

持续中标大订单，聚焦主业提质增效

投资要点

- **事件:** 1) 公司公告全资子公司中联重科收到湘潭市环卫一体化特许经营项目和高峰片区环卫一体化项目的中标通知书, 合计中标总金额 42.11 亿元。2) 拟转让全资子公司佛山盈通 51%-100% 的控股权, 首次挂牌底价不低于 100% 股权的净资产 4.93 亿元。
- **加快产业转型升级, 聚焦智慧环卫业务。** 公司战略性对非核心业务资产进行剥离, 以人民币 2.55 亿元转让以电磁线业务为经营主体的全资子公司佛山盈通 51% 的股权, 成交价格高于 100% 股权的净资产 4.9 亿元, 此次转让将推动公司进一步聚焦核心业务“智慧环卫”, 加快产业转型升级, 集中资源于战略核心业务“智慧环卫”。
- **持续中标大型环卫一体化项目。** 公司中标湘潭市一体化(一期) 特许经营项目, 总金额预计达 40 亿元, 项目年限 30 年, 其中建设期 2 年, 中标首年金额为 1.2 亿元, 建设期后年化金额 1.3 亿元; 公司中标三亚高峰片区环卫一体化项目, 总金额预计达 2.1 亿元, 项目年限 3 年, 中标首年金额 0.7 亿元。公司 2020 年前三季度中标合同 113.7 亿元, 年化金额 10.1 亿, 荣登行业第一, 截至 10/25 日公司在手合同年化金额 26.4 亿元, 合同总额 364.9 亿元(不含年底即将到期项目), 为业绩良性增长奠定良好基础, 2021 年初两个中标项目总金额达 42 亿, 彰显公司在环卫领域的显著优势, 对未来经营业绩将产生积极影响。
- **环卫服务行业高速增长, 市场化及机械化率提升。** 根据国家统计局公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数量及等级公路长度, 测算 2019 年环卫服务市场规模总量约 2400 亿元, 2020 年我国环卫运营市场规模超 2500 亿元, 2024 年环卫运营市场超 3400 亿元。目前, 我国环卫市场化率为 40%, 约为美国的一半, 呈现持续提升的趋势。我国城市道路机械化清扫率已从 2012 年的 40% 提高到 2017 年的 65%, 发达国家城市环卫机械化率可达 80%, 与之相比, 我国环卫产业机械化水平仍有较大发展空间。未来环卫服务市场化率机械化率均有望持续高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司经营持续改善叠加环卫服务业务高速增长, 预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.45/0.53/0.62 元, 对应 PE 为 18x/15x/13x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧毛利率变化风险, 业务推进低于预期风险, 政策风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12695.86	13295.94	15258.18	17542.67
增长率	-2.67%	4.73%	14.76%	14.97%
归属母公司净利润(百万元)	1361.45	1409.82	1691.02	1945.42
增长率	46.62%	3.55%	19.95%	15.04%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.45	0.53	0.62
净资产收益率 ROE	8.83%	8.59%	9.59%	10.23%
PE	18	18	15	13
PB	1.59	1.50	1.39	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.63
流通 A 股(亿股)	20.23
52 周内股价区间(元)	5.51-10.22
总市值(亿元)	250.83
总资产(亿元)	268.12
每股净资产(元)	5.11

相关研究

- 盈峰环境(000967): 新能源环卫装备持续领跑, 环卫服务业务高速增长 (2020-08-21)
- 盈峰环境(000967): 聚焦环卫, 迎风飞翔 (2020-08-19)

关键假设：

假设 1：环卫装备业务：环卫装备行业需求量长期释放，目前行业增速已进入稳定增长期约 8%，公司作为装备业务龙头，持续受益于行业稳健增长，20 年受疫情影响销量有所下滑，下调 20 年业务增速，预计 2021-2022 年装备业务高于行业平均增速，毛利率保持在 32.5%；

假设 2：环卫服务业务：环卫市场化加速带动成长红利，公司近年斩获系列大订单，2020 年前三季度成为全国第一。环卫服务业务支持公司高增长且持续贡献，2020 年公司计划智慧环卫服务计划累计合同额达到 350 亿元；未来五年，计划合同额累计合同额达到 1000 亿元。预计未来 3 年毛利率分别为 26%、25%和 25%；

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

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

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
环卫装备	收入	7,034.10	6,682.40	7,350.63	7,938.69
	增速	-	-5.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	32.18%	32.50%	32.50%	32.50%
环卫服务	收入	1001.48	2,002.96	3,204.74	4,807.10
	增速	-	100.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	25.87%	26.00%	25.00%	25.00%
环境监测及固废处理	收入	1190.92	1,071.83	1,093.26	1,115.13
	增速	-24.5%	-10.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	28.22%	28.00%	28.00%	28.00%
电工材料及通风机械制造	收入	3470.06	3,539.46	3,610.25	3,682.46
	增速	3.3%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
合计	收入	12,695.86	13,295.94	15,258.19	17,542.67
	增速	-2.67%	4.73%	14.76%	14.97%
	毛利率	26.04%	26.10%	26.11%	26.17%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12695.86	13295.94	15258.18	17542.67	净利润	1391.57	1438.60	1725.53	1985.12
营业成本	9389.46	9825.46	11274.55	12951.46	折旧与摊销	349.81	265.53	290.93	317.59
营业税金及附加	71.20	74.46	85.45	98.24	财务费用	53.96	444.58	412.85	466.38
销售费用	917.26	944.01	1068.07	1227.99	资产减值损失	-40.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	391.83	412.17	473.00	543.82	经营营运资本变动	-694.27	614.28	-63.13	-153.02
财务费用	53.96	444.58	412.85	466.38	其他	424.33	-176.70	-172.55	-176.24
资产减值损失	-40.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1484.75	2586.29	2193.63	2439.82
投资收益	158.54	160.00	160.00	160.00	资本支出	-2299.93	-400.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	22.41	12.72	14.54	15.25	其他	1336.57	34.14	-25.46	-24.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-963.36	-365.86	-525.46	-524.75
营业利润	1788.72	1767.99	2118.81	2430.04	短期借款	407.56	-1606.67	0.00	0.00
其他非经营损益	-150.91	-75.52	-88.77	-94.60	长期借款	31.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	1637.81	1692.47	2030.04	2335.44	股权融资	96.35	0.00	0.00	0.00
所得税	246.24	253.87	304.51	350.32	支付股利	-316.31	-463.76	-480.24	-576.02
净利润	1391.57	1438.60	1725.53	1985.12	其他	155.03	-246.61	-212.85	-266.38
少数股东损益	30.11	28.77	34.51	39.70	筹资活动现金流净额	374.33	-2317.05	-693.08	-842.40
归属母公司股东净利润	1361.45	1409.82	1691.02	1945.42	现金流量净额	891.71	-96.62	975.09	1072.67
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3160.77	3064.15	4039.24	5111.91	成长能力				
应收和预付款项	5499.46	5796.72	6637.90	7637.12	销售收入增长率	-2.67%	4.73%	14.76%	14.97%
存货	1145.00	1238.98	1410.58	1631.22	营业利润增长率	10.61%	-1.16%	19.84%	14.69%
其他流动资产	1993.65	1264.48	1315.73	1375.40	净利润增长率	2.46%	3.38%	19.95%	15.04%
长期股权投资	303.29	303.29	303.29	303.29	EBITDA 增长率	12.57%	13.03%	13.90%	13.87%
投资性房地产	0.57	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2545.14	2842.36	3214.18	3559.34	毛利率	26.04%	26.10%	26.11%	26.17%
无形资产和开发支出	8890.29	8728.34	8566.40	8404.46	三费率	10.74%	13.54%	12.81%	12.76%
其他非流动资产	1316.50	1515.69	1714.89	1914.08	净利率	10.96%	10.82%	11.31%	11.32%
资产总计	24854.67	24754.02	27202.20	29936.82	ROE	8.83%	8.59%	9.59%	10.23%
短期借款	1606.67	0.00	0.00	0.00	ROA	5.60%	5.81%	6.34%	6.63%
应付和预收款项	6015.72	6331.49	7276.39	8334.80	ROIC	11.95%	14.12%	16.36%	18.28%
长期借款	643.84	643.84	643.84	643.84	EBITDA/销售收入	17.27%	18.64%	18.50%	18.32%
其他负债	821.14	1037.03	1295.02	1562.12	营运能力				
负债合计	9087.37	8012.36	9215.25	10540.77	总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.61
股本	3163.06	3163.06	3163.06	3163.06	固定资产周转率	13.62	11.68	10.72	10.30
资本公积	9698.12	9698.12	9698.12	9698.12	应收账款周转率	2.34	2.52	2.63	2.63
留存收益	2753.03	3699.10	4909.88	6279.28	存货周转率	7.48	8.03	8.32	8.35
归属母公司股东权益	15514.70	16460.28	17671.07	19040.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.51%	—	—	—
少数股东权益	252.60	281.37	315.88	355.59	资本结构				
股东权益合计	15767.30	16741.66	17986.95	19396.05	资产负债率	36.56%	32.37%	33.88%	35.21%
负债和股东权益合计	24854.67	24754.02	27202.20	29936.82	带息债务/总负债	24.77%	8.04%	6.99%	6.11%
					流动比率	1.46	1.67	1.72	1.76
					速动比率	1.32	1.49	1.54	1.58
					股利支付率	23.23%	32.89%	28.40%	29.61%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2192.48	2478.10	2822.59	3214.00	每股收益	0.43	0.45	0.53	0.62
PE	18.42	17.79	14.83	12.89	每股净资产	4.98	5.29	5.69	6.13
PB	1.59	1.50	1.39	1.29	每股经营现金	0.47	0.82	0.69	0.77
PS	1.98	1.89	1.64	1.43	每股股利	0.10	0.15	0.15	0.18
EV/EBITDA	10.37	8.49	7.03	5.78					
股息率	1.26%	1.85%	1.91%	2.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn