

回购彰显公司信心，关注电动环卫车放量带来的业绩弹性

——龙马环卫（603686.SH）回购公司股份方案公告点评

要点

事件：公司于2021年1月9日发布公告，计划以集中竞价方式回购公司股份，回购股份资金总额为0.75亿元至1.5亿元，回购价格为不超过人民币25元/股（含）。

政策推动电动化发展，电动环卫车放量公司业绩更具弹性。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2020前三季度环卫装备实现营业收入16.47亿元，同比-6.02%，其中新能源环卫装备销量达235台，同比大幅上升240.58%（行业新能源环卫车销量增速为47.35%），市占率达8.70%（行业第三）。公司已经提前储备布局并加大新能源、新产品的研发力度，一方面在环卫上装和下装部分优化适配新能源产品，另一方面公司已有的柔性灵活生产线刻在传统及新能源车型中进行切换生产，我们看好2021年电动环卫车放量的背景下公司新能源环卫车销量的持续提升，推动公司盈利能力和业绩的持续提升。

增发审核通过保障公司发展，回购彰显公司信心。公司拟非公开发行股票募集资金10.62亿元已经证监会审核通过，其中智慧环卫一体化综合服务平台建设项目、新型环卫装备研发及智能制造项目均将给公司的环卫装备新能源化、智能化、小型化研发水平和制造能力带来提升提升，也将进一步保障公司在环卫行业变革背景下的长期发展。此次公司公告拟斥资0.75~1.5亿元回购公司股票，回购价格不超25元/股（相较2021年1月8日收盘价溢价53%），体现出公司对于自身未来发展的信心以及对公司价值的认可。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司20-22年实现归母净利润4.36/4.97/6.26亿元，对应20-22年EPS为1.05/1.20/1.51元，当前股价对应20-22年PE为16/14/11倍。公司环卫运营服务业绩将维持稳健增长态势，同时2021年作为环卫车电动化的拐点之年，我们看好电动环卫车放量给公司带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

风险提示：电动环卫车销售及盈利能力不及预期；环卫市场化进度推进受阻；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）	3,444	4,228	5,305	6,751	8,358
营业收入增长率	11.63%	22.78%	25.47%	27.27%	23.80%
净利润（百万元）	236	270	436	497	626
净利润增长率	-9.12%	14.40%	61.15%	14.03%	26.03%
EPS（元）	0.79	0.65	1.05	1.20	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.23%	10.81%	15.27%	15.47%	17.00%
P/E	21	25	16	14	11
P/B	2.1	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-08

买入（维持）

当前价：16.38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

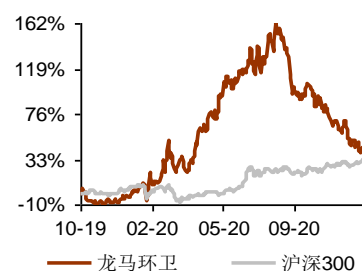
021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.16
总市值(亿元)	68.09
一年最低/最高(元)	9.71/29.80
近3月换手率	153.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.16	-45.01	10.32
绝对	-3.98	-27.61	42.29

资料来源：Wind

相关研报

疫情影响有限，环卫服务&新能源装备维持高速增长——龙马环卫（603686.SH）2020年半年度报告点评（2020-08-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,444	4,228	5,305	6,751	8,358
营业成本	2,594	3,140	3,952	5,025	6,214
折旧和摊销	79	102	140	180	222
税金及附加	15	22	27	34	42
销售费用	322	398	488	594	735
管理费用	139	215	265	324	401
研发费用	49	52	65	83	103
财务费用	-28	1	20	40	55
投资收益	2	7	5	5	5
营业利润	303	365	446	618	772
利润总额	301	362	543	615	769
所得税	44	65	87	98	123
净利润	257	297	456	517	646
少数股东损益	20	27	20	20	20
归属母公司净利润	236	270	436	497	626
EPS(按最新股本计)	0.79	0.65	1.05	1.20	1.51

