注存量项目到期后重新招标所带来的新增及更新环卫车需求。驱动因素方面，短期政策主导（通过市场化环卫运营项目招标变相补贴），**品牌和环卫运营项目拿单能力是核心竞争力**；长期经济性主导，在降本降价趋势下一体化制造企业更具成本及盈利优势。

公司作为传统环卫装备龙头，产品线丰富且纯电动环卫装备品类齐全，在纯电动环卫车销量已然行业领先的背景下仍在通过持续的研发投入更新升级产品，同时和龙头底盘制造商（比亚迪、东风、上汽）的紧密合作也将保证公司在行业放量之时做好准备，**公司的传统品牌优势和2020年崭露头角的运营项目拿单能力将保障公司在环卫车电动化前景下市占率的进一步提升**；长期来看，则需持续关注纯电动环卫车降价降本背景下底盘、电池、及整车厂的利润留存情况，这也将直接影响公司纯电动环卫车的盈利能力。

环卫服务：市场变革期，设备实力加持将保障公司拿单&盈利能力提升。环卫运营市场正处于变革期，在市场空间稳步扩张的同时，新参与者的进入也给市场格局和集中度带来了短期的扰动；此外，环卫运营供给和需求端也在机械化、新能源化、智慧化的发展过程中持续进化，我们认为2021年环卫运营市场空间有望进一步扩容，且受疫情影响和新进入者增多所带来的集中度短期下降趋势有望回升。公司作为环卫装备领域的龙头企业，在资本的支持和技术的加持下正朝着城市综合服务商不断前进，2020年前三季度新签年化订单金额达10.12亿元为行业第一；我们看好公司持续通过科技赋能优化管理运营，积极应对政府新需求实现业务领域突破，从而迎来新一轮的发展。

维持“买入”评级：受疫情影响，市场集中度有一定程度下降，我们小幅下调盈利预测，预计公司20-22年归母净利润为14.40/16.53/18.34亿元（原值为16.39/18.95/20.96亿元），对应EPS为0.46/0.52/0.58元，当前股价对应20-22年PE为18/16/14倍。公司作为环卫设备龙头，将持续受益于环卫行业机械化率的稳步提升和行业变革的加速发展（新能源、智慧环卫、垃圾分类），且环卫服务端持续发力也将给公司的业绩增长打下坚实基础，**维持“买入”评级。**

风险提示：环卫车电动化进程不及预期；环卫车市场竞争激烈致销售及毛利率不及预期；环卫市场化运营项目拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,045	12,696	13,677	14,781	15,937
营业收入增长率	166.31%	-2.67%	7.73%	8.07%	7.82%
净利润（百万元）	929	1,361	1,440	1,653	1,834
净利润增长率	163.31%	46.62%	5.77%	14.82%	10.91%
EPS（元）	0.29	0.43	0.46	0.52	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.42%	8.78%	8.67%	9.24%	9.50%
P/E	28	19	18	16	14
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-12-31

买入（维持）

当前价：8.14元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

021-22169040

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

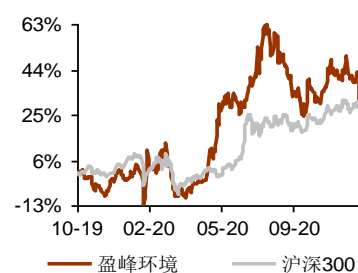
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	31.63
总市值(亿元)	257.47
一年最低/最高(元)	5.43/10.61
近3月换手率	23.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.58	-11.68	5.51
绝对	-11.71	-0.36	31.71

资料来源：Wind

相关研报

经营情况稳中向好，新能源装备+环卫服务持续放量——盈峰环境（000967.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-26）

目录

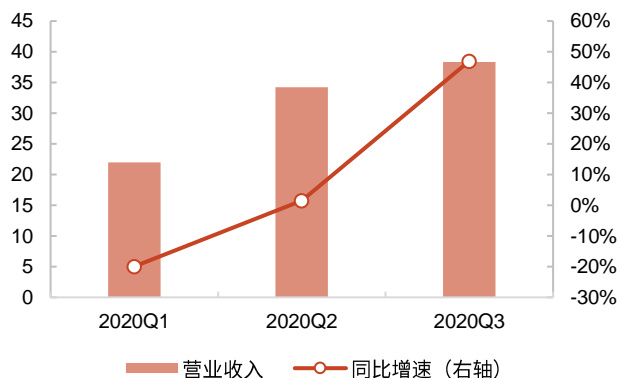
1、行稳致远，“5115”战略彰显公司雄心.....	3
2、环卫装备：崛起基石，电动助力腾飞.....	5
2.1、行业：政策推动电动化发展，2021 有望加速放量.....	5
2.2、公司：龙头地位稳固，智慧环卫布局领先.....	12
3、环卫运营：行业变革期，龙头崛起时.....	16
3.1、行业：市场处于变革期，供需两侧同时进化.....	16
3.2、公司：设备实力加持，拿单&盈利能力有望持续提升.....	19
4、投资建议.....	22
5、风险分析.....	22

1、行稳致远，“5115”战略彰显公司雄心

盈峰环境是国内领先的智能环境装备及服务的行业引领者，截至 2020 年底公司在全国已设置 6 大产业基地、10 个研发平台、64 家分公司、逾 300 个运营中心，业务网络覆盖全球。继 2018 年完成中联环境的收购后，公司以智能装备为基础，以智云平台为网格，以智慧服务为载体，正加快实现环卫服务的机械化、智慧化、新能源化，从而为未来智慧城市概念的实现做好城市管理服务层面的保障。

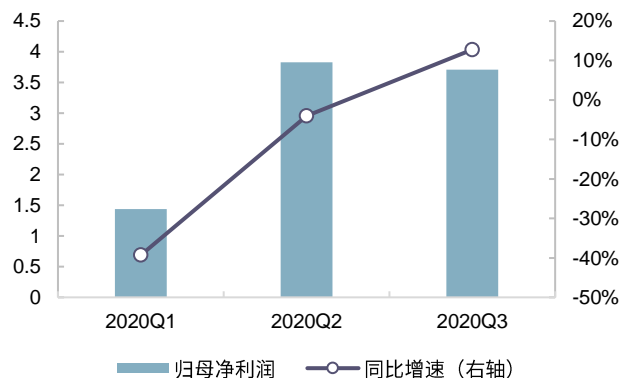
2020 年三季度，公司已成功走出剥离非固废及环卫业务、以及疫情对环卫装备销量所带来的影响，单季度扣非归母净利润在 2020 年首次实现增长(同比+41.67%)，前三季度毛利率维持在 24.67% (2019 年同期为 24.88%)，经营活动现金净流量达 1.12 亿元 (2019 年同期为-7.31 亿元)；公司三季度末在手现金 27.28 亿元，叠加可转债 14.76 亿元成功发行，未来发展资金充裕。

图 1：公司 2020 年各季度营业收入情况



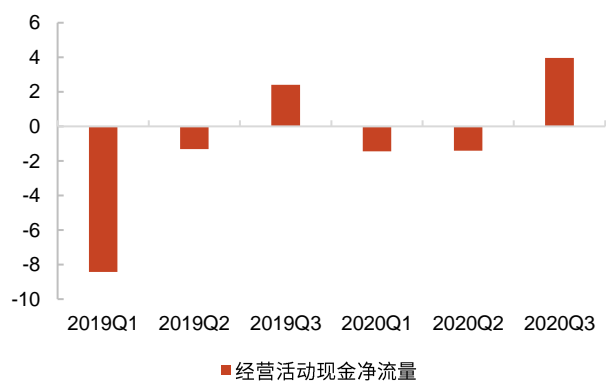
资料来源：Wind，左轴：亿元

图 2：公司 2020 年各季度归母净利润情况



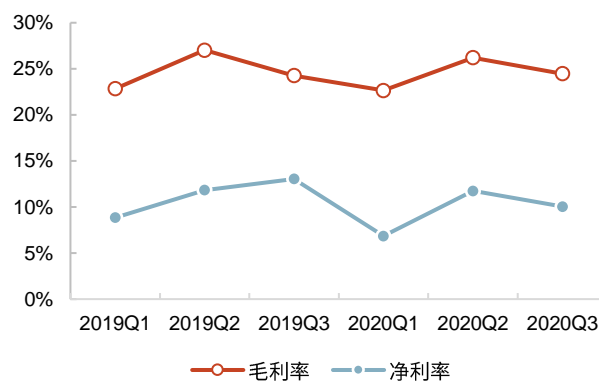
资料来源：Wind，左轴：亿元

图 3：公司 2020 年各季度经营性现金流净额情况



资料来源：Wind，单位：亿元

图 4：公司 2019-2020 年各季度毛利率&净利率情况



资料来源：Wind

分业务来看，环卫装备领域，公司龙头地位稳固，根据车辆强制险上线数据统计，2020 年前三季度行业销量 8.50 万辆，同比+3.22%，公司销量达 1.34 万辆，同比+8.83%，占比 15.72%，较年中的 14.21%有进一步的提升。此外，新能源环卫装备势头渐起，行业前三季度新能源环卫车销量 3198 辆，同比+28.02%，公司新能源环卫车销量 917 辆，同比+50.57%，占比 28.67%，行业排名第一。环卫服务领

域，公司维持了上半年的良好拿单势头，前三季度共中标 32 个项目，年化服务金额达 10.12 亿元，截至 2020 年 Q3 排名行业第一。

表 1：公司环卫两方面业务 2020 年经营情况

	2020H1	2020 前三季度
环卫服务		
环卫服务营业收入 (亿元)	8.02	12.92
同比增速	250.97%	137.64%
新增年化订单额 (亿元)	8.41	10.12
环卫装备		
环卫装备营业收入 (亿元)	29.78	52.4
同比增速	-14.04%	12.79%
新能源环卫装备营业收入 (亿元)	4.3	6.42
新能源环卫装备销量 (辆)	571	917

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

展望未来，公司有望抓住环卫行业变革所带来的机会与挑战，一方面在环卫装备领域把握环卫装备电动化的发展契机，利用自己在环卫装备的传统优势和在“智慧环卫”领域的前瞻布局抢占更多市场份额；另一方面在环卫服务领域通过自己“智能装备、智云平台、智慧服务”三位一体的能力实现广范围大体量的环卫服务订单获取，两方面的协同作用也将为公司未来 5 年实现“5115 战略”打下坚实的基础。

2、环卫装备：崛起基石，电动助力腾飞

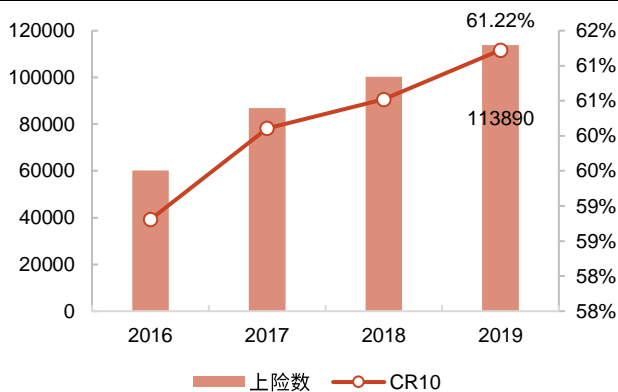
2.1、行业：政策推动电动化发展，2021 有望加速放量

电动化推动环卫车销量加速上行，行业集中度持续提升

在经历了高速城镇化发展所带来的环卫服务及环卫装备需求后，我国环卫装备行业销量已步入稳步增长期。根据新车交强险数据统计，2018-19 年我国环卫车辆上险量分别为 10.23 及 11.39 万辆，在站上年均 10 万辆的台阶后增速有所放缓（19 年增速为 13.51%）。2020 年上半年在疫情影响下环卫车上险量有明显下滑，但疫情回暖后整体上险量仍呈上升态势，2020 年 1-11 月环卫车上险量已达 10 万辆，保持了 2018 年以来的良好态势。

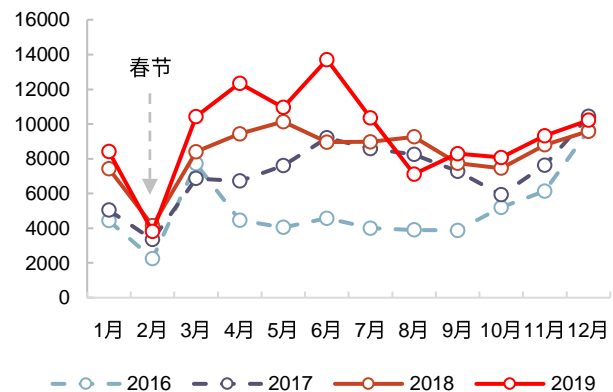
从上险的月度数据来看，环卫车上险并不存在明显的季节波动（除 2 月春节因素造成的下滑之外），我们认为其主要原因系环卫运营项目的招标并不存在季节性，因此配套采购的环卫设备亦不会受季节扰动；每年四季度的上险量增加或源自年末的去库存考量，2020Q4 亦有望重现（尤其在上半年受疫情影响下半年环卫运营项目加速释放的背景下）。

图 5：2016-19 年环卫车上险量及 CR10 情况



资料来源：中保信，光大证券研究所整理，单位：辆
注：下文环卫车上险量均已剔除自卸式垃圾车

图 6：2016-19 年各月环卫车上险量



资料来源：中保信，光大证券研究所整理，单位：辆

格局方面，近年来的环卫车市场被两类企业瓜分，一类是专精环卫专用汽车制造与销售的企业如盈峰环境、龙马环卫、程力专汽等，另一类是在车辆及工程机械等领域全面发展的大型集团如徐工集团、一汽集团、宇通集团等。根据交强险数据统计，2016-2019 年环卫车品牌上险量 CR10 水平正稳步提升，且龙头竞争格局十分稳定，中联（盈峰环境）、程力威（湖北程力）、福龙马（龙马环卫）等企业的上险量始终维持在行业前三。2019 年，CR10 占比进一步提升至 61.22%，其中程力威（19.9%）、中联（15.1%）、福龙马（6.3%）分列前三。

表 2：2016-19 年环卫车上险量 CR10 分布

排名	2016	2017	2018	2019	2019 年上险量	占比
1	中联	中联	中联	程力威	22672	19.9%
2	程力威	程力威	程力威	中联	17227	15.1%
3	福龙马	福龙马	福龙马	福龙马	7210	6.3%
4	东风	炎帝	炎帝	炎帝	4333	3.8%
5	炎帝	东风	福田	华通	3387	3.0%
6	神狐	福田	东风	新东日	3385	3.0%
7	三力	三力	中汽力威	福田	3281	2.9%
8	福田	中洁	华通	东风	3150	2.8%
9	中洁	徐工	徐工	徐工	2554	2.2%
10	飞碟	宇通	天威缘	中汽力威	2527	2.2%

资料来源：中保信，光大证券研究所整理，上险量单位：辆

新能源环卫车的市场格局则相对更加集中。2016-2019 年，纯电动环卫车上险量 CR10 的占比始终维持在 90% 以上的高位，且 CR3 的份额相较全行业来说更加集中。2019 年，CR10 占比达到 93.99%，其中宇通 (22.7%)、中联 (22.6%)、华林 (21.9%) 分列前三，CR3 占比亦达到了 67.2% 的高位。

表 3：2016-19 年新能源环卫车上险量 CR10 分布

排名	2016	2017	2018	2019	2019 年上险量	占比
1	华林	宇通	东风	宇通	652	22.7%
2	中联	华林	华林	中联	651	22.6%
3	福龙马	东风	宇通	华林	631	21.9%
4	宇通	中悦	中联	东风	247	8.6%
5	东风	海德	银宝	福龙马	151	5.2%
6	环球	凯马	达福迪	徐工	146	5.1%
7	畅达	畅达	凯马	合加	70	2.4%
8	宝裕	中联	陕汽	森远	61	2.1%
9	清源	宝裕	合加	比亚迪	58	2.0%
10	凯马	福龙马	环球	三力	37	1.3%

资料来源：中保信，光大证券研究所整理，上险量单位：辆

与新能源环卫车上险的高集中度相似的还有新能源环卫车底盘制造商的市场格局。根据上险量数据，新能源环卫车的底盘供应商亦高度集中，比亚迪、东风汽车、宇通重工常年位列三甲；上汽大通于 2018 年杀入前五，2019 年市占率稳步提升。未来若新能源环卫车价格和成本有进一步下降的空间，需持续关注环卫车制造商和底盘制造商的议价权博弈和利润留存情况。

表 4：2016-19 年新能源环卫车底盘供应商上险量 CR5 分布

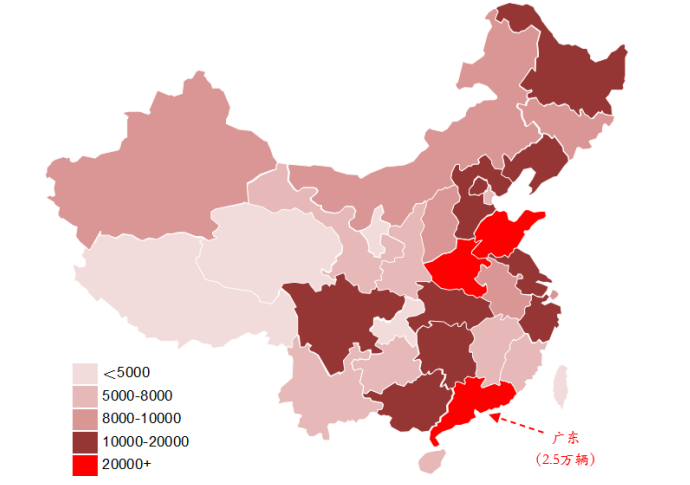
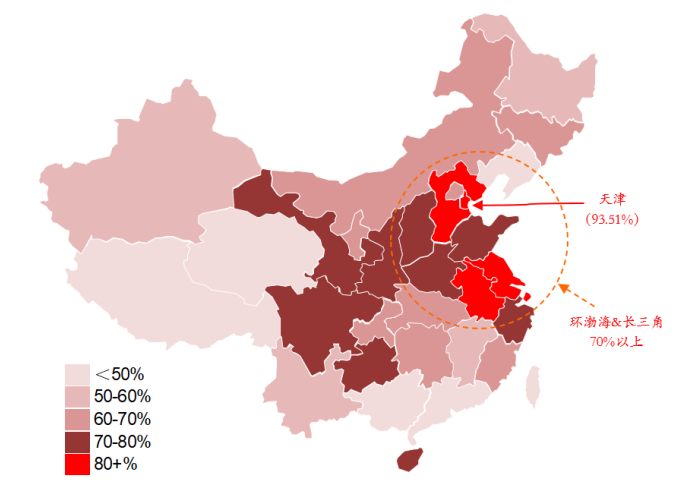
排名	2016	2017	2018	2019	2019 年上险量	占比
1	比亚迪汽车工业有限公司	郑州宇通重工有限公司	东风汽车公司	东风汽车公司	884	30.7%
2	东风汽车公司	比亚迪汽车工业有限公司	比亚迪汽车工业有限公司	比亚迪汽车工业有限公司	659	22.9%
3	山东凯马汽车制造有限公司	东风汽车公司	郑州宇通重工有限公司	郑州宇通重工有限公司	643	22.3%
4	中联重科股份有限公司	湖北世纪中远车辆有限公司	重庆长安汽车股份有限公司	上汽大通汽车有限公司	307	10.7%
5	郑州宇通重工有限公司	烟台海德专用汽车有限公司	上汽大通汽车有限公司	庆铃汽车股份有限公司	163	5.7%

