



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-03-18

公司深度报告

买入/维持

龙马环卫(603686)

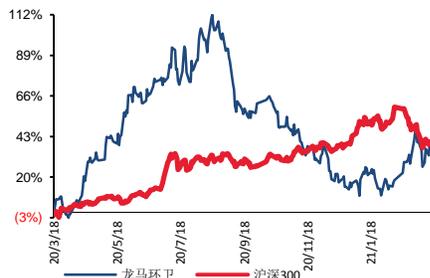
目标价: 25

昨收盘: 19.35

工业 资本货物

十四五环卫装备、服务市场空间大，公司一体化优势明显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	416/416
总市值/流通(百万元)	8,043/8,043
12 个月最高/最低(元)	29.30/13.52

相关研究报告:

龙马环卫 (603686)《Q3 现金流大幅改善，环卫服务持续高增长》--2020/10/22

龙马环卫 (603686)《环卫服务高增长具可持续性，新能源、智能化助推环卫装备升级》--2020/08/14

证券分析师: 陶贻功

电话: 010-88695226

E-MAIL: taoyg@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070001

具备装备+服务一体化优势的环卫龙头: 公司环卫装备市占率稳定在行业第三的水平，在新能源等中高端领域拥有更高的市占率: 2020Q3，公司创新产品和中高端车型市占率 10.98%，其中新能源市占率 8.70%。新能源、中高端车型的优势将助力在新能源替代浪潮中占据更大优势，同时环卫装备的优势地位也将助力公司环卫服务市占率的持续提升。截至 2019 年，公司已累计承揽 17 个省市的环卫服务运营项目，实现了环卫服务运营一体化方案的异地复制和区域规模化; 2019 年公司中标环卫服务项目合同总金额在全行业排名第一。截止 2020Q3，公司在手环卫服务项目年化合同金额为 32.84 亿元，合同总金额 279.01 亿元。环卫服务持续高增长确定性强。

受益垃圾分类、新能源化等，环卫装备迎新一轮扩张期。 目前我国环卫作业机械化率不到 70%，相比发达国家仍有 15 个百分点的提升空间。创文创卫、垃圾分类等政策的实施，将大幅提升清扫、转运等环卫车辆的需求; 而在“碳中和”背景下，各地政府提出了 30%~80% 的新能源替代计划，新能源环卫装备单价显著增加，环卫装备市场将显著放大，预计到 2025 年环卫装备市场规模有望翻倍至 1000 亿以上。

环卫服务延续高增长，在手项目持续增长，年化金额 32.84 亿元。 城镇化率提升、垃圾分类带来的环卫一体化需求、市场化率提高等因素是环卫服务市场规模增长的主要因素。我们测算，预计 2020 年环卫服务市场空间超过 1000 亿，到 2025 年，我国环卫服务市场总空间将超过 3500 亿，在 65% 市场化率假设下，市场化空间将超过 2300 亿。行业增长空间巨大。

投资评级: 预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.07/1.23/1.52 元，对应 PE 分别为 15/13/11 倍。环卫服务仍处于快速成长期; 新能源环卫装备进入爆发期，看好公司高增长的可持续性，维持“买入”评级。

风险提示: 环卫服务、环卫装备需求不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4227.93	5451.78	6324.05	7552.22
(+/-%)	22.78%	28.95%	16.00%	19.42%
净利润(百万元)	270.37	446.71	512.30	633.39
(+/-%)	14.40%	65.22%	14.68%	23.64%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.07	1.23	1.52
市盈率(PE)	16.79	14.96	13.05	10.55
市净率(市净率)	1.82	2.26	1.93	1.63

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院。注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司概况：由装备切入运营的环卫一体化龙头企业	4
(一) 发展历程及股权结构：较早布局环卫运营的环卫装备龙头	4
(二) 发展战略：“装备+服务”主导、拓展“固废+国际”，全产业链布局	4
二、环卫服务：市场化率提升空间大，2025有望达2300亿	6
(一) 推行垃圾分类国家制度显著放大环卫市场规模	6
(二) 城镇化率提升推动生活垃圾清运需求持续增加	6
(三) 环卫市场化率仍有较大提升空间	7
(四) 竞争格局分散，行业集中度将持续提升	8
(五) 2025年环卫服务总规模超3500亿，市场化空间有望达2300亿	8
三、环卫装备：新能源化、垃圾分类放大需求，十四五规模千亿	11
(一) 环卫装备机械化率不足70%，处基本阶段，未来仍有发展空间	11
(二) 垃圾分类带来增量需求，新能源环卫车	11
(三) 行业竞争格局稳定，集中度高，龙头或将持续受益	13
四、公司分析：财务稳健，装备+服务一体化领先优势明显	15
(一) 环卫装备及服务均处于行业前列	15
1、环卫装备龙头新能源布局完备，中高端、新能源市占率更高	15
2、环卫运营全国规模化布局，在手项目总金额279亿，年化金额33亿	15
(二) 服务占比持续提升至50%以上，现金流向好、业绩稳健向上	16
五、盈利预测及估值	19
(一) 盈利预测：环卫服务延续高增长态势	19
(二) 估值分析及投资建议	20
六、风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展的重要时间节点	4
图表 2: 公司前十大股东情况 (2021-1-7)	4
图表 3: 主营业务发展战略	5
图表 4: 国家环卫市场化相关政策梳理	6
图表 5: 最近 5 年中国城镇化率	7
图表 6: 我国历年城市生活垃圾清运量 (单位: 万吨)	7
图表 7: 我国环卫市场仍处于成长期	7
图表 8: 2019 年新签环卫合同金额前十名 (亿元)	8
图表 9: 我国环卫市场化空间测算	9
图表 10: 环卫装备分类	11
图表 11: 2008-2018 年我国市容环卫装备车辆总数 (单位: 辆)	12
图表 12: 我国新能源汽车推广相关政策	12
图表 13: 各省新能源环卫车规划替换率统计	13
图表 14: 2012-2018 年我国市容环境卫生固定资产投资额 (单位: 亿元)	13
图表 15: 2018 年环卫车销量前十	14
图表 16: 2016~2019 环卫装备 CR6 市场份额	14
图表 17: 2019 年新能源环卫装备前十销量及份额	14
图表 18: 各省新能源环卫车规划替换率统计	15
图表 19: 2019 年公司项目及业绩分布图	16
图表 20: 公司营收稳步增长 (单位: 百万元)	16
图表 21: 公司归母净利润稳步增长 (单位: 百万元)	16
图表 22: 公司成本、费用控制出色	17
图表 23: ROE (加权) 2018 年后持续提升	17
图表 24: 公司经营收到现金及净额 (单位: 百万元)	17
图表 25: 公司历年收现比、净现比	17
图表 26: 公司资产负债率维持在相对合理水平	18
图表 27: 公司历年流动比率、速动比率	18
图表 28: 公司业绩拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	19
图表 29: 公司当前 PE(TTM)处于历史底部区域	20
图表 30: 公司与环卫板块可比公司估值比较	20

一、公司概况：由装备切入运营的环卫一体化龙头企业

(一) 发展历程及股权结构：较早布局环卫运营的环卫装备龙头

公司由张桂丰等发起人在 2007 年发起设立，总部位于福建省龙岩市，于 2015 年上市。公司集环卫装备、环卫运营、智慧环卫于一体，主营业务为环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源等环卫装备的研发、生产与销售以及环卫产业运营服务。公司多年来实施“环卫装备制造+环卫产业服务”的协同发展战略，是环境卫生整体解决方案领域的龙头企业。

图表 1：公司发展的重要时间节点



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从前十大股权结构及变化情况看，公司股权结构相对分散，投资者多样，港股投资者的关注度越来越高。

图表 2：公司前十大股东情况（2021-1-7）

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	备注
1 张桂丰	76,035,000	18.2900	实控人
2 山东高速股份有限公司	20,656,583	4.9700	
3 香港中央结算有限公司(陆股通)	15,004,976	3.6100	增持
4 招商银行股份有限公司-鹏华新兴产业混合型证券投资基金	12,390,964	2.9800	
5 林川	7,131,233	1.7200	
6 杨育忠	7,118,702	1.7100	
7 四川三新创业投资有限责任公司	6,429,446	1.5500	
8 杭州富邦投资有限公司	6,024,140	1.4500	
9 陈敬洁	5,874,316	1.4100	
10 科威特政府投资局	4,405,126	1.0600	新进
合计	161,070,486	38.7500	

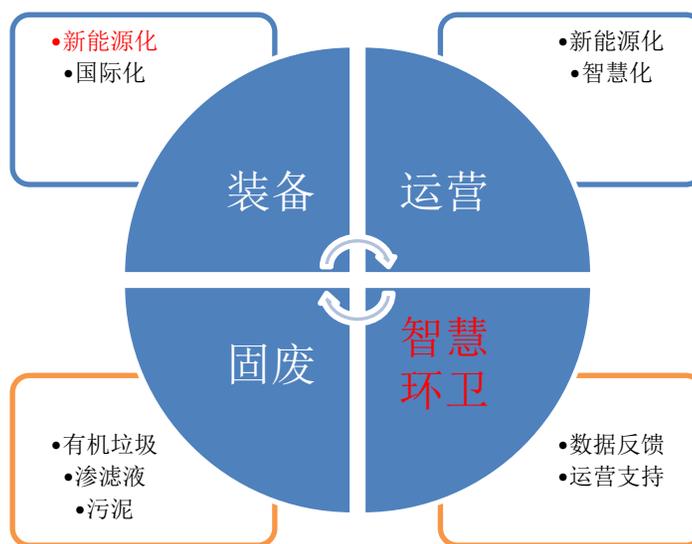
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 发展战略：“装备+服务”主导、拓展“固废+国际”，全产业链布局

公司已初步形成以“环卫装备+环卫服务”为主，“固废处理+国际业务”为辅的全产业链战略布局。

公司总体发展目标：围绕自身的核心技术、市场、营销和服务优势，继续做强做大主业，巩固核心竞争力，进一步提升公司的市场份额和行业地位；为全国各级城市持续提供环境卫生整体解决方案，进一步提升品牌美誉度；完善内控体系，优化管理体制，持续提升环卫服务盈利能力；加快步伐布局固废处置领域，各业务板块协同发展，积极引进国外先进技术，实现环卫装备及环卫服务的电动化、智能化、网联化，使公司成为国内领先的环境卫生整体解决方案供应商

图表 3：主营业务发展战略



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、环卫服务：市场化率提升空间大，2025 有望达 2300 亿

(一) 推行垃圾分类国家制度显著放大环卫市场规模

2013 年十八届三中全会要求加大政府购买公共服务力度，环卫行业市场化改革进入了大规模的推广阶段。据环境司南不完全统计，2019 年，全国环卫服务行业新签订单总金额为 2223 亿元，同比略降 2.41%。首年合同金额为 550 亿元，同比增长 212.02%。

随着垃圾分类试点及国家制度的推进，单独的垃圾分类招标项目显著增加，与环卫服务打包招标的情况不断增加，环卫一体化趋势日趋明朗，同时也带动环卫服务市场规模的显著放大。

2018 年全国共 37 个垃圾分类项目，服务总金额 10 亿元，2019 年共 30 个项目，服务总金额 19 亿元。2019 年与上年同期相比，总金额规模几乎翻倍；平均单个订单服务总金额从约 2700 万元，增加到 6300 万元左右；项目平均服务期限也从 2.4 年延长到了 3.6 年。总体来看，单项目平均年化规模增长约 60%。垃圾分类项目分布从北京、河南、江苏、浙江等地区，扩展到了山西、山东、四川、上海、广东等更广阔的省份。

图表 4：国家环卫市场化相关政策梳理

时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2002.1	建设部	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	开放市政公用行业投资建设、运营、作业市场，建立政府特许经营制度。
2013.9	国务院办公厅	《国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	推动公共服务市场化，政府向社会力量购买服务。对推动政府职能转变，激发社会经济活力，提高公共服务水平和效率意义重大。
2013.1	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	在公共服务领域可利用社会力量，加大政府购买公共服务项目的力度，原则上通过合同、委托等方式向社会购买。
2014.9	财政部	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	充分认识推广运用政府和社会资本合作模式。尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式（PPP）发展的制度体系。
2015.5	财政部等三部门	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》	在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式，广泛采用政府和社会资本合作模式。
2017.1	发改委、住建部	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	大力推行 PPP 合营、特许经营和环境污染第三方治理，鼓励社会资本积极参与城镇垃圾无害化处理设施的投资、建设和经营。
2018.2	国务院办公厅	《农村人居环境整治三年行动方案》	以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，重点推进农村生活垃圾治理、开展厕所粪污治理、梯次推进农村生活污水治理、提升村容村貌、加强村庄规划管理。
2019.6	住建部	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》	各地级城市应于 2019 年底前，编制完成生活垃圾分类实施方案，到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖。
2020.1	12 部门	《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》	到 2020 年底，重点及示范城市力争建成生活垃圾分类投、分、收、运体系；其他地级城市初步建立生活垃圾分类推进工作机制。力争再用 5 年左右时间，基本建立配套完善的生活垃圾分类法律法规制度体系；地级及以上城市因地制宜基本建立完善的生活垃圾分类系统；全国城市生活垃圾回收利用率达到 35% 以上。

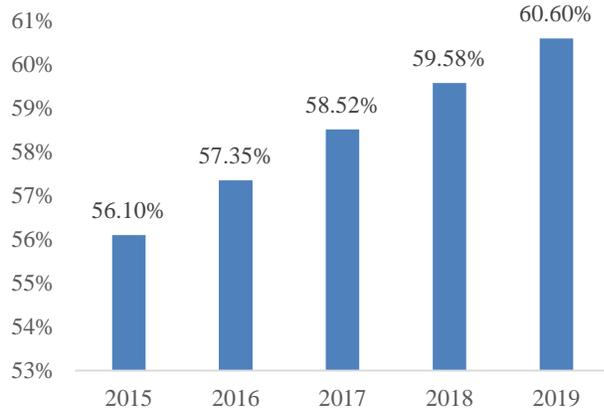
资料来源：太平洋证券整理

(二) 城镇化率提升推动生活垃圾清运需求持续增加

随着城镇化率的提升，城市生活垃圾清运量从 2008 年的 1.54 亿吨增至 2019 年的 2.42 亿吨，且近几年增速有小幅加速的趋势，2019 年同比增长达到 6.16%。考虑目前中国的生活消费水平与美国这样的发达国家存在一定差距，未来随着生活质量的提高，城市生活垃圾产生量仍有进一步

提升的空间。同时，县域、农村的生活垃圾产生量和清运将有更大提升空间，2019年农村人口大概占总人口的39.69%，垃圾清运量潜在增长空间较大。

图表 5：最近 5 年中国城镇化率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：我国历年城市生活垃圾清运量（单位：万吨）

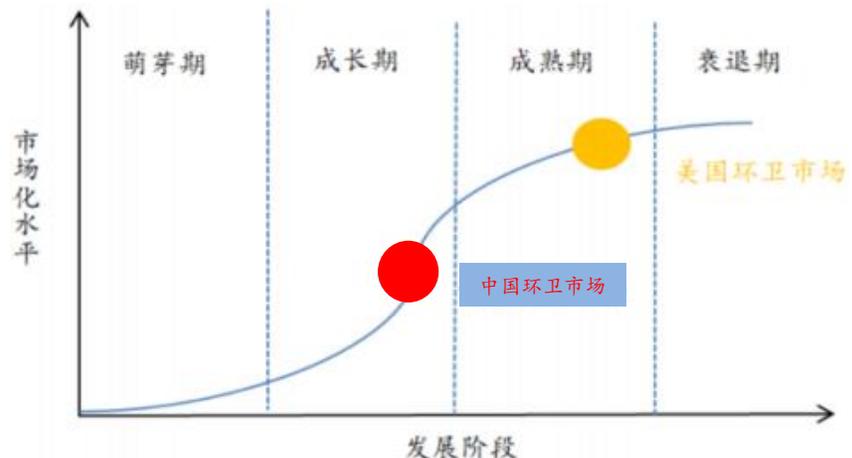


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 环卫市场化率仍有较大提升空间

根据环境司南披露的数据，2019年我国环卫行业开标的首年服务费为550亿元，较2015年增长290%；2019年总服务费金额为2223亿元，较15年大幅增长373%。用总服务费除以首年服务费可得平均服务期限，以此计算2019年处在市场化运营的项目的总金额约为1601亿元，除以环卫运营行业的市场容量3052亿元，可得我国传统环卫服务行业市场化率约为52%。对比海外市场，美国和新加坡的环卫服务行业市场化率分别已达到81%和100%，预计未来还有较大的提升空间。

图表 7：我国环卫市场仍处于成长期



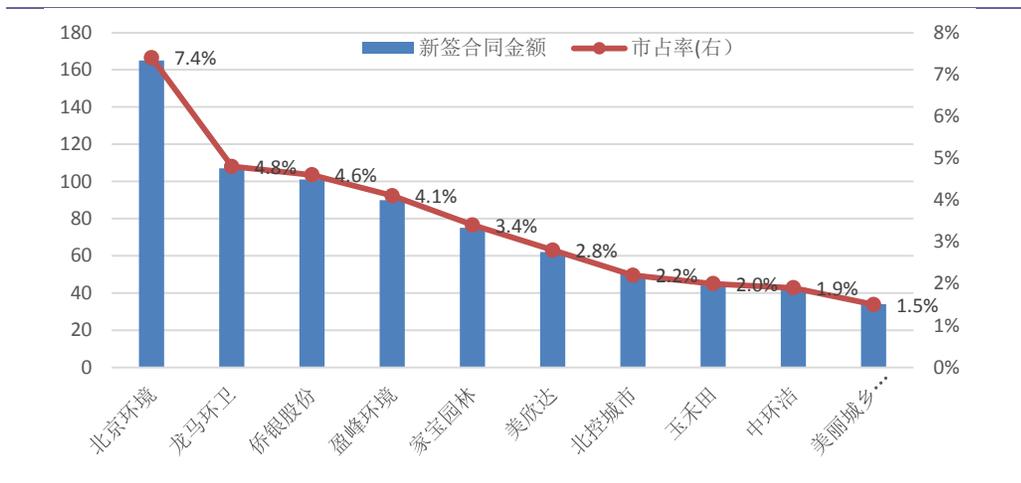
资料来源：太平洋证券整理

(四) 竞争格局分散，行业集中度将持续提升

环卫服务行业营收高增长，2019 年启迪环境、玉禾田、侨银环保、龙马环卫、北控城市资源、盈峰环境 6 家上市公司环卫服务营收总计 134.2 亿元，较 2016 年增长 403%。复合增速达 71.83%。启迪环境实现营收 40 亿元，排名第一。

2019 年环卫行业新签合同金额前十名企业金额合计 771 亿元，市占率 34.7%。行业前十市占率虽然整体呈逐年提升趋势，但整体格局仍然较为分散，未来行业集中度有较大的提升空间。

图表 8：2019 年新签环卫合同金额前十名（亿元）



资料来源：太平洋证券整理

(五) 2025 年环卫服务总规模超 3500 亿，市场化空间有望达 2300 亿

根据“环境司南”招标数据统计，2020 年上半年，我国共开标各类环卫服务类项目（含标段）7813 个，同比增长 12.35%；新开标项目的年化合同金额 332 亿元，同比增长 25.76%；合同总金额 1035 亿元，同比下降 1.52%。

随着人们生活水平提高和城镇化率继续提升，中国环卫市场仍然处在上升期。环境卫生意识的增强将带动传统环卫服务的内生需求增长，垃圾分类政策的实施、固废污染环境防治法草案的推出将促进环卫服务内涵的扩张，总体上来说环卫市场规模仍然继续扩张的趋势。

根据我们的测算，预计 2020 年环卫服务市场空间超过 1000 亿，到 2025 年，我国环卫服务市场总空间将超过 3500 亿，在 65% 市场化率假设下，市场化空间将超过 2300 亿。

图表 9：我国环卫市场化空间测算

项目		2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
城市	城市生活垃圾清运量 (万吨)	25416	26941	28557	30271	32087	34012
	清运单价 (元/吨)	80	82	85	87	90	93
	城市生活垃圾清运费 (亿元)	203	222	242	265	289	315
	城市公厕数量 (万座)	15.96	16.60	17.26	17.95	18.49	19.05
	公厕运营单价 (万元/座)	12	12	13	13	14	14
	城市公厕运营费用 (亿元)	192	199	224	233	259	267
	城市道路清扫面积 (亿 m ²)	97	102	107	112	117	121
	清扫单价 (元/m ²)	12	12	13	13	14	15
	城市道路清扫费用 (亿元)	1164	1222	1390	1460	1635	1822
	城市环卫服务小计 (亿元)	1559	1643	1857	1958	2183	2404
县城	县城生活垃圾清运量 (万吨)	7146	7503	7878	8351	8852	9383
	清运单价 (元/吨)	45	46	47	49	51	53
	县城生活垃圾清运费 (亿元)	32	35	37	41	45	50
	县城公厕数量 (万座)	5.52	5.85	6.20	6.57	6.97	7.39
	公厕运营单价 (万元/座)	5	6	6	6	7	7
	县城公厕运营费用 (亿元)	28	35	37	39	49	52
	县城道路清扫面积 (亿 m ²)	31	33	34	36	38	40
	清扫单价 (元/m ²)	6	6	6	7	7	8
	县城道路清扫费用 (亿元)	186	195	205	251	266	323
	县城环卫服务小计 (亿元)	246	265	279	332	360	424
乡镇	乡镇生活垃圾清运量 (万吨)	5000	6000	7200	7920	8712	9583
	清运单价 (元/吨)	38	38	39	40	41	42
	乡镇生活垃圾清运费 (亿元)	19	23	28	32	36	40
	乡镇公厕数量 (万座)	4.3	4.7	5.2	5.6	6.1	6.4
	公厕运营单价 (万元/座)	4	4	4	5	5	5
	乡镇公厕运营费用 (亿元)	17	19	21	28	30	32
	乡镇道路清扫面积 (亿 m ²)	70	73	75	77	79	81
	清扫单价 (元/m ²)	4	4	4	5	5	5
	乡镇道路清扫费用 (亿元)	280	292	300	385	395	405
	乡镇环卫服务小计 (亿元)	316	334	349	445	461	477

垃圾分类运营服务费用 (亿元)	120	150	170	200	220	250
环卫服务市场空间总计 (亿元)	2241	2392	2655	2934	3224	3555
市场化率	55%	57%	58%	60%	62%	65%
市场化空间 (亿元)	1232	1363	1540	1760	1999	2311

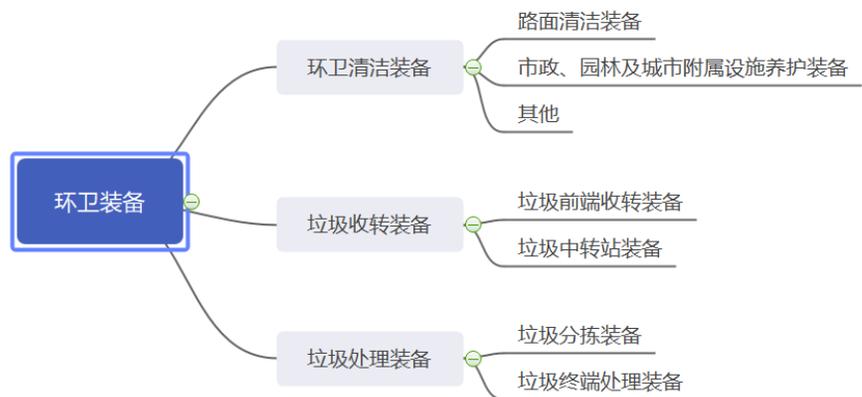
资料来源：太平洋证券整理

三、环卫装备：新能源化、垃圾分类放大需求，十四五规模千亿

(一) 环卫装备机械化率不足 70%，处基本阶段，未来仍有发展空间

环卫装备是进行环卫机械化作业的主要工具，也是城市管理的重要组成部分，主要指为完成环境卫生作业所需要的、并经过相关技术组合而成的设备集合。根据使用用途及功能不同，环卫装备行业可以分为环卫清洁装备、垃圾收转装备和垃圾处理装备 3 大类，每一大类又可以分为若干小类。

图表 10：环卫装备分类



资料来源：太平洋证券整理

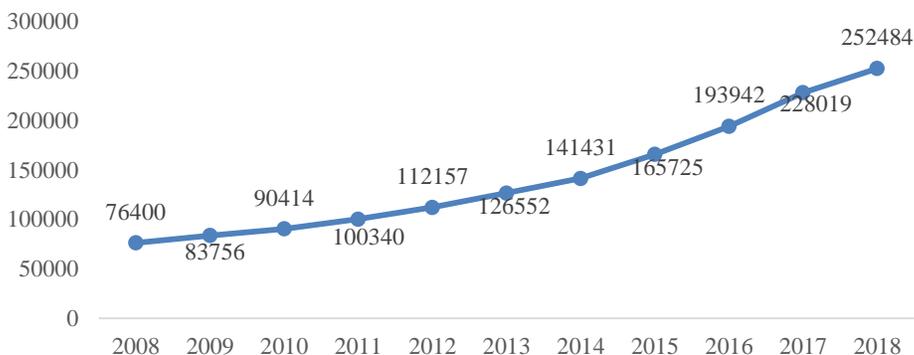
环卫装备行业发展阶段可分为初级环卫装备阶段(机械化率 30%左右)、基本环卫装备阶段(机械化率 60%左右)和全面环卫装备阶段(机械化率 80%以上)。根据住建部的城乡建设统计年鉴，我国城市和县城道路清扫保洁机械化率逐步提升，2018 年分别上升至 68.9%和 63.7%，目前还处于基本环卫阶段，根据发达国家经验，仍有 15%左右上涨空间。

(二) 垃圾分类带来增量需求，新能源环卫车

垃圾分类带来转运、餐厨处置等环卫车辆的需求增加；“蓝天保卫战”等为抑尘车带来增量需求；环卫整治精细化带动小型环卫装备的需求快速提升。随着城镇化以及环卫服务市场化改革的推进，以及国家近年来大力推动垃圾分类、乡村振兴、人居环境政治政策的实行，环卫装备的市场需求依然旺盛。

此外，在环卫清洁领域，扫路车、清洗车、洒水车等机械化、半机械化作业方式开始替代传统的人工作业模式；在垃圾收运领域，不少经济发达城市逐步增加压缩式垃圾车数量，并建立垃圾中转站，大大提高了垃圾清运的效率。自 2008 年以来，我国市容环卫装备车辆总数逐年提升，2018 年达到 252484 台，十年间增长了近 4 倍。预计未来受机械化率的提升还会进一步增长。

图表 11：2008-2018 年我国市容环卫装备车辆总数（单位：辆）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

随着城市大气环境治理的深入、“碳中和”的客观需求等因素，新能源环卫车正成为政府部门考虑使用的优先对象。城市化进程加快带来市容环卫车辆的巨大需求和作业模式的变革，新能源环卫车将成为环卫装备市场重要的增长点。

新能源环卫装备单价相比传统环卫有较大幅度提升，目前大约是传统环卫装备价格的两倍，未随着规模的放大，新能源环卫装备价格有下调空间，但整体仍将显著高于传统环卫装备，新能源环卫装备单价的放大也将带动整个环卫装备市场空间的显著放大。

图表 12：我国新能源汽车推广相关政策

发布日期	发布单位	政策名称	主要内容
2013.9	发改委 财政部 工信部	关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知	公共机构等领域车辆采购要向新能源汽车倾斜，新增或更新的公交、公务、物流、环卫车辆中新能源汽车比例不低于 30%。
2014.7	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	扩大公共服务领域新能源汽车应用规模。有关部门要在公交、出租等城市客运以及环卫、物流、机场通勤、公安巡逻等领域加大新能源车推广应用力度，制定机动车更新计划，不断提高新能源汽车运营比重。新能源汽车推广应用城市新增或更新的新能源汽车比例不低于 30%。
2015.4	发改委 财政部 工信部	关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知	纯电动、插电式混合动力(含增程式)等专用车、货车推广应用补助标准：按电池容量每千瓦时补助 1800 元，并将根据产品类别、性能指标等进行进一步细化补贴标准。
2016.12	发改委 财政部 工信部	关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	加大对新能源汽车充电基础设施的支持力度，加大城市公交、出租、环卫等公共服务领域新能源汽车更新更换力度。
2018.7	国务院	打赢蓝天保卫战三年行动计划	加快推进城市建成区新增和更新的公交出租、环卫邮政、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源车，重点区域使用比例达到 80%；重点区域港口机场铁路货场等新增或更换车辆主要使用新能源/清洁能源车。
2019.6	发改委 环境部 商务部	推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)	加快推进城市建成区新增和更新的公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车，2020 年底前大气污染防治重点区域(包括北京、天津等 19 个省(市))使用比例达到 80%。
2020.3	发改委 司法部	关于加快建设绿色生产和消费法规政策体系的意见	鼓励公交出租环卫通勤、邮政快递作业、城市物流等领域新增和更新车辆采用新能源和清洁能源车。
2020.4	发改委等四部门	关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	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，2021-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%。原则上每年补贴规模上限约 200 万辆。
2020.7	工信部	推动公共领域车辆电动化行动计划(征求意见稿)	推动公共领域车辆电动化，对带动和扩大新能源汽车消费，促进汽车产业节能减排和绿色发展。

资料来源：太平洋证券整理

根据各地方政府陆续发布的相关政策，北京要求到 2020 年底，4.5 吨以下轻型环卫车辆基本为电动车，上海、浙江、福建、安徽以及天津市等在规划中明确给出不低于 80% 的高比例；海南省等 2025 目标为 60% 的比例；黑龙江、陕西、内蒙等地规划目标为 30% 的比例。

图表 13：各省新能源环卫车规划替换率统计

	城市	替换率
第一梯队	北京、上海、浙江、福建、安徽等	80%以上
第二梯队	海南等	60%
第三梯队	陕西、内蒙、黑龙江	30%

资料来源：太平洋证券整理

受交通基础设施建设、人口规模增加等多方面因素的驱动，国家对城市及县城市容环境卫生的投资额快速增加，已经由 2008 年的 222 亿元，增加到 2017 年的 508.15 亿元，2018 年呈现正常周期性小幅下滑，十年间复合增长率为 7.8%。高额的投资使得环卫装备行业继续蓬勃发展。

图表 14：2012-2018 年我国市容环境卫生固定资产投资额（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 行业竞争格局稳定，集中度高，龙头或将持续受益

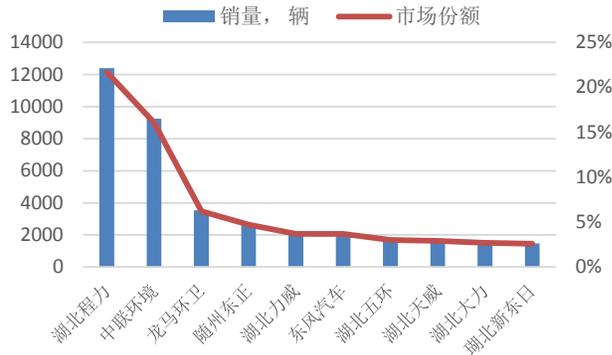
基于机械化率产生的新增需求以及装备折旧带来的存量替代需求，考虑环卫投资强度提升和新能源设备替代，预计 2025 年环卫装备市场规模约为 1076 亿元，年化增速达 12.82%，市场逐步释放。

环卫装备行业竞争格局稳定，据新车交强险数据，2016-2019 年环卫装备销量前三均为中联环境（盈峰环境）、湖北程力、龙马环卫。市场竞争格局基本稳定，伴随品牌沉淀与技术领先，龙头公司将持续引领行业。

上市公司盈峰环境和龙马环卫在新能源环卫装备领域依旧延续了传统环卫装备时代的优势，新能源环卫装备价值量大幅提升，对资金、技术等方面的依赖更大。由于在资金实力、研发实力及市场口碑更有优势，预计龙头环卫企业在新能源环卫装备时代，市场竞争力及市场份额有望进

一步提升。

图表 15: 2018 年环卫车销量前十



资料来源: 太平洋证券整理

图表 16: 2016~2019 环卫装备 CR6 市场份额



资料来源: 太平洋证券整理

图表 17: 2019 年新能源环卫装备前十销量及份额



资料来源: 太平洋证券整理

四、公司分析：财务稳健，装备+服务一体化领先优势明显

(一) 环卫装备及服务均处于行业前列

1、环卫装备龙头新能源布局完备，中高端、新能源市占率更高

公司现已形成较为全面的环卫装备产品系列，可广泛满足城乡环卫清洁、垃圾收转等环卫作业需求，主要产品包含环卫清洁装备和垃圾收转装备共 2 大类 27 个系列，总计 388 款车型，其中新能源产品 52 款，清洁能源产品 25 款。

公司环卫装备市占率基本稳定在行业第三的水平，在新能源等中高端领域拥有更高的市占率：2020 年前三季度，公司环卫装备市场占有率为 5.16%，环卫创新产品和高中高端作业车型市场占有率 10.98%，均位于行业第三；其中，公司新能源环卫车辆销量 235 台，同比上升 240.58%，占有率 8.70%，排名行业第三。

图表 18：各省新能源环卫车规划替换率统计

产品类别	产品系列	主要作业功能	燃料种类
环卫清洁装备 (16个系列)	洗扫车	路面清扫、路面洗扫、洒水	纯电动, 柴油, 天然气
	扫路车	路面清扫	纯电动, 柴油, 天然气、汽油
	吸尘车	抽吸路面粉尘	纯电动, 天然气, 柴油
	高压清洗车	路面清洗、洒水、消杀消毒	纯电动, 天然气, 柴油
	洒水车	洒水	纯电动, 天然气, 柴油
	多功能抑尘车	喷洒水雾降尘、增湿降温、消杀消毒	纯电动, 天然气, 柴油
	路面养护车	站台、道路附属设施清洗, 人行道、步行街路面清洗、消杀消毒	纯电动, 柴油, 天然气、汽油
	护栏清洗车	道路护栏清洗	柴油
	下水道疏通清洗车	下水道吸污、疏通、养护等	柴油
	吸污车	抽吸污泥、污水	柴油
	除雪车	路面融雪、撒布	柴油
	吸污净化车	化粪池, 污水沟和下水道清理	柴油
	环境监测车	市容环境监测等功能	汽油
	吸粪车	化粪池, 污水沟和下水道清理	柴油
	绿化喷洒水车	路面清洗、洒水	柴油
	墙面清洗车	隧道壁面、隔音墙面等立面的机械化清洗保洁	柴油
垃圾收转装备 (11个系列)	压缩式垃圾车	生活垃圾收运、压缩	纯电动, 天然气, 柴油
	压缩式对接垃圾车	生活垃圾转运, 可与站或车对接	天然气, 柴油, 汽油
	餐厨垃圾车	餐厨垃圾收运	纯电动, 天然气, 柴油
	自装卸式垃圾车	带有提升装置的生活垃圾收运	纯电动, 柴油, 汽油
	自卸式垃圾车	生活垃圾收运	天然气, 柴油
	桶装垃圾运输车	桶装垃圾收运	纯电动, 柴油, 汽油
	密闭式桶装垃圾车	桶装垃圾收运	纯电动, 柴油, 汽油
	车厢可卸式垃圾车	与垃圾收集箱配套, 实现垃圾收运	纯电动, 天然气, 柴油, 汽油
	垃圾收集箱	与车厢可卸式垃圾车配套, 实现垃圾收运	/
	垃圾压缩机	生活垃圾压缩	/
	垃圾压缩中转站	垃圾收运、压缩、中转	/

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

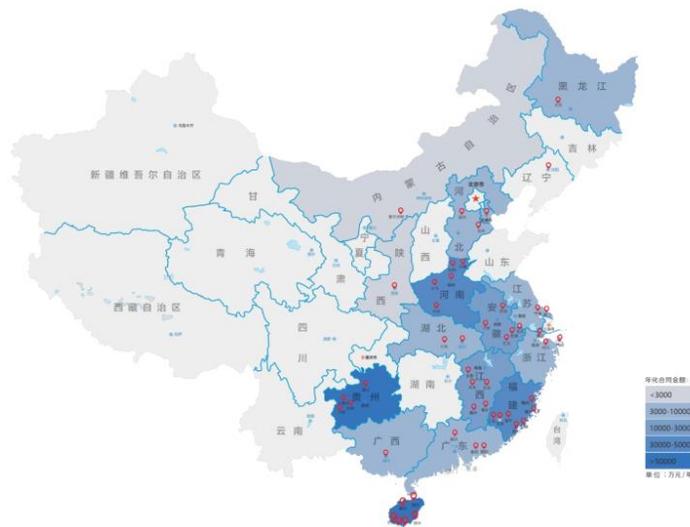
2、环卫运营全国规模化布局，在手项目总金额 279 亿，年化金额 33 亿

公司是较早布局环卫运营的装备企业，截至 2019 年，公司已累计承揽了海南、广东、贵州、福建、江西、安徽、河南、黑龙江、内蒙古等 17 个省市的环卫服务运营项目，已实现环卫服务运营一体化方案的异地复制和区域规模化。

2019 年，公司新增中标的环卫服务项目 60 个，新签合同年化合同金额 12.27 亿元，新签合同

总金额 111.30 亿元。公司中标 2019 年度开标的环卫服务项目合同总金额在全行业排名第一，首年合同金额排名第二。2020 年前三季度，公司中标环卫服务项目 30 个，年化合同金额为 6.32 亿元，合同总金额为 23.51 亿元；公司在手环卫服务项目年化合同金额为 32.84 亿元，合同总金额为 279.01 亿元。

图表 19：2019 年公司项目及业绩分布图



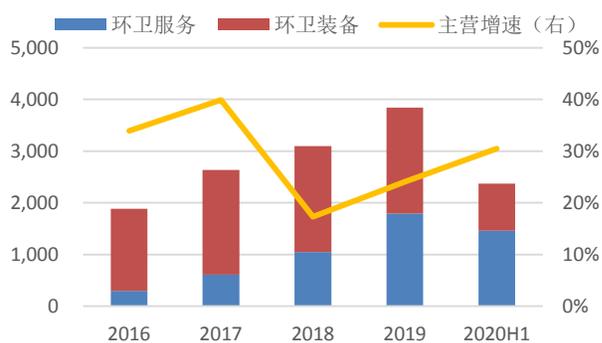
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 服务占比持续提升至 50% 以上，现金流向好、业绩稳健向上

从 2015 年开始布局环卫服务以来，公司营收和利润稳步增长。2019 年，公司营业收入 42.28 亿元，同比增长 23%；归母净利 2.7 亿元，同比增长 14%。2020 年上半年，公司运营业务收入首次超过 50%，随着运营业务占比的提升，公司盈利能力将更加稳定，也有利于现金流水平的提升。

2020 年得益于公司运营服务规模的显著增长，公司整体业绩大幅增长，2020Q3 公司营收 38.95 亿，同比增长 29%；净利 3.31 亿，同比增长 66%。

图表 20：公司营收稳步增长（单位：百万元）



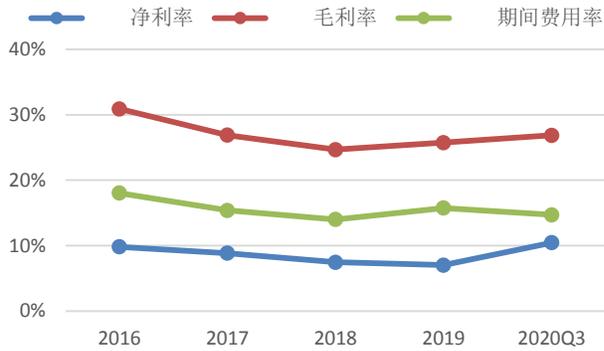
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 21：公司归母净利润稳步增长（单位：百万元）



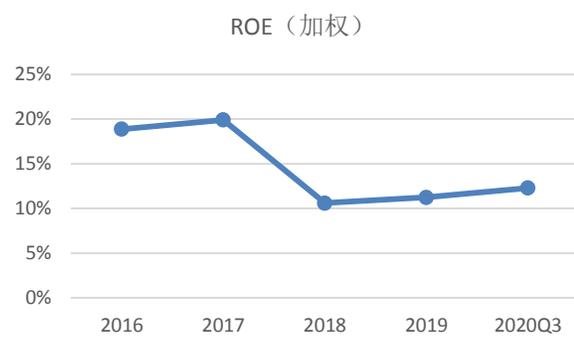
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 22：公司成本、费用控制出色



资料来源：WIND，太平洋证券整理

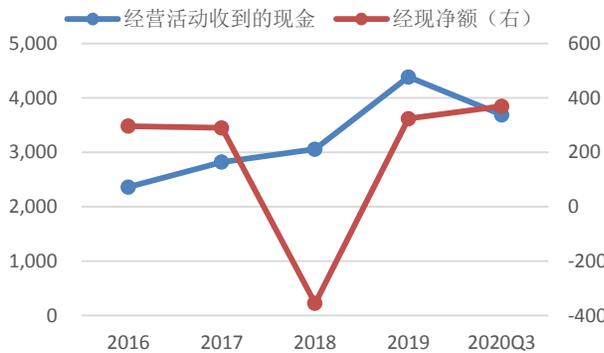
图表 23：ROE（加权） 2018 年后持续提升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

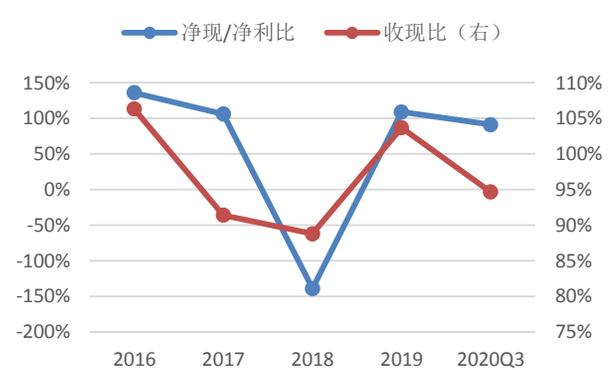
2019 年公司经营性现金流净额为 3.23 亿元，与 2018 年经营性现金流净额-3.56 亿元相比，改善幅度显著。除 2018 年外，公司销售回款整体较好，收现比基本在 100%左右小幅波动，净利润与经现净额基本匹配。

图表 24：公司经营收到现金及净额（单位：百万）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 25：公司历年收现比、净现比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

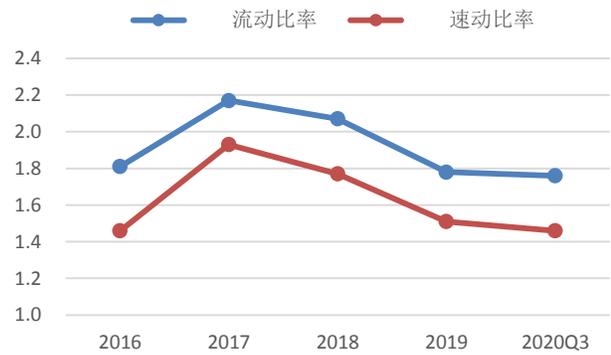
公司资产负债率近年有小幅走高的趋势，但整体处于相对合理水平；2020Q3 公司资产负债率 44.15%。从流动比率和速动比率看，虽然近年也小幅下降，但基本维持在合理水平，2020Q3 流动比率和速冻比率分别为 1.76，1.46。公司偿债能力较强，财务风险较低。

图表 26：公司资产负债率维持在相对合理水平



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 27：公司历年流动比率、速动比率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测：环卫服务延续高增长态势

核心假设：

- 环卫服务随着公司订单的累积，保持 20% 以上的相对较高增速；
- 环卫装备受益于垃圾分类、新能源替代等因素驱动，小幅增长；
- 公司各业务毛利率整体相对稳定。

图表 28：公司业绩拆分及盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
环卫产业服务				
收入	1,788.98	3130.72	3850.78	4929.00
增速		75%	23%	28%
成本	1,429.42	2363.69	2907.34	3696.75
毛利	359.56	767.03	943.44	1232.25
毛利率	20.10%	24.50%	24.50%	25.00%
环卫清洁装备				
收入	1,426.05	1283.45	1347.62	1388.05
增速		-10%	5%	3%
成本	1,010.95	898.41	943.33	971.63
毛利	415.10	385.03	404.29	416.41
毛利率	29.11%	30.00%	30.00%	30.00%
垃圾收转装备				
收入	920.57	938.98	1014.10	1115.51
增速		2%	8%	10%
成本	624.40	647.90	699.73	758.55
毛利	296.17	291.08	314.37	356.96
毛利率	32.17%	31.00%	31.00%	32.00%
营业收入总计	4,227.92	5,451.78	6,324.05	7,552.22
主营增速		28.95%	16.00%	19.42%
营业成本总计	3,139.87	3,991.93	4,642.51	5,521.86

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

(二) 估值分析及投资建议

根据盈利预测，预计公司 2020~2022 年净利分别为 4.47 亿元、5.12 亿元、6.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.23/1.52 元，对应 PE 分别为 15/13/11 倍。

公司 PE (TTM) 目前为 20 倍，处于历史底部区域；参考 wind 一致预期，公司 2021 年业绩对应 PE 为 16 倍，相比环卫板块可比公司平均 19 倍的 PE 水平，估值有提升空间。

公司是环卫领域服务与运营的龙头企业之一，环卫服务仍处于快速成长期；在“碳中和”驱动下，新能源环卫装备进入爆发期，看好公司高增长的可持续性，维持“买入”的投资评级。

图表 29： 公司当前 PE(TTM)处于历史底部区域



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 30： 公司与环卫板块可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	企业价值	企业价值/收入 (倍)	企业价值/EBITDA (倍)
				TTM	20E	21E				
603686.SH	龙马环卫	80	80	20	18	16	3	84	2	16
沪深(5)				--	--	--	--	--	--	--
平均值		131	71	-499	22	19	20	143	20	251
000967.SZ	盈峰环境	269	172	21	18	15	2	300	2	14
300815.SZ	玉禾田	134	57	22	20	20	5	142	3	21
002973.SZ	侨银股份	90	23	28	25	24	7	106	4	27
600817.SH	ST 宏盛	83	25	-2,586	28	21	84	83	90	1,176

数据来源：公司公告，太平洋证券整理

六、 风险提示

- 1、 环卫服务项目订单不及预期的风险；
- 2、 环卫装备尤其是新能源、中高端环卫装备需求不及预期的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	977	536	539	549	621	营业收入	3444	4228	5452	6324	7552
应收和预付款项	1867	1688	2185	2535	3027	营业成本	2594	3140	3992	4643	5522
存货	500	503	602	700	832	营业税金及附加	15	22	28	33	39
其他流动资产	87	576	803	1041	1292	销售费用	322	398	513	595	710
流动资产合计	3431	3303	4128	4824	5772	管理费用	188	267	387	449	536
长期股权投资	14	23	33	43	53	财务费用	-28	1	-5	-7	-5
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-60	2	5	5	5
固定资产	597	741	933	1097	1268	投资收益	2	7	7	8	10
在建工程	9	98	145	199	256	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	24	67	93	120	149	营业利润	303	365	566	646	793
长期待摊费用	13	24	36	47	59	其他非经营损益	-3	-3	-3	-3	-3
其他非流动资产	58	308	319	331	342	利润总额	301	362	564	644	790
资产总计	4133	4540	5651	6614	7841	所得税	44	65	92	107	132
短期借款	0	190	0	0	0	净利润	257	297	472	537	658
应付和预收款项	1452	1373	2059	2394	2848	少数股东损益	20	27	25	25	25
长期借款	0	16	36	56	76	归母股东净利润	236	270	447	512	633
其他负债	245	313	432	498	587						
负债合计	1697	1892	2527	2948	3511	预测指标					
股本	299	416	416	416	416		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1028	883	883	883	883	毛利率	0.25	0.26	0.27	0.27	0.27
留存收益	864	1031	1416	1726	2094	销售净利率	0.07	0.06	0.08	0.08	0.08
归母公司股东权益	2311	2500	2952	3469	4107	销售收入增长率	0.12	0.23	0.29	0.16	0.19
少数股东权益	124	148	173	198	223	EBIT 增长率	-0.03	0.24	0.32	0.14	0.23
股东权益合计	2435	2648	3124	3667	4330	净利润增长率	-0.09	0.14	0.65	0.15	0.24
负债和股东权益	4133	4540	5651	6614	7841	ROE	0.10	0.11	0.15	0.15	0.15
现金流量表(百万)						ROA	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROIC	11.29%	11.52%	14.03%	13.52%	14.04%
经营性现金流	-356	323	546	342	416	EPS (X)	0.57	0.65	1.07	1.23	1.52
投资性现金流	529	-524	-368	-349	-360	PE (X)	19.10	16.79	14.96	13.05	10.55
融资性现金流	-103	64	-175	17	16	PB (X)	1.41	1.82	2.26	1.93	1.63
现金增加额	71	-136	2	10	72	PS (X)	0.66	1.00	1.14	0.98	0.81
						EV/EBITDA (X)	5.63	8.25	10.05	8.99	7.41

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。