

业绩符合预期，环卫装备市占率稳步提升



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩符合预期，资产重组费用+环卫装备均价下降小幅拖累 20 年业绩。**公司 20 年收入/归母净利润 34.8/2.9 亿，同比+8.6%/-4.94%（追溯调整后，追溯调整主要是因完成收购宇通重工的重大资产重组），与业绩预告一致。业绩小幅下滑主要系：1) 资产重组导致管理费用上升 29.9%；2) 环卫装备以价换量，导致装备毛利同比下滑；3) 军用工程机械订单同比减少。公司同时公告申请摘帽，交易所需自收到申请后 10 个工作日内进行回复。
- **环卫装备以价换量，毛利率不逊同行。**2020 年公司环卫装备收入/毛利润 12.0/3.8 亿元，同比+13.3%/-8.8%。20 年公司环卫车销量 2711 辆，同比+27.9%，其中新能源环卫车占比 33%达 901 辆，同比+44.4%。环卫装备以价换量，销售均价同比-11.4%，导致整体毛利率下降-7.7pct 至 31.9%，但因公司新能源占比高及成本优势，环卫装备整体毛利率仍不逊同行（1H20 盈峰/龙马环卫装备毛利率 30.6%/29.8%）。
- **环卫服务新签订单超预期，年化在手订单达 6.3 亿。**2020 年公司环卫服务收入/毛利润 4.9/1.2 亿元，同比+43.2%/52.5%，毛利率因社保减免和增值税优惠同比+1.5pct 至 23.7%，2020 年公司新签年化服务订单 3.1 亿，相比 18、19 年化 1.5、1.1 亿元大幅提升，在全国企业中排名第二十一，在河南省排名第一，年化在手订单 6.3 亿元。
- **矿用气度抬升，部分抵消军用工程机械收入下滑。**2020 年公司工程机械实现收入/毛利 14.6/4.6 亿，同比-9.4%/-12.2%，主因军用订单同比下降。民用工程机械受矿用气度拉动收入同比+44.1%，持续看好公司在矿用气度、桥检车、强夯机等细分领域的竞争力，及景气度提升过程中带来的盈利潜力

财务预测与投资建议

- 我们预计 21-23 年公司归母净利为 4.65/6.15/7.78 亿元，其中 21 年新能源环卫车净利润为 2.85 亿元（给予 21 年 PE28x），工程机械、传统环卫装备及服务 1.80 亿元（给予 21 年 PE15x），给予目标价 20.45 元，维持买入。

风险提示

- 新能源环卫车采购需求下降风险，渗透率提升不及预期风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,208	3,484	4,998	7,262	9,789
同比增长(%)	6339.1%	8.6%	43.5%	45.3%	34.8%
营业利润(百万元)	384	381	568	749	937
同比增长(%)	4769.8%	-0.7%	49.0%	31.8%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	310	294	465	615	778
同比增长(%)	6094.9%	-4.9%	58.0%	32.4%	26.4%
每股收益(元)	0.59	0.56	0.89	1.18	1.49
毛利率(%)	33.1%	29.8%	30.5%	29.9%	29.4%
净利率(%)	9.6%	8.4%	9.3%	8.5%	7.9%
净资产收益率(%)	39.9%	18.4%	23.6%	24.6%	24.3%
市盈率	30.0	31.6	20.0	15.1	12.0
市净率	6.4	5.3	4.2	3.3	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月02日)	16.91 元
目标价格	20.45 元
52周最高价/最低价	17.8/9.22 元
总股本/流通A股(万股)	52,228/15,568
A股市值(百万元)	8,832
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2021年04月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.56	3.11	15.04	81.43
相对表现	-0.57	3.65	8.77	57.12
沪深300	2.13	-0.54	6.27	24.31



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

卢日鑫

021-63325888*6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100003

证券分析师

谢超波

021-63325888*6070

xiechaobo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090001

证券分析师

施静

021-63325888*3206

shijing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090002

相关报告

股权激励落地，新能源环卫拐点突围	2021-02-08
宇通重工利刃出鞘，剑指新能源环卫龙头	2020-12-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,279	1,619	2,787	3,693	4,827	营业收入	3,208	3,484	4,998	7,262	9,789
应收票据、账款及款项融资	690	518	1,025	1,489	2,007	营业成本	2,147	2,446	3,474	5,088	6,912
预付账款	10	14	0	0	0	营业税金及附加	33	27	39	57	77
存货	211	293	341	500	679	营业费用	345	313	448	652	878
其他	559	687	0	0	0	管理费用及研发费用	339	384	554	800	1,078
流动资产合计	2,748	3,132	4,153	5,682	7,513	财务费用	2	(6)	(22)	(32)	(43)
长期股权投资	0	2	0	0	0	资产、信用减值损失	44	0	0	0	0
固定资产	480	484	92	167	225	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	32	4	4	4	4	投资净收益	5	11	11	11	11
无形资产	143	139	130	121	113	其他	82	50	54	40	40
其他	480	528	269	269	269	营业利润	384	381	568	749	937
非流动资产合计	1,134	1,157	495	561	611	营业外收入	10	14	14	14	14
资产总计	3,883	4,288	4,648	6,243	8,124	营业外支出	10	1	1	1	1
短期借款	23	0	0	0	0	利润总额	384	395	582	762	951
应付票据及应付账款	1,242	1,446	2,009	2,942	3,997	所得税	49	52	76	100	125
其他	664	616	0	0	0	净利润	335	343	505	662	826
流动负债合计	1,929	2,062	2,009	2,942	3,997	少数股东损益	25	49	40	47	48
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	310	294	465	615	778
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.59	0.56	0.89	1.18	1.49
其他	394	356	287	287	287						
非流动负债合计	394	356	287	287	287	主要财务比率					
负债合计	2,324	2,418	2,296	3,229	4,285		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	108	118	159	206	253	成长能力					
实收资本(或股本)	161	522	522	522	522	营业收入	6339.1%	8.6%	43.5%	45.3%	34.8%
资本公积	899	834	834	834	834	营业利润	4769.8%	-0.7%	49.0%	31.8%	25.1%
留存收益	377	372	837	1,452	2,230	归属于母公司净利润	6094.9%	-4.9%	58.0%	32.4%	26.4%
其他	14	24	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,559	1,870	2,351	3,014	3,840	毛利率	33.1%	29.8%	30.5%	29.9%	29.4%
负债和股东权益总计	3,883	4,288	4,648	6,243	8,124	净利率	9.6%	8.4%	9.3%	8.5%	7.9%
						ROE	39.9%	18.4%	23.6%	24.6%	24.3%
						ROIC	38.7%	18.7%	22.4%	23.2%	22.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	59.9%	56.4%	49.4%	51.7%	52.7%
净利润	335	343	505	662	826	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	9	8	17	34	50	流动比率	1.42	1.52	2.07	1.93	1.88
财务费用	2	(6)	(22)	(32)	(43)	速动比率	1.32	1.38	1.90	1.76	1.71
投资损失	(5)	(11)	(11)	(11)	(11)	营运能力					
营运资金变动	890	78	(314)	311	358	应收账款周转率	9.2	6.2	6.7	5.8	5.6
其它	(319)	52	(50)	0	0	存货周转率	20.3	9.7	10.9	12.1	11.7
经营活动现金流	913	465	126	964	1,181	总资产周转率	1.6	0.9	1.1	1.3	1.4
资本支出	(184)	39	(100)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(91)	(65)	271	0	0	每股收益	0.59	0.56	0.89	1.18	1.49
其他	(176)	61	919	11	11	每股经营现金流	5.67	0.89	0.24	1.84	2.26
投资活动现金流	(451)	34	1,089	(89)	(89)	每股净资产	2.78	3.35	4.20	5.38	6.87
债权融资	109	(40)	(69)	0	0	估值比率					
股权融资	686	297	0	0	0	市盈率	30.0	31.6	20.0	15.1	12.0
其他	(891)	(382)	22	32	43	市净率	6.4	5.3	4.2	3.3	2.6
筹资活动现金流	(96)	(125)	(48)	32	43	EV/EBITDA	18.5	19.1	13.0	9.8	7.8
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.0	19.5	13.4	10.2	8.2
现金净增加额	366	374	1,168	907	1,134						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn