

公司研究

行业变革进行时，新能源环卫龙头整装待发

——ST宏盛（600817.SH）投资价值分析报告

要点

重组上市再出发，乘行业东风新能源环卫车龙头扶摇直上。宇通重工是宇通集团旗下军用、民用工程机械及环保、专用车等产品和服务的专业制造企业，目前已完成借壳“ST宏盛”实现A股上市。公司新能源环卫车销量连续三年（17-19年）位居行业前三，未来有望在行业变革加速发展的背景下实现新的增长。公司日前发布2020年业绩预告，预计2020年实现归母净利润2.7~3亿元，完成2020年业绩承诺。

环卫板块持续发力，工程机械稳健增长，公司业绩增长有保障。（1）环卫板块，公司是行业内唯一自制底盘、上装、三电集成的专业化环卫装备制造企业，2019年纯电动环卫作业类产品市场占有率第一且毛利率水平行业领先；未来公司将以河南为基地持续扩张环卫服务业务，协同优质的环卫设备制造能力进一步扩大其在环卫市场的竞争力和市占率。（2）工程机械板块，公司同时开展民用和军用专业工程机械的研发、生产及销售，具备较强的科研实力以及领先的产品生产和质量把控能力，在“十四五”期间行业稳健增长背景下公司有望凭借产品、技术、品牌、品牌、管理等众多方面的竞争优势，实现市场地位和盈利能力的逐步提升。

重点关注环卫车电动化趋势给公司带来的业绩弹性。我们认为2021年将成为环卫电动车放量的元年，公司在电动环卫车领域的提前布局和市场股份的持续提升将给公司带来可观的业绩增厚。未来随着电动环卫车降本降价持续，经济型主导阶段下环卫车制造厂商能否维持纯电动环卫车的高毛利率则取决于和电池企业的议价权之争；和传统环卫装备制造企业相比，具有底盘、电池自制能力的企业在纯电动环卫车降价降本背景下无疑将更具成本优势和盈利能力，其也有望在市场规模扩张时占据更多的市场份额。根据我们的测算，2021年公司电动环卫车市占率每提升5个pct，都将给公司带来约3.4亿元的收入增厚（超过8%的收入弹性）和约6000万元的利润增厚（超过15%的业绩弹性）。

首次覆盖给予“买入”评级：预计公司2020-22年归母净利润2.88/3.87/4.83亿元（2019年备考归母净利润3.1亿元，19-22年复合增速16%），对应EPS分别为0.58/0.74/0.92元，当前股价对应20-22年PE分别为26/20/16倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，给予公司2021年合理市值101.15亿元，对应目标价19.37元（对应21年PE26倍）；公司作为电动环卫设备龙头，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），领先行业的成本优势也将保障未来环卫电动车降价背景下市场竞争力的提升和盈利能力的维持，首次覆盖给予“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）	50	58	3,122	4,016	4,766
营业收入增长率	350.68%	16.65%	5272.92%	28.63%	18.67%
净利润（百万元）	5	2	288	387	483
净利润增长率	-	-62.94%	15460.74%	34.37%	24.70%
EPS（元）	0.03	0.01	0.58	0.74	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.92%	1.79%	11.12%	11.80%	12.83%
P/E	486	1,311	26	20	16
P/B	23.9	23.5	2.9	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-24

买入（首次）

当前价/目标价：15.08/19.37元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝睿

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

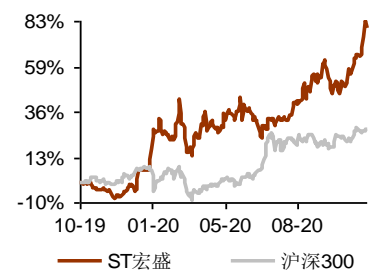
021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.22
总市值(亿元)	78.76
一年最低/最高(元)	8.52/16.66
近3月换手率	18.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.72	-2.73	26.79
绝对	5.90	9.44	61.80

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

新能源环卫装备

2019 年公司新能源环卫装备占其环卫装备的收入比例超过 50% 达 51.15%，我们认为在未来环卫电动化趋势下该比例有望进一步扩大，核心假设包括：

(1) 销量方面，我们看好 2021 年起环卫电动车市场在政策推动下的持续放量，假设公司 20-22 年环卫电动车销量分别实现 836/1600/2400 辆。

(2) 价格方面，公司 18/19 年电动环卫车均价分别为 92/87 万元/辆，假设 20 年一线城市电动环卫车需求较高且支付能力较强，环卫车价格仍将维持在 90 万元/辆的高位；而随着 21 年电动环卫车放量整体价格将呈现下降趋势，20-22 年电动环卫车均价分别为 90/85/80 万元/辆。

(3) 毛利率方面，2020 年公司电动环卫车业务毛利率仍将维持在 47% (2017/18 年毛利率分别为 49.30%/48.17%，2019 年未披露)，21/22 年则将随着售价的下降而有所下降，假设 21/22 年该板块业务毛利率分别为 45%/44%。

我们的创新之处

- (1) 我们对电动环卫车未来的渗透率和市场空间进行了详细测算。
- (2) 我们就公司电动环卫车市占率情况对公司业绩的影响进行了敏感性测算。
- (3) 我们对公司未来各项业务情况进行了详细拆分，并对公司未来盈利能力进行了详细测算。

股价上涨的催化因素

1、环卫电动化推进超预期：由于公司电动环卫车的售价和毛利率水平均高于传统环卫车，如果未来环卫电动化推进超预期，且公司能够抢占更多的市场份额，将对公司的业绩产生积极贡献，且新能源整车制造高于其他板块的估值水平也将进一步推升公司整体的估值水平。

2、环卫运营项目开拓及经营超预期：公司子公司傲蓝得项目若能在河南省外实现突破，将进一步提升公司环卫运营项目的利润贡献；此外，机械化率的提升和经营效率的改善亦有可能提升公司的环卫运营项目毛利率水平，亦将为公司业绩增长提供有力保障。

估值与目标价

我们预计公司 2020-22 年的营业收入分别为 31.22/40.16/47.66 亿元，归母净利润分别为 2.88/3.87/4.83 亿元（2019 年备考归母净利润 3.1 亿元，19-22 年复合增速 16%），对应 EPS 分别为 0.58/0.74/0.92 元，当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 26/20/16 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值，给予公司 2021 年合理市值 101.15 亿元，对应目标价 19.37 元（对应 21 年 PE 26 倍）；公司作为电动环卫设备龙头，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），**领先行业的成本优势也将保障未来环卫电动车降价背景下市场竞争力的提升和盈利能力的维持，首次覆盖给予“买入”评级。**

目 录

1、宇通重工拟借 ST 宏盛重组上市	4
1.1、本次交易历史情况及概述	4
1.2、构成关联交易并重组上市，盈利能力显著提升	4
1.3、业绩承诺风险较小，补偿机制设立到位	6
2、宇通重工：机械基础夯实，环卫发展迅速	7
3、环卫：电动加持，公司成本优势凸显	9
3.1、环卫变革进行中，设备销售与运营服务各迎机遇	9
3.2、公司优势：集“设备+服务”于一身，提供环卫一体化解决方案.....	15
3.3、重点关注环卫电动化给公司带来的业绩增厚.....	17
4、工程机械：稳中有升，公司崛起基石	19
4.1、“十四五”期间工程机械市场仍将维持稳健增长	19
4.2、民用军用齐发力，行业地位有望维持.....	20
5、盈利预测.....	22
5.1、关键假设	22
5.2、盈利预测	23
6、估值水平与投资评级	23
6.1、相对估值	23
6.2、绝对估值	25
6.3、估值结论与投资评级	26
6.4、股价驱动因素	27
7、风险分析.....	27

1、宇通重工拟借 ST 宏盛重组上市

1.1、本次交易历史情况及概述

郑州德恒宏盛科技发展股份有限公司（ST 宏盛）的主营业务为自有房屋租赁和汽车内饰业务，为提高整体盈利能力并提升业务成长性，ST 宏盛通过购买主营环卫业务和工程机械业务的宇通重工 100% 股权实现业务转型，而宇通重工则有望通过此次机会重组上市，实现登陆 A 股资本市场。

本次交易方案包括：

(1) 发行股份购买资产。ST 宏盛通过发行股份的方式购买宇通集团和德宇新创持有的宇通重工 100% 股权。根据交易协议，决定按照宇通重工在评估基准日（2019 年 12 月 31 日）的权益法估值（22 亿元）确定交易价格为 22 亿元，共计发行约 3.33 亿股，每股 6.61 元；本次交易已于 2020 年 11 月 3 日完成。

(2) 募集配套资金。以发行股份购买资产为前提条件，ST 宏盛拟采用询价方式非公开发行股份募集配套资金。本次配套融资总额不超过 3 亿元，不超过发股购买资产交易价格；且发股数量低于交易前 ST 宏盛总股本的 20%，若达到 20%，此次配套融资的发行股份数量约为 0.32 亿股。

表 1：交易对方出售标的公司（宇通重工）股权的交易价格情况

序号	交易对方	持有宇通重工股权比例	获取对价	
			金额（亿元）	股票数量（亿股）
1	宇通集团	88.56%	19.49	2.95
2	德宇创新	11.44%	2.51	0.38
合计		100%	22.00	3.33

资料来源：公司公告

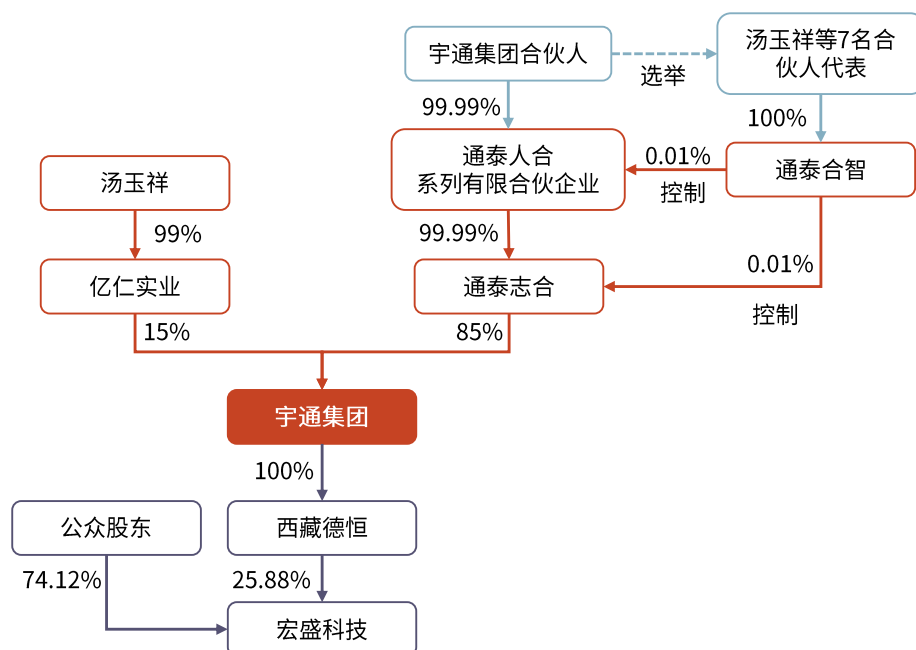
作为宇通集团的核心企业，宇通重工于 2001 年 11 月成立，目前主营业务为环卫业务和工程机械业务，环卫业务包括环卫设备和环卫服务业务，工程机械业务包括民用和军用专业工程机械业务。2018 年 12 月，宇通重工唯一股东宇通集团同意其全资子公司德宇新创以持有的傲蓝得 85% 的股权以及郑宇重工 70% 的股权对宇通重工进行增资。历经此次 7,750 万元的增资后，宇通重工注册资本增加到 67,750 万元，同时，傲蓝得、郑宇重工作为宇通重工重要子公司，分别开展环卫服务业务及民用工程机械业务。

1.2、构成关联交易并重组上市，盈利能力显著提升

此次交易构成关联交易且上市公司实际控制人（汤玉祥等 7 人）未发生变更。本次交易完成后，在不考虑募配情况下，宇通集团将以 59.7% 的股权比例直接控股上市公司：

(1) 2018 年 12 月 7 日，彼时上市公司控股股东拉萨知合与西藏德恒（本次交易对方宇通集团的全资子公司）签署了《股份转让协议》，作价 10 亿元，溢价约 176%，西藏德恒受让拉萨知合持有的上市公司的 25.88% 股份。此后西藏德恒为上市公司控股股东且上市公司实际控制人变更为汤玉祥等 7 名合伙人代表。宇通集团间接控股上市公司，为此次重组及宇通重工借壳上市奠定了一定的基础。

图 1: 交易前上市公司股权结构



资料来源: 公司公告

(2) 通泰志合作为宇通集团控股股东, 直接持有宇通集团 85% 股权, 其执行事务合伙人通泰合智的 7 名自然人股东 (汤玉祥等七人) 作为合伙人代表, 间接控制宇通集团并对宇通重工实施控制, 为标的公司实际控制人。

上市公司、交易对方和宇通重工的实际控制人均为汤玉祥等 7 名合伙人代表。本次交易完成后, 实际控制人未发生变化且宇通集团由上市公司间接控股人转换为直接控股人。因此, 此次交易构成关联交易。

表 2: 本次交易前后, 上市公司股权结构变化

股东名称	交易前		交易后 (不考虑募配)		交易后 (考虑募配且发股数量为交易前股本 20%)	
	持股数	股权比例	持股数	股权比例	持股数	股权比例
西藏德恒	41,639,968	25.88%	41,639,968	8.43%	41,639,968	7.68%
宇通集团	-	-	294,756,351	59.70%	294,756,351	54.38%
德宇创新	-	-	38,072,695	7.71%	38,072,695	7.02%
控股股东及关联方合计	41,639,968	25.88%	374,469,014	75.84%	374,469,014	69.09%
配套资金投资者	-	-	-	-	48,273,024	8.91%
上市公司其他 A 股股东	119,270,114	74.12%	119,270,114	24.16%	119,270,114	22.01%
合计	160,910,082	100%	493,739,128	100.00%	542,012,152	100.00%

资料来源: 公司公告, 持股数单位: 股

除关联交易外, 本次交易还构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。此外, 因拟购买的标的资产相关指标超过上市公司对应指标的 100% 且本次交易将导致上市公司的主营业务发生变更, 本次交易构成重组上市。

表 3：根据《重组管理办法》规定交易的相关指标情况

项目	资产总额	资产净额	营业收入
宇通重工 100%股权	367,897.21	220,000.00	315,050.49
上市公司	17,410.61	9,657.40	1,105.41
宇通重工 100%股权/上市公司	2,113.06%	2,278.05%	28,500.73%

资料来源：公司公告，单位：万元

注 1：标的公司的数据为经审计截至 2019 年 12 月 31 日的资产总额、资产净额及 2019 年度所产生的营业收入；上市公司的数据为控制权变更为汤玉祥等七名自然人前一年度财务数据，即经审计的 2017 年 12 月 31 日的资产总额、资产净额及 2017 年度所产生的营业收入；

注 2：标的资产资产总额采用资产总额与交易金额孰高值；资产净额采用资产净额与交易金额孰高值。

1.3、业绩承诺风险较小，补偿机制设立到位

交易对方对标的公司未来发展充满信心，业绩承诺风险小。

根据《资产评估报告》及相关评估说明，标的公司在 2020、2021、2022 三个年度承诺净利润金额分别不低于 1.77 亿、2.00 亿及 2.24 亿元（对应 21/22 年 12.99%/12.00%的同比增速）：累计不低于 6.01 亿元；而根据 ST 宏盛 2020 年业绩预告，公司 2020 年预计实现归母净利润 2.7~3 亿元，**已经完成 2020 年业绩承诺**；而根据我们在后续章节对公司 21-22 年的盈利预测，我们认为公司同样有较大概率实现累计 6.01 亿元的业绩承诺。

补偿义务方面，交易对方应首先以其在本次交易中取得的并尚未出售的上市公司股份对上市公司进行补偿，若股份补偿总数达到本次发行中取得的股份总数的 90%后仍需进行补偿，则补偿义务人可自行选择现金及/或股份形式进行补偿。

表 4：业绩承诺补偿的补偿顺序

序号	补偿顺序	补偿方式
1	第一顺位	本次发行中取得的股份
2	第二顺位	从二级市场购买或其他合法方式取得的股份
3	第三顺位	现金及/或股份补偿

资料来源：公司公告

补偿股份金额方面，在未实施转增或股票股利分配的情况下，补偿义务人当期应补偿股份数量按以下公式计算确定：

(1) 当期补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 补偿期限内各年的预测净利润数总和 × 业绩承诺资产合计交易对价 - 累积已补偿金额

(2) 当期应补偿股份数量 = 当期补偿金额 / 本次交易股份的发行价格。

若补偿行为进行到第三顺位且补偿义务人采用现金方式补偿，则以现金进行业绩补偿的金额为：当期应补偿金额 - (当期已补偿股份数 × 本次发行股份的发行价格 + 已采用现金补偿的金额)。

2、宇通重工：机械基础夯实，环卫发展迅速

(1) 宇通重工的前身是 2001 年 11 月由郑工集团发起设立的郑州郑工科技股份有限公司（以下简称“郑科股份”），郑工集团持股比例 92.98%。郑工集团始建于 1958 年，是我国工程机械的摇篮，30 多个“中国第一”诞生于郑工。

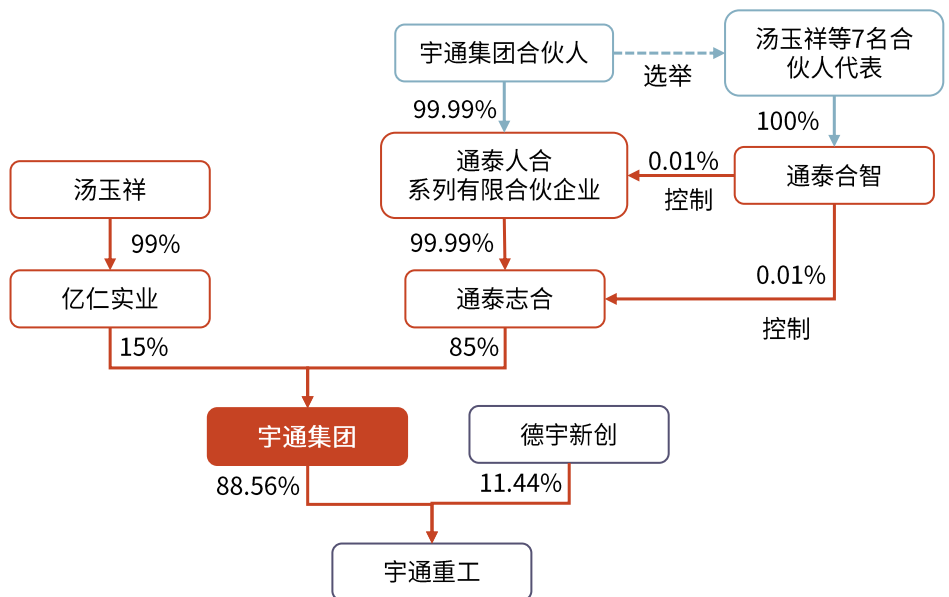
(2) 郑工在计划经济向市场经济转轨的道路上逐渐在行业落伍，其想寻求一个“社会上有名气、经济上有实力”的重组伙伴通过资产重组摆脱困境；2003 年 6 月郑州市委、市政府决定由宇通集团重组郑工，并确立“总体改制，分布实施”的重组方案。

(3) 2003 年 6 月起在市政府的推进下宇通集团开始代管郑工集团；10 月 10 日，郑工集团约定将其持有的郑科股份 92.98% 的股权转让给宇通发展 50%、宇通不动产 22.98% 和中原信托 20%，同时郑科股份更名为“郑州宇通重工有限公司”（即宇通重工），宇通重工正式纳入宇通企业管理体系，在共享资源的同时采用宇通的理念及机制自主经营。

(4) 宇通重工以创新为企业灵魂，并建有院士工作室及省级企业技术中心，目前是集科研开发、生产制造、销售服务为一体的中国大型军用、民用工程机械及环保、专业车等产品和服务的专业制造企业，发展至今有超 120 种产品和七大事业部。

截至本次交易前，宇通重工的控股股东是宇通集团（持股比例为 88.56%），宇通集团由通泰志合直接控股，而通泰合智作为通泰志合的执行事务合伙人，其 7 名自然人股东（汤玉祥等）作为合伙人代表间接控制宇通集团，因此汤玉祥等 7 人是标的公司的实际控制人。由于汤玉祥等 7 人也是上市公司 ST 宏盛的实际控制人，本次交易属于同一控制下的企业重组。

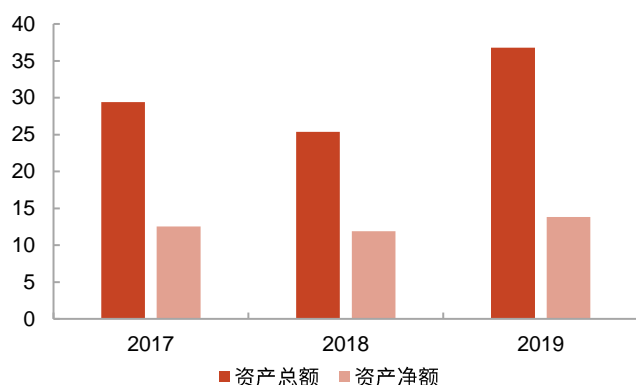
图 2：截至本次交易前，标的公司的控制权关系



资料来源：公司公告

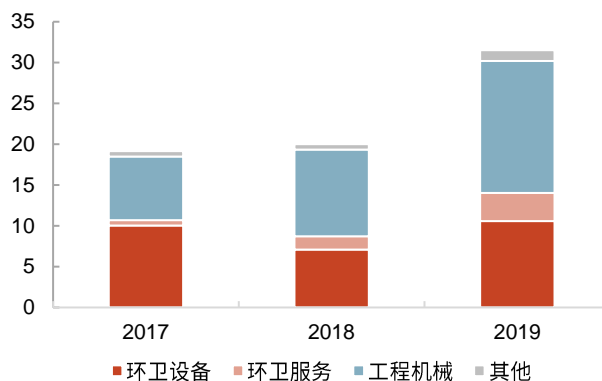
各业务板块均稳步发展，盈利能力稳步提升。宇通重工 17-19 年间未经审计的资产总额逐年上升，19 年达 36.79 亿元，同比增长 44.84%；三年内公司营业收入同样呈上升趋势，其中 2019 年总营业收入增至 31.51 亿元，同比增长 57.70%。分业务来看，环卫设备在 2019 年实现营业收入 10.60 亿元，而环卫服务发展呈快速增长趋势并于 19 年实现营业收入 3.45 亿元，环卫业务合计占比 44.58%；工程机械业务同样快速发展，19 年收入达 16.16 亿元，占比 51.28%。两大主营业务的收入均呈稳步提升态势，一方面得益于公司对环卫设备研发的持续投入和对环卫服务市场的开拓使得环卫业务销售收入增长，另一方面军用工程机械需求于 19 年大幅增长，带动宇通重工工程机械业务销售收入持续增长。

图 3：宇通重工 2017-19 年资产情况



资料来源：公司公告，单位：亿元

图 4：宇通重工 2017-19 年分业务营业收入情况



资料来源：公司公告，单位：亿元

17-19 年间宇通重工环卫设备业务的毛利率有所波动，从 18 年的 29.48% 增长至 19 年的 39.65%，原因系设备中毛利率较高的新能源产品销量占比提高；由于公司 2019 年提高环卫服务的部分项目前期投入高或服务范围大，环卫服务业务在 2019 年的毛利率有所下滑至 22.23%；工程机械业务板块得益于销售收入的增长以及规模效应带来的成本降低，2019 年毛利率达 32.44%，较 18 年的 29.32% 有所回升。

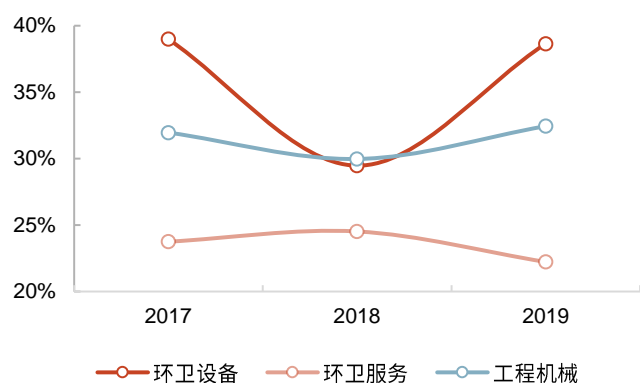
三年间宇通重工未经审计的净利润呈波动趋势，2018 年由于公司调整产品结构并增加研发投入，毛利率的降低以及研发成本的增加导致净利润下滑 83.64% 至 1.14 亿元；而 19 年销售毛利率的上涨以及营业收入的稳健提升带动净利润显著增长至 3.30 亿元，分业务来看：

(1) 环卫设备。环卫设备产品销售收入大幅增长；新能源设备占比提升导致毛利率上升。

(2) 环卫服务。公司对业务的开拓加上自身优质的服务质量使得订单量增加且存续服务项目基本实现续期，因此该业务项目数量与收入稳步增长。

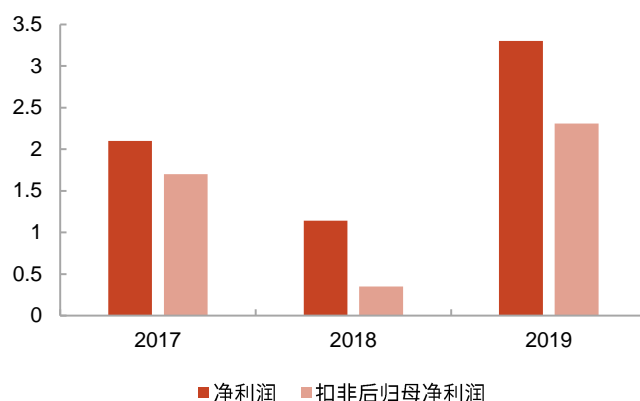
(3) 工程机械。军品需求增加使得工程机械业务订单增加，销售收入激增。同时采购规模效应使得成本降低，毛利率上升。

图 5: 宇通重工分项业务毛利率情况



资料来源: 公司公告

图 6: 宇通重工 2017-19 年归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 单位: 亿元

3、环卫: 电动加持, 公司成本优势凸显

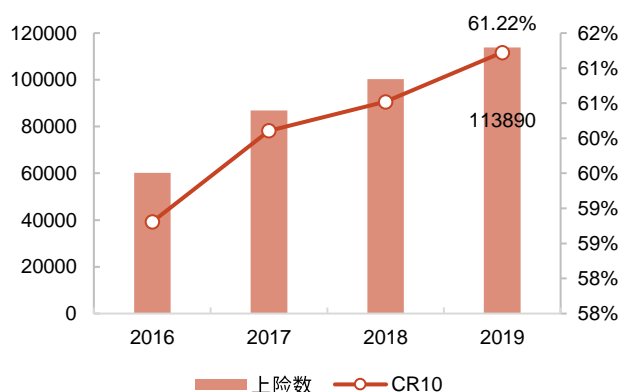
3.1、环卫变革进行中, 设备销售与运营服务各迎机遇

环卫设备: 政策推动电动化发展, 2021 有望加速放量

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。

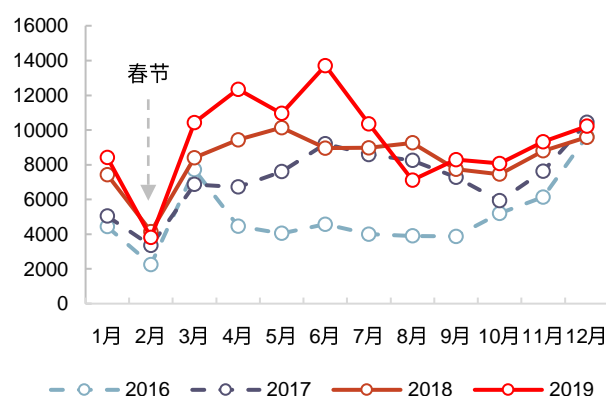
从上险的月度数据来看,环卫车上险并不存在明显的季节波动(除 2 月春节因素造成的下滑之外),我们认为其主要原因系环卫运营项目的招标并不存在季节性,因此配套采购的环卫设备亦不会受季节扰动;每年四季度的上险量增加或源自年末的去库存考量,2020Q4 亦有望重现(尤其在上半年受疫情影响下半年环卫运营项目加速释放的背景下)。

图 7: 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 8: 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 5：2016-19 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 6：2016-19 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

与新能源环卫车厂商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盈利能力。

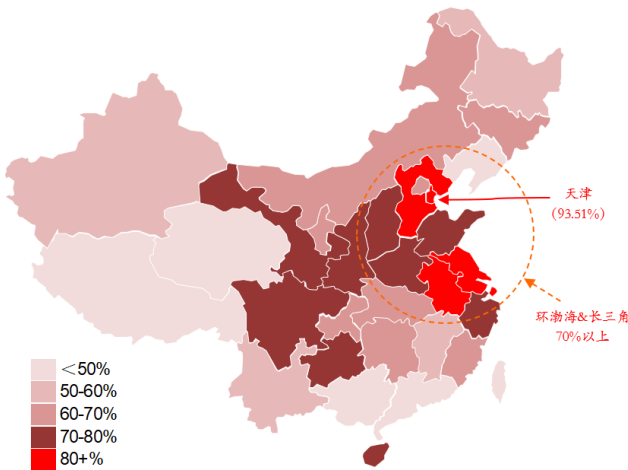
表 7: 2016-19 年新能源环卫车底盘供应商上险量 CR5 分布

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

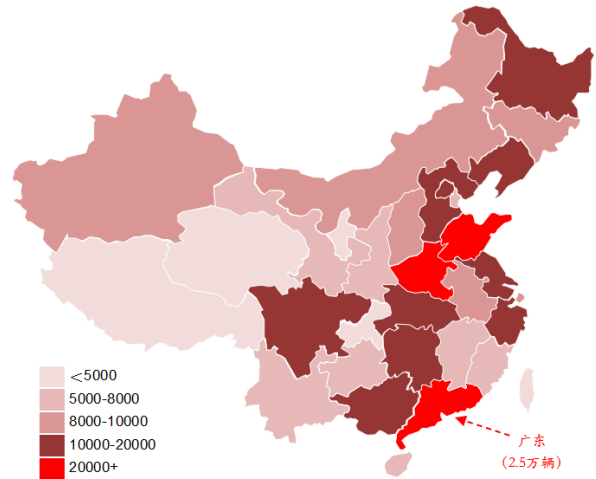
区域方面, 城镇化率相对较高的省份有着相对较高的环卫机械化率和环卫车保有量, 且环卫车保有量也和不同省份的面积及城市布局、财政支付水平等因素有关。2018 年环渤海和长三角区域有着相对更高的城镇化水平, 且城市的布局也更便于机械化设备的使用; 而广东省则有着全国最多的市容环卫专用车辆设备, 一方面系广东有着全国第二大的机械化清扫面积 (但由于广东省道路清扫总面积遥遥领先, 因此机械化率相对并不高), 另一方面则可能归结于广东街道布局复杂所带来的单位面积环卫车辆相对较高的客观需求。

图 9: 2018 年各省份机械化率情况



资料来源: 城乡建设统计年鉴, 光大证券研究所整理

图 10: 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, 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 8：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 9：2020 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运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 吨及以下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

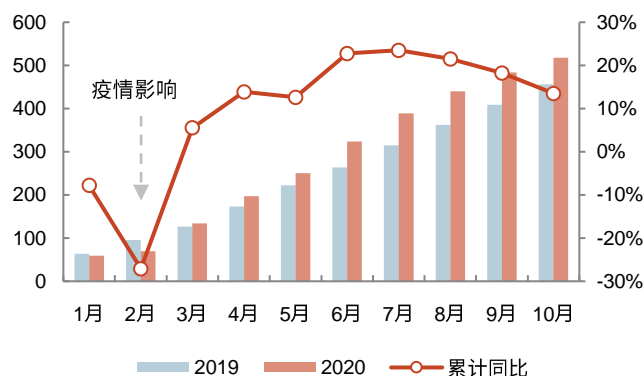
环卫运营：市场处于变革期，供需两侧同时进化

供给端：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，2019 年全国招投标项目首年服务金额同比增长 14%，

2020 年前 10 个月增长 20%。2019 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。

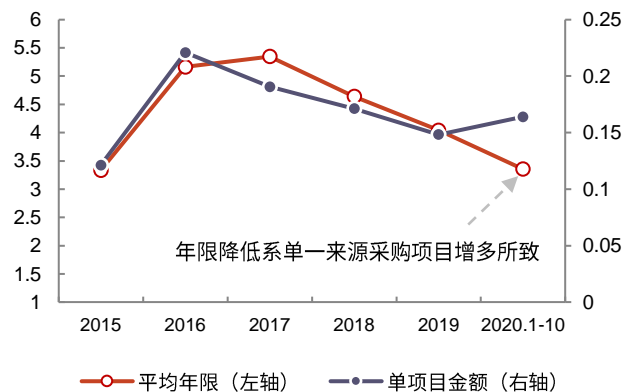
疫情影响下，2020 年前 2 个月环卫市场招投标受到影响。从 3 月起，首年服务金额累计值同比增速回正，并保持在较高水平。2020 年 1-10 月，环卫市场招投标首年服务金额累计增速 13.5%。对比 2019 年首年服务金额 550 亿元，我们预计 2020 年有望超过 600 亿元。

图 11: 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 12: 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 10: 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
环卫装备企业	北环集团	北京国资旗下, 前身 2000 年成立, 2006 年重组
	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
环保企业新方向	盈峰环境	2018 年收购中联环境, 切入环卫装备、环卫服务
	北控城市服务	2013 年贵港环卫成立, 起始于广西贵港
物业企业	启迪环境	垃圾焚烧企业, 2014 年开始拓展环卫业务
	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

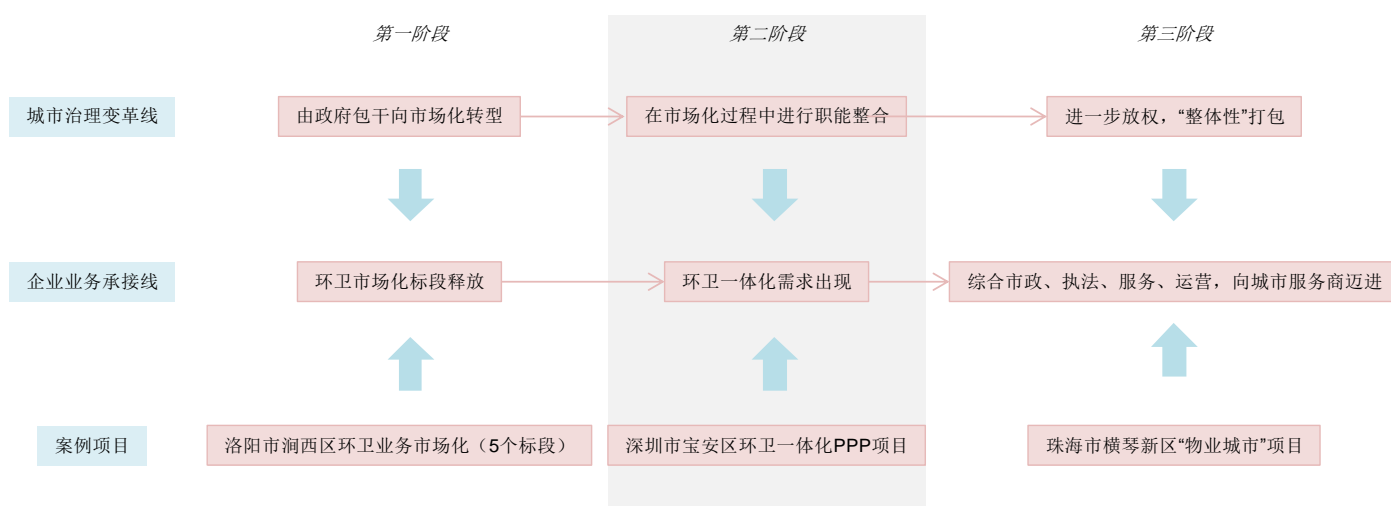
需求端：增量服务不断纳入新环卫范畴，“智慧城市”概念加速落地。以“城市服务”为代表的新型业务不断涌现，不仅涵盖了传统的市政环卫业务，而且加入绿化管养、水域保洁、公共服务、公共资源运营等服务内容，城市管家的角色对环卫企业提出了新的能力要求，也打开了新的市场空间。

“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 13：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、 公司优势：集“设备+服务”于一身，提供环卫一体化解决方案

目前，宇通重工已经形成了以技术研发为核心，联通品牌、营销、管理、售后等方面优势的核心竞争力，构筑了坚固的竞争壁垒，不断提升品牌形象，同时加快“设备+服务”一体化服务提供商的转型步伐。

宇通重工在环卫设备制造业务方面具体优势如下：

技术方面，宇通重工研发中心依托于宇通集团国家级技术中心优势资源组建，是河南省省级企业技术中心。基于对“企业的研发实力是提高企业竞争力的核心驱动力之一”的深刻认识，目前宇通重工已经在具有技术密集型特点的环卫设备行业形成体系化、流程化、标准化的研发模式，攻克了新能源、物联网、大数据等技术难题，拥有国内领先的环卫车上装核心技术和智能网联技术。

(1) **环卫车上装技术**。公司部分技术（如：高效节能气力输送技术、高效低噪离心风技术等）已应用于批量生产。公司采取高效节能气力输送技术的纯电动洗扫车作业能耗低、续航强、作业洁净率高达 99.3%，远高于行业标准；而采用高效低噪离心风技术优化后风机效率可高达 83.6%，得以从其他竞品中脱颖而出。

(2) **智能网联技术**。宇通重工自主研发的智慧环卫云平台技术、车辆远程控制技术、大数据分析技术等核心技术已经用于批量生产。受益于该等技术的应用，全程环卫作业的管理更科学、规范、高效，可帮助企业提升灵活性、改善避险能力、控制成本等。

图 14：宇通重工管理流程



资料来源：《智能化燃爆了！宇通环卫一举发布两新品》（公司官网）

图 15：宇通重工智慧环卫云平台技术

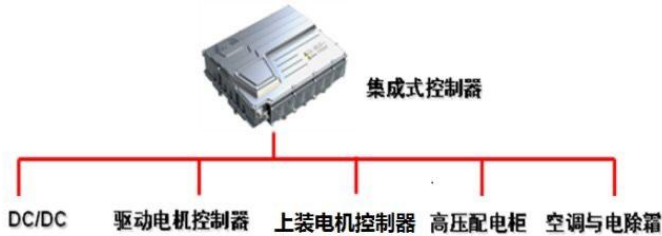


资料来源：《智能化燃爆了！宇通环卫一举发布两新品》（公司官网）

公司跟随国家大力发展新能源、清洁能源车辆的政策导向，较早的布局了环卫新能源技术，通过对新能源技术的不断研发投入，公司已成功研发出纯电环卫设备、纯电矿用车等系列产品，其产品性能指标好且运营维护成本低，是国内领先的新能源产品。至 2018 年，宇通重工是行业内唯一自制底盘、上装、三电集成的环卫企业，且 2017 年公司纯电动环卫作业类产品市场占有率第一。同时宇通重工拥有优越的新能源系统核心技术，其新能源环卫产品集成了高效电驱动系统、全

气候高安全电池系统，与以往综合能效低、环境适应性差的环卫车相比，其产品具有全气候续航里程、作业时间长的显著优点。

图 16: 宇通重工管理流程



资料来源:《宇通重工纯电动环卫车 助力建设美丽中国》(环卫科技网)

图 17: 宇通重工智慧环卫云平台技术



资料来源:《宇通重工纯电动环卫车 助力建设美丽中国》(环卫科技网)

装备集成，服务发力，有望成为环卫行业领头羊。2017-2019年，宇通重工：

(1) 环卫设备收入占环卫业务营业收入的比重分别达到 94.04%、81.17%、75.44%，虽呈下降趋势但在环卫业务板块仍处于绝对地位。就三类主要设备产品来看，清扫车的收入虽占比最多，但 19 年收入较 17 年下滑 19.09%，呈下降趋势发展；清洗车收入占比相对稳定，而清运车收入占比虽小但 19 年收入较 17 年增长高达 75.11%，在行业需求驱动下有望进一步扩大销量。

(2) 环卫服务虽基点低，但增势明显，2017 年收入占环卫业务收入比重仅 5.96%，2019 年增至 24.56%，同时 19 年收入较 17 年增长逾 4.41 倍。随着持续开展环卫服务业务，公司将有望拿下更多规模更大、盈利能力更强的标杆项目，协同优质的环卫设备早日打造成为行业领先的两位一体（设备+服务）综合服务品牌。

设备毛利率行业领先，服务收入快速增长，环卫业务收入规模有望持续提升。宇通重工的环卫设备收入在 17-19 年有所波动，总体毛利率在 18 年有所下滑，但始终保持在较高水平；公司主要三类环卫设备产品的收入于 2019 年达 10.20 亿元，销售量同比提升 16.48%，其中 2018 年产销率超 100%，2019 年合计产量为 2231 台，销量增至 2120 台。

分产品来看，在主要产品中市场份额最高的清扫车，毛利率虽有略微下滑但仍维持高位，2019 年毛利率达 42.19%，市场份额为 5.80%；市场份额较小的清运车 19 年收入较 17 年增长 78%，且毛利率有显著提升；清洗车 19 年收入较 17 年增长 34.07%，毛利率稳步增长至 19 年的 36.21%。对于单价及毛利率均大幅高于传统产品的新能源产品，随着政府对新能源汽车的政策推动，部分客户于 2017 年对公司新能源环卫设备进行了集中采购，拉高了整体环卫业务的毛利率；18 年由于新能源补贴的退坡及市场需求的下滑，公司新能源产品销路受阻，对当年毛利率及收入产生了消极影响；19 年市场需求回暖且环卫电动化政策加速推进，公司新能源环卫设备 19 年销量同比提升 116%至 624 辆；未来，随着电

动化政策的加速推进且公司新能源环卫车成本优势的维持,叠加公司在环卫运营市场的持续开拓,我们看好公司环卫业务收入规模的持续提升。

3.3、 重点关注环卫电动化给公司带来的业绩增厚

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：

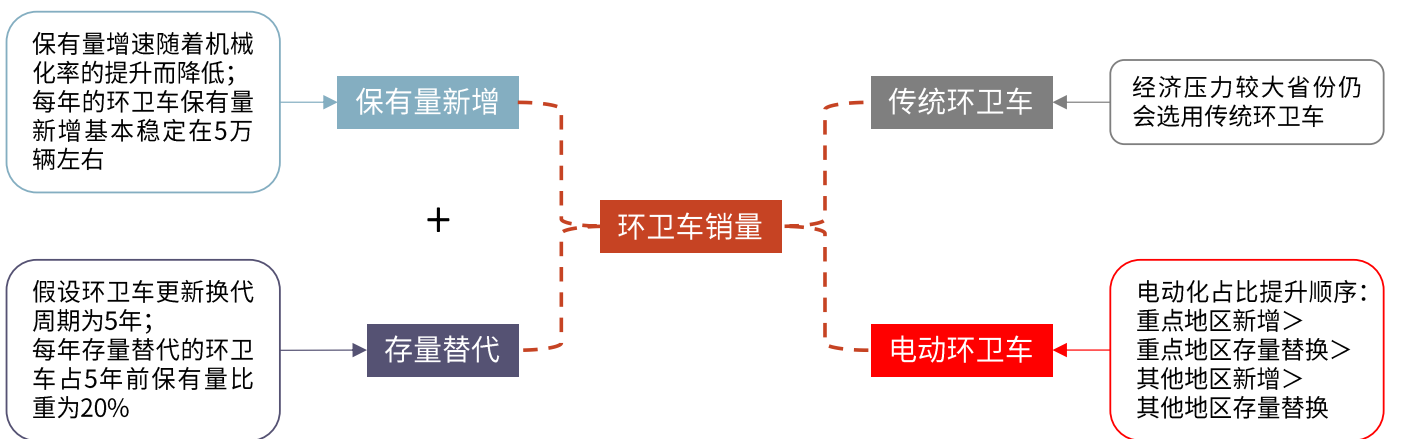
(1) 每年环卫车的新增销量由环卫车保有量的增长和存量环卫车的替代加总而成。

(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 18：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 11: 环卫车保有量及销量测算

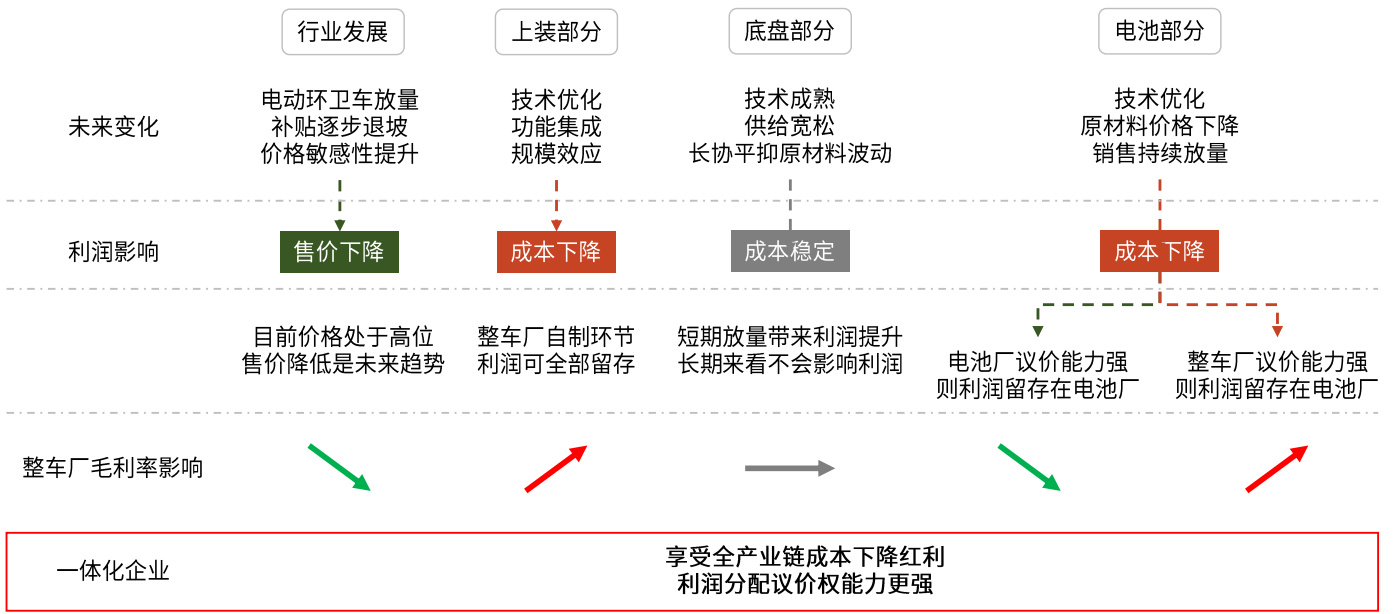
	环卫车保有量 (万辆)	增速	保有量新增 (万辆)	存量替代 (万辆)	存量替代占比	环卫车销量 (万辆)	电动环卫车销量 (万辆)	占比
2016	38.52	10.85%	3.77	6.02	10.25%	6.02	0.07	1.24%
2017	42.52	10.38%	4.00	8.69	18.86%	8.69	0.16	1.81%
2018	45.59	7.23%	3.07	10.03	24.49%	10.03	0.16	1.58%
2019E	49.91	9.47%	4.32	11.39	22.81%	11.39	0.29	2.53%
2020E	54.64	9.47%	4.73	11.68	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。

