

盈峰环境 (000967)

环卫装备绝对龙头，环卫服务后来居上

核心观点

剥离非主业资产，环卫装备及服务是公司核心业务

盈峰环境主营业务涵盖环卫装备与智慧环卫服务、环境监测及综合治理、器械制造等三大板块业务，公司由风机装备业务起家，2018 年收购中联环境后环卫领域成为主要发展方向，自 2019 年起公司逐步剥离非主业资产，专注于环卫领域。公司实际控制人为何剑锋，系美的集团创始人何享健独子，背靠世界 500 强企业，拥有雄厚的资金、人力支持与丰富的社会资源。

环卫装备：存量需求崛起，行业格局稳定，公司优势明显

根据住建部的统计年鉴，2018 年我国城市和县城合计的道路清扫保洁机械化率约 67.68%，达到基本环卫装备阶段。基于机械化率提升产生的新增设备需求，和环卫装备折旧产生的存量替代需求，我们预测环卫装备存量更新需求将崛起，到 2025 年市场空间可达 1025 亿/年，市场逐步释放。2019 年公司连续 19 年处于国内行业销售额第一的位置，总体市场占有率超过 20%，在未来智能化和电动化的趋势下有望继续保持领先地位。

环卫服务：从环卫走向城市综合管理，公司有望后来居上

传统环卫服务市场包括道路清扫、垃圾清运、公厕维护等，预计每年运营市场空间在 1500 亿，随设施增加和单价上涨，预计 2020 年可达 2300 亿。城市服务管理是更大的潜在市场，随着城市管理体制从分散走向综合，环卫企业面临的市场空间逐步扩容。2019 年公司新签约项目的年化合同额为 8.55 亿元，居行业第 4 位。公司 2020 年计划智慧环卫服务累计合同额达到 350 亿元，实现年营收 15 亿元；未来五年，计划合同额累计合同额达到 1000 亿元，实现年营收 100 亿元，实现跨越式发展。

第一期员工持股计划正式完成，成交均价 6.31 元/股。

2020 年 5 月 13 日，公司一期员工持股计划完成股票购买，持股计划募集规模为 2.28 亿元，成交均价为 6.31 元/股，参与人包括核心高管等 136 人。

盈利预测与投资建议：

看好公司在环卫领域的拓展，中联环境占据环卫装备的龙头地位，在环卫行业高速增长的风口期，有望获得高速增长。预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 15.97、19.01 和 21.38 亿元，对应 EPS 为 0.50、0.60 和 0.68 元，对应 PE 为 13.8、11.6 和 10.3 倍。龙马环卫业务和公司相似，龙马环卫 2020 年 PE 为 24 倍，公司环卫服务业务结构占比要低于龙马环卫，公司 2020 年目标 PE20 倍，目标价格 10 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、环卫市场化推进慢于预期、存量装备更新替代慢于预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,044.76	12,695.86	14,797.75	16,706.18	18,690.41
增长率(%)	166.31	(2.67)	16.56	12.90	11.88
EBITDA(百万元)	2,151.61	2,493.34	2,531.20	2,952.09	3,306.14
净利润(百万元)	928.58	1,361.45	1,597.18	1,901.36	2,138.22
增长率(%)	163.31	46.62	17.31	19.05	12.46
EPS(元/股)	0.29	0.43	0.50	0.60	0.68
市盈率(P/E)	23.81	16.24	13.84	11.63	10.34
市净率(P/B)	1.53	1.43	1.32	1.22	1.13
市销率(P/S)	1.69	1.74	1.49	1.32	1.18
EV/EBITDA	6.91	6.68	7.16	5.80	4.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 6.99 元

目标价格 10 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,163.06
流通 A 股股本(百万股)	2,004.07
A 股总市值(百万元)	22,109.80
流通 A 股市值(百万元)	14,008.44
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	37.17
一年内最高/最低(元)	8.57/5.43

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 盈峰环境：剥离非主业资产，环卫装备及服务是公司核心业务	4
1.1. 背靠美的集团，股东背景雄厚	4
1.2. 剥离非主业资产，聚焦环卫装备及服务	4
1.3. 费用管控良好，并购中联环境增厚 EPS	6
2. 环卫装备：存量需求崛起，行业格局稳定，公司优势明显	8
2.1. 机械化率存在提升空间，年度新增设备需求 2-3 万台/年	8
2.2. 存量更新需求崛起，到 2025 年整体市场空间可达 1025 亿元	10
2.3. 新能源、智能化产品需求提升，公司有望继续领跑行业	10
3. 环卫服务：从环卫走向城市综合管理，公司有望后来居上	12
3.1. 2025 年传统环卫市场可达 2300 亿，垃圾分类可释放增量近 600 亿	12
3.2. 城市综合管理服务是更大的市场	13
3.3. 跑马圈地进行时，公司有望后来居上	14
4. 第一期员工持股计划正式完成，成交均价 6.31 元/股	16
5. 盈利预测与投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1：盈峰环境股权机构图（截至 2020 年一季度）	4
图 2：公司发展历程图	4
图 3：公司三大板块业务	5
图 4：公司部分环卫装备	5
图 5：公司智慧环卫服务业务	5
图 6：公司业务结构图	6
图 7：公司营收及同比增速	6
图 8：公司归母净利及同比增速	6
图 9：2020 年一季度公司毛利率和净利率下降	7
图 10：管理费用率和销售费用率下降，财务费用率平稳	7
图 11：并购中联环境后公司 EPS 持续增厚	7
图 12：公司 2019 年 ROE 提升	7
图 13：公司资产负债率自 2017 年后开始下降	7
图 14：我国历年机械化清扫水平率（单位：%）	8
图 15：各省城市+县城合计机械化水平比较	8
图 16：新增环卫设备市场空间估算	9
图 17：2019-2025 年环卫设备存量替代需求估算（单位：台）	10
图 18：环卫设备总空间估算	10
图 19：盈峰环境 5G 智能清扫设备	11

图 20: 中联、龙马、徐工环卫装备业务收入与毛利率对比	12
图 21: 传统环卫服务行业市场空间测算	12
图 22: 垃圾分类市场空间测算	13
图 23: 46 个重点城市垃圾分类市场空间测算	13
图 24: 北京城市综合管理体制	14
图 25: 环卫行业总资产周转率明显高于其他行业（单位：次）	15
图 26: 人员工资占总营业成本 60%左右	15
图 27: 环卫服务行业主要参与者	15
图 28: 公司新增环卫服务合同总金额（亿元）	16
图 29: 公司新增环卫服务合同年化金额	16
图 30: 业绩分拆预测	17
表 1: 第一期员工持股计划名单	16
表 2: 可比估值表	17

1. 盈峰环境：剥离非主业资产，环卫装备及服务是公司核心业务

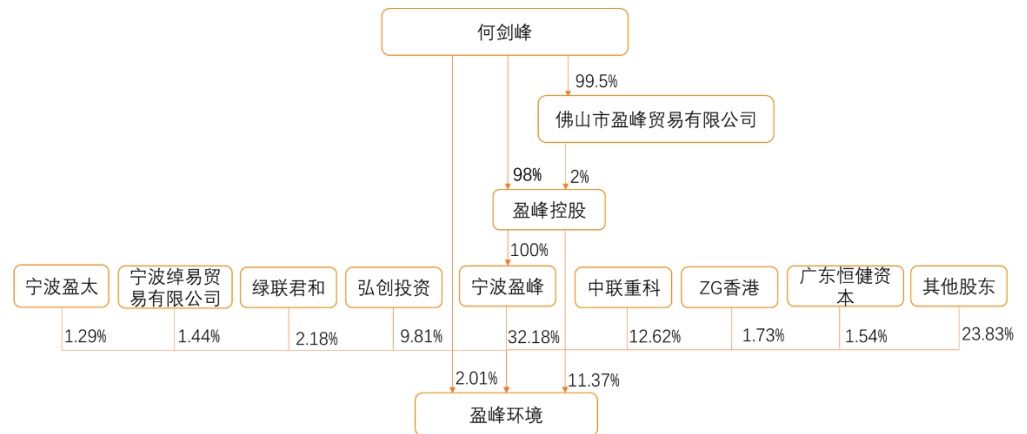
1.1. 背靠美的集团，股东背景雄厚

公司第一大股东为盈峰控股集团，实际控制人为何剑锋先生。何剑锋直接持有公司 2.01% 股权，通过盈峰控股间接持有公司 43.55% 股权，合计持股比例 45.56%。

大股东盈峰控股是一家多元化投资控股集团。盈峰控股创立于 2002 年，截至 2020 年第一季度，盈峰控股共有控股企业 111 家。目前旗下产业包括环保与高端装备、母婴及大消费、投资及资产管理、文化及艺术品、科技新材料等多个领域。

实际控制人何剑锋先生资源丰富。何剑锋为美的集团创始人何享健独子，背靠世界 500 强企业，拥有极为雄厚的资金、人力支持与丰富的社会资源。

图 1：盈峰环境股权结构图（截至 2020 年一季度）



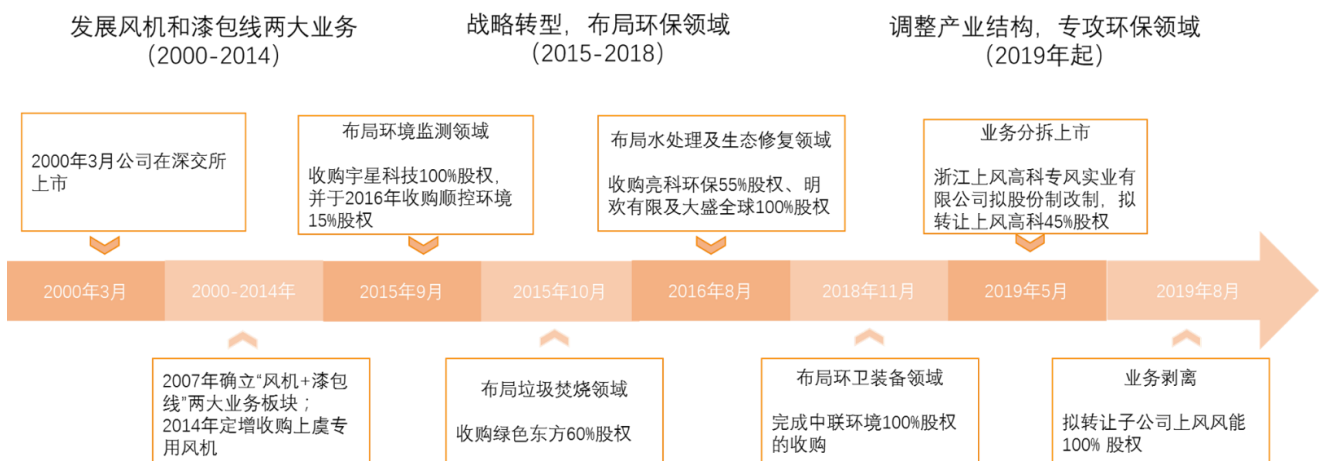
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 剥离非主业资产，聚焦环卫装备及服务

公司由风机装备起家。1993 年由浙江风机风冷设备公司、上虞风机厂、绍兴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，2000 年在深交所上市。2007-2014 年公司确立“风机+漆包线”两大业务板块，并通过定增收购上虞专用风机，不断强化在核电、轨道交通和工民建三大领域的优势地位。

2015 年，公司确立转型环保战略，开始涉足环保领域。公司于 2015-2018 年有序布局环境监测领域、垃圾焚烧领域、水处理及生态修复领域，2018 年通过收购中联环境 100% 股权进军环卫领域。

图 2：公司发展历程图

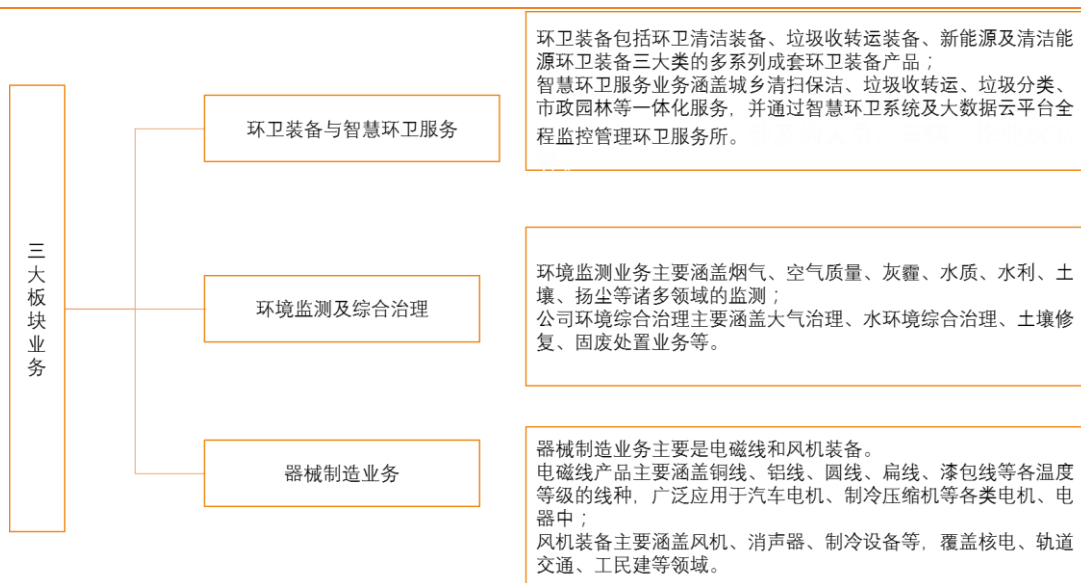


资料来源：公司公告、天风证券研究所

自 2019 年起，公司优化产业结构，对非环保业务拟进行剥离或分拆上市。2019 年 5 月，公司拟对从事高端装备制造领域的子公司专风实业进行股份制改制，并拟转让不超过 45% 的股权；2019 年 8 月，公司拟转让子公司上风风能 100% 股权，并将通过业务结构优化、资产剥离或分拆上市等方式逐步调整风机、电磁线、环境治理工程等非核心业务。

公司主营业务涵盖环卫装备与智慧环卫服务、环境监测及综合治理、器械制造等三大板块业务。其中，环卫装备主要包括环卫清洁装备、垃圾收转运装备、新能源及清洁能源环卫装备三大类；智慧环卫服务涵盖城乡清扫保洁、垃圾收转运、垃圾分类、市政园林等一体化服务。

图 3：公司三大板块业务



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司环卫装备及服务业务在行业内领先。环卫装备与智慧服务业务系 2018 年收购中联环境取得。目前公司已成为全球规模最大、综合实力最强的环卫装备企业，同时也是国内环卫服务的主要供应商之一。

图 4：公司部分环卫装备



资料来源：公司官网、天风证券研究所

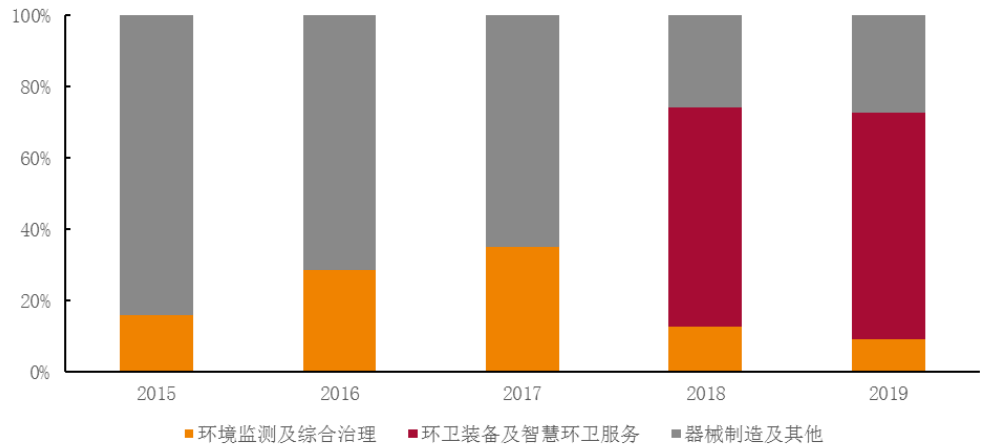
图 5：公司智慧环卫服务业务



资料来源：公司官网、天风证券研究所

发展战略逐步聚焦环卫装备+环卫服务。自 2018 年公司收购中联环境 100% 股权后，环卫装备及智慧环卫服务取代器械制造成为公司的核心业务。2019 年，环卫装备及智慧环卫服务业务占比最大，为 63.3%；环境监测及综合治理业务占比 9.4%；器械制造及其他业务占比 27.3%。2019 年公司对于非核心业务选用业务结构优化、资产剥离、分拆上市等方式进行了逐步调整，发展战略进一步聚焦环卫装备、环卫服务等领域。

图 6：公司业务结构图



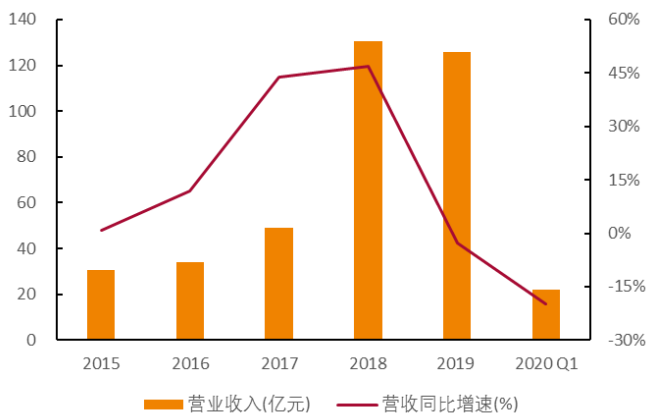
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 费用管控良好，并购中联环境增厚 EPS

环卫装备销售放缓造成公司营收下降。2019 年公司实现营收 126.0 亿，同比减少 2.7%；实现归母净利润 13.6 亿，同比增长 46.6%，营收同比下降主要系环卫装备销售同比下滑 11.9%，但 2019 年公司环卫装备销售规模仍占据行业第一；2020 年一季度，公司实现营收 22.0 亿，同比下降 19.9%；实现归母净利润 1.4 亿，同比下降 39.3%。

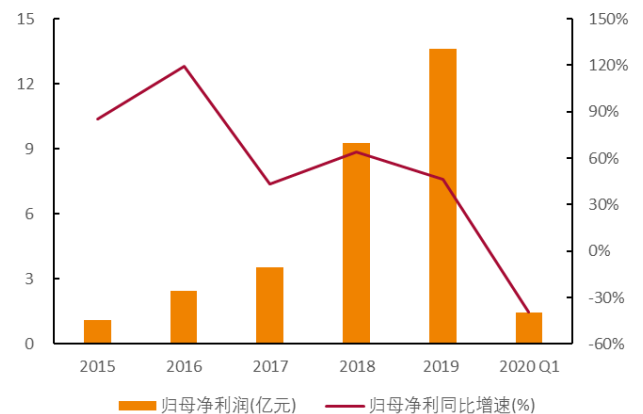
2019 年中联环境实现业绩承诺。2019 年，中联环境实现净利润 13.21 万元，较上年同期增长 12.59%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 12.64 万元，完成本年度业绩承诺（业绩承诺净利润 12.30 亿元）。

图 7：公司营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：公司归母净利润及同比增速

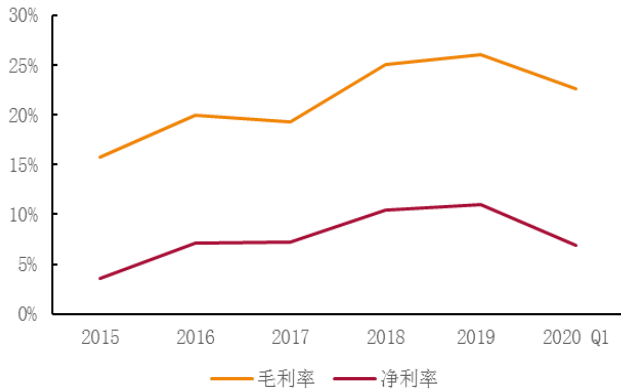


资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年一季度公司毛利率和净利率水平有所下降。2019 年公司不断优化营销策略管控模式，采取降本增效措施，并得益于国家降税措施，盈利能力稳步提升，毛利率、净利率分别为 26.0%、11.0%，较 2018 年分别提升 0.96、0.55 个百分点；2020 年一季度，毛利率、净利率有所下降，分别为 22.6%、6.9%。

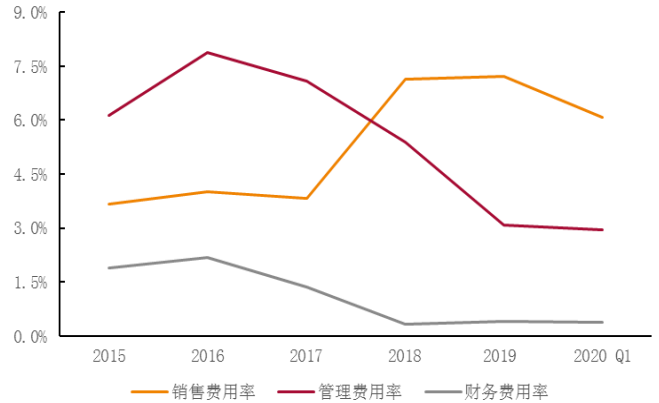
费用管控良好，管理费用率和销售费用率小幅下降，财务费用率基本平稳。2019 年管理费用率为 3.1%，较 2018 年下降 2.3 个百分点；2019 年销售费用率为 7.2%，2020Q1 销售费用率有所下降，为 6.1%；2019 年、2020Q1 财务费用率较低且保持平稳，分别为 0.42%、0.39%。

图 9：2020 年一季度公司毛利率和净利率下降



资料来源：Wind、天风证券研究所

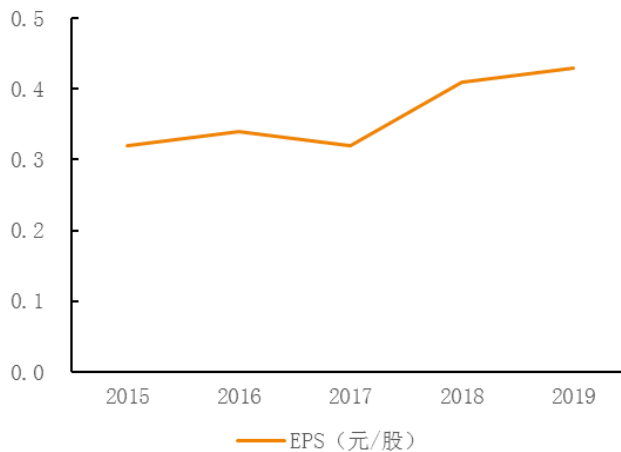
图 10：管理费用率和销售费用率下降，财务费用率平稳



资料来源：Wind、天风证券研究所

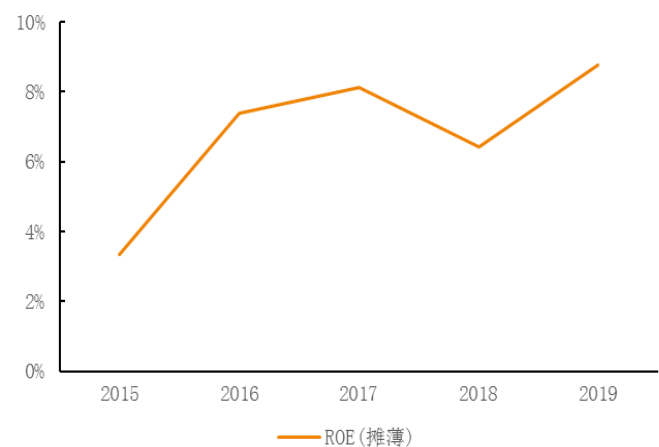
并购中联环境增厚公司 EPS。2019 年 EPS 为 0.43 元/股，自 2018 年并购中联环境后，公司 EPS 显著增厚，较 2017 年增加 0.11 元/股。2019 年公司 ROE 为 8.78%，较 2018 年提升 2.36 个百分点，盈利能力持续提升。

图 11：并购中联环境后公司 EPS 持续增厚



资料来源：Wind、天风证券研究所

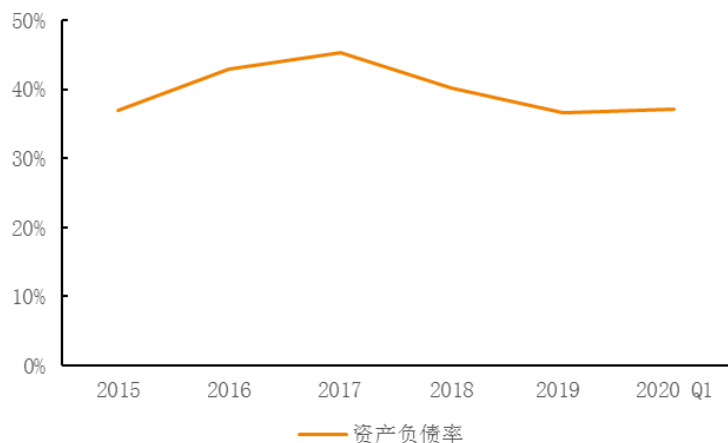
图 12：公司 2019 年 ROE 提升



资料来源：Wind、天风证券研究所

资产负债率逐步下降。受公司发行股份购买资产影响，2019 年公司资产负债率为 36.6%，较 2017 年高点减少 8.8 个百分点。2020 年一季度，公司资产负债率为 37.17%，相比 2019 年基本保持平稳。

图 13：公司资产负债率自 2017 年后开始下降



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 环卫装备：存量需求崛起，行业格局稳定，公司优势明显

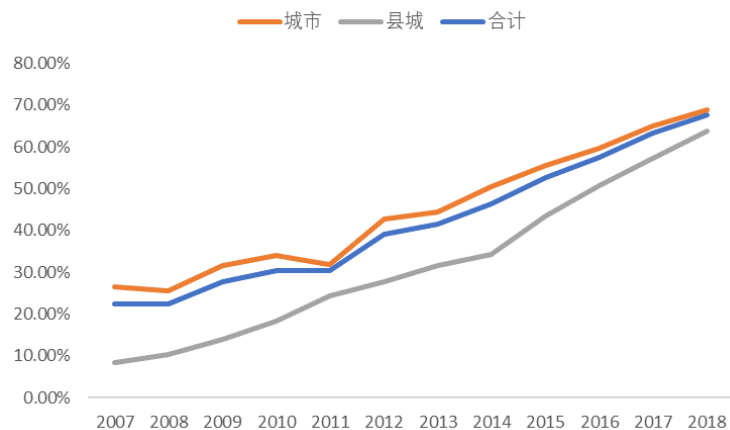
2.1. 机械化率存在提升空间，年度新增设备需求 2-3 万台/年

我国环卫产业处于基本环卫装备阶段。环卫装备行业的发展与国民经济发展水平和城市社会发展水平协调一致，行业发展阶段可以分为三个阶段：

- **初级环卫装备阶段：**以配备少量、功能单一的环卫装备为特征，以改善作业条件、提高劳动效率为核心，机械化水平达到环境卫生作业总用工量的 30%左右。
- **基本环卫装备阶段：**城市环境卫生作业的主要项目通过使用环卫装备来完成，以提高效率、改善环境为核心，逐步达到环境卫生作业总工作量的 60%左右。
- **全面环卫装备阶段：**绝大部分作业都通过使用环卫装备来完成，机械化达到环境卫生作业总工作量的 80%以上，以配备多品种、系列化、大批量环卫装备为特征，以改善环境、提高全系统技术集成为核心，进入城市环境卫生作业的全面装备阶段。

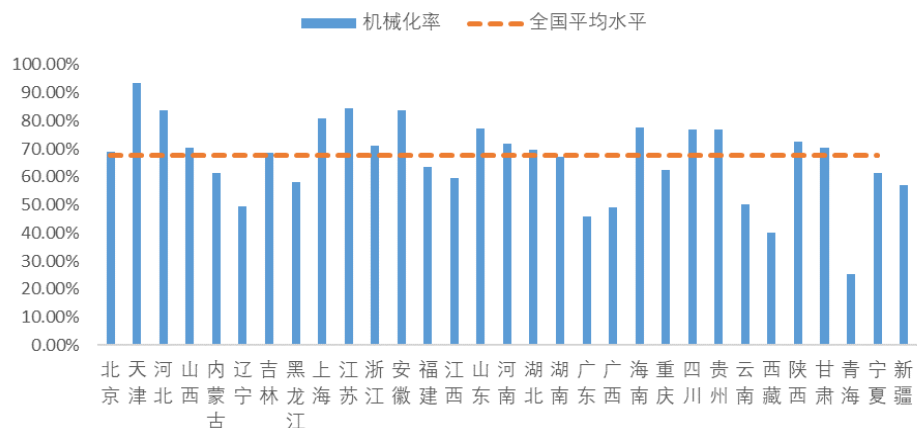
2018 年机械化率 68.85%，地区之间分化较大。根据住建部的统计年鉴，2018 年我国城市道路机械化率 68.85%、县城道路机械化率 63.70%，城市和县城合计的道路清扫保洁机械化率约 67.70%，达到基本环卫装备阶段。因经济发展水平与地域差异，不同区域间的机械化清扫水平存在差异，除省会城市和经济较发达地级市外，其他城市和县城距离实现全面环卫装备阶段还有差距。

图 14：我国历年机械化清扫水平率（单位：%）



资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

图 15：各省城市+县城合计机械化水平比较



资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

环卫机械化率仍然存在提升空间。根据住建部相关文件的要求，到 2020 年底前，地级及以上城市建成区道路机械化清扫率达到 70%以上，县城达到 60%以上，京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等重点区域要显著提高。

根据 2018 年《中国城乡建设统计年鉴》计算，2018 年我国城市道路清扫面积 86.93 亿平方米，机械化清扫面积 59.86 亿平方米，机械化清扫率为 68.85%；县城道路清扫保洁面积 25.56 亿平方米，机械化清扫面积 16.28 亿平方米，机械化清扫率仅为 63.70%。

2019-2025 年每年新增环卫专用设备需求量约 2-3 万台/年。我们基于机械化率提升和单位面积环卫车辆的假设，对新增环卫车辆市场需求进行估算，假设 2019-2025 年：

- **城市道路清扫保洁面积年均复合增速 3%左右**，城市机械化率可逐步提升至 80%，单位面积环卫车辆维持 0.42 万台/亿平米；
- **县城道路清扫保洁面积年均复合增速约 3%**，城市机械化率可逐步提升至 75%，单位面积环卫车辆维持 0.38 万台/亿平米；
- **镇级区域道路面积年平均复合增速约 4%**，单位道路面积环卫车辆维持 0.45 万台/亿平米；
- **乡级区域道路面积年平均复合增速约 10%**，单位道路面积环卫车辆维持 0.62 万台/亿平米；

估算结果预计到 2025 年全国环卫专用设备保有量将达到 65 万台，2019-2025 年年新增环卫专用设备需求量分别约 2-3 万台/年。

图 16：新增环卫设备市场空间估算

		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城市	机械化道路清扫面积（亿平米）	54.74	59.86	63.70	67.52	71.45	74.43	77.37	80.34	84.29
	同比	15.25%	9.34%	6.42%	6.00%	5.82%	4.17%	3.95%	3.83%	4.92%
	道路清扫保洁面积（亿平米）	84.20	86.93	89.71	92.50	95.27	97.94	100.48	103.00	105.37
	同比	5.93%	3.24%	3.2%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%
	机械化清扫率	65.01%	68.85%	71.00%	73.00%	75.00%	76.00%	77.00%	78.00%	80.00%
	市容环卫专用车辆设备（台）	228019	252484	267529	283592	300103	312619	324968	337418	354029
	同比	17.57%	10.73%	5.96%	6.00%	5.82%	4.17%	3.95%	3.83%	4.92%
	单位面积环卫车辆（万台/亿平米）	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
县城	机械化道路清扫面积（亿平米）	14.18	16.28	17.14	18.49	19.61	20.44	21.27	22.10	23.23
	同比	11.65%	14.80%	5.31%	7.86%	6.03%	4.27%	4.05%	3.92%	5.10%
	道路清扫保洁面积（亿平米）	24.76	25.56	26.37	27.19	28.01	28.79	29.54	30.28	30.98
	同比	-1.21%	3.22%	3.20%	3.10%	3.00%	2.80%	2.60%	2.50%	2.30%
	机械化清扫率	57.28%	63.70%	65.00%	68.00%	70.00%	71.00%	72.00%	73.00%	75.00%
	市容环卫专用车辆设备（台）	54575	61436	64696	69780	73988	77146	80266	83416	87672
	同比	17.93%	12.57%	5.31%	7.86%	6.03%	4.27%	4.05%	3.92%	5.10%
	单位面积环卫车辆（万台/亿平米）	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
镇	道路面积（亿平米）	23.15	25.29	26.55	27.88	29.27	30.44	31.66	32.61	33.59
	同比	-7.32%	9.23%	5.00%	5.00%	5.00%	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%
	市容环卫专用车辆设备（台）	114643	114018	119485	125460	131733	137002	142482	146757	151159
	同比	-4.76%	-0.55%	4.80%	5.00%	5.00%	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%
	单位道路面积环卫车辆（万台/亿平米）	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
乡	道路面积（亿平米）	3.75	4.49	5.16	5.94	6.53	7.18	7.76	8.30	8.72
	同比	-7.58%	19.59%	15%	15%	10%	10%	8%	7%	5%
	市容环卫专用车辆设备（台）	27589	27987	32007	36808	40489	44537	48100	51467	54041

	同比	10.27%	1.44%	14.36%	15.00%	10.00%	10.00%	8.00%	7.00%	5.00%
单位道路面积环卫车辆（万台/亿平米）		0.73	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62
市容环卫专用车辆设备保有量（台）		424826	455925	483718	515640	546312	571304	595816	619057	646901
合计	同比	10.17%	7.32%	6.10%	6.60%	5.95%	4.57%	4.29%	3.90%	4.50%
年度新增环卫专用设备需求（台）		39210	31099	27793	31922	30672	24993	24512	23241	27844

资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

2.2. 存量更新需求崛起，到 2025 年整体市场空间可达 1025 亿元

由于环卫设备折旧年限 5-10 年，我们按照折旧期限 8 年进行估算，考虑到设备技术更迭带来的效率提升，更新后的设备作业效率更高，设备替代存在一定比例折扣，我们假设 2019 年更新设备的替代比例为 60%（替代 2011 年环卫设备），2020 年更新设备的替代比例为 70%（替代 2012 年环卫设备），以此类推假设 2021-2025 年的替代比例分别为 75%、80%、85%、88%、90%。测算得到 2019-2025 年年度环卫设备存量替代需求逐年增长，到 2025 年，年度环卫设备存量替代需求将达到 38 万台。

图 17：2019-2025 年环卫设备存量替代需求估算（单位：台）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
替代年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
城市	83756	90414	100340	112157	126552	141431	165725	193942	228019
同比	9.63%	7.95%	10.98%	11.78%	12.83%	11.76%	17.18%	17.03%	17.57%
县城	22905	25249	28045	31164	35096	38913	42702	46278	54575
同比	9.35%	10.23%	11.07%	11.12%	12.62%	10.88%	9.74%	8.37%	17.93%
乡	65792	68771	76491	87266	97087	105982	115051	120376	114643
同比	36.05%	36.39%	38.51%	41.26%	43.38%	44.81%	47.00%	4.63%	-4.76%
镇	13373	14490	15293	18495	25561	23652	24149	25020	27589
同比	2.85%	8.35%	5.54%	20.94%	38.20%	-7.47%	2.10%	3.61%	10.27%
合计	185826	198924	220169	249082	284296	309978	347627	385616	424826
更新替代比例			60%	70%	75%	80%	85%	88%	90%
合计年度环卫设备需求量（台）	133473	106986	132101	174357	213222	247982	295483	339342	382343
同比		-19.84%	23.48%	31.99%	22.29%	16.30%	19.15%	14.84%	12.67%

资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

综上所述，道路清扫面积增加与机械化率提升带动环卫车辆保有量提升，存量环卫车辆更新替代带来更大需求量，新增+存量替代合计产生的年度环卫设备需求量将逐年递增，测算到 2025 年将达到 41 万台，按照 25 万元/台的单价估算，单年度释放市场空间 1000 亿元。2020-2025 年合计市场空间约 4540 亿元。

图 18：环卫设备总空间估算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
年度新增环卫专用设备需求（台）	39210	31099	27793	31922	30672	24993	24512	23241	27844
年度更新环卫设备需求（台）-8 年更新周期	94263	75887	132101	174357	213222	247982	295483	339342	382343
更新替代比例	50.7%	38.1%	60%	70%	75%	80%	85%	88%	90%
合计年度环卫设备需求量（台）	133473	106986	159894	206280	243894	272975	319995	362583	410187
yoy	53.9%	-19.8%	49.5%	29.0%	18.2%	11.9%	17.2%	13.3%	13.1%
单价（万元/台）			25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
市场空间（亿元）			400	516	610	682	800	906	1025

资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

2.3. 新能源、智能化产品需求提升，公司有望继续领跑行业

新能源、智能化产品需求提升，公司新能源车市占率达 3 成。国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，加快推进城市建成区新增和更新的环卫等六类车辆使用新能源或清洁能源汽车，重点区域使用比例达到 80%。目前各地方政府已陆续发布相关政策，新能源环卫车辆采购量增长明显，2019 年新能源产品需求量同比增长 148.75%。2019 年新能源产品在环卫产品市场比重约 3.42%，同比上升约 2 个百分点，未来几年环卫装备新能源化进程将进一步加快。

公司已成功掌握了新能源环卫装备、智能环卫机器人、无人驾驶环卫车辆等多项代表行业发展方向的领先技术，2019 年公司的新能源汽车销量达 1100 台，市占率达到 29%，同比增长 5 倍。

此外，智能化产品逐步开始由概念到落地运营，2019 年盈峰环境组建的“5G+环卫机器人编队”正式投入深圳市福田区福田街道清扫保洁工作，成为国内首个落地运营的 5G 智能清扫环卫 PPP 项目，智能设备安装 5G 数据终端，基于物联网进行调动和管理，并通过人工智能技术进一步提升市政环卫作业的效率 and 效果。

图 19：盈峰环境 5G 智能清扫设备



资料来源：广州日报、天风证券研究所

竞争格局稳定，有望继续领跑行业。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、资质及资金壁垒，对客户需求、采购习惯具有较高的要求，行业领先者主要通过提高产品性能和技术水平、丰富产品种类、完善客户服务体系等手段进行竞争。

环卫装备行业的竞争格局相对稳定，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。根据行业强制险的统计数据，截止 2019 年底，年销量超过 7000 台/套只有三家，TOP3 市场份额从 2016 年的 37% 上升至 2019 年的 40%。

目前我国环卫装备市场的主要参与者包括中联环境、龙马环卫、以湖北程力为代表的湖北改装企业，以北汽福田为主的底盘厂家。另外，由于国外进口的环卫清洁及垃圾收转装备的价格偏高，因此进口产品数量很少，国外厂商与国内厂商的市场定位不同，难以形成直接竞争。

2019 年公司环卫装备销售收入达 70.34 亿元，实现环卫装备销量约 2 万台，连续 19 年处于国内行业销售额第一的位置，且总体市场占有率超过 20%，其中中高端产品的市场占有率约为 32.1%，高端产品市场占有率约为 38.1%，遥遥领先，稳居行业领导者地位。根据中国汽车研究中心的数据，2019 年公司环卫装备的销售规模约为行业第二名的近 3 倍。公司在环卫装备领域市场份额较高，在未来智能化和电动化的趋势下有望继续保持领先地位。

图 20：中联、龙马、徐工环卫装备业务收入与毛利率对比

	收入（亿元）	收入增速（%）	毛利率（%）
中联环境	70.34	-4.75%	32.18%
龙马环卫	24.02	1.61%	30%
徐工环境	15.31	36.33%	-

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：龙马环卫、中联环境为 2019 年数据，徐工机械为 2018 年数据

3. 环卫服务：从环卫走向城市综合管理，公司有望后来居上

传统环卫行业指道路清扫、垃圾清运、公厕管理等，而事实上，随着政府简政放权，对作业效率和作业效果的标准日益提高，单位作业单价有提升空间，新的公共服务领域开始市场化，环卫行业整体市场空间仍有很大扩容空间。垃圾分类、绿化养护、照明维护等更多内容被纳入环卫一体化招标订单中，环卫行业的内涵日益丰富，向城市综合管理服务迈进。

3.1. 2025 年传统环卫市场可达 2300 亿，垃圾分类可释放增量近 600 亿

按照最新统计数据进行的市場空间测算显示，城市与县城道路清扫、垃圾清运、公厕维护等市场空间分别为 1048 亿、211 亿、224 亿，传统意义上的环卫服务市场空间约 1483 亿元。考虑城镇化带来的道路面积增加、和物价上涨带来的单价提高，预计 2025 年传统环卫市场空间会提高至 2296 亿。

图 21：传统环卫服务行业市场空间测算

作业内容	测算指标	城市		县城		市场空间	
		2018	2025E	2018	2025E	2018	2025E
道路清扫	道路清扫面积（亿平方米）	86.93	106.92	25.56	35.96		
	清扫费用（元/平米）	10.00	12.30	7.00	8.61	1048	1625
	市场空间（亿元）	869	1315	179	310		
垃圾清运	垃圾清运量（万吨）	22802	28044	6660	9371		
	垃圾清运费用（元/吨）	75.00	92.24	60.00	73.79	211	328
	市场空间（亿元）	171	259	40	69		
公厕维护	公厕数量（万座）	15	18	5	7		
	厕所清洁管理费用（万元/座）	13.50	16.60	5.00	6.15	224	344
	市场空间（亿元）	199	301	25	42		
合计						1483	2296

资料来源：住建部统计年鉴、天风证券研究所

注：假设道路清扫面积、垃圾清运量、公厕数量城市年均符合增速 3%，县城年均复合增速 5%；单价与 CPI 同比例上涨，假设按年均复合增速 3%计算

垃圾分类是潜在市场空间接近千亿的新兴市场，涉及垃圾分类设施、垃圾分选设备、垃圾分类服务、推广宣传、软硬件 IT 服务、分类实施效果测评服务、咨询服务等。2017 年垃圾分类试点项目开始释放，但规模普遍偏小；2018 年以来，大体量垃圾分类项目开始出现。

按照城市居民每户 20 元/月，县城居民每户 10 元/月的标准进行测算，垃圾分类整体市场空间在 800 亿以上。

根据住建部的要求，全国 46 个城市在 2020 年前完成垃圾分类；到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。46 个城市对应居民户数约 1 亿户，按照 20 元/户/月测算，2020 年前将释放的市场空间约 242 亿；全国地级及以上城市约 2.43 亿户，到 2025 年垃圾分类的市场空间将达到 583 亿。

图 22：垃圾分类市场空间测算

作业内容	测算指标	城市	县城	市场空间
垃圾分类	户数（亿户）	2.43	2.12	
	每户收费（元/户/月）	20	10	838
	市场空间（亿元）	583	254	

资料来源：住建部、天风证券研究所

图 23：46 个重点城市垃圾分类市场空间测算

城市	户数（万户）	城市	户数（万户）	城市	户数（万户）	城市	户数（万户）
北京	537.28	郑州	219.62	南京	225.14	德阳	157.30
天津	379.17	泰安	194.85	杭州	229.57	贵阳	122.08
上海	541.20	青岛	255.12	江苏	222.44	昆明	203.60
重庆	1260.88	武汉	288.02	宁波	225.81	拉萨	19.30
石家庄	279.53	长沙	245.59	合肥	245.62	西安	256.65
太原	115.30	宜昌	144.11	铜陵	54.52	日喀则	23.90
呼和浩特	83.85	广州	287.10	福州	208.33	咸阳	157.47
邯郸	238.98	深圳	100.13	厦门	71.29	兰州	109.57
沈阳	266.33	南宁	224.96	南昌	156.27	西宁	61.94
大连	213.87	海口	53.48	宜春	154.97	银川	75.42
长春	273.81	成都	122.08	济南	203.59	乌鲁木齐	80.72
哈尔滨	385.50	广元	115.20				
合计（万户）		10091.47					
单价（元/月/户）		20					
市场空间（亿/年）		242					

资料来源：住建部、天风证券研究所

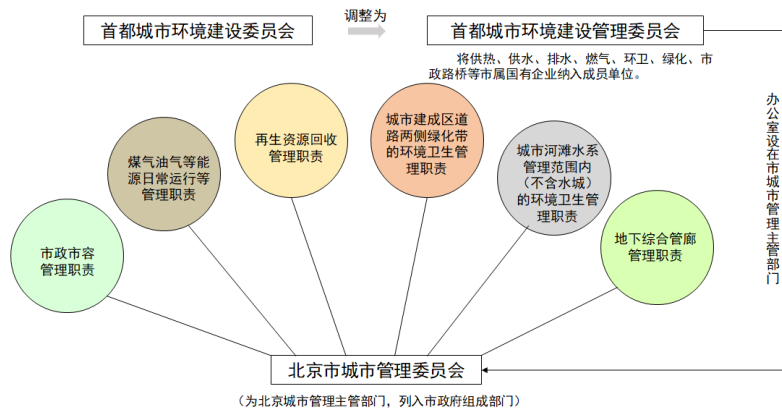
3.2. 城市综合管理服务是更大的市场

传统的部门分散管理模式容易产生职能交叉、管理空白，管理责任机制弱化等问题，未来城市管理从分散走向综合是发展大趋势，可增强城市管理工作的综合性、整体性和协调性。**各地已在陆续推动部门分散管理向综合管理转变：**

北京已成立城市管理委员会，整合市市容委全部职责的基础上，将多个市级部门与城市运行管理相关的职责一并划归，比如发改委的煤、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，市水务局的河湖周边环境卫生管理等。同时，财政预算维稳资金和市政设施建设的统筹管理职责，也将划归给城市管理委员会。

2020 年 4 月，深圳市坪山区召开区委全面深化改革委员会 2020 年第一次会议，“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管养资金使用效率，显著提升市政设施环境品质。

图 24：北京城市综合管理体制



资料来源：新京报、天风证券研究所

业务范围向城市物业管理方向发展。城市综合管理将有助于环卫项目向一体化方向发展，绿化养护、照明维护等更多内容被打包进来，环卫企业面临的市场空间逐步扩容。2020 年一季度疫情期间，各地环卫企业承担了临时的消毒消杀工作，工作量提升至平时两倍，环卫一线工人作为城市综合管理的预备军，将在未来承担更多城市管理的职能。

城市综合管理服务案例——北京通州环卫一体化项目

2016 年，北京环卫中标北京市通州区一体化大环卫项目，项目合同金额共 78 亿元，首年服务金额 2.6 亿元，合同年限 30 年。该项目包括公共绿地清扫保洁（原园林部门负责）、主要道路雨水井口清掏（原水务部门负责）、路面清扫保洁、交通护栏清扫、垃圾收集运输、公厕保洁维护、冬季扫雪铲冰等内容，真正实现了“大环卫、全覆盖、一体化”。

城市综合管理服务案例——东莞松山湖项目

2017 年，东莞市松山湖管委会推行城市综合管理模式，将园区区划成 14 个网格管理单元（松山湖区域 9 个片区，生态园区域 5 个片区），将每个网格单元的各项城市管理服务整合成一个综合标，向社会购买服务，服务外包的内容主要包括：绿化养护、环卫保洁（涵盖整个片区的牛皮癣清理、违规偷盗垃圾清理等内容）、水面保洁、保安服务、市政设施维修管理及协助监督路灯管养工作。

以松山湖中心片区 1 标为例，该片区约 6 平方公里，绿化面积约 128 万 m²，环卫面积约 50 万 m²。项目包括绿化养护、环卫保洁、保安服务等内容，其中绿化养护费最高限价为 3177 万元；环卫保洁费用最高限价为 1313 万元；保安服务费的最高限价为 630 万元。

城市综合管理服务案例——昆明市官渡区环卫一体管理服务项目

昆明市官渡区环卫一体管理服务项目估算投资为 3.98 亿元/年，服务期限 20 年，服务内容包官渡区范围内的道路清扫保洁、生活垃圾收运及垃圾中转站运营管理、免费公厕的运营维护、河道及湿地的运营维护、绿化管养维护、景观亮化管护、车辆、船只设备更新运营维护等。该项目于 2017 年 6 月由侨银环保中标。

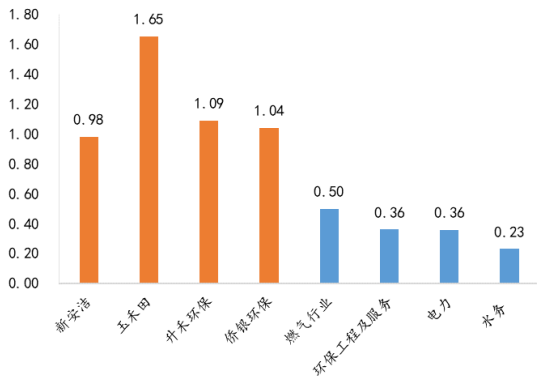
3.3. 跑马圈地进行时，公司有望后来居上

商业模式：轻资产、周转快、现金稳。相对其他环保子行业，环卫服务业具有以下特点：

- **建设周期短：**从项目取得到实施运营，一般不超过 3 个月，建设期的准备工作主要是环卫设备采购和人员培训；
- **资产周转快：**轻资产模式，资产周转率较高；
- **现金流稳定：**由地方财政预算出资，根据每月作业效果打分，按月或季度支付，支付周期在 1-3 个月；

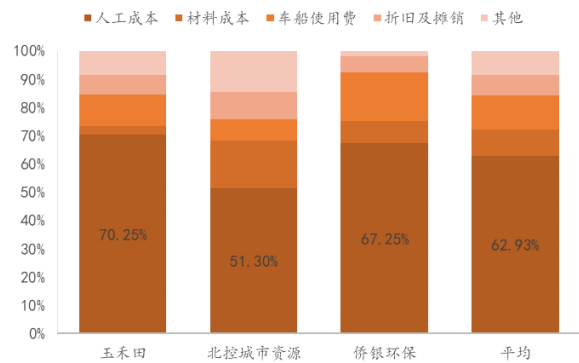
- **劳动力密集**：人员工资在总运营成本中占比 60%左右，也因此造成地方政府大概率会保证按期支付，以免拖欠弱势群体工资。

图 25：环卫行业总资产周转率明显高于其他行业（单位：次）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 26：人员工资占总营业成本 60%左右



资料来源：公司公告、天风证券研究所

行业参与者增多，跑马圈地正当时。环卫行业较大的市场空间和良好的商业模式，吸引各方社会资本加入，2018 年行业参与者约 4000 余家，前五大企业市场份额约 11.4%。目前行业内参与者可大致分为以下几类：**环卫专业服务商**如玉禾田、侨银环保、新安洁、升禾环保等；**国企改制单位**，如北京环卫集团、名城科技等；**固废终端处置商**，如启迪桑德、中国天楹、锦江环境等；**环卫设备制造商**，如龙马环卫、中联环境；**环卫信息化解决商**，如伏泰科技；以及**其他新进入者**，如北控城市资源、联运环境等。

图 27：环卫服务行业主要参与者

公司类型	公司名称	业务分布	环卫业务收入 (亿元)	收入增速	环卫业务毛利率
环卫专业服务商	玉禾田	全国	27.27	38.36%	24.58%
	侨银环保	广东、昆明等地	21.34	43.05%	18.09%
	新安洁	重庆、江苏等地	5.46	29.96%	20.53%
	升禾环保	广西	1.96	16.52%	28.28%
国企改制单位	北京环卫集团	全国	超过 70 亿		
	名城科技	中山	1.96	-0.97%	12.38%
固废终端处置商	启迪桑德	全国	40.02	19.02%	21.92%
	中国天楹	江苏、浙江、宁夏、河南等地	6.2	70.8%	-
	锦江环境	浙江	-	-	-
	伟明环保	浙江	-	-	-
	国源环境(瀚蓝环境)	广东、山东、贵州等地	-	-	-
	美欣达	浙江、河南等地	-	-	-
环卫设备制造商	龙马环卫	全国	17.89	71.46%	20.10%
	中联环境	全国	10.01	61.72%	25.88%
	徐工环境	安徽	-	-	-
环卫信息化解决商	伏泰科技*	全国	6.14	445%	-
其他	北控城市资源	全国	19.68 亿港元	55.70%	24.50%
	联运环境	浙江、四川、河南等地	2.13	135.97%	27.01%

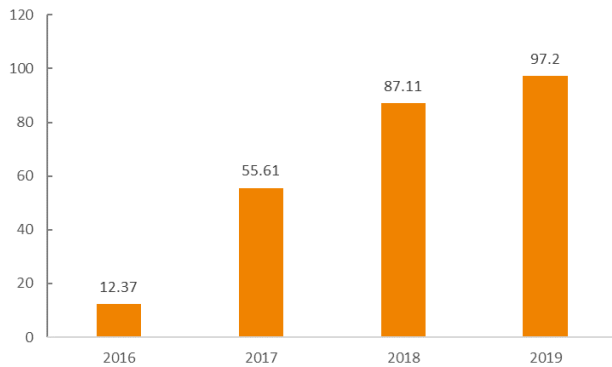
资料来源：公司财报、天风证券研究所

注：表内均为 2019 年年报数据，仅联运环境为 2018 年数据

公司环卫服务快速发展，新签订单位列全国第四。2016 年公司开始推进环卫服务的战略，完善“从前端投放到后端处理”全产业链。公司的环卫服务行业历经四年的努力，竞争能力快速跃升，现已发展成为具有自身特色的智慧型智慧环卫体系。2016-2019 年，公司新增的环卫服务合同总金额分别为 12.37 亿元、55.61 亿元、87.11 亿元、97.20 亿元，年化

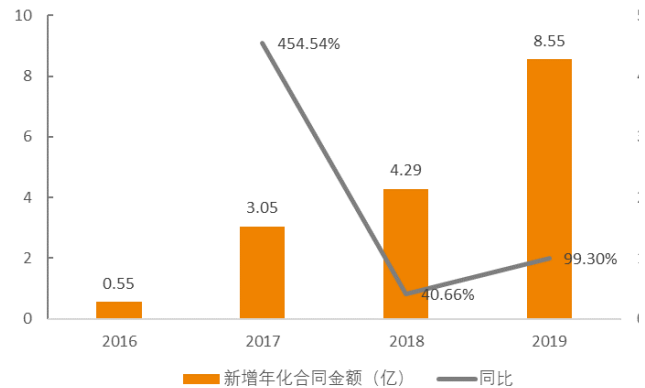
服务金额分别为 0.55 亿元、3.05 亿元、4.29 亿元、8.55 亿元，2017-2019 年环卫服务年化增长率分别 454.54%、40.66%、99.30%。

图 28：公司新增环卫服务合同总金额（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：公司新增环卫服务合同年化金额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

根据“环境司南”环卫数据监测显示，2019 年度，公司共计中标 30 个环卫服务项目，当年新签约项目的年化合同额为 8.55 亿元，居行业第 4 位，较 2018 年同期显著提升 6 个名次，合同总额为 97.20 亿元，列全国第 4 位。

公司计划未来五年环卫服务收入达 100 亿。公司 2020 年计划智慧环卫服务累计合同额达到 350 亿元，实现年营收 15 亿元；未来五年，计划合同额累计合同额达到 1000 亿元，实现年营收 100 亿元，实现跨越式发展。

综上所述，我们认为环卫服务行业仍是蓝海市场，未来发展空间广阔，行业集中度低，公司作为环卫装备行业龙头有望利用其自身竞争优势，在环卫服务领域实现后来居上。

4. 第一期员工持股计划正式完成，成交均价 6.31 元/股

2019 年 10 月公司发布了第一期员工持股计划，计划筹集资金总额不超过 5.35 亿元，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）等方式取得并持有公司股票。计划的参与对象为公司员工，公司董事（不含独立董事）、监事、中高层管理人员、核心骨干（技术、营销、生产等），总人数预计不超过 150 人，股票的锁定期为 12 个月。

2020 年 5 月 13 日，公司发布《关于一期员工持股计划完成股票购买的公告》，持股计划募集规模为 2.28 亿元，占公司现有总股本的 1.14%，成交均价为人民币 6.31 元/股，参与人数由原计划的 150 人缩减至 136 人。

公司第一期员工持股计划的正式落地，打造企业与员工利益共同体的结构布局，有望明显调动高管和核心骨干人员的工作积极性。

表 1：第一期员工持股计划名单

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	500.00	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	258.00	1.13%
	焦万江	监事会主席	800.00	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、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

看好公司在环卫领域的拓展，中联环境占据环卫装备的龙头地位，在环卫行业高速增长的风口期，有望获得高速增长。长期来看，公司在环卫运营领域的发展战略符合行业趋势，有望成长为中国固废运营行业的龙头之一。

我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 147.98、167.06 和 186.90 亿元，同比增长 16.6%、12.90%、11.88%；实现归母净利润 15.97、19.01 和 21.38 亿元，同比增长 17.3%、19.1%和 12.5%，对应 EPS 为 0.50、0.60 和 0.68 元，对应 PE 为 13.8、11.6 和 10.3 倍。

目前可比公司 2021 年平均 PE 为 28.4 倍，龙马环卫业务和公司相似，龙马环卫 2020 年 PE 为 24 倍，公司环卫服务业务结构占比要低于龙马环卫，2020 年目标 PE20 倍，目标价格 10 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 30：业绩分拆预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	收入（亿元）	130.45	126.96	147.98	167.06	186.91
	yoy		-2.67%	16.56%	12.90%	11.88%
	毛利率	25.08%	26.04%	26.62%	27.03%	27.42%
环卫装备	收入（亿元）	73.85	70.34	80.89	88.98	93.43
	yoy		-4.75%	15%	10%	5%
	毛利率	27.25%	32.18%	32.50%	33.00%	33.50%
环卫服务	收入（亿元）	6.19	10.01	20.84	31.83	47.23
	yoy		61.72%	108.17%	52.77%	48.36%
	毛利率	31.02%	25.88%	26.00%	25.50%	26.00%
环境监测及固废处理	收入（亿元）	16.55	11.91	11.91	11.91	11.91
	yoy		-28.03%	0%	0%	0%
	毛利率	29.36%	28.22%	28.22%	28.22%	28.22%
电工材料制造及其他	收入（亿元）	33.86	34.34	34.34	34.34	34.34
	yoy		1.42%	0%	0%	0%
	毛利率	29.30%	12.58%	12.58%	12.58%	12.58%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 2：可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS（元/股）			PE（倍）			
		2020/5/13	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603686.SH	龙马环卫	19.87	0.65	0.82	1.00	1.17	30.57	24.23	19.87	16.98
300815.SZ	玉禾田	138.66	3.01	3.62	4.76	6.23	46.07	38.30	29.13	22.26
002973.SZ	侨银环保	28.02	0.32	0.49	0.72	1.03	87.56	57.18	38.92	27.20
行业平均							54.73	39.91	29.31	22.15
000967.SZ	盈峰环境	6.99	0.43	0.50	0.60	0.68	16.24	13.84	11.63	10.34

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、行业竞争加剧的风险：若环卫装备出现竞争加剧的情况，公司市场份额则可能下降，导致业务规模扩展低于预期；
- 2、环卫市场化推进慢于预期的风险：若环卫市场化慢于预期，则环卫服务整体市场空间

的增长或将低于预期；

- 3、存量装备更新替代慢于预期的风险：若存量装备更新慢于预期，则可能导致环卫装备整体市场空间缩小。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,389.36	3,160.77	3,699.44	5,011.85	7,476.16
应收票据及应收账款	6,307.23	5,203.54	7,950.01	6,435.86	9,139.48
预付账款	142.40	71.05	170.26	87.09	191.74
存货	1,306.44	1,145.00	1,871.37	1,853.36	2,291.38
其他	566.28	1,457.67	1,590.60	1,559.08	1,707.77
流动资产合计	10,711.71	11,038.03	15,281.68	14,947.24	20,806.52
长期股权投资	214.24	303.29	303.29	303.29	303.29
固定资产	869.81	994.68	2,067.23	2,126.52	1,978.36
在建工程	1,446.37	1,550.46	322.09	76.42	27.28
无形资产	2,340.27	2,694.07	2,761.30	2,803.05	2,836.46
其他	7,992.52	7,513.28	7,376.92	7,300.98	7,196.78
非流动资产合计	12,863.21	13,055.79	12,830.84	12,610.26	12,342.18
资产总计	24,461.29	24,854.67	28,772.52	28,117.50	33,608.70
短期借款	1,199.11	1,606.67	747.92	860.47	1,298.00
应付票据及应付账款	6,337.01	5,427.87	8,447.45	6,451.48	9,373.88
其他	1,440.97	1,050.14	1,536.99	1,372.38	1,836.61
流动负债合计	8,977.09	8,084.68	10,732.36	8,684.33	12,508.49
长期借款	612.16	643.84	650.00	650.00	743.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	239.92	358.84	370.00	390.00	420.00
非流动负债合计	852.08	1,002.69	1,020.00	1,040.00	1,163.00
负债合计	9,829.17	9,087.37	11,752.36	9,724.33	13,671.49
少数股东权益	160.31	252.60	287.93	329.98	377.27
股本	3,163.06	3,163.06	3,163.06	3,163.06	3,163.06
资本公积	9,601.76	9,698.12	9,698.12	9,698.12	9,698.12
留存收益	11,168.76	12,451.15	13,569.17	14,900.12	16,396.88
其他	(9,461.77)	(9,797.63)	(9,698.12)	(9,698.12)	(9,698.12)
股东权益合计	14,632.12	15,767.30	17,020.16	18,393.17	19,937.21
负债和股东权益总	24,461.29	24,854.67	28,772.52	28,117.50	33,608.70

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,358.18	1,391.57	1,597.18	1,901.36	2,138.22
折旧摊销	287.26	349.81	508.59	574.63	623.89
财务费用	108.90	81.99	56.32	28.02	24.03
投资损失	(248.76)	(167.13)	(167.54)	(191.61)	(172.56)
营运资金变动	(3,456.57)	(1,026.62)	(42.24)	(402.77)	140.70
其它	800.24	855.13	37.71	52.05	57.44
经营活动现金流	(1,150.74)	1,484.75	1,990.02	1,961.68	2,811.72
资本支出	9,006.89	847.95	408.84	410.00	430.00
长期投资	181.09	89.05	0.00	0.00	0.00
其他	(8,034.43)	(1,900.36)	(566.08)	(568.39)	(637.44)
投资活动现金流	1,153.54	(963.36)	(157.24)	(158.39)	(207.44)
债权融资	1,901.92	2,337.07	1,478.92	1,586.47	2,112.00
股权融资	9,381.88	(197.11)	43.19	(28.02)	(24.03)
其他	(11,745.77)	(1,765.63)	(2,816.22)	(2,049.33)	(2,227.94)
筹资活动现金流	(461.97)	374.33	(1,294.11)	(490.88)	(139.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(459.17)	895.72	538.67	1,312.42	2,464.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,044.76	12,695.86	14,797.75	16,706.18	18,690.41
营业成本	9,773.50	9,389.46	10,858.95	12,190.03	13,564.59
营业税金及附加	76.94	71.20	82.87	93.55	104.72
营业费用	930.17	917.26	1,080.24	1,227.90	1,383.09
管理费用	446.52	391.83	456.71	515.61	576.85
研发费用	255.95	245.64	286.30	323.23	361.62
财务费用	43.25	53.96	56.32	28.02	24.03
资产减值损失	203.08	(40.64)	180.00	180.00	200.00
公允价值变动收益	4.24	22.41	2.38	10.00	10.14
投资净收益	248.76	158.54	167.54	191.61	172.56
其他	(554.73)	(302.51)	(339.84)	(403.21)	(365.41)
营业利润	1,617.09	1,788.72	1,966.29	2,349.44	2,658.22
营业外收入	27.98	12.34	17.12	19.14	16.20
营业外支出	18.55	163.25	62.03	81.28	102.18
利润总额	1,626.52	1,637.81	1,921.38	2,287.30	2,572.24
所得税	268.34	246.24	288.87	343.89	386.73
净利润	1,358.18	1,391.57	1,632.50	1,943.41	2,185.51
少数股东损益	429.60	30.11	35.33	42.05	47.29
归属于母公司净利润	928.58	1,361.45	1,597.18	1,901.36	2,138.22
每股收益（元）	0.29	0.43	0.50	0.60	0.68

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	166.31%	-2.67%	16.56%	12.90%	11.88%
营业利润	300.60%	10.61%	9.93%	19.49%	13.14%
归属于母公司净利润	163.31%	46.62%	17.31%	19.05%	12.46%
获利能力					
毛利率	25.08%	26.04%	26.62%	27.03%	27.42%
净利率	7.12%	10.72%	10.79%	11.38%	11.44%
ROE	6.42%	8.78%	9.55%	10.53%	10.93%
ROIC	37.22%	13.65%	13.59%	15.86%	17.43%
偿债能力					
资产负债率	40.18%	36.56%	40.85%	34.58%	40.68%
净负债率	-3.33%	-5.22%	-13.05%	-18.62%	-26.91%
流动比率	1.29	1.46	1.49	1.79	1.70
速动比率	1.15	1.32	1.31	1.57	1.52
营运能力					
应收账款周转率	3.22	2.21	2.25	2.32	2.40
存货周转率	15.22	10.36	9.81	8.97	9.02
总资产周转率	0.80	0.51	0.55	0.59	0.61
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.43	0.50	0.60	0.68
每股经营现金流	-0.36	0.47	0.63	0.62	0.89
每股净资产	4.58	4.90	5.29	5.71	6.18
估值比率					
市盈率	23.81	16.24	13.84	11.63	10.34
市净率	1.53	1.43	1.32	1.22	1.13
EV/EBITDA	6.91	6.68	7.16	5.80	4.66
EV/EBIT	7.96	7.75	8.96	7.20	5.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com