

宇通重工借壳，新能源环卫王者归来

华泰研究

2021年3月04日 | 中国内地

首次覆盖

公用环保/环保

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

18.27

研究员

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com
+86-21-28972079

研究员

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

黄波

huangbo@htsc.com
+86-755-82493570

联系人

SAC No. S0570120080110

惠普

huiyu@htsc.com

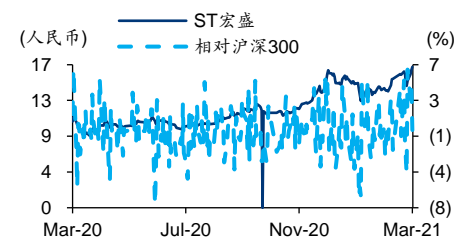
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	18.27
收盘价(人民币 截至3月3日)	16.74
市值(人民币百万)	8,743
6个月平均日成交额(人民币百万)	19.63
52周价格范围(人民币)	8.60-16.74
BVPS(人民币)	0.19

股价走势图



资料来源: Wind

宇通重工重组上市，新能源环卫王者归来

宇通重工重组上市，业务聚焦于环卫与工程机械。公司是新能源环卫车行业领跑者，17年以来销量稳居国内前三，20年市占率20%；背靠宇通集团，技术与品控实力一脉相承，自制底盘+电池集采造就行业领先的毛利率。环卫服务19年在河南省占率第一，20年底以来省外项目接连落地。我们认为工程机械行业21年景气度有望延续。我们预计20-22年归母净利润为2.89/3.30/4.90亿元，给予21年29x目标PE，目标价18.27元，给予“增持”。

环卫设备：新能源环卫车5年10余倍行业空间，优质企业享高速增长

公司背靠宇通集团，研发及品控能力出众，售后服务壁垒坚实；得益于自制底盘+电池集采，环卫设备毛利率行业领先（19年39.7%）；环卫设备与军用工程机械可柔性生产，生产和质控经验互通。公司领跑新能源环卫车行业，20年市占率20%，同比+4pct。在碳达峰碳中和的远景目标下，环卫车新能源化有望提速。我们测算，20年国内新能源环卫车市场规模约31亿元，25年有望达到323亿元，CAGR达60%，优质龙头有望与高成长赛道共发展。

环卫服务：深耕河南，省外拓展初见成效，有望借助上市契机加速发展

我们测算，20年中国环卫服务市场规模3275亿元，第三方运营比例约55%；环卫第三方运营规模有望从20年的1787亿元增至25年的超3600亿元，CAGR达21%。公司的环卫服务业务深耕河南，19年市占率河南省第一，登陆资本市场后接连中标省外项目，未来有望加速业务版图向全国拓展。

工程机械：军品积淀深厚，民品错位竞争，21年行业景气度有望延续

公司军品业务历史悠久，是部队高速推土机和高速装载机的主要供应商。民品与行业龙头错位竞争，主打旋挖钻/强夯/桥检车/矿用车，19年强夯/桥检车市占率57/35%，国内领先；旋挖钻性能出众，新能源矿用车开创行业先河。新基建助力+环保趋严加速老旧设备淘汰，工程机械业务有望平稳增长。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价18.27元

我们预计公司20-22年归母净利润分别为2.89/3.30/4.90亿元，对应EPS为0.55/0.63/0.94元，当前股价对应PE为30/26/18x。参考可比公司2021年Wind一致预期PE均值为20x，考虑到公司新能源环卫业务占比高（2019年环卫设备收入中新能源占比51%，可比公司均值为15%）、弹性大、盈利能力强、ROE高，政策助力下成长前景可期，可享受一定估值溢价，给予公司2021年目标PE29x，对应目标价18.27元，给予“增持”评级。

风险提示：环卫装备销售需求不及预期，环卫市场化进度不达预期，环卫运营竞争加剧，项目盈利水平下滑超预期，宏观经济增速不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	49.82	58.11	3,278	4,121	5,275
+/-%	350.68	16.65	5,541	25.72	28.00
归属母公司净利润(人民币百万)	5.09	1.85	289.10	330.14	489.79
+/-%	(436.34)	(63.63)	15,514	14.20	48.36
EPS(人民币,最新摊薄)	0.01	0.00	0.55	0.63	0.94
ROE(%)	5.14	1.81	33.55	18.49	22.31
PE(倍)	1,718	4,722	30.24	26.48	17.85
PB(倍)	86.08	84.54	5.40	4.48	3.58
EV EBITDA(倍)	1,197	1,214	25.35	20.08	13.03

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心推荐逻辑及投资概要	4
与市场不同之处.....	4
宇通重工：环卫行业后起之秀，借壳上市加快发展步伐	5
ST 宏盛剥离自有房屋租赁业务，宇通重工完成重组上市.....	5
宇通重工扎根工程机械，环卫业务齐头并进.....	5
环卫：新能源环卫设备领跑，环卫服务河南本土优势尽显	9
环卫设备：新能源环卫车 5 年 10 余倍行业空间，优质龙头享高速增长.....	9
2017 年以来宇通重工新能源环卫车市占率保持行业前三.....	11
背靠宇通集团，技术实力一脉相承，品控能力突出.....	11
底盘上装一体化，生产和使用成本双降；集团集采，成本优势强化.....	12
环卫设备与工程机械可柔性生产，灵活性强.....	13
集团服务网点遍及全国，夯实售后服务壁垒.....	13
环卫服务：立足河南，18/19 年收入超翻倍增长.....	13
工程机械：军品积淀深厚，民品错位竞争	16
工程机械行业景气度延续，2021 年行业有望实现平稳发展.....	16
宇通重工军品业务发展态势出色，民品细分领域市占率领先.....	17
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 18.27 元	18
收入预测：2020-2022 年收入同口径增速为 2.4/25.7/28.0%.....	18
毛利率预测：2020-2022 年毛利率为 31.8/32.4/34.0%.....	19
费用率预测：2020-2022 年期间费用率为 21.1/22.0/21.4%.....	20
首次覆盖给予“增持”评级，目标价 18.27 元.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：宇通重工借壳 ST 宏盛重组前后股权关系结构图.....	5
图表 2：宇通重工历史沿革.....	6
图表 3：2017-1H20 宇通重工营业收入和毛利润情况.....	6
图表 4：2017-1H20 宇通重工营业收入拆分（按业务，绝对值）.....	6
图表 5：2017-1H20 宇通重工营业收入拆分（按业务，百分比）.....	6
图表 6：2017-1H20 宇通重工营业收入拆分（按区域）.....	7
图表 7：2017-1H20 宇通重工毛利构成.....	7
图表 8：2017-1H20 宇通重工分业务毛利率.....	7
图表 9：2017-1H20 公司研发费用及研发费用率.....	8
图表 10：2017-2019 年可比公司研发费用率.....	8
图表 11：2017-1H20 宇通重工收现比均保持在 1 倍以上.....	8
图表 12：宇通重工经营性现金流与净利润匹配程度高.....	8

图表 13: 2017-2020 年环卫车/新能源环卫车销量 CAGR17%/45%	10
图表 14: 预计 2021-2025 年新能源环卫车市场空间 CAGR 达 60%.....	10
图表 15: 2020 年以来新能源环卫车产业政策数量显著增加	10
图表 16: 环卫车销量呈现向重型、轻型两极发展的趋势.....	10
图表 17: 新能源环卫车重型化发展趋势明显.....	10
图表 18: 2020 年新能源环卫车 CR3 为 51% (vs. 环卫车 CR3 为 41%)	11
图表 19: 2017-2020 年宇通重工新能源环卫车销量均位居行业前三	11
图表 20: 宇通新能源客车达到 3S+安全等级, 品质出众	11
图表 21: 同类型环卫车, 新能源车型售价是传统车型的 2-4 倍	12
图表 22: 同类型环卫车, 新能源车型毛利率较传统车型高 25%-35%	12
图表 23: 2017 年宁德时代前五大客户销售情况	13
图表 24: 2019 年宇通重工环卫设备毛利率行业领先	13
图表 25: 宇通售后服务产品解决方案.....	13
图表 26: 预计 2025 年我国环卫运营市场规模将超 4500 亿元.....	14
图表 27: 预计 2025 年我国环卫第三方运营市场规模将超 3600 亿元.....	14
图表 28: 我国市政环卫龙头市占率 (按新增年化服务金额计算)	14
图表 29: 2018/2019 年宇通重工环卫服务收入超翻倍增长	15
图表 30: 2019 年宇通重工及可比公司环卫服务业务毛利率情况	15
图表 31: 2011-2019 年我国工程机械年销量	16
图表 32: 2016-2019 我国工程机械行业销售收入	16
图表 33: 2007/2009/2016 年分别执行三次新排放标准, 加速挖掘机老旧机型淘汰	16
图表 34: 宇通重工主要民用工程机械产品图.....	17
图表 35: 2017-2019 年宇通重工民用工程机械市占率	17
图表 36: 分部收入预测 (百万元)	19
图表 37: 分部毛利润预测 (百万元)	20
图表 38: ST 宏盛 2021 年限制性股票激励计划的业绩考核条件 (公司层面)	21
图表 39: 四费费率及归母净利润预测 (百万元)	21
图表 40: 可比公司估值表.....	21
图表 41: 报告提及公司列表	22
图表 42: ST 宏盛 PE-Bands	22
图表 43: ST 宏盛 PB-Bands	22

核心推荐逻辑及投资概要

我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

ST 宏盛剥离自有房屋租赁业务，宇通重工完成重组上市。上市公司于 2020 年 11 月完成资产重组（剥离自有房屋租赁业务，取得宇通重工 100% 股权），经营实体转变为宇通重工。业务聚焦于环卫与工程机械。2017-2019 年，宇通重工华中地区的营收占比由 55% 下降至 30%，华北/华东/华南地区由 24/7/3% 上升至 36/10/14%，收入结构日趋均衡。2017-2019 年公司收现比均保持在 1 倍以上，经营活动现金流净额/归母净利润之比分别为 1.6/2.5/2.8，现金流与净利润流匹配度高，盈利质量优。

环卫设备：新能源环卫车 5 年 10 余倍行业空间，优质企业享高速增长。宇通重工自 2017 年以来新能源环卫车销量均位居行业前三，2020 年市占率为 20%，同比提升 4pct。公司背靠宇通集团，研发技术和品控实力一脉相承，且集团服务网点遍及全国，售后服务壁垒坚实；自制底盘+电池集采有效降低生产成本，环卫设备毛利率行业领先；环卫设备与工程机械同在宇通重工本部经营，二者生产线可相互转换，生产和质控经验互通。我们预计新能源环卫车市场规模有望从 2020 年的约 31 亿元增长至 323 亿元，CAGR 达 60%，享受 5 年 10 余倍行业空间，我们看好宇通重工作为优质行业龙头，有望伴随着行业快速成长，扩大竞争优势，进一步提升市场份额。

环卫服务：立足河南，18/19 年收入超翻倍增长，省外拓展成效初显。我们测算，2020 年我国环卫第三方运营比例约 55%，相较于美国 2019 年 81% 的市场化率（据 Waste Business Journal 统计）尚有近一半的提升空间。我们预计我国环卫第三方运营市场规模有望从 2020 年的 1787 亿元提升至 2025 年的超 3600 亿元（环卫市场化率约 80%），CAGR 达 21%。2018-2019 年宇通重工环卫服务收入连续两年超过翻倍增长，2019 年其环卫服务业务在河南省的市场占有率第一。重组上市后，宇通重工接连中标省外的环卫服务项目，未来有望加速业务版图的全国扩张。

工程机械：军用工程机械历史积淀深厚，民用工程机械错位竞争。根据中国工程机械工业协会的统计，2020 年我国工程机械销量增幅超过 28%，我们认为在新基建助力+环保趋严加速淘汰老旧设备+机械化渗透率提升三大支柱下，2021 年工程机械行业景气度有望延续。宇通重工的工程机械业务涵盖军品和民品，军用工程机械方面，公司是部队高速推土机和高速装载机等装备的主要供应商，拥有良好口碑。民品与行业龙头错位竞争，主打旋挖钻/强夯/桥检车/矿用车，2019 年强夯/桥检车市占率 57/35%，国内领先；旋挖钻性能出众，新能源矿用车开创行业先河，有望成为民用工程机械业务未来的增长主力。

与市场不同之处

我们分析及测算了我国新能源环卫设备、环卫服务的市场规模和未来增速，认为新能源环卫车的碳减排属性突出，在“3060”碳达峰碳中和的远景目标下，推广政策有望持续加码，且经济性拐点已至，行业有望迎来 5 年 10 余倍的成长空间。环卫服务的市场集中度依然分散，2020 年 CR5 下降至 7%，我们认为或因疫情影响下地方财政压力加大，导致环卫服务项目小型化趋势加速；2021 年以来，随着经济持续复苏，我们认为行业竞争格局有望向好，预计我国环卫市场化运营规模有望从 2020 年的 1787 亿元增长至 2025 年的超 3600 亿元，市场化率从 55% 提升至 80%。

