

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020 年 05 月 31 日

市场数据

目前股价	8.17
总市值（亿元）	258.42
流通市值（亿元）	131.12
总股本（万股）	316,306
流通股本（万股）	160,485
12 个月最高/最低	8.45/5.43

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

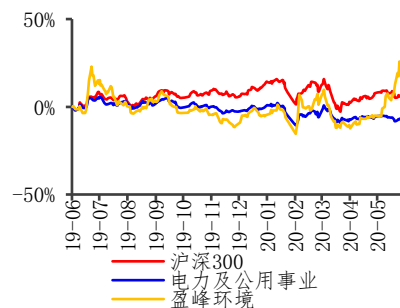
联系人（研究助理）：金欣欣

S1070120040017

☎ 010-88366060-8013

✉ jinxinxin@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

“三位一体” 打造环卫行业全产业链，未来发展可期

——盈峰环境（000967）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13045	12696	14194	15833	17588
(+/-%)	166.3%	-2.7%	11.8%	11.5%	11.1%
净利润	929	1361	1628	1918	2128
(+/-%)	163.3%	46.6%	19.6%	17.8%	10.9%
摊薄 EPS	0.29	0.43	0.51	0.61	0.67
PE	27	19	16	13	12

资料来源：长城证券研究所

核心观点

以环卫业务为核心，逐步剥离非核心业务

- 公司以风机制造起家，15 年开始转型环保企业，18 年收购中联环境后业务核心转变为智慧环卫业务。公司实际控制人何剑锋先生是美的集团创始人何享健先生独子，实际持股比例达 45.6%，股权结构稳定。公司业务分为三大块：环卫装备及环卫服务、环境监测及固废处理以及器械制造，19 年三项业务毛利占比分别为 77%、10%、13%。公司近年来明确发展战略，决定以环卫业务为核心打造大型环保企业。19 年起公司开始出置非核心资产，未来将通过业务结构调整、资产剥离或分拆上市等方式逐步调整风机、电磁线、环境治理工程等业务。我们预计大部分剥离工作可以在明年内完成，届时公司业务结构更清晰，利润率也将显著提高。

环卫行业发展正处于快车道，未来市场空间巨大

- 环卫需求会伴随着国家经济的发展和现代化建设而逐渐扩大。18 年我国城市化率达 59%，较发达国家 80% 的水平还有较大提升空间。同时随着经济和社会发展，人们对生活和工作环境的质量要求也有所提高，这将带动环卫质量的提高，从而带动市场规模不断扩大。
- 我国清扫保洁机械化率快速提升，但仍有一定的提升空间。新能源、智能、联网、无人化是环卫装备未来发展趋势。18 年我国城市+县城机械化率达 67.7%，较发达国家 80% 以上还有一定提升空间。如果按全口径机械化清扫保洁面积占市区、县城各级建成区道路面积比测算，我国建成区道路机械化清扫保洁占比仅有 45.4%，提升空间巨大。垃圾分类政策的推进同样会释放大量环卫装备市场。环卫装备的新能源、智能、无人、联网化是未来发展趋势。更高的科技含量带来更高的附加值，将提升行业毛利率，同时也会逐渐固化行业格局，拥有更强研发能力的企业将会占据更大的市场。
- 环卫服务行业发展迅速，一体化项目增加加剧行业优胜劣汰。13 年以来

环卫服务行业的市场化改革不断推进，市场化占比持续提升并释放大量市场。据我们测算 19 年环卫服务市场化比例在 50%至 55%之间，较成熟市场 80%左右的市场化比例还有很大空间，我们预计 25 年底前环卫市场化比例将达到 70%以上。大体量的环卫一体化项目正成为环卫服务行业发展趋势，大项目对公司资金和管理能力都提出了更高要求，环卫行业竞争加剧，促使行业“马太效应”加速到来，头部环卫企业将因此受益。与传统环保行业比较，环卫服务行业的商业模式有轻资产、周转快、政府支付保障程度高、现金流稳定的特点。

打造“三位一体”的智慧环卫产业链，有望形成强劲协同效应

- **公司是环卫装备领域龙头，高端产品市占率近 4 成。**19 年中高端产品的市场占有率约为 32%，高端产品市场占有率约为 38%，新能源产品市占率 29%。公司拥有完善的产品类型和契合行业需求的产品，可满足各种主要的环卫需求。公司在产品研发中投入大量资金并拥有最前沿的技术，今年 3 月底中联环境入选国家工信部发布中国新一代人工智能产业创新重点任务企业榜单，公司在装备研发方面的实力受到国家肯定。
- **公司资源丰厚，资金雄厚，营销能力上佳，有望在环卫服务领域后来居上。**16 年，公司依托装备和资源优势进入环卫服务市场，业务发展迅速，在手订单规模急速扩大。19 年公司环卫服务业务实现营收 10 亿元，过去三年复合增速达 69%。19 年新增订单年化服务金额达到 8.55 亿元，为行业第四，过去三年复合增速达 150%。公司 5 月拿下史上规模最大的环卫订单，目前在手订单总规模超 340 亿元，年化服务金额超 20 亿元。
- **公司自主研发国内领先环卫全产业链大数据云智慧环卫平台，提高环卫服务质量，衔接公司上下游业务，有望形成强劲的协同效应。**公司推进全面数字化转型，提升公司综合实力。

公司资产结构良好，19 年经营性现金流净值大幅改良

- **公司 19 年 ROE（摊薄）、销售毛利率、净利率同比都有上升。**公司目前资产结构良好，19 年资产负债率仅为 37%，财务费率 0.4%。19 年公司提升了订单质量要求，加强了风险管制，19 年经营性现金流净额同比增长 227%，达 14.9 亿元。同时环卫服务业务资产周转期率快，现金流稳定的特点将助力公司现金流持续改善。
- **投资建议：**环卫装备领域龙头，环卫服务业务快速增长，目前相对估值较低，首次覆盖，给予“推荐”评级。在暂不考虑非核心业务剥离的情况下，公司 20 至 22 年预计实现归母润 16.3 亿元、19.2 亿元、21.3 亿元，对应 EPS 0.51 元/股、0.61 元/股、0.67 元/股，对应 PE 15.9x、13.4x、12.1x。
- **风险提示：**商誉风险；应收账款出现大量坏账风险；环卫项目新增订单数量不及预期；环卫装备销售量下滑。

目录

1. 环卫业务为核心，逐步剥离非核心业务	6
2. 环卫行业发展处于快车道，市场空间广阔	9
2.1 经济发展与现代化建设扩大环卫需求	9
2.2 环卫作业机械化率仍有提升空间，新能源、智能、网联、无人化是未来发展趋势	11
2.3 环卫服务行业发展迅速，一体化项目增加加剧行业优胜劣汰	15
3. 打造“三位一体”的智慧环卫产业链，有望形成强劲协同效应	18
3.1 环卫装备龙头，高端产品市占率近 4 成，技术研发引领行业	18
3.2 依托装备、资金及营销优势快速发展环卫服务业务，在手订单年化金额超 20 亿	20
3.3 搭建智云平台，推进数字化转型，衔接公司上下游业务，提升公司服务质量，提升经营效率	22
4. 公司资产结构良好，19 年经营性现金流净值大幅改良	23
5. 盈利预测与估值水平	25
5.1 公司目前相对估值较行业平均水平偏低	25
5.2 主营业务盈利预测:	25
5.3 投资建议	26
6. 风险提示	27
附：盈利预测表	27

图表目录

图 1: 公司股权结构(截至 2020 年一季报)	6
图 2: 公司主营业务介绍	6
图 3: 公司 19 年主营业务营收占比	7
图 4: 公司 19 年主营业务毛利占比	7
图 5: 各业务历年毛利率	7
图 6: 公司历年营收及同比增速	8
图 7: 公司历年归母净利润及同比增速	8
图 8: 各国城市化率	9
图 9: 中国历年城市清扫面积	10
图 10: 中国历年县城清扫面积	10
图 11: 中国历年城市生活垃圾清运量	10
图 12: 中国历年县城清扫面积	10
图 13: 中国历年城市建成区绿化覆盖面积	10
图 14: 中国历年县城建成区绿化覆盖面积	10
图 15: 中国历年城市公厕数量	11
图 16: 中国历年县城公厕数量	11
图 17: 环卫装备发展阶段	11
图 18: 全国历年环卫清扫机械化率	12
图 19: 18 年全国各省份机械化率(城市+县城)	12
图 20: 全国各省份环卫装备替代人工潜力值	13
图 21: 中国历年城市环卫专用装备数量及同比	13
图 22: 中国历年县城环卫专用装备数量及同比	13
图 23: 中国历年建制镇环卫专用装备数量及同比	14
图 24: 中国历年村环卫专用装备数量及同比	14
图 25: 我国历年总环卫装备数量及同比增速(城市+县城+建制镇+乡)	14
图 26: 环卫服务行业发展历史	15
图 27: 历年新增环卫服务合同总金额及同比增速	16
图 28: 历年新增首年服务金额及同比增速	16
图 29: 2019 年环卫公司和公用环保行业总资产周转率	17
图 30: 2019 年主要环卫公司环卫业务成本结构	17
图 31: 公司主要装备系列	18
图 32: 公司历年环卫装备营收及同比增速	19
图 33: 公司历年环卫装备业务毛利及毛利率	19
图 34: 公司研发的全球首个 5G 环卫编队	20
图 35: 公司历年环卫新增订单及总订单金额	21
图 36: 公司历年环卫订单年化服务金额及同比增速	21
图 37: 公司历年环卫服务营收及同比增速	21
图 38: 公司历年环卫服务毛利率	21
图 39: 公司历年 ROE(摊薄)	23
图 40: 公司历年销售毛利率及净利率	23
图 41: 公司历年销售及管理费用率	23
图 42: 公司历年资产负债率及财务费用率	23

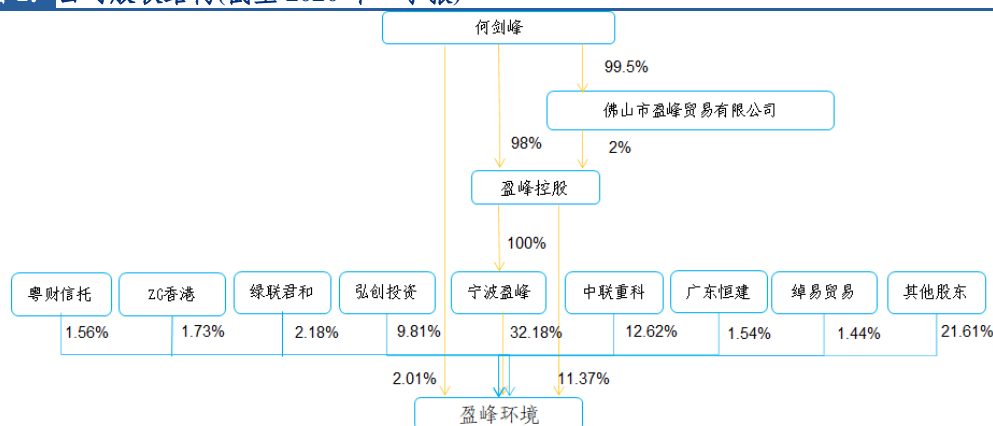
图 43:	公司历年经营性现金流净额（亿元）	24
图 44:	公司历年应收票据及账款余额（亿元）	24
表 1:	公司 2019 年出置的子公司股权	8
表 2:	预计公司将会出置的资产	8
表 3:	中国前十大环卫服务项目	17
表 4:	19 年公司与龙马环卫主要数据对比	20
表 5:	公司 20 年至今中标/预中标项目不完全统计	22
表 6:	公司第一期员工持股计划完成情况	24
表 7:	相关上市公司估值比较	25
表 8:	收入预测明细（单位：万元）	25

1. 环卫业务为核心，逐步剥离非核心业务

公司风机制造起家，2018 年收购中联环境后，核心业务转变为环卫装备及环卫服务。公司 2000 年上市，最初业务以风机设备的制造和研发为主。15 年公司开始战略转型到环保领域，业务除此前已有的风机制造及漆包线加工等，又新增了环境监测仪器的研发和运营、环境治理工程、水处理等环保业务。2018 年公司收购中联环境，业务核心转变为环卫装备研发制造及环卫服务。

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，其合计持股比例达 45.56%。何剑锋先生为美的集团创始人何享健独子，背靠美的集团，资源丰富。截至 2020 年一季度，公司实际控制人何剑锋先生直接持有公司 2.01% 股权，并通过盈峰控股 43.55% 股权，合计持股比例达 45.56%。

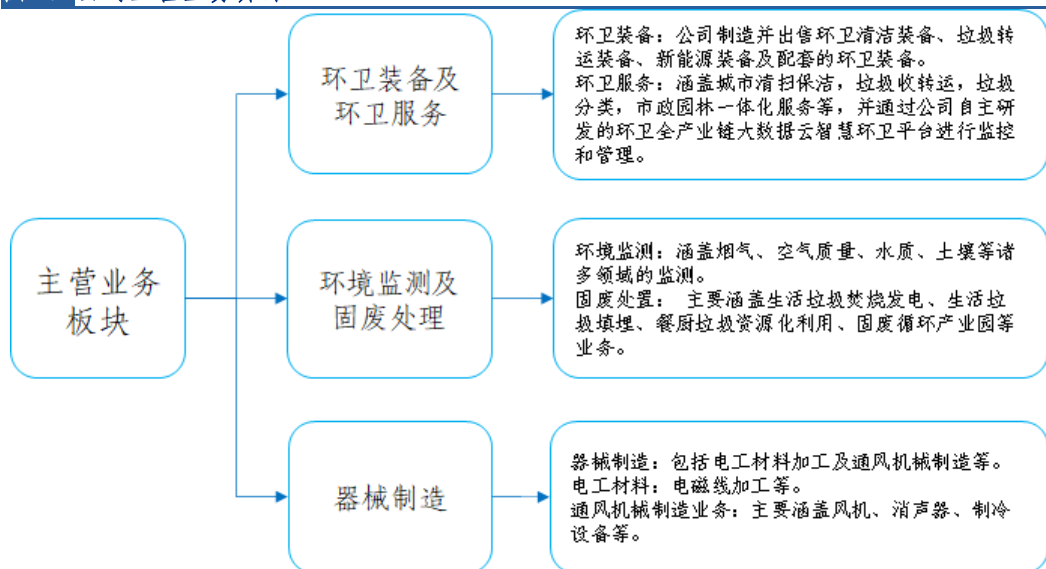
图 1：公司股权结构(截至 2020 年一季报)



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司主营业务由环卫装备及环卫服务、环境监测及固废处理、器械制造三部分构成。其中环卫装备业务主要为公司制造并出售环卫清洁装备、垃圾转运装备、新能源装备及配套的环卫装备。智慧环卫服务涵盖城市清扫保洁，垃圾收转运，垃圾分类，市政园林一体化服务等，并通过公司自主研发的环卫全产业链大数据云智慧环卫平台进行监控和管理。

图 2：公司主营业务介绍

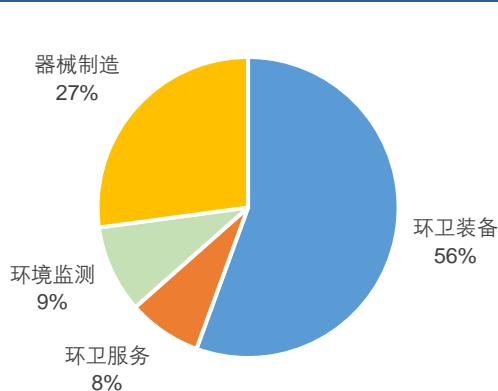


资料来源：公司公告，长城证券研究所

环卫业务为公司核心业务，19 年贡献 64% 的营收及 77% 的毛利润。公司业务主要由环卫装备、环卫服务、环境监测以及器械制造（风机制造和漆包线销售业务等）组成，19 年 4 项业务营收占比为 56%、8%、9% 和 27%，毛利占比分别为 69%、8%、10%、13%。智慧环卫业务主要成本为原材料，19 年占比达 96%，能源及折旧两项成本占比之合仅为 0.5%。

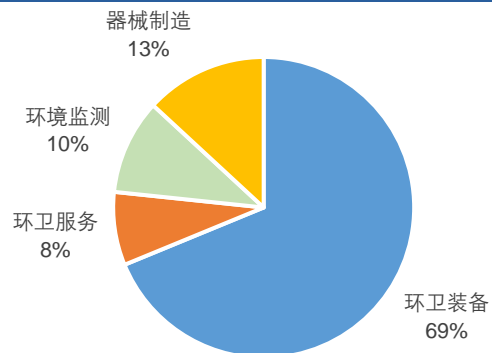
环卫业务毛利率稳步增长，19 年环卫装备业务毛利率率达 32.2%，环卫服务 25.9%。公司环卫装备业务毛利率过去 4 年（16、17 年为中联环境数据）稳步提升，较 16 年提升 2.8%，中高端及新能源装备占比提升是业务毛利率提升的主管。由于环境监测行业近两年的不景气，公司业务也受到影响，收益和毛利率持续下降。由于器械制造业务中大部分为漆包线加工业务，技术含量和附加值降低，致使业务盈利能力有限，因此毛利率一直处于低位，4 年平均毛利率为 11.7%，拉低了公司整体的盈利水平。

图 3：公司 19 年主营业务营收占比



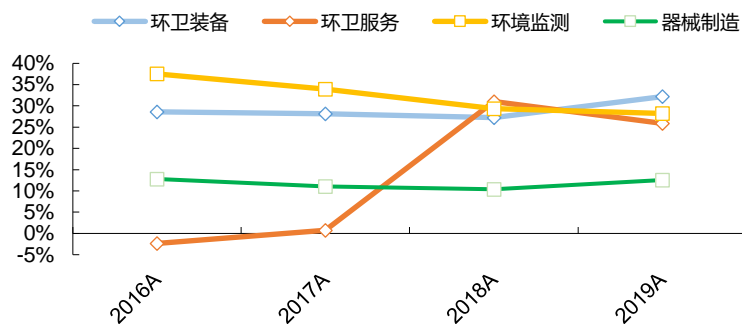
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 4：公司 19 年主营业务毛利占比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 5：各业务历年毛利率



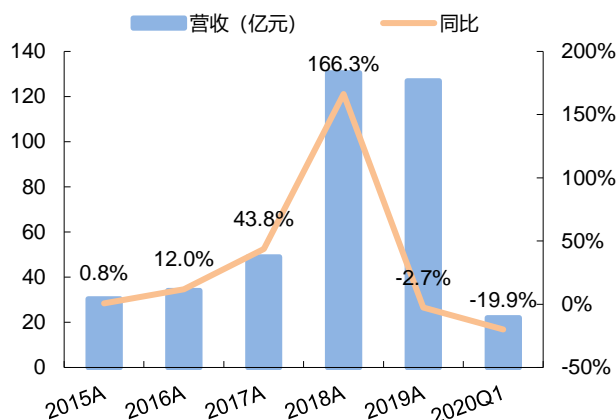
资料来源：公司公告，长城证券研究所 注：环卫业务 16、17 年数据取自并购交易文件

公司 18 年收购中联环境后，业绩实现快速增长。公司 19 年实现营收 127.0 亿元，同比下降 2.7%；实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 46.5%。公司过去 5 年业绩稳步增长，营收和归母净利润 5 年复合增速分别达到 33.3% 和 86.1%，收购中联环境后，增速进一步加快，过去两年营收和归母净利润复合增速分别为 61.0% 和 96.4%。

受疫情影响，公司一季度营收下降 19.9% 至 21.99 亿元，归母净利润同比下降 39.2% 至 14.4 亿元。公司一季度受疫情影响，环卫装备订单同比减少，影响营收情况。而归母净利润

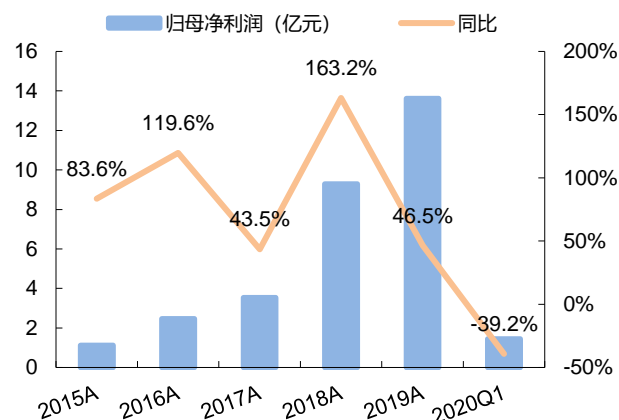
下降原因除业务收入下降外，投资的股票亏损导致的公允价值损失也是重要因素（两年的差额达 0.95 亿元），公司一季度扣非归母净利润同比下降只有 1.66%。

图 6：公司历年营收及同比增速



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 7：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司明确发展战略，19 年开始逐步剥离非核心业务，并有望在两年内完成大部分剥离工作。公司近年来明确发展战略，持续发力智慧环卫，逐步剥离其它非核心业务。2019 年公司出置了包括宇星科技在内的四家子公司股权，处置金额与净资产份额差额为 0.92 亿元。未来公司还将通过业务结构调整、资产剥离或分拆上市等方式逐步调整风机、电磁线加工制造、环境治理工程等非核心业务。由于这部分业务的利润率较低，我们认为公司剥离业务后，营收短期会有下降，但对营业利润的影响不大。当业务调整完成后，公司业务结构将更清晰，利润率也将显著提高。

表 1：公司 2019 年出置的子公司股权

子公司名称	股权处置价款 (亿元)	股权处置比例 (%)	丧失控制权的时点	处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额
宇星科技	15.80	100	2019.08	0.86
浙江上风风能	0.10	100	2019.08	0.41
广东亮科环保工程	0.06	8	2019.04	-0.36
绿色东方新能源	0.05	100	2019.05	0.02

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 2：预计公司将会出置的资产

子公司名称	持股比例 (%)	投资额 (万元)	营业收入 (万元)	营业利润 (万元)	营业利润率	主营业务
浙江上风高科	55.00	18,128	72,129	3,822	5.3%	电工材料制造及其他
广东威奇电工材料	75.00	12,235	125,064	2,784	2.2%	电工材料制造及其他
安徽威奇电工材料	100.00	10,047	44,711	767	1.7%	电工材料制造及其他
辽宁东港电磁线	100.00	18,190	106,858	1,136	1.1%	电工材料制造及其他
合计		58,600	348,762	8,509	2.4%	

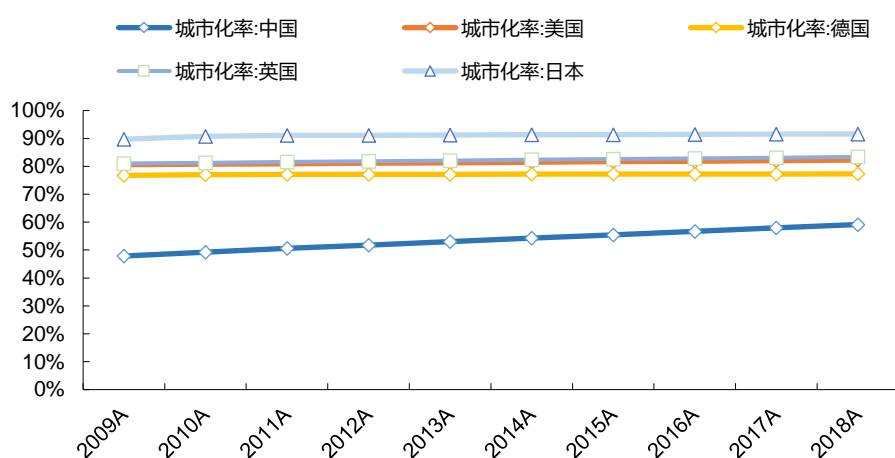
资料来源：公司公告，长城证券研究所

2. 环卫行业发展处于快车道，市场空间广阔

2.1 经济发展与现代化建设扩大环卫需求

随着国家经济发展，我国的城市化进程正在不断推进，但较发达国家还有明显差距。我国 2018 年城市化率达 59.2%，较 2009 年上升了 11.3%，城市化进程稳步推进，但较发达国家平均 80% 以上的城市化率还有较大差距。

图 8: 各国城市化率



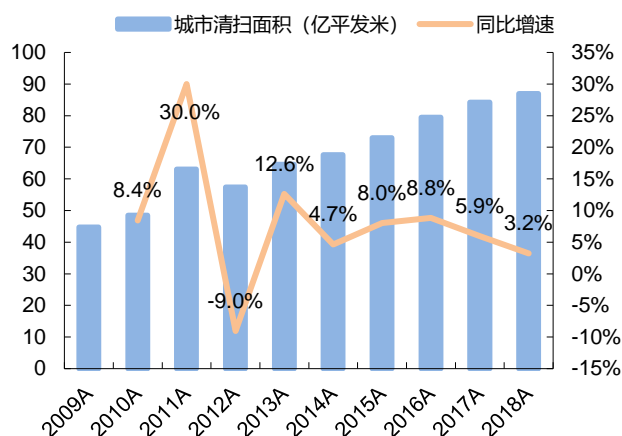
资料来源: wind, 长城证券研究所

城市化率提高，城市人口增加，我国城市和县城环卫需求也在逐步扩大。目前市场上主流的环卫一体化项目主要服务内容包括道路清扫和保洁、垃圾收运和转运、绿化管理、公厕管理等，而我国从 2009 年至 2018 年 10 年间，这四方面的需求一直在稳步提升。以城市数据为例，在这 10 年间我国城市清扫面积的复合增速达到 7.7%，2018 年的同比增速为 3.2%；垃圾清运量复合增速达 4.2%，2018 年同比增速为 6.0%；城市建成区绿化覆盖面积复合增速为 5.5%，2018 年同比增速 4.6%；公厕数量复合增速为 2.5%，2018 年同比增速 8.4%。

随着国家继续发展和建设，环卫需求也将继续扩大。随着经济发展和城市化率的提升，我国城市和县城环卫需求将继续增加，乡镇一级的环卫需求也将快速增长，为环卫市场带来增量。

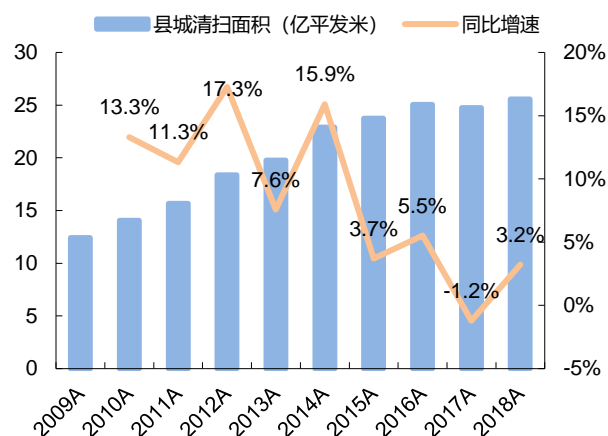
随着经济发展和社会发展，人们对生活和工作环境的质量要求也有所提高，也将带动环卫质量的提高，从而带动市场规模不断扩大。

图 9: 中国历年城市清扫面积



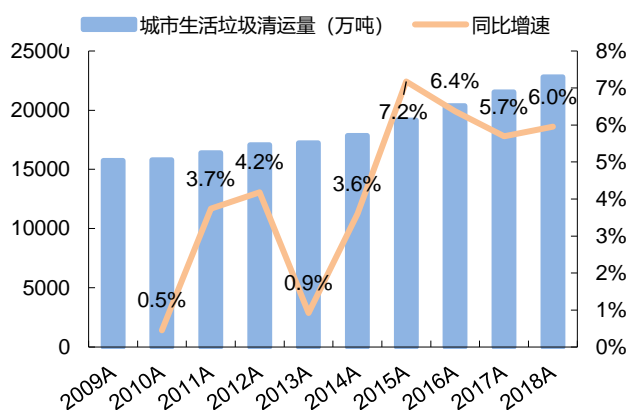
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 10: 中国历年县城清扫面积



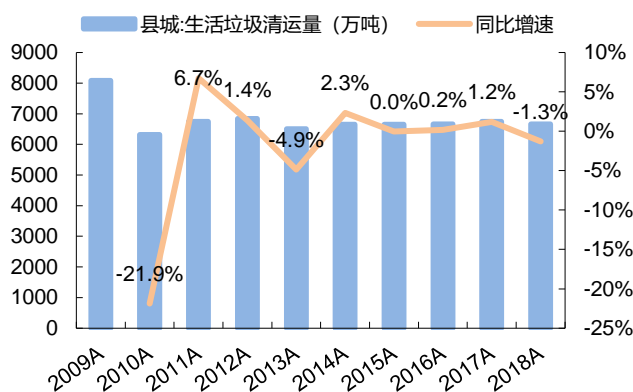
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 11: 中国历年城市生活垃圾清运量



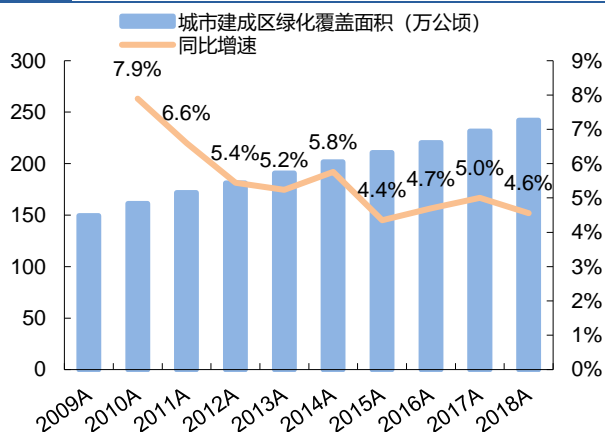
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 12: 中国历年县城生活垃圾清运量



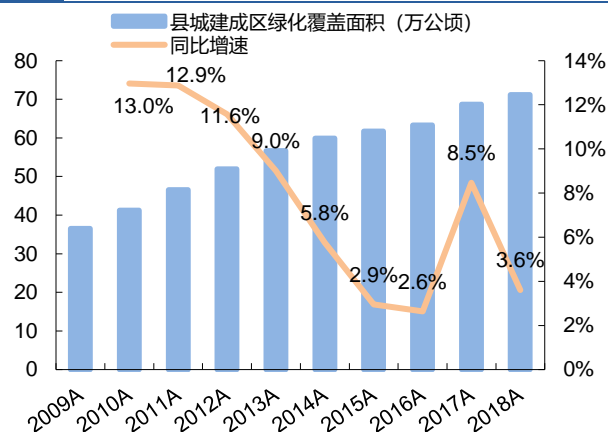
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 13: 中国历年城市建成区绿化覆盖面积



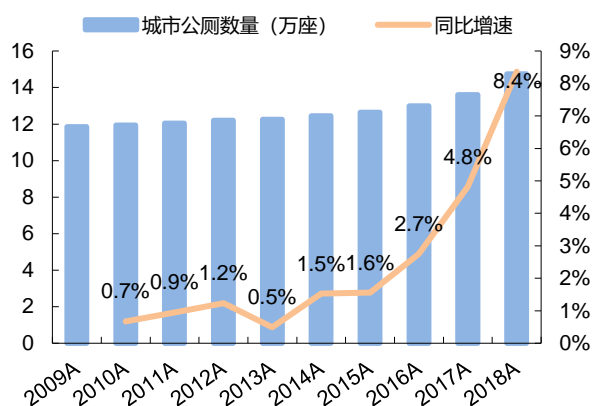
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 14: 中国历年县城建成区绿化覆盖面积



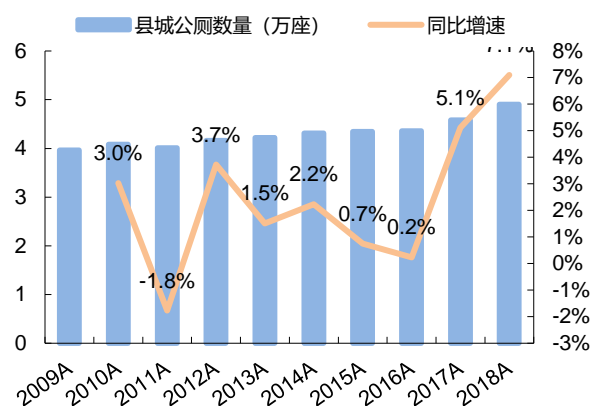
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 15: 中国历年城市公厕数量



资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 16: 中国历年县城公厕数量



资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

2.2 环卫作业机械化率仍有提升空间，新能源、智能、网联、无人化是未来发展趋势

清扫保洁机械化率快速提升，但仍有较大提升空间

环卫作业机械化是必然的发展趋势。主要原因有两点：1）环卫工人人均收入较低，从业人员人均年龄偏大，在不改变薪酬情况下，未来从业人数必然会下降，出现用工缺口。2）环卫机械化作业可以大幅提升作业效率和效果，降低成本。

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，行业发展阶段可分为三个阶段：初级环卫装备阶段、基本环卫装备阶段和全面环卫装备阶段。

图 17: 环卫装备发展阶段

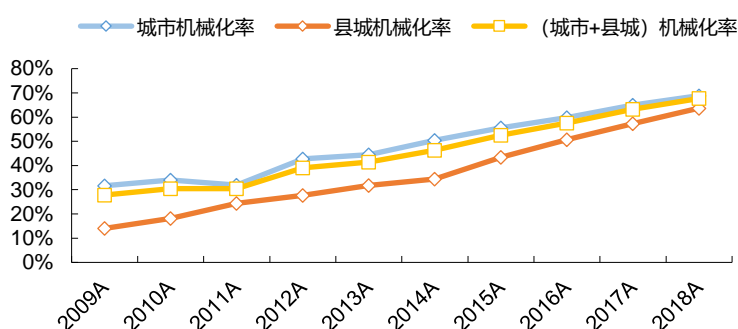


资料来源: 龙马环卫年报, 长城证券研究所

2018 年我国城市和县城的环卫清扫机械化率合计达到 67.7%，还有一定的提升空间。2009 至 2018 年期间，我国机械化环卫清扫率快速提升，城区机械化率在 10 年间提升近 40%，2018 年城市和县城机械化清扫率分别达到 68.9% 和 63.7%，提升明显，但较发达国家平均 80% 的机械化率还有一定的提升空间。而根据公司发布的《环卫工人现状及环卫装备替代人工发展潜力的白皮书》显示，如果按全口径机械化清扫保洁面积占市区、县城各级建成区道路面积比测算，我国建成区道路机械化清扫保洁占比仅有 45.36%，提升空间巨大。

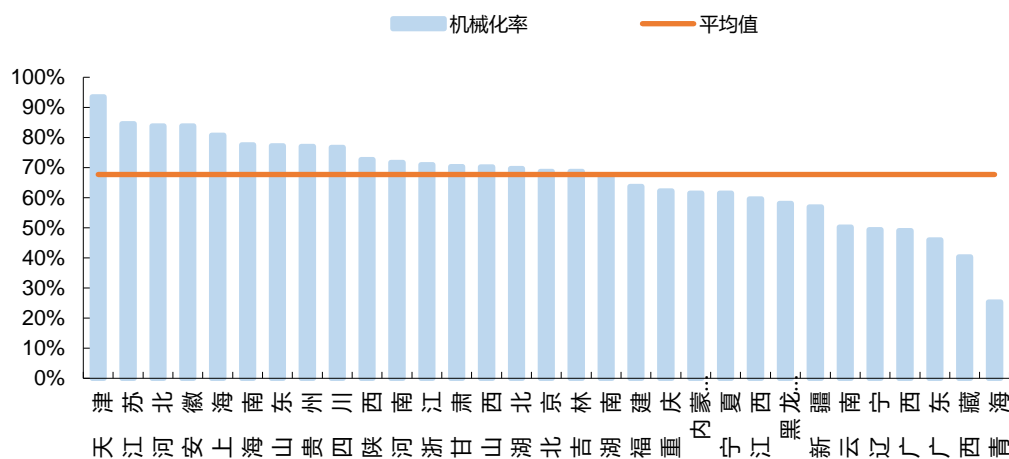
受经济发展水平和地域差异影响，我国不同地区省份间环卫清洁机械化水平存在较大差距。我国目前有 5 个省份机械化率超 80%，17 个省份机械化率在 60% 至 80%，剩余 9 个省份不到 60%。同时城市和县城的机械化率也有较明显的差距。

图 18: 全国历年环卫清扫机械化率



资料来源：住建部统计年鉴，长城证券研究所

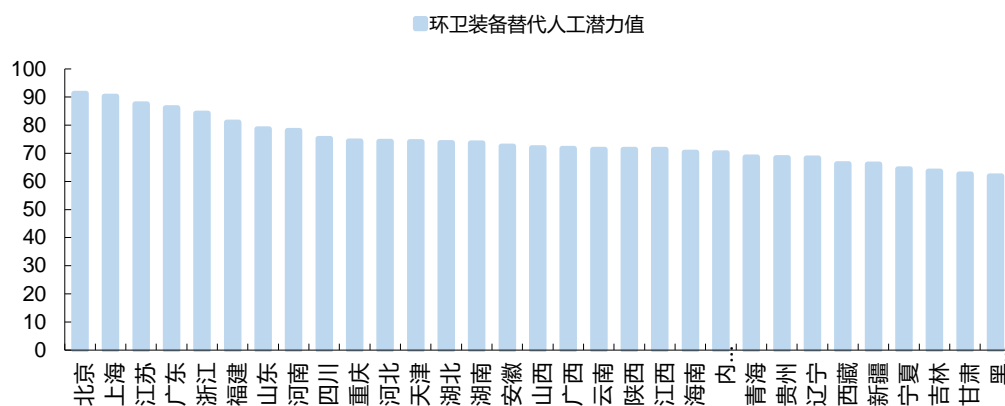
图 19: 18 年全国各省份机械化率 (城市+县城)



资料来源：住建部统计年鉴，长城证券研究所

经济发达区域环卫装备替代人工潜力更大，机械化率有望持续提升。根据公司发布的白皮书，公司通过 9 项数据指标，对不同区域环卫装备替代人工的潜力进行了分析，得出结论，潜力较高的区域包括：北京、上海、江苏、广东、浙江、福建等区域，该区域经济发展水平高、人工成本较高、对环卫服务的投入大，装备替代人工的发展潜力较大；潜力中等的区域包括：山东、河南、四川、重庆、河北、天津、湖北、湖南、安徽、山西、广西、云南、陕西、江西、海南、内蒙古等区域，该区域人工成本不高，可适当推进环卫装备替代人工。而随着未来经济欠发达区域的发展，环卫装备替代人工也可适当推进，届时整体机械化率将显著提升。

图 20: 全国各省份环卫装备替代人工潜力值



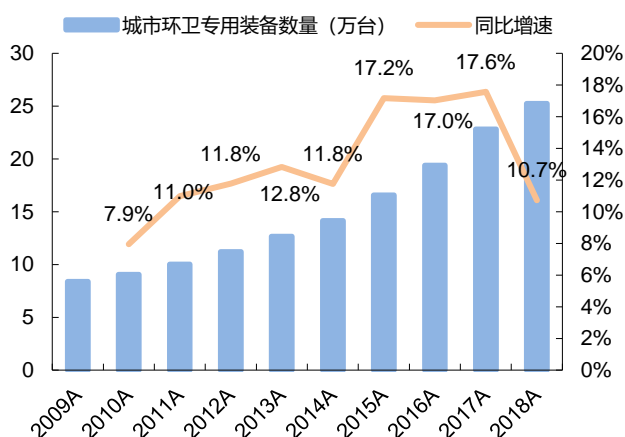
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

环卫需求和机械化率的提高增加环卫装备保有量, 垃圾分类政策推动市场进一步扩大

在 2009 年至 2018 年期间, 我国环卫专用装备保有量快速增长, 总环卫装备保有量在这期间的复合增速达 10%。18 年我国城市、县城、建制镇、乡环卫专用装备数量分别达到 25.2 万台、6.2 万台、11.4 万台和 2.8 万台, 合计数量达 45.6 万台, 总环卫装备数量的复合增速达 10%。分开看, 我国城市和县城环卫装备数量增速较快, 建制镇和乡的增速在 18 年相对达到瓶颈期。

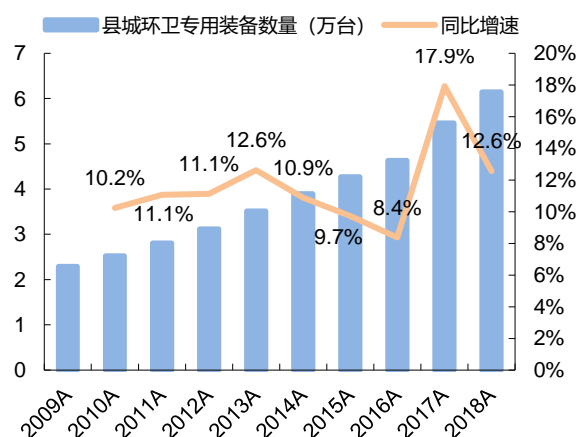
环卫需求的扩大和机械化率的提升以及垃圾分类政策的推进, 将共同推动环卫装备保有量继续上升。伴随国民经济发展, 我国环卫需求和环卫机械化率还有较大的提升空间, 这将带动我国环卫装备保有量继续增长。同时, 根据住建部印发的垃圾分类政策, 到 2020 年底, 46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统; 到 2022 年, 各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖; 到 2025 年, 全国 293 个地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统”。垃圾分类政策将给垃圾收转类环卫车市场带来新的增量, 预计将在未来几年内以先少后多的趋势逐年释放。

图 21: 中国历年城市环卫专用装备数量及同比



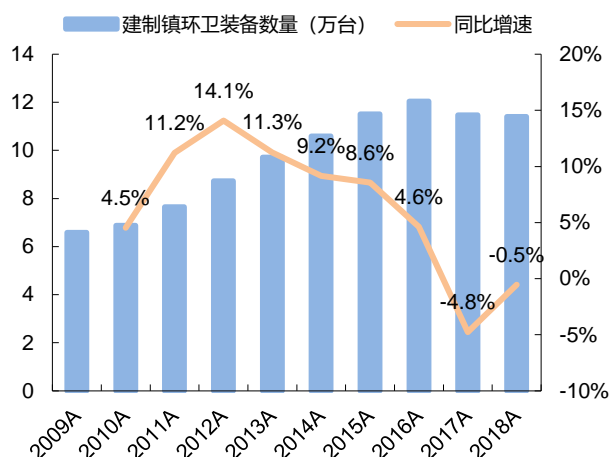
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 22: 中国历年县城环卫专用装备数量及同比



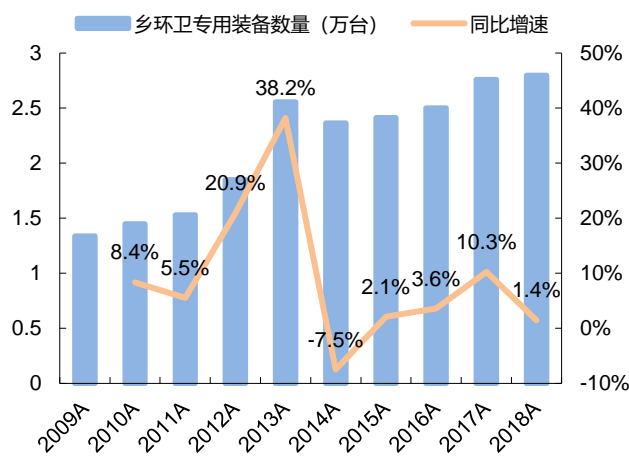
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 23: 中国历年建制镇环卫专用装备数量及同比



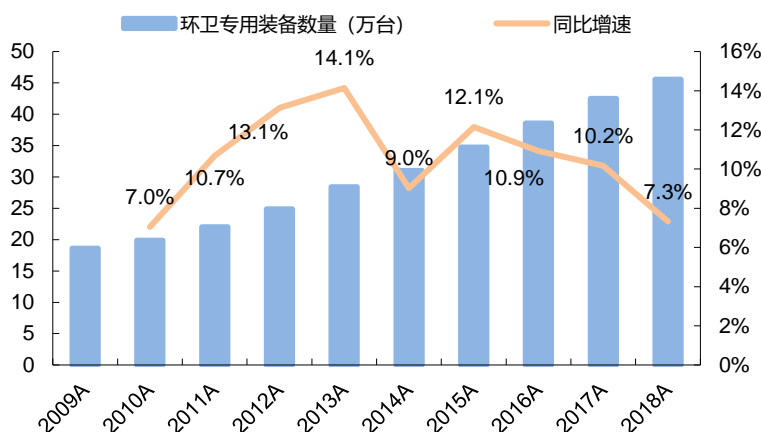
资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 24: 中国历年村环卫专用装备数量及同比



资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

图 25: 我国历年总环卫装备数量及同比增速 (城市+县城+建制镇+乡)



资料来源: 住建部统计年鉴, 长城证券研究所

新能源、智能、网联、无人化是装备发展趋势，中、高端产品高附加值提高行业毛利率

环卫车辆使用新能源是未来发展趋势。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%。新能源产品在环卫产品市场比重有所增长，占比 3.42%，同比上升约 2 个百分点。经济发达区域对新能源产品需求更大，今年深圳市连续两项环卫项目都要求全部使用新能源装备。预计未来几年新能源环卫装备占比还将加速提升。

智能化、网联化、小型化降低人力成本，解决“城市毛细血管”清扫问题，提升机械装备使用率。目前智能环卫装备、无人驾驶环卫车等环卫装备正逐步走上市场，应用于背街小巷、人行道路等此前只能依赖人工清扫的区域，提升了工作效率、降低了人力成本。在智慧城市整体规划下，构建环保产业生态链，智能化、网联化的环卫装备也有望成为

城市大数据体系中的重要组成部分，进一步提升其应用价值。随着环卫装备功能越发全面和先进，环卫装备替代人工作业的比例也会更大，机械化率会得到提升。

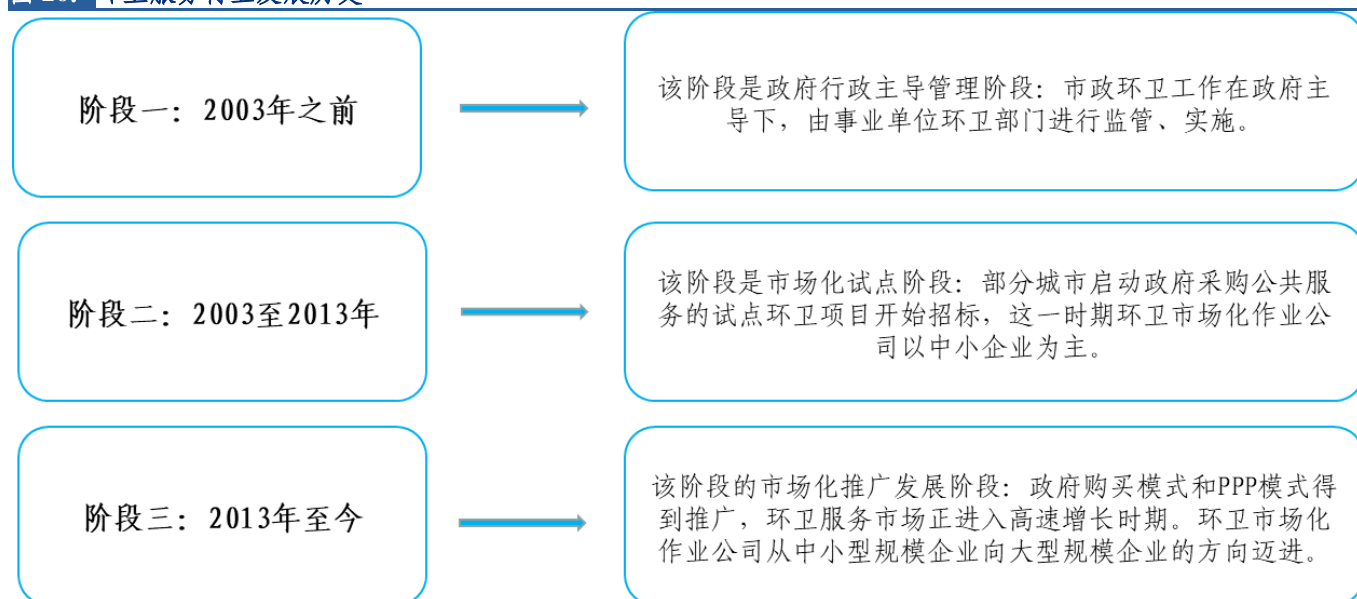
科技含量提升增加高端装备附加值，提升头部企业竞争力。由于中高端环卫装备及新能源装备拥有更高产品附加值，产品毛利率会更高，受益于此，盈峰环境和龙马环卫 19 年装备业务毛利率均有提升。而随着市场对环卫装备要求的提高，拥有更多科技成果，更强研发能力的企业将会获得更大市场空间。研发能力较弱、产品同质化严重的企业将面临淘汰。

2.3 环卫服务行业发展迅速，一体化项目增加加剧行业优胜劣汰

市场化比例提升释放空间，环卫服务行业未来数年将保持高速增长

环卫服务是城市公用事业的一部分，工作内容主要为对城市环境卫生和市容市貌进行管理和维护。我国环卫服务行业历史大致分为三个阶段，即政府行政职能主导阶段、市场化试点阶段和市场化推广发展阶段。

图 26: 环卫服务行业发展历史



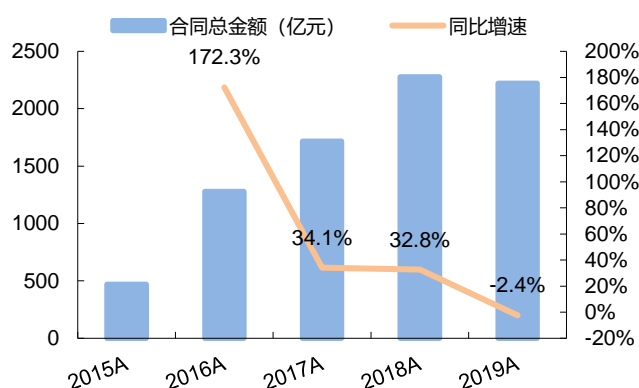
资料来源：北极星电力网，长城证券研究所

13 年政策出台推进环卫服务市场化改革，环卫市场的空间逐步被释放。2013 年 9 月 30 日国务院办公厅发布《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》，同年 11 月十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，相关文件要求：在公共服务领域可利用社会力量，加大政府购买公共服务项目的力度，原则上通过合同、委托等方式向社会购买。广东、浙江、福建等沿海省市率先积极探索政府购买环卫服务，环卫服务市场化改革持续推进，从沿海一二线沿海城市推广至三四线城市、中西部地区及县城、村镇等。**16 年 PPP 模式的推广加速环卫服务市场化进程，新增环卫服务合同总**

金额和新增首年服务金额快速上升。19 年新增环卫服务合同总金额达 2223 亿元，连续两年超 2000 亿元；首年服务金额也继续攀升，19 年同比增长 12% 达 550 亿元。

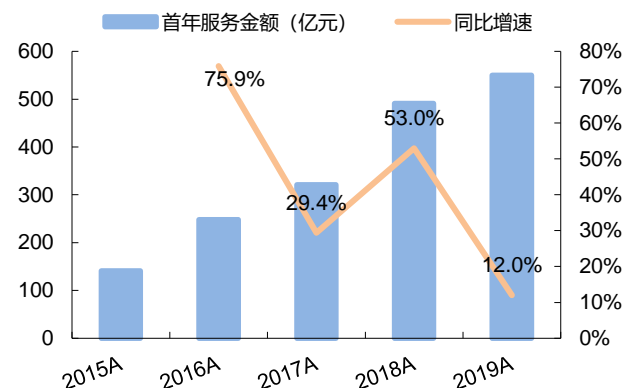
市场化率尚有较大提升空间。我国环卫市场化率过去几年稳步提升，据我们测算，19 年环卫服务市场化率在 50% 至 55% 之间，对标发达国家 80% 以上的市场化占比还有较大差距。我们预计到 2025 年底，环卫服务市场化率能达到 70% 至 75%。同时环卫服务市场的总量也会随之环卫需求的增加而增加。

图 27: 历年新增环卫服务合同总金额及同比增速



资料来源：环境司南，长城证券研究所

图 28: 历年新增首年服务金额及同比增速



资料来源：环境司南，长城证券研究所

大型一体化项目增加提高行业门槛，头部企业竞争优势明显

环卫行业快速发展，一体化项目将成为主流。随着我国环卫服务市场的快速发展，环卫项目正在由此前单一服务内容的小体量环卫项目逐渐向环卫一体化的大体量项目转变。在项目服务内容上，新式的环卫一体化项目不仅包含了道路清扫保洁和垃圾清运等传统项目，还加入了垃圾分类收集、垃圾中转站、智慧环卫、绿化养护、市政管养等新项目。随着项目的服务内容增多，合同体量也在逐渐变大，今年深圳市的两项环卫一体化项目的招标总金额就超过了 150 亿元。

环卫项目大体量化和内容多样化是供需双方共同促成的。在需求端，政府对环卫作业的要求在提高，如果将环卫作业划分为多个项目都单独招标，招标成本会上升，后期的管理和考核也会更复杂。而将项目打包一体化后，政府招标更简易，大体量的项目也可以吸引更多优质企业前来竞标，后期管理考核也更容易。在供给端，随着国内环卫行业快速发展，行业集中度提升，我国出现了一批优质的环卫企业，可以独立承担大体量的环卫一体化项目。而企业也更愿意做时间更长，体量更大的项目。

大体量项目拉高行业门槛。以目前合同总金额最大的深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化 PPP 项目（以下简称宝安环卫项目）招标要求为例，大型环卫项目对环卫企业的自由资金出资能力、项目投融资能力以及经营管理盈利能力提出了很高要求，这些要求直接将大量中小型环卫企业拒之门外，只有大型环卫企业才能拿到竞标的入场券。

大体量一体化项目的增多加剧行业竞争，促使环卫行业的“马太效应”加速到来。目前我国环卫市场集中度较低，2019 年环卫行业 CR10 为 21.2%。未来随着更多的大体量环卫一体化项目出现，环卫企业间的竞争将加剧，行业面临重新洗牌，管理能力、成本控制和融资能力有限的小企业将出局。龙头企业将凭借自身优势获得更多市场份额，从而

实现业绩的快速增长。我国目前的前十大环卫项目中，4家中标企业为上市公司，而北京环卫集团则为环卫服务行业的龙头（北京环境为其全资子公司），头部企业对一体化项目的竞争力得到明显体现。

表 3：中国前十大环卫服务项目

开标时间	项目名称	年服务费 (亿元/年)	服务期限 (年)	合同总金额 (亿元)	中标企业
2020/4/13	深圳市宝安区新安、福永和福海街道环卫一体化项目	5.2	15	78.0	中联环境(盈峰环境)
2020/1/19	深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目	4.87	15	70.4	北控城市资源
2017/7/13	云南昆明官渡环卫一体化 PPP 项目	3.34	20	66.9	侨银环保
2018/8/1	北京通州区 155 平方公里环卫作业项目	6.54	10	65.4	北京环卫集团
2019/10/17	浙江湖州南浔区城乡环卫和固废一体化项目	1.65	30	40.5	美欣达集团有限公司
2019/1/7	安徽滁州城区环卫一体化项目	2.39	15	35.9	北京环境
2015/12	海口市龙华区环卫一体化 PPP 项目	2.34	15	35.1	龙马环卫
2018/05	唐山中心城区环卫一体化项目	1.78	20	35.6	北京环境
2016/3/15	海口市美兰区环卫一体化 PPP 项目	2.26	15	34.0	北京环卫集团
2016/03	海口市秀英区环卫一体化 PPP 项目	2.19	15	32.9	玉禾田

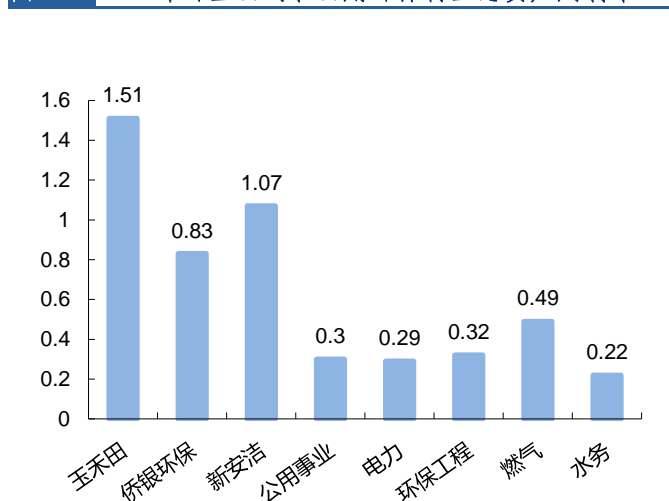
资料来源：政府公告，北极星电力网，长城证券研究所

环卫服务行业是轻资产模式运营，现金流稳定

相较于传统环保行业，环卫服务业务的商业模式有以下几个特点：

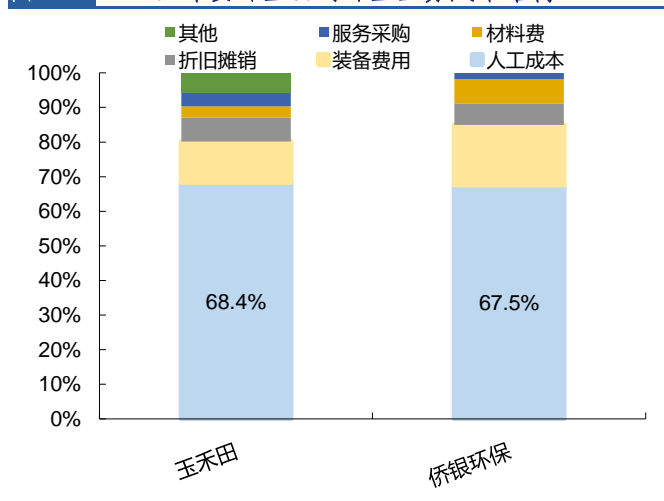
- 轻资产模式，投入资本低，资产周转率较高。
- 项目建设周期短，从拿到项目到实际运营，一般不超过 3 个月。建设期的准备工作主要是采购环卫装备以及人员培训。
- 人力成本占比高，政府支付优先级高，现金流稳定：环卫服务行业人工成本占比高，通常都占总成本 60% 以上。为了避免拖欠环卫工人等低收入人群的工资，政府一般都会优先支付环卫服务费用。这部分费用由财政预算出资，根据事先签订的合约，通常按月或季度支付，平均支付周期在 2 至 3 个月。

图 29：2019 年环卫公司和公用环保行业总资产周转率



资料来源：环境司南，长城证券研究所

图 30：2019 主年要环卫公司环卫业务成本结构



资料来源：环境司南，长城证券研究所

3. 打造“三位一体”的智慧环卫产业链，有望形成强劲协同效应

3.1 环卫装备龙头，高端产品市占率近 4 成，技术研发引领行业

公司环卫装备龙头，19 年装备销售量达 2.02 万台，高端市场占比近四成，销售规模约为行业次席的近三倍。公司连续 19 年处于国内环卫装备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%，新能源产品市占率 29%，稳居行业龙头地位。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。