我们认为 2021 年将成为环卫电动车放量的元年, 公司在电动环卫车领域的提前布局和市场股份的持续提升将给公司带来可观的业绩增厚。公司作为环卫电动车一体化经营的龙头公司, 一方面自制底盘等成本优势帮助公司享受更高的毛利率水平, 另一方面公司在环卫运营项目上相对谨慎的扩张态度也使其更有希望获得其他环卫运营公司的电动环卫车采购订单; 未来随着降本降价情况持续, 经济型主导阶段下环卫车制造厂商能否维持纯电动环卫车的高毛利率则取决于和电池企业的议价权之争; 和传统环卫装备制造企业相比, 具有底盘、电池自制 (比亚迪、宇通重工) 能力的企业在纯电动环卫车降价降本背景下无疑将更具备成本优势和盈利能力, 其也有望在市场规模扩张时占据更多的市场份额。根据我们的测算, 2021 年公司市占率每提升 5 个 pct, 都将给公司带来约 3.4 亿元的收入增厚 (超过 8% 的收入弹性) 和约 6000 万元的利润增厚 (超过 15% 的业绩弹性)。

图 19: 纯电动环卫车制造商毛利率变化可能性展望



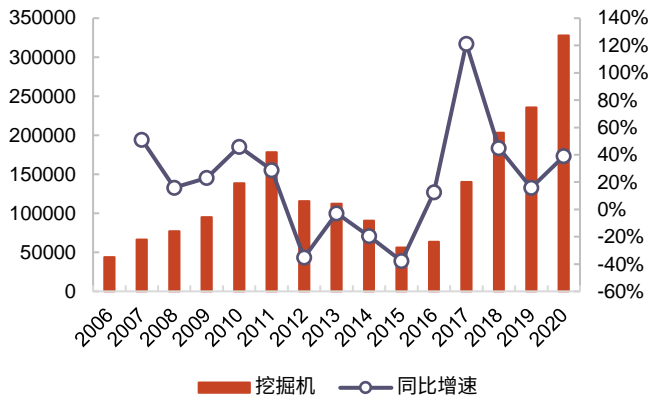
资料来源: 光大证券研究所绘制

4、工程机械：稳中有升，公司崛起基石

4.1、“十四五”期间工程机械市场仍将维持稳健增长

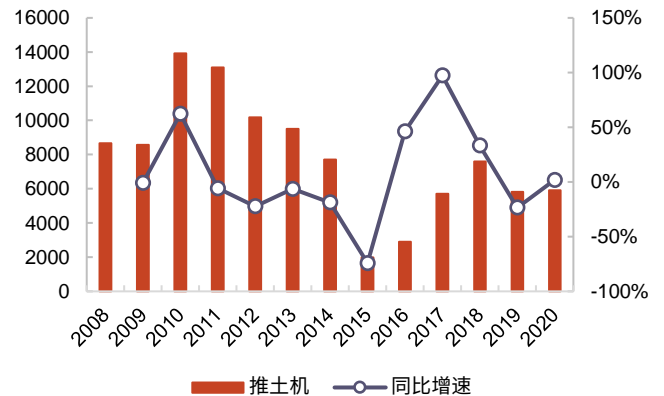
宏观经济向好，国内外基础设施投资涌现巨大需求。经济的增长带来了工程机械需求的增长，工程机械行业在历经五年低潮及 2017、2018 两年高速恢复后，受益于向好的宏观经济实现了较好的转型升级。2019 年我国工程机械行业营业收入为 6681 亿元，较 2018 年同比增长 12%，在机械制造业处于领先地位。近年来，工程机械行业作为新兴市场代表在“一带一路”的持续倡议下迎来众多机遇并且增势较猛。2020 年我国总计销售挖掘机产品 327,605 辆，较 2016 年增长 5.17 倍，其中出口销量 34,741 辆，约为 16 年的 4.74 倍。

图 20: 我国挖掘机历年销量情况



资料来源: Wind, 左轴: 辆

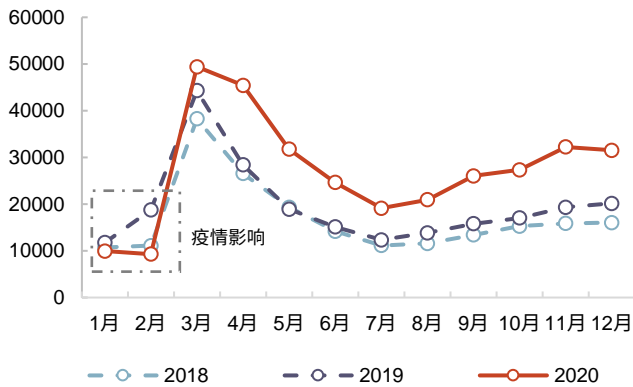
图 21: 我国推土机历年销量情况



资料来源: Wind, 左轴: 辆

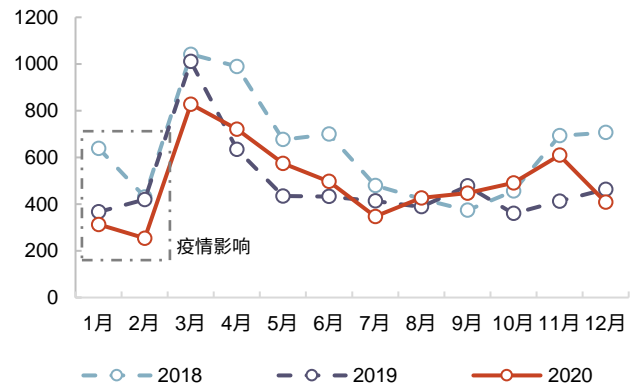
疫情后工程机械销量快速复苏并持续增长。受疫情的负面影响，2020Q1 我国 GDP 同比下滑 6.8%，各行业均承受了或多或少的打击。工程机械行业受国内外新冠肺炎疫情及国内市场影响，资金配套到位情况不佳且整体工程机械存量开工率不高，以挖掘机为工程机械行业代表性产品来看，2019 年我国小松挖掘机平均每月开机小时数高达 122 小时，而 2020 年 1-2 月平均开机小时数分别跌至 59.1、30.6 小时；此外，2020 年 1-2 月挖掘机销量总计 19,222 台，累计同比下滑 37%。而自 2020 年 3 月起，我国疫情逐渐得到控制并好转，而为对冲疫情对经济造成的不利影响，固定资产投资成为至关重要的一环，其中基础设施建设投资成为拉动经济快速增长的主要驱动力之一。因此政府加大基础建设投资并采取一系列合理有力的财政政策，工程机械行业需求得到有效拉动并逐渐增长。2020 年 3 月，我国小松挖掘机开机小时数迅速跳跃式上涨至 113.4 小时，环比增长高达 270.6%，4 月实现环比 31 小时的增长；而 3-4 月我国挖掘机总计销量分别高达 49,408、45,426 台，约为前两月销量的 5 倍，且 4 月销量较 2019 年同期增长约 60%，数据表明我国工程机械行业已经快速走出了疫情和国内市场的负面影响。2020 年全年我国挖掘机销量同比提升 39%至 32.76 万辆，推土机销量同比提升 1.72%至 5907 辆，在疫情影响下仍实现了稳健增长。

图 22：我国挖掘机单月销量情况



资料来源：Wind，单位：辆

图 23：我国挖掘机推土机销量情况



资料来源：Wind，单位：辆

根据中国工程机械工业协会的预计，工程机械市场未来五年（2021-2025）的年均增长率将达 5%，市场仍将保持稳健增长态势。面对向好的行业背景，宇通重工有望凭借产品、技术、品牌、品牌、管理等众多方面的竞争优势，实现市场地位和盈利能力的逐步提升。

4.2、民用军用齐发力，行业地位有望维持

作为国内工程机械领域的知名供应商之一，宇通重工同时开展民用和军用专业工程机械的研发、生产及销售。经过对该领域多年的经验积累，公司已配备较强的科研实力以及领先的产品生产和质量把控能力，目前公司工程机械品类在各自细分领域都享有优势地位。

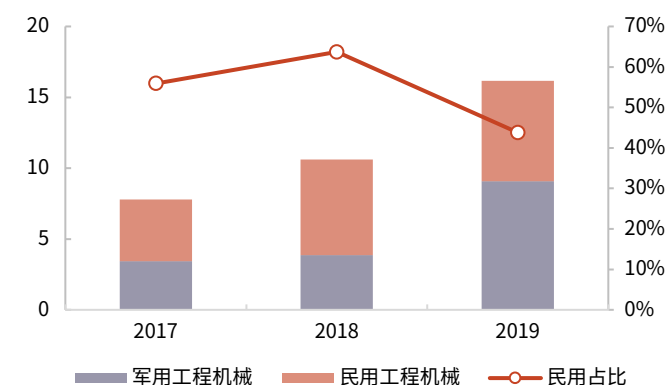
公司军用工程机械主要产品为推土机、装载机等，民用工程机械主要产品品类有旋挖钻机、液压履带式强夯机/起重机、桥梁检测车以及矿用车，2018-2019 年此四类产品合计占民用工程机械业务收入比重为 100%。

2017-2019 年，宇通重工：

(1) 军用工程机械业务总体呈波动上升趋势，2019 年需求大幅增长导致收入高达 9.08 亿元，在整个工程机械业务中占比为 56.20%，较 2017 年收入同比增长 1.64 倍。

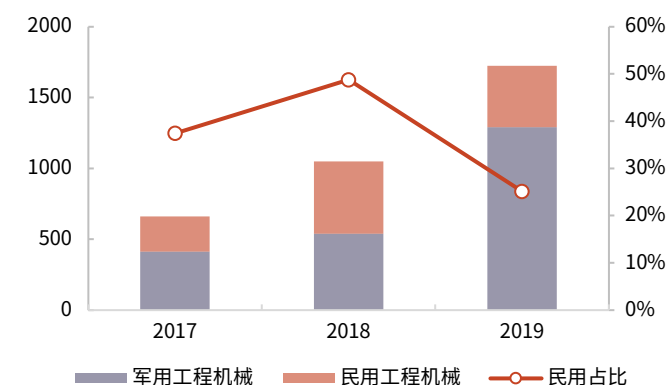
(2) 民用工程机械业务收入高速增长，其中 2018 年达 6.77 亿元，较 17 年同比增长 33.49%且占工程机械业务收入比重至 63.88%，主要系民用工程机械业务行业逐渐回暖，加之公司积极开拓市场，使得销售增势明显；2019 年该业务维持较好的增长态势，收入规模进一步增长至 7.08 亿元。

图 24：公司工程机械各细分业务收入及占比



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 25：公司工程机械各细分销量及占比



资料来源：Wind，左轴：辆

(3) 综合来看，工程机械业务总体收入呈快速增长趋势，19 年总计收入高达 16.16 亿元，较 18 年的 10.62 亿元同比增长 51.86%，在公司整体业务占比近 51.3%；毛利率方面，工程机械业务毛利率维持在较高水平，18 年略微下滑至 29.97%，主要系采购成本的上升以及公司为开拓市场制定的低价策略；2019 年公司产能利用率提高导致产品单位成本中的折旧摊销降低，同时随着销售收入的增长带来规模效应，公司工程机械业务毛利率回升至 32.44%。

在工程机械业务板块，宇通重工还具有产品及专业度优势：

(1) 民用工程机械方面，宇通重工产品具备高品质及高性能，具有较强的核心竞争力。分产品品类来看，旋挖机产品采取聚焦产品、定位高端的策略，结合进口的高配置使得产品在耐久性、稳定性、作业能力方面脱颖而出；公司对强夯系列产品市场的持续投入加上产品高效、高可靠性的本质特性使得该产品在行业内遥遥领先；矿用车方面，公司率先推出的纯电动矿用车更为节能且可实现零排放，在该领域市场探索阶段先发制人，并且有望在行业设备更新换代的推动下受益颇丰；桥检车方面，产品安全可靠且售后服务到位，相较于竞品配置较高。

(2) 军用工程机械方面，作为工程机械专业制造商的宇通重工已先后研发出高速推土机、高速装载机、平板车等多种军用产品，在国防建设领域得到广泛应用。通过多年的经验积累，宇通重工已拥有专门的军品技术研发部，能有效挖掘客户产品需求，在行业中专业度较高，目前完善现有产品的同时大力开发创新新产品，未来业务仍有一定增长潜力。

5、盈利预测

5.1、关键假设

汽车内饰业务

(1) 原上市公司体内的汽车内饰业务在此次交易未被剥离，假设其未来每年仍将维持 2% 的增长，即我们预计公司汽车内饰业务 20-22 年的营业收入分别为 0.53/0.54/0.55 亿元，毛利率维持在 20%。

新能源环卫装备

2019 年公司新能源环卫装备占其环卫装备的收入比例超过 50% 达 51.15%，我们认为在未来环卫电动化趋势下该比例有望进一步扩大，对于收入的核心假设包括：

(1) 销量方面，我们看好 2021 年起环卫电动车市场在政策推动下的持续放量，假设公司 20-22 年环卫电动车销量分别实现 836/1600/2400 辆。

(2) 价格方面，公司 18/19 年电动环卫车均价分别为 92/87 万元/辆，假设 20 年一线城市电动环卫车需求较高且支付能力较强，环卫车价格仍将维持在 90 万元/辆的高位；而随着 21 年电动环卫车放量整体价格将呈现下降趋势，20-22 年电动环卫车均价分别为 90/85/80 万元/辆。

(3) 毛利率方面，2020 年公司电动环卫车业务毛利率仍将维持在 47% (2017/18 年毛利率分别为 49.30%/48.17%，2019 年未披露)，21/22 年则将随着售价的下降而有所下降，假设 21/22 年该板块业务毛利率分别为 45%/44%。

(4) 基于上述假设，我们预计 20-22 年公司新能源环卫装备销售的营业收入分别达 7.52/13.60/19.20 亿元，同比增速分别为 38.83%/80.75%/41.18%；毛利率分别为 47%/45%/44%。

传统环卫装备

(1) 公司传统环卫装备收入占其整体环卫装备的比例在逐步下降，2020 年受疫情影响，公司传统环卫装备销售有所下滑，21/22 年有望恢复至正常情况，我们假设 20-22 年公司传统环卫装备的收入分别为 4/5/5 亿元；毛利率则将随着价格的下降而有所降低，20-22 年毛利率分别为 30%/29%/28%。

环卫服务

(1) 根据在手订单情况，假设公司 20 年环卫服务业务的营业收入将达 4.8 亿元 (同比增速为 39%)；21/22 年环卫服务业务的营业收入增速分别为 25%/20%，对应的营业收入分别为 6/7.2 亿元；受疫情带来的税收优惠等政策影响，20 年环卫服务的毛利率将提升至 28%，21/22 年则恢复到 23% 的正常水平。

工程机械

(1) 受疫情影响，公司工程机械业务在 20 年出现一定程度的下滑，假设公司 20 年工程机械销售的营业收入同比下降 19.13% 至 13.07 亿元；21/22 年工程机

械业务恢复正常, 营业收入增速维持在 5%, 对应的营业收入分别为 13.72/14.41 亿元; 20-22 年该板块毛利率水平维持在 30%。

5.2、盈利预测

根据上述关键假设, 我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 31.22/40.16/47.66 亿元, 归母净利润分别为 2.88/3.87/4.83 亿元, 对应 EPS 分别为 0.58/0.74/0.92 元。

表 12: 公司分业务盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50	58	3,122	4,016	4,766
YOY		16.64%	5272.92%	28.63%	18.67%
汽车内饰业务		52	53	54	55
经营租赁	6	6			
新能源环卫装备			752	1,360	1,920
传统环卫装备			400	500	500
环卫服务			480	600	720
工程机械			1,307	1,372	1,441
其他			130	130	130
营业成本	32	42	2,086	2,673	3,146
汽车内饰业务		41	42	43	44
经营租赁	0	0			
新能源环卫装备			399	748	1,075
传统环卫装备			280	355	360
环卫服务		0	346	462	554
工程机械		0	915	960	1,008
其他			104	104	104
毛利率	58%	28%	33%	33%	34%
汽车内饰业务		20%	20%	20%	20%
经营租赁	94%	94%			
新能源环卫装备			47%	45%	44%
传统环卫装备			30%	29%	28%
环卫服务			28%	23%	23%
工程机械			30%	30%	30%
其他			20%	20%	20%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 单位: 百万元

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

本次重组上市后公司主营业务发生重大变更, 故与公司自身历史估值不具有可比性, 且公司主要业务板块估值水平均有一定差别(传统环卫装备制造、环卫运营、新能源环卫装备制造、工程机械制造), 故我们拟采用可比+分部估值法进行相对估值分析。

1、与可比公司比较

考虑到公司的主营业务分别为传统环卫装备制造+环卫运营、新能源环卫装备制造、工程机械制造等三个大类，故我们将通过分部估值法，分别选取环卫装备制造+项目运营公司盈峰环境、龙马环卫，以及新能源整车制造公司江淮汽车、长城汽车、东风汽车，以及工程机械制造公司三一重工、中联重科、徐工机械、柳工等公司进行比较。

分版块来看，当前股价对应传统环卫装备+环卫运营两家可比公司 2021 年的平均 PE 为 15 倍，新能源整车制造三家可比公司 2021 年的平均 PE 为 41 倍，工程机械四家可比公司 2021 年的平均 PE 为 14 倍。

