

环保

2022年07月25日

# 盈峰环境 (000967)

## ——环卫装备绝对龙头，环卫服务高速增长

报告原因：首次覆盖

### 增持 (首次评级)

市场数据：2022年07月25日

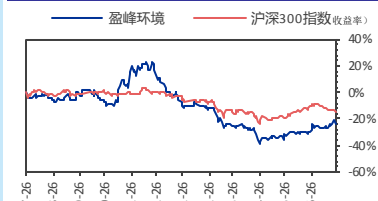
收盘价(元)	5.12
一年内最高/最低(元)	8.65/4.11
市净率	1.0
息率(分红/股价)	1.95
流通A股市值(百万)	16269
上证指数/深证成指	3250.39/12291.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年03月31日

每股净资产(元)	5.37
资产负债率%	39.88
总股本/流通A股(百万)	3180/3178
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 证券分析师

郑嘉伟 A0230518010002  
zhengjw@swsresearch.com

#### 研究支持

莫龙庭 A0230121050001  
molt@swsresearch.com

#### 联系人

郑嘉伟  
(8621)23297818×7387  
zhengjw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- **公司为环卫装备制造龙头，聚焦环卫服务和设备协同发展。**公司是环卫装备及环卫服务双龙头。公司实控人为何剑锋先生，为美的集团何享健先生之子，股东背景强大，资金实力雄厚。公司发布3期股权激励及2期员工持股计划，将有效激发员工动力。
- **环卫行业短期波动不影响长期发展逻辑，未来“市场化+一体化+智慧化+低碳化”将助推行业进入新发展阶段。**1) 城镇化+市场化：预计整体城市和县城的道路清扫、垃圾清运、公厕维护三大传统环卫项目2025年市场空间将达到2500亿左右。2) 一体化：不断扩大环卫服务深度及广度，包括服务内容一体化（向城市综合管理发展，有望推动目标市场空间翻倍）、城乡环卫一体化（向乡镇环卫拓展，提升环卫市场空间）、产业链一体化（垃圾收储运及末端处理一体化，扩大服务环节，提升服务效率）。3) 机械化及智慧化：推动行业降本增效，创造环卫设备新需求。其中机械化提升可降低人力成本，近4年环卫车销量均超10万辆/年，对应市场空间约300亿元/年。智慧化将优化项目管理效率，实现服务标准化及管理可复制化，提升项目盈利水平，同时有助于政府对环卫服务的实时有效监督，进而带动智能装备市场爆发。4) 低碳化：国家规划要求自2021年起重点地区新增环卫车辆中新能源车比例不低于80%，2035年全面电动化。2021年我国环卫装备新能源行业渗透率仅为3.97%，未来空间巨大。
- **环卫装备优势显著，环卫服务快速成长。**1) 公司传统环卫装备优势稳固，2021年装备总销售数量16,521台，市占率15.79%，连续21年位居行业第一，同时公司新能源及环卫机器人目前正快速发展。2) 受益于环卫市场化的推进以及在环卫机械领域的全国化布局，2021年公司环卫服务新增年化合同额全行业第二，近年环卫服务收入CAGR达70%，位居可比公司第一。公司发布“5115”核心战略，目标2024年环卫服务收入达到100亿元。3) 氢能环卫车订单持续释放，公司去年斩获全国首个千万级氢能源大单，今年再获荆州2786万氢能源大单，氢能业务蓄势待发。4) 公司其他业务（环境监测及固废等）发展稳定，旗下上专股份正拆分上市，未来资本实力将进一步加强，助推业务持续拓展。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2022-2024年归母净利润为8.21/9.99/11.94亿元，目前市值对应PE估值分别为20/16/14倍。2022年可比公司平均估值为20倍PE。考虑公司身为环卫装备及环卫服务双龙头，“装备制造+服务”协同效益明显，公司未来业绩成长确定性更强，且公司在氢能环卫车领域具备明显的先发优势，未来有望迎来快速增长，综合考虑，我们给予公司22倍PE估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**传统环卫设备存在采购降速及商誉减值风险；环卫服务短期竞争加剧风险。

#### 财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	11,814	2,823	13,037	15,787	19,201
同比增长率(%)	-17.6	3.1	10.4	21.1	21.6
归母净利润(百万元)	728	141	821	999	1,194
同比增长率(%)	-47.5	-6.8	12.7	21.6	19.5
每股收益(元/股)	0.23	0.04	0.26	0.31	0.38
毛利率(%)	22.0	23.5	21.7	22.2	22.3
ROE(%)	4.3	0.8	4.7	5.4	6.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

环卫行业是城市发展刚需，伴随行业“市场化+一体化+智慧化+低碳化”的推进，行业将进入新发展阶段。盈峰环境作为环卫装备+环卫服务双龙头，发展空间广阔。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.21/9.99/11.94 亿元，目前市值对应 PE 估值分别为 20/16/14 倍。2022 年可比公司平均估值为 20 倍 PE。考虑公司身为环卫装备及环卫服务双龙头，“装备制造+服务”协同效益明显，公司未来业绩成长确定性更强，且公司在氢能环卫车领域具备明显的先发优势，未来有望迎来快速增长，综合考虑，我们给予公司 22 倍 PE 估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设点

- 1) 传统环卫装备方面：今年仍有挑战，随后迎来恢复性增长。预计 2022-2024 年公司传统环卫装备收入增速分别为-14%、10%、8%。
- 2) 新能源环卫装备方面：在政策推动及成本降低推动下，预计 2022-2024 年公司新能源环卫装备收入增速分别为 150%、30%、25%。
- 3) 环卫服务方面：看好公司在智慧化产品的优势及环卫装备的营销渠道优势，预计公司 2022-2024 年环卫服务收入增速维持 40%。

### 有别于大众的认识

我们认为公司环卫装备制造+服务双轮驱动，带动环卫业务仍具成长性。市场担心环卫行业门槛低，随着更多新竞争者的进入将会分食每年地方政府释放的环卫服务项目，并且降低行业平均毛利率。但我们认为公司已经成为行业龙头，在经营层面上可以利用装备制造的成熟营销渠道，在销售装备产品的同时助力环卫服务业务快速发展，叠加受益于环卫行业“市场化+一体化+智慧化+低碳化”的深入推进而为公司业务带来高天花板。

我们认为智能化及低碳化将带动公司智能装备及清洁能源装备快速提升，为公司环卫装备业务提供新增长点。市场认为环卫设备增长乏力，我们认为伴随环卫智能化及低碳化发展，环卫智能装备需求将快速提升，同时伴随国家新能源汽车规划逐步落地，叠加新能源装备成本下降，环卫等公共领域的清洁化将成为不可逆趋势。公司在电动环卫车及氢能环卫车方面先发优势明显，叠加传统设备制造研发及规模等优势，公司智能装备及清洁能源装备有望发力，提升公司装备盈利能力。

### 股价表现的催化剂

- 1) 市政综合环卫服务项目新增合同金额增速显著高于行业增速。
- 2) 电动环卫车及氢能环卫车等订单不断释放，推动公司新能源环卫装备快速增长。
- 3) 大宗商品价格回落，推动设备制造成本钢材价格下降，公司装备毛利率提升。

### 核心假设风险

传统环卫设备存在采购降速及商誉减值风险；环卫服务短期竞争加剧风险。

## 目录

<b>1.传统环卫装备龙头，衍生环卫服务快速成长.....</b>	<b>6</b>
1.1 专业装备制造起家，股东实力雄厚.....	6
1.2 环卫设备与服务核心地位稳固，公司业绩稳步提升.....	9
<b>2.“市场化+一体化+智慧化+低碳化”推动环卫行业持续发展</b>	<b>13</b>
2.1 城镇化及市场化持续推进，市场订单不断释放.....	13
2.2 一体化扩大服务深度及广度，行业规模不断扩张.....	15
2.3 机械化及智慧化推动行业降本增效，创造环卫设备新需求.....	18
2.4 碳中和背景下，电动环卫车及氢能环卫车快速发展.....	20
<b>3. 聚焦环卫主业，打造“装备+服务”双龙头.....</b>	<b>21</b>
3.1 传统环卫装备优势稳固，新能源及环卫机器人亟待爆发.....	21
3.2 打造智慧化环卫标杆，叠加装备渠道优势，目标剑指 100 亿.....	26
3.3 氢能环卫车订单持续释放，氢能业务蓄势待发.....	29
3.4 上专股份拟拆分上市，其他业务发展稳定.....	30
<b>4. 盈利预测及估值.....</b>	<b>31</b>
4.1 盈利预测及估值.....	31
4.2 风险提示.....	32

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司业务聚焦为环卫产业.....	6
图 3：公司股权结构图 .....	7
图 4：公司环卫装备及服务业务占比自 2018 年开始占 60%以上.....	9
图 5：2017-2021 年公司营收及同比增速 .....	10
图 6：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速 .....	10
图 7：2017-2021 年公司毛利率及净利率 .....	10
图 8：2017-2021 年公司期间费用率.....	10
图 9：我国近年城镇化率稳步增长 .....	14
图 10：2021 年中国与发达国家城镇化率对比.....	14
图 11：我国环卫产业发展历程.....	15
图 12：我国历年环卫市场规模及市场化率 .....	15
图 13：环卫服务行业历年新签合同金额.....	15
图 14：环卫一体化包括三重内涵.....	16
图 15：北京城市综合管理体制 .....	16
图 16：城乡社区管理事务与城乡社区环境卫生支出预测 .....	17
图 17：2020 年环卫行业重点公司人工成本占比 .....	18
图 18：我国道路清扫面积及机械化率（万平，%） .....	18
图 19：我国历年环卫设备销量及市场空间 .....	19
图 20：盈峰环境智慧环卫云平台总体架构 .....	19
图 21：盈峰环境环卫装备产品线.....	21
图 22：主要企业近年环卫装备收入表现（百万元） .....	22
图 23：主要企业近年环卫装备毛利率（%） .....	22
图 24：公司荣获国家新一代人工智能产业创新首批揭榜优胜单位.....	25
图 25：盈峰环境智慧环卫平台.....	26
图 26：公司具有遍布全国范围的营销网络 .....	27
图 27：公司环卫装备及环卫服务协同优势明显.....	27
图 28：公司每年环卫订单额快速增长.....	28
图：主要企业历年环卫服务收入（百万元） .....	

表 1：一期员工持股计划完成情况 .....	8
表 2：二期员工持股计划持有人名单及认购份额拟分配情况.....	8
表 3：2018-2021 年盈峰环境主营构成(百万元，%).....	11
表 4：公司近五年主要资产情况（百万元，%）.....	11
表 5：公司近五年主要负债情况（百万元，%）.....	12
表 6：公司近五年现金流量情况（百万元）.....	13
表 7：传统环卫市场空间测算.....	14
表 8：环卫装备主要产品近年产销情况（台/套、亿元）.....	23
表 9：盈峰环境小型装备机器人概要.....	24
表 10：截至 2022 年 3 月末公司主要 PPP 环卫项目情况（万元）.....	29
表 11：主营构成预测 .....	31
表 12：可比公司估值表.....	32

# 1. 传统环卫装备龙头，衍生环卫服务快速成长

## 1.1 专业装备制造起家，股东实力雄厚

公司自创立起经历“风机装备制造—转型环保—聚焦环卫装备及服务”三个阶段。

**1、风机装备制造阶段：**1993 年浙江风机风冷设备公司作为主发起人，联合上虞风机厂、绍兴市流体工程研究所共同发起成立浙江上风实业股份有限公司，并于 2000 年在深交所挂牌上市。

**2、转型环保阶段：**2015 年公司完成了对宇星科技 100% 股权的收购，高起点切入环境监测行业；同年公司收购了深圳绿色东方环保 51% 的股权，从事固废处理业务，自此公司进军环保行业。2016 年公司收购大盛环球以及明欢有限 100% 股权，积极布局水环境治理业务，逐步构建包括环境监测、环境治理、垃圾焚烧、污水处理、污水治理在内的环保大平台。

**3、聚焦环卫阶段：**2018 年公司收购中联环境，正式进军环卫领域。2020 年 5 月，公司进一步发布“5115”核心发展战略，逐步剥离非核心业务。公司不断优化产业结构，并逐步将非环保业务进行剥离或分拆上市，从而全力聚焦环卫装备和服务两项核心业务。

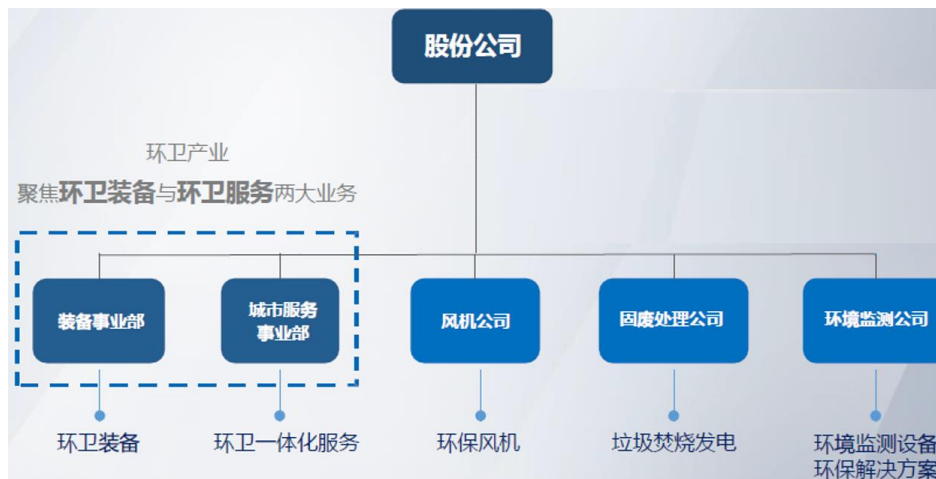
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司当前业务聚焦环卫产业，其中环卫装备连续多年位居行业第一，环卫服务新增合同额位居行业第二。公司智慧环卫服务依托新能源装备、无人驾驶等智慧环卫装备，结合物联大数据技术和专用环卫分类设备强化分类全过程动态管控的智慧平台，为客户在城乡保洁消毒、生活垃圾分类、固废垃圾清扫运处、环卫人员管理、餐厨垃圾收运、渣土运输监管、渗滤液处理、智慧城市建设等领域提供全生命周期物联网集成应用解决方案和智慧平台运营服务。截至 2021 年底，公司环卫设备连续 21 年位列国内行业销售额第一名，环卫服务行业竞争能力快速跃升，环卫服务新增年化合同额行业排名第二。

图 2：公司业务聚焦为环卫产业



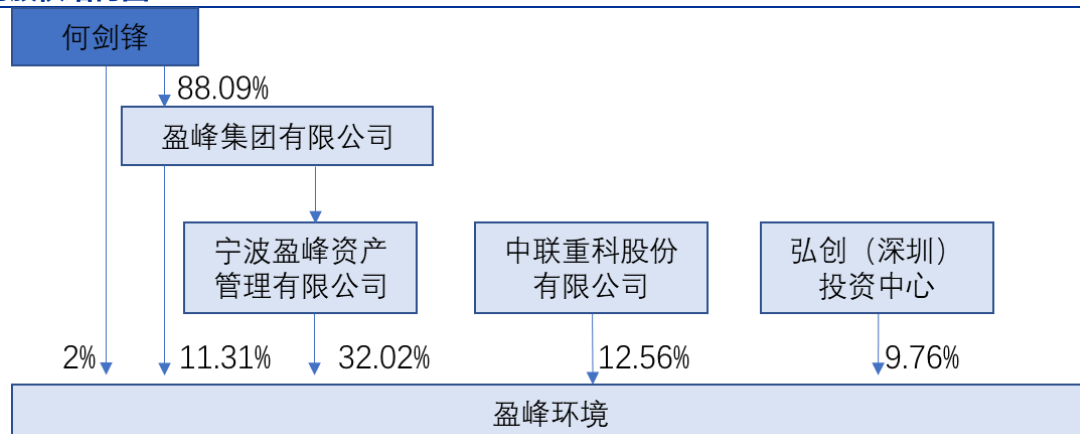
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司股东实力雄厚，在融资渠道及管理机制等方面助力公司持续发展。**截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 31.79 亿元，盈峰集团通过全资子公司宁波盈峰资产管理有限公司间接持有公司 32.02% 的股份，同时直接持有公司 11.31% 的股份，为公司间接控股股东；何剑锋先生直接持有盈峰集团 88.09% 的股份，同时直接持有盈峰环境 2.00% 的股份，为公司实控人。

盈峰集团创建于 1994 年，总部位于广东顺德及深圳，是一家处于快速发展阶段的产业控股集团，布局环境、文化、投资、科技、消费等多个产业领域，在环境领域拥有上市公司“盈峰环境”（股票代码 000967）；文化领域拥有上市公司“百纳千成”（股票代码 300291）；在投资领域，是易方达基金并列第一大股东、粤民投主要发起人。

公司实控人何剑锋先生为美的集团实控人何享健之子，同时担任美的集团董事。公司将美的集团的经营准则和机制建设体系应用在公司治理上，管理理念较为先进且符合自身发展情况。公司此前对中联环境的重大资产收购得到了间接控股股东和实控人多方面的资金支持，盈峰集团向中国民生银行股份有限公司佛山支行借入 44 亿元并购贷款用于支付收购中联环境股权对价，何剑锋先生、美的控股有限公司为上述并购贷款分别提供个人担保及保证担保。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究，截至 2022 年 3 月底。

**公司历史推出三期股权激励。**2016 年第一期激励计划中，公司共授予 544 万股，授予价格为 18.77 元/股，占公司股本总额的 1.12%。2018 年第二期激励计划中，公司授予 2715 万股，授予价格为 9.26 元/股，占公司股本总额的 2.33%。2019 年第三期激励计划中，公司授予 6534 万股，授予价格为 6.45 元/股，占公司股本总额的 2.07%，更新后的三个行权期的行权条件分别为：2019 年净利润不低于 14 亿元；2020 年环保产业收入不低于 90 亿元；2021 年环保产业收入不低于 102 亿元。

**公司近期发布 2 期员工持股计划，将有效激发员工动力，提升经营效率。**2019 年 11 月公司通过《关于〈一期员工持股计划（草案）〉及其摘要的议案》，计划筹集资金总额不超过 53,500 万元，通过受让上市公司回购股票、二级市场购买（集合竞价、大宗交易）等方式获得公司股票，员工持股计划存续期为 24 个月，持股计划所获股票的锁定期为 12 个月，自公司公告最后一笔标的股票登记至本次员工持股计划名下时起算。2020 年 5 月，公司发布《关于一期员工持股计划完成股票购买的公告》，**一期计划实际筹集资金总额 22,847 万元，计划合计持有公司股票 36,211,560 股，占公司现有总股本的 1.14%，成交均价为人民币 6.31 元/股**，其中通过二级市场买入 20,885,352 股，成交均价为 6.22 元/股；通过受让公司回购专用证券账户股票 15,326,208 股，成交价格为 6.42 元/股。

2022 年 3 月，公司发布《第二期员工持股计划管理办法(修订稿)》。本次员工持股计划筹集资金总额上限为 50,000 万元（含融资资金），拟融资金额与自筹金额的比例不超过 0.6 : 1。本员工持股计划受让公司回购股票的价格为董事会审议本员工持股计划草案（修订稿）前 1 个交易日的公司股票交易均价，**即 5.04 元/股。据此测算，本计划所能购买和持有的盈峰环境股票数量约为 9,920.6349 万股，占公司目前股本总额的 3.12%。**

**表 1：一期员工持股计划完成情况**

持有人	姓名	职务	认购份数上限（万份）	比例
董事、监事及高级管理人员	马刚	董事长、总裁	5,446.00	23.84%
	陈培亮	董事、副总裁	500	2.19%
	卢安锋	副总裁、财务总监	1,710.00	7.48%
	金陶陶	副总裁、董事会秘书	258	1.13%
	焦万江	监事会主席	800	3.50%
公司董事、监事及高级管理人员（5 人）			8,714.00	38.14%
其他员工（合计 131 人）			14,133.00	61.86%
总计（136 人）			22,847.00	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 2：二期员工持股计划持有人名单及认购份额拟分配情况**

序号	持有人	职务	拟认购份额上限（万份）	占本计划总份额的比例
1	马刚	董事长兼总裁	12,000	24.00%
2	卢安锋	副总裁兼财务管理部部长	1,800	3.60%
3	金陶陶	副总裁兼董事会秘书	1,800	3.60%
	焦万江	监事兼固废总经理	,	.%

5 刘侃	监事兼城服经营管理部总监	240	0.48%
其他员工（不超过 145 人）		32,360	64.72%
合计（150 人）		50,000	100.00%

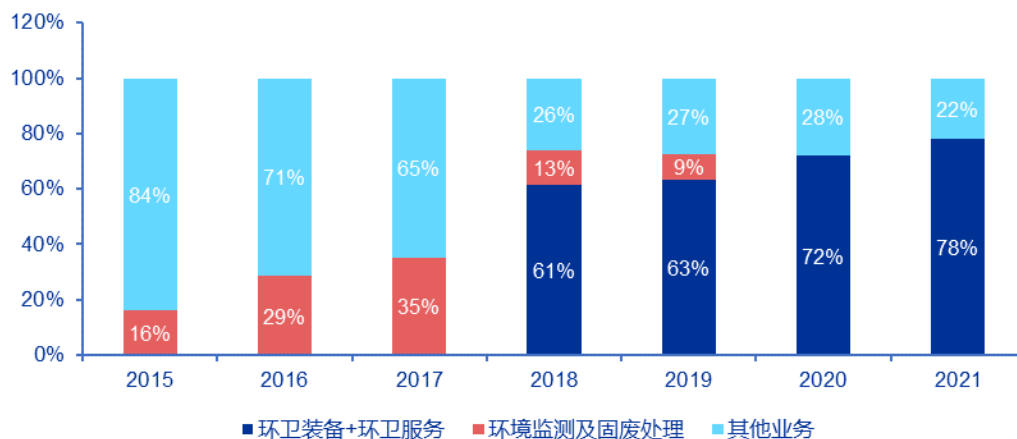
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司持续回购公司股票，以用于实施股权激励或员工持股计划。**公司此前已经累计以集中竞价交易方式回购公司股份 1,137,524 股，上期累计支付总金额 8,920,597.83 元（不含交易费用）。2020 年 4 月公司审议通过《关于回购公司股份方案的议案》，本期以集中竞价交易方式新增回购 6,496,614 股，本期新增支付总额 50,934,453.02 元，累计以集中竞价交易方式回购公司股份 7,634,138 股，累计支付总金额 59,855,050.85 元；2021 年 4 月公司审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，本期累计以集中竞价交易方式回购公司股份 51,342,096 股，累计支付总金额 395,448,727.06 元。截至 2021 年 12 月 31 日，公司本次回购股份计划已实施完毕。回购股票将用于实施股权激励或员工持股计划。

## 1.2 环卫设备与服务核心地位稳固，公司业绩稳步提升

**自 2018 年收购中联环境起，公司主营业务变更为环卫装备和服务。**自 2018 年公司并购核心业务为环卫装备的中联环境后，环卫装备与服务跃居为公司的第一大核心业务，截至 2021 年底，公司环卫装备与服务收入贡献占比提升 78%。

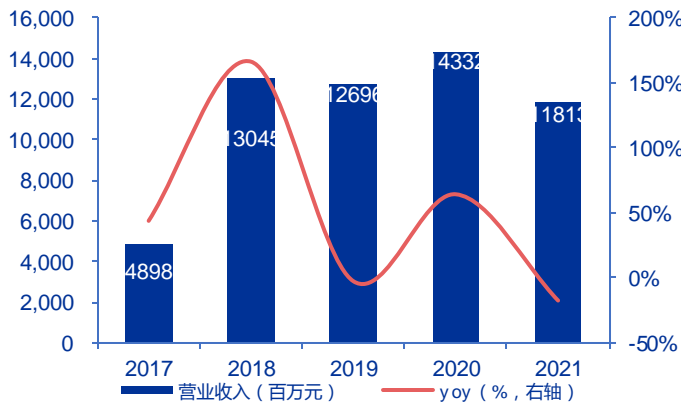
图 4：公司环卫装备及服务业务占比自 2018 年开始占 60%以上



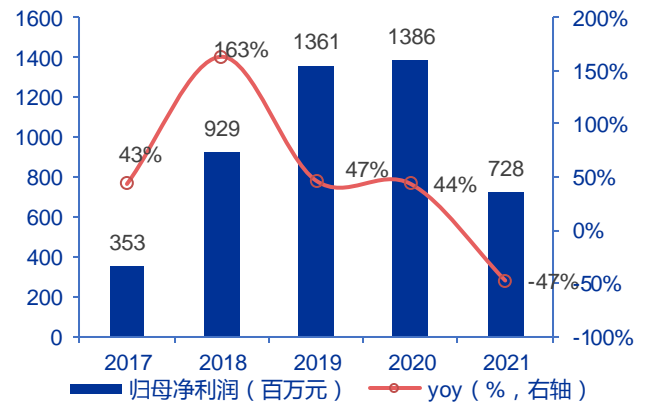
资料来源：Wind，申万宏源研究

**公司 2018 年收购中联环境后业绩显著提升，2021 年受行业暂时波动影响出现下滑。**2018 年公司完成对中联环境的收购，当年公司营收增长 166.31%，归母净利润增长 163.31%。2021 年，在原材料上涨叠加疫情反复等多重因素作用下，环卫市场整体出现了暂时性的波动，公司的业绩也受到一定影响，2021 年公司营收 118.13 亿元，同比下降 17.57%，归母净利润 7.28 亿元，同比下降 47.46%。

2021 年公司净利润明显降低，一方面是由于营业收入和毛利率下滑，同时非经常性损益也造成一定影响。具体来看，2021 年公司处置华夏幸福股票产生了 0.73 亿元的公允价值变动损失；资产减值损失对利润总额的侵蚀加大，主要系 2021 年环卫装备市场整体承压，公司环卫车辆装备制造销售资产组出现了明显的减值迹象，故对收购中联环境形成的商誉计提了减值准备；当年公司确认绿色东方原股东业绩补偿款 1.63 亿元，加之理财产品收益增加，投资收益同比增加较多，对利润形成一定弥补。

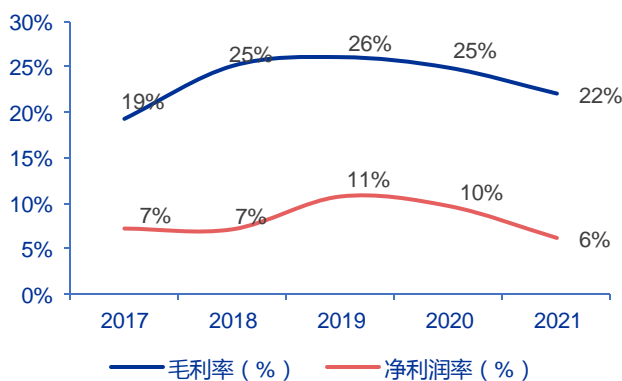
**图 5：2017-2021 年公司营收及同比增速**


资料来源：Wind, 申万宏源研究

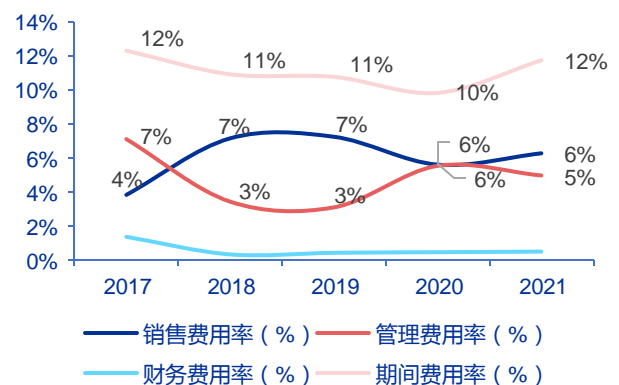
**图 6：2017-2021 年公司归母净利润及同比增速**


资料来源：Wind, 申万宏源研究

2018 年以后公司毛利率及净利率相对稳定，2021 年受环卫行业整体调整影响下滑，期间费用率整体较为稳定。公司整体业务自 2018 年起变更为以环卫装备及服务为主。2018-2021 年期间，公司平均毛利率及净利率分别为 25% 及 8%，除 2021 年受环卫行业整体小幅波动影响而下滑外，公司整体毛利率及净利率表现较为稳定。在此期间，公司期间费用率整体维持在 10-12% 之间。

**图 7：2017-2021 年公司毛利率及净利率**


资料来源：Wind, 申万宏源研究

**图 8：2017-2021 年公司期间费用率**


资料来源：Wind, 申万宏源研究

**分业务收入方面：**受 2020 年高基数及 2021 年政府采购减少影响，2021 年公司环卫装备收入同比下降 25.65%；受益于新签约订单的迅速增加以及在运营项目获得稳定收入，环卫服务收入保持快速上升，2021 年同比增长 53.66%；其他业务收入下降较多，主要系剥离佛山盈通的电磁线业务所致。

**分业务毛利率方面：**环卫装备方面：2021 年公司智能装备业务毛利率 23.74%，较上年同期下降 4.73 pct，主要系 1) 公司执行了 2021 年度颁布的《企业会计准则解释第 14 号》，新增 PPP 项目资产建造服务收入 1.86 亿，该部分毛利率较低；2) 上游大宗原材料涨价叠加市场竞争激烈影响；3) 毛利较高的新能源及清扫清洗车等产品销售占比下降。环卫服务方面，受市场竞争激烈、公司业务快速扩张前期投入成本较高、配套设施和人员工资、劳务外包成本增加以及疫情税收优惠政策到期等影响，环卫服务板块毛利率亦明显下滑；其他业务板块毛利率上升较多主要受益于剥离毛利率较低的电磁线业务。2022 年一季度，得益于高毛利的新能源环卫装备销量占比提升以及公司加强供应链建设，提高自制零部件比例，环卫装备毛利率有所回升，并带动总体毛利率回升。

**表 3：2018-2021 年盈峰环境主营构成(百万元，%)**

	2018	2019	2020	2021
<b>营业总收入</b>	<b>13,045</b>	<b>12,696</b>	<b>14,332</b>	<b>11,814</b>
环卫装备	7,385	7,034	8,355	6,212
环卫服务	619	1,001	1,969	3,025
其他	5,040	4,660	4,009	2,576
<b>毛利率(%)</b>	<b>25.08</b>	<b>26.04</b>	<b>24.88</b>	<b>22.04</b>
环卫装备	27.25	32.18	28.47	23.74
环卫服务	31.02	25.88	22.86	16.82
其他	-	16.81	18.39	24.06

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司在手资金充裕，受剥离电磁线业务影响，应收账款规模有所下降。**截至 2021 年底，公司货币资金达 45.83 亿，资金充裕。与此同时，受益于电磁线业务剥离、公司对应收账款的有力管控、多渠道促进应收账款的回收等因素，2021 年末公司应收账款规模有所下降，且期末账龄一年以内的应收账款占比为 76.18%；其他应收款有所增长，主要系增加应收佛山盈通股权转让款以及绿色东方原股东业绩补偿款所致；一年内到期的非流动资产同比下降，主要系应收账款融资保理减少以及当期收回了分期收取的宇星科技发展（深圳）有限公司股权转让款。

非流动资产方面，2021 年公司在建工程大幅减少，主要系公司根据新会计准则要求，对尚未完成的有关 PPP 项目合同重分类至无形资产核算所致；公司商誉主要系收购中联环境形成，近年维持在较大规模且占总资产的比例较高，2021 年受市场环境的不利影响，共计提了 1.87 亿元的商誉减值。2021 年公司资产总额小幅收缩，主要因电磁线业务剥离后佛山盈通不再纳入合并报表范围。

**表 4：公司近五年主要资产情况（百万元，%）**

	2017	2018	2019	2020	2021
货币资金	1,116	2,389	3,161	5,904	4,583
应收账款	1,512	5,688	5,163	5,565	4,947
应收账款周转率	3.5	3.6	2.3	2.7	2.2
其他应收款					

一年内到期的非流动资产	9	886	761	1,158	740
<b>流动资产合计</b>	<b>4,501</b>	<b>11,598</b>	<b>11,799</b>	<b>15,736</b>	<b>13,016</b>
长期应收款	526	1,285	1,152	1,063	1,017
固定资产	330	870	995	1,641	1,758
在建工程	872	1,446	1,550	1,783	224
无形资产	527	2,340	2,686	3,164	5,320
商誉	532	6,247	6,196	6,171	5,976
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,646</b>	<b>12,863</b>	<b>13,056</b>	<b>14,374</b>	<b>15,316</b>
资产总计	8,147	24,461	24,855	30,111	28,332

资料来源：Wind，申万宏源研究

**公司发行可转债及加大长期借款，短期有息负债显著减少，资产负债率逐步降低，债务结构不断优化。**由于建设智慧环卫项目以及长期环卫运营项目对长期资金需求增加，公司于 2020 年 11 月发行可转债 14.76 亿元，期限 6 年，募集资金将助力公司打造智慧环卫综合配置中心。2021 年公司加大长期借款力度（包括质押借款、信用借款等），并偿还短期借款，短期有息债务显著减少，进而带动公司总债务规模下降，债务结构不断优化。与此同时，公司资产负债率逐步降低，截止 2021 年底公司资产负债率为 39%，总体处于较低水平，未来仍有一定融资空间。

表 5：公司近五年主要负债情况（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款	1,194	1,199	1,607	1,658	439
应付票据	110	2,914	2,942	3,853	2,469
应付账款	1,100	3,423	2,486	3,405	2,960
一年内到期的非流动负债	63	91	87	151	379
<b>流动负债合计</b>	<b>3,061</b>	<b>8,977</b>	<b>8,085</b>	<b>10,442</b>	<b>7,654</b>
长期借款	496	612	644	766	1,698
应付债券				1,199	1,255
<b>非流动负债合计</b>	<b>635</b>	<b>852</b>	<b>1,003</b>	<b>2,398</b>	<b>3,424</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,696</b>	<b>9,829</b>	<b>9,087</b>	<b>12,840</b>	<b>11,078</b>
短期有息债务	1,368	4,203	4,635	5,662	3,286
总有息债务	1,864	4,816	5,279	7,627	6,239
资产负债率	45%	40%	37%	43%	39%

资料来源：Wind，申万宏源研究

**受盈利下滑等因素影响，2021 年公司经营活动净现金流减少，伴随环卫服务新签约项目陆续投运，公司现金流预计迎来好转。**受盈利水平下滑、应付票据兑付以及期末提前备货等因素影响，2021 年经营活动净现金流同比下降较多；公司陆续完成环卫一体化项目以及垃圾焚烧、污水处理等项目的剩余投资，当年投资活动现金仍维持一定规模的净流出；筹资活动净现金流同比大幅减少并转负，主要系当期减少借款规模、进行股份回购以及 2020 年可转债发行基数较高所致。考虑公司新签约环卫项目陆续进入执行阶段，未来公司或仍将保有一定融资需求。

表 6：公司近五年现金流量情况（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
销售商品提供劳务收到的现金	3,613	10,989	12,887	14,388	11,922
<b>经营活动现金净流量</b>	<b>-592</b>	<b>-1,151</b>	<b>1,485</b>	<b>1,689</b>	<b>809</b>
购建固定无形长期资产支付的现金	350	970	1,257	1,292	1,735
<b>投资活动现金净流量</b>	<b>166</b>	<b>1,154</b>	<b>-963</b>	<b>-884</b>	<b>-1,122</b>
取得借款收到的现金	1,702	3,558	2,754	5,849	2,572
<b>筹资活动现金净流量</b>	<b>982</b>	<b>-462</b>	<b>374</b>	<b>1,242</b>	<b>-224</b>
现金净增加额	554	-468	892	2,046	-539
期末现金余额	1,049	1,720	2,612	4,658	4,119
折旧与摊销	94	287	350	467	552

资料来源：Wind，申万宏源研究

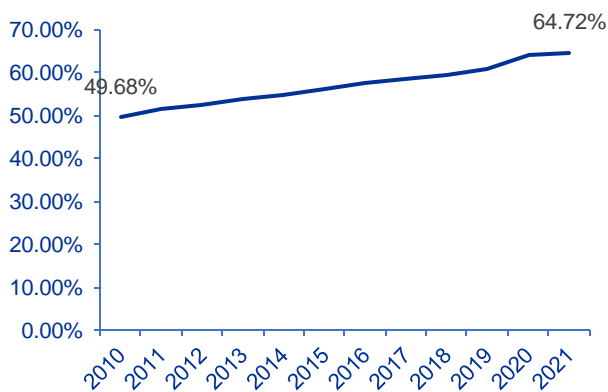
## 2. “市场化+一体化+智慧化+低碳化”推动环卫行业持续发展

环卫行业短期波动不影响长期发展逻辑，未来“市场化+一体化+智慧化+低碳化”将助推行业进入新发展阶段。2021年是“十四五”规划的开局之年，各地政府正在加快制定新时期的发展路线，密集出台各项政策，部分环卫项目将延迟推出，加之疫情的反复，大宗原材料上涨等因素的影响，环卫市场整体暂时性出现了较大的波动。长期而言，环卫产业属于公共服务事业与民生密切相关，具有刚性支出的属性，因此环卫产业的长期发展与宏观经济短期波动不完全相关，与国民经济长期发展趋势、政策的导向、环保要求，以及人们生活水平有一定的关联性，我们看好环卫产业长期发展逻辑，尤其是在环卫行业“市场化+一体化+智慧化+低碳化”趋势下，行业将进入新发展阶段。

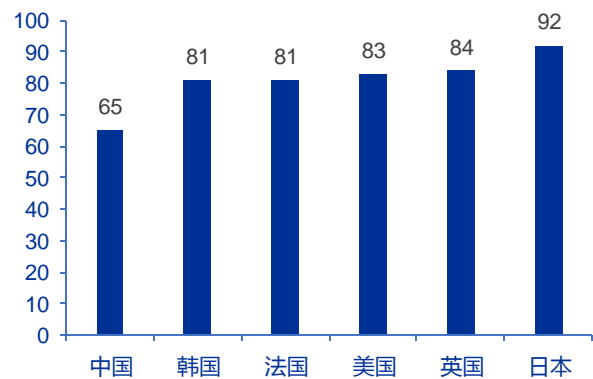
### 2.1 城镇化及市场化持续推进，市场订单不断释放

城镇化持续提升，支撑环卫“设备+服务”需求稳步增长。随着我国经济的快速发展，城镇化的进程也不断加速，2021年我国常住人口城镇化率达64.72%。而美国、英国、日本等海外发达国家的城镇化率均达到了80%以上，相比于发达国家，我国的城镇化还存在较大的提升空间。

随着城镇化不断发展，城市道路建设将直接增加道路清扫面积、城市住房、小区建设及城区绿化面积，从而提升环卫装备需求和城镇保洁需求。此外，环卫工作也是各省市地区创建“国家文明城市”、“国家卫生城市”、“国家环保模范城市”、“国家生态园林城市”等一系列城市升级创建的必要保证条件。根据国家统计局及住房和城乡建设部统计数据显示，2015年至2020年，我国城市、县城道路清扫保洁面积由96.78亿平方米增至126.06亿平方米，整体规模提升近30.25%；城市、县城生活垃圾清运由2.58亿吨增至3.03亿吨，整体规模提升17.44%。在城镇化驱动下，为保持城镇路面、住宅小区和市政园林的清洁卫生，以及生活垃圾的正常转运处理，持续促进着环卫服务需求的释放。

**图 9：我国近年城镇化率稳步增长**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 10：2021 年中国与发达国家的城镇化率 (%)**


资料来源：国家统计局，世界银行，申万宏源研究

**预计 2025 年整体城市和县城的道路清扫、垃圾清运、公厕维护三大传统环卫项目市场空间将超 2500 亿。**随着城镇化进程推进，假设我国道路清扫保洁面积将以年均复合增速 5% 的速度增长，垃圾清运量及公厕数量将以 3% 速度增长，清扫费、垃圾清运费及厕所清洁管理费年均增速为 3%，则我国传统环卫市场空间将从 2019 年的 1618 亿增长至 2025 年的 2506 亿。

**表 7：传统环卫市场空间测算**

作业内容	测算指标	城市		县城		市场空间 (亿元/年)	
		2019	2025E	2019	2025E	2019	2025E
道路清扫	道路清扫面积 (亿平方米)	92.21	123.57	27.51	36.87		
	清扫费用 (元/平方米)	10.30	12.30	7.21	8.61	1148	1837
	市场空间 (亿元)	949.76	1519.76	198.34	317.38		
垃圾清运	垃圾清运量 (万吨)	24206.00	28903.23	6871.49	8204.92		
	垃圾清运费 (元/吨)	77.25	92.24	61.80	73.79	229	327
	市场空间 (亿元)	186.99	266.60	42.47	60.54		
公厕维护	公厕数量 (万座)	15.34	18.32	5.20	6.21		
	厕所清洁管理费用 (万元/座)	13.90	16.60	5.15	6.15	240	342
	市场空间 (亿元)	213.23	304.01	26.78	38.18		
<b>合计</b>						<b>1618</b>	<b>2506</b>

资料来源：住建部，申万宏源研究

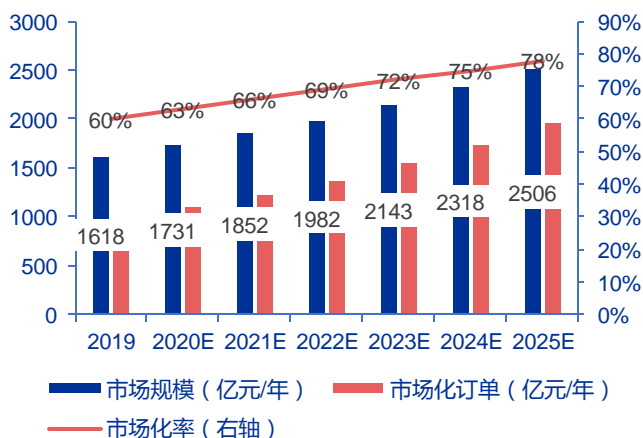
**市场化持续推进，实行管办分离，提升效率。**我国传统的环卫运营模式由政府财政负责拨款进行投资和运行管理，环卫事业单位集“裁判员”和“运动员”于一身，存在“组织架构不合理、激励机制不明确、治理能力不突出”的三大问题。引入社会力量进入环卫行业是解决这一问题的有效途径。环卫市场化不仅能带来环境卫生水平的提升，还能优化政府职能、提高公共服务效率。

未来，我国环卫市场化发展将为环卫企业提供充分成长空间。在政府关系积累、资本、管理经验、品牌、成本协同等方面具有较强优势的环卫企业，有望抓住本轮市场化释放机遇，享受到行业整体高速增长下所带来的成长红利。

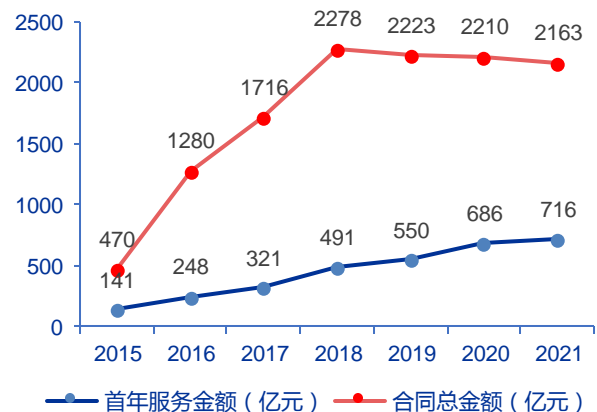
**图 11：我国环卫产业发展历程**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**2022 年市场化率约 69%，未来仍有一定上升空间。**伴随 2002 年政府确定市场化改革试点，2013 年政府明确要求在公共服务加大购买力度，行业市场化快速推进。根据我们测算，2014 年以来我国环卫市场化率快速提升，2022 年环卫服务行业市场化率将达约 69%。对比美国 81% 的环卫市场化率，我国环卫市场化率仍有一定提升空间。**与此同时，伴随早期环卫项目逐步到期，该类项目迎来新一轮招标采购，环卫市场迎来二次市场化机遇。**

**图 12：我国历年环卫市场规模及市场化率**


资料来源：住建部，申万宏源研究

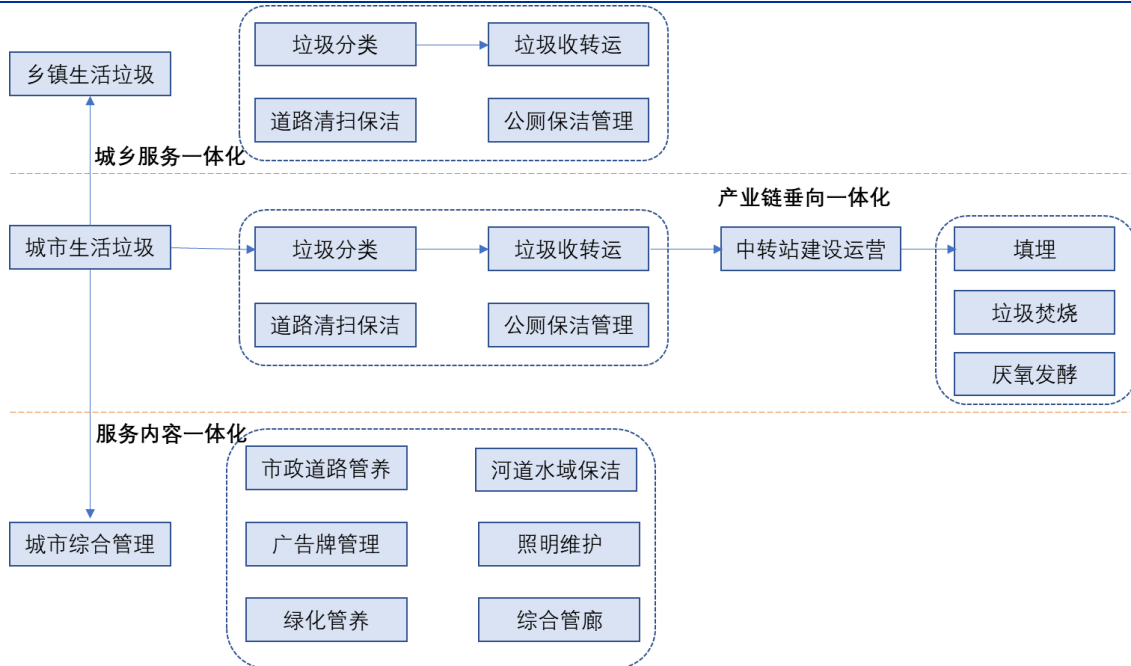
**图 13：环卫服务行业历年新签合同金额**


资料来源：环境司南，申万宏源研究

## 2.2 一体化扩大服务深度及广度，行业规模不断扩张

在环卫服务市场一体化趋势下，环卫服务深度及广度不断扩大。具体而言，主要表现在服务内容一体化（向城市综合管理发展）、城乡环卫一体化（向乡镇环卫拓展）、产业链一体化（垃圾收储运及末端处理一体化）。

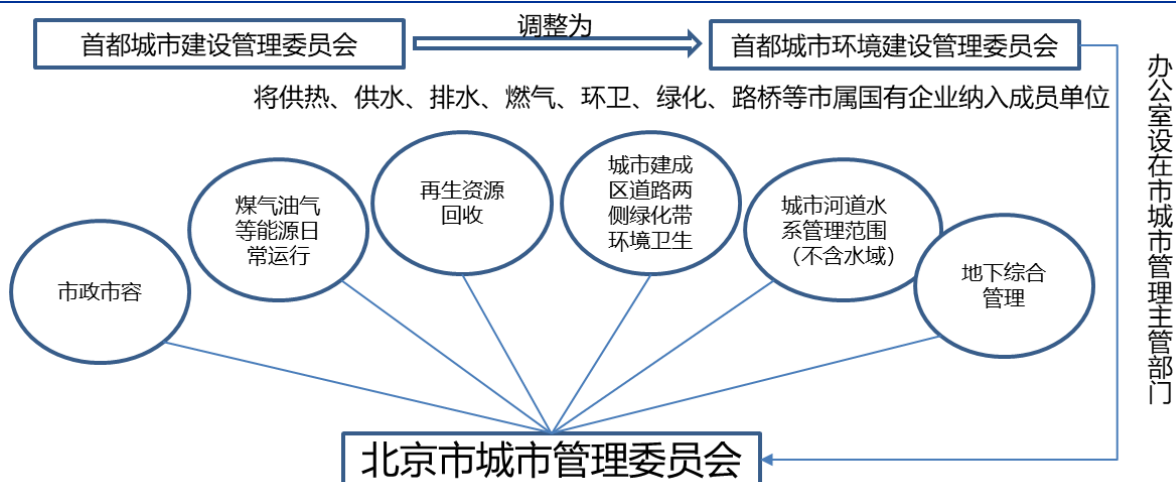
图 14：环卫一体化包括三重内涵



资料来源：E20，申万宏源研究

**1) 服务内容一体化：管理体制变革推动环卫内涵日益丰富，传统环卫向城市综合管理方向发展。**传统环卫服务是指为城市提供道路清扫保洁、垃圾清运、公厕管理等服务。随着市场化的发展，环卫市场化的成功经验促进了政府的进一步放权，推动了环卫服务内容的泛化，环卫项目正逐步向城市管家方向发展，包括绿化养护、河道水面维护、照明维护等更多内容被打包到环卫项目中。2022年4月1日新国标《城乡社区环卫清洁服务要求》正式实施，文件提出城乡社区环卫清洁服务范围包括但不限于道路清洁、室内公共区域清洁、室外公共场所清洁、农贸市场清洁、公厕清洁、水域清洁、垃圾收集、垃圾运输、应急作业等方面。

图 15：北京城市综合管理体制



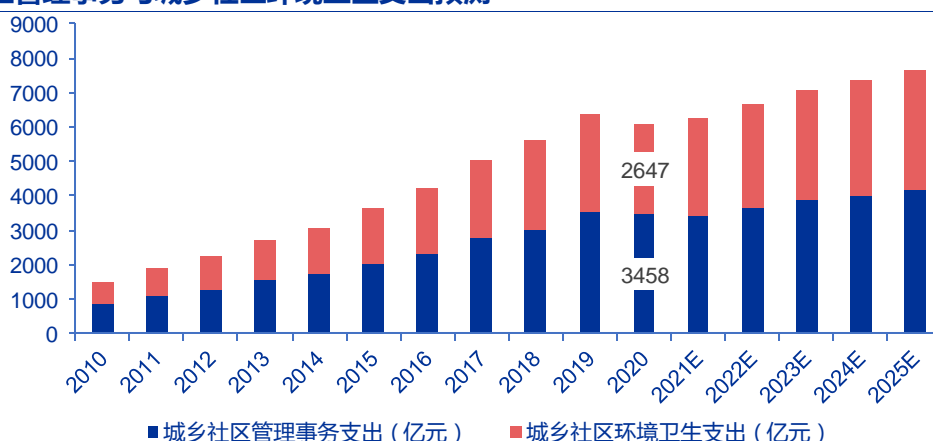
资料来源：新京报，申万宏源研究

与此同时，部分地方政府机构管理体制也启动对应改革。例如北京已成立城市管理委员会，将多个市级部门与城市运行管理相关的职责一并划归，如发改委的煤、电、油、

气管理，市商务委的再生资源回收管理，市园林绿化局的城市绿化带环境卫生管理，市水务局的城市河湖周边环境管理等。深圳市坪山区将“市政道路一体化管养改革”列入十大改革攻坚目标，计划通过改革实现“对道路、环卫、绿化、路灯、井盖、信号灯等开展一体化管养”，提高道路管养精细化水平和资金使用效率。

**环卫业务向城市综合管理发展，有望推动目标市场空间翻倍。**伴随环卫业务向城市综合管理方向发展，环卫企业可承接部分城乡社区管理事务服务支出事项。根据财政部统计数据，我国历年社区管理事务支出约为城乡社区环境卫生支出的 1.2 倍，伴随环卫业务向城市综合管理扩容，未来环卫市场空间有望翻倍增长。

图 16：城乡社区管理事务与城乡社区环境卫生支出预测



资料来源：Wind，申万宏源研究

**2) 服务范围一体化 (即城乡一体化)：环卫服务范围从城市扩展到乡镇，乡村振兴推动环卫覆盖空间扩大。**一直以来，乡镇与农村地区的清扫清运服务由于地广人稀，经济性差，作业效果监督难度大等原因发展较为落后。伴随乡村振兴战略和对农村人居环境的重视，政府依托 PPP 模式将城市/县城清扫与乡村清扫打包，依托第三方专业企业利用智能调度系统带来的成本优势，解决了长期困扰地方政府的农村环境问题，也提升了环卫清扫清运的市场空间。

2021 年 1 月 19 日，国家市场监督管理总局等七部门印发了《关于推动农村人居环境标准体系建设的指导意见》，从综合通用、农村厕所、生活垃圾、生活污水、村容村貌五个方面，确定了农村人居环境标准体系框架，建设标准与实施推广标准，持续推动农村人居环境改善工作。2 月 21 日，中央 1 号文件——《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》全文发布。在乡村建设与生态环境改善方面，从厕所革命、污水治理、垃圾管理等多方面，对农村人居环境建设提出行动方向。12 月 5 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021 - 2025 年）》，要求“扎实推进农村厕所革命”、“加快推进农村生活污水治理”，“全面提升农村生活垃圾治理水平”，推动村容村貌整体提升。在建设“美丽乡村”、构建城乡环卫一体化的时代背景下，整县推进、全局治理项目迭出，农村环卫市场将迎来市场空间进一步扩展的冲刺阶段，能为环卫服务行业乃至环卫产业整体提供广阔的市场提升空间。

3) 产业链一体化：扩大服务环节，提升服务效率。环卫项目在做到收、储、运一体化之后，开始涉及前端的垃圾分类和后端的垃圾处置，形成产业链全覆盖，从而明确责任主体，提高管理效率。此外部分企业还推动设备提供+运营一体化。

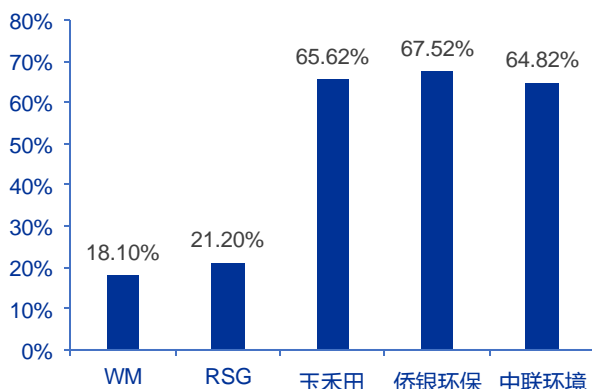
## 2.3 机械化及智慧化推动行业降本增效，创造环卫设备新需求

当前我国老龄化+人工成本提升，传统环卫服务人力成本占运营成本的 65%，机械化可有效降低成本。当前 50 岁以上的环卫工人数量占比约为 65%，现有工人老龄化愈发突出。随着我国人口老龄化的程度不断加深，以及人工成本的提升，未来环卫市场必然出现用人荒、招聘困难的现象。而环卫机械化作业快速、高效等突出优势既能减少对人工作业的依赖，又能保障环卫作业的高质量完成，环卫机械化成市场发展必然趋势。

目前我国环卫企业人力成本占环卫项目运营成本的 65%，相对而言，美国 WASTE MANAGEMENT (WM) 2020 年人工成本仅占其运营成本的 18.10%，REPUBLIC SERVICES (RSG) 2020 年人工成本占比 21.20%。可见，随着我国机械化的提升，人工成本将有较大的下降空间。

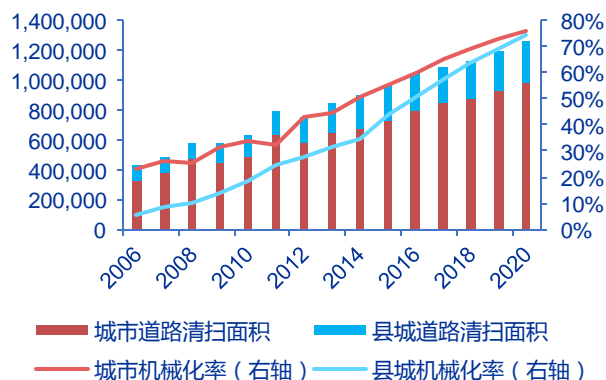
我国环卫机械化快速提升，但发展不均衡，相较发达国家仍有提升空间，机械化率的提升将驱动环卫装备持续增长。目前总体来说我国环卫市场机械化程度仍处于提升阶段，很多地方的城市道路清扫仍依靠人力完成。根据城乡建设统计年鉴数据，截至 2020 年末，全国城市道路清扫保洁面积中机械清扫面积达 97.56 亿平方米，机械清扫率为 76.10%；全国县城道路清扫保洁面积中机械清扫面积达 28.51 亿平方米，机械清扫率为 73.90%，这与发达国家 80% 以上的机械化清扫率仍有一定差距。未来，随着人工成本继续增加，环卫作业机械化将成为国内环卫市场的主要发展方向并涵盖道路清扫、护栏清洗、垃圾收集转运等各个细分领域。

图 17：2020 年环卫行业重点公司人工成本占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：我国道路清扫面积及机械化率（万平，%）

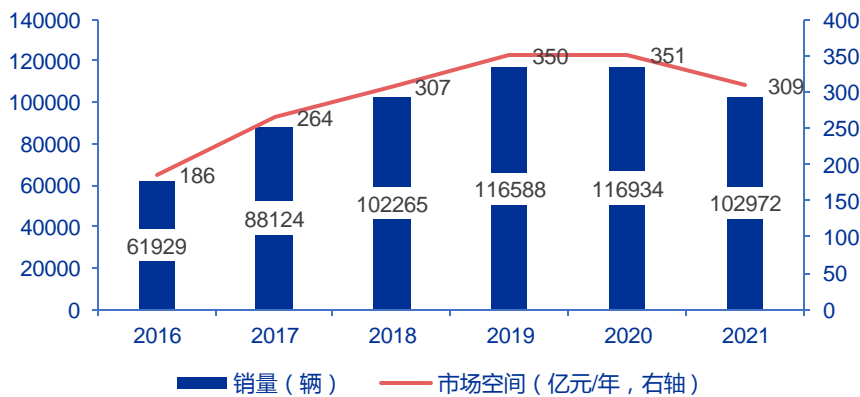


资料来源：城乡统计年鉴，申万宏源研究

近 4 年环卫车销量均超 10 万辆/年，对应市场空间约 300 亿元/年。尽管受 2019-2020 年国六切换需求透支、新冠疫情反复等因素影响，年环卫装备行业增速受到

一定冲击。根据中汽数据终端零售数据（上险数）统计，2021 年我国环卫车辆上险数仍达 10.3 万辆，环卫设备行业过去 6 年需求规模复合增速为 10.5%。伴随环卫行业道路清扫面积及机械化率稳步提升，同时随着垃圾分类、城镇化补短板、乡村振兴、农村人居环境整治等利好政策的落地执行，为环卫装备，特别是垃圾收转类环卫装备带来了持续增长的市场空间。此外，考虑环卫装备平均寿命约 8 年，存量替换将保障行业长期基本需求空间。综合考虑存量替换及年度新增需求，按照每年需求量 10 万辆、30 万元/台的单价估算，环卫装备市场空间规模约 300 亿元/年。

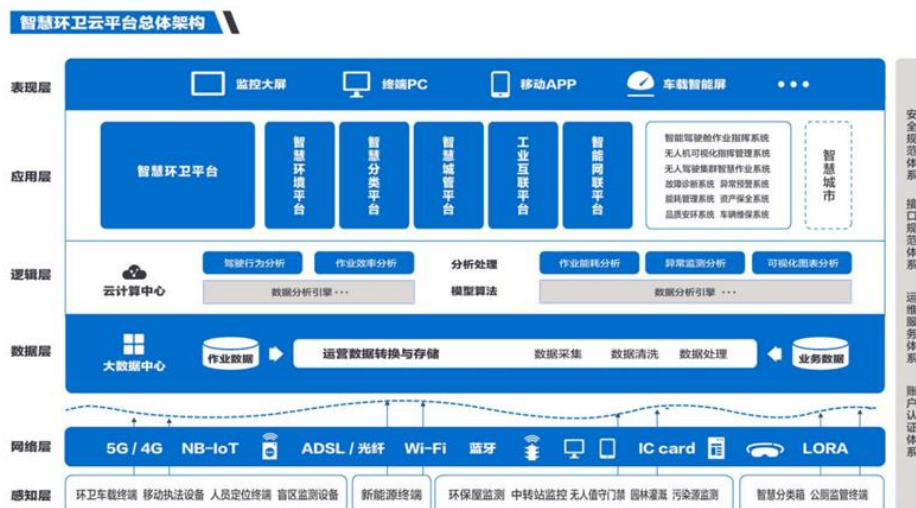
图 19：我国历年环卫设备销量及市场空间



资料来源：中汽数据终端零售数据，申万宏源研究

**智慧化将优化项目管理效率，实现服务标准化及管理可复制化，提升项目盈利水平。**  
 环卫作业基础设施遍布街道、作业面积分布广、庞大的设备数量以及多而分散的作业人员使得日常运营管理成为环卫行业的一大难点。环卫企业基于项目经验，搭建智能化的管理平台，从而形成标准化、可复制的管理模式。通过对人员、车辆、设施、作业状况等实施全过程管理和监控，将以往人力监管模式改变为更高效的自动化、更安全的信息化、更科学的智能化管理，有助于提升环卫服务的精细化管理水平，优化作业方法及作业路径、减少跑冒滴漏、降低运营成本、提高运营效率，从而提高人均产值。

图 20：盈峰环境智慧环卫云平台总体架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**智慧化有助于政府对环卫服务的实时有效监督。**监管部门可以通过智慧环卫系统对环卫作业的各个环节进行实时监控。数据的自动记录，不仅避免了考核过程中的主观因素，同时提供了量化依据，有助于实现考核的公平公正。在云平台监控、调度中心，还可以实现及时调度，有效应对突发状况。

**智慧环卫快速发展，智能装备成为环卫装备新增增长点。**智慧环卫依托智能装备和智慧环卫云平台，实现环卫运营智能化，进一步释放人力、物力，提高环卫运营效率，成为环卫行业未来发展的方向。其中智能装备是指 5G 环卫机器人、无人驾驶环卫车、智能小型环卫机器人等智慧环卫装备，智能化、少人化甚至无人化将成为未来城乡环卫服务重要趋势，小型智能设备、无人驾驶环卫设备等将会是新的风口，为行业带来新变数、新增量。智云平台则是指依托物联网技术与移动互联网技术，通过整合环卫装备产品研发、生产制造、设备运行、运营管理、售后服务等数据资源，实现对环卫运营服务所涉及的“人、车、物、事”构建“全时段、全方位、前后台无缝对接、精准高效”的运维服务和远程监控管理模式，真正实现从管理到服务、从治理到运营，全面提高城市管理和政府公共服务水平。

## 2.4 碳中和背景下，电动环卫车及氢能环卫车快速发展

**环卫车辆低速运行，碳中和下新能源环卫车是大势所趋。**基于环卫作业的特殊性，环卫车辆长期处于低速重载的作业工况，这种情况下，相比城市道路上的其他车辆对环境造成的污染更大。以清扫车为例，运行时速一般不超过 10km/h 且经常处于怠速状态，这不仅增加油耗，还会使尾气排放量增大，VOCs 排放浓度也会随之升高。

**政策推动，自 2021 年起重点地区新增环卫车辆中新能源车比例不低于 80%，2035 年全面电动化。**2020 年 10 月，国务院发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出自 2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用。伴随各地方政府陆续发布相关政策，更新环卫车辆原则上以新能源为主，未来新能源环卫车辆采购量有望持续放量。尽管当前新能源环卫车电池成本占比高，导致当前单车成本过高（纯电动环卫车价格约为燃油车辆的 4 倍），市场推广仍依赖政府补贴，但伴随新能源汽车产业链完善及规模提升，动力电池成本有望不断下降，进而提升新能源环卫车的经济性，推动新能源环卫车快速推广。

**2021 我国环卫装备新能源行业渗透率仅为 3.97%，且以电动环卫车为主，未来空间巨大。**根据中汽数据终端零售数据（上险数）统计，2021 年我国环卫车辆上险达 10.3 万辆，其中新能源车辆上险 4052 辆，行业渗透率为 3.97%，相比新能源汽车发展规划目标甚远，未来发展空间巨大。

**氢能环卫车先天契合氢能燃料汽车应用场景，是当前各地推广氢燃料汽车商业化应用的最好选择之一。**环卫车工作区域一般都在人口稠密的城市核心区域，数量庞大、应用范围广，因此环保要求高。与此同时，环卫车具有作业行驶速度慢、行驶路线固定、行驶里程短、作业时间固定等工作特性，先天比较适合采用氢能。对比燃油车，氢能环卫车具有

无废气污染、噪音小、环保等优势。对比电动车，**氢能环卫车无续航焦虑，充电时间短，动力性能更优，且氢燃料电池能量密度高、易于冷启动等特点可让氢能车辆在寒冷、干燥等复杂气候和环境下正常运行**，有效解决了低温工况下电池性能衰减的问题，极大提高了作业效率。此外，由于氢气使用量较小，一辆氢能环卫车 2-3 天加注一次氢气即可。随着产业发展，城市加氢站网络配套建成后，氢能环卫车将更易于集中管理。因此，氢能环卫车是各地推广氢燃料汽车商业化应用的**最佳选择之一**。相比公共汽车等电动化渗透率较高的领域，现阶段环卫车领域电动化程度较低，氢能环卫车的推广应用具有充足的空间。

**当前氢能环卫车处于市场导入前期，伴随支持政策落地，氢能环卫车迎来快速发展。**

在“双碳”目标推动下，可实现零碳排放的氢能环卫车逐渐受到各地的重视，相关支持政策频出。例如，佛山市发布的《佛山市南海区新能源（氢能）市政、物流车辆推广应用实施方案（2021—2024 年）》指出，自 2021 年起，南海区新增或更新的市政环卫（含垃圾转运、喷洒、扫地、工程抢修等）车辆和冷链配送物流车辆必须氢能化、电动化，并对更新置换、选购的车辆予以补贴。上海市《嘉定区加快推动氢能与燃料电池汽车产业发展的行动方案（2021-2025）》计划将嘉定区新增或更新的市政环卫车逐步提升为燃料电池车辆，力争环卫车氢能化比例不低于 50%。除上海、佛山外，北京、河北保定、浙江嘉兴、山东济南等省市均提出氢能环卫车的进一步推广计划。得益于此，今年以来，氢能环卫车项目招标数量较去年同期显著增加。

## 3. 聚焦环卫主业，打造“装备+服务”双龙头

### 3.1 传统环卫装备优势稳固，新能源及环卫机器人亟待爆发

**公司开创多项行业第一，构建了完整的环卫装备产品线。**公司作为环卫装备领域的开拓者之一，曾获得中国第一台干湿两用吸扫式扫路车、中国第一台全液压微型扫路机、中国第一台隧道清洗车、中国第一台纯电动扫路车、中国第一台天然气动力清洗车等业内首创的成绩，具备业内第一品牌的强大品牌影响力。公司构建了完善的环保装备产品线，超 400 个型号的产品，产品覆盖 5G 环卫机器人、无人驾驶环卫车、智能小型环卫机器人、新能源环卫装备、垃圾收转运设备、分体站装备、环卫清洁装备等，可满足全国各地主要应用场景的环卫装备需求。

图 21：盈峰环境环卫装备产品线

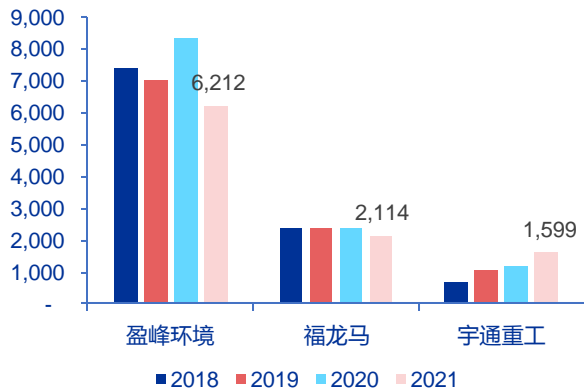


资料来源：公司官网，申万宏源研究

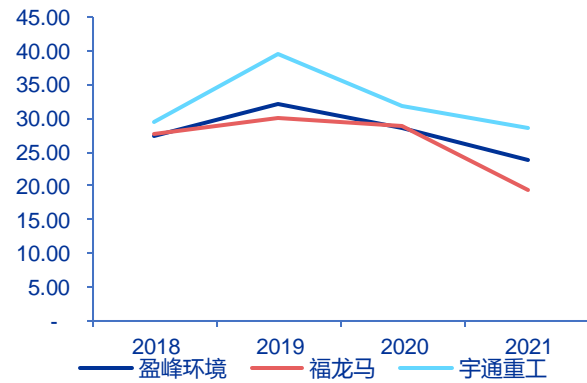
公司环卫装备销售连续 21 年蝉联国内第一。我国环卫装备领域市场集中度较高，环卫车品牌上险量集中度稳步提升，2021 年 CR10 达 60.40%，同比上升 7.3 个百分点，盈峰环境、福龙马、湖北程力的市场占有率始终维持前三位，龙头地位稳固。根据中汽数据终端零售数据，2021 年我国环卫车辆销量 102972 辆，同比下降 12%。公司 2021 年装备总销售数量 16,521 台，市占率 15.79%，连续 21 年蝉联国内第一，其中，纯电动车销量 744 辆，占市场份额 18.37%。

图 22：主要企业近年环卫装备收入表现（百万元）

图 23：主要企业近年环卫装备毛利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

**传统环卫装备短期受疫情影响，新能源环卫装备恢复快速发展态势。** 环卫装备终端客户以政府部门为主，受疫情影响，环保领域财政支出下滑，政府采购放缓，部分环卫项目延迟推出，政府开标未出现明显恢复，2021 年公司环卫装备总销售额 62.12 亿，较上年同期下降 25.65%，同时市场竞争加剧及大宗原材料价格上涨等导致环卫装备产品毛利率呈下降态势。2022 年 1~3 月，环卫清洁装备和垃圾收转运装备销量延续下行趋势，**但受益于新能源政策利好以及“双碳”目标的提出，当期新能源环卫车销量攀升，同时新产品售价较高使得其销售额同比大幅提升，带动总体销售额同比增长 31.10%。**

**表 8：环卫装备主要产品近年产销情况（台/套、亿元）**

销量	2019	2020	2021	2022Q1
环卫清洁装备	9,248	11,343	9,526	1,791
垃圾收转运装备	9,926	11,876	8,252	1,789
新能源及清洁能源环卫装备	981	945	902	837
渗滤液产品	62	69	9	--
合计	20,217	24,233	18,689	4,417
销售额	2019	2020	2021	2022Q1
环卫清洁装备	35.66	43.12	37.48	6.08
垃圾收转运装备	24.23	27.8	19.91	4.46
新能源及清洁能源环卫装备	8.86	9.02	4.6	5.49
渗滤液产品	1.59	3.61	0.13	--
合计	70.34	83.55	62.12	16.02

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究

**应对人力成本上升及老年化趋势，公司首创智能环卫机器人，持续提升环卫装备竞争力。** 目前公司已自主研发智慧环卫机器人十余款（均可选基础款和 5G 智能款），打造了行业领先、型谱最全的智能环卫机器人产品族群。全系列产品深度融合绿色新能源动力、5G+AIOT 集群控制技术、人工智能技术、机器视觉技术、全场景图像识别等关键技术，搭载激光雷达、超声波雷达、高精度差分 GPS、全场景摄像头等多重传感器，实现环卫机器人智慧作业与智能移动，拓展多种场景、多种作业能力。公司首创的“5G 云+

环卫机器人”智慧远程集群作业模式重新定义行业工法，大幅度提升行业智能化水平和作业效率，防范环卫工人作业安全隐患，极大地节省人力成本，经济社会效益显著。

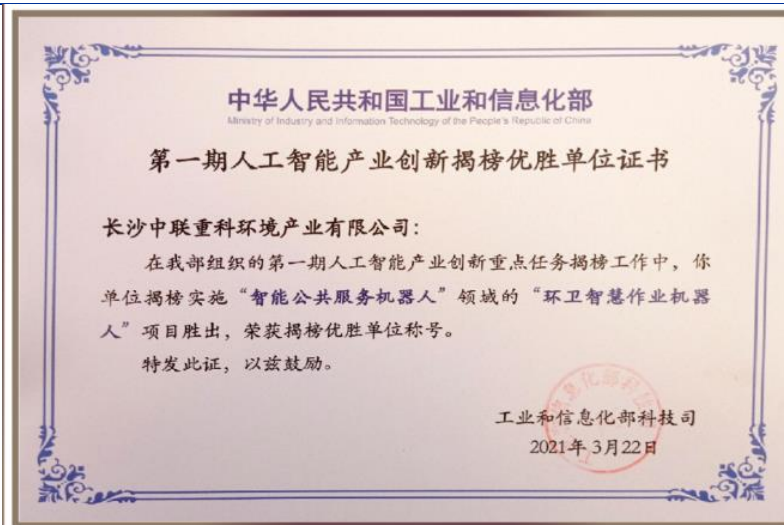
**表 9：盈峰环境小型装备机器人概要**

小型装备名称	作业范围	性能特点
智能纯电动全线控一体式扫路机/机器人	1) 城市辅道、次干道、部分主干道等场景清扫保洁、冲洗清污作业 2) 公园景区、风光带、广场、高铁机场区域、产业园区、学校、社区等场景智能驾驶清扫保洁、冲洗清污、辅助吸管吸拾作业 3) 背街小巷、商业街区等狭窄区域场景清扫保洁、冲洗清污、辅助吸管吸拾作业	1) 多模式：吸扫作业模式，局部定点清污模式，辅助吸管吸拾作业模式，吸扫、冲洗高效组合作业模式 2) 绿色环保：绿色新能源纯电动力，低噪高效作业 3) 作业能力强：作业时间达 8.5h 以上，爬坡能力达 25%以上，清扫作业能力超 400g/m <sup>2</sup> 4) 智能化：智能驾驶作业，可选装 L4 级无人驾驶模块，无人驾驶与有人驾驶可无缝切换，可选装 5G 通讯模块
智能纯电动全线控一体式清洗机/机器人	1) 城市辅道、次干道、部分主干道、人行道等场景冲洗保洁作业 2) 公园景区、风光带、广场、高铁机场区域、产业园区、学校、社区等场景智能驾驶冲洗保洁作业 3) 背街小巷、商业街区等狭窄区域场景冲洗保洁作业	1) 智能化：智能驾驶作业，可选装 L4 级无人驾驶模块，无人驾驶与有人驾驶可无缝切换，可选装 5G 通讯模块 2) 绿色环保：绿色新能源纯电动力，低噪高效作业 3) 作业能力强：充满电作业时间达 6.5h 以上，爬坡能力达 25%以上，水箱容积为 1200L，冲洗流量最大可达 30L/min 4) 多功能：前排冲，剪刀洗，侧冲洗，手持喷枪冲洗，多功能组合作业
智能纯电动桶装铰接式扫路机	SHZJ20BEV:城市辅道、非机动车道、人行道、步行街、风光带、公园、学校、景点、居民生活小区等狭窄区域的清扫保洁作业 QL2010BEV:人行道、城市辅道、次干道、部分主干道、风光带、绿化带、广场、公园、产业园区、背街小巷、机场高铁广场等区域的环卫扫洗、冲洗作业	1) 转向灵活：铰接式转向，最小转弯直径≤4.5m，整车宽度 1100mm 2) 作业能力强：最大作业能力达 16000 m <sup>2</sup> /h，最大清扫宽度 2m，配置垃圾破碎风机，永磁同步电机，CAN 总线控制系统，一键式操作 3) 多模式：喷雾抑尘清扫作业模式，干式除尘系统，垃圾桶、袋快速转运模式，辅助吸管吸拾作业 4) 设计好：全景车窗玻璃驾驶室，空气悬浮座椅，冷暖空调，无线电收音机，MP3 播放，手机充电，彩色显示屏
智能纯电动自跟随清吸机器人	背街小巷、胡同、城市广场、花园草坪等区域的清吸保洁作业	1) 吸拾力度强：轻松吸拾树叶、烟头、纸屑等常见垃圾，大件的如：啤酒瓶、矿泉水瓶等也可以快速收集，手持吸管可实现对机器人周围半径 3.5m 的区域进行清洁全覆盖 2) 安全保障好：转场驾驶模式，240L 标准垃圾桶，一键控制，故障自诊断、预警处理、应急防护 3) 智能化：智能 AI 技术、智能识别技术、自适应跟随及避障控制技术 4) 绿色环保：绿色纯电动，连续作业时间 10 小时以上，作业噪声低于 65dB(A) 5) 多系统：路面清吸、喷雾降尘、脉冲除尘系统
智能纯电动桶装一体式扫路机	适用于辅道、人行道、生活小区、背街小巷、草坪等区域清扫保洁作业	1) 智能化：可选装 L4 级无人驾驶模块，无人驾驶与有人驾驶可无缝切换，可选装 5G 通讯模块 2) 机型灵敏：灵动简约式设计，尺寸小 ( 2.75m×1.0m×2.2m ) ，造型简约灵动清新，最小转弯直径 5.5m，转向灵敏 3) 绿色环保：绿色新能源纯电动力，低噪高效干式无尘作业 4) 作业能力强：作业时间达 12h，爬坡能力达 30%
智能驾驶铰接式扫路机器人	城市辅道、次干道、部分主干道、公园景区、风光带、产业园区、机场、高铁广场等路面的清扫保洁作业	灵活便捷：铰接式设计，转向灵敏，最大转向角 40°，最小转弯直径 5.7m，灵动便捷 2) 绿色环保：绿色新能源纯电动力，电量达 41.6 度，高效气力吸扫系统设计，作业环保低噪 3) 作业能力强：爬坡能力达 20%以上，额定工况清扫作业能力超 300g/m <sup>2</sup> 4) 设计好：配备冷空调，人性化设计，空气悬浮座椅，操作舒适性好，全景车窗玻璃，驾驶视野开阔，驾驶操控感好

资料来源：公司官网，申万宏源研究

智慧环卫机器人在多地应用，同时荣获国家新一代人工智能产业创新首批揭榜优胜单位，是环卫行业唯一获选单位。目前公司 5G 智慧环卫工人集群已在深圳、长沙、苏州等实现落地运营，打造城市智慧环卫行业新标杆，多次被政府部门、相关协会作为 AI 赋能传统环卫行业的技术创新典范，以数字化信息化赋能城市环卫作业，着力提高环卫作业智慧化能力和水平，提升城市公共服务精细化管理水平，助力打造更精美的人居环境。2021 年 8 月，工业和信息化部发布国家新一代人工智能产业创新重点任务揭榜项目系列创新成果，遴选出了一批引领行业新突破新发展的人工智能创新产业龙头。盈峰环境与腾讯、阿里、商汤等 30 家企业一同获颁国家新一代人工智能产业创新首批揭榜优胜单位。

图 24：公司荣获国家新一代人工智能产业创新首批揭榜优胜单位



资料来源：公司官网，申万宏源研究

顺应新能源发展大势，公司率先发展新能源装备，拥有全行业最丰富的新能源产品线。公司从 2007 年即开始新能源环卫装备的研发制造，2008 年 7 月份国内第一台纯电动扫路车诞生于此，并担当 2008 年绿色北京奥运的清扫保洁任务，目前公司新能源装备已覆盖清扫、清洗、垃圾收转运、市政等系列 40 多个品种，近 200 款车型，形成了国内品类最全、型号最为齐全的新能源环卫车组合。

2021 年公司全新推出了行业品种型谱最全的第五代新能源全系列环卫装备产品族群。第五代产品主打三大亮点，更安全可靠、更高效环保、更智慧节能。安全可靠：整车竞争力提升，满足欧洲 ECE R45-04 最严法规；制动性能高于行业标准 20%，构建了新能源环卫车行业标准；落地辅助驾乘系统，全方位监控确保安全。高效环保：轻量化环保设计、作业系统升级换代，作业效果提升 10%以上；通过主动降噪+被动消噪的低噪组合设计，噪音下降 5 分贝。智慧节能：无模组电池包设计，电池包能量密度提升 10%以上；能量互换系统，实现双向智慧充放电，有效提升产品续航能力，紧急情况下还可给应急救援设备及时供电。

公司环卫装备研发发端于国家级科研院所，具有良好的创新基因，持续研发能力强。截至 2021 年底，公司获得专利达 1051 项，其中发明专利 555 项、实用新型专利 415 项、外观设计专利 81 项，技术专利、发明专利居行业首位，并牵头制订了多项国家、行业、地方标准，拥有省级研究中心，曾获得“湖南省十大知识产权领军企业”称号，并荣获中国机械工业科学技术奖、湖南省科学技术进步奖、华夏建设科学技术奖等奖项。获得环卫领域政府发放的第一张无人驾驶路测牌照；国家工业和信息化部发布中国新一代人工智能产业创新重点任务企业榜单，公司荣登揭榜挂帅企业榜单，跻身中国顶级 AI 阵营，成为环卫智慧机器人产业创新“国家队”。

## 3.2 打造智慧化环卫标杆，叠加装备渠道优势，目标剑指 100 亿

顺应环卫智慧化趋势，公司打造智慧化环卫平台，实现环卫运营管理的标准化、数字化和智慧化。公司通过环卫智能装备与服务运营有机融合，实时互联环卫服务中的人、车、物、事实现运营管理的标准化、数字化和智慧化。具体而言，公司在智慧环卫装备的基础之上，投资近 1.5 亿元自主研发了环卫全产业链大数据云智慧环卫平台。该平台拥有 20 余项智慧环卫相关的软件著作权及专利，融合 5G、AI、大数据、云计算、边缘计算等先进技术，以浸入式的思维、形成了物联网集成应用技术、数据通讯技术、视频指挥调度技术、安全驾驶检测技术、物联网软硬兼容技术、大数据应用技术等核心技术，对环卫管理所涉及的人、车、物、事进行全过程实时管理，合理设计规划环卫管理模式，提升环卫作业质量，降低环卫运营成本，用数字评估和推动环卫管理实效。

目前平台已为全国超 5 万台产品的客户提供智能服务，未来公司将坚持应用数字技术，在装备智能化和服务智慧化领域持续创新，并通过与智慧城市发展的深度融合不断推动智慧企业云平台的深化应用，致力成为环卫行业数字化转型的引领者和推动者。

在项目实际运营过程中，公司通过“掌上环卫 APP”实施远程监管、数据上报、流程审批等智慧管理；通过智慧云平台运营数据可视化、业务分析自动化，助力“智慧服务”运营项目线上实现对作业设备的智能化管理、作业过程的精细化管理、作业物料的量化管理。全过程实现数字化管理、智能化、信息化和一体化。

图 25：盈峰环境智慧环卫平台



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**中标深圳福田环卫 PPP 项目，打造智慧环卫标杆。**为贯彻落实习近平总书记关于像“绣花”一样精细管理城市的指示以及深圳市委市政府打造“全国最干净城市”的工作部署，福田区在 2019 年以来以新一轮市政道路保洁招标为契机，打破传统市场化瓶颈，在全市率先开展物业管理城市改革、PPP 项目环卫改革，提高作业标准和投入，有效提升环卫作业质量。在此背景下，2019 年 10 月公司成功中标深圳市首个环卫类 PPP 项目，服务年限 10 年，合同总金额 11.53 亿元。项目作业范围覆盖深圳市福田区核心金融中心、商业中心，人口密度极大，对环卫运营装备、运营监管模式和作业效果的要求极高。项目服务总面积 450 万平方米，清扫保洁涵盖特级道路、一级道路、绿化保洁、社区公园保洁、城中村等各类不同路况；服务范围涵盖道路清扫、垃圾收运、垃圾压缩等作业，包括环卫作业前端清扫、中端运输、末端简单处理各环节，是全市率先推行的新型环卫市场化改革。作为环卫 PPP 项目试点的福田街道、南园街道、滨河路、滨海路福田段等路段，更成为全市首个高度机械化、现代化作业标段，改革取得初步成效。公司通过深度应用 5G 智慧网联、自动辅助驾驶、机器人和大数据分析技术，将深圳福田区环卫项目做成环卫行业转型升级、政府公共服务高端引领的示范工程。

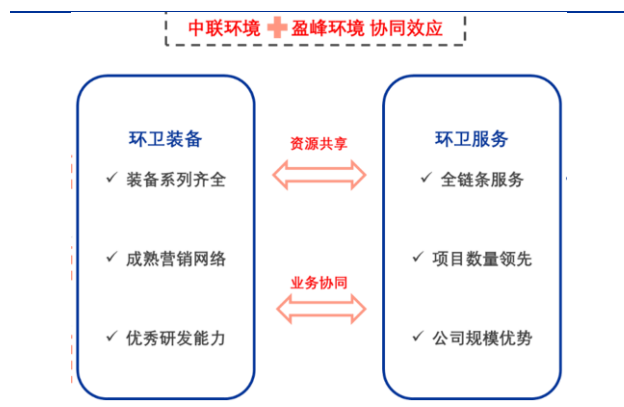
2020 年 5 月，盈峰环境以 78.03 亿元/15 年的成交价中标深圳宝安区（新安、福永和福海街道）环卫一体化 PPP 项目，堪称**史上最大环卫 PPP 项目**的中标进一步验证及强化了公司的竞争力。

图 26：公司具有遍布全国范围的营销网络



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 27：公司环卫装备及环卫服务协同优势明显



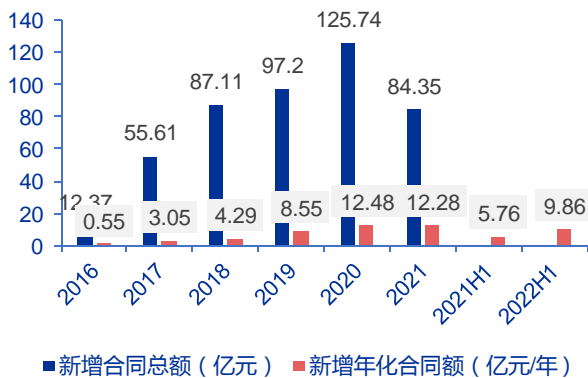
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司装备销售渠道成熟，助力环卫服务业务快速发展，协同效应明显。**环卫服务项目具有较强的区域性、定制化特征。随着各级政府对环境卫生的重视程度不断提高，环卫服务项目需要较高的专业运营经验、长期跟踪服务，以维持项目的运作和新项目的不断获取。环卫服务需要专业化程度较高的售后网络保障，提升服务和交付质量，才能把握各区域的商机，以取得业务机会。公司通过运用成熟的环卫装备销售服务网络和优秀的行业经验积淀，业务服务网络已覆盖全国，全国逾 300 个运营中心，近千个环境治理运营服务项目，遍布 31 个省、市、自治区。

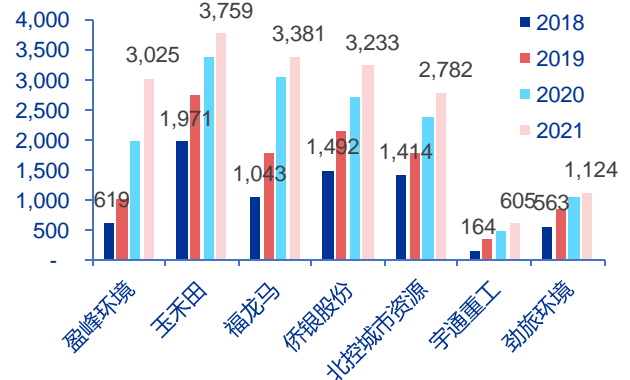
**受益于环卫市场化的推进以及在环卫机械领域的全国化布局，2021 年公司环卫服务新增年化合同额全行业第二，近年环卫服务收入 CAGR 位居可比公司第一。**公司 2016 年开始新增智慧服务业务，公司新增的年化环卫服务合同总金额从 年的 . 亿元快速

增长至 2021 年的 12.28 亿元，据环境司南统计，2021 年我国环卫市场化项目中标总金额为 2163 亿元，新增年化金额 716 亿元。2021 年公司新签约环卫服务项目共计 75 个，新增合同总额 84.35 亿，新增年化合同额 12.28 亿，位居同行业市场排名第二。2022 年上半年公司订单进一步显著提升，新增年化订单 9.86 亿元，同比增长 71%。

基于不断累计的服务订单，公司环卫服务收入从 2018 年的 6.19 亿快速增长至 2021 年的 30.25 亿元，CAGR 达 70%，收入增速位居全行业可比公司第一。

**图 28：公司每年环卫订单额快速增长**


资料来源：公司年报，环境司南，申万宏源研究

**图 29：主要企业历年环卫服务收入 (百万元)**


资料来源：相关公司年报，申万宏源研究

**公司发布“5115”核心战略，目标 2024 年环卫服务收入达到 100 亿元。**盈峰环境自 2018 年收购中联环境 100% 股权后，在业务、管理和销售网络上实行协同发展，形成环卫清洁装备、垃圾收转运装备、新能源及清洁能源装备和智慧环卫运营服务为一体的业务模式。2020 年 5 月，公司进一步发布“5115”战略，计划目标在 5 年内（2020 年-2024 年）环卫服务总合同额达到 1000 亿元，环卫服务营业收入达到 100 亿元。截至 2021 年底，公司运营的环卫服务项目共计 179 个，存量市场年化合同额 40.68 亿，累计合同总额达到 458.84 亿，待执行合同总额达 382.73 亿，行业排名第二，可持续经营能力名列前茅。我们看好公司持续发力“智慧环卫”，推进环卫服务发展，积极从规模、技术、品质、成本、服务等方面提升产品的整体竞争力，并逐渐满足市场由“清洁者”向“城市管家”升级的需求。

**公司项目数量稳步增加，订单来源更为广泛，整体收入增长更加持续稳定。**相比 2020 年新签订单表现（2020 年新签约环卫服务项目共计 59 个，新增合同总额 125.74 亿，新增年化合同额 12.48 亿），2021 年公司新签约环卫服务项目共计 75 个，新增合同总额 84.35 亿，新增年化合同额 12.28 亿，可以看出公司单体项目规模减小，项目数量增加，这一方面反映环卫行业订单类型向政府采购服务转变，以 PPP 为代表的大型长周期订单减少，另一方面公司项目数量增加，获取订单范围不断扩大，也表明公司积极结合市场发展趋势，对业务形式进行多元化拓展，积极开拓中短周期项目，降低了个别大项目对公司业绩的波动性影响。

**已有长周期 PPP 订单也将保障长期业绩释放能力。**截止 2022 年 3 月末，公司共有 31 个在手 PPP 项目，均为政府付费模式，项目总投资额 27.32 亿元，已累计投资 21.05 亿元。2021 年及 2022 年 1~3 月，上述 PPP 项目分别实现利润 5,012.05 万元和 1,921.99 万元。

**表 10：截至 2022 年 3 月末公司主要 PPP 环卫项目情况（万元）**

项目名称	预计总投资	已完成投资	2021 年收入	2022 年 Q1 收入
宝安区新安、永福、淮海街道环卫一体化 PPP 项目	51,384	50,427	43,128	11,342
湘潭市环卫一体化（一期）特许经营项目	34,039	2,366	5,941	3,031
铜仁市碧江区城乡生活垃圾收转运系统建设 PPP-1 项目	26,923	26,507	3,880	956
南安市城乡环卫一体化项目	12,442	11,442	13,507	3,369
贵州凯里市城乡环卫一体化 PPP 项目	11,972	11,147	3,097	707
深圳市福田区政府环卫 PPP 项目	10,825	12,046	13,054	2,958
湖南湘西州花垣县城乡环卫一体化 PPP 项目（不含乡镇污水）	9,989	6,897	1,433	354
湖南常德市汉寿县城乡环卫一体化一期建设 PPP 项目	7,278	5,930	4,385	1,060
安龙县城乡生活垃圾收运一体化及清扫保洁 PPP 项目	7,021	6,364	2,620	645

资料来源：公司评级报告，申万宏源研究

### 3.3 氢能环卫车订单持续释放，氢能业务蓄势待发

**研发国内首台氢能环卫车，形成完善产品矩阵。**氢能源作为来源丰富、绿色低碳、应用广泛的清洁能源，正在逐步成为全球能源转型发展的重要载体之一。作为国内新能源环卫的领先企业，盈峰环境自成功研发国内第一台燃料电池抑尘车以来，相继推出了洗扫车、清洗车、垃圾车等氢能源产品矩阵，助力实现国家“碳达峰”和“碳中和”目标。

**公司应用优势燃料电池技术，传动效率大大提升，作业节能 25% 以上。**盈峰环境的氢能源环卫车具有噪音低、效率高等特点，加满氢气过程仅需 3-5 分钟；氢燃料电池抑尘车及清洗车的风炮叶轮、水泵等关键部件采用电机直驱，取代了现有的液压传动系统方案，作业节能 25% 以上，传动效率提升 3% 以上；整车能量动态匹配技术可根据上装工作特性动态调整整车功率，达到综合节能 2.5% 的效果。此外，盈峰环境积极开展氢能技术创新合作，与雄韬、天津新氢、航天氢能、清极、国电投等多家知名企业共同探索氢能新发展。

**丰富的服务案例，获得多项活动及赛事认可。**目前，盈峰环境氢能源环卫装备已经覆盖河南、山西、广东、浙江等多个省份，服务于深圳市福田区、宝安区新桥和沙井街道、北京市朝阳区等多个地区及项目，并在上海进博会、汕头青运会、杭州亚运会等重要展会与赛事活动中崭露头角。

**去年斩获全国首个千万级氢能源大单，今年再获荆州 2786 万氢能源大单。**盈峰环境氢能源环卫产品凭借良好的品牌信誉、稳定的产品性能、优质的服务口碑以及高性价比的优势，深受市场好评。2021 年 8 月，公司中标广州黄埔区环卫美化服务中心氢能源环卫车辆大单，合同金额达 1703 万，将提供十余台 18 吨氢燃料清洗车，是当时氢能源环卫车辆中全国最大标的。

2022年6月，公司再次中标湖北省京山市氢能源环卫作业车辆采购项目，将为京山市提供2786万元的氢能源环卫车（11辆氢能源洒水车 and 5辆12吨氢能源垃圾压缩车，设备预计8月交付）。京山作为荆门市氢燃料电池示范城市，在公共交通领域购入了大批氢能源车辆，配套了1000公斤级和500公斤级的加氢站，并将氢能制取、储存、运输和应用以及燃料电池技术产业化项目作为未来发展规划之一。此次中标，公司将助力京山市创建国家氢能源示范市，推动氢能源在环卫领域的广泛应用。

### 3.4 上专股份拟拆分上市，其他业务发展稳定

**公司其他业务服务范围主要包含环境监测、固废处理及通风机械制造等业务。**

**环境监测业务：**公司环境监测板块主要由广东盈峰科技有限公司负责运营，业务范围为监测设备制造与VOC治理；随着各地政府和企业面临的环境治理和环保考核压力加大，环境监测需求相应增加，2021年公司环境监测设备的销售保持稳健增长态势。经营模式以产品销售为主、运维服务为辅。

**固废处置主要涵盖垃圾焚烧发电、生活垃圾填埋、餐厨垃圾资源化利用、固废循环产业园等业务。**公司固废业务以固废循环产业园为载体，产业园以垃圾焚烧发电项目为核心，园内配置生活垃圾处置、危废处理、污泥处理、餐厨垃圾处理、污水处理、建筑垃圾处理、填埋场生态修复、渗滤液处理、飞灰处理等处理设施，各业务之间有机协同，一揽子解决固废问题。截至2022年3月末，公司在运营垃圾焚烧发电项目共6个，其中仙桃市建设循环经济产业园项目为仙桃市唯一获得湖北省工业类标准化试点项目，已成为行业标杆示范工程。在运营项目均采用BOT模式，协议运营期限为30年，已完成投资21.30亿元，2021年和2022年一季度实现的运营收入/投资收益均同比增加。此外，公司尚有6个在筹建项目，包括绿色东方仙桃PPP项目、廉江项目二期和醴陵PPP项目等，整体投资约19.24亿元。

**聚焦主业，公司2021年初将电磁线业务剥离；风机板块正在推进分拆上市，资本实力有望得到加强。**公司为集中优势资源聚焦于“智慧环卫”核心业务、优化资源配置，对于非环保业务进行剥离或分拆上市。2021年3月，公司将全资子公司佛山盈通电工材料有限公司51%股权以2.55亿元转让给广东赢合企业管理有限公司，转让完成后，公司对佛山盈通的持股比例降至49%，不再将其纳入合并报表范围，公司业务范围不再包含电磁线制造。2022年4月29日，经董事会审议通过，公司拟分拆所属子公司浙江上风高科专风实业股份有限公司（即上专股份）至创业板上市。上专股份主营业务为通风系统设备的研发、生产和销售，产品主要应用于轨道交通、民用建筑、核电、工业等领域的通风、除尘和冷却。目前公司直接持有上专股份60.20%的股份，为其控股股东，分拆上市完成后，公司对其仍拥有控股权。

剥离电磁线业务有利于公司聚焦环卫主业，同时佛山盈通资产负债率较高，转让完成后公司资本结构得到一定改善，但公司2021年收入规模受到一定影响。同时，若上专股份分拆上市成功，其将获得资本市场融资渠道，资本实力将得到加强，有利于后续业务的拓展，公司治理和管理也将更加规范。

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测及估值

**传统环卫装备方面：**2021 年环卫市场受地方十四五规划制定、疫情反复、大宗价格上涨等因素影响而受到暂时性较大的波动。我们看好公司在传统环卫装备领域绝对龙头的竞争优势以及公司在智能环卫机器人的产品布局及市场前景，与此同时，考虑 2022 年上半年全国各地受疫情反复影响，我们预计今年环卫装备业务仍有挑战，随后迎来恢复性增长，但由于基数加大及竞争增加，预计增长率稳中有降。综上，我们预计 2022-2024 年公司传统环卫装备收入增速分别为-14%、10%、8%。毛利率方面，参考历史毛利率，同时考虑大宗原材料价格回落，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 23%、25%、25%。

**新能源环卫装备方面：**在碳中和大背景下，各地加大公共领域汽车清洁能源应用占比。伴随电动环卫装备全生命周期成本逐步与传统能源环卫装备成本持平，叠加各地氢能支持政策不断落地，我们预计公司新能源环卫装备将迎来高速增长阶段，考虑 2021 年该项业务收入基数低，预计 2022-2024 年公司新能源环卫装备收入增速分别为 150%、30%、25%。毛利率方面，参照历史毛利率表现及竞争加剧，预计 2022-2024 年毛利率维持 33%。

**环卫服务方面：**2018-2021 年公司环卫服务收入 CAGR 达 70%，我们持续看好公司环卫服务在智慧化产品的优势及环卫装备的营销渠道优势，同时综合考虑环卫行业竞争加剧以及行业整体“市场化+一体化+智慧化+低碳化”的深入推进，我们预计公司环卫业务未来三年仍将高速增长。参照公司 2020 年 5 月发布的“5115”战略（目标在 2022 年环卫服务收入达到 40 亿元，2024 年达到 100 亿元）及现有订单情况（2022 年上半年新增年化订单 9.86 亿元），我们预计公司 2022-2024 年环卫服务收入增速维持 40%。环卫服务毛利率方面，综合考虑智慧化带来的效率提升及竞争加剧因素，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 17%、17%、18%。

**其他业务方面：**公司环境监测及固废处理业务历史增速较为稳定，通风机械制造业务主体上专股份伴随分拆上市，预计逐步提升发展速度。综合考虑，我们预计公司其他业务 2022-2024 年收入增速分别为 5%、8%、8%，毛利率维持 22%。

表 11：主营构成预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,332	11,814	13,037	15,787	19,201
YOY	13%	-18%	10%	21%	22%
传统环卫装备	7,452	5,752	4,947	5,441	5,877
YOY	21%	-23%	-14%	10%	8%
新能源环卫装备	902	460	1,150	1,495	1,869
YOY	2%	-49%	150%	30%	25%
环卫服务	,	,	,	,	,

YOY	97%	54%	40%	40%	40%
其他业务	4,009	2,576	2,705	2,921	3,155
YOY	-14%	-36%	5%	8%	8%
<b>毛利率</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>
传统环卫装备	27%	23%	23%	25%	25%
新能源环卫装备	39%	36%	33%	33%	33%
环卫服务	23%	17%	17%	17%	18%
其他业务	18%	24%	22%	22%	22%

资料来源：公司公告，申万宏源研究。注：2021 年传统环卫及新能源装备业务毛利率为推测数据

综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.21/9.99/11.94 亿元，目前市值对应 PE 估值分别为 20/16/14 倍。考虑公司传统主营环卫业务，同时氢能环卫车正处于快速发展阶段，我们分别选取环卫行业的宇通重工及侨银股份、氢能车行业的宇通客车及腾龙股份为可比公司，2022 年可比公司平均估值为 20 倍 PE。考虑公司身为环卫装备及环卫服务双龙头，“装备制造+服务”协同效益明显，公司未来业绩成长确定性更强，且公司在氢能环卫车领域具备明显的先发优势，未来有望迎来快速增长，综合考虑，我们认为可以给予公司 22 倍 PE 估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2022/7/25		归母净利润（亿元）				万得一致预测 PE			
		收盘价(元)	总市值（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600817.SH	宇通重工	10.27	56.09	3.93	4.21	5.02	6.17	14	13	11	9
002973.SZ	侨银股份	13.78	56.31	2.55	3.27	4.14	5.31	22	17	14	11
600066.SH	宇通客车	7.92	175.34	6.14	7.63	10.69	13.25	29	23	16	13
603158.SH	腾龙股份	8.26	40.54	0.90	1.62	2.04	2.52	45	25	20	16
可比公司平均 PE								27	20	15	12
000967.SZ	盈峰环境	5.12	162.79	7.28	8.21	9.99	11.94	22	20	16	14

资料来源：Wind，申万宏源研究。

## 4.2 风险提示

**疫情影响财政支出短暂放缓，传统环卫设备存在采购降速及商誉减值风险。**2021 年列入全国刚性支出的节能环保及城乡社区支出分别为 6333 亿元、19946 亿元，同比分别下降 14.30%、19.90%。受此影响，报告期内全国环卫装备销量同比下降，根据中汽数据终端零售数据，2021 年我国环卫车总销量 102,792 辆，同比下降 12.09%。考虑当前疫情依旧反复，未来地方政府环卫设备采购存在降速风险。与此同时，公司 2018 年以发行股份购买资产收购中联环境 100% 股权，交易价格为 152.5 亿元，形成商誉 57.14 亿元，是公司商誉的主要构成，如果公司环卫装备业绩表现不及预期，则公司将面临商誉减值风险，进而侵蚀公司利润。

**国企及物业快速进入环卫市场，叠加中小规模项目提升拉低门槛，环卫服务行业短期存在竞争加剧风险。**环卫运营产业内企业数量众多，市场分散。近年来，地方国企及物业企业开始加速进入环卫市场，短期有进一步加剧行业竞争的态势。与此同时，受 PPP 政策

及地方政府负债影响，近年来以 PPP 为代表的长周期大体量环卫项目逐步减少，以政府采购模式为代表的中小规模项目增加，一定程度上拉低了行业的进入门槛，进一步加剧了行业竞争。但长远来看，在环卫运营智慧化、环卫服务一体化等趋势下，环卫市场对企业在技术实力、营销实力、研发实力、资金实力等各方面均提出了更高要求，未来资金实力强、技术水平领先的龙头企业将受益。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,332	11,814	13,037	15,787	19,201
营业收入	14,332	11,814	13,037	15,787	19,201
传统环卫装备	7,452	5,752	4,947	5,441	5,877
新能源环卫装备	902	460	1,150	1,495	1,869
环卫服务	1,969	3,025	4,235	5,929	8,301
其他业务	4,009	2,576	2,705	2,921	3,155
营业总成本	12,499	10,910	12,109	14,581	17,706
营业成本	10,766	9,210	10,204	12,282	14,927
传统环卫装备	5,423	4,441	3,809	4,081	4,408
新能源环卫装备	553	296	770	1,002	1,252
环卫服务	1,519	2,516	3,515	4,921	6,806
其他业务	3,272	1,956	2,110	2,279	2,461
税金及附加	74	54	60	72	88
销售费用	801	739	815	987	1,201
管理费用	536	585	646	782	951
研发费用	255	263	290	351	427
财务费用	66	59	94	106	112
其他收益	74	84	84	84	84
投资收益	78	240	60	60	60
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-96	-73	0	0	0
信用减值损失	-120	-98	-34	-109	-146
资产减值损失	-82	-231	-88	-85	-110
资产处置收益	-2	-1	-1	-1	-1
营业利润	1,686	824	948	1,154	1,381
营业外收支	-48	-2	0	0	0
利润总额	1,637	822	948	1,154	1,381
所得税	208	54	82	101	121
净利润	1,430	768	866	1,053	1,259
少数股东损益	43	40	45	55	65
归母净利润	1,386	728	821	999	1,194

资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

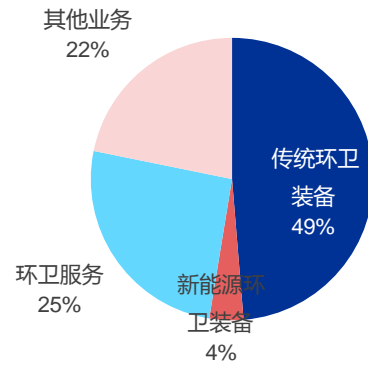
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,430	768	866	1,053	1,259
加：折旧摊销减值	669	875	691	841	984
财务费用	101	134	94	106	112
非经营损失	-45	-226	-59	-59	-59
营运资本变动	-558	-786	239	-185	-312
其它	92	43	137	82	90
经营活动现金流	1,689	809	1,968	1,839	2,075
资本开支	1,287	1,717	1,081	1,081	1,081
其它投资现金流	403	595	60	60	60
投资活动现金流	-884	-1,122	-1,021	-1,021	-1,021
吸收投资	65	97	0	0	0
负债净变化	1,696	391	553	932	932
支付股利、利息	489	491	261	295	341
其它融资现金流	-30	-221	0	0	0
融资活动现金流	1,242	-224	292	637	591
净现金流	2,046	-539	1,239	1,455	1,645

资料来源：wind，申万宏源研究

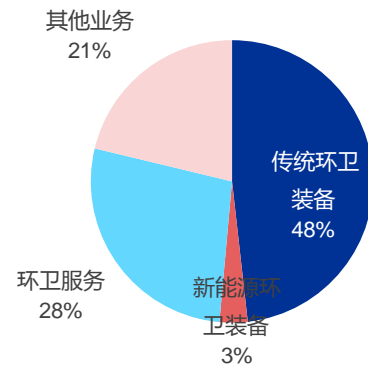
### 合并资产负债表

百万元	E	E	E
-----	---	---	---

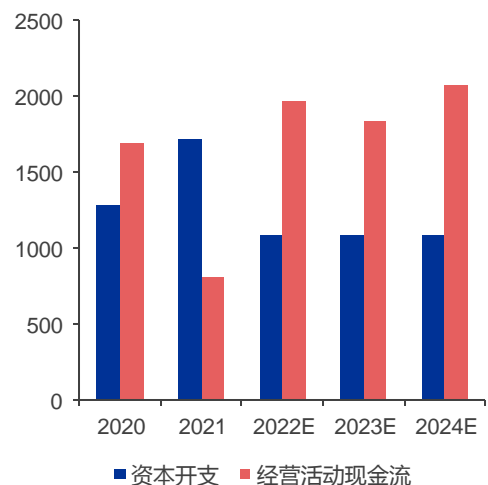
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)

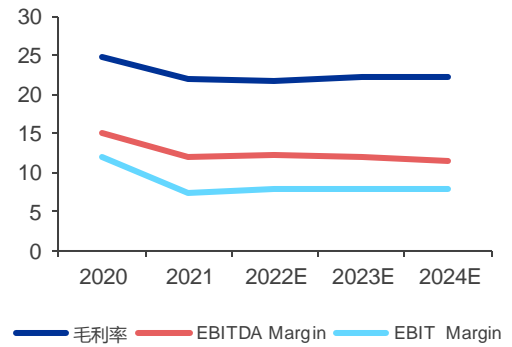
流动资产	15,736	13,016	14,615	17,474	20,972
现金及等价物	6,032	4,583	5,822	7,278	8,922
应收款项	6,545	5,935	6,167	7,266	8,746
存货净额	1,305	1,124	1,237	1,505	1,834
合同资产	171	140	156	192	237
其他流动资产	1,683	1,233	1,233	1,233	1,233
长期投资	344	619	619	619	619
固定资产	3,423	1,982	2,129	2,248	2,339
无形资产及其他资产	10,607	12,715	12,992	13,221	13,372
资产总计	30,111	28,332	30,356	33,561	37,302
流动负债	10,442	7,654	8,046	9,455	11,233
短期借款	1,809	818	439	439	439
应付款项	7,952	5,879	6,514	7,840	9,528
其它流动负债	680	957	1,094	1,176	1,266
非流动负债	2,398	3,424	4,356	5,288	6,221
负债合计	12,840	11,078	12,403	14,743	17,454
股本	3,163	3,176	3,176	3,176	3,176
其他权益工具	267	267	267	267	267
资本公积	9,699	9,317	9,317	9,317	9,317
其他综合收益	0	-4	-4	-4	-4
盈余公积	233	297	369	457	562
未分配利润	3,559	3,851	4,432	5,155	6,015
少数股东权益	351	351	396	450	516
股东权益	17,271	17,254	17,953	18,818	19,848
负债和股东权益合计	30,111	28,332	30,356	33,561	37,302

资料来源：wind，申万宏源研究

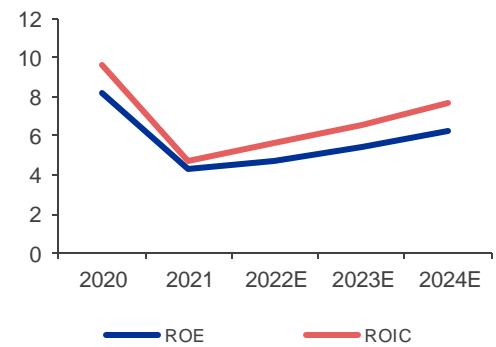
### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.44	0.23	0.26	0.31	0.38
每股经营现金流	0.53	0.25	0.62	0.58	0.65
每股红利	-	0.10	0.05	0.06	0.07
每股净资产	5.32	5.32	5.53	5.78	6.09
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	9.6	4.7	5.6	6.6	7.7
ROE	8.2	4.3	4.7	5.4	6.2
毛利率	24.9	22.0	21.7	22.2	22.3
EBITDA Margin	15.1	12.1	12.3	12.1	11.6
EBIT Margin	11.9	7.5	8.0	8.0	7.8
营业总收入同比增长	12.9	-17.6	10.4	21.1	21.6
归母净利润同比增长	1.8	-47.5	12.7	21.6	19.5
资产负债率	42.6	39.1	40.9	43.9	46.8
净资产周转率	0.85	0.70	0.74	0.86	0.99
总资产周转率	0.48	0.42	0.43	0.47	0.51
有效税率	13.3	9.2	9.2	9.2	9.2
股息率	-	2.0	1.0	1.2	1.4
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	11.6	22.1	19.6	16.1	13.5
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/Sale	1.0	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	6.7	11.3	9.6	7.8	6.5
股本	3,163	3,176	3,176	3,176	3,176

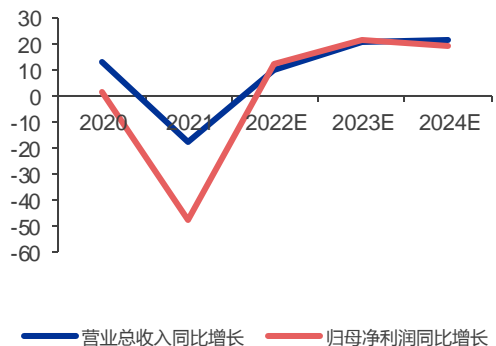
资料来源：wind，申万宏源研究



### 投资回报率趋势(%)



### 收入与利润增长趋势(%)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。