

ST 宏盛 (600817)

证券研究报告

2021 年 01 月 13 日

宇通重工重组上市，致力于新能源环卫第一品牌

宇通集团旗下新能源环卫车引领者。宇通重工是宇通集团旗下的大型专业制造企业，主营环卫设备、工程机械、环卫服务三大业务，目前已完成借壳“ST 宏盛”登陆 A 股市场。2019 年公司实现归母净利润 3.1 亿元，同比增加 208%。

政策驱动叠加经济性改善，环卫装备新能源化大势所趋。2019 年以来新能源环卫装备行业增速抬升明显。**需求端：**在政策的外部推力和以动力电池为主的成本端优化内生动力下，我们预计 2025 年新能源环卫装备需求量 5.2 万台，对应市场空间 312 亿元。**供给端：**新能源环卫车当前处于行业早期低渗透率、高集中度阶段，CR5 超过 80%，我们判断行业当前正处于典型的导入期，未来行业放量背景下主要参与者或将明显受益。

高权重、强研发、深底蕴，公司或将深刻受益环卫装备电动化趋势。公司环卫装备销量在新能源带动下增速回暖，2019 年销量同比增加 31%。领先同业的毛利水平是公司环卫装备板块的一大特征，2019 年装备板块毛利率 40%，我们认为高毛利的背后是支撑公司强大潜在竞争力的三点优势。**优势一为高权重：**公司新能源环卫装备前瞻布局，2019 年营收占比约 17%，权重显著领先同业。**优势二为强研发：**公司 2019 年研发费用率 6%，在高强度研发投入下，宇通重工依托自制底盘一体化制造能力，新能源装备拥有领先行业的毛利水平，2018 年毛利率达 48.2%。**优势三为深底蕴：**宇通集团为公司带来包括制造、渠道及品牌等在内的多方面底蕴优势。宇通集团已在客车领域展现出竞争力，公司管理层大多具备长期客车部门经营经验，有望依托制造、成本等优势复制客车板块成长路径。经过我们测算，假设公司 2023 年新能源环卫装备板块毛利率为 40%，市占率 18%，在电动化渗透率 20%、18%、15%以及 10%四种情形下，公司新能源环卫装备板块分别可以实现净利润 6.8、6.2、5.1 以及 3.4 亿。

环卫服务：深耕河南，省外扩张积极探索。环卫服务行业仍处市场化红利期，2025 年预计传统+新兴环卫市场空间超 3000 亿。公司借助属地优势已实现环卫服务河南省内市占率第一，随着装备板块省外销售的推进，公司服务板块省外扩张持续探索。

工程机械：积淀深厚，民用机械潜力较大。公司 2019 年工程机械板块实现营收 16.2 亿元，同比高增 52.5%。军用方面，受下游客户属性影响，设备需求不确定性大。民用方面，强夯机和桥梁检测车产品已实现行业领先，未来主要增长点在于旋挖钻和矿用车。

盈利预测与估值：我们预计公司 2021-2022 年将实现营业收入 40.1 和 48.7 亿元，归母净利润 4.2 和 5.3 亿元。考虑到业务差异性，采取分部估值法，给予公司 2021 目标价 18.93 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：疫情超预期反弹，新能源环卫车规划落地不及预期，行业竞争加剧，工程机械需求大幅波动，相关假设不成立导致结论偏差的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	49.82	58.11	3,186.42	4,013.05	4,873.28
增长率(%)	350.68	16.65	5383.12	25.94	21.44
EBITDA(百万元)	7.75	8.49	460.23	605.96	759.50
净利润(百万元)	5.00	1.85	308.97	416.85	530.00
增长率(%)	(429.38)	(62.94)	16,587.25	34.92	27.14
EPS(元/股)	0.01	0.00	0.59	0.80	1.01
市盈率(P/E)	1,389.29	3,748.84	22.47	16.65	13.10
市净率(P/B)	68.34	67.12	4.24	3.38	2.69
市销率(P/S)	139.33	119.44	2.18	1.73	1.42
EV/EBITDA	130.90	120.35	12.64	9.16	6.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.82 元
目标价格	18.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	522.28
流通 A 股股本(百万股)	155.68
A 股总市值(百万元)	7,217.96
流通 A 股市值(百万元)	2,151.48
每股净资产(元)	0.61
资产负债率(%)	30.63
一年内最高/最低(元)	16.66/8.05

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 宇通集团核心制造企业，环卫新能源化引领者	5
1.1. 简介：2008 年进军环卫，已完成借壳“ST 宏盛”登陆 A 股	5
1.2. 经营：主营环卫装备、环卫服务以及工程机械三大业务	5
1.3. 财务：营收、利润快速增长，盈利水平稳中向好	7
2. 政策加码叠加经济性改善，环卫装备新能源化大势所趋	10
2.1. 电动环卫装备环保外部性突出，2019 年以来景气度持续抬升	10
2.2. 需求：政策加码叠加经济性改善，预计 2025 年市场空间超 300 亿	11
2.2.1. 外部推力：政策是当前阶段新能源环卫车推广的核心动能	11
2.2.2. 内生动力：以动力电池为主的成本端优化仍在持续	12
2.2.3. 空间计算：预计 2025 年新能源环卫车市场空间 312 亿元	14
2.3. 供给：尚处早期高集中度阶段，主要参与者或将持续受益	16
3. 高权重、强研发、深底蕴，公司或将深刻受益环卫装备电动化趋势	17
3.1. 新能源拉动环卫装备增速回暖，高毛利是重要特征	17
3.2. 装备板块高毛利背后的三大优势：高权重、强研发、深底蕴	18
3.2.1. 优势一：高权重——前瞻性布局，新能源环卫装备业务权重重大	18
3.2.2. 优势二：强研发——高强度研发，电动环卫车毛利率领先同业	19
3.2.3. 优势三：深底蕴——依托于集团，有望复制客车板块成长路径	20
3.3. 弹性测算：新能源大趋势下有望释放可观利润空间	22
4. 环卫服务：深耕河南，省外扩张积极探索	23
4.1. 行业仍处市场化红利期，2025 市场空间预计超 3000 亿	23
4.2. 属地优势下深耕河南，省外扩张积极探索	25
5. 工程机械：积淀深厚，民用机械潜力较大	26
5.1. 工程机械营收增速可观，占比略有下挫	26
5.2. 军用机械不确定较大，民用机械潜力仍存	26
6. 盈利预测与估值	27
6.1. 盈利预测：预计 2021-2022 实现归母净利润 4.2、5.3 亿	27
6.2. 估值：采用分部估值，首次覆盖给予“买入”评级	28
7. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司 2008 年进入环卫行业	5
图 2：重组前宇通重工股权结构	5
图 3：重组后宇通重工股权结构（不考虑募配）	5
图 4：公司各业务经营主体情况	5
图 5：2020H1 公司营收结构	5
图 6：2019 年公司环卫装备销量 2120 台	6
图 7：公司环卫装备按用途可分为清扫、清洗和清运车	6
图 8：公司环卫装备按动力可分为新能源和传统能源车	6

图 9: 公司部分工程机械产品	7
图 10: 2019 年公司工程机械销量 1724 辆	7
图 11: 从销量结构来看, 工程机械板块以军用为主	7
图 12: 2019 年公司营收上涨 57.6%	8
图 13: 2019 年公司归母净利上涨 208%	8
图 14: 宇通重工各业务营收增速	8
图 15: 从营收结构来看, 2018 年以来环卫板块占比增加	8
图 16: 从毛利结构来看, 2018 年以来环卫板块占比增加	8
图 17: 毛利率波动趋缓	9
图 18: 各业务毛利率中, 环卫装备波动较大	9
图 19: 期间费用率稳中有降	9
图 20: 净利率 2018 年以来持续上扬	9
图 21: 资产负债率企稳	9
图 22: ROE、ROA 触底回温	9
图 23: 公司现金流情况稳中向好	10
图 24: 公司经营性现金流量状况良好	10
图 25: 新能源车销量 2019 年大幅增加	11
图 26: 2020 年新能源环卫车维持高增速	11
图 27: 8 年使用周期内, 电动环卫车已具备一定经济性优势 (单位: 万元)	13
图 28: 宇通新能源环卫车价格明显高于传统环卫车 (万元/台)	13
图 29: 盈峰环境新能源环卫车价格明显高于传统环卫车 (万元/台)	13
图 30: 新能源乘用车 “三电” 成本占比 49.88%	14
图 31: 新能源物流车 “三电” 成本占比 51.2%	14
图 32: CATL 原材料采购成本中正极材料占比 55%	14
图 33: 磷酸铁锂正极材料价格下行趋势明显	14
图 34: 不同降价假设下新能源环卫车累计经济性曲线 (万元)	14
图 35: 新能源环卫车渗透率目前处于较低水平	16
图 36: 2019 年环卫装备行业 CR5 约 49%	17
图 37: 2019 年新能源环卫装备行业 CR5 高达 82%	17
图 38: 公司环卫装备板块销量回暖	17
图 39: 公司环卫装备板块营收回暖	17
图 40: 公司新能源装备销量快速抬升	17
图 41: 公司新能源装备营收高速增长	17
图 42: 总毛利率比较, 环卫装备业务占比	18
图 43: 环卫装备毛利率比较	18
图 44: 以宇通重工为例, 新能源环卫装备毛利率远高于传统环卫装备	18
图 45: 宇通重工新能源车占环卫装备总销量比例行业领先	18
图 46: 宇通重工新能源车销售额占总营收比例行业领先	18
图 47: 宇通重工新能源环卫车销量占环卫装备销量比重近 30%	19
图 48: 宇通重工新能源环卫车营收占环卫装备板块比重超 50%	19
图 49: 公司研发投入规模持续增加	19

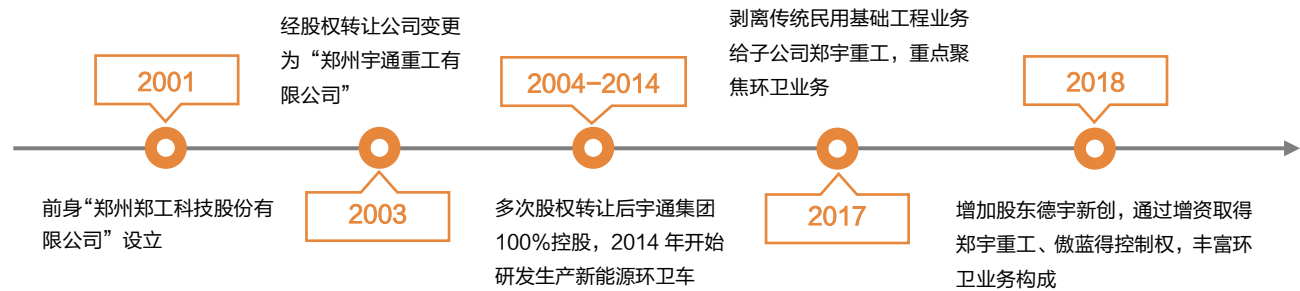
图 50: 公司研发费用率显著高于同业	19
图 51: 宇通重工新能源环卫设备毛利率领先行业	20
图 52: 2015-2017 宇通集团为宁德时代第一大客户	20
图 53: 2017-2019 年宇通重工新能源环卫车市占率行业第二	21
图 54: 宇通客车大中型客车市场份额始终第一	22
图 55: 宇通客车新能源客车市占率持续增加	22
图 56: 新增环卫行业订单合同总金额连续两年超过两千亿	23
图 57: 新增环卫行业订单首年服务金额保持 10%以上增速	23
图 58: 环卫服务营收高速增长	25
图 59: 公司环卫服务营收占比持续抬升	25
图 60: 环卫服务合同续签率高达 82.46%	25
图 61: 公司目前在运营项目 41 个	25
图 62: 传统环卫装备向省外持续扩张	26
图 63: 新能源环卫装备向省外高速扩张	26
图 64: 工程机械营收增速可观	26
图 65: 工程机械营收占比持续下滑	26
图 66: 公司军用工程机械销量波动较大	26
图 67: 公司军用工程机械销量占比波动较大	26
图 68: 旋挖钻及矿用车销量走高	27
图 69: 旋挖钻及矿用车单价较为稳定	27
表 1: 公司环卫服务项目大多为河南省内项目	6
表 2: 相近规格下, 宇通重工柴油及电动环卫车参数对比	10
表 3: 2020 年以来新能源环卫装备刺激政策密集出台	11
表 4: 新能源环卫装备市场空间测算核心假设一览	15
表 5: 新能源环卫市场测算结果	15
表 6: 公司环卫装备领域部分核心技术成果	20
表 7: 宇通重工董事会成员、高管大多具备长期客车板块任职经历	21
表 8: 新增环卫装备电动化渗透率 20%假设下, 宇通重工新能源装备业务利润测算	22
表 9: 新增环卫装备电动化渗透率 18%假设下, 宇通重工新能源装备业务利润测算	22
表 10: 新增环卫装备电动化渗透率 15%假设下, 宇通重工新能源装备业务利润测算	23
表 11: 新增环卫装备电动化渗透率 10%假设下, 宇通重工新能源装备业务利润测算	23
表 12: 传统环卫市场测算	24
表 13: 垃圾分类市场测算	24
表 14: 46 个重点城市垃圾分类市场空间测算	24
表 15: 宇通重工民用工程机械细分领域保持领先	27
表 16: 宇通重工业务分拆预测	28
表 17: 分业务板块净利润预测 (单位: 亿元)	29
表 18: 环卫装备板块可比公司估值表 (截至 1 月 12 日收盘)	29
表 19: 工程机械板块可比公司估值表 (截至 1 月 12 日收盘)	29
表 20: 环卫服务板块可比公司估值表 (截至 1 月 12 日收盘)	30

1. 宇通集团核心制造企业，环卫新能源化引领者

1.1. 简介：2008 年进军环卫，已完成借壳“ST 宏盛”登陆 A 股

宇通集团核心制造企业，致力于新能源环卫第一品牌。郑州宇通重工有限公司（简称“宇通重工”）是宇通集团的成员企业，是集科研开发、生产制造、销售售后服务为一体的专业制造企业。公司于 2008 年进入环卫行业，2014 年开始研发生产新能源环卫车，致力于打造新能源环卫第一品牌。

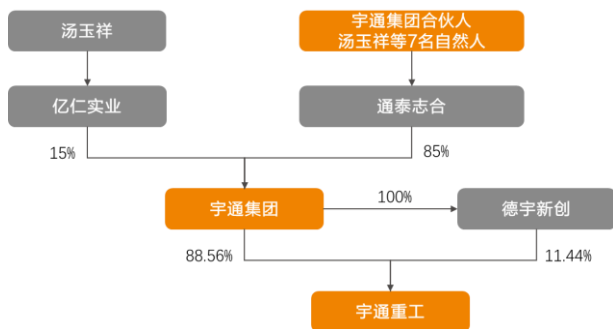
图 1：公司 2008 年进入环卫行业



资料来源：ST 宏盛公司公告，公司官网，天风证券研究所

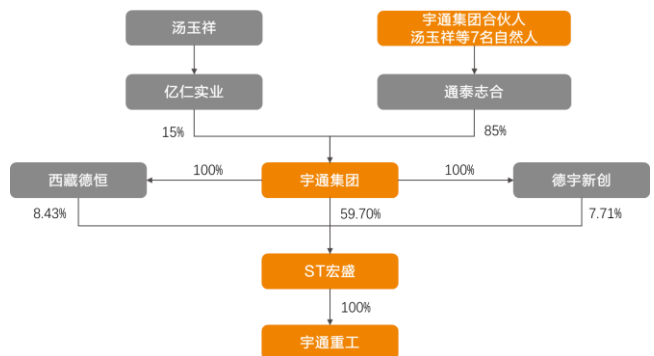
ST 宏盛资产重组完成，宇通重工借壳上市登陆 A 股市场。2020 年 11 月，ST 宏盛公告“宇通重工”已成为上市公司子公司，宇通重工基本完成借壳上市。宇通集团具有共同控制的治理传统，重组前后公司控股股东均为宇通集团，实际控制人为汤玉祥等 7 名自然人股东。

图 2：重组前宇通重工股权结构



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 3：重组后宇通重工股权结构（不考虑募配）



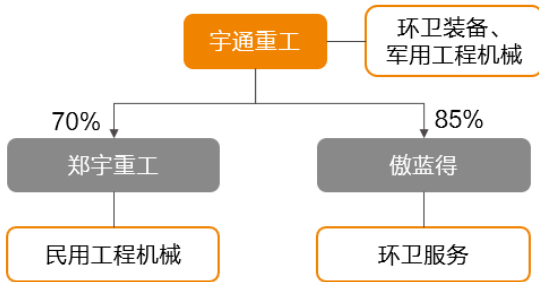
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

1.2. 经营：主营环卫装备、环卫服务以及工程机械三大业务

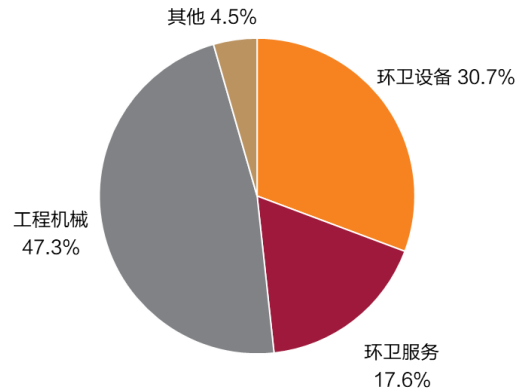
公司业务分为环卫装备、环卫服务以及工程机械三大部分。其中宇通重工本部负责环卫装备及军用工程机械，子公司郑宇重工主营民用工程机械，子公司傲蓝得主营环卫服务。2020 年上半年，公司环卫装备、环卫服务以及工程机械营收占比分别为 31%、18%以及 47%。

图 4：公司各业务经营主体情况

图 5：2020H1 公司营收结构



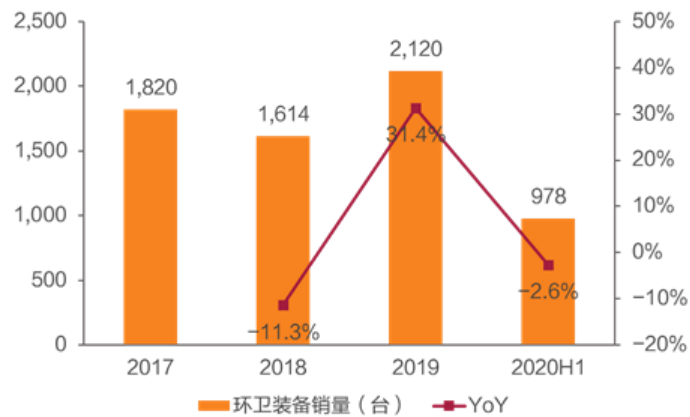
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

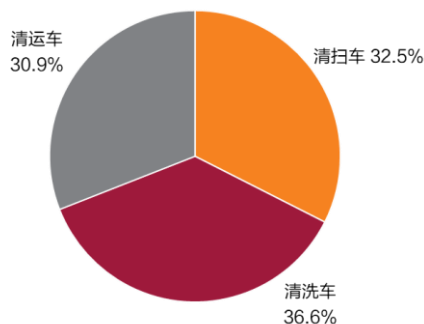
环卫装备：2019 年完成销量 2120 台，新能源占比近 30%。公司环卫设备业务按用途可分为清洗车、清扫车、清运车，2019 年销量占比分别为 36.6%、32.5%、30.9%；按动力类型可分为传统燃料车以及新能源车，2019 年销量占比分别为 70.6%和 29.4%。2019 年公司完成环卫设备销量 2120 台，同比增加 31.4%，2020 上半年在疫情影响下略有下滑，实现销量 978 台，同比减少 2.6%。

图 6：2019 年公司环卫装备销量 2120 台



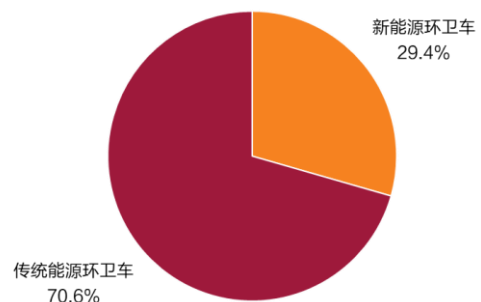
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 7：公司环卫装备按用途可分为清扫、清洗和清运车



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 8：公司环卫装备按动力可分为新能源和传统能源车



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

环卫服务：深耕河南，以小规模项目为主。公司环卫服务业务主要为市政环卫服务，内容包括垃圾清扫、收集、清运等。公司环卫服务板块地域特征明显，主要集中于河南省内。从业务模式来看，近 3 年公司环卫服务项目均为规模较小（5000 万元以下）、周期较短（1-3 年居多）的政府购买模式项目。

表 1：公司环卫服务项目大多为河南省内项目

项目名称	营业收入（17-19 年合计，亿元）
郑州经开区市政道路保洁养护项目	1.32
新乡市凤泉区辖区道路保洁项目	0.2
巩义市农村环卫项目	0.83
偃师市部分街道环卫保洁项目	0.47
登封市城区环卫项目	0.62
郑州市金水科教园区部分路段保洁养护项目	0.28
郑州市金水区部分街道道路保洁项目	0.28
郑州航空港经济综合实验区城市管理局环卫项目	0.28

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

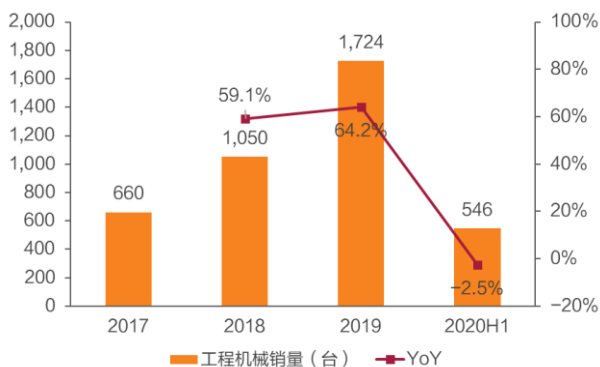
工程机械：军用机械为主，2019 年总销量 1724 台。公司工程机械可分为民用以及军用两大类，2019 年军用销量占比为 75%，为公司工程机械最主要产品，民用销量占比为 25%。2019 年宇通重工工程机械销量 1724 台，同比高增 64.2%；2020 上半年受疫情影响销量同比下滑 2.5%。

图 9：公司部分工程机械产品



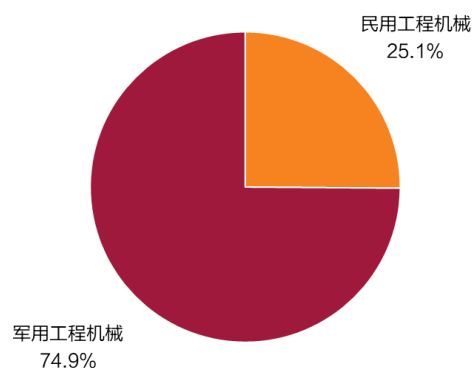
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 10：2019 年公司工程机械销量 1724 辆



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 11：从销量结构来看，工程机械板块以军用为主



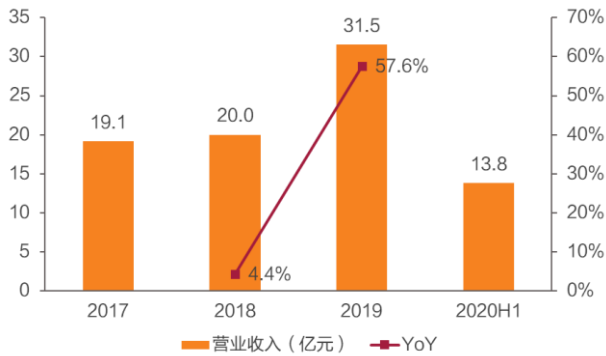
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务：营收、利润快速增长，盈利水平稳中向好

总量：环卫装备营收增速转正，2019 年公司业绩大幅改善。公司 2019 年主要业务均实现较高增速，其中环卫装备板块增速大幅转正，同比增加 50%，环卫服务及工程机械分别同比高增 110%以及 52%。在各业务板块高增速的带动下，宇通重工 2019 年业绩表现亮眼。

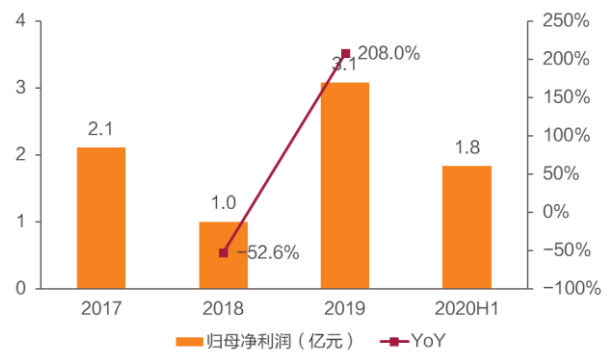
2019 年公司实现营业收入 31.5 亿元，同比增加 57.6%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增加 208%。

图 12：2019 年公司营收上涨 57.6%



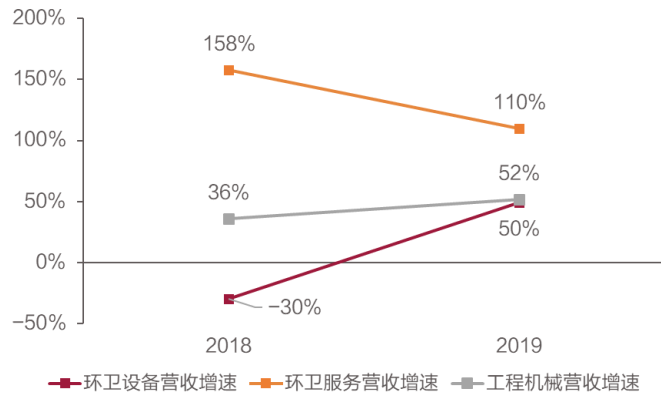
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 13：2019 年公司归母净利润上涨 208%



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

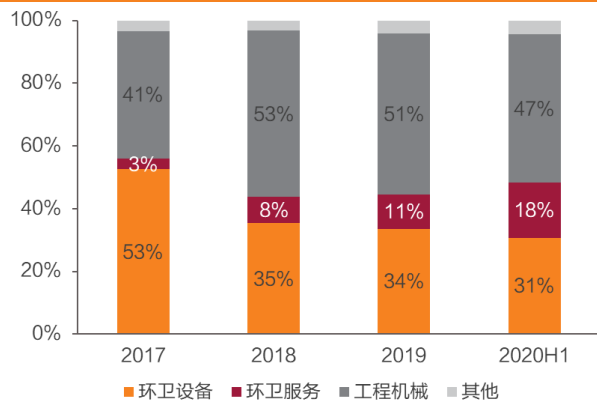
图 14：宇通重工各业务营收增速



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

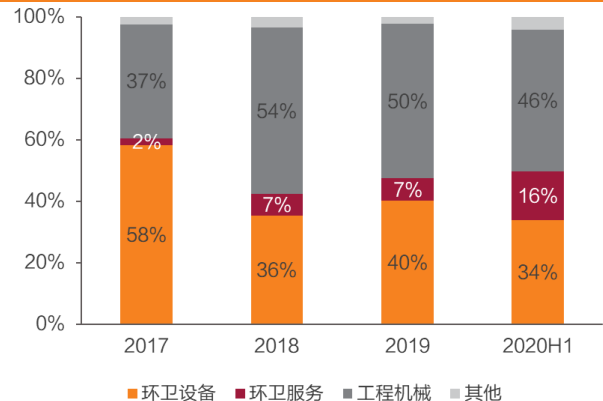
结构：环卫板块占比走高，工程机械略有下滑。从营收及毛利结构上看，包含环卫服务和装备两部分的环卫板块占比稳步抬升，2018 年至 2020 年上半年，环卫板块营收占比从 43% 提升至 49%，毛利占比从 43% 提升至 50%。整体来看工程机械仍为公司最高权重业务，但环卫业务增长动力明显较强。2020 年上半年公司环卫服务、环卫装备及工程机械营收占比分别为 18%、31% 及 47%，毛利占比分别为 16%、34% 及 46%。

图 15：从营收结构来看，2018 年以来环卫板块占比增加



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 16：从毛利结构来看，2018 年以来环卫板块占比增加



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

盈利水平：公司整体毛利率波动较小，2020 年上半年实现毛利率 31%。公司近年整体毛利率波动较小，2019 年整体毛利率 33%，2020 年上半年略降 1.9 个百分点至 31.2%。

分业务看，环卫装备板块在高毛利新能源装备销量波动的影响下，毛利率呈现出明显波动。

2017 年在新能源汽车推广政策下部分客户进行了集中采购，直接导致了 2018 年公司仅销售 289 台新能源环卫设备，公司环卫装备板块毛利随之滑坡，2019 年在新能源销量回暖的带动下毛利率回升至 39.7%，2020 年上半年受销售产品中毛利较低的小吨位环卫设备占比提高的影响，装备板块毛利率略有下滑。**环卫服务**板块 2020 年上半年在疫情优惠政策影响下，毛利率相较 2019 年抬升近 6 个百分点至 28%；**工程机械**板块毛利率波动不大，2020 年上半年毛利率 30.5%。

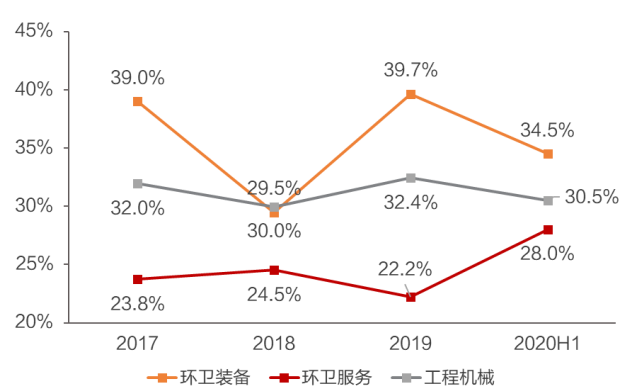
期间费用率趋降，净利率走高，2020 上半年实现净利率 15%。近年公司运营效率稳健抬升，期间费用率整体呈现下降趋势，其中销售费用率 2020 年上半年在疫情因素影响下明显下滑，相较 2019 年降低 3.1 个百分点至 7.8%。公司净利率在费用端优化的驱动下抬升明显，2020 年上半年公司净利率相较 2019 年抬升 4.5 个百分点至 15%。

图 17：毛利率波动趋缓



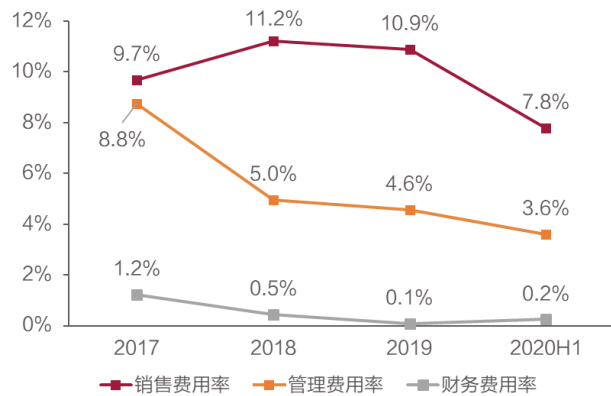
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 18：各业务毛利率中，环卫装备波动较大