表 13：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2019	PEG -2020	市值 (亿元)
	2021/2/24	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
传统环卫装备+环卫运营												
盈峰环境	8.65	0.43	0.46	0.56	0.65	20	19	15	13	14.77%	1.27	273.60
龙马环卫	18.34	0.65	1.06	1.22	1.49	28	17	15	12	31.85%	0.54	76.23
	平均值					24	18	15	13	23%	0.91	
新能源整车制造												
江淮汽车	9.13	0.06	0.05	0.14	0.22	152	183	65	42	54.20%	3.37	172.86
长城汽车	33.39	0.49	0.59	0.95	1.17	68	57	35	29	33.66%	1.68	2636.27
东风汽车	7.09	0.22	0.28	0.33	0.38	32	25	21	19	19.98%	1.27	141.80
	平均值					84	88	41	30	36%	2.11	
工程机械												
三一重工	42.85	1.33	1.81	2.10	2.32	32	24	20	18	20.38%	1.16	3635.42
中联重科	13.72	0.56	0.83	1.02	1.17	25	17	13	12	27.84%	0.59	1138.11
徐工机械	6.84	0.46	0.53	0.67	0.74	15	13	10	9	17.17%	0.75	535.82
柳工	9.65	0.69	0.81	0.93	1.03	14	12	10	9	14.29%	0.83	142.43
	平均值					21	16	14	12	20%	0.84	

资料来源：Wind 一致预期

2、分部估值法

我们进一步采用分部估值法进行估值。根据我们的测算，公司三块分项业务（传统环卫装备+环卫运营、新能源环卫装备、工程机械）2021 年的归母净利润分别为 0.82/1.76/1.19 亿元，当前股价分别对应上述可比公司的平均 PE 估值为 15/41/14 倍，综合对应目标市值 101.15 亿元，对应目标价 19.37 元（对应 2021 年 PE 为 26 倍）。

表 14：公司分部估值情况

	2020E	2021E	2022E
毛利 (百万元)	1,037	1,343	1,620
传统环卫装备+环卫运营	254	283	306
新能源环卫装备	354	612	845
工程机械	392	412	432
归母净利润 (百万元)	288	387	483
传统环卫装备+环卫运营	71	82	91

新能源环卫装备	98	176	252
工程机械	109	119	129
PE (X)			
传统环卫装备+环卫运营	18	15	13
新能源环卫装备	88	41	30
工程机械	16	14	12
市值 (亿元)	116.65	101.15	102.84
对应目标价 (元)	23.63	19.37	19.69

资料来源：光大证券研究所测算

3、相对估值法结论

综上所述,我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 31.22/40.16/47.66 亿元,归母净利润分别为 2.88/3.87/4.83 亿元,当前股价对应 PE 分别为 26/20/16 倍。

根据公司分部业务 2021 年归母净利润,以及可比公司平均 PE 值,我们给予公司 2021 年合理市值 101.15 亿元,对应目标价 19.37 元(对应 21 年 PE 26 倍)。

6.2、绝对估值

基于绝对估值法的几点假设:

- 1、长期增长率:由于 ST 宏盛所从事的装备制造和环卫运营服务业务未来都将进入稳定增长阶段,故假设长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取:采用申万二级行业分类-环保的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率:我们预测公司未来税收政策较稳定,结合公司过去几年的实际税率,假设公司未来税率为 15%。

表 15: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	0.80
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.63%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	2677.81
Vd	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	6.63%

资料来源：光大证券研究所预测

表 16: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	531.42	5.52%
第二阶段	2112.79	21.95%
第三阶段 (终值)	6982.28	72.53%
企业价值 AEV	9626.49	100.00%
加: 非经营性净资产价值	102.94	1.07%
减: 少数股东权益 (市值)	6.53	-0.07%
减: 债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	9722.90	101.00%
股本 (百万股)	493.74	
每股价值 (元)	19.69	
PE (隐含)	33.75	
PE (动态)	27.13	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.63%	21.70	23.68	26.20	29.54	34.13
6.13%	19.15	20.67	22.55	24.95	28.11
6.63%	17.07	18.25	19.69	21.48	23.76
7.13%	15.33	16.27	17.40	18.77	20.47
7.63%	13.86	14.62	15.52	16.59	17.89

资料来源: 光大证券研究所预测

表 18: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	19.69	13.86	—	34.13	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	19.22	13.38	—	33.66	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法, 公司合理估值水平为 16.27-24.95 元 (敏感性±0.5%区间); 根据 APV 估值法, 公司合理估值水平为 15.80-24.47 元 (敏感性±0.5%区间)。

6.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2020-22 年的营业收入分别为 31.22/40.16/47.66 亿元, 归母净利润分别为 2.88/3.87/4.83 亿元 (2019 年备考归母净利润 3.1 亿元, 19-22 年复合增速 16%), 对应 EPS 分别为 0.58/0.74/0.92 元, 当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 26/20/16 倍。参考可比公司相对估值及绝对估值, 给予公司 2021 年合理市值 101.15 亿元, 对应目标价 19.37 元 (对应 21 年 PE 26 倍); 公司作为电动环卫设备龙头, 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), 领先行业的成本优势也将保障未来环卫电动车降价背景下公司市场竞争力的提升和盈利能力的维持, 首次覆盖给予“买入”评级。

6.4、 股价驱动因素

1、环卫电动化推进超预期：由于公司电动环卫车的售价和毛利率水平均高于传统环卫车，如果未来环卫电动化推进超预期，且公司能够抢占更多的市场份额，将对公司的业绩产生积极贡献，且新能源整车制造高于其他板块的估值水平也将进一步推升公司整体的估值水平。

2、环卫运营项目开拓及经营超预期：公司子公司傲蓝得项目若能在河南省外实现突破，将进一步提升公司环卫运营项目的利润贡献；此外，机械化率的提升和经营效率的改善亦有可能提升公司的环卫运营项目毛利率水平，亦将为公司业绩增长提供有力保障。

3、环卫电动车降价情况超预期：由于公司底盘自制、电池集采，因此在成本和毛利率层面相较可比公司具有一定的优势；未来如果环卫电动车降价情况超预期，公司成本优势将进一步体现，在促进公司电动环卫车销量增长的同时也将给公司带来一定的估值溢价。

7、 风险分析

(1) 政策风险：政策推进力度放缓致环卫车电动化进程不及预期，使得公司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，二是增量企业的进入，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。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50	58	3,122	4,016	4,766
营业成本	32	42	2,086	2,673	3,146
折旧和摊销	0	0	96	146	161
税金及附加	1	1	28	36	43
销售费用	0	2	375	482	572
管理费用	9	6	147	189	224
研发费用	0	1	187	241	286
财务费用	0	0	-7	-18	-25
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	8	7	339	455	568
利润总额	8	7	339	455	568
所得税	2	3	51	68	85
净利润	6	5	288	387	483
少数股东损益	1	3	0	0	0
归属母公司净利润	5	2	288	387	483
EPS(按最新股本计)	0.03	0.01	0.58	0.74	0.92

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-23	37	647	731	929
净利润	5	2	288	387	483
折旧摊销	0	0	96	146	161
净营运资金增加	44	-29	930	140	-10
其他	-72	64	-667	58	295
投资活动产生现金流	0	-1	-740	-208	-110
净资本支出	0	-1	-740	-210	-110
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	0	2	0
融资活动现金流	0	1	2,207	319	25
股本变化	0	0	333	29	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	9	8	1,253	422	436
净现金流	-23	37	2,115	841	844

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	35.2%	28.3%	33.2%	33.5%	34.0%
EBITDA 率	14.3%	12.3%	13.7%	14.5%	14.8%
EBIT 率	14.3%	12.0%	10.6%	10.9%	11.4%
税前净利润率	15.8%	12.8%	10.9%	11.3%	11.9%
归母净利润率	10.0%	3.2%	9.2%	9.6%	10.1%
ROA	3.3%	2.2%	7.3%	7.7%	8.1%
ROE (摊薄)	4.9%	1.8%	11.1%	11.8%	12.8%
经营性 ROIC	83.9%	-19.7%	17.9%	20.8%	26.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	29%	31%	33%	34%	36%
流动比率	2.48	2.28	2.42	2.43	2.39
速动比率	2.48	2.19	2.18	2.20	2.17
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

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	189	204	3,945	5,055	5,974
货币资金	33	70	2,185	3,026	3,870
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	40	13	624	723	763
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	62	80	95
存货	0	4	312	400	471
其他流动资产	2	1	1	1	1
流动资产合计	75	88	3,185	4,231	5,200
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	0	1	480	505	435
在建工程	0	0	29	65	81
无形资产	0	0	137	139	142
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	115	116	760	824	773
总负债	55	63	1,317	1,739	2,174
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	12	20	417	588	755
应付票据	0	1	417	535	692
预收账款	1	1	250	321	381
其他流动负债	3	0	0	0	0
流动负债合计	30	38	1,317	1,739	2,174
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	25	25	0	0	0
股东权益	135	140	2,628	3,316	3,799
股本	161	161	494	522	522
公积金	221	221	2,116	2,428	2,476
未分配利润	-280	-278	-19	330	764
归属母公司权益	102	103	2,592	3,280	3,762
少数股东权益	33	37	37	37	37

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.01%	2.79%	12.00%	12.00%	12.00%
管理费用率	18.79%	9.97%	4.70%	4.70%	4.70%
财务费用率	-0.31%	-0.25%	-0.24%	-0.44%	-0.53%
研发费用率	0.00%	1.63%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税率	20%	39%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.14	0.23	1.31	1.40	1.78
每股净资产	0.63	0.64	5.25	6.28	7.20
每股销售收入	0.31	0.36	6.32	7.69	9.13

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	486	1311	26	20	16
PB	23.9	23.5	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	330.9	328.2	15.1	11.0	8.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------