

公司研究/首次覆盖

2020年06月15日

公用事业/环保 II

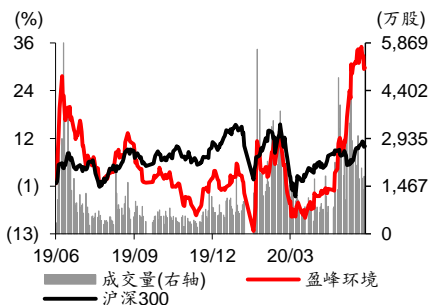
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 8.14
合理价格区间(元): 11.48~11.95

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

环卫装备龙头,开启环卫服务新篇章 盈峰环境(000967)

一体化优势显著的智慧环卫龙头,首次覆盖给予“买入”评级

公司由风机业务起家,15年转型布局环保行业,18年收购中联环境后聚焦环卫领域,并逐步剥离非核心业务。公司是环卫装备领域龙头,已连续19年位列国内行业销售额第一,19年总体市占率超20%;环卫服务方面,19年新增合同总金额/年化金额97.2/8.6亿元,均位列国内行业第四。公司智能环卫装备技术实力雄厚,借力设备优势拓展下游智慧环卫服务,从前端到后端全产业链形成强劲协同作用,一体化优势凸显,预计20-22年EPS 0.48/0.60/0.73元,给予20年24-25x目标P/E,目标价11.48-11.95元,首次覆盖给予“买入”评级。

环卫装备龙头进军环卫服务,装备壁垒造就一体化优势

公司是环卫装备龙头,2019年总体市占率超20%,其中中高端产品市占率约32.1%,高端产品市占率约38.1%,远超其他参与者。2019年公司新增环卫服务合同总金额/年化金额97.2/8.6亿元,均位列国内行业第四。公司率先布局智慧环卫,从前端到后端全产业链形成强协同,助力公司接连斩获优质大单,2020年5月子公司中联环境中标深圳市新安、福永和福海街道环卫一体化PPP项目(78亿/15年,年化5.2亿),该项目是迄今为止国内体量最大的环卫一体化项目,且对社会资本方的资金实力要求较高,公司脱颖而出,其强大的综合实力和拿单能力得到验证。

预计2025年左右68%以上非机械化清扫道路环卫装备替代人工有经济性

2018年我国城市/县城道路清扫保洁机械化率68.9%/63.7%,距发达国家约80%还有较大提升空间。我国城市化水平不断提高驱动道路清扫面积持续增加,叠加老龄化程度加深以及劳动力成本提升,环卫机械化替代势在必行。据我们测算,在环卫工人平均工资达到2503元/月以上的地区以环卫设备替代人工更具经济性;城市层面,我们预计2020/2023/2025年将有26%/46%/92%的非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具备经济性;县城层面,预计2026/2028/2030年将有1%/35%/50%的非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具备成本优势,环卫设备替代空间较大。

首次覆盖给予“买入”评级,目标价11.48-11.95元

截至2019年底,环卫服务在手合同总额252亿(同比+63%),在手年化合同额16亿,我们认为公司在手订单充裕将推动服务收入高增长;环卫设备方面,随着环卫市场增长及机械化率持续提升,公司作为设备龙头有望持续受益,精细化管理/规模效应有望带动利润率持续提升。预计公司20-22年有望实现营收141/170/202亿元,有望实现归母净利润15.1/19.0/23.2亿元,对应EPS为0.48/0.60/0.73,当前股价对应20-21年PE为17/14x。参考可比公司2020年Wind一致预期PE均值24x,给予公司2020年目标PE24-25x,对应目标价11.48-11.95元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:环卫装备销售需求不及预期、环卫市场化进度不达预期、环卫项目盈利水平下滑。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,163
流通A股(百万股)	2,004
52周内股价区间(元)	5.51-8.48
总市值(百万元)	25,747
总资产(百万元)	25,493
每股净资产(元)	4.98

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,045	12,696	14,090	17,001	20,181
+/-%	166.31	(2.67)	10.98	20.66	18.71
归属母公司净利润(百万元)	928.57	1,361	1,512	1,902	2,321
+/-%	163.31	46.62	11.09	25.73	22.05
EPS(元,最新摊薄)	0.29	0.43	0.48	0.60	0.73
PE(倍)	27.73	18.91	17.02	13.54	11.09

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

核心推荐逻辑及投资概要	4
报告亮点	4
成功扎根环卫领域，逐步剥离非核心业务	5
风机龙头转型环保，聚焦环卫	5
环卫业务收入及毛利占比逐步提升	6
环卫装备：机械化率提升驱动环卫装备需求增长	9
老龄化加速+劳动力成本提升，环卫机械化替代势在必行	9
环卫装备龙头，竞争优势显著	13
环卫服务：市场化率提升驱动第三方运营市场快速增长	15
2024 年中国环卫运营市场规模有望超 4300 亿元，2020-24 年 CAGR 7%	15
市场化率不足 50%，尚有逾一半的提升空间	15
接连斩获优质大单，彰显强大综合实力	17
首次覆盖给予“买入”评级	19
预计公司 20-22 年业绩步入快速成长期	19
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.48-11.95 元	20
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

图表目录

图表 1：盈峰环境历史沿革	5
图表 2：盈峰环境股权结构（截至 2020 年一季度报）	5
图表 3：公司部分产品	6
图表 4：2014-2019 年公司营业收入拆分	7
图表 5：2014-2019 年公司毛利润拆分	7
图表 6：重组后中联环境对公司收入贡献情况	7
图表 7：重组后中联环境对公司净利润贡献情况	7
图表 8：2014-2019 年公司分业务毛利率情况	7
图表 9：2012-2019 年公司 ROE 情况	7
图表 10：2016-2019 年盈峰环境环卫装备毛利率同行业对比	8
图表 11：2016-2019 年盈峰环境环卫服务毛利率同行业对比	8
图表 12：2016-1Q20 公司与龙马环卫期间费用率对比	8
图表 13：2016-1Q20 公司与龙马环卫净利率对比	8
图表 14：公司拟公开发行 A 股可转换公司债券募集资金用途	8
图表 15：常用环卫设备	9
图表 16：2009-2018 年中国城市道路清扫保洁面积及机械化率	9
图表 17：2009-2018 年中国县城道路清扫保洁面积及机械化率	9
图表 18：2018 年各省城市环卫机械化水平	10

图表 19: 2009-2018 年中国市容环卫专用车辆设备总数.....	10
图表 20: 2006 年至 2019 年我国城镇化率稳步提升	10
图表 21: 2019 年中国人口出生率再创新低.....	11
图表 22: 2010-2019 年中国 65 岁及以上人口占比情况	11
图表 23: 环卫设备替代环卫人工方案经济性测算.....	12
图表 24: 预计 2025 年左右 68%以上非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具有经济性.....	13
图表 25: 环卫装备行业产业链.....	14
图表 26: 2017-2019 年盈峰环境环卫装备产量及市占率（交强险口径）	14
图表 27: 2017-2019 年盈峰环境及龙马环卫环卫装备市占率对比（交强险口径）	14
图表 28: 预计 2024 年我国环卫运营市场规模将超 4300 亿元.....	15
图表 29: 预计 2024 年我国环卫第三方运营市场规模将超 3000 亿元	15
图表 32: 我国环卫公司新签环卫服务合同总金额.....	16
图表 33: 我国环卫公司新签环卫服务年化总金额.....	16
图表 34: 我国代表性环卫龙头公司新签环卫服务合同总金额.....	16
图表 35: 福田项目部分评审标准，显示出对社会资本方环卫运营装备的较高要求	17
图表 36: 宝安项目部分评审标准，对社会资本方的资金实力提出较高要求	17
图表 37: 公司子公司中联环境位列宝安项目推荐候选社会资本名单第一	18
图表 38: 宝安项目全生命周期总投资额达 15.12 亿元，初始投资为 5.20 亿元.....	18
图表 41: 费用及净利润预测（百万元）	20
图表 42: 可比公司估值.....	21
图表 43: 盈峰环境历史 PE-Bands	21
图表 44: 盈峰环境历史 PB-Bands	21

核心推荐逻辑及投资概要

1) 成功扎根环卫领域，逐步剥离非核心业务。公司由风机业务起家，2015 年转型布局环保行业，2018 年收购中联环境之后专注于环卫领域，2019 年开始剥离非核心业务。公司实际控制人何剑锋先生为美的集团实际控制人何享健之子，持股 45.6%。公司目前主营业务为智慧环卫装备、智慧环卫服务、环境监测及综合治理、电工材料制造及其他业务，2019 年营收占比分别为 68%、8%、10%、14%，综合毛利率稳步提升，ROE 自战略转型以来呈现上升趋势，2019 年摊薄 ROE 为 9%。

2) 环卫设备：人口红利减弱，机械化率提升大势所趋。我国大多数城市环卫装备水平还处于基本环卫装备阶段，根据中国产业信息网，2016 年末发达国家城市环卫机械化率可达 80%，与之相比，我国环卫产业机械化水平还有较大提升空间。未来随着我国城市化水平不断提高，道路清扫面积也将逐步扩大。此外，随着人口老龄化程度的加深以及劳动力成本的提升，环卫机械化替代势在必行。公司是环卫装备领域的龙头，已连续 19 年位列国内行业销售额第一，2019 年总体市占率超过 20%，其中中高端产品市占率约为 32.1%，高端产品市占率约为 38.1%（据中国汽车研究中心统计），遥遥领先于行业其他参与者。随着市场竞争加剧，龙头企业技术、渠道和资金等优势凸显，市场份额将更加集中。

3) 环卫服务：市场化率提速，环卫装备龙头介入环卫服务，一体化优势凸显。据我们测算，2019 年中国环卫第三方运营比例不足 50%，与 waste business journal 统计的美国 2019 年 81% 的市场化率相比，尚有逾一半的提升空间。2018-2019 年公司新增环卫服务合同总金额、年化金额分别同比增长 57%/12%、41%/99%，2019 年新增环卫服务合同总金额、年化金额分别为 97.2 亿元、8.6 亿元，均位列国内行业第四。环卫装备龙头进军环卫服务，一体化优势显著，2020 年 5 月中标史上最大环卫订单（78 亿元/15 年，年化 5.2 亿元），彰显公司强大综合实力。

我们预计 2020-2022 年分别实现归母净利润 15.1 亿元、19.0 亿元、23.2 亿元，分别同比增长 11.1%、25.7%、22.1%，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.60 元、0.73 元。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均估值水平 24 倍 PE，给予公司 2020 年 24-25 倍 PE，对应目标价 11.48-11.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

报告亮点

我们以小型智慧环卫装备垃圾吸尘机为例，测算以环卫设备替换传统环卫工人的经济性，可以发现，在普通环卫工人的月收入为 2503 元的地区，纯人工方案与设备替代方案每年所需支出的成本基本相同，**在环卫工人的月收入为 2503 元以上的地区，进行环卫设备替代更具经济性。**城市层面，我们预计 2020/2023/2025 年将有 26%/46%/92% 的非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备经济性；县城层面，预计 2026/2028/2030 年将有 1%/35%/50% 的非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备成本优势。**从全口径来看（包括城市及县城），预计至 2025 年左右，68% 以上非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具有经济性；预计至 2030 年，这一比例将扩大到 87%。**

成功扎根环卫领域，逐步剥离非核心业务

风机龙头转型环保，聚焦环卫

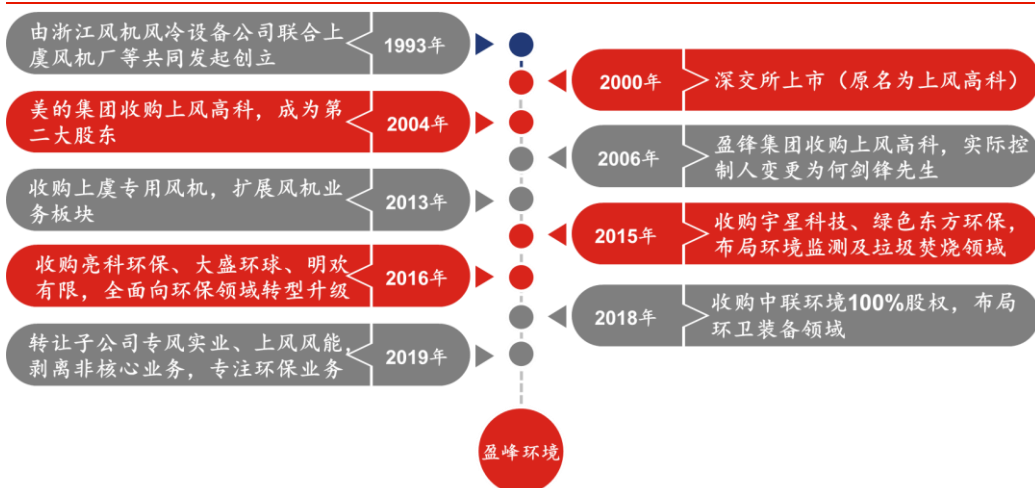
盈峰环境的发展历程可以总结为以下三个阶段：

“风机和漆包线”两大业务并重（1993-2014 年）：盈峰环境科技集团股份有限公司原名浙江上风实业股份有限公司，由浙江风机风冷设备公司为主发起人联合上虞风机厂、绍兴市流体工程研究所于 1993 年共同发起成立，2000 年在深交所上市。2006 年引入威奇电工之后，形成风机和漆包线两大核心业务。

调整战略，布局环保领域（2015-2017 年）：2015 年开始进军环保领域，布局环境监测、垃圾焚烧、污水处理及生态修复领域，先后收购了宇星科技、绿色东方环保、亮科环保、大盛环球、明欢有限，战略转向环保行业。

剥离非核心业务，聚焦环卫装备和服务（2018 年至今）：2018 年，收购环卫装备龙头中联环境 100% 股权，布局环卫装备领域。公司逐渐聚焦于环卫领域，2019 年转让子公司专风实业不超过 45% 的股份、上风风能 100% 的股份，逐步通过业务结构优化、资产剥离或分拆上市等方式调整风机、电磁线、环境治理工程等非核心业务。

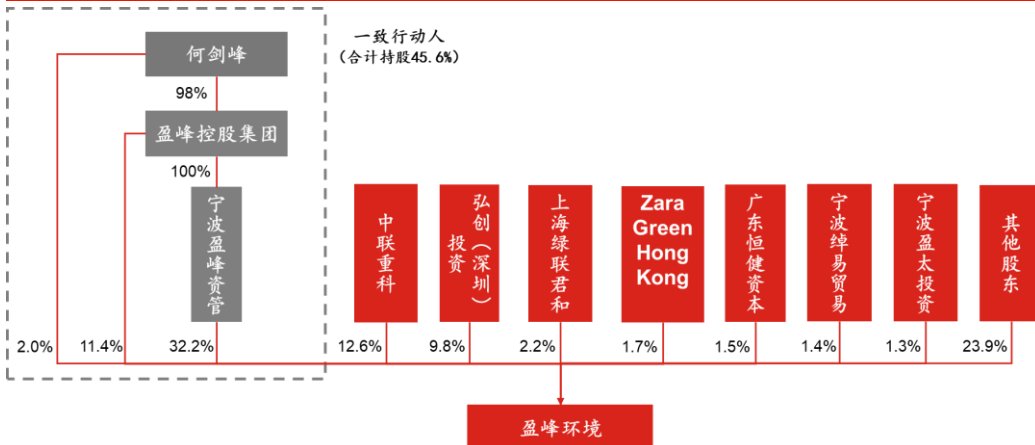
图表1：盈峰环境历史沿革



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

美的集团助力公司发展。何剑锋直接持有盈峰环境 2.0% 的股份，并通过盈峰控股集团及宁波盈峰资管间接持有公司 43.6% 的股份，合计持股 45.6%，为公司实际控制人。何剑锋为美的集团实际控制人何享健之子，并担任美的集团董事。同时，马刚（公司董事长、总裁）、邝广雄（公司董事）、焦万江（公司监事会主席）曾就职于美的集团。

图表2：盈峰环境股权结构（截至 2020 年一季度报）



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

公司业务主要包括智慧环卫装备和服务、环境监测及综合治理业务、电工材料制造及其他业务三大板块。2019 年，公司环卫装备业务国内行业销售额第一，环卫服务业务新增环卫服务年化合同额国内市场第四。环境监测及综合治理业务涵盖烟气/空气质量/水质等诸多领域的监测、大气/水环境/土壤治理与修复和生活垃圾焚烧/填埋等业务。电工材料业务为电磁线加工，通风机械制造业务产品主要涵盖风机/消声器/风阀/制冷设备等。

公司产品齐全，品牌影响力突出。公司构建了完善的环保装备产品线，约有 400 个型号的产品，可满足全国各地主要应用场景的环卫装备需求。同时，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。

图表3： 公司部分产品

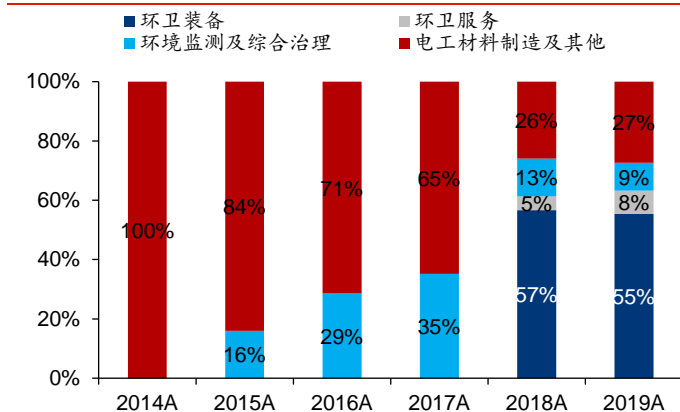


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

环卫业务收入及毛利占比逐步提升

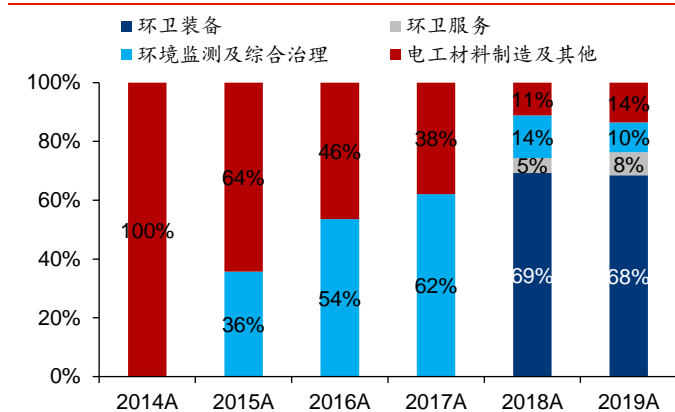
业务重心由电工材料及通风机械制造战略转向环卫领域。2018 年之前，公司业务收入和毛利的主要来源为电工材料和通风机械制造。2018 年，公司收购中联环境 100% 股权，业务重心转向智慧环卫装备和服务。2019 年，公司环卫装备和环卫服务分别占总营收的比重为 55% 和 8%，同比-2pct 和+3pct；环卫装备和环卫服务毛利占比分别为 68% 和 8%，同比-1pct 和+3pct。2018-2019 年中联环境的营收及净利润占公司总营收及净利润的比重分别从 61%/86% 提升至 64%/95%。公司于 2019 年 5 月将宇星科技（主要从事环境监测及环境治理）转让给子公司上风风能，后又于 9 月出售上风风能 100% 股权，实现了环境治理工程业务的剥离。2019 年公司环境监测及综合治理业务收入和毛利占比下降至 9% 和 10%。

图表4：2014-2019 年公司营业收入拆分



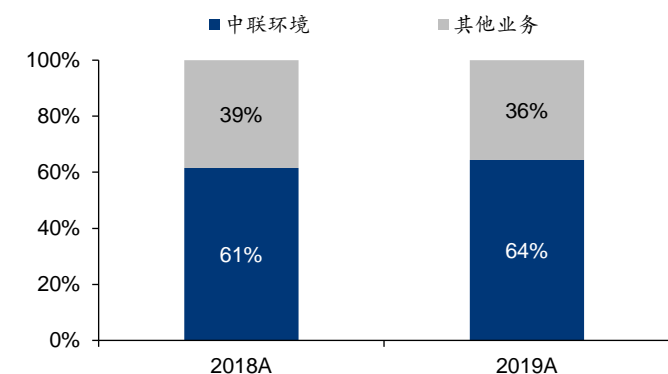
资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表5：2014-2019 年公司毛利润拆分



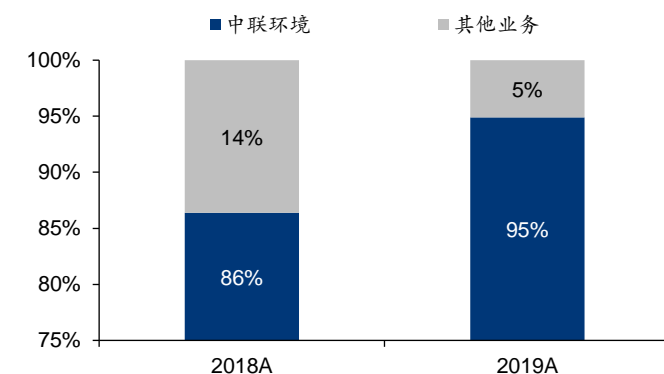
资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

图表6：重组后中联环境对公司收入贡献情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

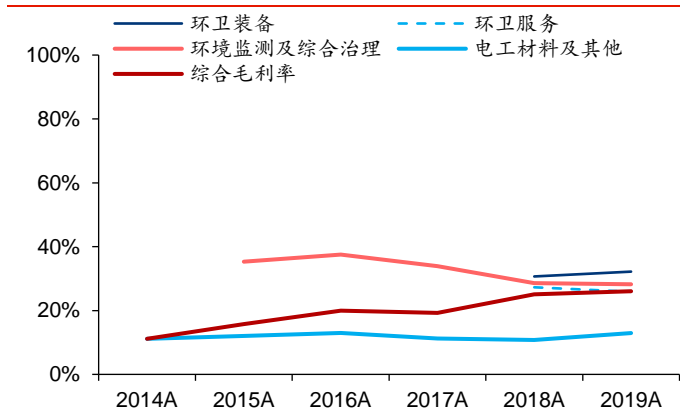
图表7：重组后中联环境对公司净利润贡献情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

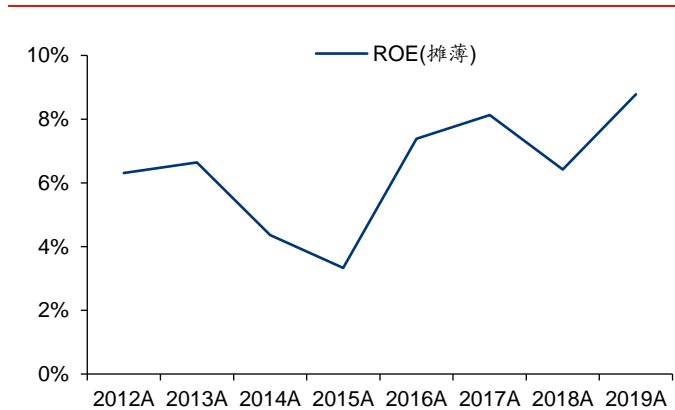
综合毛利率呈现逐步上升的趋势。2019 年公司环卫装备和环卫服务业务毛利率分别为 32.2%/25.9%，分别同比上升 1.5pct/下降 1.4pct；电工材料制造及其他业务毛利率稳定在 12%左右。2019 年，公司环境监测及综合治理业务毛利率下降趋势有所减缓，同比下降 0.4pct 至 28.2%。公司摊薄 ROE 自战略转型以来呈现上升趋势。2015 年公司开始布局环保产业，ROE 扭转下降的趋势开始反弹。2018 年收购中联环境，正式进军环卫领域，并逐渐进行产业结构优化，剥离非核心业务，2019 年 ROE 上升到 8.8%。随着公司继续聚焦智慧环卫装备和服务业务，我们预计公司 ROE 在未来还有较大上升空间。

图表8：2014-2019 年公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

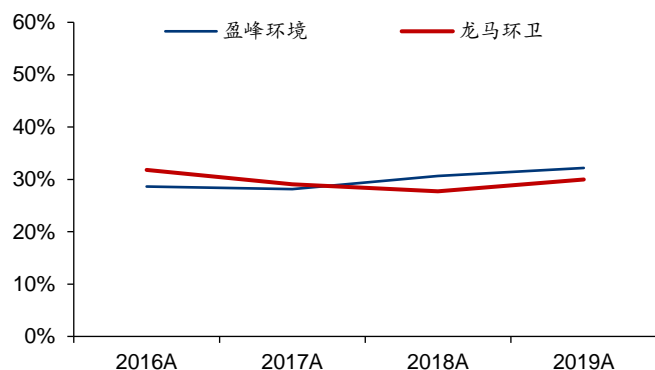
图表9：2012-2019 年公司 ROE 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司业务优势突出，毛利率高于同行且费用管控良好。毛利率方面，盈峰环境环卫装备毛利率 2018 年开始超过龙马环卫，2019 年高出约 2.2pct（其中，2016-2017 年为重组前中联环境的环卫装备毛利率），主要因为公司作为龙头，产品市占率高，产品议价能力强且技术领先全行业，成本控制能力强；环卫服务毛利率 16/17 年较低，主要系中联环境从 2016 年开始涉足环卫业务，部分项目在试运营期间产生收入较少，2018 年环卫服务毛利率大幅提升，开始高于同行业其他公司。公司逐渐在环卫装备和环卫服务业务上体现出竞争优势。期间费用方面，公司费用率保持稳定，2020 年第一季度为 11.3%。公司期间费用率 2016 年以来一直低于龙马环卫，费用管控良好。

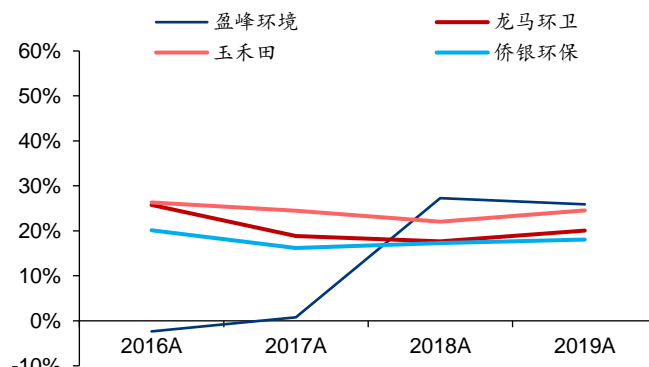
图表 10： 2016-2019 年盈峰环境环卫装备毛利率同行业对比



注：2016-2017 年数据为重组前中联环境的环卫装备业务毛利率

资料来源：盈峰环境、龙马环卫公告，中联环境并购报告书，Wind，华泰证券研究所

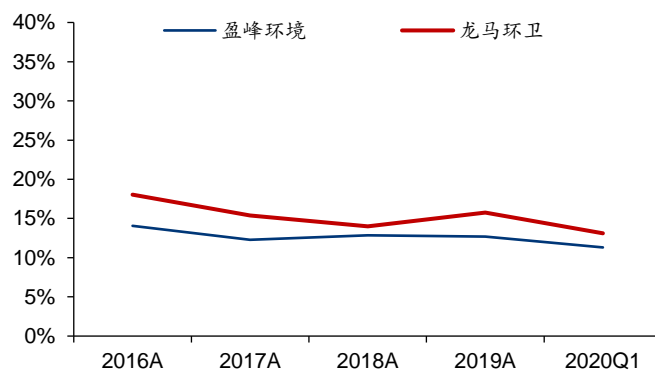
图表 11： 2016-2019 年盈峰环境环卫服务毛利率同行业对比



注：2016-2017 年数据为重组前中联环境的环卫服务业务毛利率

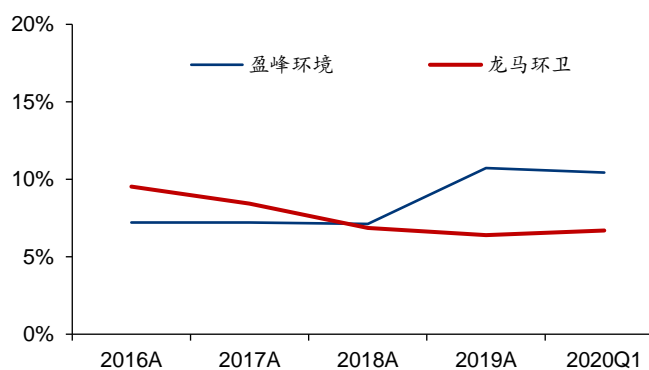
资料来源：盈峰环境、龙马环卫、玉禾田、侨银环保公告，中联环境并购报告书，Wind，华泰证券研究所

图表 12： 2016-1Q20 公司与龙马环卫期间费用率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 13： 2016-1Q20 公司与龙马环卫净利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

拟发行可转债，助力“装备+服务”双轮驱动发展战略。2020 年 4 月，公司发布《公开发行 A 股可转换公司债券预案》，拟募集配套资金用于“智慧环卫综合配置中心项目”及补充流动资金。公司业务目前已涵盖环卫装备、环卫智能机器人、环境监测、环卫一体化服务、智慧环境管理等各项环卫领域。未来公司将围绕“装备+服务”双轮驱动的发展战略，聚焦智能环境装备与智慧环境服务两大业务板块。

图表 14： 公司拟公开发行 A 股可转换公司债券募集资金用途

序号	项目	实施主体	拟投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
1	智慧环卫综合配置中心项目	盈峰城服	19.7	13.0
2	补充流动资金	上市公司	2.0	2.0
合计			21.7	15.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

环卫装备：机械化率提升驱动环卫装备需求增长 老龄化加速+劳动力成本提升，环卫机械化替代势在必行

常用环卫车包括清扫保洁类和垃圾收转类。环卫工作主要内容为道路清扫和垃圾收运，所用机械化设备主要包含清扫保洁设备和垃圾收转设备。常用清扫保洁设备有扫路车、清洗车和吸尘车等，常用垃圾收转设备有压缩式垃圾车、餐厨垃圾车和自装卸式垃圾车等。

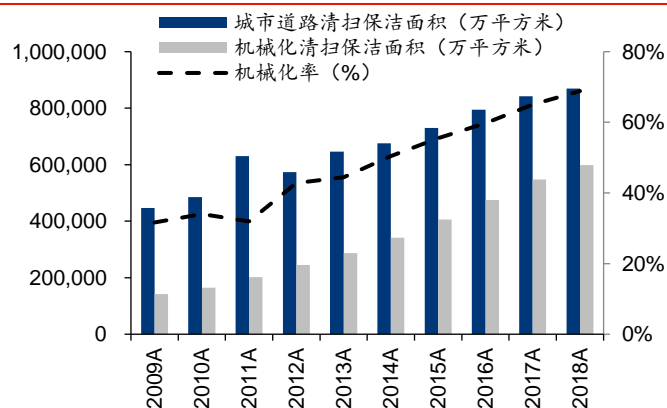
图表15：常用环卫设备



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

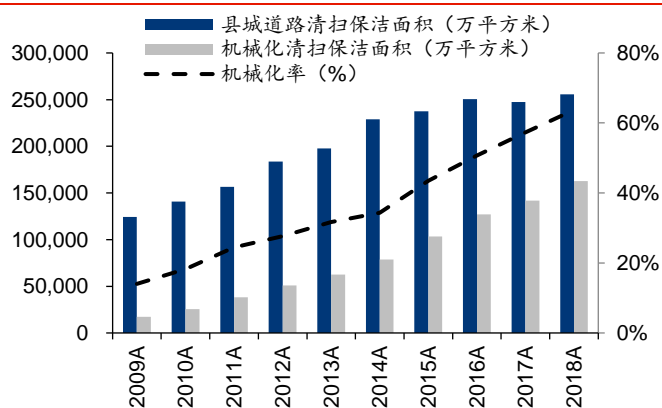
大多城市环卫装备处于基本环卫装备阶段，机械化程度有待提高。环卫装备行业发展阶段可分为初级环卫装备阶段（机械化率 30%左右）、基本环卫装备阶段（机械化率 60%左右）和全面环卫装备阶段（机械化率 80%以上）。根据住建部的城乡建设统计年鉴，我国市容环卫专用车辆设备总数逐年提升，2018 年增长为 25.2 万台；城市和县城道路清扫保洁机械化率逐步提升，2018 年分别上升为 68.9%和 63.7%，处于基本环卫装备阶段。因地区经济发展水平存在差异，环卫机械化率存在区域异质性，除直辖市、部分省会城市及其他经济较发达的地区机械化水平已达 80%以上外，大部分城市的环卫机械化水平离全面环卫装备阶段还有不小差距。根据中国产业信息网，2016 年末发达国家城市环卫机械化率可达 80%，与之相比，我国环卫产业机械化水平仍有较大发展空间。

图表16：2009-2018 年中国城市道路清扫保洁面积及机械化率



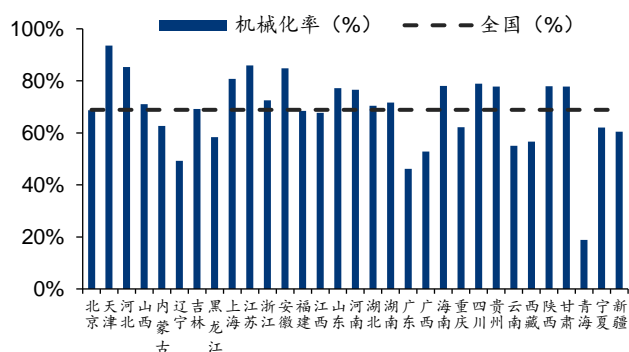
资料来源：城乡建设统计年鉴，华泰证券研究所

图表17：2009-2018 年中国县城道路清扫保洁面积及机械化率



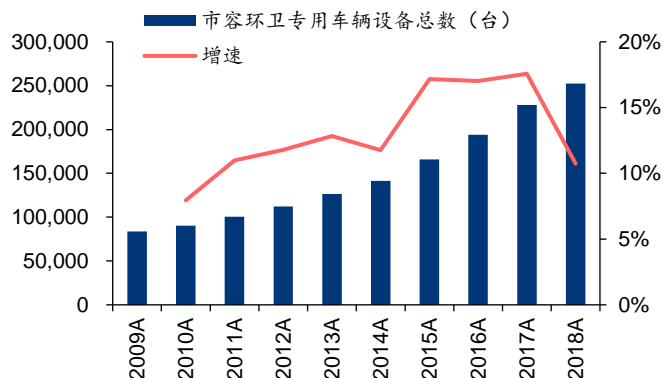
资料来源：城乡建设统计年鉴，华泰证券研究所

图表18： 2018 年各省城市环卫机械化水平



资料来源：城乡建设统计年鉴，华泰证券研究所

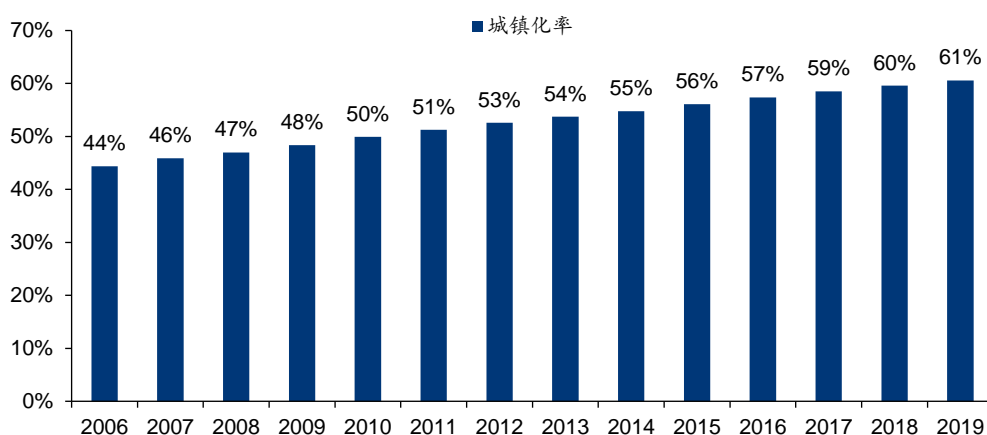
图表19： 2009-2018 年中国市容环卫专用车辆设备总数



资料来源：城乡建设统计年鉴，华泰证券研究所

城市化水平提升，道路清扫面积增长。改革开放以来政府不断出台政策推动农业转移人口市民化，城市化水平不断提升。从 2006 年到 2019 年我国城镇化率从 44% 增长到 61%，根据《城市蓝皮书：中国城市发展报告 No.12》，到 2030 年我国常住人口城镇化率有望提升到 70%。城镇化率的提升导致道路长度和面积增长，从 2006 年到 2018 年我国道路清扫面积由 45 亿平方米增长到 115 亿平方米，CAGR 为 8.1%，等级道路长度由 228 万公里增长到 447 万公里，CAGR 为 7.6%，我们预计随着城镇化率的进一步提升，道路清扫面积还将稳定增长。

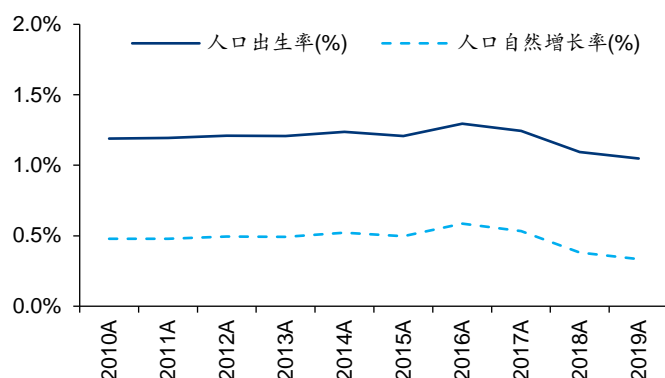
图表20： 2006 年至 2019 年我国城镇化率稳步提升



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

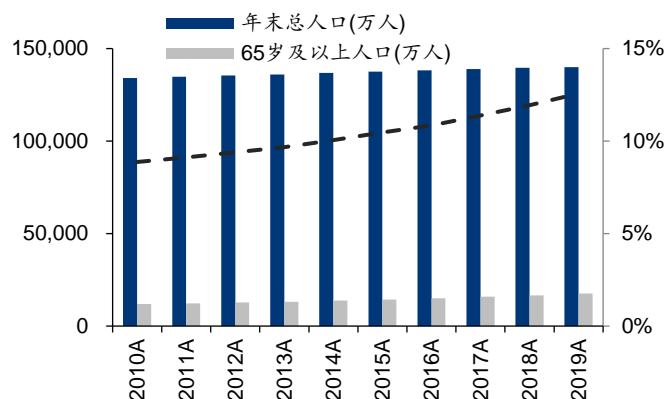
老龄化加剧+劳动力成本提升，环卫机械化替代势在必行。2019 年，中国人口出生率为 10.48%，随着人口出生率再创新低，人口老龄化程度继续加深，65 岁及以上人口占总人口的比重增长为 12.6%。我国环卫服务成本中人工成本比重较高，相比美国环卫巨头 WM 和 RSG2019 年人工成本占比均值约 32.2%，我国典型环卫服务企业玉禾田、龙马环卫和侨银环保 2019 年人工成本占比均值高达 67.7%。人口老龄化问题将加大环卫服务领域的劳动力短缺压力。此外，传统人力环卫服务行业缺乏吸引力，未来从业人员难以得到补充，具备从事环卫工作意愿的中青年劳动力数量亦日趋减少，环卫机械化替代势在必行。机械作业效率高、成本低，有利于降低政府和企业的负担，可产生较强的社会效益。

图表21: 2019 年中国人口出生率再创新低



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表22: 2010-2019 年中国 65 岁及以上人口占比情况



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

小型智能环卫装备能够有效清扫背街小巷等城市的“毛细血管”，提升环卫作业效率。随着经济社会的发展及人民生活水平的提高，垃圾产生量不断上涨，带来环卫服务作业量日益增加。环卫工人作为环卫服务工作中的重要一员，往往面临着薪酬福利低、工作时长、工作环境风险大、老龄化严重等问题，而解决这些问题的有效途径在于不断推进环卫服务装备替代人工、提升环卫工人使用机器的工作技能。如垃圾吸尘机等小型智能环卫装备能够有效清扫背街小巷等城市的“毛细血管”，可以使环卫工人丢掉扫把，减轻其劳动强度，提升作业效率。根据我们于 2020 年 3 月 12 日举办的环卫论坛（侨银环保、启迪环境、龙马环卫、盈峰环境）电话交流会，在作业量相同的情况下，由于设备替代可以大幅提升环卫工作的效率，一名环卫工人+一台吸尘机类的小型环卫设备可以替代大概 3 个环卫工人的水平。

据我们测算，在环卫工人平均收入高于 2503 元/月的地区，进行环卫设备替代更具经济性。我们以前述垃圾吸尘机为例，测算在 a) 纯人工的方案与 b) 使用垃圾吸尘机进行设备替代的方案下二者的经济性。根据盈峰环境于 2020 年发布的《环卫工人收入现状及环卫装备替代人工发展潜力白皮书》，我国普通环卫工人平均收入为 2085.85 元/月，其中，最高收入值为 4500 元/月，最低收入值为 1188 元/月，且驾驶类环卫工人比普通类环卫工人的收入水平高 71.9%。参考杨柯和张伟豪于 2019 年发表的论文《当前城市环卫工人生存状况的调查与研究》，我们进一步考虑环卫作业每年所需支出（例如环卫工人衣物、环卫工具、环卫设备折旧、能源消耗等）后，可以发现，在普通环卫工人平均工资为 4500 元/月的地区，人工方案每年所需支出约为 16 万，而设备方案仅需支出 13 万/年；在普通环卫工人平均工资为 1188 元/月的地区，人工方案每年所需支出约为 4.5 万，而设备方案则需支出 6.5 万/年。进一步计算可以发现，在普通环卫工人平均收入为 2503 元/月的地区，纯人工方案与设备替代方案所需支出的成本基本相同（约 9 万），在环卫工人的平均收入为 2503 元/月以上的地区，进行环卫设备替代更具经济性。

图表23：环卫设备替代环卫人工方案经济性测算

人工方案			设备替代方案		
人工方案环卫工人	人	3	设备替代方案环卫工人	人	1
以环卫工人最高收入水平（4500 元/月）为例					
每人每月工资	元	4500	每人每月工资	元	7736
每人每年工资	元	25030	每人每年工资	元	42551
年人工支出总额	元	75091	年人工支出总额	元	42551
年衣物及工具支出	元	1350	年衣物及工具支出	元	400
年环卫三轮车折旧费	元	900	年环卫设备折旧费	元	2000
			年能源消耗支出	元	38325
年环卫支出合计	元	164250	年环卫支出合计	元	133551
以环卫工人最低收入水平（1188 元/月）为例					
每人每月工资	元	1188	每人每月工资	元	2042
每人每年工资	元	14256	每人每年工资	元	24506
年人工支出总额	元	42768	年人工支出总额	元	24506
年衣物及工具支出	元	1350	年衣物及工具支出	元	400
年环卫三轮车折旧费	元	900	年环卫设备折旧费	元	2000
			年能源消耗支出	元	38325
年环卫支出合计	元	45018	年环卫支出合计	元	65231
人工方案与设备替代方案年环卫支出相同时，可计算得到环卫工人平均工资为 2503 元/月					
每人每月工资	元	2503	每人每月工资	元	4303
每人每年工资	元	30035	每人每年工资	元	51631
年人工支出总额	元	90106	年人工支出总额	元	51631
年衣物及工具支出	元	1350	年衣物及工具支出	元	400
年环卫三轮车折旧费	元	900	年环卫设备折旧费	元	2000
			年能源消耗支出	元	38325
年环卫支出合计	元	92356	年环卫支出合计	元	92356

资料来源：《当前城市环卫工人生存状况的调查与研究》（杨柯和张伟豪 2019 年发表于《山西科技》），《环卫工人收入现状及环卫装备替代人工发展潜力白皮书》（盈峰环境），华泰证券研究所

根据前文分析，我们发现在环卫工人平均收入高于 2503 元/月的地区，进行环卫设备替代更具经济性。接下来我们将按照省份（或直辖市）测算各地环卫工人的平均工资，以测算未来环卫装备替代的空间。

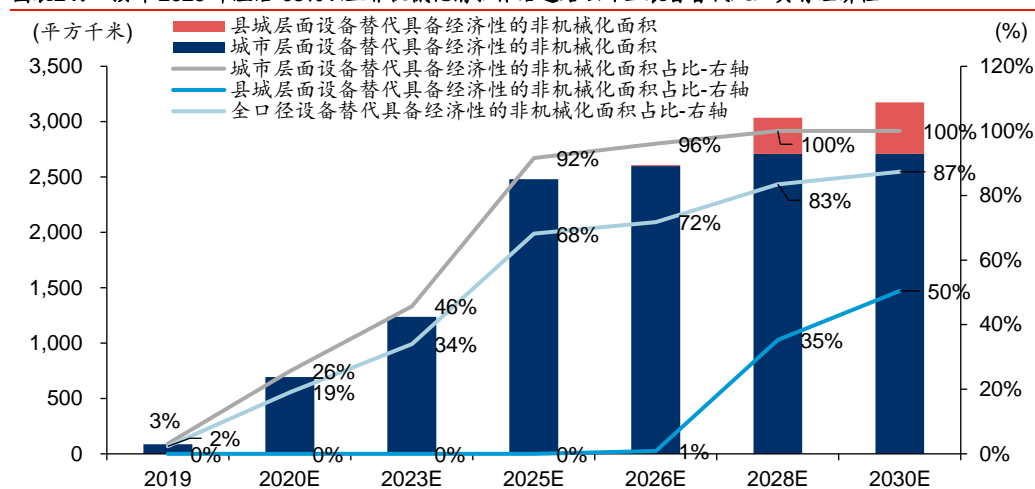
城市层面，我们预计 2020/2023/2025 年将有 26%/46%/92%的非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备经济性；县城层面，预计 2026/2028/2030 年将有 1%/35%/50%的非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备成本优势。根据盈峰环境发布的《环卫工人收入现状及环卫装备替代人工发展潜力白皮书》，其对比发现各省环卫工人的平均收入均超当地最低工资标准（第一档），其中最高的为北京，超过其最低工资标准的 30%以上。参考各省市 2019 年最低工资标准，我们假设：

- 1) **城市层面：**各省市城市环卫工人的平均收入较当地最低工资（最高一档）高 15%，则 2019 年上海、北京两地进行环卫设备替代已经具备成本优势。参考住建部发布的《2018 年城乡建设统计年鉴》，2018 年上海和北京未进行机械化道路清扫保洁的面积之和为 8539 万平方米，占全国城市非机械化道路清扫保洁面积的 3%。若按照月最低工资平均每年增长 84 元（2014-2019 年各省市最高一档的最低工资年均涨幅），则 2020、2023、2025 年，将有 26%、46%、92%的城市非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备经济性。

2) **县城层面**：考虑到目前有大量县级的环卫服务项目，而最高一档的最低工资一般为省会城市及一些发达城市采用，第二档一般为地级市采用，第三档一般为县及以下地区采用，因此，我们考虑以最低一档的最低工资作为县级最低工资的衡量指标进行测算，以更加全面地探讨此问题。假设各省市县城环卫工人的平均收入较当地最低工资（最低一档）高 15%，且按照最低工资平均每年增长 76 元/月（2014-2019 年各省市最低一档的最低工资年均涨幅），则 2019-2025 年各省市的县城进行环卫设备替代均不具备经济性，则至 2026、2028、2030 年，将有 1%、35%、50% 的县城非机械化清扫保洁的道路以环卫装备替代人工具备成本优势。

从全口径来看（包括城市及县城），预计至 2025 年左右，68% 以上非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具有经济性；预计至 2030 年，这一比例将扩大到 87%。

图表24： 预计 2025 年左右 68% 以上非机械化清扫保洁道路以环卫装备替代人工具有经济性

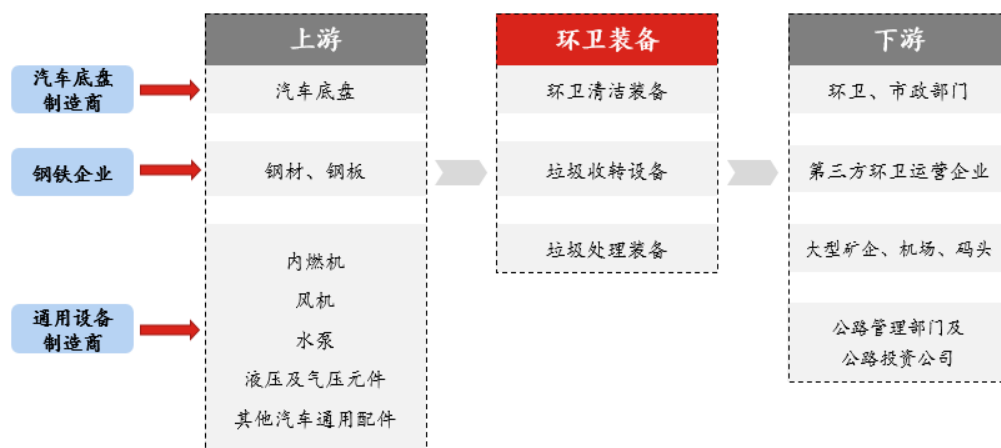


资料来源：Wind，《2018 年城乡建设统计年鉴》，华泰证券研究所

环卫装备龙头，竞争优势显著

环卫装备行业竞争格局相对稳定。环卫装备行业属于改装行业，具有较高的技术、品牌、营销网络、售后服务、资源及资金壁垒，对客户需求、采购习惯具有较高的要求。行业上游为钢铁、汽车底盘及汽车通用设备，市场竞争较为充分；下游为政府环卫部门、第三方环卫运营企业等客户。环卫装备行业竞争格局相对稳定，根据龙马环卫 2019 年年报，2019 年底全国环卫车辆生产企业约 322 家，市场参与者较多，但普遍规模较小，行业内大企业偏少，主要为中联环境、龙马环卫、湖北程力等。根据行业强制险的数据，截至 2019 年底，年销量超过 7000 台/套的只有三家，前三名的市场份额从 2016 年的 37% 上升到 2019 年的 40%。

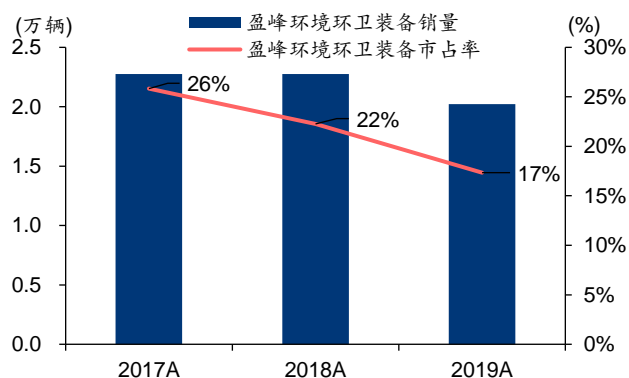
图表25：环卫装备行业产业链



资料来源：龙马环卫招股说明书，华泰证券研究所

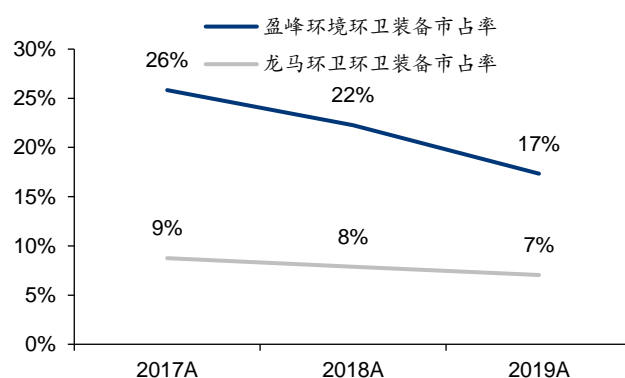
盈峰环境为环卫装备龙头。2019 年公司环卫装备销售收入为 70.3 亿元，环卫装备销量 2.0 万台，同比略有下降，但已连续 19 年处于国内行业销售额第一的位置。根据公司公告，2019 年公司总体市占率超过 20%（中国汽车研究中心口径），其中中高端产品市占率约为 32.1%，高端产品市占率约为 38.1%，新能源产品市占率为 29%，遥遥领先于行业其他参与者。根据中国银保监会的新车交强险统计数据显示，2017-2019 年全国环卫车辆销量分别为 8.8/10.2/11.7 万辆，据此计算盈峰环境和龙马环卫相应环卫装备的市占率分别为 26%/22%/17%、9%/8%/7%。

图表26：2017-2019 年盈峰环境环卫装备产量及市占率（交强险口径）



资料来源：公司公告，龙马环卫 2019 年年报，华泰证券研究所

图表27：2017-2019 年盈峰环境及龙马环卫环卫装备市占率对比（交强险口径）



资料来源：公司公告，龙马环卫 2019 年年报，华泰证券研究所

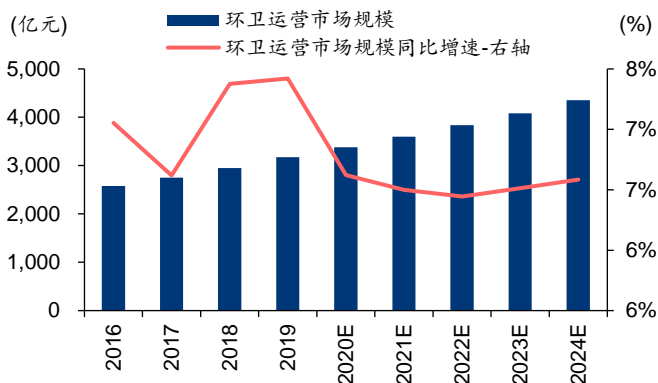
政府对环卫提出更深层次要求，公司竞争优势显著。一方面，政府对传统的清扫保洁、垃圾收集清运、环卫设施的维护和运营、无害化处理的服务质量和效率有更高的要求外，还对城市市容景观绿化的规划、建设和养护等提出更为环保的要求。另一方面，政府从环卫的高效管理角度出发，从人员管理、机械化率、新能源化率、环卫数据管理和实施管控等方面综合提出了更深层次的要求。公司凭借中联环境在环卫装备方面的龙头地位和多年的研发积累，推出融入了 5G、AI、机器视觉等技术的智能环卫机器人，打破了街道小巷等区域传统的“以人为主、设备为辅”的作业模式局限，加速提升环卫机械化率。

环卫服务：市场化率提升驱动第三方运营市场快速增长

2024 年中国环卫运营市场规模有望超 4300 亿元，2020-24 年 CAGR 7%

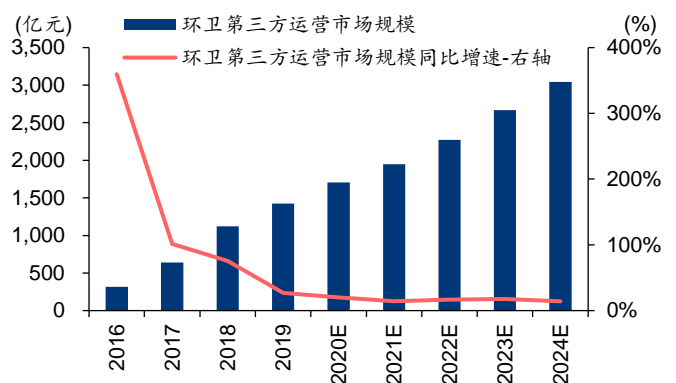
参考我们于 2020 年 4 月 5 日发布的报告《环卫标杆企业，乘资本东风加速发展》，我们根据国家统计局、住房和城乡建设部公布的城乡道路清扫面积、生活垃圾清运量、公共厕所数量及等级公路长度，测算得到 2019 年环卫服务市场规模总量为 3171 亿元。随着生活水平提高及乡村生活垃圾逐步纳入城市处理体系，城镇人均垃圾量仍有提升空间。同时，农村的人均垃圾产生量和垃圾清运比例将有更大提升空间，环卫市场呈现高速增长姿态，预计 2020-24 年中国环卫运营市场规模 CAGR 为 7%，2020 年市场规模超 3300 亿，2024 年超 4300 亿。

图表28： 预计 2024 年我国环卫运营市场规模将超 4300 亿元



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，城乡建设统计公报，华泰证券研究所

图表29： 预计 2024 年我国环卫第三方运营市场规模将超 3000 亿元



注：假设我国环卫第三方运营比例逐步提升，于 2024 年达到 70%（即美国环卫市场化发展前十年达到的水平）

资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，城乡建设统计公报，华泰证券研究所

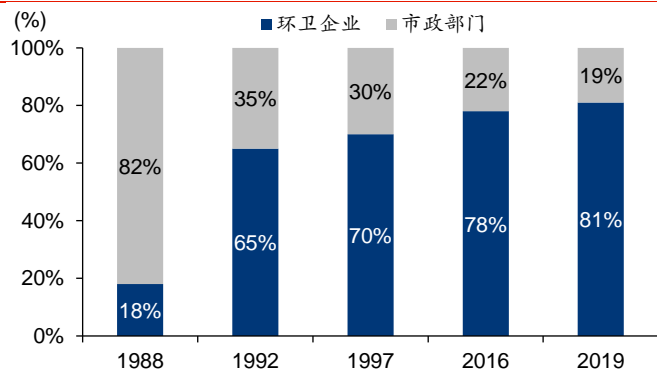
农村垃圾治理政策驱动强劲，市场空间不容小觑。2018 年 2 月，国务院办公厅发布《农村人居环境整治三年行动方案》，进一步推动农村人居环境整治工作，目标至 2020 年，东部等有基础、有条件的地区，人居环境质量全面提升，基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，人居环境质量较大提升，力争实现 90% 左右的村庄生活垃圾得到治理，卫生厕所普及率达到 85% 左右。据国家统计局数据，2019 年我国乡村人口占总人口的 39%，伴随着乡村振兴、美丽乡村建设等政策落地驱动农村生活消费水平快速提升，叠加农村垃圾处理率的提升，农村垃圾清运市场也将迎来较快增长。

市场化率不足 50%，尚有逾一半的提升空间

美国：环保政策和成本上涨驱动市场化率提升，2019 年市场化率为 81%。美国由于地广人稀，垃圾填埋有较高的成本优势，因此一直沿用。1991 年美国环保署出台了多项环保政策，大幅提升了固废处理和环卫运营标准，使得 1985-1995 年期间美国垃圾填埋场倾倒费上涨超过 170%。美国环卫和垃圾处置为财政支出，市政部门为了减轻财政压力，寻求将环卫业务交给运作效率更高的社会资本完成，将环卫业务公开招标逐渐常态化。美国环卫行业市场化程度也从 1988 年的 18% 迅速提升至 1992 年的 65%，并维持了较高市场化程度至今。据 waste business journal 的统计，2019 年美国环卫市场化率达 81%。

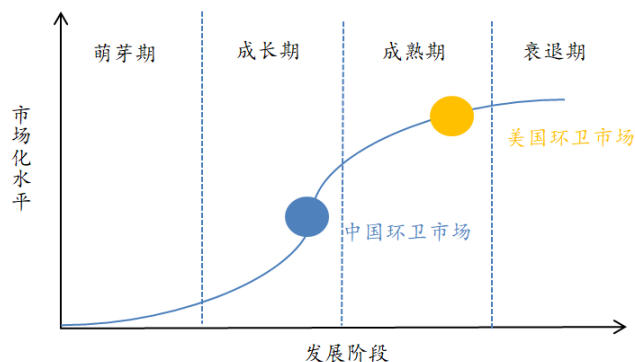
中国：2019 年第三方运营比例不足 50%，尚有逾一半的提升空间。参考我们于 2020 年 4 月 5 日发布的报告《环卫标杆企业，乘资本东风加速发展》，我国环卫市场化率由 2015 年的不足 10% 增长至 2019 年的约 45%。根据发达国家经验，环卫市场化率如果达到 80% 属于较高的市场化水平，因此我国环卫市场化率还有一定的提升空间。假设环卫市场化规模符合 S 型增长，并且 2024 年我国环卫市场化率达到 70%（即美国环卫市场化发展前十年达到的水平），即市场化规模将达到 3044 亿元，2020-24 年 CAGR 为 16%。

图表30: 美国环卫市场化率水平



资料来源: waste business journal, 华泰证券研究所

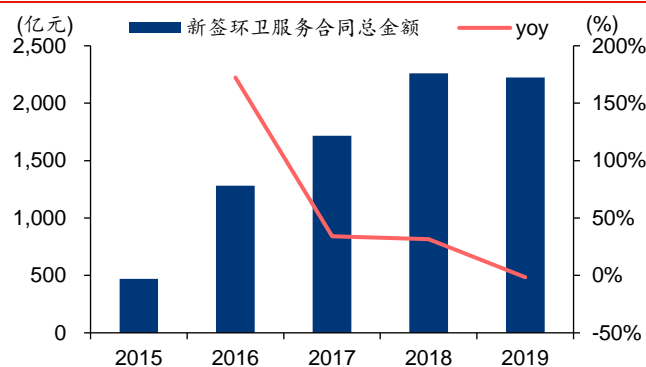
图表31: 我国环卫市场化水平对比美国环卫市场化水平



资料来源: 环卫科技网, 华泰证券研究所

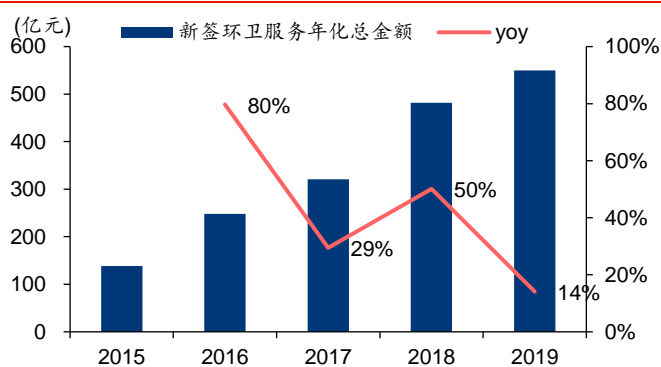
2016-19 新订单总金额和年化金额的 CAGR 分别为 47% 和 41%。根据环境司南统计, 2016 年环卫市场化进入高速发展阶段, 全国新签环卫服务合同总金额为 861 亿元, 年化总金额为 248 亿元, 同比增长分别为 76% 和 80%。2017 年和 2018 年环卫市场化步伐加速, 新签环卫服务合同总金额、年化总金额均创新高, 分别达到 1701 亿元和 2278 亿元、321 亿元和 482 亿元; 2019 年新签环卫服务合同总金额、年化金额分别达 2223 亿元、550 亿元, 合同总金额同比小幅下降 2%, 但仍保持在 2000 亿以上的规模, 而年化金额同比增长 14%, 反映出 2019 年新释放的环卫服务项目平均服务年限有所缩短。

图表32: 我国环卫公司新签环卫服务合同总金额



资料来源: 环境司南, 华泰证券研究所

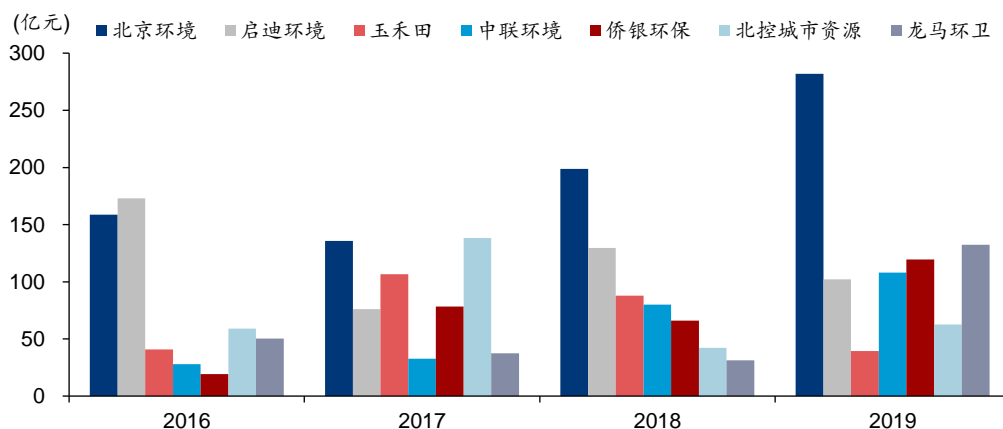
图表33: 我国环卫公司新签环卫服务年化总金额



资料来源: 环境司南, 华泰证券研究所

根据环境司南和 E20 的统计, 主要七家龙头公司的新订单从 2016 年 530 亿不到增加至 2019 年的 846 亿, CAGR 为 17%; 占全行业的比重约 30%-60%, 波动较大。

图表34: 我国代表性环卫龙头公司新签环卫服务合同总金额



资料来源: 环境司南, E20, 华泰证券研究所

根据环境司南和 E20 的统计,主要七家龙头公司的新年化订单从 2016 年 44 亿增加至 2019 年的 76 亿;占全行业的比重约 14%-18%,相对稳定。同时可以看出,大公司层面新签合同年份平均 8-12 年,远高于行业平均 3-5 年;侧面印证了大公司可以依靠资金和品牌优势获得合同期较长的订单(更多的 PPP 类订单相对政府采购类)和更强的客户黏性。

接连斩获优质大单,彰显强大综合实力

2019 年 10 月中标深圳市首个环卫 PPP 项目。2019 年 10 月,公司中标深圳市福田区政府环卫一体化项目,总金额 11.5 亿元,中标首年金额为 1.1 亿元,服务周期 10 年,项目服务内容包括合作区域范围内的垃圾分类、道路清扫保洁、垃圾清运、公厕管理等。深圳项目对环卫的运营装备、运营监管模式和作业效果的要求较高,公司顺利中标该项目意味着公司的智慧环卫技术实力、装备优势和运营能力得到了一线城市高标准市场的认可。

图表 35: 福田项目部分评审标准,显示出对社会资本方环卫运营装备的较高要求

内容	评审标准
业绩	2016 年 1 月 1 日以来社会资本方已中标的环卫服务类 PPP 项目业绩(包含环卫服务类特许经营项目),每提供 1 个业绩得 1 分,在此基础上每增加 1 个业绩加 1 分,最多得 15 分,没有不得分。
环卫类车辆生产企业	投标人具备投入本项目的新能源环卫车辆(含洗扫车、桶装车、冲洗车)的生产许可证明,每提供以上新能源车辆中任意一种车型的生产许可证明得 2 分,每增加一种车型的生产许可证明加 2 分,最高得 6 分。
投入车辆	根据投标人承诺投入本项目的车辆配置情况,满足招标文件车辆配置最低要求的得 8 分,在此基础上承诺对本项目每多投入一台新能源环卫车或小型扫路机得 0.2 分,最多加 2 分。

资料来源:深圳市福田区政府采购网,中国固废网,华泰证券研究所

2020 年 5 月中标史上最大环卫订单,合同年数和总金额均刷新国内公开招标的环卫服务 PPP 项目记录。根据盈峰环境 5 月 26 日公告(公告编号 2020-048 号),公司全资子公司中联环境收到深圳市新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目的中标通知书,首年中标总金额 5.2 亿元,服务周期 15 年,合同总金额预计 78 亿元。据中国政府采购网的公告,宝安项目一共有 24 家社会资本竞争,中联环境脱颖而出,展现公司强大的综合实力。据公司公告,该项目是迄今以来国内体量最大的环卫一体化项目,旨在提升深圳市环卫作业机械化水平及环卫作业一体化管理水平。此订单合同年数和总金额都刷新了国内公开招标的环卫服务 PPP 项目记录,环卫行业市场化进程不断加速。

图表 36: 宝安项目部分评审标准,对社会资本方的资金实力提出较高要求

内容	评审标准
项目自有资金出资能力	社会资本具有较强的项目自有资金出资能力,截止至本项目招标公告发布之日前的连续 30 个自然日(日历日),社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额达到 5 亿元人民币的,得 100 分;达不到 5 亿元人民币的,其得分按照如下公示计算:社会资本得分=社会资本银行账户现金存款余额最低之日的存款余额÷5 亿元×100,四舍五入精确到小数点后两位。
项目投融资能力	社会资本具有较强的项目投融资能力,能够提供银行等金融机构开具的有效授信信贷额度证明,全部授信总额度达到 10 亿元人民币的得 100 分;达不到 10 亿元人民币的,其得分按照如下公示计算:社会资本得分=社会资本有效授信信贷额度÷10 亿元×100,四舍五入精确到小数点后两位。
经营管理盈利能力	社会资本具有较强的经营管理盈利能力,以 2017 年(或 2018 年)净利润为基准,社会资本 2018 年(或 2019 年)的净利润增长率达到 30%(含 30%)的得 100 分,达不到 30%的,其得分按照如下公式计算: 公式一:社会资本得分=2018 年的净利润增长率÷30%×100,四舍五入精确到小数点后两位。 公式二:社会资本得分=2019 年的净利润增长率÷30%×100,四舍五入精确到小数点后两位。 按以上公式计算得分为负数的,最低得 0 分。

资料来源:深圳市宝安区公共资源交易中心,华泰证券研究所

图表37： 公司子公司中联环境位列宝安项目推荐候选社会资本名单第一

推荐排名	社会资本名称	2019 年收入 (百万元)	2019 年净利润 (百万元)	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	环卫服务 毛利率	ROE	人均产值 (万元)
1	中联环境	8,173	1,321	/	/	26%	/	/
2	北控城市环境	/	/	/	/	/	/	/
3	玉禾田	3,595	313	2,656	995	25%	37%	5.9
/	龙马环卫	4,228	270	4,539	2,499	20%	11%	12.3
/	侨银环保	2,195	131	3,277	1,056	18%	15%	5.0
/	启迪环境	10,176	359	44,534	15,046	22%	2%	10.6

资料来源：中国政府采购网，Wind，华泰证券研究所

宝安项目全生命周期总投资额达 15.12 亿元，初始投资为 5.20 亿元。根据《新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目合同（草案）》披露，宝安项目初始投资总额为 5.20 亿元，主要以建筑及车辆设备购置支出为主，其中资本金为 1.56 亿元（比例为 30%）。后续运营期内，由于设备更新置换的需求，其重置更新投资总额预计为 9.92 亿元，整个项目全生命周期合计投资支出预计为 15.12 亿元。

图表38： 宝安项目全生命周期总投资额达 15.12 亿元，初始投资为 5.20 亿元

项目	初始投资金额（亿元）	重置更新金额（亿元）	投资额合计（亿元）
建筑及设备购置			
新安街道	1.74	3.39	5.14
福永街道	1.51	2.89	4.40
福海街道	1.92	3.64	5.56
其他费用（咨询费、招标代理费等）	0.02	0.00	0.02
合计	5.20	9.92	15.12

资料来源：深圳市公共资源交易平台，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 20-22 年业绩步入快速成长期

环卫装备：公司连续 19 年处于国内环卫装备行业销售额第一的位置，2019 年总体市场占有率超过 20%；2019 年环卫装备收入 70 亿元，同比下滑 4.8%，我们认为或与近年来下游环卫服务出现大量小公司（据 E20 统计，2017/2018/1-3Q19 环卫市场化集中度为 22%/21%/20%）有关，对公司的环卫装备销量短期形成一定的冲击，我们预计公司有望凭借在装备领域深厚的技术积累与产品品质保障吸引客户回流，驱动公司环卫装备收入实现正增长。环卫市场化程度的提升将驱动环卫运营市场规模进一步扩大，据我们测算，我国环卫运营市场规模有望于 2022 年达到 3833 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 7%。环卫运营规模与机械化率不断提升，将有效保障环卫装备需求持续释放，公司作为环卫装备领域的龙头，具备较强的技术、品牌及服务优势，有望持续受益，预计 2020-22 年环卫装备营收增速在 10%，对应收入 77.4/85.1/93.6 亿元。毛利率方面，2019 年毛利率同比+1.5pct 至 32.2%，较同行业上市公司龙马环卫的装备业务毛利率高 2.2pct；公司 2019 年环卫装备的销售规模约为行业第二名的近 3 倍（中国汽车研究中心统计），产品议价能力强，叠加毛利率较高的新能源产品逐步导入，预计毛利率有望保持在较高水平，预计 2020-2022 毛利率为 32.2%/32.4%/32.5%。

环卫服务：根据公司公告，2017-19 年公司环卫服务新增合同总金额分别为 55.6 亿元、87.1 亿元、97.2 亿元，分别同比增长 350%、57%、12%；截至 2019 年底，公司在手环卫项目数量达到 57 个，在手合同总额 252 亿，年化合同金额攀升至 16 亿，充裕的在手合同将有效保障公司环卫服务的营收规模。考虑到公司接连斩获环卫大单，“环卫装备+环卫服务”一体化优势显著，我们看好公司未来的拿单能力，此外，公司于 2019 年年报披露，未来五年计划环卫服务累计合同额达到 1000 亿元，我们据此测算，预计 2020-22 年新签环卫服务年化订单 16/19/22 亿元，有望带动环卫服务 2020-22 年实现收入 19.9/37.7/57.1 亿元。毛利率方面，考虑到 2020 年疫情防控期间对于环卫服务项目的社保和增值税减免等优惠政策，我们预计 2020 年毛利率有望明显提升，根据龙马环卫 1Q20 业绩会，其一季度增值税和社保优惠约占环卫服务收入的 4.3%，假设优惠政策持续到 1H20，假设盈峰环境的社保及增值税优惠比例与龙马环卫基本一致，我们预计盈峰环卫服务 2020 年毛利率将同比提升 2pct；经过前期的基础建设及设备建设，公司存量环卫服务项目运营日趋步入正轨，2021-22 年毛利率有望较 2019 年小幅提升（2020 年毛利率包含税收优惠因素，故与 2019 年相比），我们预计 2020-22 年环卫服务毛利率为 27.9%/26.9%/27.9%

环境监测及固废处理：公司于 2019 年 5 月将宇星科技（主要从事环境监测及环境治理）转让给子公司上风风能，后又于 9 月出售上风风能 100%股权，实现了环境治理工程业务的剥离。环境监测及固废处理 2019 年收入同比-28%，主要系公司于 2019 年 8 月丧失对宇星科技和上风风能的控制权，预计 2020 年受资产剥离的影响，收入将进一步下滑至 7.4 亿，同比-38%。此外，随着垃圾焚烧发电、生活垃圾填埋、餐厨垃圾等固废项目逐渐投运，板块收入有望实现增长，预计 2021-22 年实现收入 8.8/9.9 亿元。毛利率方面，预计毛利率维持相对稳定 28.2%/28.2%/28.2%。

电工材料制造及其他：2019 年实现营收 34.3 亿元，同比+1.4%，主要包括上风高科、广东威奇、安徽威奇、辽宁东港电磁线等子公司，为公司经营多年的传统业务，预计整体将保持平稳增长，预计 2020-22 年实现收入 36.2/38.4/41.2 亿元，同比增长 5.3%/6.1%/7.2%，毛利率有望维持在 12.6%。

图表39：分部收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,045	12,696	14,090	17,001	20,181
同比增速	166.3%	-2.7%	11.0%	20.7%	18.7%
环卫装备	7,385	7,034	7,738	8,511	9,362
同比增长		-4.8%	10%	10%	10%
环卫服务	619	1,001	1,992	3,773	5,710
同比增长		61.7%	98.9%	89.4%	51.4%
环境监测及固废处理	1,655	1,191	743	878	992
同比增长		-28.0%	-37.6%	18.1%	12.9%
电工材料制造及其他	3,386	3,434	3,617	3,839	4,117
同比增长		1.4%	5.3%	6.1%	7.2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40：分部毛利率预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.1%	26.0%	26.3%	26.5%	26.9%
环卫装备	30.7%	32.2%	32.2%	32.4%	32.5%
环卫服务	27.3%	25.9%	27.9%	26.9%	27.9%
环境监测及固废处理	28.6%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
电工材料制造及其他	10.8%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

期间费用率有望总体保持小幅下滑态势。管理费用率方面，公司收购中联环境以来，2018-2019 年管理费用率为 3.4%/3.1%，1Q20 管理费用率同比-0.2pct 至 3.0%，考虑到公司有望进一步完善运营管理体系、加强精细化管理，我们预计 2020-2022 年管理费用率较 2019 年继续小幅下滑，并保持在 2.9%；销售费用方面，考虑到公司环卫服务业务正处市场开拓期，销售费用有望维持在较高水平，预计 2020-2022 年销售费用率为 7.2%/7.3%/7.4%；此外，我们预计 2020-2022 年研发费用率分别为 1.9%/1.9%/1.9%，与 2019 年基本持平。财务费用方面，1Q20 财务费用率为 0.4%，考虑到公司在手现金充裕，我们预计 2020-2022 年财务费用率有望保持在 0.4%。

图表41：费用及净利润预测（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
管理费用	446.5	391.8	402.5	485.6	576.4
占主营业务收入%	3.4%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%
销售费用	930.2	917.3	1,020.8	1,248.7	1,492.4
占主营业务收入%	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.4%
研发费用	256.0	245.6	274.0	330.6	392.5
占主营业务收入%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
财务费用	43.3	54.0	57.0	62.1	75.0
占主营业务收入%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
归母净利润	929	1,361	1,512	1,902	2,321
净利润率%	7.1%	10.7%	10.7%	11.2%	11.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.48-11.95 元

目标价 11.48-11.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 141/170/202 亿元，2020-2022 年有望实现归母净利润 15.1/19.0/23.2 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.60/0.73 元，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 24x，给予 2020 年目标市盈率 24-25 倍，目标价 11.48-11.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表42: 可比公司估值

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2020/6/14	2020/6/14	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
龙马环卫	603686.SH	22.36	9,294	27	22	3.4	3.0	12%	14%	Wind
玉禾田	300815.SZ	117.30	16,234	32	24	0.8	0.7	25%	25%	Wind
启迪环境	000826.SZ	7.49	10,715	13	10	0.7	0.7	6%	7%	Wind
平均值				24	19	1.6	1.5	14%	15%	
盈峰环境	000967.SZ	8.14	25,747	17	14	1.5	1.4	9%	11%	华泰

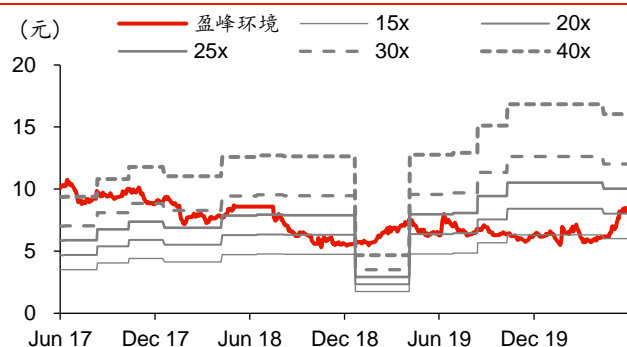
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 环卫装备销售需求不及预期。**公司业务结构中环卫装备的营收、利润占比较大, 如果环卫装备销售需求减少将会对公司业绩造成较大影响。
- 2) 环卫市场化进度不达预期。**环卫市场化率提升主要依赖政策驱动, 我国实际推行进度可能不达预期, 造成第三方运营市场增速不达预期。
- 3) 竞争加剧, 导致环卫项目盈利水平下滑超预期。**目前市场较充分认知环卫的入口价值, 环卫项目竞争激烈化, 可能导致环卫业务盈利水平短期下滑超预期。

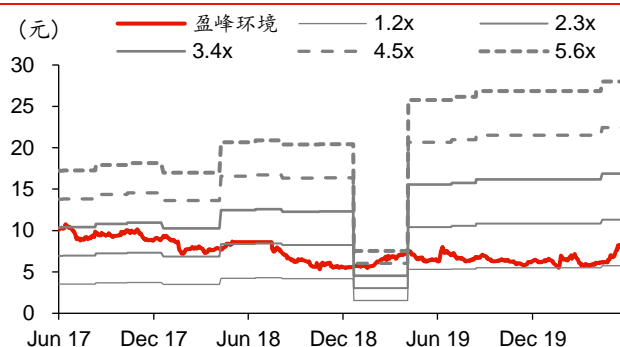
PE/PB - Bands

图表43: 盈峰环境历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 盈峰环境历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,598	11,799	12,875	15,116	17,901
现金	2,389	3,161	3,046	3,653	4,666
应收账款	5,688	5,163	5,730	6,914	8,207
其他应收账款	273.54	224.87	249.56	301.11	357.44
预付账款	142.40	71.05	78.55	94.59	111.62
存货	1,306	1,145	1,732	2,106	2,501
其他流动资产	1,798	2,034	2,039	2,048	2,058
非流动资产	12,863	13,056	13,930	14,823	15,695
长期投资	214.24	303.29	303.29	303.29	303.29
固定投资	869.82	994.68	1,449	1,881	2,300
无形资产	2,340	2,686	3,000	3,286	3,545
其他非流动资产	9,439	9,072	9,178	9,352	9,547
资产总计	24,461	24,855	26,805	29,939	33,596
流动负债	8,977	8,085	8,563	9,794	11,162
短期借款	1,199	1,607	1,409	1,700	2,018
应付账款	3,423	2,486	2,748	2,967	3,300
其他流动负债	4,355	3,992	4,405	5,127	5,845
非流动负债	852.08	1,003	1,009	1,056	1,083
长期借款	612.16	643.84	649.66	696.77	723.73
其他非流动负债	239.92	358.84	358.84	358.84	358.84
负债合计	9,829	9,087	9,571	10,850	12,245
少数股东权益	160.31	252.60	286.05	328.11	379.44
股本	3,163	3,163	3,163	3,163	3,163
资本公积	9,602	9,698	9,698	9,698	9,698
留存公积	1,567	2,753	4,186	6,000	8,210
归属母公司股东权益	14,472	15,515	16,948	18,761	20,972
负债和股东权益	24,461	24,855	26,805	29,939	33,596

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(1,151)	1,485	1,337	1,634	2,121
净利润	928.57	1,361	1,512	1,902	2,321
折旧摊销	287.26	349.81	407.36	481.28	554.70
财务费用	43.25	53.96	56.97	62.06	75.03
投资损失	(248.76)	(167.13)	(158.54)	(158.54)	(158.54)
营运资金变动	(2,943)	(484.08)	(489.04)	(669.02)	(696.55)
其他经营现金	782.06	370.74	7.93	16.54	25.81
投资活动现金	1,154	(963.36)	(1,123)	(1,215)	(1,268)
资本支出	970.18	1,257	1,268	1,360	1,413
长期投资	(60.66)	29.37	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(2,063)	(322.75)	(144.69)	(144.69)	(144.69)
筹资活动现金	(461.97)	374.33	(328.08)	188.11	159.28
短期借款	4.63	407.56	(197.68)	291.07	318.03
长期借款	116.34	31.69	5.81	47.11	26.96
普通股增加	1,996	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,599	96.35	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,178)	(161.27)	(136.21)	(150.08)	(185.70)
现金净增加额	(459.17)	895.72	(114.41)	606.63	1,013

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,045	12,696	14,090	17,001	20,181
营业成本	9,773	9,389	10,380	12,500	14,750
营业税金及附加	76.94	71.20	79.02	95.34	113.18
营业费用	930.17	917.26	1,021	1,249	1,492
管理费用	446.52	391.83	402.45	485.59	576.43
财务费用	43.25	53.96	56.97	62.06	75.03
资产减值损失	(203.08)	(40.64)	(31.02)	(37.42)	(44.42)
公允价值变动收益	4.24	22.41	(40.00)	10.00	10.00
投资净收益	248.76	158.54	158.54	158.54	158.54
营业利润	1,617	1,789	1,890	2,337	2,841
营业外收入	27.98	12.34	12.95	13.60	14.28
营业外支出	18.55	163.25	83.25	63.25	63.25
利润总额	1,627	1,638	1,819	2,288	2,792
所得税	268.34	246.24	273.54	343.93	419.76
净利润	1,358	1,392	1,546	1,944	2,372
少数股东损益	429.60	30.11	33.45	42.06	51.33
归属母公司净利润	928.57	1,361	1,512	1,902	2,321
EBITDA	2,102	2,272	2,611	3,148	3,799
EPS (元, 基本)	0.29	0.43	0.48	0.60	0.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	166.31	(2.67)	10.98	20.66	18.71
营业利润	300.60	10.61	5.64	23.68	21.55
归属母公司净利润	163.31	46.62	11.09	25.73	22.05
获利能力 (%)					
毛利率	25.08	26.04	26.33	26.47	26.91
净利率	7.12	10.72	10.73	11.19	11.50
ROE	9.87	9.08	9.32	10.65	11.68
ROIC	16.24	11.62	12.44	13.66	15.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.18	36.56	35.71	36.24	36.45
净负债比率 (%)	19.35	25.72	22.41	22.89	23.10
流动比率	1.29	1.46	1.50	1.54	1.60
速动比率	1.15	1.32	1.30	1.33	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.51	0.55	0.60	0.64
应收账款周转率	3.62	2.34	2.59	2.69	2.67
应付账款周转率	4.32	3.18	3.97	4.37	4.71
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.43	0.48	0.60	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.36)	0.47	0.42	0.52	0.67
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.91	5.36	5.93	6.63
估值比率					
PE (倍)	27.73	18.91	17.02	13.54	11.09
PB (倍)	1.78	1.66	1.52	1.37	1.23
EV_EBITDA (倍)	12.04	11.14	9.69	8.04	6.66

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司