

2020 年报&2021 一季报点评: 年报符合预期, 装备持续领跑环卫服务大增 买入 (维持)

2021 年 04 月 25 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

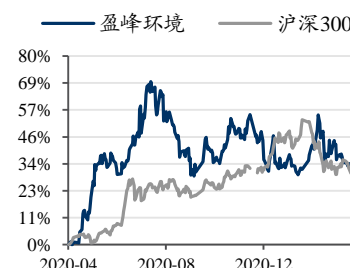
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,332	16,507	19,832	23,274
同比 (%)	12.9%	15.2%	20.1%	17.4%
归母净利润 (百万元)	1,386	1,570	1,856	2,189
同比 (%)	1.8%	13.3%	18.2%	17.9%
每股收益 (元/股)	0.44	0.50	0.59	0.69
P/E (倍)	18.50	16.34	13.82	11.72

投资要点

- **事件:** 2020 年, 公司实现营收 143.32 亿元, 同增 12.89%; 归母净利润 13.86 亿元, 同增 1.84%; 扣非归母净利润 14.32 亿元, 同增 14.38%, 符合我们预期; 加权平均 ROE 同比降低 0.43pct, 至 8.62%。2021 年一季度, 公司实现营收 27.37 亿元, 同增 24.47%; 归母净利润 1.52 亿元, 同增 5.63%; 扣非归母净利润 2.18 亿元, 同增 17.98%。
- **营收业绩双增, 中联环境完成业绩承诺。** 2020 年公司实现营收 143.32 亿元, 同增 12.89%; 归母净利润 13.86 亿元, 同增 1.84%; 扣非归母净利润 14.32 亿元, 同增 14.38%。中联环境 2018-2020 年经审计扣非归母净利润 37.78 亿元, 超过累计承诺数 0.56 亿元, 完成业绩承诺。
- **环卫服务营收大增 96.6%, 智慧环卫占比持续提升。** 分产品来看: 1) **环卫服务:** 2020 年实现营收 19.69 亿元, 同比大增 96.6%, 毛利率同减 3.02pct 至 22.86%。环卫服务持续保持高增, 收入规模近 20 亿。2) **传统环卫装备:** 2020 年实现营收 74.52 亿元, 同增 21.24%, 销售规模持续扩张, 毛利率同降 3.84pct 至 27.23%。3) **新能源环卫装备:** 2020 年实现营收 9.02 亿, 同增 1.78%, 毛利率同降 1.26pct 至 38.67%。2020 年智慧环卫营收/毛利占比 72.03%/79.32%, 同比提升 8.74pct/2.66pct。
- **注重高质量发展, 经营活动净现金流持续改善同增 13.74%。** 2020 年公司经营活动现金流净额 16.89 亿元, 同增 13.74%, 主要系公司以“实现高质量发展”为中心任务, 各环节多举措提高资产经营能力与周转效率。经营性净现金流持续改善, 护航高质量发展。
- **装备龙头地位稳固, 出击新能源环卫装备再度领跑。** 20 年公司销售环卫装备 19199 辆, 同增 11.39%, 环卫装备销售额实现 83.55 亿元, 同增 18.78%, 销售金额行业第一。中高端产品销量 10643 辆, 同增 0.59%, 市占率 29.79%, 中高端市场份额行业第一; 龙头出击新能源环卫装备领域, 销量 1367 辆, 同增 42.69%, 市占率 27.85%, 再获行业第一。
- **服务龙头地位复制, 新增订单年化金额/总金额双第一。** 2020 年公司新签约环卫服务项目共计 59 个, 新增年化合同额/总合同额 12.48 亿/125.74 亿, 截至报告期末, 公司运营的环卫服务项目共计 118 个, 在手年化合同额 28.31 亿, 累计合同总额 370 亿, 可持续经营能力突出。
- **一季度收入增速 24.47%, 期待新能源环卫装备与环卫服务放量。** 2021 年一季度公司实现营收 27.37 亿元, 同增 24.47%; 扣非归母净利润 2.18 亿元, 同增 17.98%, 归母净利润 1.52 亿元, 同增 5.63%。一季度研发费用率同比提升 0.67pct 至 2.55%, 研发投入加码巩固装备龙头护城河。
- **盈利预测:** 考虑非经常性损益影响, 我们将 2021-2022 年归母净利润 17.5/21.0 亿元下调至 15.7/18.6 亿元, 预计 2023 年归母净利润 21.9 亿元, 我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.50/0.59/0.69 元, 对应 16/14/12 倍 PE。装备龙头地位稳固拓展新能源, 环卫服务大增, 我们预计 2021-2023 年公司扣非归母净利润增速维持 15%以上, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源渗透率不及预期, 市场化率不及预期, 市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.11
一年最低/最高价	5.86/10.47
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	16410.43

基础数据

每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	40.20
总股本(百万股)	3163.08
流通 A 股(百万股)	2023.48

相关研究

- 1、《盈峰环境 (000967): 年度冠军持续发力中标 42 亿湘潭 & 三亚项目, 剥离电磁线资产聚焦“智慧环卫”》2021-01-31
- 2、《盈峰环境 (000967): Q3 单季业绩大增拐点已现, 环服拿单跃居首位 & 新能源持续领跑》2020-10-25
- 3、《盈峰环境 (000967): 环服订单行业第一 & 龙头出击新能源装备再度领跑, 业务拆分结构优化聚焦“智慧环卫”》2020-08-24

事件:

2020 年公司实现营业收入 143.32 亿元, 同比增长 12.89%; 归母净利润 13.86 亿元, 同比增长 1.84%; 扣非归母净利润 14.32 亿元, 同比增长 14.38%, 符合我们预期; 加权平均 ROE 同比降低 0.43pct, 至 8.62%。

2021 年一季度公司实现营业收入 27.37 亿元, 同比增长 24.47%; 归母净利润 1.52 亿元, 同比增长 5.63%; 扣非归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 17.98%, 加权平均 ROE 同比降低 0.03pct, 至 0.89%。

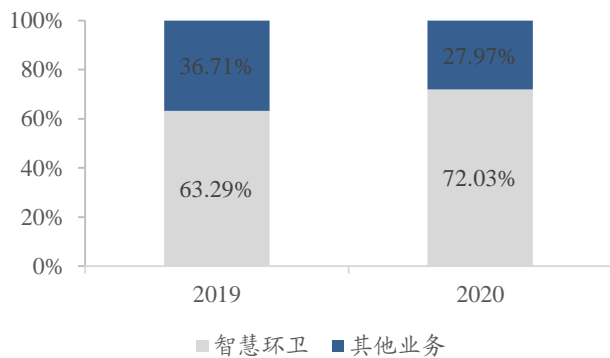
1. 环卫服务新增订单行业第一, 装备龙头出击新能源再度领跑

营收业绩双增, 中联环境完成业绩承诺。 2020 年公司实现营业收入 143.32 亿元, 同比增长 12.89%; 归母净利润 13.86 亿元, 同比增长 1.84%; 扣非归母净利润 14.32 亿元, 同比增长 14.38%。2020 年, 中联环境实现营业收入 101.36 亿元, 同比增长 24.01%, 扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 14.09 亿元, 2018-2020 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计为 37.78 亿元, 超过累计承诺数 0.56 亿元, 完成业绩承诺。

环卫服务营收大增 96.6%持续加速, 环卫服务&环卫装备毛利率略下降。 分产品来看: **1) 环卫服务:** 2020 年实现营业收入 19.69 亿元, 同比大增 96.6%, 毛利率同比减少 3.02pct 至 22.86%。环卫服务持续保持高增, 收入规模近 20 亿, 报告期内公司宝安环卫一体化项目在体量上创下行业记录, 新能源环卫装备、信息化技术、人工智能技术应用行业第一, 改写城市管理标准。**2) 传统环卫装备:** 2020 年实现营业收入 74.52 亿元, 同比增长 21.24%, 装备销售规模持续扩张, 毛利率同比下降 3.84pct 至 27.23%。**3) 新能源环卫装备:** 2020 年实现营业收入 9.02 亿, 同比增长 1.78%, 毛利率同比下降 1.26pct 至 38.67%。**4) 其他:** 2020 年实现营业收入 40.09 亿, 同比下降 14.00%, 毛利率同比上升 1.58pct 至 18.39%。根据公司公告, 其他业务类业务中, 电磁线业务经营主体佛山盈通 51%股权已实现转让, 风机业务拟分拆上市。

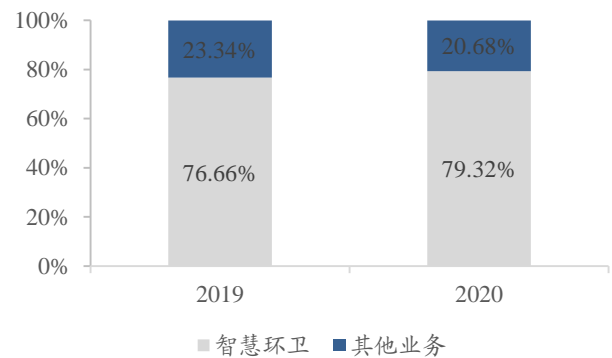
聚焦智慧环卫剥离非核心业务, 智慧环卫收入/毛利占比达 72.03%/79.32%。 根据公司公告, 非核心业务类业务中, 电磁线业务经营主体佛山盈通 51%股权已实现转让, 风机业务拟分拆上市。剥离非核心业务同时, 公司战略布局智慧环卫, 抢占“智能装备、智慧服务、智慧云平台”的智慧环卫新高地, 2020 年公司智慧环卫业务(包含传统环卫装备、新能源环卫装备、环卫服务)营业收入与毛利占比已达 72.03%/79.32%, 较 2019 年提升 8.74pct/2.66pct, 占比持续提升。

图 1：公司智慧环卫与其他业务营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司智慧环卫与其他业务毛利占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

装备龙头地位稳固，出击新能源环卫装备再度领跑。根据银保监会上险数据，2020年，公司共销售环卫装备 19,199 辆，同比增长 11.39%。**销售金额行业第一**，公司环卫装备销售额实现 83.55 亿元，同比增长 18.78%，其中，中高端产品销量 10,643 台，同比增长 0.59%，占市场份额 29.79%，**排名第一**。公司连续 20 年处于国内行业销售额第一位置，坐稳环卫装备绝对龙头地位。龙头革新出击新能源环卫装备领域，新能源产品销量 1367 辆，同比增长 42.69%，占市场份额 27.85%，**再获行业第一**。

服务龙头地位复制，新增订单年化金额/总金额双第一。2020 年公司新签约环卫服务项目共计 59 个，新增年化合同额 12.48 亿，合同总额 125.74 亿，项目覆盖全国 19 个省份。截至报告期末，公司运营的环卫服务项目共计 118 个，在手年化合同额 28.31 亿，累计合同总额 370 亿，可持续经营能力突出。

费用管控良好，期间费用率下降 1.1pct 至 11.57%。2020 年公司期间费用同比增长 3.1%至 16.59 亿元，期间费用率下降 1.1pct 至 11.57%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 12.64%、增加 36.91%、增加 3.68%、增加 22.55%至 8.01 亿元、5.36 亿元、2.55 亿元、0.66 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.63pct、上升 0.66pct、下降 0.16pct、上升 0.04pct 至 5.59%、3.74%、1.78%、0.46%。

一季度收入增速达 24.47%，期待新能源环卫装备与环卫服务放量。2021 年一季度公司实现营业收入 27.37 亿元，同比增长 24.47%；归母净利润 1.52 亿元，同比增长 5.63%，主要受所持华夏幸福股票股价下跌导致公允价值变动收益影响；扣非归母净利润 2.18 亿元，同比增长 17.98%。我们预计一季度表现受原材料成本上行影响，期待后续新能源环卫装备与环卫服务放量。

研发投入加码巩固装备龙头护城河，一季度研发费用率同比提升 0.67pct 至 2.55%。2021 年一季度公司期间费用同比增长 19.28%至 2.97 亿元，期间费用率下降 0.47pct 至 10.84%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 4.87%、增加 48.15%、增加

69.26%、减少 62.83%至 1.27 亿元、0.96 亿元、0.70 亿元、0.03 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.43pct、上升 0.56pct、上升 0.67pct、下降 0.28pct 至 4.65%、3.52%、2.55%、0.12%。

2. 资产负债率略有上升，营运效率提高

资产负债率略有上升，营运效率提高。2020 年公司资产负债率为 42.64%，同比上升 6.08pct。2020 年公司应收账款同比增长 7.78%至 55.65 亿元，应收账款周转天数同比减少 19.11 天至 134.74 天；存货同比增长 13.99%至 13.05 亿元，存货周转天数同比减少 6.03 天至 40.96 天；应付账款同比增长 36.95%至 34.05 亿元，应付账款周转天数同比减少 14.8 天至 98.49 天，使净营业周期同比减少 10.35 天至 77.21 天。

加权平均净资产收益率同减 0.43pct 至 8.62%。2020 年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.43pct 至 8.62%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率为 9.98%，同比下降 0.98pct，总资产周转率为 0.52（次），同比上升 0.01（次），权益乘数从 19 年的 1.64 上升至 20 年的 1.69。

3. 提质增效，经营活动净现金流持续改善护航高质量发展

注重高质量发展，经营活动净现金流持续改善同增 13.74%。1) 2020 年公司经营活动现金流净额 16.89 亿元，同比增加 13.74%。主要系公司以“实现高质量发展”为中心任务，开展融资租赁业务，放弃高风险订单，强化合同风险的分类分级和责任机制，加大货款回笼力度等多种经验管理方式所致；2) 投资活动现金流净额-8.84 亿元，同比增加 8.27%；3) 筹资活动现金流净额 12.42 亿元，同比增加 231.75%，主要系公司报告期内发行可转换公司债券和偿还到期银行借款较上期增加所致。

4. 环卫新能源十年五十倍，龙头地位复制新能源环卫&环卫服务露峥嵘

碳中和助力大国崛起，环卫新能源促能源结构调整。中国“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。中国公路交通碳排放占比约 8%，新能源替代可实现交通部门全减碳。根据国际能源署（IEA），公路交通部门对中国整体碳排放贡献约 8%。IEA 采用 2006IPCCGuidelines 对各部门碳排放进行核算。依据方法学，公路交通实现新能源替代，将可以实现公路交通单部门 100%减碳。

公共领域车辆新能源潜力大，环卫新能源碳减排效率突出。公共领域车辆存量新能源替代率，公交（46.8%）、出租（5.5%）、环卫（2.4%）、物流（2%），远低于政策规划目标。新能源环卫车 a)大排量为主上装副发动机增加排量，b)柴油机占比 90%排放因子高，c)低速运行车辆油耗排放高，新能源替代减排效果好。环卫服务公益属性，环卫作业特点完美契合电动车运营习惯，新能源替代政策推动强而有力。

环卫新能源五十倍成长，十年替代助力实现 2030 年碳达峰。环卫新能源非短周期爆发，释放受政策与经济性驱动。1)政策端：环卫新能源有望成为政府实现碳排放“3060”目标重要抓手，碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强；2)经济性：环卫新能源 7 年平价具备经济性，2025 年迎经济性拐点实现 4 年平价，对比较公交 3 年平价（渗透率 82%）已经接近，有望快速放量。我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年市场加速放量，渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。

装备龙头地位复制，新能源再度领跑&环卫服务露峥嵘。公司连续 20 年处于国内行业销售额第一位置。2020 年龙头革新出击，公司新能源环卫装备再获行业市占率第一，传统&新能源环卫装备双第一展现龙头地位。**依托机械化能力与渠道优势，龙头外拓智慧环卫强劲扩张**，2020 年环卫服务新增年化金额/总金额达 12.48 亿/125.74 亿，新增订单行业第一。

盈利预测：考虑非经常性损益影响，我们将 2021-2022 年归母净利润 17.5/21.0 亿元下调至 15.7/18.6 亿元，预计 2023 年归母净利润 21.9 亿元，假设公司 14.76 亿可转债于 2021 年全部转股，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.50/0.59/0.69 元，对应 16/14/12 倍 PE。考虑公司装备龙头地位稳固拓展新能源，环卫服务持续大增，我们预计 2021-2023 年公司扣非归母净利润复合增速维持 15%以上，维持“买入”评级。

风险提示：新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，市场竞争加剧

盈峰环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,736	19,471	24,109	26,269	营业收入	14,332	16,507	19,832	23,274
现金	5,904	8,223	11,026	11,620	减:营业成本	10,766	12,317	14,857	17,634
应收账款	5,565	6,791	8,053	9,368	营业税金及附加	74	92	108	126
存货	1,305	1,498	1,883	2,130	营业费用	801	1,098	1,287	1,453
其他流动资产	2,962	2,959	3,147	3,151	管理费用	536	564	677	821
非流动资产	14,374	15,056	15,957	16,826	研发费用	255	297	377	442
长期股权投资	318	363	408	453	财务费用	66	55	26	1
固定资产	1,641	2,053	2,492	2,884	资产减值损失	82	74	101	112
在建工程	1,783	1,656	1,680	1,687	加:投资净收益	78	67	67	67
无形资产	3,168	3,523	3,921	4,347	其他收益	74	75	75	75
其他非流动资产	7,464	7,460	7,455	7,455	资产处置收益	-2	-2	-2	-2
资产总计	30,111	34,528	40,066	43,094	营业利润	1,686	2,070	2,518	2,805
流动负债	10,442	11,225	14,509	15,353	加:营业外净收支	-48	-46	-59	-76
短期借款	1,658	1,658	1,658	1,658	利润总额	1,637	2,025	2,459	2,729
应付账款	3,405	3,335	4,794	4,855	减:所得税费用	208	295	361	389
其他流动负债	5,379	6,233	8,057	8,841	少数股东损益	43	160	242	152
非流动负债	2,398	3,205	3,712	3,919	归属母公司净利润	1,386	1,570	1,856	2,189
长期借款	1,965	2,772	3,279	3,486	EBIT	1,690	2,069	2,471	2,713
其他非流动负债	433	433	433	433	EBITDA	2,157	2,531	3,047	3,410
负债合计	12,840	14,430	18,221	19,272	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	351	511	752	904	每股收益(元)	0.44	0.50	0.59	0.69
归属母公司股东权益	16,920	19,587	21,092	22,918	每股净资产(元)	5.26	6.11	6.58	7.16
负债和股东权益	30,111	34,528	40,066	43,094	发行在外股份(百万股)	3163	3341	3341	3341
					ROIC(%)	10.1%	10.9%	13.4%	13.4%
					ROE(%)	8.3%	8.6%	9.6%	9.8%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	24.9%	25.4%	25.1%	24.2%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	9.7%	9.5%	9.4%	9.4%
经营活动现金流	1,689	1,087	3,804	1,973	资产负债率(%)	42.6%	41.8%	45.5%	44.7%
投资活动现金流	-884	-1,160	-1,432	-1,521	收入增长率(%)	12.9%	15.2%	20.1%	17.4%
筹资活动现金流	1,242	2,391	430	142	净利润增长率(%)	2.7%	21.0%	21.3%	11.6%
现金净增加额	2,046	2,319	2,803	594	P/E	18.50	16.34	13.82	11.72
折旧和摊销	467	462	576	697	P/B	1.54	1.33	1.23	1.13
资本开支	1,292	637	856	824	EV/EBITDA	11.84	9.77	7.54	6.76
营运资本变动	-558	-1,175	1,149	-1,022					

注: 2021-2023 年发行在外股本以 14.76 亿可转债全部转股计算

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>