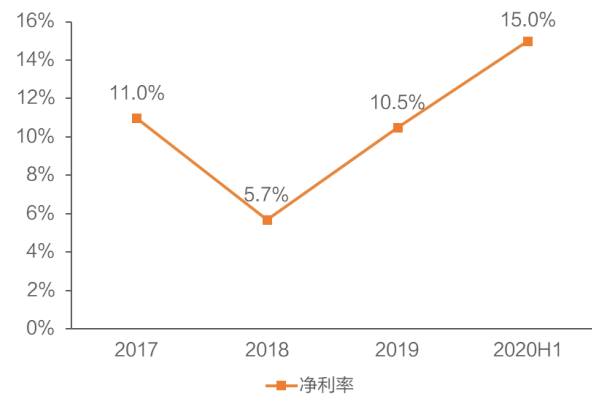
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 19：期间费用率稳中有降



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 20：净利率 2018 年以来持续上扬

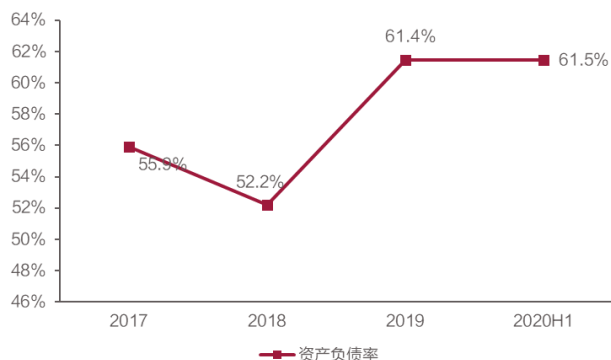


资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

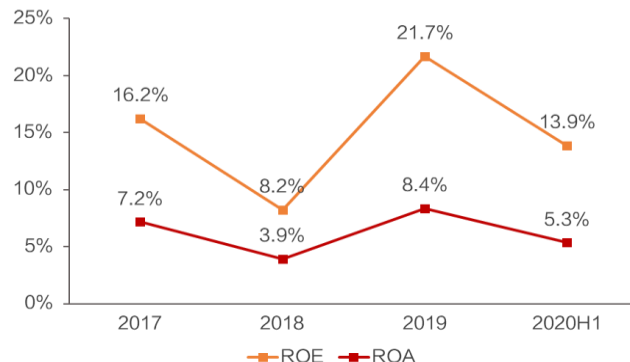
ROE：杠杆水平企稳，ROE 触底回暖。杠杆水平层面，在经营规模扩大背景下，公司杠杆水平 2019 年抬升明显，2019 年资产负债率 61.4%，同比抬升 9.3 个百分点，2020 年公司杠杆率企稳。在利润率向好以及杠杆水平抬升的驱动下，公司回报率 2019 年明显回暖，2019 年宇通重工 ROE 及 ROA 分别为 21.7% 及 8.4%，同比分别抬升 13.5 及 4.5 个百分点。

图 21：资产负债率企稳

图 22：ROE、ROA 触底回温



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

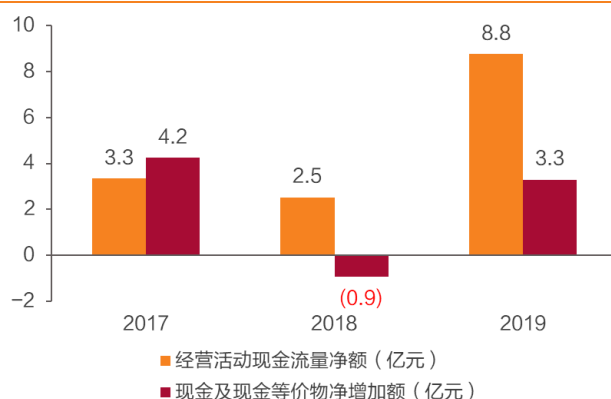


资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

注：2020 上半年未进行年化处理

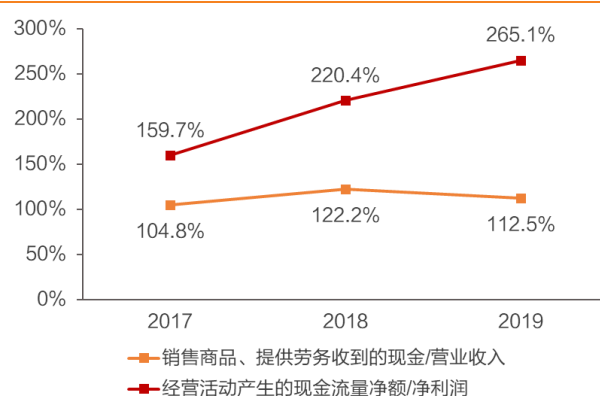
现金流：公司现金流状况良好，2019 年经营活动现金净额 8.8 亿。公司近年整体现金流较为稳健，其中 2018 年净现金流量为负的原因在于债务偿还及利润分配，净现金流量为负，2019 年现金流情况大幅向好，实现经营活动现金净流量 8.8 亿，整体现金净流入 3.3 亿。2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营收比例达 112.5%，经营活动净现金流占净利润比例达 265.1%，经营活动现金流质量较高。

图 23：公司现金流情况稳中向好



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 24：公司经营性现金流量状况良好



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

2. 政策加码叠加经济性改善，环卫装备新能源化大势所趋

2.1. 电动环卫装备环保外部性突出，2019 年以来景气度持续抬升

新能源装备特点更多体现在环保外部性，而不在于作业效果。以宇通重工环卫装备为例，从洗扫速度、作业宽度、洁净率等专用参数来看，新能源与柴油环卫装备并未呈现出明显差异，参数上均能达到理想的作业效果。我们认为当前新能源装备的核心优势并不在具体作业效果上，而是在环保外部性上，包括噪音较小、无尾气排放、环保示范效应强、提升城市形象等。

表 2：相近规格下，宇通重工柴油及电动环卫车参数对比

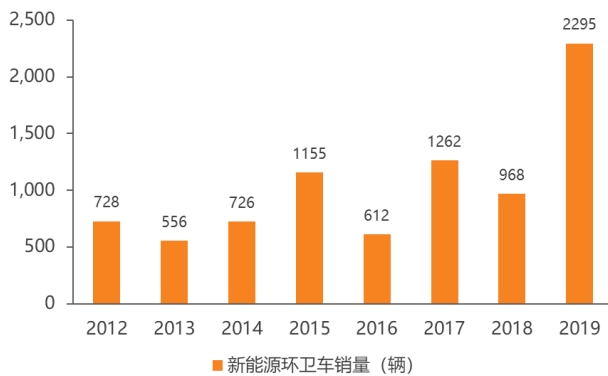
项目	单位	柴油车参数	电动车参数
型号	-	洗扫车-18t YTZ5180TXS20D6	W18 纯电动扫路车 YTZ5180TSLD0BEV
动力类型	-	柴油	电动
整车参数	最大总质量	kg	18000
	额定载质量	kg	5520
			4870

底盘品牌		-	东风天锦	宇通
底盘参数	发动机功率/驱动电机额定及峰值功率	kW	169	双电机，每个电机 125/250kw
	发动机品牌及排放标准/电池品牌及电量	-	东风康明斯/国 VI	宁德时代/298.43kwh (磷酸铁锂)
专用参数	洗扫速度	m/s	3-20	6.4
	清水箱/污水箱容积	m ³	9/7	4.5/4.5
	作业宽度	m	3.5	3.5
	洁净率	-	98%	97%

资料来源：宇通重工官网，天风证券研究所

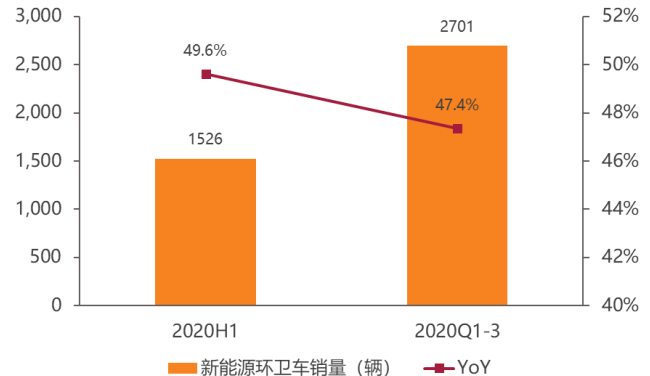
2019 年以来新能源环卫装备增速抬升明显。在产业政策驱动力走强的趋势下，2019 年新能源环卫车销售规模快速扩大，2019 年实现销量 2295 台，同比高增 137%。2020 年以来，疫情影响下环卫装备市场销售明显受阻，上半年环卫车销量 6.1 万台，同比下滑 0.8%，但新能源环卫装备仍维持了较高水平增速，根据上险数据显示，上半年及前三季度新能源环卫车销量分别同比增加 49.6%及 47.4%。

图 25：新能源车销量 2019 年大幅增加



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 26：2020 年新能源环卫车维持高增速



资料来源：龙马环卫公司公告，天风证券研究所

2.2. 需求：政策加码叠加经济性改善，预计 2025 年市场空间超 300 亿

2.2.1. 外部推力：政策是当前阶段新能源环卫车推广的核心动能

政策推动的动力来自于新能源环卫车强烈的示范效应。截至 2018 年末，我国城市、县城、镇和乡环卫车保有量约 45.6 万辆，根据中国公安部统计，2018 年中国全国机动车保有量达 3.27 亿辆，环卫车占比约千分之一。在如此量级的基数下，我们认为环卫领域新能源的推广并不基于其为减排贡献的具体增量，而在于环卫车作为重要公共领域用车所带来的强示范效应。

“碳中和”目标为行业提供长逻辑。2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会中提出，中国将采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。“碳中和”目标的提出，为新能源汽车行业提供了长逻辑，作为公共领域用车的重要一环，环卫车新能源化推进工作同样具备了扎实的长逻辑支撑。

顶层规划明确，2035 年公共领域用车全面电动化。2020 年以来产业驱动政策密集出台，力度强且规划明确。2020 年 11 月 2 日国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，提出到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化。在地方层面，以省会城市为代表的大中型城市 2020 年密集出台规划政策，均对包括环卫车在内的公共领域用车新能源化提出要求，以最近的 11 月 19 日合肥发布的《加快新能源汽车产业发展的实施意见》为例，意见明确提出从 2021 年起，公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车，相关行业主管部门是推广应用的第一责任人。

表 3：2020 年以来新能源环卫装备刺激政策密集出台

时间	政策文件	主要内容
全国性		
2020/11/2	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》	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% 。
2020/9/25	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快智能及新能源汽车产业基础支撑能力建设;开展公共领域车辆全面电动化城市示范,提高城市公交、出租、 环卫 、城市物流配送等领域车辆电动化比例。
2020/7/17	《推动公共领域车辆电动化行动计划》征求意见稿)	工信部就《推动公共领域车辆电动化行动计划》听取相关部门意见;目前已基本成型,准备开展试点示范,同时也在和财政研究综合奖补政策。
2020/4/23	《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 。
地方性		
2020/11/19	《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》	扩大邮政、物流配送、环卫、通勤等领域新能源汽车应用规模,从 2021年起,公共领域新增或更新用车全部使用新能源汽车 ,相关行业主管部门是推广应用的第一责任人。
2020/10/12	郑州市《大气污染防治重点工作实施方案》	郑州市重点区域1公里范围内自10月1日起全部使用新能源环卫车辆; 新购置环卫车辆原则上全部为新能源车辆 ,优先在市场化作业单位推广使用新能源车辆。
2020/9/29	《四川省支持新能源与智能汽车产业发展若干政策措施的通知》	鼓励新能源汽车在公路客运、出租、 环卫 、邮政快递、城市物流配送、机场、港口等领域的应用,党政机关更新公务用车的,除特殊情况外,应优先选用新能源汽车
2020/9/25	《广东省发展汽车战略性新兴产业集群行动计划(2021—2025年)》	积极引导使用新能源汽车,推进全省范围内公务、公交、市政、物流、出租、 环卫 、仓储、矿山、机场、港口等领域新能源化。
2020/8/4	《关于进一步加快新能源汽车推广应用和高质量发展推动“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,引导环卫市场优先选择新能源汽车。
2020/7/23	《河南省加快电动汽车充电基础设施建设的若干政策》	在公交、 环卫 、物流、通勤等公共服务领域,要因地制宜在运营线路沿线配建充电设施,到2025年,公共服务领域停车场配建充电设施的车位比例不低于25%。
2020/7/11	杭州市《关于强化保洁管理的若干意见》(征求意见稿)	杭州市提升清洁能源车占比,推广新能源车辆。各区、县(市) 每年新增或更新环卫车辆中,新能源车或清洁能源车辆不得低于总量的80% 。

资料来源:中国政府网等,天风证券研究所

2.2.2. 内生动力:以动力电池为主的成本端优化仍在持续

我们结合以下核心假设对新能源车全周期经济性进行测算:

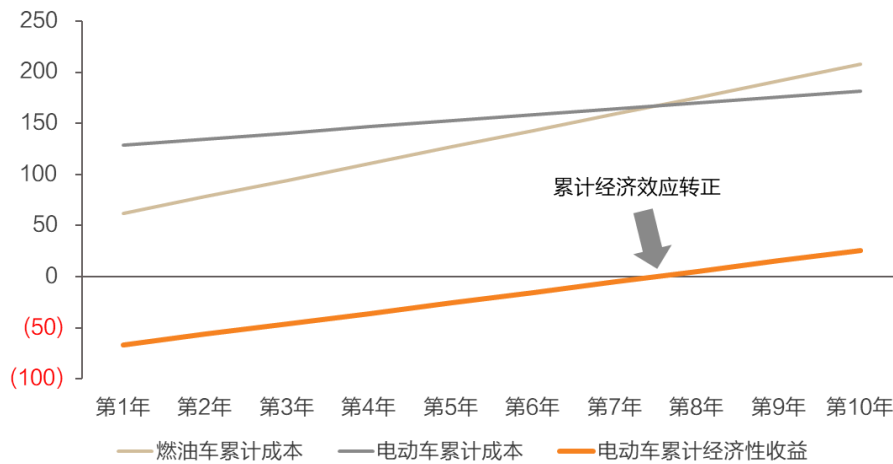
- (1) **初始成本:**参考盈峰环境稳定期下的价格测算,新能源及传统能源环卫车不含税价格分别为123万/台及46万/台;其中购置税方面,新能源免税,燃油车约4.6万元购置税;补贴方面,新能源车享有5万元补贴额。
- (2) **运营里程:**参考《新能源环卫车技术发展趋势》(李珍,2016)中的假设,中型环卫车每天运营120km。
- (3) **能源成本:**由于持续急速作业,环卫车能耗水平相对较高。我们参考《新能源环卫车技术发展趋势》(李珍,2016)中的假设,中型车百公里油耗约50L,按照1:3的比例,对应百公里新能源车电耗150kwh;能源单价方面,假设柴油成本6.5