资料来源：中保信，光大证券研究所整理，上险量单位：辆

区域方面，城镇化率相对较高的省份有着相对较强的环卫机械化率和环卫车保有量，且环卫车保有量也和不同省份的面积及城市布局、财政支付水平等因素有关。2018 年环渤海和长三角区域有着相对更高的城镇化水平，且城市的布局也更便于机械化设备的使用；而广东省则有着全国最多的市容环卫专用车辆设备，一方面系广东有着全国第二大的机械化清扫面积（但由于广东省道路清扫总面积遥遥领先，因此机械化率相对并不高），另一方面则可能归结于广东街道布局复杂所带来的单位面积环卫车辆相对较高的客观需求。

图 7：2018 年各省份机械化率情况

图 8：2018 年各省份城镇市容环卫专用车辆设备总量



资料来源：城乡建设统计年鉴，光大证券研究所整理

资料来源：城乡建设统计年鉴，光大证券研究所整理，单位：辆

顶层设计落地，各地政策推动，环卫电动车有望开启加速发展之路。无论是乘用车还是商用车，电动化始终是未来的发展趋势；在乘用车电动化加速推进的背景下，无论是减少空气污染，还是完成碳中和目标，均需要加快商用车领域的电动化替代。在此背景下，国务院于 2020 年 10 月 20 日印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，在发展愿景中提出“力争经过 15 年的持续努力，公共领域用车全面电动化”，并在保障措施中要求“2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%”。

表 5：近年来公共服务领域车辆新能源化相关政策

时间	部门	政策	主要内容
2012 年 6 月 18 日	国务院	节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)	在大中型城市扩大公共服务领域新能源汽车示范推广范围； 对公共服务领域节能与新能源汽车示范给予补贴； 逐步扩大公共机构采购节能与新能源汽车的规模
2014 年 7 月 14 日	国务院	国务院办公厅关于加快新能源汽车推广应用的指导意见	把公共服务领域用车作为新能源汽车推广应用的突破口，扩大公共机构采购新能源汽车的规模； 在环卫等领域加大新能源汽车推广应用力度； 新能源汽车推广应用城市新增或更新车辆中的新能源汽车比例不低于 30%
2015 年 4 月 22 日	财政部等	关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知	进一步加大环卫、公交等公益性行业新能源汽车推广支持力度
2020 年 10 月 20 日	国务院	新能源汽车产业发展规划 (2021—2035 年)	力争经过 15 年的持续努力，公共领域用车全面电动化； 2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%

资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

顶层设计目标的制定为环卫车电动化的发展指明方向，而各地细则政策的陆续出台则为环卫车电动化的推进提供保障。早在 2018 年上海市便在《上海市清洁空气行动计划（2018-2022 年）》中提出“2022 年环卫行业新增车辆力争全面实现电动化”的要求，近期亦有多个地方政府出台相应的公共领域车辆电动化的目标和要求，这也为“十四五”期间环卫车电动化的发展在政策层面起到支持。

表 6：2020 年以来各地方政府环卫车辆新能源化相关政策

时间	省市	政策名称	内容
1/17	天津市	《天津市氢能产业发展行动方案（2020—2022 年）》	支持蓟州区、宝坻区、西青区等其他区积极推广使用氢燃料电池物流车、叉车、环卫车、公交车。
2/18	广东省 深圳市	《深圳市 2019-2020 年新能源汽车推广应用财政补贴实施细则》	私人购买的新能源乘用车、作业类专用车（含环卫车）、民航机场场内车辆及市政府规定的其他车辆在申请时不作运营里程要求。
4/23	上海市	《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，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，2020 年补贴标准不退坡
7/8	福建省	《进一步加快新能源汽车推广医用和产业高质量发展推动“电动福建”建设三年行动计划（2020-2022 年）》	全省新增和更新的中心城区环卫用车原则上采用新能源汽车，政府购买环卫服务时，将新能源环卫车配备比例作为评审因素
7/14	北京市	《2020 年推进实施车用柴油减量化发展工作方案》	新增和更新的环卫车辆基本采用电动车；年底前，轻型环卫车辆（4.5 吨以下）基本为电动车
7/28	山东省 济南市	《济南市氢能产业发展三年行动计划（2020-2022 年）》	到 2022 年，全市建设加氢站 6 座以上，推广应用公交车、物流车、环卫车等氢燃料电池汽车 600 辆以上；鼓励有条件的区县优先利用商用车、物流车、环卫车、公交车开展氢燃料电池车示范应用
9/22	云南省 昆明市	《昆明市加快新能源汽车产业发展和推广应用若干政策（试行）》	自 2020 年 2 月 1 日起，全市范围内新增和更新的城市公交车、城市配送物流车、网络预约出租汽车、分时租赁汽车、驾培及考试等乘用车、景区内观光车、园林洒水车、环卫车、道路维护等市政工程用车，除新能源汽车不能满足功能需要外，原则上全部采购和使用新能源汽车
10/14	山东省 济南市	《关于加快新能源汽车推广应用的若干政策（征求意见稿）》	对新招标道路清扫和垃圾清运作业所使用的环卫车辆，4.5 吨及以上的采用新能源环卫车型，4.5 吨以上的不少于 50%采用新能源环卫车型
11/13	安徽省 合肥市	《合肥市人民政府关于加快新能源汽车产业发展的实施意见》	从 2021 年起，公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车

资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

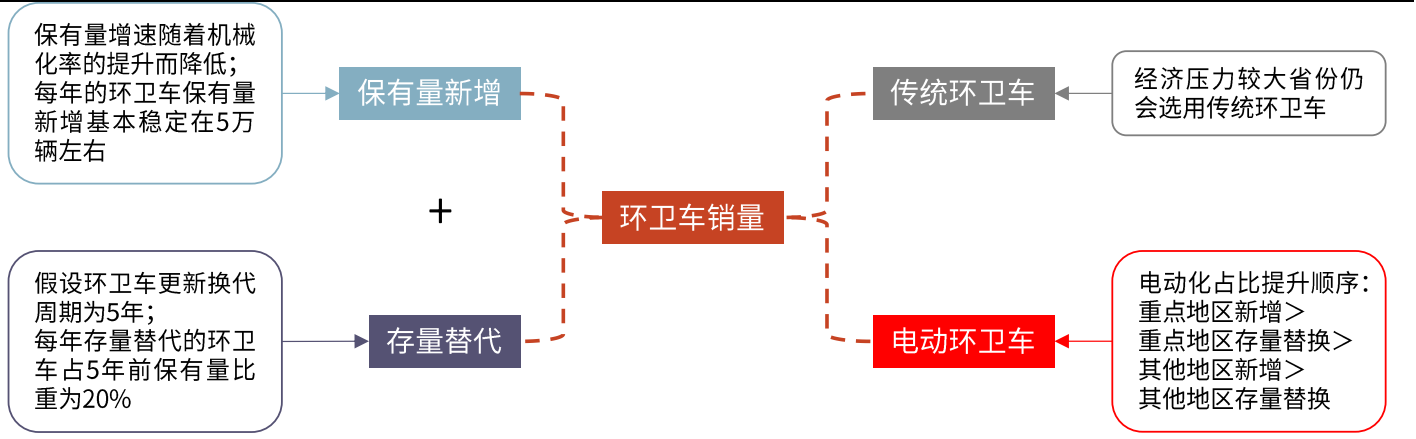
如何看待电动环卫车未来的市场空间？

根据我们的测算，2025 年电动环卫车销量有望突破 5 万辆，占当年新增环卫车的销量有望突破 30%，“十四五”期间的五年 CAGR 达到 68%，并于 2035 年实现新增环卫车全部电动化。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出 2035 年公共领域用车全面电动化，这一政策为未来环卫车销量的市场空间和长期增长趋势提供了坚实的基础。我们对环卫车未来销量的测算基于以下几个关键假设：

- (1) 每年环卫车的新增销量由环卫车保有量的增长和存量环卫车的替代加总而成。
- (2) 对于环卫车保有量的增长，2018 年我国环卫车保有量（城市+县城+建制镇+乡）达 45.59 万辆，“十三五”期间保有量平均增速达 9.47%，假设 2019&2020 我国环卫车保有量将维持该增速；“十四五”期间环卫车保有量平均增速小幅下降至 8%，“十五五”期间降至 6%，“十六五”期间降至 4%。
- (3) 对于存量环卫车的替换，假设环卫车每 5 年更新换代一次，且占当年环卫车保有量的比例为 20%。
- (4) 电动环卫车销量方面，政策要求 2021 年起国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%，根据我们的统计，上述区域 2018 年底城镇环卫车保有量占比近半（48%）；假设从 2021 年起，每年新增环卫车保有量和存量环卫车替换中来自上

述地区的电动环卫车占比逐步提升；从 2026 年起，每年新增环卫车保有量中来自其他地区的电动环卫车占比逐步提升；从 2031 年起，来自其他地区的存量环卫车替换中电动环卫车占比提升，直至 2035 年完全全面电动化的要求。

图 9：环卫车销量构成情况拆分



资料来源：光大证券研究所绘制

表 7：环卫车保有量及销量测算

	环卫车保有量 (万辆)	增速	保有量新增 (万辆)	存量替代 (万辆)	存量替代占比	环卫车销量 (万辆)	电动环卫车销量 (万辆)	占比
2016	38.52	10.85%	3.77	6.02	10.25%	6.02	0.07	1.24%
2017	42.52	10.38%	4.00	8.69	18.86%	8.69	0.16	1.81%
2018	45.59	7.23%	3.07	10.03	24.49%	10.03	0.16	1.58%
2019E	49.91	9.47%	4.32	11.39	22.81%	11.39	0.29	2.53%
2020E	54.64	9.47%	4.73	11.68	20%	11.68	0.4	3.43%
2021E	59.01	8%	4.37	12.08	20%	12.08	1.48	12.24%
2022E	63.73	8%	4.72	13.22	20%	13.22	2.27	17.14%
2023E	68.83	8%	5.10	14.22	20%	14.22	3.15	22.17%
2024E	74.33	8%	5.51	15.49	20%	15.49	4.20	27.11%
2025E	80.28	8%	5.95	16.87	20%	16.87	5.41	32.05%
2030E	107.43	6%	6.08	22.14	20%	22.14	13.81	62.36%
2035E	130.71	4%	5.03	26.51	20%	26.51	25.44	95.95%

资料来源：城乡建设统计年鉴，中保信，光大证券研究所测算

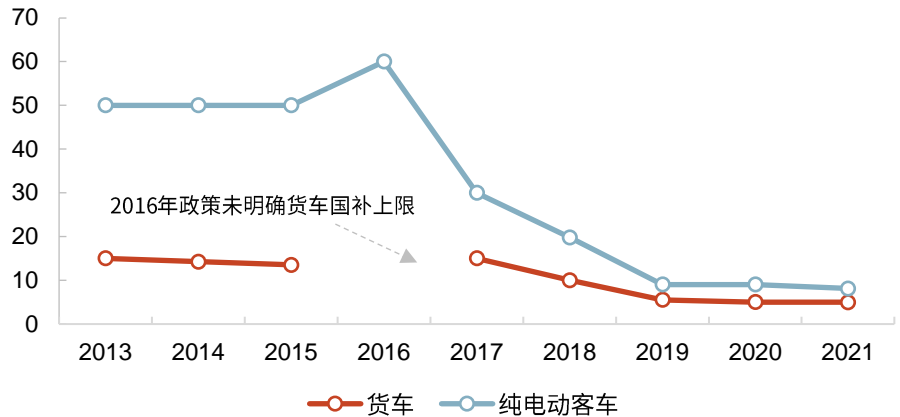
根据我们的测算，2021 年作为环卫车电动化的拐点，电动环卫车销量有望迎来大幅增长突破万辆；“十四五”期间在各地积极推进新增环卫车电动化的背景下，2025 年电动环卫车销量有望突破 5 万辆，占新增环卫车的比例超过 30%，五年 CAGR 达到 68%；“十五五”期间在重点区域（国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域）的带动下全国环卫车电动化脚步进一步提速，其他区域的电动环卫车销量亦开始提升，并最终于 2035 年实现全年新增环卫车全部电动化的最终目标。

如何看待纯电动环卫车销量提升的驱动因素？

我们认为需谨慎类比纯电动环卫车和纯电动公交车的发展途径，核心原因是补贴层面的力度和方式不同。彼时新能源公交车行业便得到了国家补贴政策的大力支持，单车的国家补贴力度达到 50 万元；即使在 2017 年行业进入补贴逐步退出的阶段后，单车的国家补贴力度仍维持在近 10 万元的水平，且是唯一享受地补（2019 年开始）的种类。

作为对比，新能源环卫车单车 2021 年国家补贴的上限仅为不到 5 万元，不仅在数额方面远远低于新能源公交车的补贴力度，占售价的比重亦显著低于新能源公交车。客观来说，补贴的存在的确可以起到对新能源环卫车销量的刺激作用，但是在 2020/2021 年的补贴力度下，我们认为直接的购车补贴对新能源环卫车发展所起到的增量作用暂时无法与新能源公交车发展相提并论。作为参考，根据宇通重工数据，2017-19 年新能源政府补贴金额占其当期营业收入的比例分别为 2.4%/1.11%/0.86%，并未对公司收入增长起到明显带动作用。

图 10：2013-2021 年纯电动货车和纯电动客车单车可享受中央补贴上限



资料来源：财政部，光大证券研究所整理，单位：万元

短期来看，刺激新能源环卫车销量增长的是地方政府在环卫运营项目中的变相补贴。除了传统的单车补贴外，地方政府在环卫项目招标中若明确提出使用电动环卫车等相关要求，为覆盖中标单位运营成本+合理利润的正常经营诉求，会适当提升单位面积的处理价格（由于电动环卫车售价远高于普通环卫车）；我们认为这也是地方政府推动电动环卫车保有量占比提升的最优解（相较于直接更换政府自有的存量环卫车，这种变相补贴方式可以极大程度的平滑一次性支出成本），因此地方政府在环卫运营项目中明确环卫电动车要求的比例提升也将直接带来电动环卫车销量的放量。

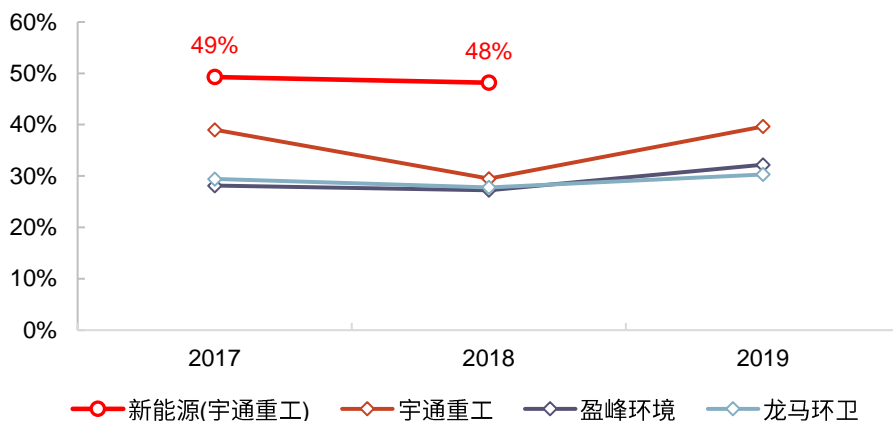
因此，我们认为 2021 年新能源环卫车放量或源自存量项目到期后重新招标所带来的新增及更新需求。无论是国家层面，还是地方层面，对新能源环卫车的要求均集中在新增及更新层面，并未对存量替换的节奏和数量提出明确的要求；而在 2020 年疫情背景下，为保障防疫要求需要环卫服务单位在限定时间内完成进场及工作，因此部分地方政府通过单一来源采购的方式完成了相当规模的短周期小规模分散化项目；随着该类项目的合同到期，2021 年地方政府有较大概率重新通过市场化的公开招标方式（政府购买服务或 PPP 模式）对该类项目进行招标，而在当前国家和地方政府政策对新增及更新环卫车提出明确电动化替代要求的背景下，我们认

为地方政府将对新能源环卫车的数量做出明确要求,这将进一步推动新能源环卫车市场在 2021 年迎来新一轮的增长。

综上所述,我们认为短期环卫装备制造的品牌优势和环卫运营项目拿单能力有望成为其纯电动环卫车销量放量的核心优势。在纯电动环卫车渗透率仍在提升的初级阶段,增量环卫车电动化是主要的发展方向(这也和政策的要求一致);在近年纯电动环卫车售价仍处于高位的情况下,我们认为地方政府通过在市场化的环卫运营项目中提升纯电动环卫车占比是当前阶段的最优解(对政府来说,避免了短期的高资本开支;对运营单位来说,政府的项目变相补贴保障了其盈利水平,当然前期的高资本开支也需要企业融资实力的支持),因此如何在新招标的市场化环卫运营项目中获得更多的环卫设备订单是影响各企业纯电动环卫车销量的重要抓手,各企业可以通过两方面途径去抢占上述市场:一是通过自身装备的品牌优势和质量优势获取中标运营单位的装备订单(当然这其中也会涉及到部分的政府关系能力),二是通过自身实力获取环卫运营项目从而实现环卫装备的销售;我们认为各环卫装备制造企业中,盈峰环境在品牌溢价(多年环卫车销量位居行业第一)和环卫运营项目拿单能力(2020 年环卫运营项目拿单体量行业第一)上具有领先优势,其也有望在未来两年纯电动环卫车的放量过程中获取更多订单。

长期来看,经济性将成为纯电动环卫车进一步放量的驱动因素。在当前的高售价背景下,纯电动环卫车目前有高于传统环卫车的盈利能力。根据宇通重工数据,其新能源环卫车(基本为纯电动方案)17~18 年的毛利率水平基本维持在 50%左右,超出其他企业环卫车(传统+新能源)20%左右,这其中既有宇通重工自制底盘带来的成本优势,更多的则源自纯电动环卫车的高售价:2019 年盈峰环境(中联环境)新能源环卫车(75 万元)较传统环卫车(34 万元)高出一倍以上;龙马环卫的新能源环卫车(47 万元)较传统环卫车(28 万元)亦高出 66%。

图 11: 2017-19 年宇通重工新能源环卫车与其他环卫装备企业毛利率情况对比



资料来源:各公司公告,光大证券研究所整理

目前纯电动环卫车售价仍处于相对高位,推动其销量提升的核心驱动因素仍是前文所述的政策;随着放量后规模化以及各环节技术进步带来的成本下降趋势显现,其售价亦将步入下行周期,叠加本身纯电动环卫车在全生命周期相较传统环卫车具有的经济性优势,我们认为经济性将成为纯电动环卫车第二波放量的驱动因素;在驱动因素转换的过程中则需要重点关注售价/成本共同下降背景下全产业链利润的留存,以及各环节制造企业的盈利能力变化,我们认为一体化制造企业在纯电动

环卫车降价降本背景下将更具备成本优势和利润留存能力，其也有望在市场规模扩张时占据更多市场份额。

2.2、公司：龙头地位稳固，智慧环卫布局领先

传统环卫装备龙头，产品线丰富且纯电动环卫装备品类齐全。公司是传统环卫装备制造龙头企业，已连续 19 年环卫装备销量位居行业第一。公司建立了全产业链各环节覆盖的产品线，包括道路清扫保洁、垃圾收转运、市政应急除雪等三大类产品；此外，公司是行业领先的智能设备开发及制造商，其新能源系列产品行业内品类最齐全且型号最多，同时公司在全球首创智能纯电全线控一体式底盘并成功研制出行业领先的小型化、智能化、无人化环卫装备（环卫机器人），目前已在全国多个城市的辅道和次干道清扫保洁工作中实现应用。

表 8：公司环卫装备产品分类

类别	细分	车型	类别	细分	车型	
道路清扫保洁	扫路车	湿式扫路车	垃圾收转运	垃圾车	新一代短轴距压缩式垃圾车	
		干湿扫路车			楼宇地下车库专用压缩式垃圾车	
	洗扫车	四季全能洗扫车			车厢可卸式垃圾车	
		深度洗扫车			压缩式对接垃圾车	
		洗扫车			餐厨垃圾车	
	多功能抑尘车	智能高炮抑尘车			分类垃圾车	
		多功能抑尘车			无泄漏压缩式垃圾车	
	防撞环卫车	防撞环卫车			压缩式垃圾车	
	清洗车	洒水车			小型垃圾站	湿垃圾水平整体站
		墙面清洗车				地埋式垃圾分类收集站
护栏清洗车		水平整体站				
高压清洗车		垂直站				
低压清洗车		中大型垃圾站				
绿化综合养护车	绿化综合养护车	竖直直压式				
市政应急除雪	吸粪车	吸粪车	水平直压式			
	下水道疏通清洗车	下水道疏通清洗车	天然气系列	洗扫车	天然气洗扫车	
		湿式除雪车	扫路车	天然气湿式扫路车		
	除雪车	多功能除雪车	垃圾车	天然气压缩式垃圾车		
		吹雪车	市政车	纯电动吸粪车		
		18 吨除雪车	清扫车	纯电动洗扫车		
	吸污车	吸污车	新能源系列	清洗车	纯电动护栏清洗车	
				纯电动多功能抑尘车		
				纯电动清洗车		
				纯电动路面养护车		
			垃圾车	纯电动餐厨垃圾车		
				纯电动压缩式垃圾车		

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

表 9：公司纯电动环卫装备一览

细分	车型	适用场景	车辆照片
市政车	纯电动吸粪车	粪池、沉淀井、沟渠	
清扫车	纯电动洗扫车	城市广场、道路路面、路沿	
清洗车	纯电动护栏清洗车	城市道路护栏、双黄线、路面高压清洗 城市雕塑、交通标志、交通路牌、广告牌的定点清洗	
	纯电动多功能抑尘车	露天储煤、沙、石等粉状物料堆场进行喷雾降尘 建筑工地、房屋拆迁改造现场、场地平整等场所	
	纯电动清洗车	城市道路、公路、广场及港口码头	

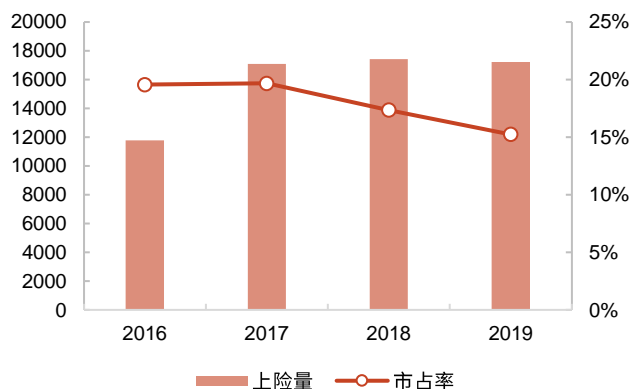
	纯电动路面养护车	城市人行道、非机动车道	
垃圾车	纯电动餐厨垃圾车	餐饮业、宾馆、单位食堂	
	纯电动压缩式垃圾车	城镇居民区、社区、大型厂矿、机关院校	

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

先进技术为先导，紧抓研发不放松。公司认准“智慧环卫”这一趋势，着力攻克新兴技术难题，坚持“内部研发+外部研发（产学研结合、行业协会交流等）+权威性标准制定（企业、行业、国家乃至国际标准）”三位一体研发战略，目前已形成一套完善且成熟的研发流程。截至 2019 年底，公司共获得自主专利 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，技术专利和发明专利均居行业首位。

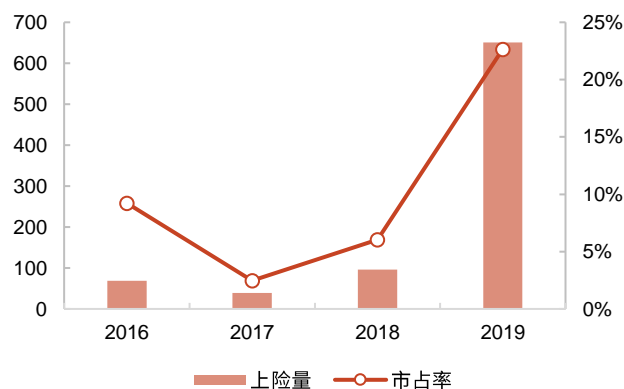
技术实力+品牌效应加持，传统环卫车及新能源环卫车销量保持行业领先。公司多年来持续加码研发投入和新产品开发，在高支出的同时也获得了高回报。根据我们对上险量的统计，公司 16-19 年环卫车总上险量保持在行业前二，市占率始终维持在 20% 左右的高位；此外，公司亦率先布局新能源环卫车领域并持续发力，2019 年新能源环卫车上险量达 651 辆位列行业第二（占比超 20%），这也为未来新能源环卫车放量背景下公司的市场份额扩大打下坚实的基础。此外，纯电动环卫车相较传统环卫车有着更高的盈利空间（毛利率高 10 个 pct 左右），公司纯电动环卫车销量的持续提升也将推动公司盈利能力和业绩的提升。

图 12：2016-19 年公司环卫车整体上险量



资料来源：中保信，光大证券研究所整理，左轴：辆

图 13：2016-19 年公司纯电动环卫车上险量



资料来源：中保信，光大证券研究所整理，左轴：辆

牵手比亚迪强强联合，新能源环卫装备升级进行时。根据上险量数据，自 2018 年大规模生产纯电动环卫车以来，公司与东风汽车和上汽大通两家优质底盘制造商高度绑定。2019 年 12 月 26 日，公司和比亚迪合作的全系列新能源环卫装备正式下线，盈峰环境、比亚迪、长沙市等三方已经形成了“政府推动、市场驱动、科技带动”的循环经济发展长效机制；2020 年 1~11 月，公司采购自比亚迪的纯电动环卫车底盘已达 183 辆，占比达 23%。未来公司将进一步加强与东风、上汽大通、比亚迪等三家龙头纯电动环卫车底盘制造企业的合作，第一有助于公司吸取三方之长从而进一步更新公司自身的智能制造成果，第二可以确保纯电动环卫车大规模放量之际公司拥有较为充裕的底盘供应来源，第三也是为了避免行业供需形势变化之时公司被“卡脖子”的风险。

表 10：公司 2019-2020 年 11 月新上险纯电动环卫车底盘制造商采购情况

底盘制造商	上险量	占比
2019 年	651	
东风汽车公司	394	60.52%
上汽大通汽车有限公司	252	38.71%
中国第一汽车集团	3	0.46%
比亚迪汽车工业有限公司	2	0.31%
2020 年 1~11 月	782	
东风汽车公司	388	49.62%
上汽大通汽车有限公司	203	25.96%
中国第一汽车集团	8	1.02%
比亚迪汽车工业有限公司	183	23.40%

资料来源：中保信，光大证券研究所整理，上险量单位：辆

综上所述，在全球新能源化、城市智慧化的大背景下，叠加国家层面的政策指引和地方层面的政策落实，辅以适度的补贴和长期经济性的优势，我们看好纯电动环卫车在“十四五”期间的发展前景，2021 年需重点关注存量项目到期后重新招标所带来的新增及更新环卫车需求。公司作为传统环卫装备龙头，产品线丰富且纯电动环卫装备品类齐全，在纯电动环卫车销量已然行业领先的背景下仍在通过持续的研发投入更新升级产品，同时和龙头底盘制造商（比亚迪、东风、上汽）的紧密合作也将保证公司在行业放量之时做好准备，**公司的传统品牌优势和 2020 年崭露头角的运营项目拿单能力将保障公司在环卫车电动化前景下市占率的进一步提升。**

3、环卫运营：行业变革期，龙头崛起时

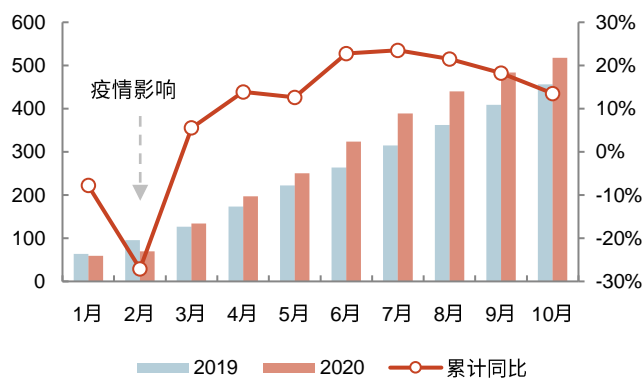
3.1、行业：市场处于变革期，供需两侧同时进化

供给端：市场空间持续扩张，参与者增多致行业集中度暂时下降

市场空间稳步扩张，企业业绩快速增长。2013年开始，环卫市场化逐步推进。环境司南显示，2018-2019年全国招投标项目首年服务金额增长14%，2020年前10个月增长20%。2019年全年实现合同总额2200亿元，首年服务金额550亿元。环卫企业抓住机遇拓市场，实现业绩快速增长。

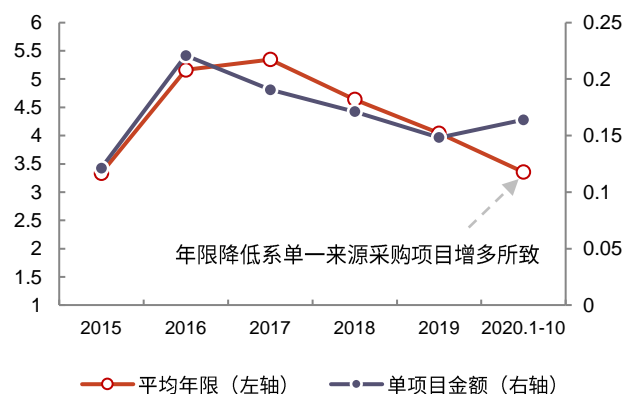
疫情影响下，2020年前2个月环卫市场招投标受到影响。从3月起，首年服务金额累计值同比增速回正，并保持在较高水平。2020年1-10月，环卫市场招投标首年服务金额累计增速13.5%。对比2019年首年服务金额550亿元，我们预计2020年有望超过600亿元。

图 14：各月新增首年服务金额及累计同比



资料来源：环境司南、光大证券研究所整理，单位：亿元

图 15：单项目金额及平均项目年限变化



资料来源：环境司南、光大证券研究所整理；左轴：年，右轴：亿元

市场景气度提升背景下，资本正持续加码环卫企业并助力其成长。2020年，先后有玉禾田、侨银环保、北控城市资源在A/H股上市，ST宏盛并购宇通重工100%股权实现集团环卫业务上市；此外，盈峰环境、侨银环保完成可转债发行，龙马环卫非公开发行股份获证监会批复，上述总融资金额近80亿元。从企业融资用途来看，设备配置和智慧环卫平台搭建是前两大方向，分别占比70%和10%左右。原因在于，当前环卫市场快速扩容，机械化、新能源化、智慧化处于关键发展时期，“城市管家”新业务的兴起，也给企业带来新的挑战 and 机遇。当前环卫市场快速扩容，在资本的支持下，环卫企业有望在劳动密集型业务的基础上，科技赋能优化管理运营，积极应对政府新需求实现业务领域突破，从而迎来新一轮的发展。

表 11: 2020 年以来环卫领域融资统计

代码	名称	融资方式	日期	金额(亿元)	用途
002973.SZ	侨银环保	上市	2020.1.6 上市	1.9	城乡环境服务项目(75%)、智慧环卫信息化系统平台升级(25%)
3718.HK	北控城市资源	上市	2020.1.15 上市	5.4	危废处理项目 (52%)、危废处理项目楼宇 (15%)、环卫设备 (16.5%)
300815.SZ	玉禾田	上市	2020.1.23 上市	9.6	环卫服务运营中心建设项目(71%)、智慧环卫建设项目 (8.5%)
000967.SZ	盈峰环境	可转债	2020.11.4 发行	14.8	智慧环卫综合配置中心项目(88%)
603686.SH	龙马环卫	非公开发行股份	2020.11.14 证监会批复	10.6	智慧环卫一体化综合服务平台建设项目(38%)、新型环卫装备研发及智能制造项目(25%)、厨余垃圾处理设备研发中心(8%)
002973.SZ	侨银环保	可转债	2020.11.17 发行	4.2	环卫设备资源中心项目(70%)
600817.SH	ST 宏盛	非公开发行股份	2020.12.11 发行	33.0	并购宇通重工；产线升级改造及 EHS 改善项目(配套资金 53%)
000035.SZ	中国天楹	分拆上市	2020.12.15 公告	-	拟分拆全资子公司江苏天楹城市环境服务上市

资料来源：各公司公告、光大证券研究所整理

市场景气度提升同时亦带来竞争加剧，新参与者进入后市场集中度暂时下降。垃圾分类普及的背景下，环卫业务成为“中间地带”的趋势在增强。上下游及相关物业企业出于业务协同、拓展增长空间、看好未来发展等原因展开布局。随着参与者不断增多，叠加疫情影响下部分地方政府选择通过单一来源采购的方式进行有较强时限要求项目的定标工作，环卫市场集中度出现暂时下降。据我们统计，2020 前三季度 CR10 已由 2019 年 20% 左右下降至 15% 左右。除了传统环卫企业，进军环卫的上游设备商、下游垃圾处理商、地方环卫平台等领域企业市场份额有所扩大。同时，物业企业也在积极布局环卫领域。2020 年以来，先后有碧桂园服务（并购两家环卫企业）、雅生活服务（并购环卫企业）、建业新生活（并购环卫企业）、保利物业（广泛开展环卫项目投标）进军环卫领域。

表 12: 当前环卫市场的主要参与者

类型	公司	成立/进军环卫时间
传统环卫服务企业	玉禾田	1997 年成立，专注环卫服务
	侨银环保	2001 年成立，专注环卫服务
	北环集团	北京国资旗下，前身 2000 年成立，2006 年重组
环卫装备企业	龙马环卫	2007 年成立，聚焦环卫装备；2015 年收购龙环环境，切入环卫服务
	盈峰环境	2018 年收购中联环境，切入环卫装备、环卫服务
环保企业新方向	北控城市服务	2013 年贵港环卫成立，起始于广西贵港
	启迪环境	垃圾焚烧企业，2014 年开始拓展环卫业务
物业企业	碧桂园服务	2018 年发布城市共生计划，2020 年中标山西寿阳环卫项目，收购满国康洁、福建东飞
	保利物业	2016 年开始拓展城市公服，2020 年开始切入环卫服务领域
	雅生活服务	2020 年改名“雅生活智慧城市服务”；与玉禾田达成战略合作，入股中航环卫

资料来源：天眼查、光大证券研究所整理

表 13: 头部环卫企业拿单情况统计

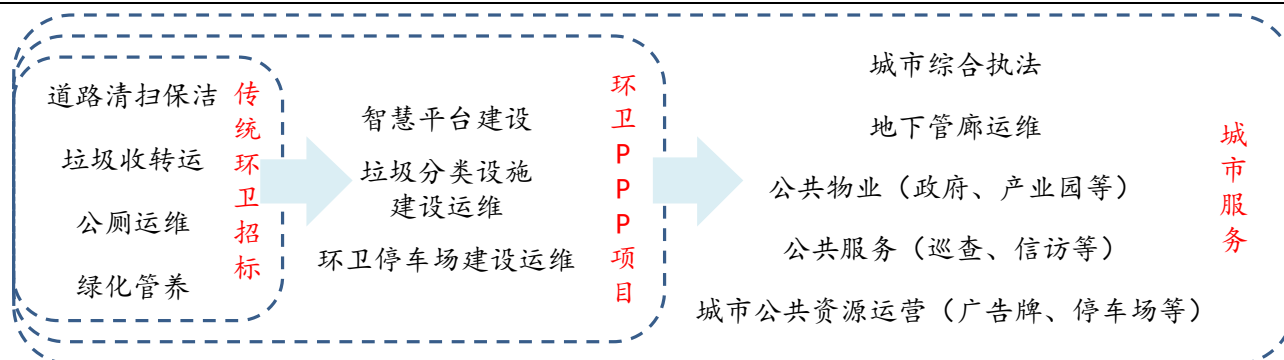
	2015		2016		2017H1		2018		2019Q1-Q3		2020Q1-Q3	
1	侨银环保	4.1	启迪桑德	12	北京环卫	5.5	北京环卫	24.3	北京环卫	13.9	中联环境	10.15
2	北京环卫	3.4	北京环卫	11.9	侨银环保	4.9	启迪桑德	16.6	侨银环保	9.6	北控城市资源	8.05
3	家宝园林	3.2	家宝园林	6.4	北控城市资源	2.6	玉禾田	12.4	龙马环卫	9.5	龙马环卫	6.3
4	昌邑环卫	2.7	龙马环卫	4.7	中联环境	2.5	侨银环保	8.8	中联环境	5.9	玉禾田	4.88
5	启迪桑德	1.5	玉禾田	4.7	启迪桑德	2	昌邑环卫	7.8	北控城市资源	5.6	北京环境	3.97
6	玉禾田	0.9	侨银环保	3.6	玉禾田	1.9	中环洁	7.6	家宝园林	5.2	中环洁	3.68
7	劲旅环境	0.3	北控城市资源	3.5	家宝园林	1.5	家宝园林	5.8	昌邑环卫	4.8	上海普环	3.47
8	龙马环卫		劲旅环境	2.8	龙马环卫	1.5	北控城市资源	5.6	玉禾田	4.7	玉诚环保	3.18
9	中联环境		中联环境	1.9	昌邑环卫	1.3	龙马环卫	5.6	中航美丽		家宝园林	2.98
10	北控城市资源		昌邑环卫		劲旅环境	1.2	杭州锦江	5.3	徐工环境		康洁环卫	2.98

资料来源: 环境司南、中国环境保护产业协会, 光大证券研究所整理; 单位: 亿元

需求端: 增量服务不断纳入新环卫范畴, “智慧城市”概念加速落地

以“城市服务”为代表的新型业务不断涌现, 不仅涵盖了传统的市政环卫业务, 而且加入绿化管养、水域保洁、公共服务、公共资源运营等服务内容, 城市管家的角色对环卫企业提出了新的能力要求, 也打开了新的市场空间。

图 16: 环卫市场化进入新阶段



资料来源: 光大证券研究所绘制

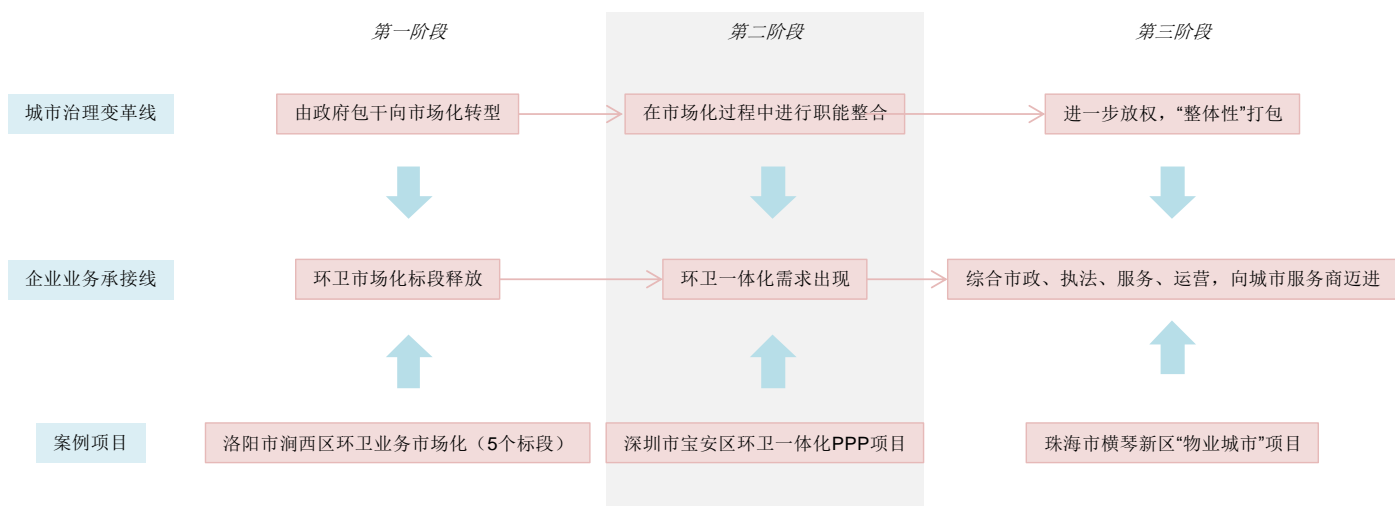
“智慧城市”概念的加速落地也带来了环卫市场的变革。以横琴新区为例, 2015年, 珠海横琴新区实行综合执法改革。在执法主体方面, 将安全生产、环保、国土、城管、交通、食品药品、盐业、酒类、水务、生猪屠宰、文化旅游、劳动监察、卫生监督、农产品质量、质检 15 个执法主体全部整合, 设立了综合执法局。同时, 将 27 大类行政处罚权和 7 类审批管理权限由横琴新区综合执法局集中行使。

在综合执法局的推动下, 横琴新区开始推进“大物业、大综合、大法治”城市治理新模式, 并于 2017 年上线“横琴管家”APP。在综合执法局连续两年“大物业、大综合、大法治”城市治理新模式项目采购的基础上, 横琴新区向万科集团发出合作邀请。2018 年 9 月, 珠海大横琴投资有限公司与万科物业完成混改; 2019 年 1 月, 大横琴城资 (混改) 取得第一个市政管养总包项目, “横琴模式”顺利开展。

当前我国城市治理改革仍处于进程中, 整体上我们判断处于城市治理变革线的第二阶段。这也解释了“横琴模式”多落地于城市新区及经济发达城区 (雄安新区、成都高新区、江门人才岛等)。在此背景下, 市政环卫业务是城市治理变革过程中的重要组成部分, 在市场化过程推进和政府职能整合提升的协同作用下, 环卫市场空

间正处于量增和质提的双维度发展过程中，未来项目招标中对企业的考量将在原先“政商关系、经验、人员、管理”等项目管理能力的基础上新加入如“资金实力、投融资能力、资产”等企业治理能力，在环卫市场变革过程中也对企业的全方位能力提出了更高的要求。

图 17：城市治理变革线与企业业务承接线



资料来源：光大证券研究所绘制

3.2、公司：设备实力加持，拿单&盈利能力有望持续提升

厚积薄发，公司拿单实力正快速变现。作为环卫设备行业的传统龙头，公司在环卫服务市场化萌芽阶段（2015年前后）在综合考量下游客户诉求和公司聚焦主业发展的背景下，并未大规模介入环卫服务市场，仅少量参与项目招标，其主要目的是扩大资产设备的销售渠道和规模；随着环卫行业机械化、智慧化趋势的持续导入，公司前瞻性的持续加码对智慧环卫业务的投入，其作为公司固废全产业链的重要一环，一方面调整了公司原有“重装备、轻服务”的经营策略并逐步过渡为装备和服务齐头并进的局面，另一方面公司在智慧环卫方面的领先优势也为公司拿单奠定了坚实的基础。2019年，公司新中标项目数量共30个，年化合同额达8.55亿元，行业排名第四；2020年前三季度，公司新中标项目数量32个，年化合同额达10.12亿元，行业排名第一。

表 14：公司 2020 年环卫项目中标情况不完全统计（截至 2020 年 12 月 20 日）

序号	中标时间	项目	年化合同金额	年限	合同总金额
1	1月21日	香河县农村生活垃圾治理工程特许经营方采购项目（标段一）	3697	16	59144
2	3月13日	安化县长塘镇环卫市场化服务项目	160	3	479
3	4月30日	云南省大理州宾川县城乡环卫一体化PPP项目	2327	21	48867
4	5月23日	广东省深圳市宝安区新安、永福和福海街道环卫一体化PPP项目	52042	15	780631
5	6月3日	云南省大理州漾濞彝族自治县城乡环卫一体化PPP项目	1159	14	16232
6	6月10日	河南省安阳市汤阴县城区环卫市场化特许经营项目	1500	8	12000
7	6月15日	重庆市江北区环境卫生管理所所需2020年清扫保洁项目	438	3	1313
8	6月15日	河北省保定市容城县城乡环卫一体化项目	7296	3	21889
9	6月23日	河南省邵阳市邵阳县农村垃圾收转运及集镇清扫保洁项目	3900	8	31200
10	6月24日	黑龙江省佳木斯市桦川县城区环卫市场化项目	1950	8	15600

11	6月24日	陕西省西安市浐灞生态区 2020-2022 年道路清扫保洁服务项目	375	2	750
12	6月29日	陕西省西安市长安区主城区环卫一体化外包服务项目	5918	3	17754
13	6月30日	湖南省长沙市高新区生活垃圾分类一体化项目	3166	3	9499
14	9月15日	浙江嵊州市 2020 年垃圾分类高标准示范小区项目	382	1	382
15	9月9日	山东省菏泽市马岭岗镇城乡环卫一体化项目 (A 包)	264	3	791
16	9月24日	辽宁省鞍山市生活垃圾转运特许经营项目	2391	20	47820
17	9月30日	河北省滦南县城区环卫一体化服务项目	2066	3	6199
18	10月30日	深港合作区无废园区建设服务项目 (A 包)	1530	3	4590
19	11月18日	兰陵县城乡环卫一体化全覆盖保洁项目 (一标段、二标段)	3961	3	11884
20	12月2日	仁寿县乡镇环卫服务市场化项目	2418	1	2418
21	12月7日	容桂街道环卫、绿化、河涌一体化管养服务项目	3917	3	11751