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-356	323	462	483	643
净利润	236	270	436	497	626
折旧摊销	79	102	140	180	222
净营运资金增加	674	208	364	536	596
其他	-1,345	-257	-478	-730	-801
投资活动产生现金流	529	-524	-409	-394	-394
净资本支出	-224	-409	-400	-400	-400
长期投资变化	14	23	0	0	0
其他资产变化	739	-138	-9	6	6
融资活动现金流	-103	64	471	200	72
股本变化	0	117	0	0	0
债务净变化	-17	196	574	376	282
无息负债变化	112	-2	665	576	638
净现金流	71	-136	524	289	321

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	24.7%	25.7%	25.5%	25.6%	25.7%
EBITDA 率	10.4%	12.7%	12.7%	13.4%	13.5%
EBIT 率	8.0%	10.1%	10.1%	10.7%	10.8%
税前净利润率	8.7%	8.6%	10.2%	9.1%	9.2%
归母净利润率	6.9%	6.4%	8.2%	7.4%	7.5%
ROA	6.2%	6.5%	7.4%	6.9%	7.3%
ROE (摊薄)	10.2%	10.8%	15.3%	15.5%	17.0%
经营性 ROIC	11.0%	12.1%	12.8%	14.3%	15.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	41%	42%	51%	55%	56%
流动比率	2.07	1.78	1.50	1.42	1.41
速动比率	1.77	1.51	1.28	1.21	1.20
归母权益/有息债务	122.00	11.61	3.61	2.76	2.54
有形资产/有息债务	214.76	20.49	7.57	6.23	5.96

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	4,133	4,540	6,151	7,484	8,896
货币资金	977	536	1,061	1,350	1,672
交易性金融资产	0	240	240	242	242
应收帐款	1,718	1,534	2,135	2,718	3,364
应收票据	54	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	95	154	194	246	305
存货	500	503	665	847	1,050
其他流动资产	72	326	326	326	326
流动资产合计	3,431	3,303	4,641	5,755	6,990
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	14	23	23	23	23
固定资产	597	741	927	1,081	1,201
在建工程	9	98	126	147	163
无形资产	24	67	114	158	201
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	6	6	6	6
非流动资产合计	702	1,237	1,511	1,729	1,906
总负债	1,697	1,892	3,131	4,084	5,004
短期借款	0	190	754	1,130	1,412
应付账款	550	521	790	1,005	1,243
应付票据	793	699	988	1,256	1,553
预收账款	45	56	56	68	84
其他流动负债	-18	-20	-20	-20	-20
流动负债合计	1,655	1,857	3,096	4,048	4,969
长期借款	0	16	16	16	16
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	20	20	20	20
非流动负债合计	42	35	35	35	35
股东权益	2,435	2,648	3,020	3,400	3,892
股本	299	416	416	416	416
公积金	1,163	1,042	1,085	1,091	1,091
未分配利润	864	1,031	1,340	1,695	2,166
归属母公司权益	2,311	2,500	2,853	3,213	3,684
少数股东权益	124	148	168	188	208

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.35%	9.41%	9.20%	8.80%	8.80%
管理费用率	4.04%	5.08%	5.00%	4.80%	4.80%
财务费用率	-0.81%	0.03%	0.38%	0.59%	0.66%
研发费用率	1.41%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%
所得税率	15%	18%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.27	0.20	0.33	0.37	0.47
每股经营现金流	-1.19	0.78	1.11	1.16	1.55
每股净资产	7.73	6.01	6.86	7.73	8.86
每股销售收入	11.52	10.17	12.76	16.24	20.11

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	21	25	16	14	11
PB	2.1	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.7	13.9	11.4	8.9	7.5
股息率	1.6%	1.2%	2.0%	2.3%	2.8%

龙马环卫 (挂牌终止)

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



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



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