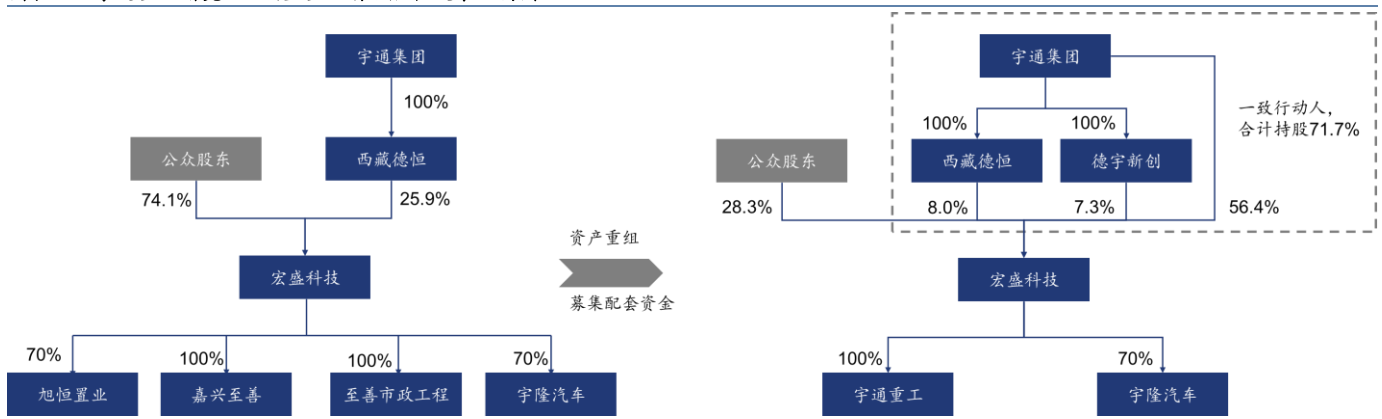
宇通重工：环卫行业后起之秀，借壳上市加快发展步伐

ST 宏盛剥离自有房屋租赁业务，宇通重工完成重组上市

宇通重工借壳 ST 宏盛重组上市，借壳交易双方为同一实控人。2020 年 11 月，ST 宏盛完成向宇通集团和德宇新创增发股份，以购买宇通重工 100% 的股权。宇通重工成为 ST 宏盛的全资子公司，上市公司的经营实体转变为宇通重工。12 月 11 日，上市公司完成定增 0.29 亿股、募集配套资金 3 亿元。资产重组完成后，上市公司第一大股东为宇通集团，宇通集团、德宇新创及西藏德恒属于一致行动人，合计持股比例为 71.7%。重组前后上市公司实际控制人均为汤玉祥等 7 名自然人，未发生变化。

ST 宏盛剥离自有房屋租赁业务，聚焦未来主业。上市公司 ST 宏盛在重组前（2019 年）的主营业务为汽车内饰业务和自有房屋租赁业务，2019 年度分别实现营业收入 5175 万元和 636 万元。汽车内饰业务为宏盛科技 2019 年新增业务，其产品主要包括汽车座套、窗帘、汽车定制地毯等，具备一定的业务规模和盈利能力。自有房屋租赁业务收入主要来源于北京商业物业和地下停车场的出租收入，租约有效期至 2025 年，发展空间较有限；为优化业务经营状况、促进上市公司实施战略转型、聚焦未来主业，宏盛科技将持有的旭恒置业 70% 股权转让予北京易搜物资有限公司，以剥离房屋租赁业务。根据上市公司 2020 年 8 月 15 日公告的《重大资产出售实施情况报告书》，该项交易已完成。

图表1：宇通重工借壳 ST 宏盛重组前后股权关系结构图



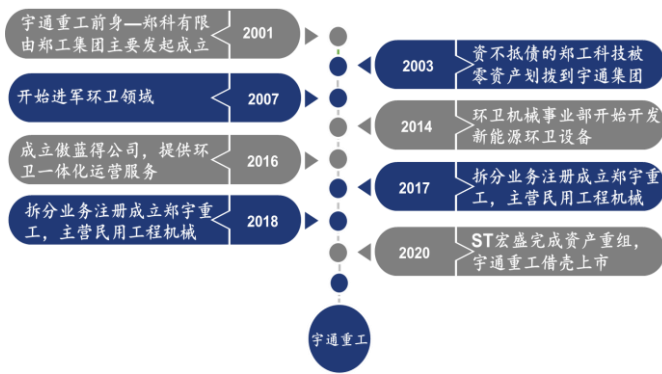
资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

宇通重工扎根工程机械，环卫业务齐头并进

宇通重工前身成立于 2001 年，军工背景历史悠久；2003 年宇通集团受让公司股份，更名为宇通重工。宇通重工的前身——郑工科技有限责任公司（简称“郑科有限”）由郑工机械集团有限责任公司（简称“郑工集团”）于 2001 年 11 月主要发起设立。郑工集团始建于 1958 年，是国家定点生产军用和民用工程机械的国有大型企业集团，80 年代末曾在工程机械行业流传的“成三柳四郑五”表明郑工集团在五吨装载机领域相对领先的技术水平；后受体制机制影响，经营发展渐乏力。2003 年郑工集团将其持有的郑科有限 92.98% 的股权分别转让给宇通发展 50%、宇通不动产 22.98% 和中原信托 20%，并将公司名称变更为“郑州宇通重工有限公司”。此后，宇通重工一直由宇通集团实际控制。

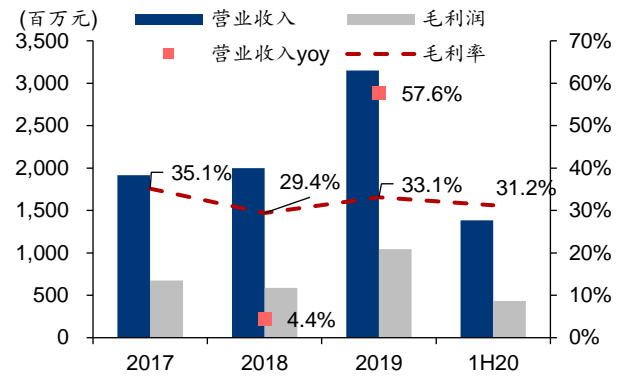
宇通重工本部主营业务为环卫设备及军用工程机械，一级子公司有郑宇重工（主营民用工程机械）、傲蓝得（主营环卫服务）和宇通环保（主营餐厨垃圾处理）。

图表2: 宇通重工历史沿革



资料来源: ST 宏盛重组报告书, 华泰研究

图表3: 2017-1H20 宇通重工营业收入和毛利润情况



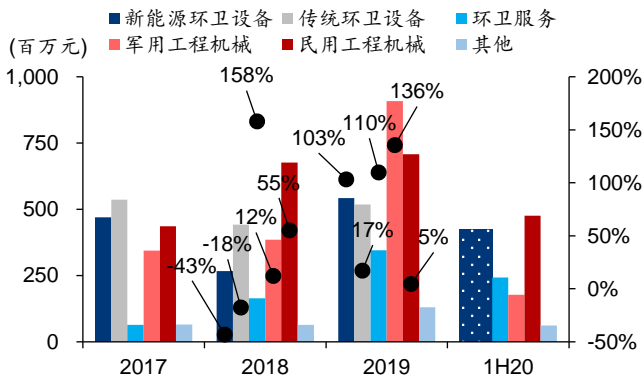
资料来源: ST 宏盛重组报告书, 华泰研究

工程机械业务保持高速增长, 2018/2019 年收入同比增速均值为 44%, 1H20 收入 6.53 亿元, 占 2019 年的 40%。1) 民用工程机械: 受益于工程机械行业回暖, 2018 年公司民用工程机械销售收入 6.77 亿元, 同比大幅增长+55%, 收入占总营收比重同比提升 11pct 至 34%; 2019 年收入同比增长 5% 至 7.08 亿元。2) 军用工程机械: 2017 年收入 3.44 亿元, 2018 年收入同比+12% 至 3.85 亿元; 2019 年客户需求大幅增加, 军品收入同比+136% 至 9.08 亿元, 驱动工程机械业务收入同比+52% 至 16.16 亿元。1H20 受设备更新换代需求及“新基建”政策加码影响, 行业景气高企, 公司工程机械业务实现营收 6.53 亿元, 其中民用工程机械收入 4.76 亿元, 占 2019 年民用工程机械收入的 67%, 全年收入有望保持较快增长。

受政府鼓励新能源车推广应用政策的影响, 新能源环卫车收入波动较明显。2016 年 12 月宇通重工中标郑州市城市管理局 476 台新能源环卫车辆订单, 2017 年度完成车辆生产交付并确认收入。2017 年的集中采购基本满足郑州市对新能源环卫车的采购需求, 导致公司 2018 年新能源环卫车销量明显下滑, 拖累收入同比下滑 43%。2019 年随着郑州市场逐步复苏及省外市场拓展成效显著, 新能源环卫车收入同比+103% 至 5.42 亿元。

环卫服务立足河南, 收入占比逐年提升。2018-2019 年宇通重工环卫服务收入保持年均 100% 的增速高速增长, 收入占总营收的比重由 2017 年的 3% 提升至 1H20 的 18%。根据 ST 宏盛的重组报告书, 截至 2020 年 8 月 31 日, 宇通重工在执行项目及已中标项目的年服务额合计为 5.8 亿元 (不含税, 按 6% 的增值税计算)。公司未来有望凭借环卫服务+环卫装备一体化、丰富的项目管理经验及本土企业的优势, 在河南省环卫市场化空间扩容的同时扩大竞争优势、提升市场份额。

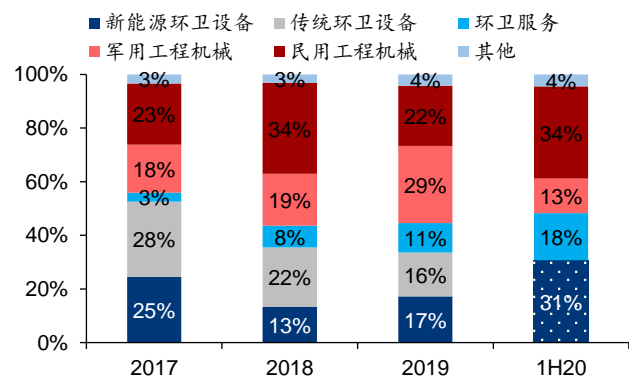
图表4: 2017-1H20 宇通重工营业收入拆分 (按业务, 绝对值)



注: 1H20 公司未披露新能源/传统环卫设备收入数据, 上图 4.25 亿元为环卫设备业务 (包括新能源和传统环卫设备) 收入

资料来源: ST 宏盛重组报告书, 华泰研究

图表5: 2017-1H20 宇通重工营业收入拆分 (按业务, 百分比)

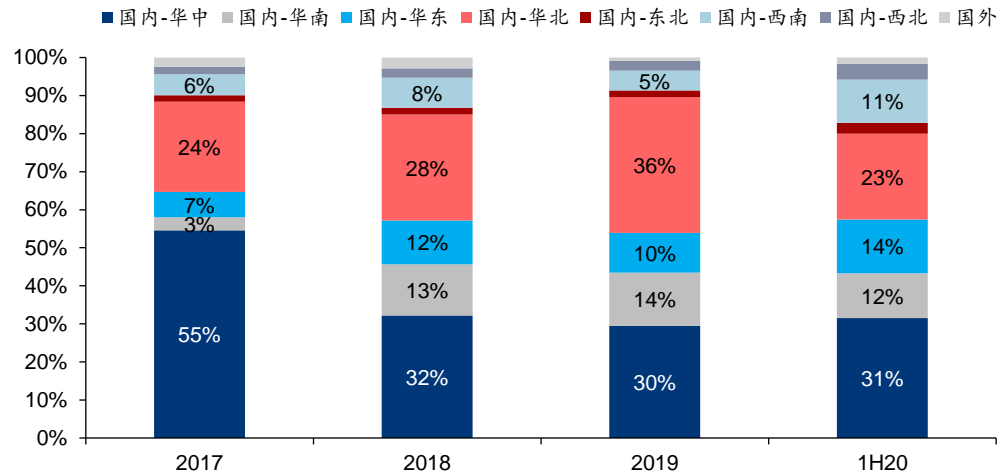


注: 1H20 公司未披露新能源/传统环卫设备收入数据, 上图 31% 为环卫设备业务 (包括新能源和传统环卫设备) 收入占比

资料来源: ST 宏盛重组报告书, 华泰研究

业务范围由河南省向全国逐步扩张，收入结构更加均衡。在收入的区域构成方面，宇通重工华中地区的营收占比由2017年55%下降至2019年30%，华北、华东和华南地区由24/7/3%上升至36/10/14%。宇通重工业务范围由华中地区向华北、华南、华东等地扩张，逐渐形成了遍布全国的业务版图。在环卫业务方面，宇通重工紧跟国家大力发展新能源、清洁能源车辆的政策导向，宇通新能源环卫车以优异的作业表现以及完善的售后服务在全国各地推广开来，是国内新能源环卫的领先企业。

图表6：2017-1H20 宇通重工营业收入拆分（按区域）

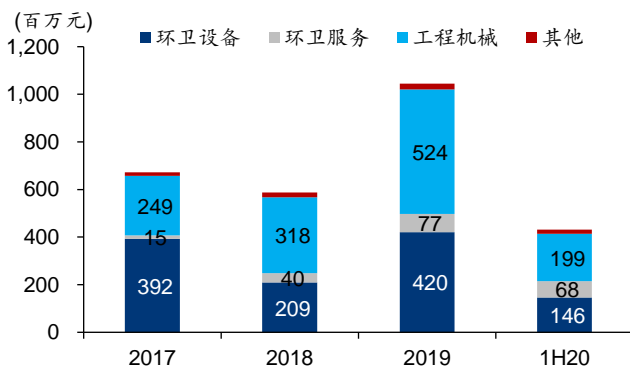


资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

毛利率主要受产品销售结构变动而波动。2018年公司的综合毛利率同比下降6pct至29%，主要系环卫设备和工程机械毛利率波动所致；2019年综合毛利率恢复至33%。

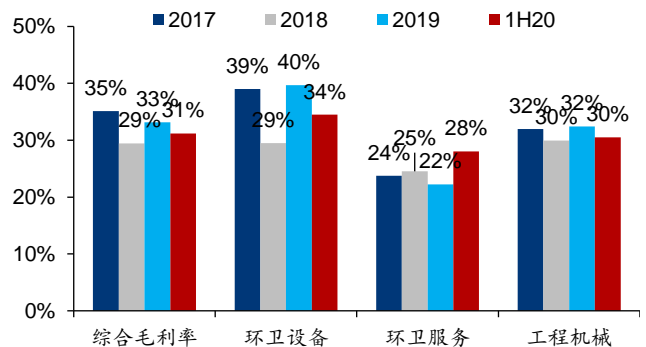
- 1) 环卫设备中，公司的新能源环卫设备毛利率处于较高水平，2017/2018年分别为49.3%/48.2%，2018年毛利率小幅下滑主要系产量减少导致单位固定成本增加；传统环卫设备2018年毛利率明显下降，主因为2018年公司对传统环卫产品集中进行升级换代导致单位制造成本有所提升，此外，在开拓省外市场的过程中销售了较多毛利较低的小吨位环卫设备，进而拉低了传统环卫设备毛利率。2019年随着新能源环卫设备销量提升，公司环卫设备毛利率恢复至34%。
- 2) 工程机械中，2018年工程机械的毛利率同比小幅下降2pct至30%，主要系钢材涨价导致采购成本提升，同时毛利较低的矿用车销量占比提高；2019年公司工程机械销量大幅提升，规模效应显现，毛利率恢复至32%；1H20毛利率为30%，较2019年有所下滑，主要系低毛利的矿用车销售占比提升。

图表7：2017-1H20 宇通重工毛利构成



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

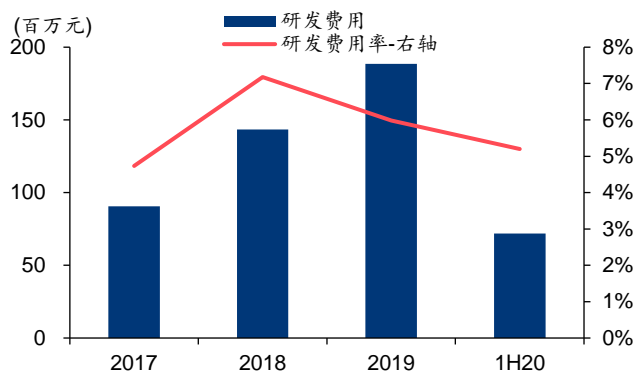
图表8：2017-1H20 宇通重工分业务毛利率



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

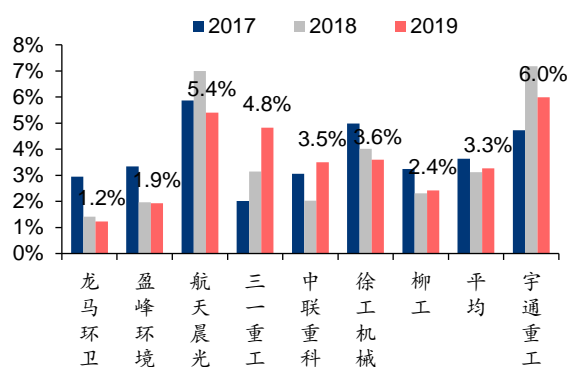
研发费用率高于行业均值，着力新能源和信息化研发，构筑领先优势。相较于盈峰环境、龙马环卫、航天晨光等公司，宇通重工进入环卫行业相对较晚，对于具有小批量、多批次、升级迭代快等特点的环卫设备，需要进行持续的试验、调试、现场模拟，才能有效保障产品的可靠性和先进性能。公司持续加强研发投入，2019年研发费用率达6%，显著高于可比公司均值（3.3%）。公司将新能源和信息化作为重点发展方向，生产的新能源环卫车产品质量和市占率位居行业前列，新能源矿用卡车开创大吨位矿用自卸车纯电动驱动的先河，未来随着持续的研发投入，有望保持先发优势、筑牢技术壁垒。

图表9：2017-1H20 公司研发费用及研发费用率



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

图表10：2017-2019 年可比公司研发费用率



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

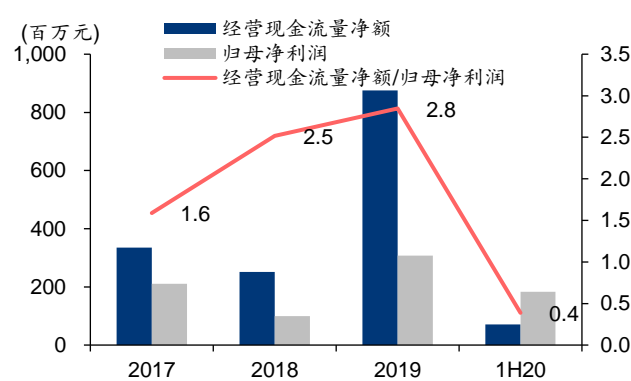
收现比保持在 1 倍以上，现金流与净利润匹配度高。现金流方面，2017-1H20 公司收现比均保持在 1 倍以上，经营活动现金回笼情况较好。2019 年公司经营性现金流量净额为 8.76 亿元（2018 年为 2.52 亿元），同比大幅增长，主要系 1) 当期营收同比大幅增加，2) 公司折旧、摊销类非现金性成本费用金额较大，该因素会减少净利润但不构成现金流出，3) 军用工程机械的销售采用预收款模式，且 4) 公司加强应收账款管理，经营性应收和经营性应付项目的差额持续为正，现金流持续改善。2017-2019 年公司经营活动现金流净额/归母净利润之比分别为 1.6/2.5/2.8，现金流与净利润匹配度高，盈利质量优。1H20 宇通重工经营性现金流量净额与归母净利润的比值明显下滑，主要系当期的预收款减少（1H20 军用工程机械收入 1.78 亿元，仅为 2019 年的 20%），同时员工人数增长导致支付的职工薪酬大幅增加。

图表11：2017-1H20 宇通重工收现比均保持在 1 倍以上



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

图表12：宇通重工经营性现金流与净利润匹配程度高



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

环卫：新能源环卫设备领跑，环卫服务河南本土优势尽显

环卫设备：新能源环卫车 5 年 10 余倍行业空间，优质龙头享高速增长

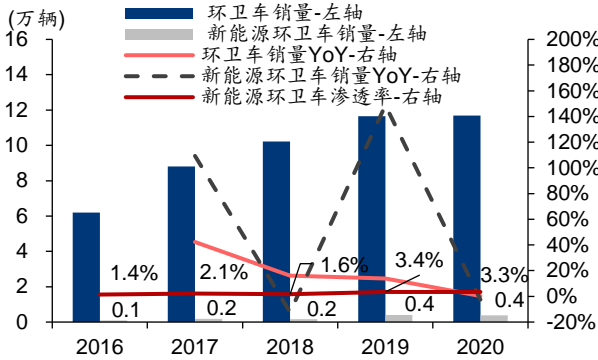
我国新能源环卫车起步较晚，相较于公交车（2019 年保有量渗透率达 59%），环卫车的新能源化进程仍处初级阶段（保有量渗透率仅约 3%）。在政策推动下，我国新能源汽车迎来历史性发展机遇，环卫车在市场带动下逐渐兴起。相较于新能源公交车，我国环卫车新能源化起步较晚，整体市场规模偏小。受制于采购成本高昂，环卫企业更新新能源环卫车动力不足。2018 年 6 月，蓝天保卫战正式打响，提出重点地区新增和更新的新能源环卫车比例需达到 80%，各地纷纷出台政策鼓励新能源环卫车发展。根据交强险的数据，2019 年环卫车销量中，新能源车渗透率为 3.4%，同比翻倍增长；2020 年受疫情影响，环卫车新能源化有所放缓，新能源车渗透率为 3.3%。

2020 年新能源环卫车的市场规模约 31 亿元，2025 年有望达到 322 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 60%。我们参考国家统计局、住房和城乡建设部公布的城乡保洁面积、城乡垃圾清运量、等级公路长度等数据，根据经济发展水平的不同，分别从城市、县城和乡镇两个层面，自上而下测算每年环卫车增量需求（包括净新增与存量替换需求），并分别测算新能源环卫车的渗透率及需求量，二者共同组成新增的环卫车的市场空间。**我们预计 2022 年新能源环卫车渗透率有望达到 9%，对应市场规模约 95 亿元；2025 年渗透率有望达到 29%，市场规模有望从 2020 年的约 31 亿元增长至 322 亿元，享受 5 年 10 余倍的行业扩容。**

核心假设如下：

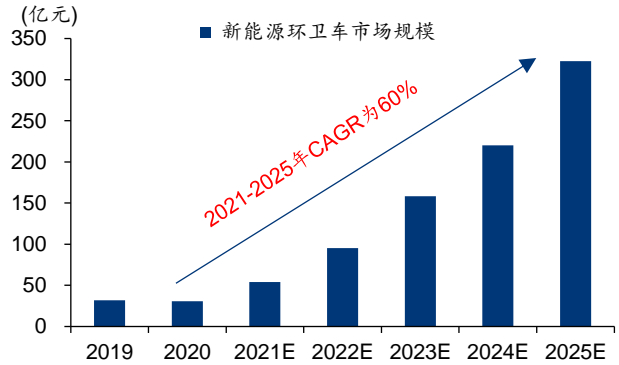
- 环卫作业量：**城市/县城/乡镇保洁面积、生活垃圾/粪便清运量、等级公路长度等指标参考 2016-2019 年的历史数据给予相应的增速，进而计算每年需要清扫保洁的面积、清运的垃圾量；
- 机械化率：**根据住建部公布的城乡建设统计年鉴，2019 年我国城市和县城道路清扫保洁机械化率分别为 72%和 69%，均达到国务院于 2018 年 6 月印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》规定的目标（城市 70%、县城 60%）；2016-2019 年城市/县城机械化率水平不断提升，已达到基本环卫装备阶段，但增速有所放缓，分别由 5pct/7pct 下降至 4pct/5pct，我们认为 2020 年及以后的机械化率提升进度或将继续放缓，**预计 2020/2025 年城市、县城的机械化率分别达到 76%/81%、72%/77%**。乡镇方面，我们参考住建部统计的数据，测算得到乡镇 2019 年的环卫机械化率为 50%，假设乡镇的机械化率水平将保持 2009-2019 年的年均复合增速进一步提升，则 2020 年有望达到 52%，2025 年将达到 64%；
- 环卫车折旧：**根据上市公司年报及公告，环卫车辆的折旧年限一般在 5-10 年；相较于县城和乡镇，我们认为城市购买的环卫车质量相对更高，使用寿命更长，因此假设城市环卫车的折旧年限为 8 年，县城和乡镇环卫车的折旧年限为 6 年；假设等级公路保洁车的折旧年限取城乡的中值，即 7 年；
- 新能源环卫车渗透率：**根据银保监会统计的交强险数据，2020 年我国环卫车中新能源车的渗透率为 3.3%，综合各地方政府的政策条文和充电桩建设进度，我们认为目前新能源环卫车主要在城区推广，县城和乡镇的渗透率较低（假设 2020 年为 0.1%）。2018 年以来，多地相继出台政策推广新能源环卫车，且 2020 年中以来呈现加速推广趋势，**我们预计 2022/2025 年全国城市、县城乡镇新增环卫车渗透率达 15%/45%、3%/10%，整体渗透率为 9%/29%。**
- 新能源环卫车单价：**根据对环卫科技网及中国政府采购网所列示的项目信息的统计及上市公司公告，不同作业类型、不同总质量的新能源环卫车单价差异明显，2019 年新能源环卫车单价约 80 万元；随着产销量的增长及市场竞争逐渐激烈，我们认为新能源环卫车单价将小幅下降，参考新能源客车龙头宇通客车 2015-2019 年纯电动客车单价的年均降幅约 1.5%，考虑到行业整体盈利水平低于龙头公司，我们假设 2020-2025 年新能源环卫车单价保持每年 2%的降幅。

图13: 2017-2020年环卫车/新能源环卫车销量 CAGR17%/45%



资料来源: 银保监会交强险统计数据, 华泰研究

图14: 预计 2021-2025 年新能源环卫车市场空间 CAGR 达 60%



资料来源: 国家统计局, 住房和城乡建设部, 华泰研究预测

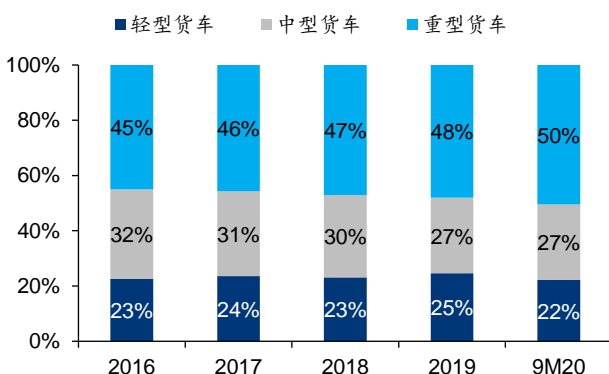
图15: 2020年以来新能源环卫车产业政策数量显著增加

时间	机构/地区	政策	要求
2019.7	深圳市	《深圳市推进新能源工程车产业发展行动计划(2019-2021年)》	对外包环卫清扫和清运标段, 推广使用纯电动环卫车。2019年起, 重点鼓励重新招标标段所使用的环卫车更换为纯电动车辆
2020.7	杭州市	《关于强化保洁管理的若干意见(征求意见稿)》	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%
2020.7	福建省	《关于进一步加快新能源汽车推广应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)》	到2022年, 全省累计推广应用新能源汽车标准车56万辆, 在2019年累计推广应用基础上翻一番, 中心城区新增和更新的环卫、邮政物流车原则上全部采用新能源汽车
2020.11	全国性政策	《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%
2020.11	肇庆市	《肇庆市关于促进新能源汽车产业发展的若干措施》	大力推进新能源汽车在出租、环卫、物流、工勤、通勤等领域的应用。全市各级党政机关、国有企业事业单位、社会团体要通过政府采购新增和更新普通公务用车的新能源汽车比例逐渐达到95%
2020.11	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》	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
2021.1	上海市	《上海市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	加大新能源车推广力度, 到2025年力争全市公交、巡游出租、邮政、环卫、公务用车等新增或更新全部选用新能源车
2021.2	郑州市	2021年郑州市城市管理工作重点	对现有环卫车进行更新, 生活垃圾二转车等小型环卫车辆全部更新为新能源车, 中型以上环卫车辆逐步更新为新能源车
2021.2	海南省	《海南省清洁能源汽车推广2021年行动计划》	到2021年底, 新增及更换的城市环卫车辆使用新能源汽车比例不低于50%

资料来源: 国务院, 各地方政府官网, 华泰研究

环卫车销量呈现向重型、轻型两极发展的趋势, 其中新能源环卫车重型化发展趋势明显。从产品结构来看, 2016-2019年轻型、中型环卫车占比处于上行通道, 中型环卫车(6吨~14吨)市场份额受到挤压。新能源环卫车中, 因为行业年销量相对较少, 某几个地区的大额订单的产品结构对全行业的影响较大, 故新能源环卫车中不同结构产品的市场份额波动较大, 但整体来看, 2019年以来其重型化趋势显著。

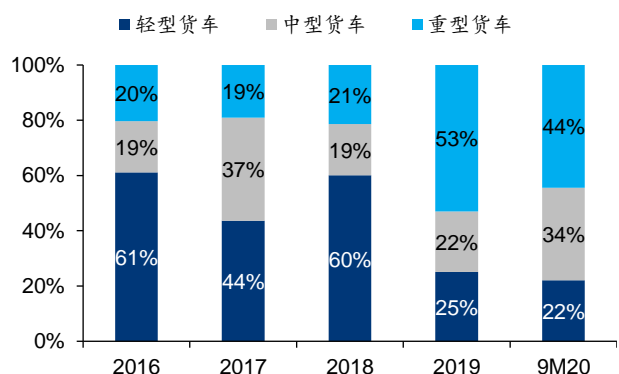
图16: 环卫车销量呈现向重型、轻型两极发展的趋势



注: 微型货车最大总质量≤1.8吨, 1.8吨<轻型货车最大总质量≤6吨, 6吨<中型货车最大总质量≤14吨, 重型货车吨位>14吨, 下同

资料来源: 银保监会交强险统计数据, 华泰研究

图17: 新能源环卫车重型化发展趋势明显

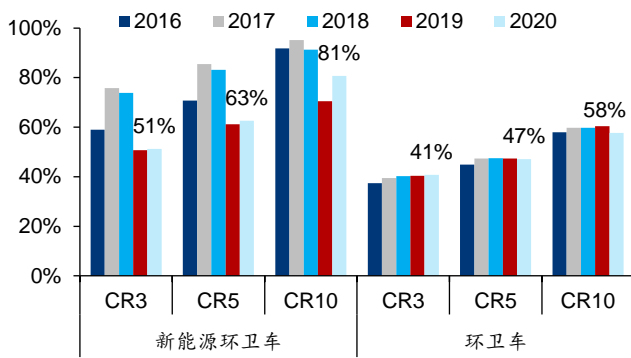


资料来源: 银保监会交强险统计数据, 华泰研究

2017 年以来宇通重工新能源环卫车市占率保持行业前三

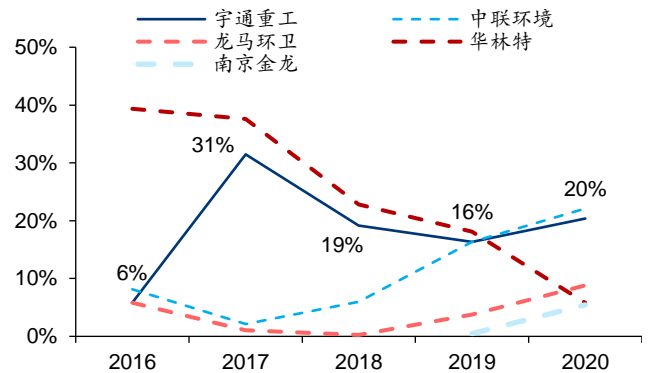
新能源环卫车行业集中度高，2017 年以来宇通重工市占率保持行业前三。我国新能源环卫车市场较为集中，根据交强险的数据，2020 年新能源环卫车 CR3 为 51%（其中中联环境 22%，宇通重工 20%，龙马环卫 9%），CR10 达 81%，对比环卫车（包括传统和新能源）分别为 41%、58%。我国新能源环卫车整体销量规模较小（2020 年不足 4000 辆），少数订单或将明显影响行业集中度，因此，不同参与者的市场份额变化较大，但宇通重工凭借优异的产品与售后服务，自 2017 年以来市占率均位居行业前三，2020 年市占率为 20%，同比提升 4pct。

图表 18: 2020 年新能源环卫车 CR3 为 51%(vs. 环卫车 CR3 为 41%)



资料来源：银保监会交强险统计数据，华泰研究

图表 19: 2017-2020 年宇通重工新能源环卫车销量均位居行业前三



注：图中所示公司为 2020 年我国新能源环卫车销量 TOP5 的公司
资料来源：银保监会交强险统计数据，华泰研究

背靠宇通集团，技术实力一脉相承，品控能力突出

宇通集团深耕新能源技术多年，新能源客车市占率领先。宇通客车深耕新能源多年，1999 年便开发了第一款纯电动车。多年来宇通新能源客车牢牢占据市场份额第一位，根据中国客车信息网的统计，2020 年宇通客车市占率达到 26%，远超排名第二的比亚迪（15%）。

掌握新能源关键技术——“睿控”，为集团所有新能源产品提供强大技术支撑。“睿控”是以整车控制器、电机控制器、复合电源控制器为核心，通过电动化与智能化，形成宇通独有的新能源客车控制系统，改变关键零部件依赖进口，集成度低的现状，实现安全（电池舱体稳定控制在 26°C 左右，安全性更好、寿命更长）、节能（插电式混合动力降耗 55% 以上，纯电动较传统车 8 年节约成本 10%-55%）的目的。凭借“睿控”，宇通获得 2015 年度国家科学技术进步二等奖，成为荣获国家科技进步奖的第一家新能源整车企业。

品控管理能力突出，宇通新能源客车达到 3S+安全等级。2016 年 4 月，国家电动客车电控与安全工程技术研究中心发布《新能源客车 3S 客车安全技术要求》，围绕“防火、防水、防触电”提出标准。宇通旗下所有新能源产品均可满足电控中心 3S 安全技术环境要求。

图表 20: 宇通新能源客车达到 3S+安全等级，品质出众

3S 技术要求

车辆在 30cm 的水池中，以 5-10km/h 的速度行驶 500m，车辆涉水实验完成 10min 内，按照 GB/T18384.3-2015 中的 7.2 绝缘电阻测量方法完成测量，总绝缘电阻值应大于 1M。
车辆在退电状态，在水深 50cm 水池浸泡 24h，之后打开总火开关，并将点火开关开至 ON 档，2h 内车辆不起火、不爆炸

资料来源：宇通集团官网，华泰研究

宇通客车品质

防护等级达到 IP67；30min 内，总绝缘电阻值大于 1M
电机、电控等关键零部件采用水冷设计，24h 后仍不起火、不爆炸

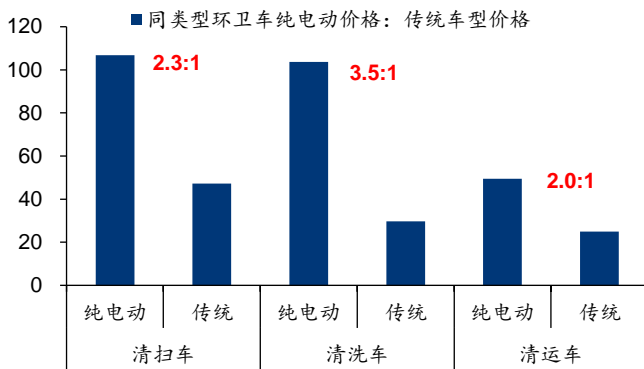
宇通重工研发中心依托于宇通集团技术中心优势资源组建，技术实力一脉相承。宇通重工的纯电动矿用、港口车及多种新能源环卫车在电机方面皆采用了宇通双电机技术，峰值功率高，优化动力分配策略双电机同轴耦合输出，提升恶劣工况适应性，作业时常用工况不增加电耗；而电控则采用“睿控”技术，集成化程度高、体系小、功能全。在产品研发、采购、生产制造、售后服务等环节形成了全流程的质量管理系统，构建细致的质量目标和责任管理机制，有效保证了产品质量。

底盘上装一体化，生产和使用成本双降；集团集采，成本优势强化

新能源环卫车价格是同类型传统环卫车的 2-4 倍，毛利率较传统车型高 25%~35%。根据 ST 宏盛重组报告书，2018 年宇通重工的清扫车、清洗车、清运车 3 类新能源车型的价格均价（不含税）分别为 107、104、49 万元/台，分别是传统车型价格的 2.3x、3.5x、2.0x；毛利率为 48%、51%、40%，分别较传统车型高 35%、28%、25%。

环卫车是在货车底盘上加装专用环卫装备，新能源环卫车底盘成本占比 75%，上装及其他成本占比 25%。传统环卫车单台底盘均价约为 14 万元，发动机约为 3 万元，上装及其他成本约为 13 万元，三者的成本占比分别为 47%、10%、44%。对新能源环卫车而言，底盘系统包含“三电”系统，价格远高于传统发动机+变速箱。以一般吨位环卫车单车带电量 300KWh 计算，仅电池价格就达到 24 万元，加上 BMS、电驱、电控之后，我们估算新能源环卫车底盘均价接近 40 万元，是传统环卫车底盘的 2-3 倍，底盘占整车成本比例达到 75%，上装及其他成本占比仅有 25%。

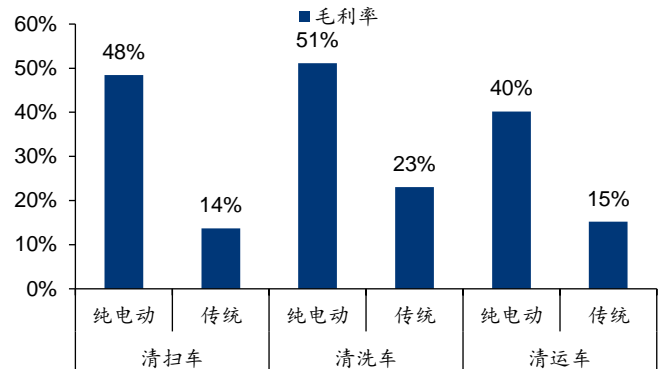
图表21：同类型环卫车，新能源车型售价是传统车型的 2-4 倍



注：上图数据为 2018 年的数据

资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

图表22：同类型环卫车，新能源车型毛利率较传统车型高 25%-35%



注：上图数据为 2018 年的数据

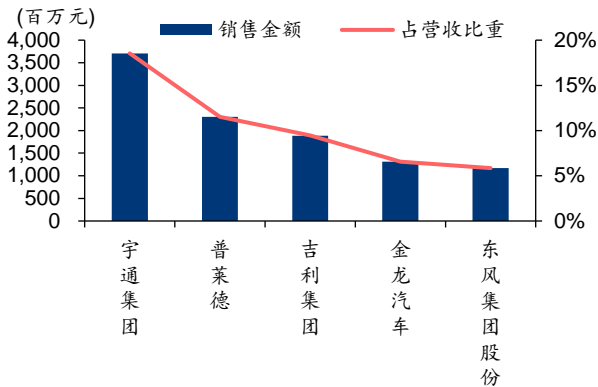
资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

宇通重工背靠宇通集团，自制底盘优势明显。国内新能源环卫车主要在传统商用车底盘上进行改装，宇通重工、福田汽车、东风、比亚迪等整车企业具有快速改造生产、推广上市的优势。宇通重工依托宇通集团在客车、专用车领域领先的新能源技术优势，于 2014 年开发了纯电动扫路车、天然气洗扫车、天然气垃圾压缩车、天然气垃圾转运车、LNG 高压清洗车等一系列新能源和清洁能源环卫产品。与市场上常见的环卫车的上装底盘拼接模式不同，宇通重工底盘和上装一体化整车设计制造（由宇通集团代工生产底盘），不仅车辆可靠性及作业效率更稳定，维修维护更快捷，而且可以有效降低车辆的生产和使用成本。

主要原材料集团统一采购，进一步强化成本优势。在发动机、电池等基础原材料方面，宇通重工与宇通客车双方均有所需求，且上游供应商较为集中，因此集团统一采购，从而实现规模效应，降低原材料成本。根据宁德时代招股说明书，2017 年宇通集团为其第一大客户，对宇通集团的销售金额占总营收的比重达 19%。

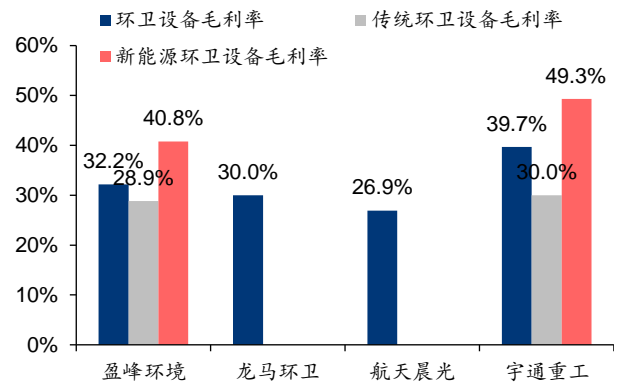
自制底盘+原材料集采，宇通重工环卫设备毛利率行业领先。宇通重工环卫设备毛利率高于可比公司，且毛利率的提升主要来自于应用行业领先技术的新型环卫设备产品。盈峰环境和龙马环卫的底盘主要依靠外购；宇通重工则通过自主设计底盘从而降低生产成本，毛利率水平更高。随着城镇化和环卫机械化改革的推进，国家污染物排放标准的逐步提高，以及新能源汽车应用政策的不断推广，新能源产品等应用行业内领先技术的新型环卫设备产品需求量也将得到明显增长，从而可以支撑环卫设备业务持续发展。

图表23: 2017年宁德时代前五大客户销售情况



资料来源: 宁德时代招股说明书, 华泰研究

图表24: 2019年宇通重工环卫设备毛利率行业领先



注: 1) 各公司环卫设备的毛利率为2019年的数据; 2) 盈峰环境传统/新能源毛利率为1H20数据, 宇通重工传统/新能源毛利率为2017年数据

资料来源: 盈峰环境、龙马环卫、航天晨光公告, ST宏盛重组报告书, 华泰研究

环卫设备与工程机械可柔性生产, 灵活性强

宇通重工的环卫和工程机械业务在研发、管理、采购、质量控制等方面均具协同效应。宇通重工环卫服务业务的拓展和经验积累可以有效促进更高效环卫设备的研发, 有力提升环卫设备的市场竞争力; 宇通重工母公司经营主体下的环卫设备及工程机械业务的生产线可以相互转换, 生产经验可以相互积累, 研发及质量控制经验可以互相传导, 协同发展。

集团服务网点遍及全国, 夯实售后服务壁垒

集团服务网点遍布全国, 拥有健全的新能源售后培训体系。宇通集团拥有业内专业的一线市场服务团队, 含服务专家和服务工程师, 总人数达600余人, 分布在全国13个服务大区, 拥有13家4S中心站, 2000余家特约服务站, 180余家配件网点。针对新能源培训能力建设, 按照整车与零部件分类整理编制了共59门新能源培训课件, 服务站培训场次超过1000场, 涉及服务站629家, 人数7129人次, 为集团新能源产品的售后服务打下坚实基础。

图表25: 宇通售后服务产品解决方案



资料来源: 宇通集团官网, 华泰研究

宇通重工拥有集团售后体系建设经验, 夯实售后服务壁垒。宇通重工设有专职售后服务团队, 为客户提供专业化、系统化的售后服务, 形成了集配件供应、维修保养、信息反馈、技术培训于一体的售后服务网络。2019年, 公司获得CTEAS售后服务体系完善程度最高等级认证。

环卫服务: 立足河南, 18/19年收入超翻倍增长

2025年中国环卫运营市场规模有望超4500亿元, 2021-2025年CAGR 7%。参考我们于2020年4月5日发布的报告《环卫标杆企业, 乘资本东风加速发展》中的假设, 我们根据国家统计局、住房和城乡建设部公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数

量及等级公路长度等数据，测算得到 2020 年环卫服务市场规模总量为 3275 亿元。随着生活水平提高及乡村生活垃圾逐步纳入城市处理体系，城镇人均垃圾量仍有提升空间。同时，农村的人均垃圾产生量和垃圾清运比例将有更大提升空间，环卫市场呈现高速增长态势，**预计 2021-2025 年中国环卫运营市场规模 CAGR 为 7%，2021 年市场规模超 3500 亿元，2025 年超 4500 亿元。**

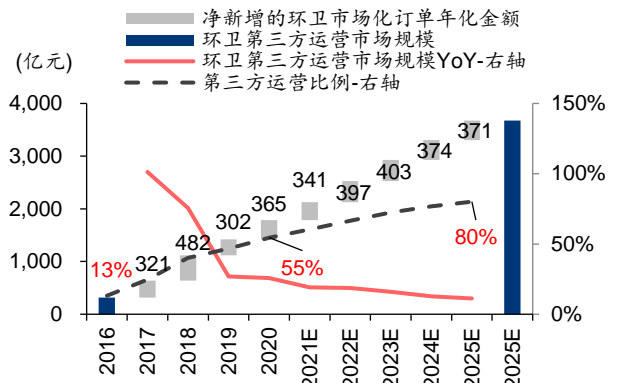
我们测算，2020 年我国环卫第三方运营比例约 55%，尚有近一半的提升空间。根据我们的测算，我国环卫市场化运营比例由 2015 年的不足 10% 增长至 2020 年的约 55%，2020 年环卫市场化运营规模为 1787 亿元。根据发达国家经验，环卫市场化率如果达到 80% 属于较高的市场化水平，因此我国环卫市场化率还有一定的提升空间。根据环境司南的统计，2020 年我国新增环卫市场化订单年化金额约 686 亿元，同比增长 25%，我们假设 2021-2025 年环卫市场化订单年化金额将保持年均 10%-20% 的增速持续增长；假设我国环卫市场化订单的平均服务年限为 3 年（即 2019 年新增的订单将于 2022 年到期退出、重新招标），则 2021-2025 年每年净新增的环卫市场化订单年化金额在 340-410 亿元，**预计 2025 年我国环卫第三方运营规模超 3600 亿元，环卫市场化率将提升至 80%。**

图表 26： 预计 2025 年我国环卫运营市场规模将超 4500 亿元



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，城乡建设统计公报，华泰研究预测

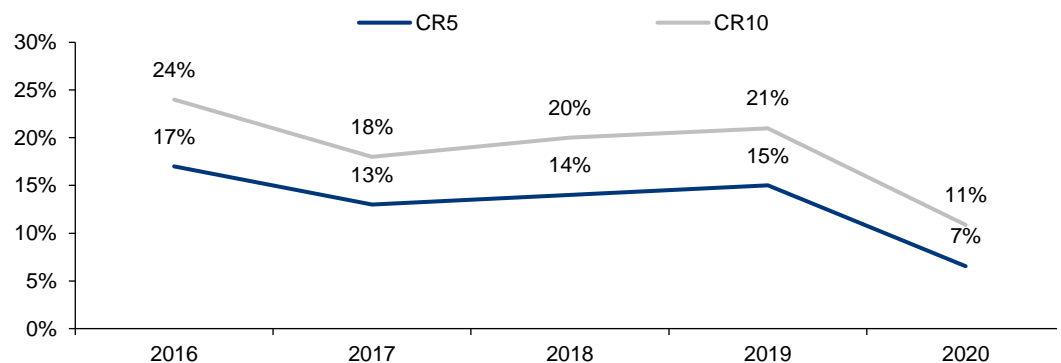
图表 27： 预计 2025 年我国环卫第三方运营市场规模将超 3600 亿元



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，城乡建设统计公报，环境司南，华泰研究预测

对比美国等发达国家，我国环卫市场集中度明显偏低，2020 年 CR5 仅为 7%。特许经营机制下的环卫运营作为城市固废处理的入口环节，逐渐引起众多行业参与者的关注，加之项目单体规模小、准入门槛低，竞争明显加剧。竞争企业主要包括原有的环卫企业、向上游拓展的固废龙头、向下游拓展的设备企业和地方国有企业，以及横向拓展的物业管理企业。根据环境司南和 E20 的数据，2016-2019 年我国环卫市场 CR10 市占率基本维持在 20% 左右，CR5 基本维持在 15% 左右。2020 年，环卫市场竞争程度愈演愈烈，CR10 仅为 11%，较之 2019 年的 21%，出现严重下滑；对比美国 2020 年 TOP3 52% 的市场份额（据 Waste Business Journal 统计），我国环卫市场当前依然分散。

图表 28： 我国市政环卫龙头市占率（按新增年化服务金额计算）



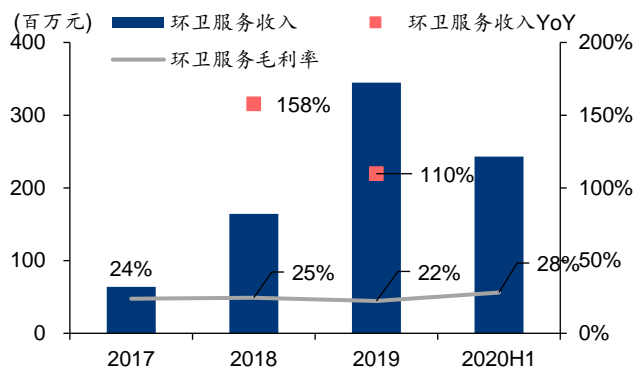
资料来源：环境司南，E20，华泰研究

宇通重工环卫服务主要通过子公司傲蓝得开展，本土化优势显著，环卫服务营收高速增长。傲蓝得已承接运营包括湖北监利、贵州金沙、河南郑州、新乡、巩义、登封、荥阳、漯河、卫辉等 30 多个环卫运营服务项目，项目涵盖中心城区、开发区、办事处、农村、城乡一体化等不同类型。得益于宇通集团品牌、环卫设备制造、智慧环卫系统开发等方面等优势，宇通重工的环卫服务业务高速发展，2018/2019 年环卫服务收入连续两年超过翻倍增长。根据 ST 宏盛重组报告书，2019 年度宇通重工环卫服务业务在河南省市场占有率第一。

重组上市后，环卫服务省外项目接连落地，彰显宇通重工的品牌和运营管理优势。根据中国政府采购网，2020 年 12 月 28 日和 2021 年 1 月 20 日，傲蓝得接连中标江苏省环卫项目，其中，苏州市姑苏区新城道路、街巷新村保洁项目（新城 2 标）成交价 2696 万元/年，无锡锡东新城商务区 2021-2023 年度道路保洁项目（二标段）成交价 1870 万元/2 年。宇通重工重组上市后重点发力环卫运营业务，省外项目接连落地（此前，傲蓝得于 2019 年 1 月收获首个省外环卫项目——湖北省监利县城区环卫作业市场化项目（1 标段），成交价 4016 万元/3 年），公司的品牌和运营管理优势得以验证。

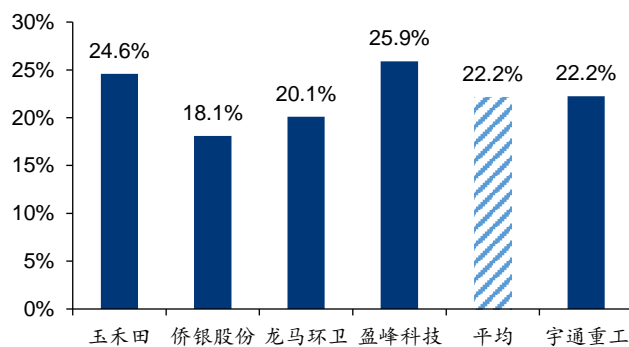
2019 年宇通重工环卫服务业务毛利率处于可比公司平均水平。2017-2019 年宇通重工环卫服务业务实现毛利率 23.8%/24.5%/22.2%。2019 年度，宇通重工环卫服务业务毛利率有所下降，主要系 1) 宇通重工不断改善员工待遇、完善劳动用工的规范性，同时持续提升服务质量和机械化水平，导致成本有所上升；2) 宇通重工 2019 年提供服务的部分环卫项目受前期投入较高或服务范围较大的影响，毛利水平较低。2020 年上半年，受益于疫情期间社保及增值税减免政策，宇通重工环卫服务业务毛利率为 28%，较 2019 年提升 6pct。

图表 29：2018/2019 年宇通重工环卫服务收入超翻倍增长



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

图表 30：2019 年宇通重工及可比公司环卫服务业务毛利率情况



资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

河南省内城镇化率+环卫市场化率尚存提升空间，省外市场空间广阔；集团品牌和设备制造能力强大，助力环卫服务业务高速发展。根据河南省统计局的数据，截至 2019 年，河南省常住人口 9640 万人，其中城镇常住人口 5129 万人，常住人口城镇化率 53.2%，低于全国常住人口城镇化率 60.6%。未来随着城镇化率的上升，道路清扫面积和城市生活垃圾清运量有望随之增加，预计未来河南省环卫业务市场化仍有上升空间。公司切入环卫服务业务优势明显，作为上游环卫设备厂商有覆盖全国的营销网络，渠道优势显著；同时自有环卫设备业务有望降低环卫运营成本，提高竞争力。随着环卫服务机械化的推进，公司环卫设备制造的优势可以赋能环卫服务，进一步加速发展。

工程机械：军品积淀深厚，民品错位竞争

工程机械行业景气度延续，2021 年行业有望实现平稳发展

工程机械行业销量与收入自 2015 年后稳步提升。工程机械市场需求受国家基础设施建设影响较大，下游客户主要集中在基础设施、房地产等投资密集型行业，与宏观经济周期息息相关。2015 年国内经济增速下行压力增大，经济结构调整阵痛加剧，内外需形势严峻，对工程机械行业造成了较大的挑战，工程机械整体市场销量自 2011 年以来持续收缩。而 2016 年起，受益于“一带一路”政策、房地产行业景气、基建设施不断落地等影响，工程机械行业迎来全面复苏，年销量不断上升。2019 年工程机械行业总销售量达到 74.1 万台，同比增长 4.2%。根据中国工程机械工业协会的统计，2020 年我国工程机械销量增幅超过 28%。

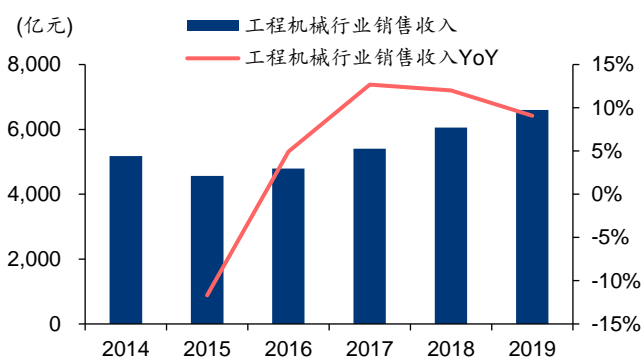
2021 年工程机械行业景气度有望延续。参考华泰机械团队于 2020 年 11 月 15 日发布的机械设备 2021 年度策略《2021，中国制造或迎价值发现新阶段》，2021 年工程机械行业有望延续较高景气，主要来源于三大支撑：1) 基建接力地产，土方工程量持续上升；2) 产品更新换代，环保趋严加速老旧设备淘汰，存量更新是未来 3-5 年行业销量的基石；3) 渗透率提升，人工替代驱动，挖机应用范围扩张，小机型销量保持较高水平。

图表31：2011-2019 年我国工程机械年销量



资料来源：潍柴动力年报，华泰研究

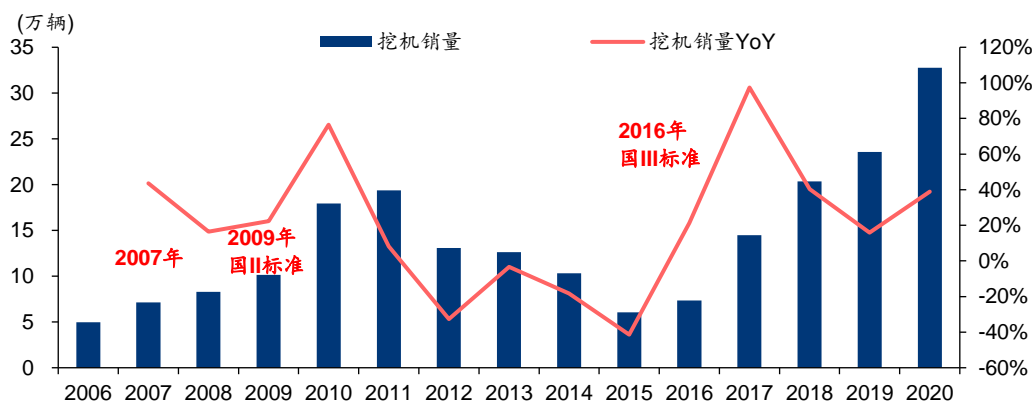
图表32：2016-2019 我国工程机械行业销售收入



资料来源：中国工程机械工业协会，华泰研究

国内主要城市陆续实施更加严格的环保政策，排放不达标老旧设备逐步淘汰。生态环境部发布《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)》(GB 20891-2014)，明确国内非道路移动机械国四排放标准预计 2022 年 12 月 1 日实施。市场存量挖掘机以国二及国一标准为主，国三销售基本从 2017 年开始。2020 年以来国内部分地区已陆续开始执行国四标准，且严控城区内非道路移动机械的排气污染。国内环保政策趋严，新排放标准的施行将加速老旧设备的淘汰，未来工程机械更新速度有望加快。

图表33：2007/2009/2016 年分别执行三次新排放标准，加速挖掘机老旧机型淘汰



资料来源：生态环境部，华泰研究

宇通重工军品业务发展态势出色，民品细分领域市占率领先

宇通重工的工程机械业务涵盖军品和民品，积淀深厚。据宇通重工官网介绍，公司作为中国人民解放军工程保障部队的专业制造商，半个世纪以来为国家的国防事业做出了突出贡献，先后为军方研发生产 20 余型军用工程机械，高速轮式推土机、高速轮式装载机、拖式平板车已形成系列产品，广泛应用于国防建设，以优良的品质赢得了军方的认可。除军用工程机械外，公司通过子公司郑宇重工生产制造民用工程机械，产品类别上与行业龙头三一重工（混凝土机械）、中联重科（混凝土机械）、徐工机械（路面机械）、柳工（装载机和挖掘机）等错位竞争，主打产品为旋挖钻、矿用车、强夯、桥检车等。

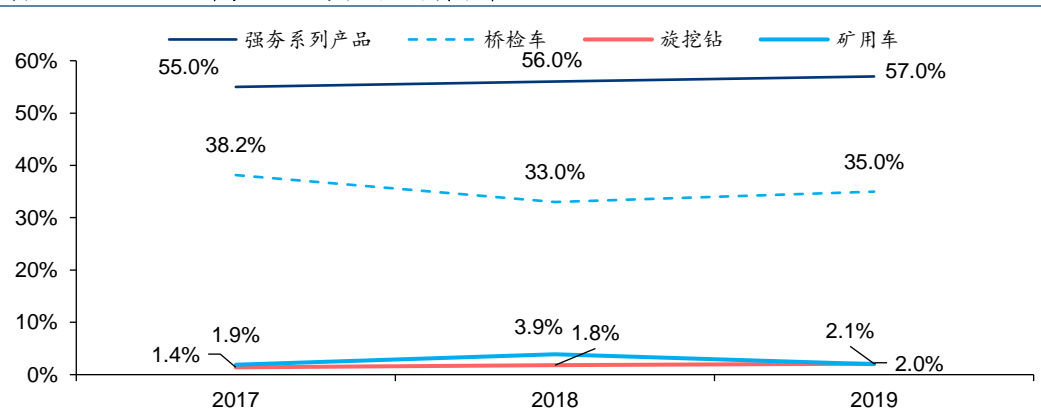
图表34：宇通重工主要民用工程机械产品图

产品种类及简介	代表图例	产品种类及简介	代表图例
旋挖钻机：主要用于建筑基础工程中钻孔作业的施工设备		桥梁检测车：一种可以为桥梁检测人员在检测过程中提供作业平台的专用设备	
液压履带式强夯机/起重机的强夯设备/起重设备		矿用车：一种主要适用于大型露天矿区物料运输作业的专用车辆	

资料来源：ST 宏盛重组报告书，华泰研究

宇通重工所处的民用工程机械细分赛道——强夯、桥检车的竞争格局较好，市占率领先。根据公司公告（2020/4/10 公告，编号临 2020-018），宇通重工生产的强夯机凭借高性能、高可靠性和对市场的持续投入，市场占有率连续多年位于行业首位，2018 年和 2019 年市占率分别达 56%和 57%；桥检车配置较高，售后服务及时到位，2019 年桥检车销售市占率约 35%，行业领先。

图表35：2017-2019 年宇通重工民用工程机械市占率



资料来源：公司公告，华泰研究

旋挖钻和新能源矿用车有望成为民用工程机械业务未来的增长主力。宇通重工的旋挖钻产品定位高端，上车采用整车进口，耐久性、稳定性及作业能力较强，2017/2018/2019 年的销量分别为 48/84/106 台，市占率由 1.4%提高至 2.1%。公司生产的新能源矿用车开创大吨位矿用自卸车纯电驱动的先河，其 YTK90E 型纯电动矿用车斩获“中国工程机械年度产品 TOP50 (2020)”奖项，市场反馈良好。此外，“新基建”政策的推出亦给采矿投资的复苏及设备需求提供了新的增长动力，2019 年，我国采矿业投资同比增长 24%。纯电动矿用车节能属性突出，新增和替代需求潜力大，有望成为公司民用工程机械业务的增长主力。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 18.27 元

收入预测：2020-2022 年收入同口径增速为 2.4/25.7/28.0%

1) 环卫设备：宇通重工生产、销售的环卫设备包括传统产品和新能源产品，2017/2018/2019 年环卫设备收入 10.06/7.09/10.60 亿元，2018/2019 年同比-29.6/+49.5%。2018 年收入下滑主要系 1) 客户需求波动及市场环境下行导致传统环卫设备销量有所下降；2) 2017 年交付郑州市城市管理局 476 台新能源环卫车辆订单并确认收入，该采购基本满足郑州市短期内对新能源环卫车的需求，叠加高基数效应导致 2018 年新能源环卫设备收入同比-43.2%。2019 年环卫设备收入恢复正增长，其中传统/新能源环卫设备收入同比+17.1/+103.2%。

根据交强险的数据，2020 年宇通重工环卫设备/新能源环卫设备销量分别同比+19.3/+21.5%。考虑到新能源环卫政策加码，设备需求有望加速释放，宇通重工有望凭借优异的产品性能和售后服务进一步抢占市场份额，参考我们预测的国内新能源环卫车市场规模同比增长 78/73%，预计公司 2021/2022 年新能源环卫设备销量同比增长 80/75%。传统环卫车方面，受设备采购周期影响，2018/2019 年传统环卫车收入 4.42/5.18 亿元，分别同比-17.6/+17.1%；公司 2020 年登陆资本市场以来，加大资金和精力投入，传统环卫设备销量持续向好，参考交强险的数据，我们预计公司 2020 年传统环卫车销量同比+18.8%；在环卫车新能源化的背景下，我们预计公司的传统环卫装备有望实现平稳增长，预计 2021/2022 年同比增长 10/10%。单价方面，由于环卫设备产品类型和型号较多，单价差异较大，参考 2019 年传统/新能源环卫设备的税后单价分别为 22/87 万元（分别同比+16%/-6%），我们预测 2020 年传统/新能源环卫设备的税后单价分别同比+2/-2%；考虑销售数量的增长及市场竞争的加剧，我们预计 2021-2022 年传统环卫设备单价同比持平、新能源产品销售单价保持小幅下降（同比下滑 2%）。综合以上分析，我们预计 2020/2021/2022 年公司环卫设备业务收入 12.72/18.28/27.11 亿元，同比增长 20.1/43.7/48.3%。

2) 环卫服务：根据 ST 宏盛重组报告书，截至 2019 年，公司环卫服务在手订单年化金额为 4.7 亿元；截至 11M20 公司当年新增年化合同金额 1.55 亿元，我们假设公司全年新增年化合同金额 1.6 亿元；参考我们预测的 2021/2022 年环卫服务第三方运营市场规模同比增长 19/19%，考虑到公司的环卫运营规模相对较小，新增订单的增速或低于行业平均水平，因此我们预计 2021/2022 年公司新增年化合同金额同比增长 15/15%至 1.84/2.12 亿元。此外，我们假设每年到期退出的环卫订单年化金额占比为 2%，则 2020-2022 年公司环卫服务在手年化金额为 6.21/7.92/9.88 亿元。考虑到公司全年均有望获取到新的订单，我们假设当年新增的在手订单将在当年贡献 1/3 的收入、在次年及以后贡献全部收入，因此，我们预计 2020/2021/2022 年公司环卫服务业务收入 5.20/6.78/8.57 亿元，同比增长 50.8/30.3/26.5%。

3) 工程机械：工程机械行业受宏观经济周期变化影响较大，根据中国工程机械工业协会的统计，2020 年我国工程机械销量增幅超过 28%。我们认为 2021 年工程机械行业景气度有望延续，2022 年有望实现平稳增长，因此，我们预计 2020/2021/2022 年公司的民用工程机械业务收入同比增长 25/20/5%。军用工程机械业务预测主要参考重组报告书（2020 年结合宇通重工在手订单进行预测，2021/2022 年参考历史期平均水平进行预测），我们预计 2020/2021/2022 年军用工程机械收入 3.69/2.82/2.82 亿元。综合以上分析，我们预计 2020/2021/2022 年公司工程机械业务收入 12.54/13.43/13.96 亿元，同比-22.4/+7.1/+4.0%。

4) 其他：宇通重工的其他业务收入包括材料销售收入、配件收入、租赁收入等，1H20 实现收入 0.62 亿元，是该业务 2019 年收入的 47.3%。我们预计此项业务收入有望保持平稳增长，预计 2020/2021/2022 年收入 1.43/1.58/1.74 亿元，同比增长 10/10/10%。

5) 汽车内饰：1H20 公司汽车内饰业务收入 0.38 亿元，同比增幅超 300%，主要系该业务为上市公司于 2019 年 1 月拓展，产品开始实现销售的时间较晚。3Q20 公司收入同比增长 40%，假设 4Q20 汽车内饰业务收入同比增长 30%，则该业务 2020 年收入同比增长约 70%。汽车内饰业务发展势头良好，有望与宇通集团形成协同，我们预计 2021-2022 年将保持较

高增速。因此，我们预计 2020/2021/2022 年汽车内饰业务收入 0.88/1.14/1.37 亿元，同比增长 70/30/20%。

6) 经营租赁：根据公司 2020 年 8 月 15 日公告的《重大资产出售实施情况报告书》，该业务已完成剥离。我们预计 2020 年将贡献收入 0.04 亿元。

图表36： 分部收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,915	1,999	3,151	3,278	4,121	5,275
同比增速	-	4.4%	57.6%	-	25.7%	28.0%
环卫设备	1,006	709	1,060	1,272	1,828	2,711
同比增速	-	-29.6%	49.5%	20.1%	43.7%	48.3%
传统环卫设备	536	442	518	627	690	759
同比增速	-	-17.6%	17.1%	21.2%	10.0%	10.0%
新能源环卫设备	470	267	542	645	1,138	1,952
同比增速	-	-43.2%	103.2%	19.0%	76.4%	71.5%
环卫服务	64	164	345	520	678	857
同比增速	-	157.9%	109.7%	50.8%	30.3%	26.5%
工程机械	780	1,062	1,616	1,254	1,343	1,396
同比增速	-	36.2%	52.1%	-22.4%	7.1%	4.0%
民用工程机械	436	677	708	885	1,062	1,115
同比增速	-	55.1%	4.6%	25.0%	20.0%	5.0%
军用工程机械	344	385	908	369	282	282
同比增速	-	12.1%	135.5%	-59.3%	-23.8%	0.0%
其他	65	64	130	143	158	174
同比增速	-	-1.8%	105.0%	10.0%	10.0%	10.0%
汽车内饰	-	-	52	88	114	137
同比增速	-	-	-	70.0%	30.0%	20.0%
经营租赁	6	6	6	4	-	-
同比增速	307.5%	1.8%	0.0%	-33.3%	-	-

注：1) 2017-2019 年的营业收入、环卫设备、环卫服务、工程机械、其他业务为宇通重工的相关数据，汽车内饰、经营租赁业务为 ST 宏盛的相关数据；2020 年的营业收入为上市公司（含原有业务和宇通重工）的数据，与 2019 年数据口径不完全一致；2) 根据 ST 宏盛重组报告书，2019 年营业收入备考数为 32.01 亿元，以此为基础计算 2020 年收入同比+2.4%

资料来源：Wind，ST 宏盛重组报告书，华泰研究预测

毛利率预测：2020-2022 年毛利率为 31.8/32.4/34.0%

1) 环卫设备：宇通重工的环卫设备业务中，高毛利的新能源产品的占比（2019 年收入占比 51%）高于同行业可比公司盈峰环境和龙马环卫的均值（1H20 为 15%），故环卫设备的毛利率（2019 年为 39.7%）明显高于可比公司均值（2019 年为 31.1%）。1H20 宇通重工环卫设备毛利率为 34.5%，较 2019 年有所下滑，主要系毛利较低的小吨位环卫设备的销量占比提升，且上半年新能源环卫设备销量占比较低（据交强险的数据，1H20 宇通重工新能源环卫车上险量为 188 台，约占全年的 25%）。我们认为 2H20 随着疫情逐步受控，客户采购需求回升，且新能源产品销量较上半年明显提高，毛利率也将有所回升；2021-2022 年随着新能源环卫设备的需求释放，产品收入结构进一步优化，带动环卫设备毛利率步入上行通道，因此，我们预计 2020/2021/2022 年环卫设备的毛利率为 36.8/39.2/40.8%。

2) 环卫服务：1H20 宇通重工的环卫服务毛利率为 28.0%，较 2019 年（22.2%）明显提高，主要系疫情防控期间政府出台相关的社保和增值税减免等优惠政策。考虑到针对大型企业的社保减免优惠政策到 2020/6/30 截止，2H20 可以享受到的优惠将有所减少，因此我们预计 2020 年环卫服务的毛利率为 27.2%，较 1H20 有所下降。经过前期的基础设施建设及设备建设，公司存量环卫服务项目运营日趋步入正轨，2021-2022 年毛利率有望较 2019 年小幅提升（2020 年毛利率包含税收优惠因素，故与 2019 年相比），因此，我们预计 2020/2021/2022 年环卫服务的毛利率为 27.2/24.2/25.2%。

3) 工程机械: 工程机械业务的毛利率主要受产品结构的变化影响, 1H20 公司工程机械业务毛利率为 30.5%, 较 2019 年 (32.4%) 有所下降, 主要系毛利较低的矿用车销售占比提升。考虑到公司工程机械产品种类较为稳定, 新能源矿用车市场竞争或日趋激烈, 影响 2021-2022 年毛利率有所下滑, 因此, 我们认为 2020/2021/2022 年工程机械的毛利率为 30.3%/29.7%/29.3%。

4) 其他: 1H20 该业务毛利率为 28.3%, 我们认为 2020 年有望维持在该水平。参考 2017-2019 年该业务毛利率的平均值 (24.9%), 我们预计 2021-2022 年业务毛利率或将小幅下行。因此, 我们预计 2020/2021/2022 年其他业务的毛利率为 28.3%/27.3%/26.3%。

5) 汽车内饰: 2019 年该业务毛利率为 20.1%, 9M20 上市公司的综合毛利率 (包括汽车内饰业务和经营租赁业务, 其中经营租赁的收入占比约 5%) 同比下降 11pct, 我们认为经营租赁业务的收入和成本较为稳定, 因此主要系汽车内饰业务毛利率下降所致。我们预计 2020 年汽车内饰业务毛利率同比下降 8pct 至 12.1%, 2021-2022 年将维持在 12.1% 的水平。

6) 经营租赁: 2017-2019 年该业务毛利率稳定在 94%, 我们预计 2020 年仍保持在 94%。

图表37: 分部毛利润预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润	673	588	1,044	1,042	1,337	1,793
毛利率	35.1%	29.4%	33.1%	31.8%	32.4%	34.0%
环卫装备	392	209	420	469	716	1,106
毛利率	39.0%	29.5%	39.7%	36.8%	39.2%	40.8%
环卫服务	15	40	77	142	164	216
毛利率	23.7%	24.5%	22.2%	27.2%	24.2%	25.2%
工程机械	249	318	524	380	399	409
毛利率	32.0%	30.0%	32.4%	30.3%	29.7%	29.3%
其他	16	20	23	41	43	46
毛利率	24.9%	31.9%	17.9%	28.3%	27.3%	26.3%
汽车内饰	-	-	10	11	14	17
毛利率	-	-	20.1%	12.1%	12.1%	12.1%
经营租赁	6	6	6	4	-	-
毛利率	93.9%	94.0%	94.0%	94.0%	-	-

注: 1) 2017-2019 年的毛利润、环卫设备、环卫服务、工程机械、其他业务为宇通重工的相关数据, 汽车内饰、经营租赁业务为 ST 宏盛的相关数据; 2020 年的毛利润为上市公司 (含原有业务和宇通重工) 的数据, 与 2019 年数据口径不完全一致; 2) 根据 ST 宏盛重组报告书, 2019 年毛利率备考数为 32.9%

资料来源: Wind, ST 宏盛重组报告书, 华泰研究预测

费用率预测: 2020-2022 年期间费用率为 21.1%/22.0%/21.4%

1) 销售费用: 参考宇通重工的销售费用率 (2019: 10.9%, 1H20: 7.8%), 考虑到 2H20 环卫设备销量明显增加, 我们认为销售费用率有望较上半年有所提高; 同时, 公司的环卫服务业务正处市场开拓期, 销售费用有望维持在较高水平, 预计 2020-2022 年销售费用率为 10.6%/10.6%/10.6%;

2) 管理费用: 参考宇通重工的管理费用率 (2019: 4.6%, 1H20: 3.6%), 我们预计 2020 年管理费用率为 4.5%。公司推出 2021 年限制性股票激励计划, 并已于 2021 年 2 月 25 日向激励对象授予限制性股票 (2021/2/26 公告, 编号: 临 2021-017), 参考公司公告, 2021/2022 年限制性股票激励费用预计为 0.57/0.37 亿元, 因此, 我们预测 2020-2022 年公司管理费用分别为 1.48/2.41/2.73 亿元, 管理费用率分别为 4.5%/5.8%/5.2%。

3) 研发费用: 参考宇通重工的管理费用率 (2019: 6.0%, 1H20: 5.2%), 考虑到公司的收入规模不断扩大, 我们预计 2020-2022 年研发费用率分别为 6.0%/5.9%/5.9%。

4) 财务费用: 参考宇通重工的借款情况 (2019 年短期借款 0.23 亿元, 一年内到期的长期借款 0.26 亿元), 考虑到宇通重工重组后, 上市公司在手现金充裕, 我们预计 2020-2022 年财务费用率为 0.02/-0.3/-0.3%。

图表38: ST 宏盛 2021 年限制性股票激励计划的业绩考核条件 (公司层面)

业绩考核基准		计算方式
业绩考核基准	2020 年度可比净利润	以 2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润与宇通重工 2020 年 1-10 月归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润之和作为计算依据
业绩考核目标		计算方式
解除限售期		
第一个解除限售期	以 2020 年可比净利润为基数, 公司 2021 年剔除激励成本的净利润增长率不低于 18%	
第二个解除限售期	以 2020 年可比净利润为基数, 公司 2022 年剔除激励成本的净利润增长率不低于 36%	2021-2023 年剔除激励成本的净利润以归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润并剔除全部在有效期内的激励计划产生的激励成本影响的数值作为计算依据
第三个解除限售期	以 2020 年可比净利润为基数, 公司 2023 年剔除激励成本的净利润增长率不低于 58%	

资料来源: ST 宏盛《公司 2021 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》, 华泰研究

图表39: 四费费用率及归母净利润预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
四项费用	467	476	678	692	907	1,126
费用率	24.4%	23.8%	21.5%	21.1%	22.0%	21.4%
增长率	-	1.9%	42.5%	-	31.0%	24.2%
销售费用	185	224	343	347	435	557
占主营业务收入	9.7%	11.2%	10.9%	10.6%	10.6%	10.6%
管理费用	168	99	144	148	241	273
占主营业务收入	8.8%	5.0%	4.6%	4.5%	5.8%	5.2%
研发费用	91	143	189	197	243	311
占主营业务收入	4.7%	7.2%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%
财务费用	23	9	2	1	-12	-14
占主营业务收入	1.2%	0.5%	0.1%	0.02%	-0.3%	-0.3%
归母净利润	211	100	308	289	330	490
净利率	11.0%	5.0%	9.8%	8.8%	8.0%	9.3%

注: 1) 2017-2019 年的数据为宇通重工的相关数据, 2020 年为上市公司 (含原有业务和宇通重工) 的相关数据, 数据口径不完全一致; 2) 根据 ST 宏盛重组报告书, 2019 年四项费用备考数为 6.86 亿元, 以此为基础计算 2020 年四项费用同比+1%; 2019 年归母净利润备考数为 3.07 亿元, 以此为基础计算 2020 年归母净利润同比-5.7%

资料来源: Wind, ST 宏盛重组报告书, 华泰研究预测

首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 18.27 元

我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 32.78/41.21/52.75 亿元; 实现归母净利润 2.89/3.30/4.90 亿元, 同口径同比增速为-5.7/+14.2/+48.4%; 对应 EPS 为 0.55/0.63/0.94 元。参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值 20x, 考虑到公司新能源环卫业务占比高、弹性大, 政策助力下成长前景可期, 且相较于环卫设备可比公司盈峰环境和龙马环卫, 宏盛的盈利能力强、增速快、ROE 高, 可享受一定估值溢价, 给予公司 2021 年 29x 目标 PE, 目标价 18.27 元, 给予“增持”。

图表40: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)			归母净利润 CAGR		PEG
		2021/3/3	2021/3/3	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E-22E	22E				
盈峰环境	000967 CH	9.27	29,322	20	17	14	1.7	1.6	1.4	8.8	9.7	10.3	15%	0.9				
龙马环卫	603686 CH	19.99	8,309	19	16	13	2.9	2.5	2.2	15.7	15.9	16.5	33%	0.4				
侨银股份	002973 CH	23.20	9,481	27	26	19	6.2	5.1	4.0	24.7	20.8	21.7	55%	0.3				
玉禾田	300815 CH	99.98	13,837	21	20	16	6.5	4.9	3.8	34.3	26.2	25.7	41%	0.4				
三一重工	600031 CH	43.25	366,936	24	20	18	6.3	5.0	4.1	27.8	25.9	23.5	22%	0.8				
平均值			142,628	22	20	16	4.7	3.8	3.1	22.3	19.7	19.5	33%	0.6				
ST 宏盛	600817 CH	16.74	8,743	30	26	18	5.4	4.5	3.6	33.5	18.5	22.3	28%	0.6				

注: 1) 盈峰环境、龙马环卫、侨银股份、玉禾田、三一重工的盈利预测数据来自 Wind 一致预期, ST 宏盛为华泰预测数值; 2) ST 宏盛 2020-2022 年归母净利润 CAGR 的计算基数为宇通重工 2019 年的扣非归母净利润, 主要系宇通重工 2019 年收到军品退税等政府补助, 对当期税前利润的影响额为 0.84 亿元, 数额较大且不可持续, 故使用扣非归母净利润

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表41: 报告提及公司列表

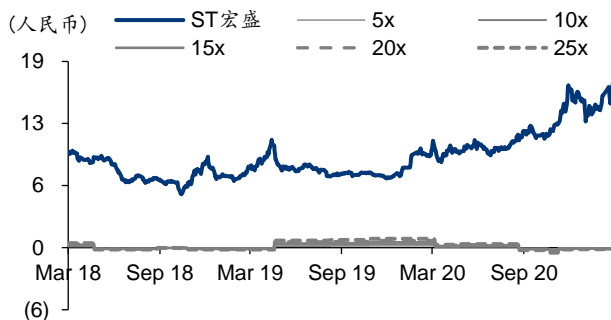
公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
宇通重工	未上市	宇隆汽车	未上市	盈峰环境	000967 CH	金龙汽车	600686 CH
宇通集团	未上市	郑科有限	未上市	龙马环卫	603686 CH	东风集团股份	489 HK
旭恒置业	未上市	郑工集团	未上市	航天晨光	600501 CH	三一重工	600031 CH/ 6031 HK
德宇新创	未上市	宇通发展	未上市	宇通客车	600066 CH	中联重科	000157 CH
西藏德恒	未上市	宇通不动产	未上市	福田汽车	600166 CH	徐工机械	000425 CH/ 1256 HK
北京易搜物资有限公司	未上市	郑宇重工	未上市	比亚迪	002594 CH	柳工	000528 CH
嘉兴至善	未上市	傲蓝得	未上市	普莱德	未上市	潍柴动力	000338 CH
至善市政工程	未上市	宇通环保	未上市	吉利集团	未上市	中联环境	未上市
中原信托	未上市	南京金龙	未上市	华林特	未上市	-	-

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

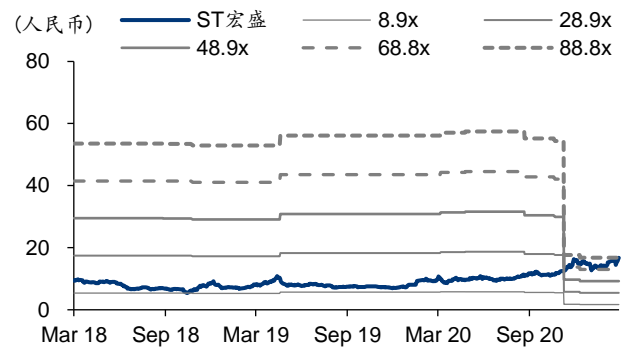
- 1) 环卫装备销售需求不及预期。**公司业务结构中环卫装备的营收、利润占比较大, 如果环卫装备销售需求减少将会对公司业绩造成较大影响。
- 2) 环卫市场化进度不达预期。**环卫市场化率提升主要依赖政策驱动, 我国实际推行进度可能不达预期, 造成第三方运营市场增速不达预期。
- 3) 环卫运营竞争加剧、项目盈利水平下滑超预期。**目前市场较充分认知环卫的入口价值, 环卫项目竞争激烈化, 可能导致环卫业务盈利水平短期下滑超预期。
- 4) 宏观经济增速不及预期。**工程机械行业应用广泛, 总体需求量与固定资产投资额相关, 在一定程度上受到宏观经济周期性变化的影响。若未来经济增速不达预期, 下游资本开支减少将挤压行业的盈利空间。

图表42: ST 宏盛 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表43: ST 宏盛 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	74.89	87.58	3,205	3,840	4,771
现金	33.22	70.26	1,972	2,227	2,772
应收账款	39.94	12.64	578.28	783.44	1,075
其他应收账款	0.05	0.04	2.10	2.64	3.38
预付账款	0.00	0.24	12.75	15.87	19.84
存货	0.00	3.69	289.73	360.74	451.06
其他流动资产	1.69	0.72	350.00	450.00	450.00
非流动资产	114.53	116.07	817.24	897.52	1,006
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	0.05	1.10	505.34	557.86	609.21
无形资产	0.00	0.05	140.15	136.61	133.16
其他非流动资产	114.48	114.92	171.75	203.05	263.81
资产总计	189.42	203.65	4,022	4,737	5,777
流动负债	30.23	38.33	1,974	2,335	2,849
短期借款	0.00	0.00	20.00	0.00	0.00
应付账款	11.75	19.63	680.14	770.53	868.06
其他流动负债	18.48	18.70	1,274	1,564	1,981
非流动负债	24.66	25.04	369.37	369.37	369.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	24.66	25.04	369.37	369.37	369.37
负债合计	54.89	63.37	2,343	2,704	3,218
少数股东权益	32.96	36.86	58.29	82.76	119.06
股本	160.91	160.91	522.28	522.28	522.28
资本公积	212.28	212.28	833.07	833.07	833.07
留存公积	(271.62)	(269.77)	264.71	594.85	1,085
归属母公司股东权益	101.57	103.42	1,620	1,950	2,440
负债和股东权益	189.42	203.65	4,022	4,737	5,777

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(22.72)	36.72	1,593	385.03	689.23
净利润	5.09	1.85	289.10	330.14	489.79
折旧摊销	0.02	0.17	21.94	51.59	60.15
财务费用	(0.15)	(0.14)	0.72	(11.99)	(14.37)
投资损失	0.00	0.00	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(28.45)	32.42	1,029	100.82	127.37
其他经营现金	0.78	2.42	261.87	(75.53)	36.30
投资活动现金	0.00	(0.88)	(713.11)	(121.88)	(158.81)
资本支出	0.00	0.88	688.01	131.88	168.81
长期投资	0.00	0.00	35.09	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	(10.00)	(10.00)	(10.00)
筹资活动现金	0.00	1.20	1,021	(8.01)	14.37
短期借款	0.00	0.00	20.00	(20.00)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	361.37	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	620.79	0.00	0.00
其他筹资现金	0.00	1.20	19.28	11.99	14.37
现金净增加额	(22.72)	37.04	1,901	255.15	544.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	49.82	58.11	3,278	4,121	5,275
营业成本	32.29	41.67	2,237	2,785	3,482
营业税金及附加	0.98	1.15	32.09	40.35	51.65
营业费用	0.01	1.62	347.48	434.78	556.53
管理费用	9.36	5.80	147.52	240.95	272.94
财务费用	(0.15)	(0.14)	0.72	(11.99)	(14.37)
资产减值损失	0.05	(0.03)	(1.82)	(2.28)	(2.92)
公允价值变动收益	0.61	0.41	0.41	0.41	0.41
投资净收益	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00
营业利润	7.98	7.49	360.79	407.70	601.29
营业外收入	0.00	0.10	10.00	10.50	11.03
营业外支出	0.01	0.16	2.00	2.00	2.00
利润总额	7.97	7.43	368.79	416.20	610.31
所得税	1.60	2.87	58.27	61.60	84.22
净利润	6.37	4.56	310.52	354.61	526.09
少数股东损益	1.28	2.70	21.43	24.47	36.30
归属母公司净利润	5.09	1.85	289.10	330.14	489.79
EBITDA	7.19	7.09	339.81	428.90	661.22
EPS (人民币, 基本)	0.01	0.00	0.55	0.63	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	350.68	16.65	5,541	25.72	28.00
营业利润	673.51	(6.14)	4,715	13.00	47.48
归属母公司净利润	(436.34)	(63.63)	15,514	14.20	48.36
获利能力 (%)					
毛利率	35.19	28.29	31.78	32.43	34.00
净利率	10.22	3.19	8.82	8.01	9.28
ROE	5.14	1.81	33.55	18.49	22.31
ROIC	6.42	4.73	80.21	68.66	76.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.98	31.12	58.27	57.08	55.70
净负债比率 (%)	0	0	1.71	0.74	0.62
流动比率	2.48	2.28	1.62	1.64	1.67
速动比率	2.48	2.19	1.48	1.49	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.30	1.55	0.94	1.00
应收账款周转率	2.49	2.21	11.10	6.05	5.68
应付账款周转率	5.47	2.66	6.39	3.84	4.25
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.00	0.55	0.63	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	0.07	3.05	0.74	1.32
每股净资产(最新摊薄)	0.19	0.20	3.10	3.73	4.67
估值比率					
PE (倍)	1,718	4,722	30.24	26.48	17.85
PB (倍)	86.08	84.54	5.40	4.48	3.58
EV EBITDA (倍)	1,197	1,214	25.35	20.08	13.03

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：ST 宏盛（600817 CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- ST 宏盛（600817 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司