

2021年04月25日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

## 两大预期差，宇通份额提升&盈利领先验证优势

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,484	3,874	4,609	5,797
同比（%）	8.6%	11.2%	19.0%	25.8%
归母净利润（百万元）	294	363	454	569
同比（%）	-4.9%	23.5%	24.9%	25.3%
每股收益（元/股）	0.55	0.67	0.84	1.05
P/E（倍）	31.53	25.54	20.44	16.32

### 投资要点

■ 环卫新能源存量替代拉开帷幕，2021Q1行业放量销量大增55%。1) 政策端：2021Q1环卫新能源政策频落地，存量替代拉开帷幕；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。2020年渗透率仅3%成长潜力大，我们预计环卫新能源行业销量10年50倍成长。2021Q1电动环卫车行业销售635辆，同比大增54.50%，较2020年电动环卫车增速26.42%提升了28.08pct，真实新能源渗透率提升可观。

■ 两大预期差：电车存量区域强化油车放量拓展渠道，电车成本优势仍在。  
 > 预期差一：电动份额提升存量区域优势强化，传统装备放量增强上装渠道。2021Q1公司环卫装备销量同增154%，市占率3.48%，首进前四。1) 电动装备份额大增至29%行业第一，存量区域优势强化。2021Q1公司电动装备销量186辆，同增323.73%，市占率同升18.59pct至29.29%，行业第一，较2020年市占率21.42%提升了7.87pct。其中销量增长最多地区为广东、河北和河南，公司存量优势区域装备持续高增验证核心竞争力。2) 传统装备份额同升0.89pct至2.66%，助力上装能力增强实现渠道拓展。2021Q1公司传统装备销量530辆，同增122.69%，市占率同升0.89pct至2.66%。2020年公司省外传统装备销量市占率均低于4%，2021Q1实现9省市销量市占率超4%，省外份额全面扩张，市占率提升明显的区域为北京、内蒙古、上海、重庆。公司在广西、贵州、黑龙江、江西、辽宁、内蒙古、云南7省未渗透新能源装备的情况下实现传统装备的纯渠道拓展，传统装备的快速成长将助力公司开拓渠道资源，增强环卫装备上装能力。

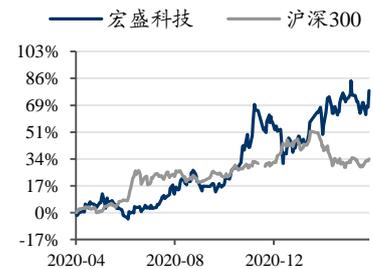
> 预期差二：电动装备毛利率仍高于同业5pct，上装底盘一体化生产成本优势验证。1) 成本下行期新能源装备毛利率保持领先。我们预计2020年公司新能源装备毛利率约42.5%，同降7.3pct，高于同业5pct+，主要系环卫电动装备售价下降19.49%所致，验证公司成本优势。2) 收入扩张&规模效应促费用率下降，盈利能力有望稳定。2020年公司期间费用率较同业有6.5pct弹性，装备毛利率下行中公司装备净利率有望维持稳定。

■ 全面市场化&长期单价下行，新能源放量期产品力优势加强。电动装备单价下行，2021Q1销量大增验证装备放量。2020年公司电油单价比达2.39，同降12.18%符合我们的预期，我们预计至2025年电油单价比将下降至1.90，下降空间达20.43%，此后经济性凸显推动新能源装备快速放量。随着电车售价下行及环卫全面市场化，公司渠道能力逐步加强，具备强制制造能力及服务能力企业将有望在市场化竞争中突破重围持续获益。

■ 盈利预测与投资评级：我们维持公司2021-2023年归母净利润预测3.63/4.54/5.69亿元，同比23.5%/24.9%/25.3%，EPS为0.67/0.84/1.05元，对应26/20/16倍PE，考虑公司凭借制造及服务优势享环卫电动化长期红利，未来3年公司环卫装备和环卫服务业绩有望高增，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)	17.20
一年最低/最高价	9.24/17.80
市净率(倍)	5.29
流通A股市值(百万元)	2677.68

### 基础数据

每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	56.38
总股本(百万股)	539.37
流通A股(百万股)	155.68

### 相关研究

- 1、《宏盛科技（600817）：2020年年报点评：宇通重工扣非2.48亿远超业绩承诺，环卫装备&服务增长态势良好》2021-04-02
- 2、《宏盛科技（600817）：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航》2021-02-07
- 3、《宏盛科技（600817）：工程机械影响全年业绩持平或微降，实际扣非有望正增长》2021-01-29

## 内容目录

1. 环卫新能源替代助力碳中和，政策&经济性推动五十倍成长.....	4
1.1. 环卫新能源替代潜力大，减碳效率高助力碳达峰 .....	4
1.2. 政策加码存量替代拉开帷幕，全生命周期已平价经济性拐点加速放量 .....	5
1.3. 环卫新能源销量稳定渗透期五年7倍，经济性拐点快速放量十年50倍 .....	8
1.4. 2021Q1 环卫新能源销量同比大增55%，真实新能源渗透率提升可观 .....	9
2. 两大预期差：份额提升&盈利领先验证宇通实力，长期放量更显产品力优势 .....	10
2.1. 预期差一：电动份额提升存量区域优势强化，传统装备放量增强上装拓展渠道 .....	11
2.2. 预期差二：电动装备毛利率仍高于同业5pct，上装底盘一体化生产成本优势验证 ..	14
2.3. 全面市场化&长期单价下行，新能源放量期产品力优势加强 .....	16
3. 盈利预测与投资建议 .....	17
4. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 2019 年公共领域车辆新能源汽车比例远低于重点区域 80%替代的政策目标.....	4
图 2: 新能源环卫装备 2017-2020 年续航里程快速提升.....	5
图 3: 纯电公交第 3 年经济性优势显现.....	7
图 4: 纯电环卫车第 7 年经济性优势显现.....	7
图 5: 整车成本降幅&毛利率敏感性分析 (全生命周期现金流持平所需年数) .....	7
图 6: 我们预计 2020-2030 年环卫装备/新能源环卫销量 CAGR 为 7.44%/47.73%.....	8
图 7: 我们预计 2020-2030 年环卫装备/新能源环卫装备 CAGR 为 12.54%/39.29%.....	9
图 8: 环卫车销量与增速.....	9
图 9: 纯电动环卫车销量与增速.....	9
图 10: 环卫新能源渗透率.....	10
图 11: 2020 年公司新能源环卫装备销量占比达 32.08% .....	11
图 12: 20 年公司新能源环卫装备营收占比达 52.48% .....	11
图 13: 2016 年至今新能源装备 CR6 维持 70%以上 .....	12
图 14: 2021Q1 公司新能源装备销量市占率 29.29% .....	12
图 15: 各省市公司新能源装备销量市占率 .....	13
图 16: 各省市公司传统装备销量市占率 .....	13
图 17: 2016-2021Q1 中高端装备销量占比维持 68%以上.....	14
图 18: 新能源/传统中高端占比高于行业平均.....	14
图 19: 新能源环卫装备毛利率同业比较.....	15
图 20: 传统环卫装备毛利率同业比较.....	15
图 21: 上装企业整车企业核心竞争力分析.....	16
图 22: 行业发展阶段决定核心竞争力.....	17
表 1: 2021 年起全国新能源环卫装备替代比例要求为不低于 52.62%.....	6
表 2: 2016-2021Q1 公司环卫装备销量.....	12
表 3: 公司期间费用率较同业可比有 6.5pct 下降空间.....	15
表 4: 业务拆分预测.....	18
表 5: 截至 2021/04/25 可比公司估值.....	19

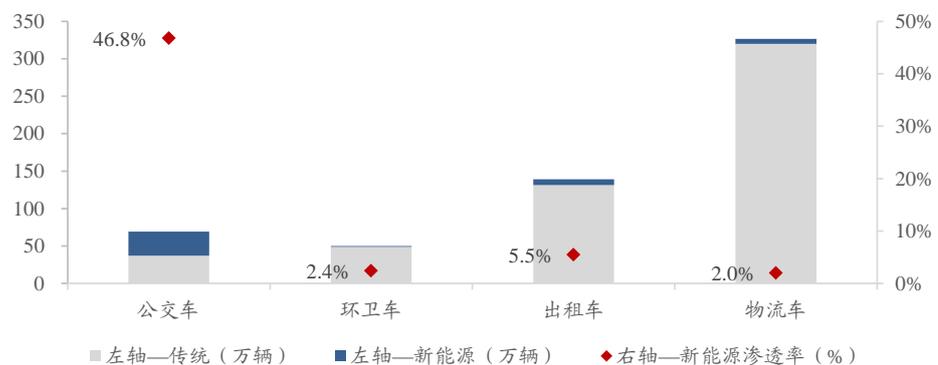
## 1. 环卫新能源替代助力碳中和，政策&经济性推动五十倍成长

### 1.1. 环卫新能源替代潜力大，减碳效率高助力碳达峰

**碳中和加快大国崛起，环卫新能源替代助力碳达峰。**21 世纪以来，中国二氧化碳排放量及占比快速提升，至 2019 年中国二氧化碳排放量达 98.26 亿吨，占世界二氧化碳总排放总量的 28.76%。目前“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。从产业投资视角来看，我们认为**能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇**将成为实现碳中和的重要途径，**碳交易**提供有效制度支撑。新能源环卫装备从前端切入，**新能源替代积极贡献能源结构改善**，助力中国实现“2030 碳达峰、2060 碳中和”目标。

**公路交通减碳贡献达 8%，环卫新能源减碳效率高。**据国际能源署（IEA）数据及公路交通碳排放核算方法学，我们测算得到电车替代可实现公路交通 100%减碳，公路交通对中国整体碳排放贡献约 8%。2019 年，根据交通运输部《交通运输行业发展统计公报》与交通与发展政策研究所、住建部和银保监会数据可得，公交车新能源替代比例达 **46.8%**，出租车新能源比例达 **5.5%**，环卫车与物流车基本没有电动化，**公共领域车辆新能源替代率远低于重点区域 80%替代的政策目标**，**碳减排贡献潜力大**。我们认为**环卫新能源碳减排效率突出**，主要体现在**减排效果与模式契合**两方面。1) 减排效果：**低速运行车辆，单车排量大，减排效率高**。2) 模式：**政府主导推进强而有力，新能源装备契合环卫作业特点**。2017-2019 年，环卫装备续航里程数得到了较大提升，部分车型续航里程增幅达 50%以上，续航里程已可以满足作业需要。

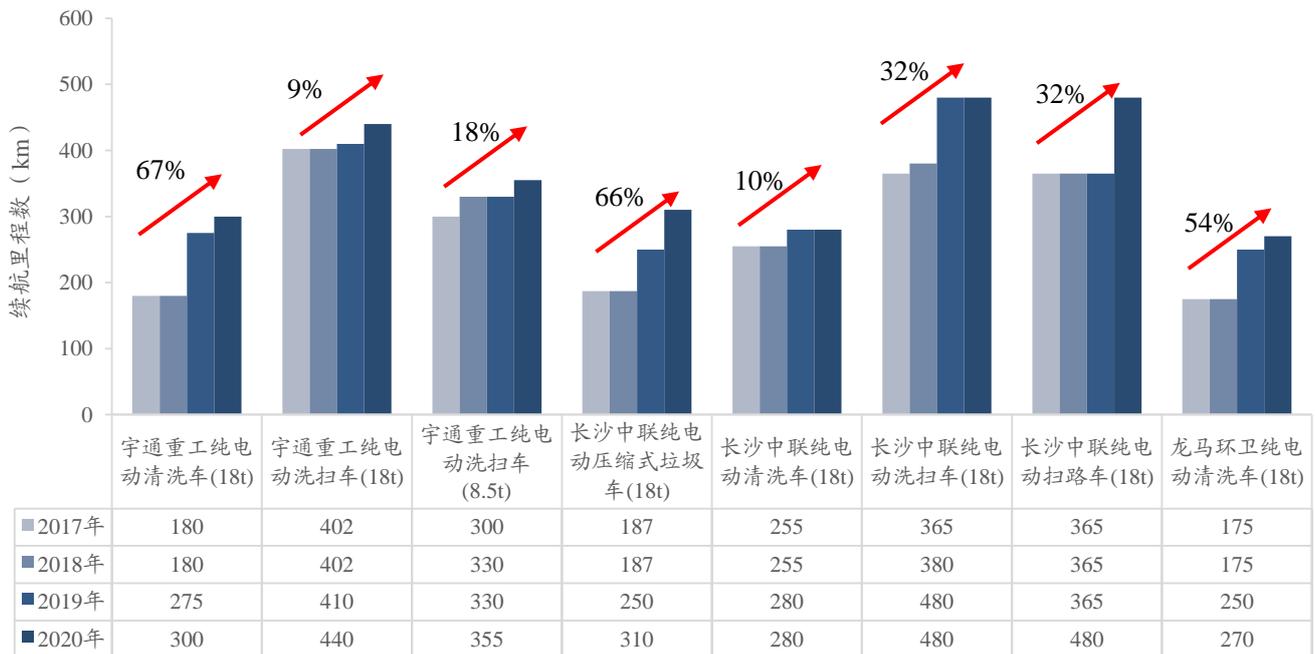
图 1：2019 年公共领域车辆新能源汽车比例远低于重点区域 80%替代的政策目标



数据来源：住建部，交通运输部，银保监会交强险数据，东吴证券研究所

注：图中物流车指总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆

图 2: 新能源环卫装备 2017-2020 年续航里程快速提升



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

注: 图中百分比为 2020 年续航里程较 2017 年续航里程增幅

## 1.2. 政策加码存量替代拉开帷幕, 全生命周期已平价经济性拐点加速放量

环卫新能源非短周期放量, 市场释放受政策与经济性驱动。通过复盘公交车快速实现电动化的过程, 我们认为新能源补贴退坡确定性较强, 初始购置大额补贴情况难以再现。环卫新能源市场释放依靠外部驱动政策持续加码与内部驱动经济性优势逐步体现。

### (1) 政策端: 碳中和助力替代逻辑加强, 环卫新能源政策加码存量替代

2020 年新能源环卫装备渗透率 3.19% (交强险口径), 与政策目标差距仍超 49pct。2020 年 10 月 9 日, 国务院常务会议召开, 会议通过《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》, 要求 2021 年起, 国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆, 新能源汽车比例不低于 80%。按照 2021 年重点区域环卫新能源替代比例要求不低于 80%, 非重点区域不进行环卫新能源替代的假设条件保守估计, 2021 年起全国新能源环卫装备替代比例要求不低于 52.62%。据银保监会交强险数据, 2020 年环卫装备合计销售 114009 辆, 整体市场表现同比持平, 其中新能源销量 3637 辆, 新能源渗透率 3.19%, 同比提升 0.63pct。新能源渗透率政策目标与执行缺口达 49pct。

表 1: 2021 年起全国新能源环卫装备替代比例要求为不低于 52.62%

重点区域	地区	环卫车累计销量 (辆)	销量全国占比
生态文明 试验区	2017 年首批 (福建、江西、贵州)	32763	8.27%
	2019 年 (海南)	2275	0.57%
大气污染 重点防治 区域	京津冀 (13 个地级及以上城市)	43640	11.01%
	长三角 (25 个地级及以上城市)	54597	13.78%
	珠三角 (9 个地级及以上城市)	27884	7.04%
	辽宁中部城市群 (7 个地级及以上城市)	3975	1.00%
	山东城市群 (17 个地级及以上城市)	33224	8.39%
	武汉及周边城市群 (6 个地级及以上城市、3 个县级城市)	13896	3.51%
	长株潭城市群 (3 个地级市)	7237	1.83%
	成渝城市群 (15 个地级及以上城市)	20655	5.21%
	海峡两岸城市群 (9 个地级及以上城市, 1 个正厅级实验区)	区域属于生态文明试验区福建省	
	山西中北部城市群 (4 个地级城市)	3831	0.97%
	陕西关中城市群 (5 个地级及以上城市, 1 个副省级开发区)	10480	2.65%
	甘宁城市群 (3 个地级市)	4226	1.07%
	新疆乌鲁木齐城市群 (1 个地级城市, 3 个县级城市)	1934	0.49%
合计		271537	65.78%
<b>2021 年起全国新能源环卫装备替代比例要求为不低于 52.62%</b> (65.78%*80%=52.62%)			

数据来源: 各地方人民政府网, 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

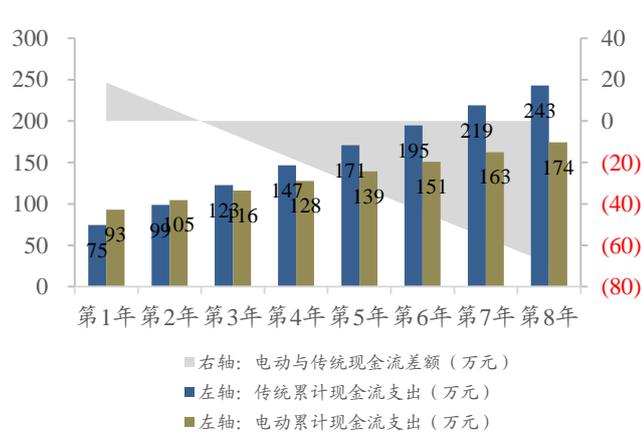
**协同碳中和最严环卫新能源政策有望落地, 新能源替代逻辑加强。**环卫新能源替代碳减排效率突出, 减排效果优异, 有望成为政府实现碳排放“3060”目标重要抓手。“十四五”规划首次将碳达峰、碳中和目标写入发展规划, 提出制定**碳排放达峰行动方案**, 生态环境部作为应对气候变化的主要责任方, 提出达峰行动有关工作将纳入中央生态环保督察。**碳中和政策推动叠加中央生态环保督察, 环卫新能源替代逻辑加强。**

**2021 年环卫新能源政策频落地, 存量新能源替代拉开帷幕。**2021 年 2 月起截至 4 月 12 日, 全国地级市中共有 6 地在 2021 年公布新能源环卫政策, 包括郑州、安顺、上海、太原、北京、杭州。**北京单月落地 2 政策**, 对环卫车辆电动化研究制定一揽子鼓励政策, 确保环卫车达标排放, 推动展开电动化替代。**存量新能源替代开启**, 郑州提出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**为新能源车辆, 中型以上环卫车辆逐步更新为新能源车辆。**太原**要求建成区新增公交车、环卫车全部采购新能源车辆, 现存车辆**年内全部更新**。

(2) 经济性：全生命周期平价具备经济性，2025 年有望迎经济性拐点

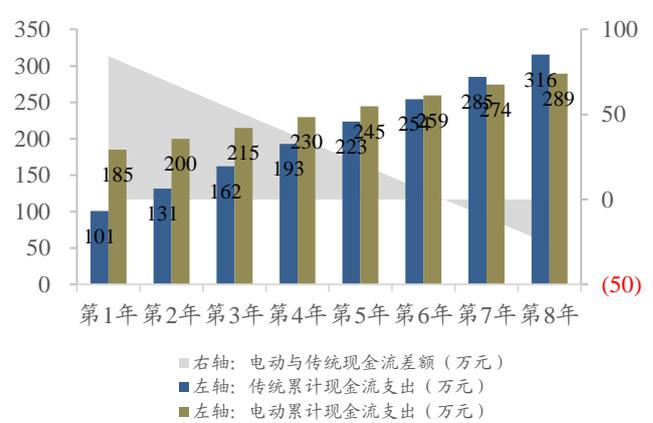
当前阶段对比 12m 纯电动公交和 18 吨纯电动洗扫车，纯电动公交全生命周期现金流 3 年实现平价，纯电环卫车需要 7 年，已经实现全生命周期平价，具备新能源替代内生驱动力。新能源环卫车电池成本占比高，导致当前单车成本过高，平均毛利率 40% 处于高位。我们对新能源装备毛利率与成本变动两个因素进行敏感性分析，可以发现当新能源环卫车毛利率下降 6pct 至 34% 时，从全生命周期现金流支出角度考虑，2025 年即可满足 4 年实现新能源环卫车全生命周期现金流支出平价。对比纯电动公交 3 年实现平价的水平已经非常接近，内生替代驱动非常强烈，有望迎来快速环卫电动化替代进程。

图 3：纯电公交第 3 年经济性优势显现



数据来源：招标网，东吴证券研究所测算

图 4：纯电环卫车第 7 年经济性优势显现



数据来源：招标网，东吴证券研究所测算

图 5：整车成本降幅&毛利率敏感性分析（全生命周期现金流持平所需年数）

年份	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
底盘（电池）成本下降	0%	8.0%	15.4%	22.1%	28.4%	34.1%
底盘（除电池）成本下降	0%	1.5%	3.0%	4.4%	5.9%	7.3%
整车成本降幅	0%	3.7%	7.1%	10.3%	13.3%	16.1%
毛利率						
40.0%	7	7	6	6	6	5
39.5%	7	7	6	6	6	5
39.0%	7	7	6	6	6	5
38.5%	7	6	6	6	5	5
38.0%	7	6	6	6	5	5
37.5%	7	6	6	6	5	5
37.0%	7	6	6	6	5	5
36.5%	7	6	6	5	5	5
36.0%	6	6	6	5	5	5
35.5%	6	6	6	5	5	5
35.0%	6	6	6	5	5	5
34.5%	6	6	5	5	5	5
34.0%	6	6	5	5	5	4

数据来源：招标网，公司公告，东吴证券研究所测算

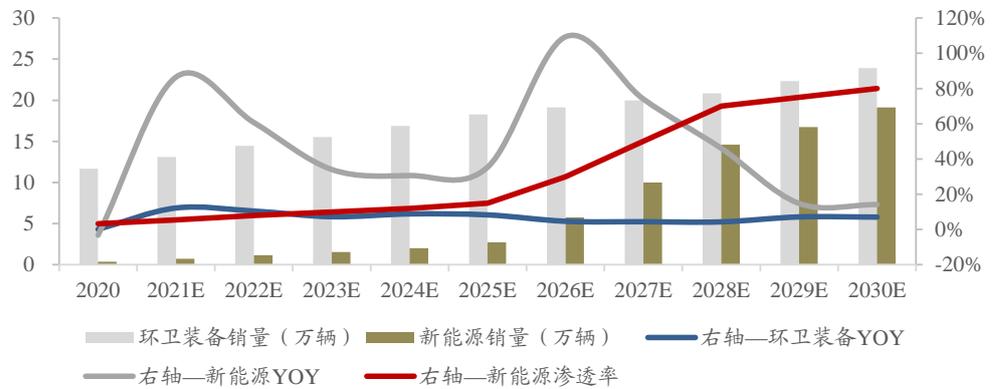
### 1.3. 环卫新能源销量稳定渗透期五年 7 倍，经济性拐点快速放量十年 50 倍

基于新能源环卫政策推进与经济性提升节奏，我们在 2021 年 2 月 9 日《十年五十倍，如何掘金环卫新能源？》以及 2021 年 3 月 13 日《环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰》报告中指出，我们预计新能源环卫市场预计分两阶段释放，并于 2030 年新能源渗透率达到 80%。

**稳定渗透期（2020-2025 年）：**碳中和政策助力推动环卫新能源替代，叠加内生经济性提升替代驱动力增加，我们预计新能源渗透率从 2020 年 3.31% 提升至 2025 年 15%，2025 年新能源环卫车销量 2.74 万辆，是 2020 年销量的 7 倍，2020-2025 销量 CAGR 为 48.01%。2025 年新能源环卫市场空间 139.27 亿，2020-2025 年 CAGR 为 41.25%。

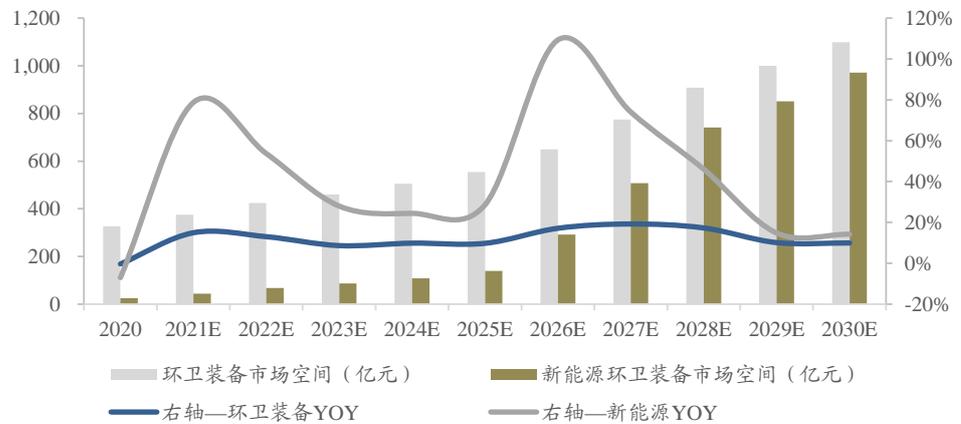
**快速放量期（2025-2030 年）：**2025 年迎来新能源环卫经济性拐点，匹配环卫市场化全面铺开，我们预计渗透率从 2025 年 15% 迅速提至 2030 年 80%，2030 年新能源环卫车销量 19.13 万辆，是 2020 年销量的 50 倍，2025-2030 销量 CAGR 为 47.46%。30 年新能源环卫市场空间 971.14 亿，25-30 年 CAGR 为 47.46%。

图 6：我们预计 2020-2030 年环卫装备/新能源环卫销量 CAGR 为 7.44%/47.73%



数据来源：住建部，银保监会交强险数据，公司公告，东吴证券研究所测算

图 7：我们预计 2020-2030 年环卫装备/新能源环卫装备 CAGR 为 12.54%/39.29%

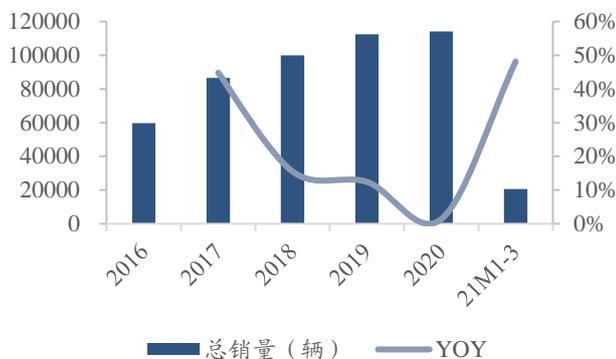


数据来源：住建部，银保监会交强险数据，公司公告，东吴证券研究所测算

#### 1.4. 2021Q1 环卫新能源销量同比大增 55%，真实新能源渗透率提升可观

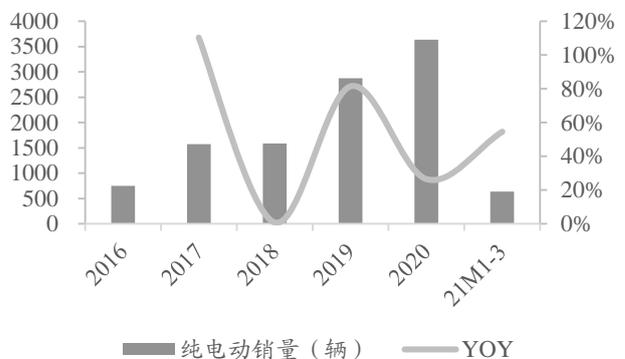
新能源销量同增 54.5%，真实新能源渗透率提升可观。根据银保监会交强险上险数据，2021 年 1-3 月，环卫车合计销售 20568 辆，同比变动+48.11%，相较于 2020 年环卫车合计销量增速 1.41%提升了 46.70pct。其中，纯电动环卫车销售 635 辆，同比变动+54.50%，相较于 2020 年电动环卫车增速 26.42%提升了 28.08pct，新能源渗透率 3.09%，同比变动+0.13pct。去年同期受疫情影响，环卫车销售总量偏低，同比下滑 35%，同期新能源环卫车逆势增长 25%，导致 2020 年前三个月新能源渗透率偏高。高基数之下，2021 年前三个月新能源渗透率仍有提升，真实新能源渗透率提升可观。

图 8：环卫车销量与增速



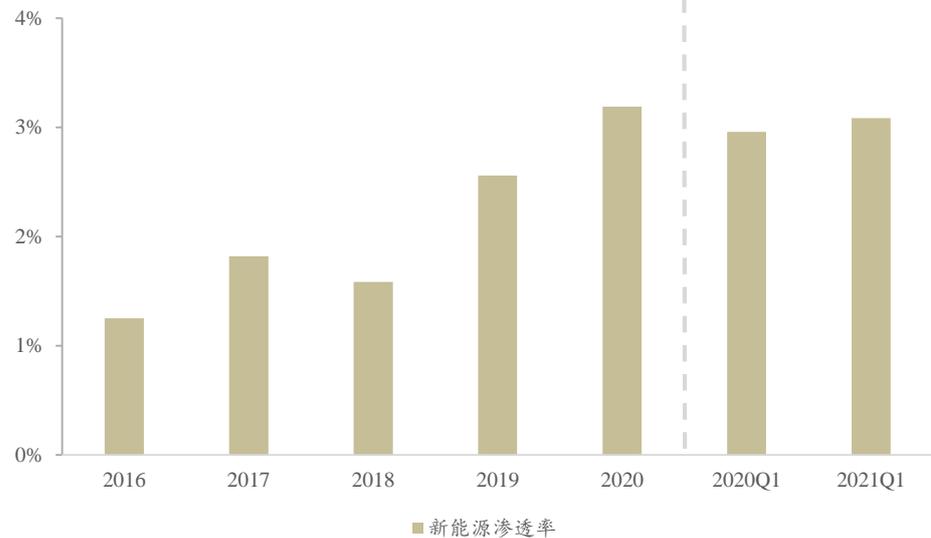
数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

图 9：纯电动环卫车销量与增速



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

图 10: 环卫新能源渗透率



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

## 2. 两大预期差：份额提升&盈利领先验证宇通实力，长期放量更 显产品力优势

随着公共领域用车新能源化持续推进，新能源环卫装备市场空间有望稳步释放。我们在 2020 年 11 月 30 日发布的《制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通》深度报告中已对公司核心竞争力做了较为全面的梳理与分析，我们认为公司承袭宇通集团制造基因，实现底盘上装一体化生产、电池集采，相较于同业有明显的成本优势，借鉴客车成功经验展现出较强的技术实力与服务品质。

截至 2021 年 1 季度，公司以 29%行业第一的市场销量份额、存量区域的销售强化、行业领先的电动环卫毛利率持续验证公司在环卫电动行业中的竞争力。在 10 年 50 倍销量增长的长周期、市场化环卫电动赛道中，不仅仅比拼短周期的 to G 端资源，更看长久的制造力，未来公司将凭借突出的装备制造和服务优势，在新能源环卫装备领域保持长期强劲的竞争力。同时，2020 年公司新能源环卫装备营收占比装备收入高达 52.48%，居上市公司首位，销量市占率稳居行业前列，在新能源环卫装备渗透率加速提升过程中，有望享受最大弹性的业绩释放。

图 11: 2020 年公司新能源环卫装备销量占比达 32.08%



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图 12: 20 年公司新能源环卫装备营收占比达 52.48%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.1. 预期差一: 电动份额提升存量区域优势强化, 传统装备放量增强上装拓展渠道

**2021Q1 环卫装备总销量市占率首进前四, 新能源装备市场销量份额同增 18.59pct 至 29.29% 排名第一。**根据银保监会新车交强险数据, 2020 年公司环卫装备销量 2428 台, 同比增加 19.14%, 销量市占率 2.13%, 同比提升 0.32pct, 2016-2020 年复合增速 31.46%, 较行业复合增速 17.52% 高出 13.94pct, 其间 2018 年公司环卫装备销量略有下滑, 主要系市场对新能源装备需求缩减导致公司新能源产品销量下降所致。2021Q1 公司环卫装备销量 716 辆, 同比提升 154%。公司环卫装备销量市占率从 2018 年的 1.64% 持续提升至 2021Q1 的 3.48%, 首次进入行业前四。

**1) 新能源装备: 2021Q1 销量份额同升 18.59pct 至 29.29% 行业第一。**2020 年公司新能源装备销量 779 台, 同比增加 19.48%, 2016-2020 年复合增速 97.69%, 较行业复合增速 48.44% 高出 49.25pct。2016 年至今新能源装备行业份额集中, CR6 始终维持 70% 以上, 自 2017 年起公司新能源装备销量市占率保持行业前二, 体现出持续稳定的竞争力。2021Q1 公司新能源装备销量 186 辆, 同比增加 323.73%, 较行业同比增速 54.50% 高出 268.23pct, 销量市占率同比提升 18.59pct 至 29.29%, 位列行业第一, 较公司 2020 年新能源装备销量市占率 21.42% 进一步提升了 7.87pct。

**2) 传统装备: 2021Q1 销量份额同升 0.89pct 至 2.66%。**2020 年公司传统装备销量 1649 辆, 同比增加 18.98%, 2016-2020 年复合增速 21.29%, 较行业复合增速 16.94% 高出 4.35pct。2021Q1 传统环卫装备销量 530 辆, 同比增加 122.69%, 较行业同比增速 47.91%

高出 74.77pct，销量市占率同比提升 0.89pct 至 2.66%，较公司 2020 年传统装备销量市占率 1.49% 进一步提升了 1.17pct。

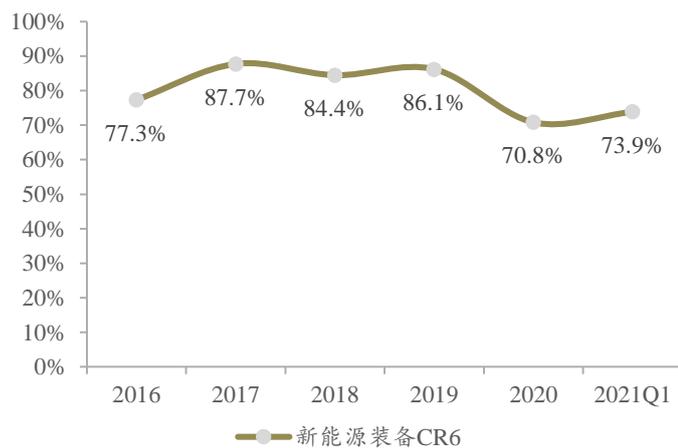
表 2: 2016-2021Q1 公司环卫装备销量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
装备总销量	813	1803	1636	2038	2428	716
同比		121.77%	-9.26%	24.57%	19.14%	153.90%
新能源装备销量	51	576	302	652	779	186
同比		1029.41%	-47.57%	115.89%	19.48%	322.73%
传统装备销量	762	1227	1334	1386	1649	530
同比		61.02%	8.72%	3.90%	18.98%	122.69%
新能源装备销量占比	6.27%	31.95%	18.46%	31.99%	32.08%	25.98%

数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

注：数据剔除“自卸式垃圾车”

图 13: 2016 年至今新能源装备 CR6 维持 70% 以上



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

图 14: 2021Q1 公司新能源装备销量市占率 29.29%



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

2021Q1 公司继续强化新能源优势地区的竞争力，传统装备省外扩张初显成效。对公司装备销售区域进行拆分：

1) 新能源装备：存量优势区域持续强化。2021Q1 销量增长显著地区分别为 a) 广东：公司销量同增 65 辆，其中该地区销量新能源装备销量没有增长，公司销量市占率 44.44%，同比提升 40.12pct； b) 河北：公司销量同增 30 辆，其中该地区销量同增 55 辆，公司销量市占率 47.62%，同比提升 47.62pct； c) 河南：公司销量同增 28 辆，其中该地区销量同增 51 辆，公司销量市占率 41.75%，同比提升 12.90pct。公司凭借制造和服务优势持续强化优势区域的竞争力。公司 2021Q1 在福建、河北、广东、四川、北京 5 省销量市占率较 2020 年提升显著，分别提升 50.00pct、33.77pct、22.04pct、16.82pct、

10.57pct。

2) 传统装备: 油车放量增强上装能力拓展装备渠道。2020年,公司在河南省外其他省市中传统装备销量市占率均低于4%,2021Q1公司传统装备销量市占率已在9省市超过4%,省外市场销量份额全面扩张,其中北京、内蒙古、上海、重庆等区域2021Q1销量市占率较2020年提升显著,分别提升了3.36pct、3.75pct、5.79pct、7.83pct。在广西、贵州、黑龙江、江西、辽宁、内蒙古、云南省公司新能源装备尚未渗透,传统装备的销售布局实现了纯渠道拓展。我们认为在新能源环卫装备未出现明显经济性拐点、尚未完全市场化的稳定渗透期间,装备放量将主要依托政策推动,考验企业G端渠道资源,公司传统装备的快速成长将助力公司扩张渠道资源,扩大区域布局,增强环卫装备上装能力,进一步增强装备核心竞争力。

图 15: 各省市公司新能源装备销量市占率

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021Q1
安徽	0.00%	0.00%	16.67%	25.00%	67.44%	0.00%
北京	0.00%	8.30%	7.37%	7.11%	2.76%	13.33%
福建	0.00%	0.00%	50.00%	45.00%	0.00%	50.00%
甘肃					36.67%	0.00%
广东	1.92%	5.71%	42.75%	25.08%	22.41%	44.44%
广西			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
贵州						0.00%
海南			0.00%	0.00%		0.00%
河北	0.00%	6.94%	20.75%	8.96%	13.85%	47.62%
河南	81.82%	98.59%	68.27%	72.94%	46.43%	41.75%
黑龙江				0.00%		
湖北		17.65%	6.55%	53.33%	8.42%	0.00%
湖南	0.00%	0.00%	0.00%	1.32%	2.67%	0.00%
吉林		0.00%	0.00%	100.00%		
江苏	31.30%	16.83%	4.85%	46.97%	47.92%	12.50%
江西	0.00%	0.00%	0.00%			0.00%
辽宁					0.00%	0.00%
内蒙古		0.00%			0.00%	
青海				0.00%	0.00%	
山东	0.00%	8.00%	29.59%	14.06%	24.53%	0.00%
山西	0.00%	0.00%	16.67%	53.66%	58.33%	3.57%
陕西			0.00%	0.00%	2.99%	0.00%
上海	0.00%	0.00%	0.00%	9.09%	5.88%	0.00%
四川	0.00%		20.00%	0.00%	2.56%	19.39%
天津	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	22.22%	
新疆		0.00%			100.00%	
云南			0.00%			
浙江	0.00%	9.80%	34.88%	7.89%	31.48%	28.21%
重庆					69.70%	
总计	6.81%	36.57%	19.04%	22.66%	21.42%	29.29%

数据来源:银保监会交强险数据,东吴证券研究所

注:灰色表明当期该区域新能源装备行业总销量为0

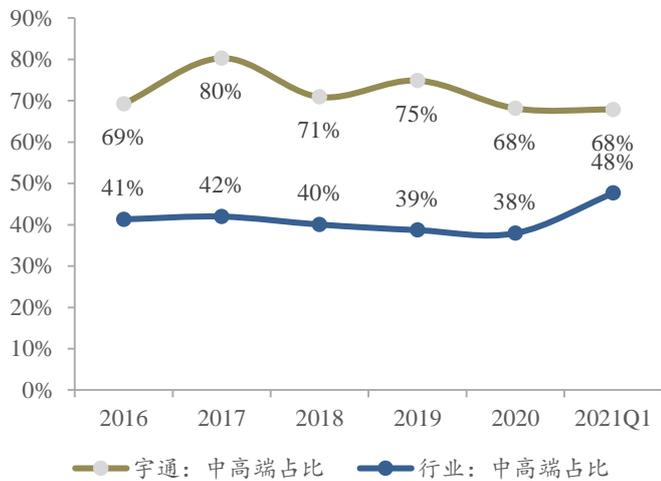
图 16: 各省市公司传统装备销量市占率

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021Q1
安徽	0.29%	0.42%	0.76%	0.94%	2.95%	3.75%
北京	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.84%	4.20%
福建	0.00%	0.00%	0.12%	0.52%	1.58%	4.23%
甘肃	0.00%	0.00%	0.05%	0.28%	0.06%	0.00%
广东	0.03%	0.12%	1.06%	1.36%	1.27%	3.88%
广西	1.16%	2.23%	0.21%	1.22%	3.50%	4.05%
贵州	0.08%	0.00%	0.17%	0.87%	0.38%	0.94%
海南	0.13%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
河北	0.46%	0.31%	0.32%	0.39%	2.01%	4.56%
河南	13.61%	15.09%	11.31%	10.11%	12.76%	13.07%
黑龙江	0.00%	0.10%	0.43%	0.08%	0.23%	2.86%
湖北	0.07%	0.20%	0.55%	0.49%	0.44%	0.83%
湖南	0.00%	0.00%	0.10%	0.60%	0.20%	1.24%
吉林	1.75%	1.46%	0.99%	4.53%	0.11%	0.82%
江苏	0.28%	0.52%	1.39%	0.27%	0.57%	1.22%
江西	0.39%	0.88%	1.67%	1.58%	1.47%	0.65%
辽宁	1.18%	1.01%	0.67%	1.22%	2.35%	4.85%
内蒙古	0.16%	0.21%	0.67%	0.33%	0.39%	4.14%
宁夏	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
青海	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
山东	0.18%	0.62%	0.25%	0.56%	1.05%	1.37%
山西	0.10%	0.32%	0.27%	0.10%	0.64%	0.61%
陕西	0.73%	0.13%	0.00%	0.08%	0.34%	0.97%
上海	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	5.98%
四川	0.00%	0.10%	0.21%	0.12%	0.22%	1.85%
天津	0.00%	0.00%	0.00%	0.97%	3.31%	1.97%
西藏	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新疆	0.00%	0.68%	0.00%	0.05%	0.10%	0.00%
云南	0.00%	0.00%	0.13%	0.07%	0.68%	0.79%
浙江	0.00%	0.07%	0.14%	0.42%	0.88%	2.05%
重庆	2.86%	0.17%	1.85%	0.22%	2.94%	10.77%
总计	1.29%	1.44%	1.36%	1.27%	1.49%	2.66%

数据来源:银保监会交强险数据,东吴证券研究所

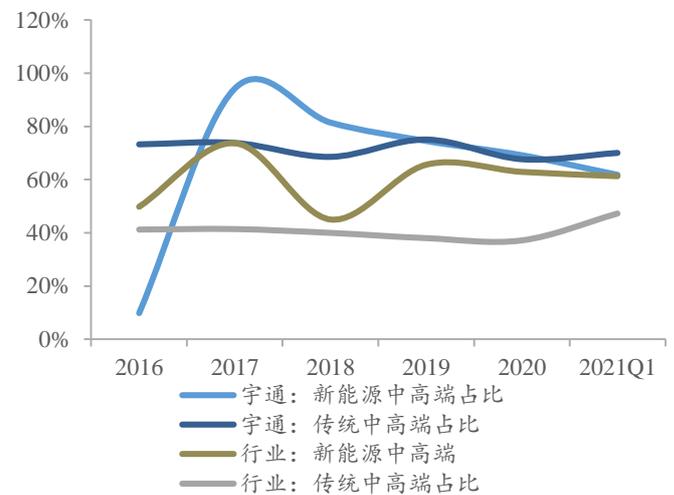
公司中高端环卫装备占比始终维持68%以上。公司装备销售以中高端产品为主,根据银保监会交强险数据,2016年至今公司中高端装备销量占比维持68%以上。其中,2021Q1公司新能源装备中高端销量占比为61.83%,与行业均值较为接近,传统装备中高端占比为70.00%,高于行业均值22.77pct。中高端产品单价较高,有助于抬升公司环卫装备平均单价。

图 17: 2016-2021Q1 中高端装备销量占比维持 68% 以上



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图 18: 新能源/传统中高端占比高于行业平均



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

## 2.2. 预期差二: 电动装备毛利率仍高于同业 5pct, 上装底盘一体化生产成本优势验证

2020 年公司新能源装备毛利率超 42%，高出同业竞争对手 5pct。宇通集团具备专用货车底盘资质，公司依托集团底盘资质可以实现上装底盘一体化生产，因此较外购底盘的上装企业而言更具备毛利率优势。受益于成本优势，2017/2018 年公司新能源装备毛利率高达 49.30%/48.17%，较同业可比公司高出 10~20pct。2020 年公司整体环卫装备毛利率达 31.92%，高于同业可比公司 3pct 以上。我们预计新能源环卫装备毛利率约 42.5%，同比下降 7.3pct，高于同业可比公司近 5pct，主要系公司环卫电动装备售价下降 19.49% 所致，长期而言环卫电动装备成本带动单价下行是行业趋势，环卫电动装备毛利率将逐步回归传统，从而凸显较强的经济性推动新能源装备快速放量。因此我们认为电动装备毛利率下行周期中，公司新能源装备毛利率仍能维持在行业较高的水平，体现了公司较强的成本优势。

2020 年公司传统装备毛利率约 20%，油车放量增强传统装备盈利能力。我们预计 2020 年公司传统装备毛利率达 20.2%，同比下降 8.77pct。我们认为随着公司传统环卫装备销量的快速增长，上装能力的加强及销售渠道的拓展有望提升公司传统装备的盈利能力。

图 19: 新能源环卫装备毛利率同业比较



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 传统环卫装备毛利率同业比较



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2017-2019 年盈峰环境未披露传统及新能源装备毛利率

收入扩张&规模效应促费用率下降, 盈利能力有望保持稳定。公司装备收入体量与同业成熟的环卫装备公司相比较小, 公司目前处于快速发展期, 销售、研发费用率较高, 随着收入逐步扩张, 经营逐渐成熟稳定, 费用率长期有望下降, 2020 年公司期间费用率为 19.8%, 较同业费用率有 6.5pct 下降空间, 我们认为未来随着公司收入体量不断扩张, 规模效应逐渐凸显, 期间费用率有望持续下行, 在公司环卫装备毛利率下行周期中, 公司环卫装备净利率水平有望维持稳定。

表 3: 公司期间费用率较同业可比有 6.5pct 下降空间

	盈峰环境			龙马环卫			宏盛科技 (宇通重工)			提升
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
营业收入	130.4	126.6	143.3	34.4	42.3	54.4	20.0	31.5	34.8	
环卫装备营收	73.8	70.3	83.5	23.4	25.3	23.8	7.1	10.6	12.0	
环卫装备营收占比	56.6%	55.6%	58.3%	67.9%	59.9%	43.7%	35.5%	33.6%	34.4%	
销售费用率	7.1%	7.2%	5.6%	9.4%	9.4%	8.2%	11.2%	10.9%	9.0%	2.1%
管理费用率	5.4%	5.0%	5.5%	5.5%	6.3%	6.8%	5.0%	4.6%	11.0%	4.8%
研发费用率	2.0%	1.9%	1.8%	1.4%	1.2%	0.9%	7.2%	6.0%	5.4%	4.1%
财务费用率	0.3%	0.4%	0.5%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.5%	0.1%	-0.2%	-0.4%
期间费用率	14.8%	14.6%	11.6%	15.4%	17.0%	15.0%	23.8%	21.5%	19.8%	-6.5%
环卫装备毛利率	30.7%	32.2%	28.5%	27.8%	30.3%	29.0%	29.5%	39.7%	31.9%	3.2%
综合净利率	10.4%	11.0%	10.0%	6.9%	6.4%	8.1%	5.0%	9.8%	9.8%	6.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 费用率/毛利率提升空间=2020 年宏盛科技费用率/毛利率-2020 年龙马环卫及盈峰环境费用率/毛利率均值  
综合净利率提升空间=-期间费用率提升空间

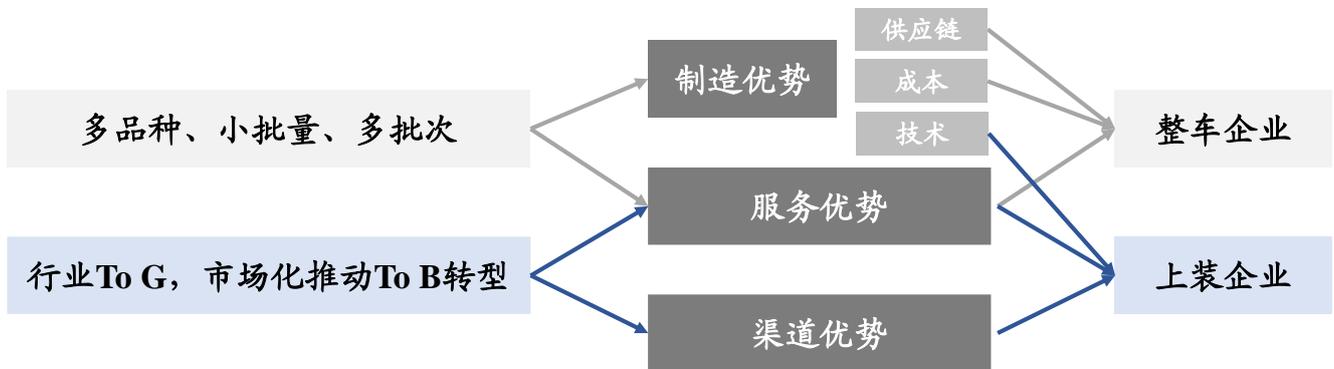
### 2.3. 全面市场化&长期单价下行，新能源放量期产品力优势加强

我们认为环卫装备行业特点决定了行业制造、渠道、服务三大核心竞争力。传统上装龙头深耕行业数十年，渠道全国布局完备，已经形成明显渠道优势。在渠道优势壁垒明显的背景下，整车企业有望通过制造及服务优势实现弯道超车。

**稳定渗透期（2020-2025年）：**新能源环卫装备经济性优势还没有完全体现，渗透率提升的驱动力更多来自于政策驱动。此外，环卫服务市场化率逐步提升中，政府仍为环卫装备采购主体。**稳定渗透期渠道为王，关注拥有渠道优势的传统上装龙头，有望充分受益行业渗透率提升。**

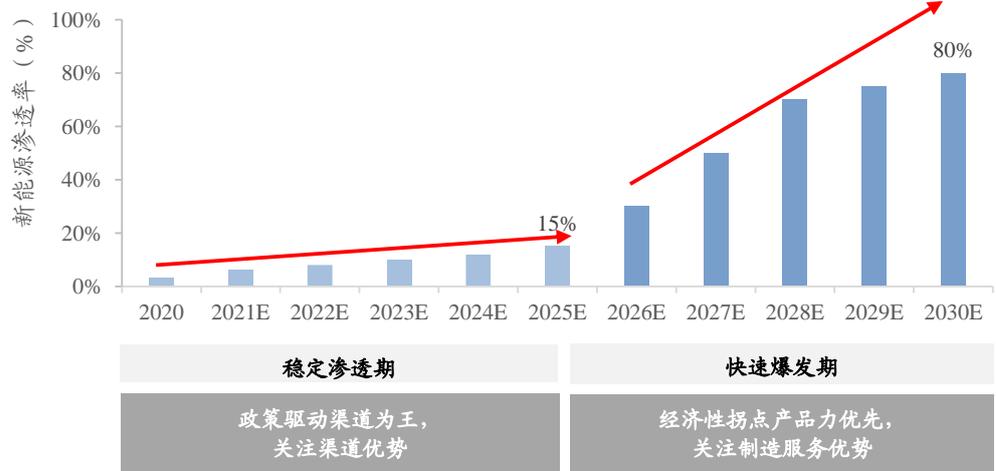
**快速放量期（2025-2030年）：**2025年新能源环卫装备经济性迎拐点经济性优势快速体现，内生替代驱动力强实现环卫新能源快速替代。此外，我们预计2025年后环卫服务市场化率已达80%水平，企业成为环卫装备采购主体。**快速放量期产品力优先，关注拥有制造与服务优势的环卫装备龙头，上装龙头有望持续受益，整车龙头实现快速弯道超车。**

图 21：上装企业整车企业核心竞争力分析



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 22: 行业发展阶段决定核心竞争力



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

长期成本下行叠加环卫全面市场化后新能源将迎放量期, 强产品力及服务优势者更利于市场化竞争。2020 年环卫新能源装备已逐步进入成本下行期, 2020 年公司新能源环卫装备单价下降 19.49%, 2021Q1 公司电动装备销量大增 322.73% 验证装备放量。2020 年公司新能源环卫装备/传统环卫装备单价比达 2.39, 同比下降 12.18%, 与我们预计的电油比 2.4 几乎一致, 我们预计 2025 年环卫电油比将下降至 1.90, 未来 4 年电油比下降空间达 20.43%, 此后环卫装备将迎来快速放量期。未来随着电动车成本带动售价下行及环卫行业转向全面市场化, 公司渠道能力的逐步加强, 具备强制造能力及服务售后能力的企业将有望在充分市场化竞争中突破重围, 持续获益。

### 3. 盈利预测与投资建议

综上所述, 我们通过成本敏感性的分析认为新能源渗透率会从 25 年开始放量, 主要系 25 年环卫装备经济性拐点凸显&环卫第三方市场全面铺开所带来变化, 此后环卫新能源装备市场将迎来快速放量期, 整个行业增长周期长达 10 年, 下游从 to G 到 to B, 而长周期、市场化的需求释放, 会有利于凭借制造、服务实力、市场化能力强的头部企业在行业终局中享受红利, 复制电动客车领域的竞争力。公司新能源环卫装备收入占比装备过半, 环卫装备市场空间业绩弹性大。同时, 环服业务借力电动装备能力有望实现双向协同, 订单获取稳步提升持续贡献增长点。

**盈利预测:** 我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测 3.63/4.54/5.69 亿元, 同比 23.5%/24.9%/25.3%, EPS 为 0.67/0.84/1.05 元, 对应 26/20/16 倍 PE, 考虑公司凭借制造及服务优势享环卫电动化长期红利, 未来 3 年公司环卫装备和环卫服务业绩有望高增, 维持“买入”评级。

表 4: 业务拆分预测

亿元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>新能源装备收入</b>	4.70	2.67	5.42	6.30	8.89	12.41	17.93
yoy		-43.22%	103.19%	16.24%	41.12%	39.64%	44.39%
<b>销量 (辆)</b>	576	289	624	901	1324	1917	2795
yoy		-49.83%	115.92%	44.39%	47.00%	44.70%	45.85%
<b>单价 (万元)</b>	81.55	92.29	86.85	69.92	67.13	64.78	64.13
<b>毛利率</b>	49.30%	48.17%	49.82%	42.50%	42.00%	41.50%	40.00%
<b>毛利</b>	2.32	1.28	2.70	2.68	3.73	5.15	7.17
yoy		-44.52%	110.16%	-0.84%	39.46%	37.97%	39.17%
<b>传统装备收入</b>	5.36	4.42	5.18	5.70	7.41	9.46	12.93
yoy		-17.64%	17.13%	10.22%	29.90%	27.73%	36.62%
<b>传统环卫车销量 (辆)</b>	1228	1314	1496	1810	2440	3221	4412
yoy		7.00%	13.85%	20.99%	34.80%	32.00%	37.00%
<b>传统环卫车单价 (万元)</b>	39.93	31.29	31.94	29.28	28.99	28.41	28.41
<b>毛利率</b>	29.97%	18.19%	29.00%	20.23%	20.00%	20.69%	23.30%
<b>毛利</b>	1.61	0.80	1.50	1.15	1.48	1.96	3.01
yoy		-50.01%	86.74%	-23.12%	28.45%	32.15%	53.80%
<b>环卫装备收入小计</b>	10.06	7.09	10.60	12.00	16.30	21.88	30.86
yoy		-29.58%	49.53%	13.30%	35.79%	34.22%	41.03%
<b>毛利率</b>	38.99%	29.48%	39.65%	31.92%	32.00%	32.50%	33.00%
<b>毛利</b>	3.92	2.09	4.20	3.83	5.22	7.11	10.18
yoy		-46.77%	101.15%	-8.80%	36.14%	36.32%	43.20%
<b>环卫服务收入</b>	0.64	1.64	3.45	4.94	7.16	9.66	12.56
yoy		157.91%	109.75%	43.15%	45.00%	35.00%	30.00%
<b>毛利率</b>	23.75%	24.52%	22.23%	23.69%	22.50%	22.50%	23.00%
<b>毛利</b>	0.15	0.40	0.77	1.17	1.61	2.17	2.89
yoy		166.33%	90.12%	52.53%	37.74%	35.00%	32.89%
<b>工程机械收入</b>	7.80	10.62	16.16	14.65	12.45	12.45	12.45
yoy		36.19%	52.13%	-9.35%	-15.00%	0.00%	0.00%
<b>毛利率</b>	31.96%	29.97%	32.44%	31.36%	31.36%	31.36%	31.36%
<b>毛利</b>	2.49	3.18	5.24	4.59	3.90	3.90	3.90
yoy		27.68%	64.68%	-12.38%	-15.00%	0.00%	0.00%
<b>汽车内饰收入</b>				0.92	0.74	0.67	0.67
yoy					-20.00%	-10.00%	0.00%
<b>毛利率</b>				19.81%	19.50%	19.50%	19.50%
<b>毛利</b>				0.18	0.14	0.13	0.13
yoy					-21.24%	-10.00%	0.00%

其他业务收入	0.65	0.64	1.30	2.33	2.10	2.10	2.10
yoy		-1.77%	104.96%	78.75%	-10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.85%	31.86%	17.85%	26.22%	26.22%	26.22%	26.22%
毛利	0.16	0.20	0.23	0.61	0.55	0.55	0.55
yoy		25.91%	14.86%	162.50%	-10.00%	0.00%	0.00%
营业收入总计	19.15	19.99	31.51	34.84	38.74	46.09	57.97
yoy		4.39%	57.63%	10.59%	11.20%	18.96%	25.77%
毛利率	35.14%	29.40%	33.14%	29.81%	29.11%	29.81%	30.23%
毛利	6.73	5.88	10.44	10.39	11.28	13.74	17.53
yoy		-12.65%	77.67%	-0.52%	8.60%	21.79%	27.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（2017-2020年为宇通重工历史数据）

表 5：截至 2021/04/25 可比公司估值

	股票代码	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
盈峰环境	000967.SZ	257	2.24	2.55	2.82	16.34	13.82	11.72
龙马环卫	603686.SH	68	1.18	1.39	1.64	13.90	11.82	10.02
侨银股份	002973.SZ	76	0.91	1.17	1.42	20.44	15.92	13.04
玉禾田	300815.SZ	123	4.86	6.09	6.8	18.25	14.58	13.04
三一重工	600031.SH	2794	2.24	2.55	2.82	14.71	12.93	11.66
平均值						16.73	13.81	11.90
宏盛科技	600817.SH	93	0.67	0.84	1.05	25.54	20.44	16.32

数据来源：Wind，东吴证券研究所（除盈峰环境、龙马环卫的盈利预测来自东吴证券研究所外，其他公司数据来自Wind一致预期）

## 4. 风险提示

- 1) 环卫新能源渗透率不及预期：**公司在新能源环卫装备市场占据领先地位，若存量装备更新和新能源环卫装备推广慢于预期，将会导致未来环卫装备整体市场规模缩小，对公司环卫装备业务产生不利影响。
- 2) 环服市场化率不及预期：**未来环卫服务市场化空间增长的关键假设之一在于市场化率的提升，若市场化率提升不及预期，将对公司新增订单的获取产生不利影响。
- 3) 市场竞争加剧：**新能源环卫装备市场正处于扩张阶段，造车企业与装备企业均大力开发新能源环卫装备，市场竞争加剧；环卫服务市场化进程加快，包括上市公司和大型国企在内的众多企业纷纷进入这一行业，导致市场竞争愈加激烈。

宏盛科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,132</b>	<b>2,875</b>	<b>4,334</b>	<b>4,198</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,484</b>	<b>3,874</b>	<b>4,609</b>	<b>5,797</b>
现金	1,619	2,062	2,501	2,986	减:营业成本	2,446	2,746	3,235	4,044
应收账款	461	56	713	341	营业税金及附加	27	33	38	49
存货	293	40	352	138	营业费用	313	348	413	533
其他流动资产	758	716	769	733	管理费用	194	84	100	126
<b>非流动资产</b>	<b>1,157</b>	<b>1,154</b>	<b>1,181</b>	<b>1,248</b>	研发费用	189	209	251	319
长期股权投资	2	5	7	10	财务费用	-6	-13	-18	-18
固定资产	484	460	455	481	资产减值损失	4	3	5	6
在建工程	4	4	9	19	加:投资净收益	11	11	11	11
无形资产	139	158	181	209	其他收益	49	0	0	0
其他非流动资产	528	528	528	528	资产处置收益	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,288</b>	<b>4,029</b>	<b>5,515</b>	<b>5,446</b>	<b>营业利润</b>	<b>381</b>	<b>474</b>	<b>596</b>	<b>749</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,062</b>	<b>1,345</b>	<b>2,300</b>	<b>1,564</b>	加:营业外净收支	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>395</b>	<b>487</b>	<b>609</b>	<b>763</b>
应付账款	728	492	802	546	减:所得税费用	52	64	80	100
其他流动负债	1,334	853	1,499	1,018	少数股东损益	49	60	75	94
<b>非流动负债</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>357</b>	<b>362</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>294</b>	<b>363</b>	<b>454</b>	<b>569</b>
长期借款	0	0	2	7	EBIT	346	432	540	681
其他非流动负债	356	356	356	356	EBITDA	447	482	594	741
<b>负债合计</b>	<b>2,418</b>	<b>1,701</b>	<b>2,658</b>	<b>1,926</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	118	178	253	347	每股收益(元)	0.55	0.67	0.84	1.05
归属母公司股东权益	1,752	2,150	2,603	3,172	每股净资产(元)	3.25	3.92	4.76	5.82
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,288</b>	<b>4,029</b>	<b>5,515</b>	<b>5,446</b>	发行在外股份(百万股)	522	556	556	556
					ROIC(%)	-77.1%	-76.6%	-99.0%	-152.7%
					ROE(%)	18.3%	18.5%	18.7%	19.0%
					毛利率(%)	29.8%	29.1%	29.8%	30.2%
					销售净利率(%)	8.4%	9.4%	9.8%	9.8%
					资产负债率(%)	56.4%	42.2%	48.2%	35.4%
					收入增长率(%)	8.6%	11.2%	19.0%	25.8%
					净利润增长率(%)	-4.9%	23.5%	24.9%	25.3%
					P/E	31.53	25.54	20.44	16.32
					P/B	5.29	4.39	3.61	2.96
					EV/EBITDA	17.76	15.63	12.07	9.15

注: 收入/净利润增长率为调整后同比口径数据

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>