资料来源：盈峰环境企业公众号，光大证券研究所整理；合同金额：万元

设备的雄厚实力是公司拿单能力的有力保障。随着城市管理要求的不断提升，无论是普通环卫项目还是 PPP 环卫一体化项目均对投标单位的装备设备投入提出了更高要求；公司作为环卫设备行业数十年来的领军企业，在环卫装备技术和制造能力方面行业领先，这也为公司近两年来环卫运营市场的开拓提供有力保障。以公司 2020 年 5 月中标的年化服务金额超 5 亿元的新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目为例，其评分标准中对自有车辆设备情况和新能源环卫车的数量均有着相应要求，我们认为公司最终成功中标该项目亦得益于其在传统及新能源环卫车领域的领先优势。

表 15：新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目

序号	评审因素	满分	评分标准
1	项目自有资金出资能力	9.00	截止至本项目招标公告发布之日前的连续 30 个自然日，社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额达到 5 亿元人民币的，得 100 分；
2	项目投融资能力	5.00	社会资本具有较强的项目投融资能力，能够提供银行等金融机构开具的有效授信信贷额度证明，全部授信总额度达到 10 亿元人民币的得 100 分；
3	经营管理盈利能力	3.00	以 2017 年（或 2018 年）净利润为基准，社会资本 2018 年（或 2019 年）的净利润增长率达到 30%（含 30%）的得 100 分；
4	自有车辆设备情况	3.00	投标人或其全资、控股子公司自有核定载质量 8 吨及以上的清洗车，每提供一辆得 3 分，最多得 34 分；自有核定载质量 4 吨及以上的洗扫车，每提供一辆得 3 分，最多得 34 分；自有核定载质量 8 吨及以上的钩臂车（车厢可卸式垃圾车），每提供一辆得 3 分，最多得 34 分。本项最高得 100 分；
5	分项报价情况	7.00	1.车辆、机械使用成本占投标总价的比例为 27%或以上；2.材料成本占投标总价的比例为 2%或以上；3.管理费率为 7%或以上。（管理费率=管理费/（人工成本+车辆机械成本×0.1；同时满足以上三项得满分，未同时满足不得分。

资料来源：广东省公共资源交易中心、光大证券研究所

智慧平台的加持则有望带来公司盈利能力的提升。公司利用互联网、物联网、大数据和云计算等技术手段打造的智慧环卫云平台，包含智慧环卫、智慧分类、智慧环境、新能源及 AI 无人驾驶等四大业务板块，是公司“5115”战略重要组成部分，该平台累计投入超 1 亿元。智慧环卫云平台已在全国 40 多个城市的 110 余项智慧环卫项目上实施运营，为环卫企业提供对环卫保洁作业的“人、车、物、事”精准高效的全生命周期运营服务监管，对生活垃圾的投放、收集、清运、中转进行最有效的溯源监管，帮助再生资源行业的企业进行转型和发展，在两网融合终端对垃圾进行统筹规划、统一管理，实现垃圾处理的减量化和资源化；此外，智慧环卫云平台亦能够有效控制企业投入，还能全面到位的提升管理区域的环境卫生质量，有助于公司未来环卫运营项目盈利能力的提升。

图 18：公司智慧环卫云平台及配套应用场景



资料来源：公司官网

综上所述，环卫运营市场正处于变革期，在市场空间稳步扩张的同时，新参与者的进入也给市场格局和集中度带来了短期的扰动；此外，环卫运营供给和需求端也在机械化、新能源化、智慧化的发展过程中持续进化，“城市管家”业务的兴起也给环卫企业带来了新的机遇和挑战，我们认为 2021 年环卫运营市场空间有望进一步扩容，且受疫情影响和新进入者增多所带来的集中度短期下降趋势有望回升。盈峰环境作为环卫装备领域的龙头企业，在资本的支持和技术的加持下正朝着城市综合服务商不断前进；我们看好公司持续通过科技赋能优化管理运营，积极应对政府新需求实现业务领域突破，从而迎来新一轮的发展。

4、投资建议

受疫情影响，市场集中度有一定程度下降，我们小幅下调盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润为 14.40/16.53/18.34 亿元（原值为 16.39/18.95/20.96 亿元），对应 EPS 为 0.46/0.52/0.58 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 18/16/14 倍。公司作为环卫设备龙头，将持续受益于环卫行业机械化率的稳步提升和行业变革的加速发展（新能源、智慧环卫、垃圾分类），且环卫服务端持续发力也将给公司的业绩增长打下坚实基础，维持“买入”评级。

5、风险分析

(1) 政策风险：政策推进力度不及预期致新能源环卫装备销售情况不及预期，进而影响公司盈利能力提升。

(2) 市场竞争风险：环卫装备行业发展前景广阔，未来持续高速增长的市场规模将吸引更多的竞争者介入，一是存量企业正在加强技术研发和市场开拓，一是增量企业的进入，二者叠加可能导致公司盈利能力受到压制。

(3) 项目拓展风险：我国环卫服务一体化项目区域化差异明显，未来所面临的区域差异带来的经营管理挑战也会越来越多，如果不能持续提高服务水平、完成与其装备业务规模的匹配，将会对项目的服务质量及盈利能力带来不利影响。

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,045	12,696	13,677	14,781	15,937
营业成本	9,773	9,389	10,334	11,160	12,032
折旧和摊销	284	346	414	450	484
税金及附加	77	71	68	74	80
销售费用	930	917	930	931	956
管理费用	447	392	410	443	478
研发费用	256	246	265	286	308
财务费用	43	54	99	91	77
投资收益	249	159	150	150	150
营业利润	1,617	1,789	1,735	1,987	2,200
利润总额	1,627	1,638	1,735	1,992	2,210
所得税	268	246	260	299	332
净利润	1,358	1,392	1,475	1,693	1,879
少数股东损益	430	30	35	40	45
归属母公司净利润	929	1,361	1,440	1,653	1,834
EPS(按最新股本计)	0.29	0.43	0.46	0.52	0.58

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,151	1,485	1,694	1,810	2,043
净利润	929	1,361	1,440	1,653	1,834
折旧摊销	284	346	414	450	484
净营运资金增加	1,867	533	-123	217	304
其他	-4,230	-755	-37	-510	-579
投资活动产生现金流	1,154	-963	-843	-848	-850
净资本支出	-951	-1,248	-992	-1,000	-1,000
长期投资变化	214	303	0	0	0
其他资产变化	1,890	-19	149	152	150
融资活动现金流	-462	374	-592	-686	-904
股本变化	1,996	0	0	0	0
债务净变化	148	435	-145	-227	-404
无息负债变化	5,985	-1,177	598	584	541
净现金流	-468	892	259	276	289

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.1%	26.0%	24.4%	24.5%	24.5%
EBITDA 率	12.9%	17.4%	15.7%	16.3%	16.6%
EBIT 率	10.7%	14.6%	12.7%	13.3%	13.6%
税前净利润率	12.5%	12.9%	12.7%	13.5%	13.9%
归母净利润率	7.1%	10.7%	10.5%	11.2%	11.5%
ROA	5.6%	5.6%	5.6%	6.0%	6.3%
ROE (摊薄)	6.4%	8.8%	8.7%	9.2%	9.5%
经营性 ROIC	6.9%	9.0%	8.0%	8.5%	8.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	40%	37%	36%	35%	34%
流动比率	1.29	1.46	1.44	1.48	1.55
速动比率	1.15	1.32	1.32	1.35	1.42
归母权益/有息债务	7.61	6.64	7.58	9.10	12.36
有形资产/有息债务	8.28	6.79	7.87	9.54	12.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	24,461	24,855	26,434	28,116	29,708
货币资金	2,389	3,161	3,419	3,695	3,984
交易性金融资产	43	217	217	217	217
应收帐款	5,688	5,163	5,597	6,048	6,521
应收票据	619	40	68	74	80
其他应收款 (合计)	275	225	274	296	319
存货	1,306	1,145	1,003	1,086	1,173
其他流动资产	180	1,016	1,065	1,120	1,178
流动资产合计	11,598	11,799	12,407	13,208	14,053
其他权益工具	0	26	26	26	26
长期股权投资	214	303	303	303	303
固定资产	870	995	1,119	1,242	1,360
在建工程	1,446	1,550	1,805	2,048	2,278
无形资产	2,340	2,686	2,893	3,078	3,245
商誉	6,247	6,196	6,196	6,196	6,196
其他非流动资产	120	44	44	44	44
非流动资产合计	12,863	13,056	14,026	14,908	15,655
总负债	9,829	9,087	9,540	9,897	10,034
短期借款	1,199	1,607	1,418	1,161	727
应付账款	3,423	2,486	2,894	3,125	3,369
应付票据	2,914	2,942	3,100	3,348	3,609
预收账款	301	171	171	296	319
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债合计	8,977	8,085	8,627	8,955	9,061
长期借款	612	644	674	704	734
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	50	50	50	50
非流动负债合计	852	1,003	913	943	973
股东权益	14,632	15,767	16,894	18,219	19,674
股本	3,163	3,163	3,163	3,163	3,163
公积金	9,792	9,931	10,075	10,240	10,424
未分配利润	1,377	2,520	3,468	4,588	5,815
归属母公司权益	14,472	15,515	16,607	17,891	19,302
少数股东权益	160	253	288	328	373

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.13%	7.22%	6.80%	6.30%	6.00%
管理费用率	3.42%	3.09%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	0.33%	0.42%	0.72%	0.61%	0.48%
研发费用率	1.96%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.11	0.12	0.13	0.15
每股经营现金流	-0.36	0.47	0.54	0.57	0.65
每股净资产	4.58	4.90	5.25	5.66	6.10
每股销售收入	4.12	4.01	4.32	4.67	5.04

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	28	19	18	16	14
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.8	12.7	13.0	11.6	10.4
股息率	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