

龙马环卫（603686）：发力新能源环卫装备，市占率大幅提升

——2020 年年报点评

2021 年 4 月 12 日

强烈推荐/维持

龙马环卫 公司报告

公司披露 2020 年年报，全年实现营业收入 54.43 亿元，同比增长 28.75%；归母扣非净利润 4.43 亿元，同比增长 63.71%。公司披露年报后，股价当天下跌 5.57%，目前环卫行业市场化率已经达到约 50%，市场对公司成长是否已经接近天花板存在疑虑，我们现就市场关注的问题提出自己的观点。

1) 公司成长是否接近天花板？

根据环境司南的数据，目前全国环卫服务市场容量超 3000 亿，环卫市场化率约 50%，对标美国 65% 的环卫市场化率水平，我国仍进一步提升空间。与此同时，我们认为，环卫服务隶属于城市服务的一部分，公建物业、市政运维等城市服务领域正处于市场化探索的初期，环卫企业未来可向城市服务商转变，从环卫服务到城市管家，随着服务内涵的扩大，企业成长远未至天花板。

2) 龙马在环卫服务行业的核心竞争力体现在哪？

随着环卫服务市场对“电动化”、“智能化”装备应用的重视，各地在招投标时将向具有装备提供能力的环卫服务企业倾斜。以深圳为例，在福田区项目招标中，“是否是环卫车生产企业”在招投标评分项中已单独列出，有 6 分的权重，能否提供自有新能源环卫装备将逐渐成为各地政府购买环卫服务的评审因素。2020 年，公司环卫服务收入占比 56%，环卫装备占比 43%，龙马作为装备+服务一体化的龙头企业，将迎来装备+服务的双重催化。我们认为随着行业本身的去碎片化趋势，叠加环卫服务项目对装备电动车智能化要求的提升，未来行业的集中度将向具有环卫装备+服务协同优势的龙头企业集中。

3) 环卫装备业务未来看点

工信部发文推动公共领域用车电动化，目前环卫车领域新能源渗透率仅 3%，远低于公交。新能源环卫车已成公司的重要看点。2020 年，公司新能源环卫装备收入 3.33 亿元，同比增长 171.88%，报告期内加强新能源环卫装备研发，公司无人驾驶环卫车辆项目研发完成并实地应用，推出 69 款新能源产品，产品品类覆盖显著提升，新能源环卫装备市场占有率为 8.82%，同比上升 5.04 个百分点。新能源环卫车单价较传统环卫车高，新能源环卫车销售占比的提升将带动公司装备业务增长。

盈利预测：预计公司 21-23 年营业收入 68.18/82.60/98.47 亿元，归母净利润 5.15/6.30/7.81 亿元，归母净利增速 16.06%/22.55%/24.00%，EPS 分别为 1.24/1.51/1.88 元，对应 2021.04.08 收盘价 16.94 元，PE 分别为 14X/11X/9X。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策变化；项目进展不达预期。

公司简介：

龙马环卫是集城乡环境卫生系统规划设计、环卫装备研发制造销售、环卫运营、投资为一体的环境卫生整体解决方案提供商（资料来源于公司招股说明书）

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-04-30 2021 年一季度预计披露

发债及交叉持股介绍：

交易数据

| | |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元） | 29.80/14.14 |
| 总市值（亿元） | 71 |
| 流通市值（亿元） | 71 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 41566/41566 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | |
| 52 周日均换手率 | 2.6954 |

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,227.93 | 5,443.36 | 6,818.46 | 8,260.23 | 9,846.83 |
| 增长率(%) | 22.78% | 28.75% | 25.26% | 21.15% | 19.21% |
| 归母净利润(百万元) | 270.37 | 442.63 | 513.73 | 629.58 | 780.67 |
| 增长率(%) | 15.72% | 83.26% | 16.06% | 22.55% | 24.00% |
| 净资产收益率(%) | 10.81% | 15.55% | 15.77% | 16.74% | 17.80% |
| 每股收益(元) | 0.65 | 1.06 | 1.24 | 1.51 | 1.88 |
| PE | 26.06 | 15.98 | 13.71 | 11.18 | 9.02 |
| PB | 2.82 | 2.47 | 2.16 | 1.87 | 1.61 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 3303 | 3841 | 4543 | 5511 | 6705 | 营业收入 | 4228 | 5443 | 6818 | 8260 | 9847 |
| 货币资金 | 536 | 1304 | 1423 | 1834 | 2411 | 营业成本 | 3140 | 3968 | 5173 | 6258 | 7474 |
| 交易性金融资产 | 240 | 137 | 137 | 137 | 137 | 营业税金及附加 | 22 | 18 | 22 | 27 | 32 |
| 应收账款 | 1534 | 1224 | 1533 | 1857 | 2214 | 营业费用 | 398 | 446 | 512 | 564 | 620 |
| 其他应收款 | 154 | 158 | 198 | 240 | 286 | 管理费用 | 215 | 325 | 375 | 451 | 541 |
| 应收款项融资 | 40 | 50 | 50 | 50 | 50 | 研发费用 | 52 | 46 | 49 | 51 | 54 |
| 预付款项 | 10 | 15 | 15 | 15 | 15 | 财务费用 | 1 | -2 | -1 | -4 | -7 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 306 | 367 | 404 | 资产减值损失 | -2.34 | -8.80 | -8.80 | -8.80 | -8.80 |
| 存货 | 503 | 567 | 739 | 894 | 1068 | 信用减值损失 | -60.97 | -9.09 | -9.09 | -9.09 | -9.09 |
| 其他流动资产 | 286 | 79 | 79 | 79 | 79 | 资产处置损失 | -2.65 | -0.77 | -0.77 | -0.77 | -0.77 |
| 非流动资产合计 | 1237 | 1626 | 1776 | 1854 | 1909 | 投资净收益 | 6.85 | 9.49 | 9.49 | 9.49 | 9.49 |
| 长期应收款 | 222 | 278 | 334 | 367 | 404 | 营业利润 | 365 | 649 | 695 | 921 | 1140 |
| 其他非流动资产 | 18 | 15 | 15 | 15 | 15 | 营业外收入 | 1.12 | 1.82 | 1.82 | 1.82 | 1.82 |
| 长期股权投资 | 23 | 19 | 19 | 19 | 19 | 营业外支出 | 4.15 | 8.22 | 8.22 | 8.22 | 8.22 |
| 固定资产 | 741 | 813 | 920 | 976 | 1005 | 利润总额 | 362 | 643 | 688 | 914 | 1134 |
| 在建工程 | 98 | 320 | 320 | 320 | 320 | 所得税 | 65 | 99 | 106 | 140 | 174 |
| 无形资产 | 67 | 69 | 62 | 56 | 50 | 净利润 | 297 | 544 | 582 | 774 | 960 |
| 长期待摊费用 | 24 | 59 | 53 | 48 | 43 | 少数股东损益 | 27 | 102 | 109 | 144 | 179 |
| 递延所得税资产 | 37 | 46 | 46 | 46 | 46 | 归属母公司净利润 | 270 | 443 | 514 | 630 | 781 |
| 其他非流动资产 | 6 | 8 | 8 | 8 | 8 | EBITDA | 532 | 816 | 886 | 1161 | 1403 |
| 资产总计 | 4540 | 5467 | 6319 | 7365 | 8615 | EPS (元) | 0.65 | 1.06 | 1.24 | 1.51 | 1.88 |
| 流动负债合计 | 1857 | 2140 | 2525 | 2930 | 3384 | 主要财务比率 | | | | | |
| 短期借款 | 190 | 53 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 应付账款 | 521 | 653 | 839 | 1015 | 1212 | 成长能力 | | | | | |
| 预收款项 | 56 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 22.78% | 28.75% | 25.26% | 21.15% | 19.21% |
| 合同负债 | 0 | 62 | 74 | 82 | 90 | 营业利润增长 | 20.18% | 78.10% | 6.96% | 32.59% | 23.83% |
| 一年内到期的非流动负债 | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 | 归属于母公司净利润增长 | 16.06% | 22.55% | 16.06% | 22.55% | 24.00% |
| 非流动负债合计 | 35 | 224 | 224 | 224 | 224 | 获利能力 | | | | | |
| 长期借款 | 16 | 179 | 179 | 179 | 179 | 毛利率(%) | 25.73% | 27.10% | 25.23% | 25.74% | 27.10% |
| 预计负债 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 净利率(%) | 7.02% | 10.00% | 8.54% | 9.37% | 9.75% |
| 负债合计 | 1892 | 2365 | 2749 | 3155 | 3609 | 总资产净利润(%) | 5.96% | 8.10% | 8.13% | 8.55% | 9.06% |
| 少数股东权益 | 148 | 256 | 312 | 449 | 620 | ROE(%) | 10.81% | 15.55% | 17.31% | 16.74% | 17.80% |
| 实收资本(或股本) | 416 | 416 | 416 | 416 | 416 | 偿债能力 | | | | | |
| 资本公积 | 883 | 869 | 869 | 869 | 869 | 资产负债率(%) | 42% | 43% | 44% | 43% | 42% |
| 未分配利润 | 1031 | 1366 | 1564 | 1807 | 2108 | 流动比率 | 1.78 | 1.79 | 1.80 | 1.88 | 1.98 |
| 归属母公司股东权益合计 | 2500 | 2846 | 3257 | 3761 | 4386 | 速动比率 | 1.51 | 1.53 | 1.51 | 1.58 | 1.67 |
| 负债和所有者权益 | 4540 | 5467 | 6319 | 7365 | 8615 | 营运能力 | | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产周转率 | 0.98 | 1.09 | 1.16 | 1.21 | 1.23 |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 应收账款周转率 | 3 | 4 | 5 | 5 | |
| 经营活动净现金流 | 323 | 880 | 611 | 848 | 1045 | 应付账款周转率 | 7.90 | 9.28 | 9.14 | 8.91 | 8.84 |
| 投资活动净现金流 | -524 | -135 | -337 | -315 | -318 | 每股指标(元) | | | | | |
| 筹资活动净现金流 | 64 | -44 | -154 | -122 | -149 | 每股收益(最新摊薄) | 0.65 | 1.06 | 1.24 | 1.51 | 1.88 |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.33 | 1.69 | 0.29 | 0.99 | 1.39 |
| 现金及等价物净增加 | -136 | 700 | 119 | 411 | 577 | 每股净资产(最新摊薄) | 6.01 | 6.85 | 7.84 | 9.05 | 10.55 |
| 期初现金及等价物余额 | 577 | 441 | 1142 | 1261 | 1672 | 估值比率 | | | | | |
| 期末现金及等价物余额 | 441 | 1142 | 1261 | 1672 | 2249 | P/E | 26.06 | 15.98 | 13.71 | 11.18 | 9.02 |
| | | | | | | P/B | 2.82 | 2.47 | 2.16 | 1.87 | 1.61 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 12.63 | 7.33 | 6.55 | 4.65 | 3.43 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526