元/升，充电成本 0.8 元/kwh。

(4) **维护成本：**参考卡车维护成本，燃油车每公里维护成本 0.6 元；新能源车约 0.2 元。

测算结果显示，虽电动环卫车相较传统燃油车初始成本高出两倍以上，但由于新能源环卫车能源及维护成本优势明显，全周期下已体现出一定经济性。**运营期限超过 7 年后，新能源环卫车经济性优势逐渐凸显，第 8、9、10 年新能源环卫车分别可以实现累计经济性优势 4.9、15.2 以及 25.5 万元。**我们认为未来在成本优化、竞争走强，以及或有的技术突破下，初始价格端电动环卫车劣势有望进一步收窄，新能源装备全周期经济性领先将更加明显。

图 27：8 年使用周期内，电动环卫车已具备一定经济性优势（单位：万元）

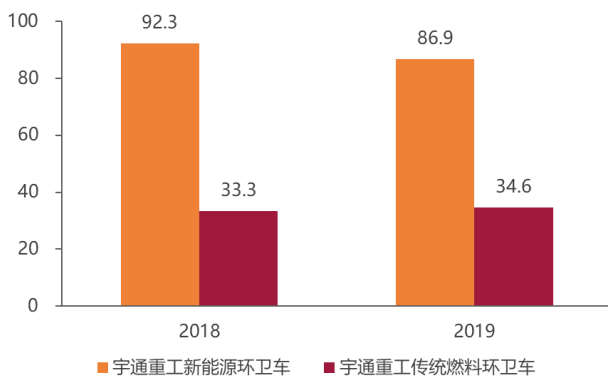


资料来源：盈峰环境公司公告，《新能源环卫车技术发展趋势》（李珍，2016），宁德时代官网，天风证券研究所

购置成本高企，新能源渗透率抬升仍存障碍。新能源环卫车相较燃油环卫车采购成本显著较高，以宇通重工及盈峰环境为例，宇通 2018、2019 年新能源环卫车均价分别是传统燃料车的 2.8 及 2.5 倍，同时，根据盈峰环境预测，稳定期公司清洗车、清扫车、垃圾车以及市政车电动类不含税价格分别为传统燃料的 3.6、2.7、2.0 和 3.6 倍，价格差距十分明显。

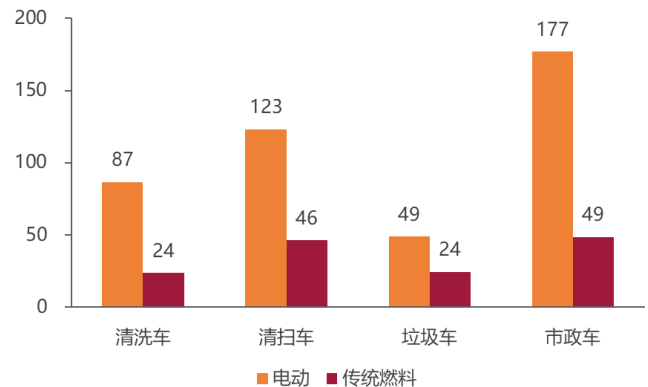
环卫行业属性决定了需求端对初始价格的敏感度。一方面，环卫装备下游的环卫服务行业是一个极为传统的民生刚需行业，需求同质化明显，在装备采购过程中成本成为十分重要的考量因素；另一方面，由于环卫服务项目初期往往面临一定规模的资本开支，因此价格远高于传统装备的新能源环卫车或将影响项目现金流情况，因此较高的初始购置成本成为限制新能源渗透率抬升的关键阻碍。

图 28：宇通新能源环卫车价格明显高于传统环卫车（万元/台）



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 29：盈峰环境新能源环卫车价格明显高于传统环卫车（万元/台）

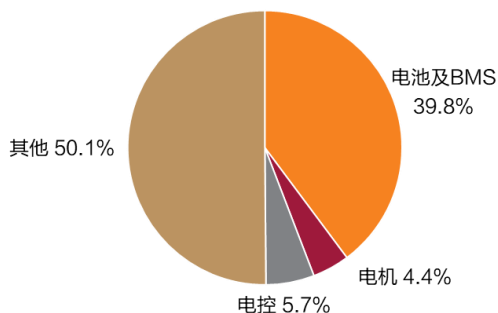


资料来源：盈峰环境公司公告，天风证券研究所

价格降低可期，核心部件动力电池成本持续优化。动力电池是新能源环卫装备的成本中心。我们假设磷酸铁锂动力电池 0.65 元/wh，300kwh 的环卫车仅电池成本便达到 19.5 万元，

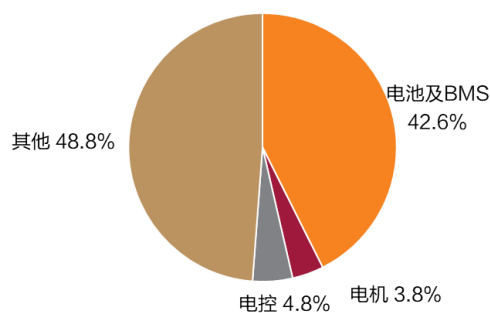
以宇通重工清扫车不含税价格 92 万元/台为例，假设毛利率 48%，对应单车成本 48 万元/台，因此粗略估计电池成本预计可以达到车辆总成本的 40%。参考新能源乘用车及物流车成本结构，叠加电机以及电控后，预计新能源环卫车“三大电”成本占比约 50%。

图 30：新能源乘用车“三电”成本占比 49.88%



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

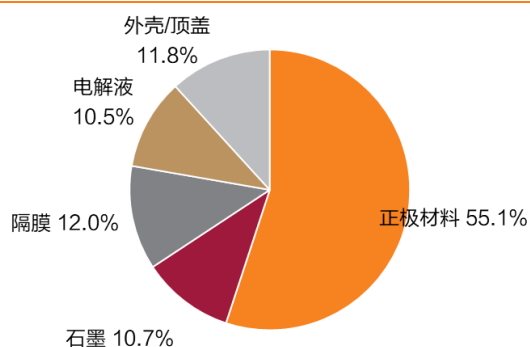
图 31：新能源物流车“三电”成本占比 51.2%



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

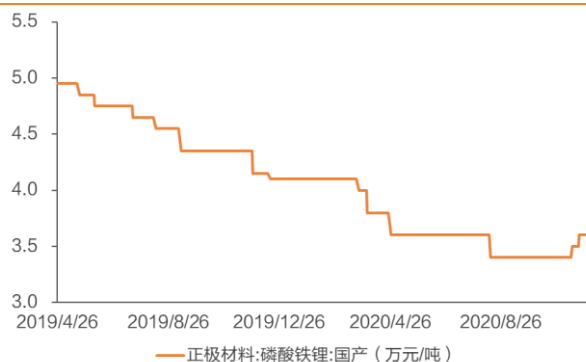
磷酸铁锂电池价格降低趋势明显，助力新能源环卫车成本持续优化。目前环卫车基本采用磷酸铁锂电池，磷酸铁锂材料近两年价格大幅下滑，这为磷酸铁锂动力电池成本的下降提供推力，目前磷酸铁锂材料价格为 3~4 万元/吨，根据 GGII 预测，预计未来两年价格将会下降到 2.5~3.5 万元/吨，降价空间在 20%~30% 左右；对应到磷酸铁锂动力电池端，目前价格约为 0.65 元/wh，预计在原材料价格降低及或有技术的突破下仍有下行空间。若成本端优化可顺畅传导至末端价格，经过我们测算，新能源环卫车制造成本在优化 10%、20%、30% 的情况下，分别可以在第七年、第五年和第四年实现经济性转正。

图 32：CATL 原材料采购成本中正极材料占比 55%



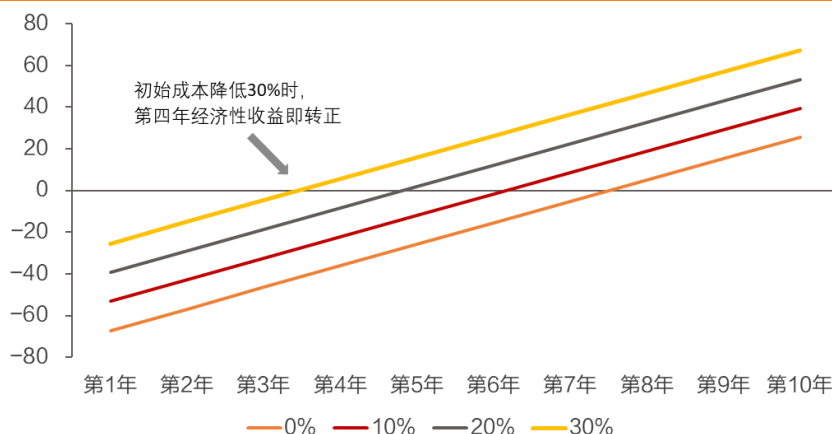
资料来源：宁德时代公司公告，天风证券研究所

图 33：磷酸铁锂正极材料价格下行趋势明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：不同降价假设下新能源环卫车累计经济性曲线（万元）



资料来源：盈峰环境公司公告，《新能源环卫车技术发展趋势》（李珍，2016），宁德时代官网等，天风证券研究所

2.2.3. 空间计算：预计 2025 年新能源环卫车市场空间 312 亿元

结合前文对新能源环卫装备行业需求端的定性分析，我们基于以下假设对新能源环卫装备具体空间进行测算：

量的层面主要假设包括：

- (1) 我国机械化清扫率地域差异较大，尚存提升空间，预计 2025 年城市、县城机械化清扫率可以达到 85%、75%；
- (2) 环卫装备总需求可分为**机械化清扫面积提升带来的新增需求**以及**老旧装备更新带来的替代需求**，在更新需求方面，我们假设更替周期为 8 年，当年销售环卫装备替代需求占应替代年份保有量比例在环卫市场化推进下将稳中有增，2021-2025 年占比分别为 28%、29%、30%、31%、32%；
- (3) 政策外力及成本推力将助推新能源环卫车渗透率持续提升，预计 2025 年城市、县城、镇、乡新增新能源环卫车渗透率可以达到 40%、20%、10%、10%。

价的层面主要假设包括：

- (1) 目前处于早期渗透率导入阶段，未来市场放量后**竞争或将加剧**，对价格形成压力；
- (2) 以动力电池为主的**成本端持续优化**，或将为装备降价提供空间；
- (3) 以宇通重工 2019 年不含税单车收入为参考，假设 2020 年单价为 80 万元/台，2025 年降至 60 万元/台，累计降幅约为 25%。

表 4：新能源环卫装备市场空间测算核心假设一览

区域单位	假设项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城市	道路清扫保洁面积 YoY	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
	机械化清扫率	74%	76%	79%	81%	83%	85%
	单位机械化清扫面积环卫车辆（万台/亿平米）	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
	新增环卫装备新能源渗透率	4.0%	10.0%	17.2%	24.4%	31.6%	40.0%
县城	道路清扫保洁面积 YoY	4%	4%	3%	3%	3%	2%
	机械化清扫率	67%	68%	70%	72%	73%	75%
	单位机械化清扫面积环卫车辆（万台/亿平米）	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
	新增环卫装备新能源渗透率	3.0%	7.0%	10.4%	13.8%	17.2%	20.0%
镇	道路面积 YoY	20%	15%	15%	8%	8%	5%
	市容环卫专用车辆设备（台）	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
	新增环卫装备新能源渗透率	1.0%	4.0%	7.8%	11.6%	15.4%	20.0%
乡	道路面积 YoY	20%	15%	15%	8%	8%	5%
	市容环卫专用车辆设备（台）	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
	新增环卫装备新能源渗透率	1.0%	3.0%	4.8%	6.6%	8.4%	10.0%

资料来源：Wind，住建部，智研咨询，ST 宏盛公司公告，玉禾田公司公告，天风证券研究所

结合以上假设，我们预计 2025 年新增环卫装备新能源渗透率可达到 29%，对应 2025 年新能源装备需求量约 5.2 万辆，以 60 万元均价计算对应市场空间 312 亿元；2021-2025 年预计新能源环卫车总需求量约 14.5 万辆，对应市场总空间 942 亿元。

表 5：新能源环卫市场测算结果

区域单位	项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城市	道路清扫保洁面积(亿平米)	93.12	96.38	99.28	102.25	105.32	107.43
	机械化道路清扫面积（亿平米）	69.07	73.57	77.93	82.48	87.24	91.31
	市容环卫专用车辆设备（台）	290,083	309,007	327,312	346,436	366,413	383,517
	替代需求（台）	43,864	46,463	53,359	60,831	69,114	76,320
	新增需求（台）	17,997	18,924	18,304	19,124	19,977	17,104

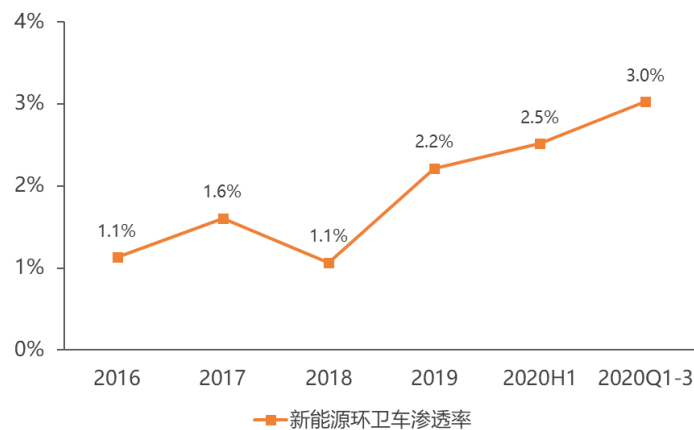
县城	新能源装备需求 (台)	2,474	6,539	12,326	19,509	28,153	37,370
	道路清扫保洁面积(亿平米)	27.51	28.47	29.33	30.21	31.11	31.73
	机械化道路清扫面积 (亿平米)	18.34	19.46	20.53	21.65	22.82	23.80
	市容环卫专用车辆设备 (台)	69,210	73,423	77,470	81,694	86,102	89,820
	替代需求 (台)	10,465	11,040	12,629	14,345	16,241	17,874
	新增需求 (台)	4,012	4,213	4,047	4,224	4,408	3,718
	新能源装备需求 (台)	434	1,068	1,734	2,562	3,552	4,318
镇	道路面积 (亿平米)	30.60	33.05	35.69	38.55	40.86	43.31
	市容环卫专用车辆设备 (台)	137,693	148,708	160,605	173,453	183,860	194,892
	替代需求 (台)	20,821	22,360	26,182	30,457	34,680	38,784
	新增需求 (台)	12,518	11,015	11,897	12,848	10,407	11,032
	新能源装备需求 (台)	333	1,335	2,970	5,023	6,943	9,963
乡	道路面积 (亿平米)	6.46	7.43	8.55	9.23	9.97	10.47
	市容环卫专用车辆设备 (台)	40,078	46,090	53,003	57,243	61,823	64,914
	替代需求 (台)	6,060	6,930	8,641	10,051	11,661	12,918
	新增需求 (台)	6,680	6,012	6,913	4,240	4,579	3,091
	新能源装备需求 (台)	67	180	332	280	385	309
环卫装备总保有量 (台)		537,064	577,228	618,390	658,827	698,198	733,143
新增总需求 (台)		39,955	41,207	40,164	41,162	40,437	39,372
替代总需求 (台)		81,211	86,794	100,812	115,685	131,696	145,896
环卫设备总需求 (台)		122,417	126,958	141,973	156,122	171,068	180,841
新增装备新能源平均渗透率		3%	7%	12%	18%	23%	29%
新能源装备需求量 (台)		3,309	9,122	17,363	27,375	39,032	51,960
单价 (万元/台)		80	76	72	68	64	60
市场空间 (亿元)		26	69	125	186	250	312

资料来源: Wind, 住建部, 智研咨询, ST 宏盛公司公告, 玉禾田公司公告, 天风证券研究所

2.3. 供给: 尚处早期高集中度阶段, 主要参与者或将持续受益

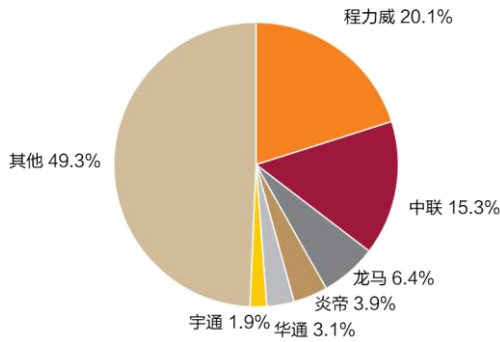
新能源环卫车当前处于行业早期高集中度阶段。从渗透率来看, 2020 年前三季度销量占比不足 5%; 集中度来看, 当前新能源环卫车集中度远高于整个环卫装备市场, 2019 年环卫装备市场 CR5 约为 49%, 而新能源环卫车市场集中度高达 82%, 结合行业数据、以及集中度特征, 我们判断行业当前正处于导入期, 渗透率或将在政策及成本端催化下持续抬升。当前阶段竞争格局并非重点, 在渗透率快速提升之际, 行业主要参与者或将持续受益。

图 35: 新能源环卫车渗透率目前处于较低水平



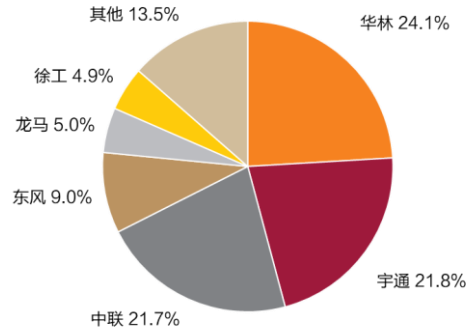
资料来源: 前瞻产业研究院, 龙马环卫公司公告, 天风证券研究所

图 36：2019 年环卫装备行业 CR5 约 49%



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 37：2019 年新能源环卫装备行业 CR5 高达 82%



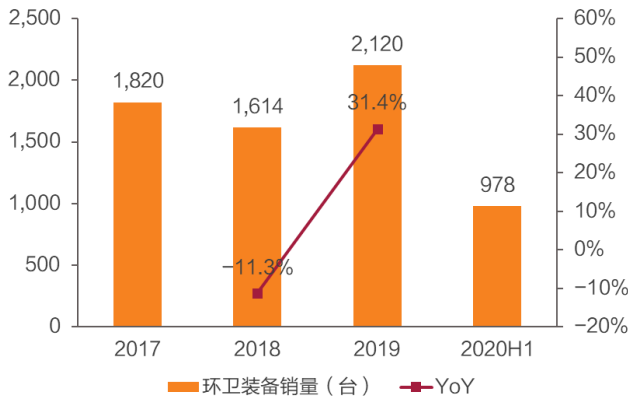
资料来源：环卫科技网，天风证券研究所

3. 高权重、强研发、深底蕴，公司或将深刻受益环卫装备电动化趋势

3.1. 新能源拉动环卫装备增速回暖，高毛利是重要特征

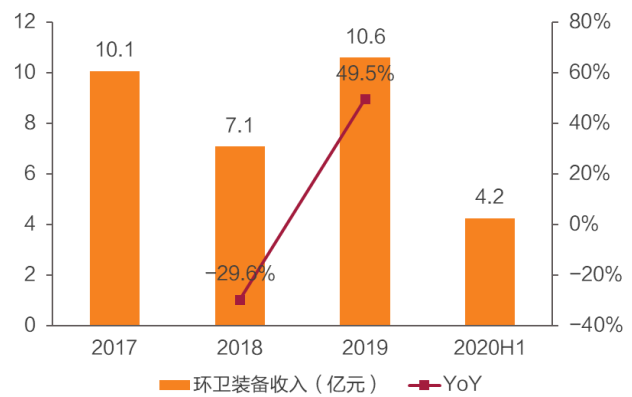
公司新能源装备高速增长，有力带动环卫装备板块增速回暖。公司 2019 年完成环卫装备销量 2120 台，同比增速大幅转正至 31.4%，带动营收同比高增 49.5%，主要驱动力在于新能源。公司新能源装备销量 2017-2018 年波动较大，2017 年在新能源汽车推广政策下部分客户进行了集中采购，直接导致了 2018 年公司仅销售 289 台新能源环卫设备。在行业趋势逐渐确立的过程中，2019 年新能源装备销量重回高速增长，大幅增加至 624 台，占设备总销量台数的 29.4%，同比增加 116%，对应销售收入 5.4 亿元，同比增加 103%。

图 38：公司环卫装备板块销量回暖



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 39：公司环卫装备板块营收回暖



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 40：公司新能源装备销量快速抬升

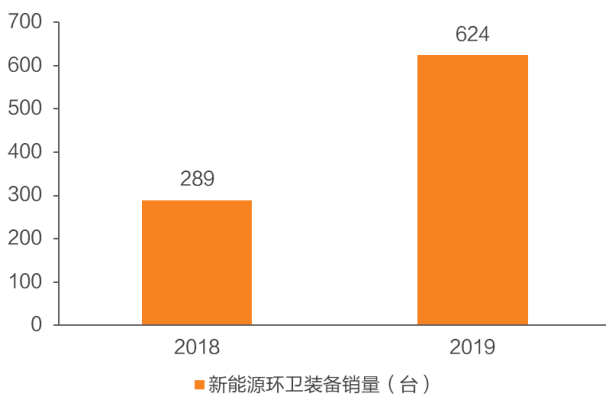
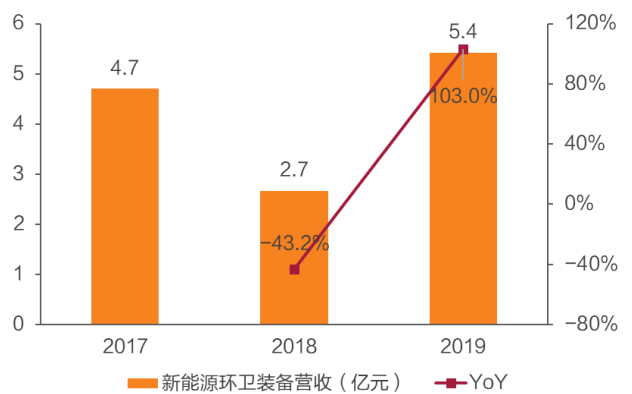


图 41：公司新能源装备营收高速增长

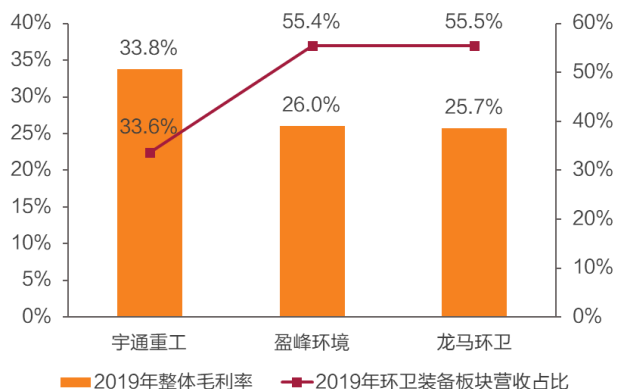


资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

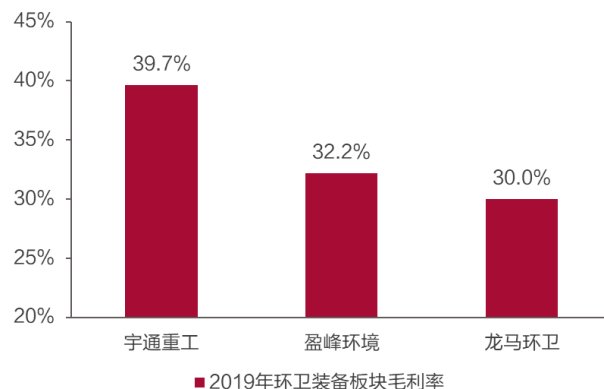
高毛利为重要特征，公司环卫装备板块毛利率显著领先同业。宇通重工 2019 年实现毛利率 33.8%，显著领先包括盈峰环境、龙马环卫在内的主要环卫装备上市公司，一方面原因在于业务结构，另一方面原因在于公司环卫装备板块毛利率的领先。2019 年公司环卫装备板块实现毛利率 39.7%，分别领先盈峰环境及龙马环卫 7.5 和 9.7 个百分点。

图 42：总毛利率比较，环卫装备业务占比



资料来源：ST 宏盛公司公告，Wind，天风证券研究所

图 43：环卫装备毛利率比较



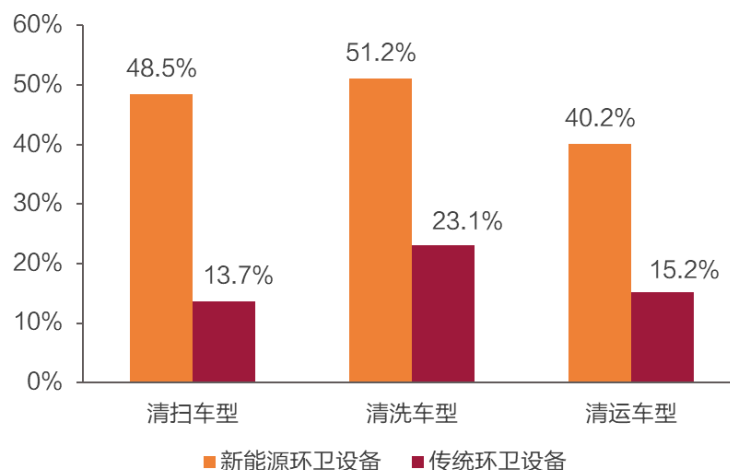
资料来源：ST 宏盛公司公告，Wind，天风证券研究所

3.2. 装备板块高毛利背后的三大优势：高权重、强研发、深底蕴

3.2.1. 优势一：高权重——前瞻性布局，新能源环卫装备业务权重大

新能源装备毛利远高于传统装备，宇通重工新能源业务权重行业领先。新能源化是宇通重工环卫装备重要战略方向，公司新能源业务权重明显领先同业。对比盈峰环境及龙马环卫，公司新能源销量占环卫装备总销量比重分别领先 22.4 及 24.3 个百分点；新能源环卫装备占总营收比例分别领先 9.8 及 12.8 个百分点。由于新能源装备相较传统装备毛利率较高，因此较高的新能源装备权重，是公司装备板块领先同业的重要原因。

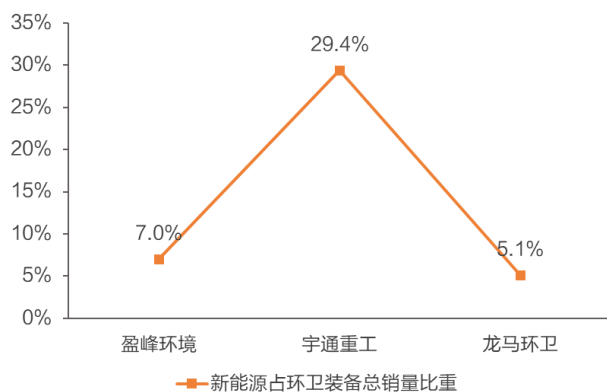
图 44：以宇通重工为例，新能源环卫装备毛利率远高于传统环卫装备（2018 年数据）



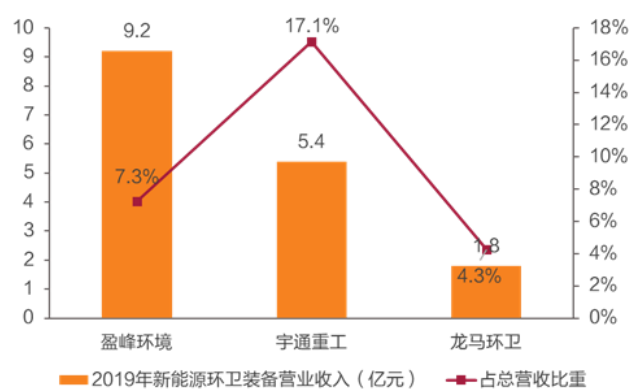
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 45：宇通重工新能源车占环卫装备总销量比例行业领先

图 46：宇通重工新能源车销售额占总营收比例行业领先



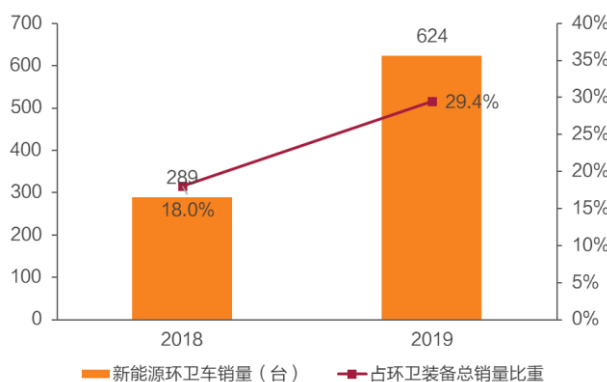
资料来源：盈峰环境、ST 宏盛及龙马环卫公司公告，天风证券研究所



资料来源：盈峰环境、ST 宏盛及龙马环卫公司公告，天风证券研究所

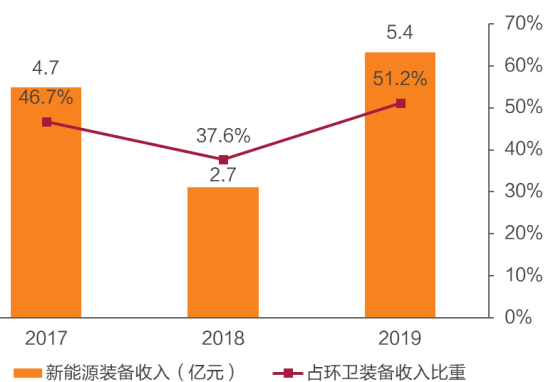
新能源产品全覆盖，业务占比持续抬升。从宇通自身来看，2014 年宇通重工前瞻布局纯电动环卫车，并以新能源化作为公司环卫板块重要方向。依托宇通客车强大的新能源研发与技术平台，公司相继开发出多款宇通环卫纯电动环卫车辆。与此同时，公司新能源业务权重持续走高，2019 年新能源环卫车销量占环卫装备销量比重 29.4%，占比抬升 11.4 个百分点；占环卫装备板块营收比重为 51.2%，占比抬升 14.6 个百分点。在行业放量之际，新能源环卫装备业务权重最高、战略倾向最明显的宇通重工受益或最为深刻。

图 47：宇通重工新能源环卫车销量占环卫装备销量比重近 30%



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 48：宇通重工新能源环卫车营收占环卫装备板块比重超 50%



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 优势二：强研发——高强度研发，电动环卫车毛利率领先同业

持续高强度研发是公司重要的追赶手段，公司研发投入领先同业。宇通重工切入环卫行业相对较晚，其主要追赶路径在于持续加大研发投入。公司持续加码研发，2017-2019 年公司研发人员占全日制用工比例始终维持在 20%以上，2019 年实现研发费用 1.9 亿元，同比增加 35%。横向对比来看，公司研发费用率领先同业，2019 年实现研发费用率 6%，分别高出盈峰环境及龙马环卫 4.1、4.8 个百分点。

图 49：公司研发投入规模持续增加

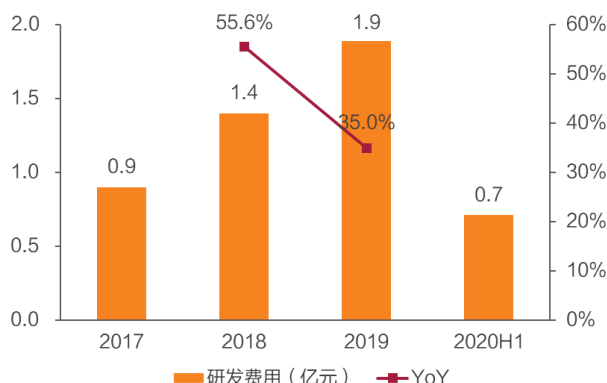
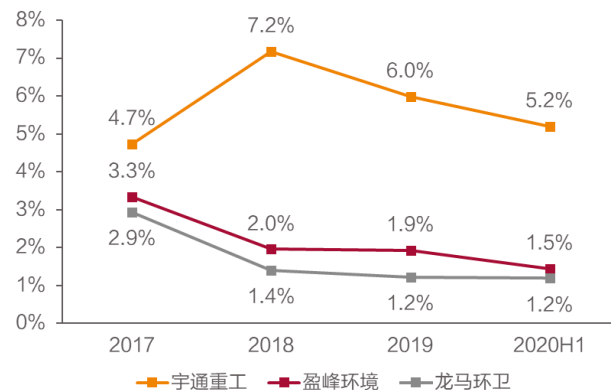


图 50：公司研发费用率显著高于同业



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

资料来源：ST 宏盛公司公告，Wind，天风证券研究所

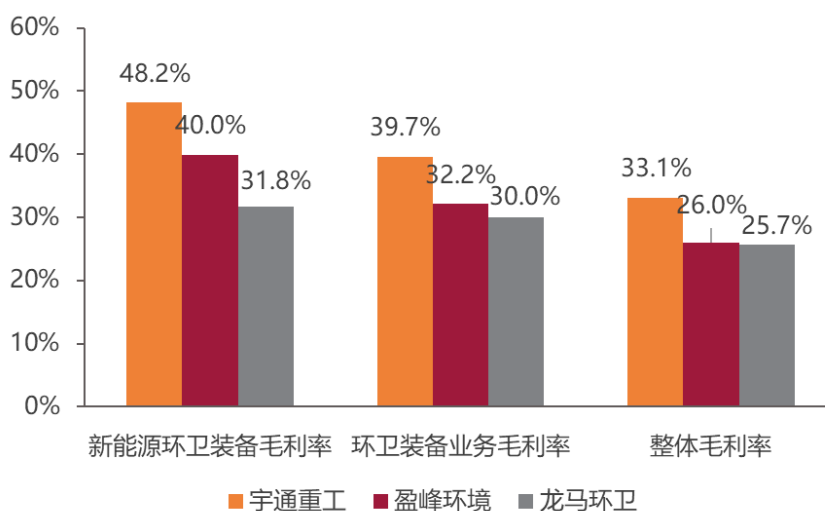
强研发筑起技术壁垒，新能源装备实现毛利领先。在持续的研发投入下，宇通重工逐渐积累起可观技术优势以及持续的迭代能力。**公司在环卫领域已积累 28 项自主研发的核心技术**，涉及环卫设备的上装、智能网联和新能源动力等多个核心部件。此外还有 18 项正在从事的主要研发项目，包括 6 项环卫设备新产品开发、3 项上装系统核心技术研究等。**公司强研发下的技术优势为其带来领先同业的毛利率**，公司新能源环卫装备毛利率明显高出同业，分别领先盈峰环境、龙马环卫 8.3 和 16.4 个百分点，从而带动整体环卫装备毛利率领先 7.5、9.7 个百分点。

表 6：公司环卫装备领域部分核心技术成果

技术种类	核心技术	应用领域	问题解决
上装系统核心技术	防污水倒灌技术	全系列洗扫车	彻底解决了行业内洗扫车运输中污水反灌问题
新能源系统核心技术	高安全电池系统 高效电驱动系统	多种新能源环卫产品	解决了环卫车综合能效低、环境适应性差的技术难题

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 51：宇通重工新能源环卫设备毛利率领先行业



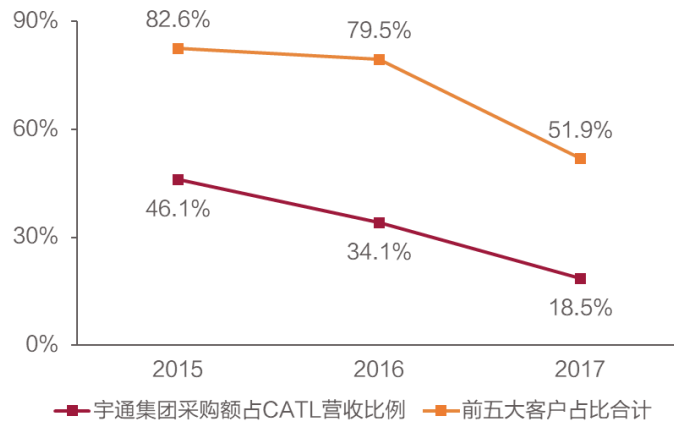
资料来源：ST 宏盛公司公告，Wind，天风证券研究所

注：龙马环卫、宇通重工新能源环卫装备毛利率分别为 2019 年上半年和 2018 年数据，其余数据均为 2019 年口径

3.2.3. 优势三：深底蕴——依托于集团，有望复制客车板块成长路径

宇通集团为公司带来的深厚底蕴同样是公司装备板块高毛利的一大原因。我们认为宇通集团为公司带来的底蕴优势是多方面的。**制造端**，公司依托于集团下客车部门的强大新能源底盘制造能力，实现上装和底盘一体化设计制作，产品层面提高了经济性及稳定性；**渠道端**，宇通集团为宁德时代重要客户，其中 2015-2017 年采购额占 CATL 营收比例均超 15%。因此在电池采购端公司或享有一定的价格优势，进一步助力毛利领先；**品牌端**，控股股东依托客车领域的深耕，已构筑起强大的品牌地位，宇通重工作为集团重要成员企业，有望充分享有宇通集团品牌认可度。

图 52：2015-2017 宇通集团为宁德时代第一大客户



资料来源：宁德时代公司公告，天风证券研究所

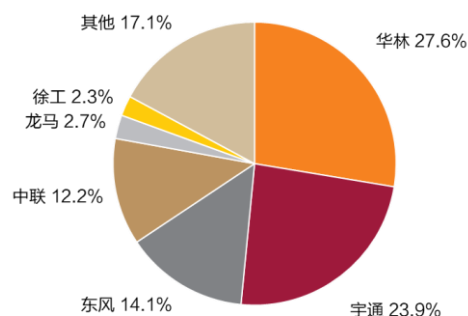
公司管理层大多具备宇通客车背景，成长路径有望复制。客车板块为宇通集团核心业务，已构建起领先的行业竞争力。根据中国产业信息网统计，2016-2019 年，宇通客车在新能源客车领域市占率为 23.4%、26.6%、27.0%、28.4%，始终位居国内新能源客车市占率第一。宇通重工管理层大多具备宇通客车的长期的任职经历，董事长兼总经理戴领梅曾任宇通客车工艺处处长、技术总监、副总经理等。公司有望延承宇通客车的优秀制造基因及先进管理能力。2017-2019 年宇通重工新能源环卫车占有率行业第二，未来公司在延承宇通集团优质管理运营能力的基础上，有望复制宇通客车的成长路径，不断深挖其在环卫领域的护城河。

表 7：宇通重工董事会成员、高管大多具备长期客车板块任职经历

姓名	职务	简介
戴领梅	董事长、总经理	曾任郑州宇通客车股份有限公司六车间主任助理、六车间主任、工艺处处长、技术总监、副总经理；曾任郑州宇通集团有限公司总裁助理。
曹建伟	董事	2000 年加入宇通客车，先后担任财务中心主任、人力资源总监等；现任任宇通重工董事、兼任宇通集团财务总监
胡锋举	副总经理	曾任郑州宇通客车股份有限公司供应商质量管理部部长、海外市场部部长、海外营销总监、专用车事业部销售部副部长、专用车事业部运营部部长等
马书恒	董事、财务总监	2000-2017 年先后任宇通客车技术处技术员、财务中心研发业务经理等；2017 年至今担任宇通重工董事、董秘及财务总监
楚新建	董事	2003.7-2017.2 先后担任宇通客车供应部进口工程师、采购高级经理等；2017.6 至今担任宇通重工董事
张孝俊	副总经理	2000-2018 年先后任宇通客车客户经理、专用车分公司副总经理等；2018.1 至今担任宇通重工副总经理

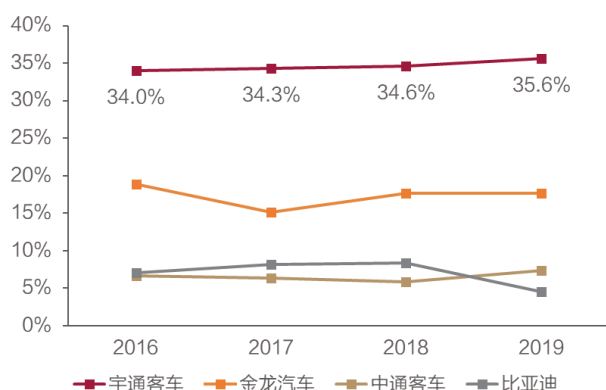
资料来源：Wind，ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 53：2017-2019 年宇通重工新能源环卫车市占率行业第二



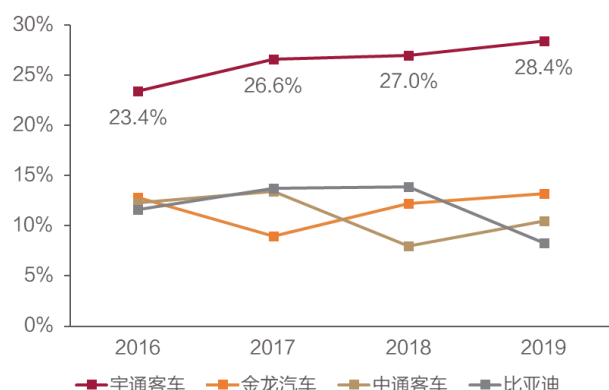
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 54：宇通客车大中型客车市场份额始终第一



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 55：宇通客车新能源客车市占率持续增加



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

3.3. 弹性测算：新能源大趋势下有望释放可观利润空间

当前时点下，对于行业而言，我们认为新能源渗透率为最大不确定性因素；对于公司而言，我们认为在难以准确预测的竞争格局下，市占率以及毛利率为较大不确定性因素。因此我们基于不同新能源渗透率、公司市占率以及毛利率假设下，对宇通重工新能源环卫车业务 2023 年预计利润进行敏感性分析，主要假设如下：

- (1) 基于本文第二章中 2023 年 18% 的渗透率假设，给出新能源渗透率 10%、15%、18% 以及 20% 四种假设，新能源车不含税均价沿用第二章假设，即 68 万元/台；
- (2) 参考公司 2018 年新能源环卫装备 48.2% 毛利率，给出 2023 年 50%、45%、40%、35% 以及 30% 五种假设；
- (3) 参考公司 2019 年毛利率 33.1%、净利率 10.5%，假设 2023 年净利率相较毛利率低 22.6 个百分点；
- (4) 参考 2017-2019 年公司新能源装备市占率 24%，给出 2023 年市占率 25%、23%、20%、18%、15%、13% 和 10% 七种假设。

经过我们测算，假设公司 2023 年新能源环卫装备板块毛利率为 40%，市占率 18%，在电动化渗透率 20%、18%、15% 以及 10% 四种情形下，公司新能源环卫装备板块分别可以实现净利润 6.8、6.2、5.1 以及 3.4 亿，在行业新能源化大趋势下公司有望释放可观利润空间。

表 8：新增环卫装备电动化渗透率 20% 假设下，宇通重工新能源装备业务利润测算

市占率 \ 毛利率	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%
50%	15.0	13.8	12.0	10.8	9.0	7.8	6.0
45%	12.2	11.3	9.8	8.8	7.3	6.4	4.9
40%	9.5	8.7	7.6	6.8	5.7	4.9	3.8
35%	6.8	6.2	5.4	4.9	4.1	3.5	2.7
30%	4.0	3.7	3.2	2.9	2.4	2.1	1.6

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

表 9：新增环卫装备电动化渗透率 18% 假设下，宇通重工新能源装备业务利润测算

市占率 \ 毛利率	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%
50%	13.5	12.4	10.8	9.7	8.1	7.0	5.4
45%	11.0	10.1	8.8	7.9	6.6	5.7	4.4

40%	8.6	7.9	6.8	6.2	5.1	4.4	3.4
35%	6.1	5.6	4.9	4.4	3.7	3.2	2.4
30%	3.6	3.3	2.9	2.6	2.2	1.9	1.5

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

表 10：新增环卫装备电动化渗透率 15%假设下，宇通重工新能源装备业务利润测算

市占率 毛利率	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%
50%	11.2	10.3	9.0	8.1	6.7	5.8	4.5
45%	9.2	8.4	7.3	6.6	5.5	4.8	3.7
40%	7.1	6.6	5.7	5.1	4.3	3.7	2.9
35%	5.1	4.7	4.1	3.7	3.0	2.6	2.0
30%	3.0	2.8	2.4	2.2	1.8	1.6	1.2

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

表 11：新增环卫装备电动化渗透率 10%假设下，宇通重工新能源装备业务利润测算

市占率 毛利率	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%
50%	7.5	6.9	6.0	5.4	4.5	3.9	3.0
45%	6.1	5.6	4.9	4.4	3.7	3.2	2.4
40%	4.8	4.4	3.8	3.4	2.9	2.5	1.9
35%	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	1.4
30%	2.0	1.9	1.6	1.5	1.2	1.1	0.8

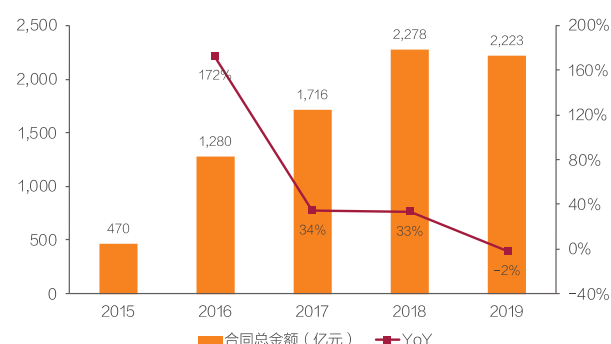
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

4. 环卫服务：深耕河南，省外扩张积极探索

4.1. 行业仍处市场化红利期，2025 市场空间预计超 3000 亿

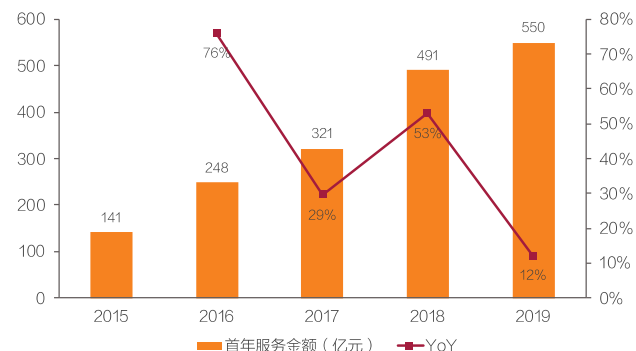
行业现状：环卫市场化快速推进。经过 2015 年至今的快速推广，全国环卫行业新增年订单已经达到 550 亿，同比增长 12%；总合同额达到 2223 亿元，同比略降 2%；平均合同期限 4 年，同比下降 0.6 年。2018-2019 年连续两年环卫市场化新增合同总金额突破 2000 亿元，市场化快速推广。

图 56：新增环卫行业订单合同总金额连续两年超过两千亿



资料来源：龙马环卫 2019 年年报，天风证券研究所

图 57：新增环卫行业订单首年服务金额保持 10%以上增速



资料来源：龙马环卫 2019 年年报，天风证券研究所

政策支撑及管理升级是行业成长的主推力。一方面，2018-2019 年环卫市场化快速推进背后的主要原因，是垃圾分类强制实施的政策催化。在垃圾分类市场的强制推进下，单独的

垃圾分类招标项目增加，垃圾分类成为环卫一体化标配作业内容，和环卫服务打包招标，环卫市场化持续推进。另一方面，城市管理体制从分散走向综合，助力环卫项目向一体化方向发展。我们认为传统的部门分散管理模式容易产生职能交叉、管理空白，管理责任机制弱化等问题，未来城市管理从分散走向综合是发展大趋势，可增强城市管理工作的综合性、整体性和协调性。绿化养护、照明维护更多内容被打包进环卫订单中，环卫企业面临的市場空间逐步扩容。

市场测算：传统环卫服务市场空间近 1500 亿元，2025 年可达 2300 亿。按照最新统计数据进行的市場空间测算显示，城市与县城道路清扫、垃圾清运、公厕维护等市場空间分别为 1048 亿、211 亿、224 亿，传统意义上的环卫服务市場空间约 1483 亿元。考虑城镇化带来的道路面积增加、和物价上涨带来的单价提高，预计 2025 年传统环卫市場空间会提高至 2296 亿。

表 12：传统环卫市场测算

作业内容	测算指标	城市		县城		市场空间（亿元）	
		2018	2025E	2018	2025E	2018	2025E
道路清扫	道路清扫面积（亿平方米）	86.93	106.92	25.56	35.96		
	清扫费用（元/平米）	10.00	12.30	7.00	8.61	1048	1625
	市场空间（亿元）	869	1315	179	310		
垃圾清运	垃圾清运量（万吨）	22802	28044	6660	9371		
	垃圾清运费（元/吨）	75.00	92.24	60.00	73.79	211	328
	市场空间（亿元）	171	259	40	69		
公厕维护	公厕数量（万座）	15	18	5	7		
	厕所清洁管理费用（万元/座）	13.50	16.60	5.00	6.15	224	344
	市场空间（亿元）	199	301	25	42		
合计						1483	2296

资料来源：住建部，天风证券研究所

垃圾分类是潜在市场空间接近千亿的新兴市场，涉及垃圾分类设施、垃圾分选设备、垃圾分类服务、推广宣传、软硬件 IT 服务、分类实施效果测评服务、咨询服务等。2017 年垃圾分类试点项目开始释放，但规模普遍偏小；2018 年以来，大体量垃圾分类项目开始出现。按照城市居民每户 20 元/月，县城居民每户 10 元/月的标准进行测算，垃圾分类整体市场空间在 800 亿以上。

根据住建部的要求，全国 46 个城市在 2020 年前完成垃圾分类；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。46 个城市对应居民户数约 1 亿户，按照 20 元/户/月测算，2020 年前将释放的市场空间约 242 亿；全国地级以上城市约 2.43 亿户，到 2025 年垃圾分类的市场空间将达到 583 亿。

表 13：垃圾分类市场测算

作业内容	测算指标	城市	县城	市场空间
垃圾分类	户数（亿户）	2.43	2.12	
	每户收费（元/户/月）	20	10	838
	市场空间（亿元）	583	254	

资料来源：国家统计局，河南省人民政府网，天风证券研究所

表 14：46 个重点城市垃圾分类市场空间测算

城市	户数（万户）	城市	户数（万户）	城市	户数（万户）	城市	户数（万户）
北京	537.28	郑州	219.62	南京	225.14	德阳	157.30
天津	379.17	泰安	194.85	杭州	229.57	贵阳	122.08
上海	541.20	青岛	255.12	江苏	222.44	昆明	203.60
重庆	1260.88	武汉	288.02	宁波	225.81	拉萨	19.30

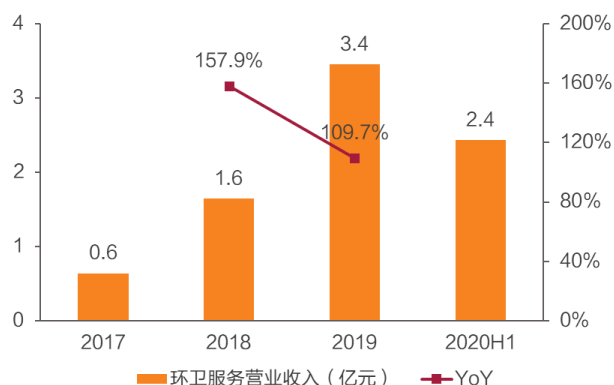
石家庄	279.53	长沙	245.59	合肥	245.62	西安	256.65
太原	115.30	宜昌	144.11	铜陵	54.52	日喀则	23.90
呼和浩特	83.85	广州	287.10	福州	208.33	咸阳	157.47
邯郸	238.98	深圳	100.13	厦门	71.29	兰州	109.57
沈阳	266.33	南宁	224.96	南昌	156.27	西宁	61.94
大连	213.87	海口	53.48	宜春	154.97	银川	75.42
长春	273.81	成都	122.08	济南	203.59	乌鲁木齐	80.72
哈尔滨	385.50	广元	115.20				
合计(万户)				10091.47			
单价(元/月/户)				20			
市场空间(亿/年)				242			

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

4.2. 属地优势下深耕河南，省外扩张积极探索

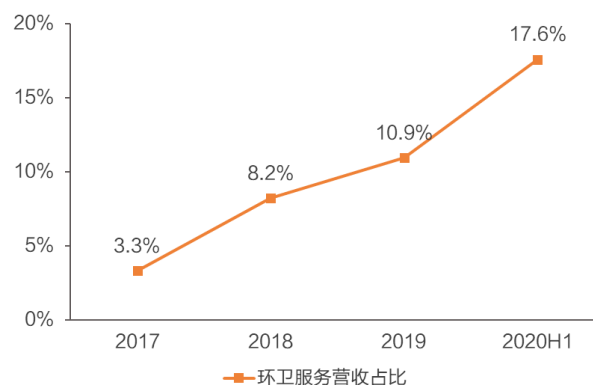
宇通重工环卫服务业务高速增长。2019 年环卫服务板块实现营业收入 3.4 亿，同比高增 109.7%；占营收比例达 10.9%。2020 年公司环卫服务板块无惧疫情影响，仅上半年便实现 2.4 亿营收规模，占总营收比例已达 17.6%，发展势头迅猛。

图 58：环卫服务营收高速增长



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 59：公司环卫服务营收占比持续抬升



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

环卫服务河南省市占率第一，借力装备优势探索省外扩张。截至 2020 年 11 月 30 日，公司近三年环卫服务合同续签率高达 82.46%。目前公司环卫服务订单主要集中于河南省郑州市，市占率已为河南省第一。公司 2020 年已中标项目 7 个，年服务金额 0.23 亿元；此外还有在招标项目 7 个和在跟踪项目 13 个，部分已完成方案递交。**省外扩张**方面，公司环卫装备板块向省外高速扩张，其中传统装备 2019 省外销量同比增加 60.3%，新能源装备省外销量同比增加 103.4%。装备板块覆盖范围的持续扩大，将为环卫服务提供持续的客户与渠道资源共享基础。

图 60：环卫服务合同续签率高达 82.46%

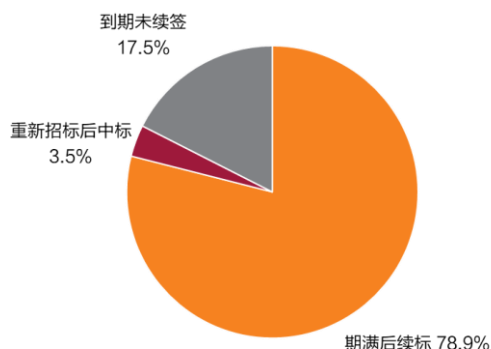
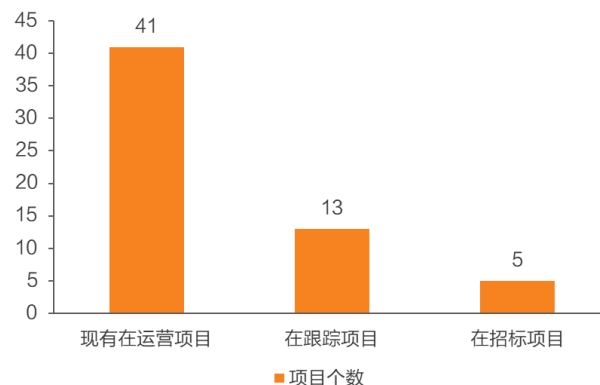


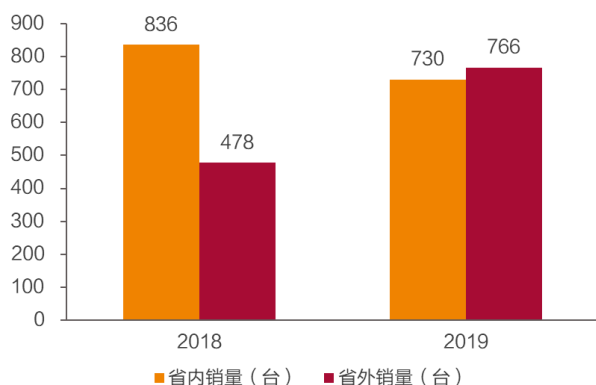
图 61：公司目前在运营项目 41 个



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

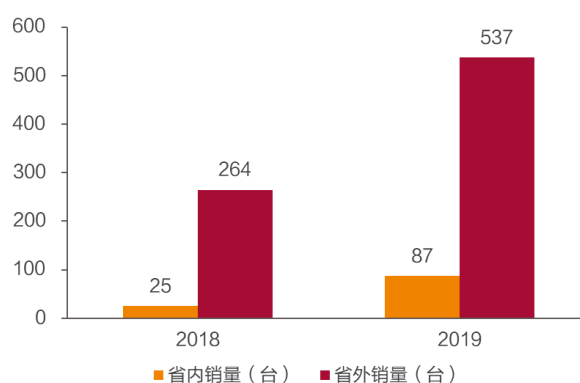
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 62：传统环卫装备向省外持续扩张



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 63：新能源环卫装备向省外高速扩张



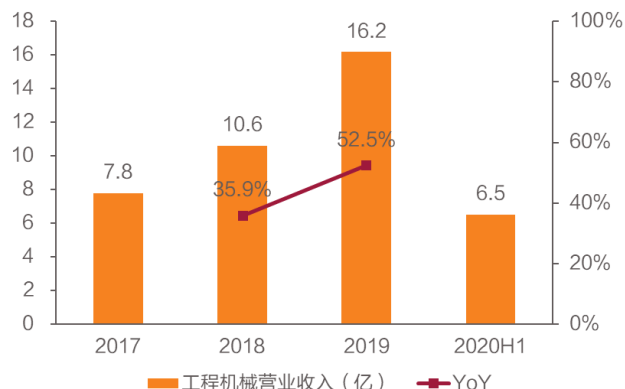
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

5. 工程机械：积淀深厚，民用机械潜力较大

5.1. 工程机械营收增速可观，占比略有下挫

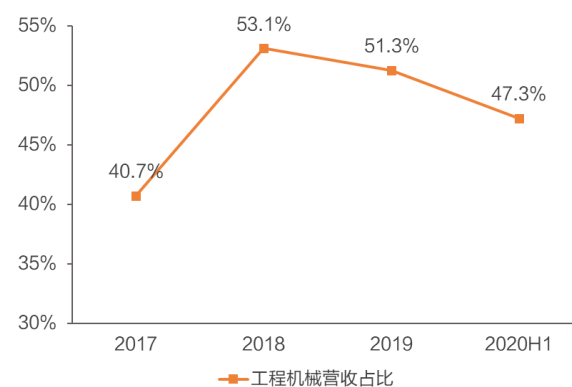
公司工程机械板块军用工程机械主要产品为推土机、装载机、平板车等；民用工程机械主要产品包括旋挖钻机、强夯机、桥梁检测车、矿用车等。公司 2019 年工程机械板块实现营收 16.2 亿元，同比高增 52.5%。在占比方面，由于环卫板块扩张节奏相对较快，工程机械板块占比略有下滑，上半年工程机械板块营收占比为 47.3%，环比 2019 年下挫 4 个百分点。

图 64：工程机械营收增速可观



资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

图 65：工程机械营收占比持续下滑



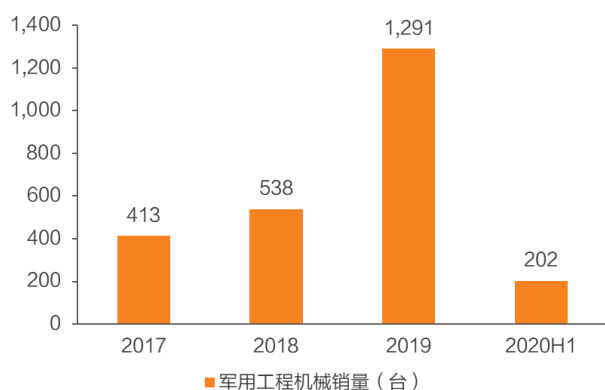
资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

5.2. 军用机械不确定较大，民用机械潜力仍存

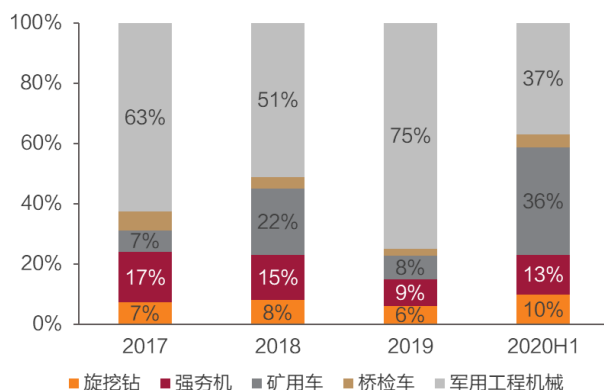
受下游客户属性影响，军用设备需求不确定性大。公司是中国人民解放军工程机械及专用装备制造商，先后为军方研发生产 20 余型军用工程机械，广泛应用于国防建设。2019 年公司实现军用工程机械销量 1291 台，同比增加 140%。另一方面，军用工程机械下游客户为军方，采购计划受国防支出预算、国际国内环境、军方政策影响较大，扰动因素较多。且军方用户对标的公司产品有着严格的试验、检验要求，单个订单执行周期可能较长。因此整体来看，公司军用工程机械销售具有较强不确定性，2020 上半年公司工程机械仅完成 202 台的销量，销量占比相较 2019 年大幅下滑 38 个百分点至 37%。

图 66：公司军用工程机械销量波动较大

图 67：公司军用工程机械销量占比波动较大



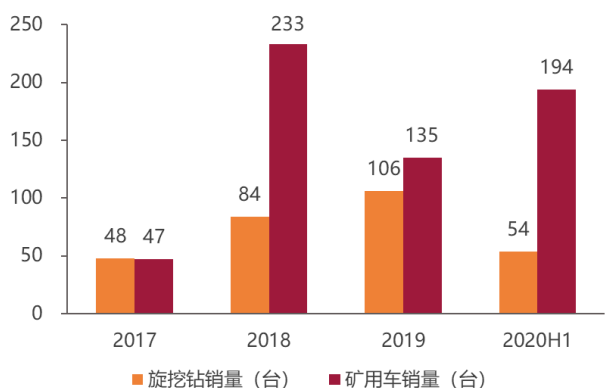
资料来源: ST 宏盛公司公告, 天风证券研究所



资料来源: ST 宏盛公司公告, 天风证券研究所

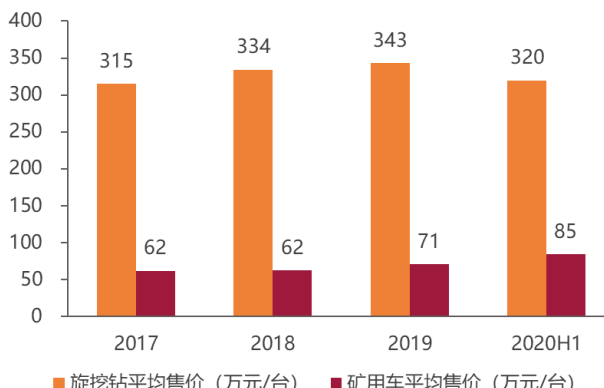
旋挖钻、矿用车前景广阔, 民用工程机械仍有潜力。公司在强夯机和桥梁检测车方面已处于行业领先地位, 拥有较高的市场份额和行业知名度, 其中强夯机 2019 年 1-5 月市占率达 65%, 稳居行业第一, 桥检车 2019 年市占率约 35.0%, 位于行业前列。**未来公司民用工程机械主要增长点在于旋挖钻及矿用车。**公司旋挖钻产品发展迅速, 依托出众的性能及良好的售后服务有望持续抬升市占率, 2019 年实现销量 106 台, 同比增长 26.2%; 矿用车方面, 宇通重工开启了大吨位新能源矿用车的先河, 凭借其领先的新能源技术、良好的产品质量和售后服务, 新能源矿用车知名度有望持续走高, 2020 年上半年实现销量 194 台, 已超过 2019 年全年规模。

图 68: 旋挖钻及矿用车销量走高



资料来源: ST 宏盛公司公告, 天风证券研究所

图 69: 旋挖钻及矿用车单价较为稳定



资料来源: ST 宏盛公司公告, 天风证券研究所

表 15: 宇通重工民用工程机械细分领域保持领先

产品	成就
强夯机	2018、2019 年 1-5 月市占率分别达 56%、65%, 连续位于行业首位
桥检车	2019 年市占率约 35.0%, 位于行业前列
旋挖钻	获评“2019 中国旋挖钻机用户品牌关注度十强”
新能源矿用车	YTK90E 型纯电动矿用车开创大吨位矿用自卸车纯电驱动的先河

资料来源: ST 宏盛公司公告, 天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测: 预计 2021-2022 实现归母净利润 4.2、5.3 亿

我们基于以下假设对公司进行盈利预测:

(1) **环卫装备: 量的层面**, 受益于政策及经济性因素驱动, 新能源环卫设备有望迎来放量, 公司新能源装备销量快速抬升; **价的层面**, 公司依托集团制造优势自制底盘, 叠加高

研发强度，成本及毛利端优势明显。但随着行业竞争的加剧，以及以动力电池为代表的制造成本下降，公司新能源环卫装备毛利率或将持续降低；

(2) 环卫服务：行业尚处市场化快速持续推进阶段，公司环卫服务业务将持续受益环卫装备协同优势，拿单节奏稳健；

(3) 工程机械：军用装备不确定性较强，民用装备仍具备一定潜力，预计增速、毛利率维稳。

基于以上假设，我们预计公司 2021-2022 年将实现营业收入 40.13 和 48.73 亿元，同比增长 25.9%、21.4%；实现归母净利润 4.17 和 5.30 亿元，对应 EPS 为 0.80 和 1.01 元，对应 PE 为 16.7 和 13.1 倍。

表 16：宇通重工业务分拆预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
环卫装备					
收入（亿）	7.09	10.60	11.87	18.08	25.03
同比（%）	-29.58%	49.53%	12.03%	52.34%	38.42%
成本（亿）	5.00	6.39	7.67	11.12	15.25
毛利（亿）	2.09	4.20	4.20	6.97	9.78
毛利率(%)	29.48%	39.65%	38.78%	40.56%	40.26%
环卫服务					
收入（亿）	1.64	3.45	4.93	5.66	6.56
同比（%）	157.91%	109.76%	46.87%	15.10%	13.72%
成本（亿）	1.24	2.68	3.55	4.30	5.05
毛利（亿）	0.40	0.77	1.38	1.36	1.51
毛利率(%)	24.52%	22.23%	30.00%	24.00%	23.00%
工程机械					
收入（亿）	10.62	16.16	13.76	15.08	15.84
同比（%）	36.19%	52.13%	-14.84%	9.62%	5.00%
成本（亿）	7.44	10.92	9.43	10.36	10.81
毛利（亿）	3.18	5.24	4.33	4.72	5.02
毛利率(%)	29.97%	32.44%	31.46%	31.29%	31.73%
其他					
收入（亿）	0.64	1.30	1.30	1.30	1.30
同比（%）	-1.77%	104.96%	-0.29%	0.00%	0.00%
成本（亿）	0.43	1.07	1.07	1.07	1.07
毛利（亿）	0.20	0.23	0.23	0.23	0.23
毛利率(%)	31.86%	17.85%	24.86%	24.86%	22.52%
合计					
收入（亿）	19.99	31.51	31.86	40.13	48.73
同比（%）	4.39%	57.63%	13.47%	26.59%	22.85%
成本（亿）	14.11	21.06	21.71	26.85	32.18
毛利（亿）	5.88	10.44	10.15	13.28	16.54
毛利率(%)	29.40%	33.14%	34.02%	34.61%	35.17%

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

6.2. 估值：采用分部估值，首次覆盖给予“买入”评级

公司主要业务可分为环卫装备、工程机械以及环卫服务三部分，由于这三大业务商业模式层面差异较大，因此考虑采取分部估值法。我们通过对三大业务板块净利润进行预测，并结合相应可比公司估值水平，对公司进行估值。参考 2019 年公司整体及部分板块毛利、

净利率水平，我们预计 2021 年公司环卫装备、工程机械以及环卫服务板块分别实现净利润 2.63、1.07、0.46 亿元。

表 17：分业务板块净利润预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	31.51	31.86	40.13	48.73
毛利率	33.14%	34.02%	34.61%	35.17%
净利率	9.77%	9.70%	10.39%	10.88%
净利润	3.08	3.09	4.17	5.30
环卫装备板块				
营收	10.60	11.87	18.08	25.03
毛利率	39.65%	38.78%	40.56%	40.26%
净利率	12.77%	12.46%	14.54%	14.96%
净利润	1.35	1.48	2.63	3.75
工程机械板块				
营收	16.16	13.76	15.08	15.84
毛利率	32.44%	31.46%	31.29%	31.73%
净利率	8.76%	6.63%	7.06%	6.73%
净利润	1.42	0.91	1.07	1.07
环卫服务板块				
营收	3.45	4.93	5.66	6.56
毛利率	22.23%	30.00%	24.00%	23.00%
净利率	8.3%	14.05%	8.05%	7.05%
净利润	0.29	0.69	0.46	0.46
其他板块净利润	0.02	0.01	0.02	0.03

资料来源：ST 宏盛公司公告，天风证券研究所

估值层面，针对公司不同业务，我们选取不同可比公司进行对标：

环卫装备板块，考虑到 2021 年公司新能源装备权重持续走高，2021 年销量占比或将接近 50%，因此我们同时选取环卫装备标的及新能源车标的作为可比公司。参考可比公司 PE 估值水平，结合公司自身较强的潜在竞争力，我们给予公司 2021 年环卫装备板块 30 倍 PE，对应市值 78.9 亿。

工程机械及环卫服务板块，参考可比公司 2021 年平均 PE 水平，分别给予公司 2021 年目标 PE 倍数 10 倍和 20 倍，对应市值分别为 10.7 亿和 9.2 亿元。公司三大板块对应 2021 年总市值 98.8 亿，目标价 18.93 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：环卫装备板块可比公司估值表（截至 1 月 12 日收盘）

代码	简称	收盘价（元/股）	EPS（元/股）		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E
603686.SH	龙马环卫	16.86	1.04	1.21	16.24	13.89
000967.SZ	盈峰环境	7.99	0.47	0.56	17.03	14.17
601633.SH	长城汽车	48.77	0.54	0.86	90.53	56.79
均值			0.68	0.88	41.27	28.29

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 19：工程机械板块可比公司估值表（截至 1 月 12 日收盘）

代码	简称	收盘价（元/股）	EPS（元/股）		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E

600031.SH	三一重工	45.70	1.81	2.09	25.30	21.82
000157.SZ	中联重科	11.82	0.88	1.04	13.50	11.38
000425.SZ	徐工机械	5.89	0.54	0.66	11.01	8.91
均值			0.71	0.85	12.25	10.15

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 20：环卫服务板块可比公司估值表（截至 1 月 12 日收盘）

代码	简称	收盘价（元/股）	EPS（元/股）		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E
002973.SZ	侨银股份	20.52	0.84	0.90	24.35	22.67
300815.SZ	玉禾田	88.95	4.80	4.91	18.55	18.13
均值			2.82	2.91	21.45	20.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

疫情超预期反弹：2020 上半年受疫情影响公司环卫设备销量缩减，若疫情超预期反弹，环卫行业招投标工作以及环卫装备销售均将受到影响；

新能源环卫车规划落地不及预期：我们认为当前推动新能源环卫车景气向上的主推力为政策，虽顶层规划及地方政策目标明确，但政策落地的力度以及节奏尚存不确定性，这对新能源环卫车的放量节奏影响较大；

行业竞争加剧：新能源环卫装备尚处早期导入期，未来随着行业放量，或将吸引更多进入者，存在竞争超预期加剧的风险；

工程机械需求大幅波动：工程机械板块占公司业务比例较大，周期性特征明显，其中军用机械不确定性较大，下游需求的超预期下挫将对公司业绩产生较大影响；

相关假设不成立导致结论偏差的风险：我们对新能源环卫装备行业空间以及公司业绩弹性等测算均基于大量假设，具有一定主观性，若相关假设与后续事实演进差异较大，则存在结论不成立的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33.22	70.26	1,115.25	1,476.56	2,122.01
应收票据及应收账款	39.94	12.64	1,316.18	326.82	1,591.55
预付账款	0.00	0.24	3.89	2.91	7.96
存货	0.00	3.69	427.68	106.25	511.40
其他	1.74	0.76	309.28	81.71	386.38
流动资产合计	74.89	87.58	3,172.28	1,994.24	4,619.29
长期股权投资	0.00	0.00	197.49	197.49	197.49
固定资产	0.05	1.10	468.26	444.57	420.38
在建工程	0.00	0.00	1.89	0.95	0.47
无形资产	0.00	0.05	126.64	112.57	98.50
其他	114.48	114.92	21.69	(60.80)	(47.65)
非流动资产合计	114.53	116.07	815.98	694.78	669.19
资产总计	189.42	203.65	3,988.26	2,689.02	5,288.49
短期借款	0.00	0.00	114.68	95.00	87.00
应付票据及应付账款	11.75	20.18	1,789.52	298.99	2,025.71
其他	18.48	18.15	352.62	110.73	416.07
流动负债合计	30.23	38.33	2,256.82	504.72	2,528.78
长期借款	0.00	0.00	27.21	22.00	15.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.66	25.04	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	24.66	25.04	27.21	22.00	15.00
负债合计	54.89	63.37	2,284.03	526.72	2,543.78
少数股东权益	32.96	36.86	67.41	108.63	161.03
股本	160.91	160.91	522.28	522.28	522.28
资本公积	212.28	212.28	1,075.33	1,075.33	1,075.33
留存收益	(59.34)	(57.49)	1,114.54	1,531.39	2,061.39
其他	(212.28)	(212.28)	(1,075.33)	(1,075.33)	(1,075.33)
股东权益合计	134.53	140.28	1,704.23	2,162.30	2,744.71
负债和股东权益总	189.42	203.65	3,988.26	2,689.02	5,288.49

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6.28	4.56	308.97	416.85	530.00
折旧摊销	0.02	0.17	38.66	38.71	38.73
财务费用	0.00	0.00	(1.80)	(3.93)	(5.46)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(26.95)	31.60	(85.96)	(110.58)	39.32
其它	(2.06)	0.40	38.19	51.52	65.51
经营活动现金流	(22.72)	36.72	298.06	392.57	668.10
资本支出	(0.15)	0.91	659.34	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	197.49	0.00	0.00
其他	0.15	(1.79)	(1,470.37)	0.00	0.00
投资活动现金流	0.00	(0.88)	(613.54)	0.00	0.00
债权融资	0.00	0.00	141.89	117.00	102.00
股权融资	0.15	0.14	1,226.22	3.93	5.46
其他	(0.15)	1.06	(7.64)	(152.19)	(130.10)
筹资活动现金流	0.00	1.20	1,360.47	(31.26)	(22.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(22.72)	37.04	1,044.99	361.31	645.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	49.82	58.11	3,186.42	4,013.05	4,873.28
营业成本	32.29	41.67	2,171.64	2,685.23	3,218.82
营业税金及附加	0.98	1.15	35.58	42.23	51.64
营业费用	0.01	1.62	254.91	337.10	419.10
管理费用	9.36	5.80	127.46	160.52	194.93
研发费用	0.00	0.95	175.25	220.72	268.03
财务费用	(0.15)	(0.14)	(1.80)	(3.93)	(5.46)
资产减值损失	0.05	(0.03)	0.01	0.01	(0.01)
公允价值变动收益	0.61	0.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.21)	(0.81)	0.00	0.00	0.00
营业利润	7.89	7.49	423.37	571.19	726.23
营业外收入	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.88	7.43	423.37	571.19	726.23
所得税	1.60	2.87	76.21	102.81	130.72
净利润	6.28	4.56	347.16	468.37	595.51
少数股东损益	1.28	2.70	38.19	51.52	65.51
归属于母公司净利润	5.00	1.85	308.97	416.85	530.00
每股收益（元）	0.01	0.00	0.59	0.80	1.01

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	350.68%	16.65%	5383.12%	25.94%	21.44%
营业利润	666.91%	-5.02%	5550.00%	34.92%	27.14%
归属于母公司净利润	-429.38%	-62.94%	16587.25%	34.92%	27.14%
获利能力					
毛利率	35.19%	28.29%	31.85%	33.09%	33.95%
净利率	10.03%	3.19%	9.70%	10.39%	10.88%
ROE	4.92%	1.79%	18.88%	20.30%	20.51%
ROIC	-14.79%	-34.24%	-770.06%	90.91%	88.74%
偿债能力					
资产负债率	28.98%	31.12%	57.27%	19.59%	48.10%
净负债率	-24.69%	-50.08%	-57.11%	-62.88%	-73.60%
流动比率	2.48	2.28	1.41	3.95	1.83
速动比率	2.48	2.19	1.22	3.74	1.62
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.21	4.80	4.89	5.08
存货周转率	25.74	31.53	14.77	15.03	15.78
总资产周转率	0.27	0.30	1.52	1.20	1.22
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.00	0.59	0.80	1.01
每股经营现金流	-0.04	0.07	0.57	0.75	1.28
每股净资产	0.19	0.20	3.13	3.93	4.95
估值比率					
市盈率	1,389.29	3,748.84	22.47	16.65	13.10
市净率	68.34	67.12	4.24	3.38	2.69
EV/EBITDA	130.90	120.35	12.64	9.16	6.49
EV/EBIT	131.16	122.79	13.80	9.79	6.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com