产品方面，公司产品契合环卫需求，拥有国内最为完善的环保装备产品线，可满足各种主要应用场景。公司环卫装备主要分为清扫保洁装备，垃圾收转运装备及新能源装备。目前公司约有 400 个型号的产品，包括 5G 环卫机器人、无人驾驶环卫车、智能小型环卫机器人、垃圾收转运设备、分体站装备、环卫清洁装备及新能源环卫装备等，可满足全国各地主要应用场景的环卫装备需求。齐全的装备种类帮助公司在竞争装备订单时具有更强的竞争力。公司着力于发展中高端环卫装备市场，贴合行业发展趋势，项目订单多来自于经济发达的一二线城市，这些地区对产品要求更高，环卫装备替代人力的潜力更大。

图 31：公司主要装备系列

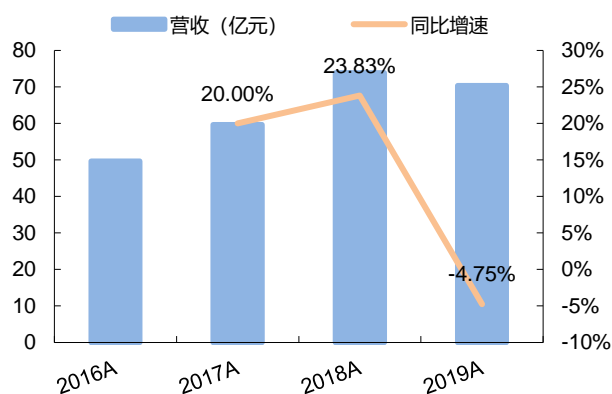


资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司新能源电动车受市场认可度高，年初至今已斩获两项大单。公司纯电动环卫车的运营成本为燃油车的 1/3 左右，并且其噪音低、无尾气排放，环保性好。3 月 20 日，公司与北控城市环境服务集团签订环卫装备采购合同，总金额近 2 亿元，其中所有装备均为纯电动环卫装备，将用于深圳市宝安区新桥和沙井街道环卫一体化 PPP 项目的道路综合清扫保洁以及垃圾收运和转运。同时公司自身中标的宝安环卫项目中，政府要社会资本方全部购置新能源汽车，并且在服务期限的 15 年内，每 5 年升级换代一次。由于这个项目规模超过北控城市资源签订的项目，预计需求装备数量将更大。根据公开资料的数据统计，目前深圳市场纯电动环卫车保有量 1500 台套左右，公司的纯电动环卫车市场占有率超 60%。

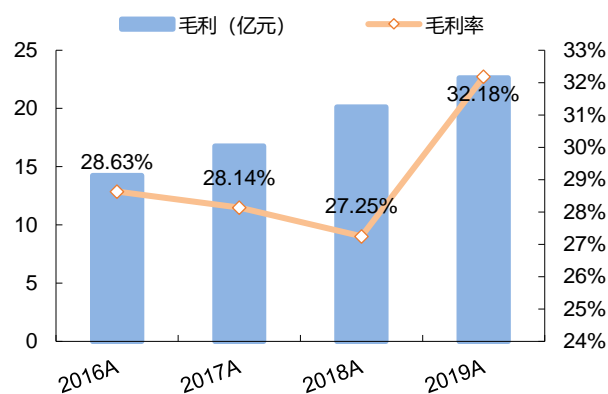
新能源装备占比提升业务毛利率，19 年公司环卫装备业务毛利率达 32.2%，同比上涨 4.9%。公司 19 年环卫装备业务实现收入 70.3 亿元，同比下降 4.8%，装备销售量为 20,217 辆，同比下降 11.2%。销售量下降的原因是公司为了提高订单质量，减少应收账款出现坏账的风险，拒绝了部分高风险订单。公司新能源装备占比的提升带动了整个业务毛利率的提升。目前国家政策鼓励新能源装备的发展，经济情况良好的地方政府也会优先购买新能源装备。电动化是环卫装备的发展趋势，预计未来公司的新能源装备占比会持续提升，业务毛利率大概率继续维持在 30% 以上。

图 32: 公司历年环卫装备营收及同比增速



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 33: 公司历年环卫装备业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告，长城证券研究所

研发方面，公司深耕环卫装备 20 余年，投入大量研发经费并拥有行业最前沿技术，是环卫装备领域的引领者。公司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，并获得环卫领域政府发放的第一张无人驾驶路测牌照。公司研发的全球首个环卫智慧机器人集群编队已在国家 5A 级长沙橘子洲景区投入使用、5G 无人驾驶环卫机器人编队在长沙大学城投入使用。今年 3 月底中联环境入选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，公司在装备研发方面的实力受到国家肯定。

图 34: 公司研发的全球首个 5G 环卫编队



资料来源: 北极星电力网, 长城证券研究所

公司在环卫装备领域有明显的领先优势。公司与同为上市公司的龙马环卫相比, 在研发费、研发占营收比、装备业务毛利率和装备销售量上都有明显优势。

表 4: 19 年公司与龙马环卫主要数据对比

公司名称	研发费 (亿元)	研发占营收比	装备业务毛利率	装备销售量 (台)
盈峰环境	2.46	1.93%	32.18%	20,217
龙马环卫	0.52	1.23%	30.29%	8,206

资料来源: 公司年报、龙马环卫年报, 长城证券研究所

3.2 依托装备、资金及营销优势快速发展环卫服务业务，在手订单年化金额超 20 亿

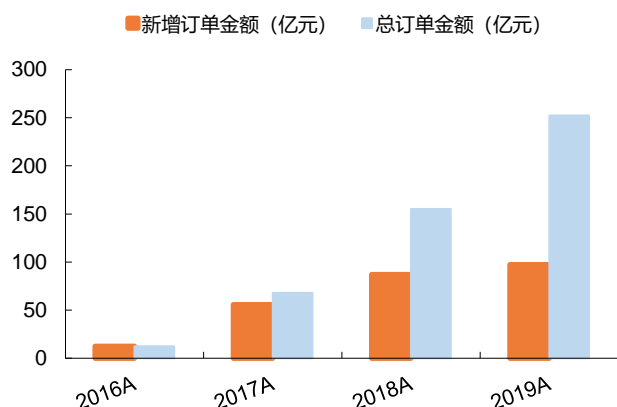
2016 年, 公司决定依托在环卫装备领域已建立的竞争优势上, 推进环卫服务的战略, 完善“从前端投放到后端处理”全产业链。经过四年发展, 公司构建出具有自身特色的智慧型智慧环卫体系。

资源丰富, 资金雄厚, 营销能力优秀, 公司对环卫订单具有很强的竞争力。公司深耕环卫装备二十年余年, 积累下了丰厚的下游客户资源, 并与政府建立良好的关系, 而这些因素都增强了公司对环卫订单的竞争力。同时公司财务状况良好, 在竞争环卫订单时, 多选择资金要求较高的长时间 PPP 项目, 体现出公司雄厚的资金实力。由于公司实际控制人和董事长都是美的系出身, 家电行业的从业经验让他们重视营销工作, 公司营销能力很强。在行业市场化程度不断加深的情况下, 良好的营销能力会增强公司对新订单的竞争力。

公司后来居上, 19 年新签约项目的年化合同金额全国第四。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; 新增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, 期间复合增速达 150%。2019

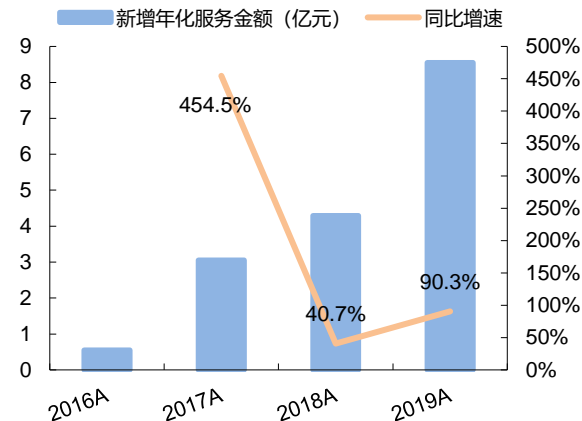
年，公司中标项目数量共计 30 个，截至 2019 年底，公司正在运营项目数量共计 57 个，年化合同额 16 亿元，合同总额 252 亿元。根据环卫司南的统计，2019 年公司新签约项目的年化合同额、新增合同总额均列位全国第四名。

图 35: 公司历年环卫新增订单及总订单金额



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

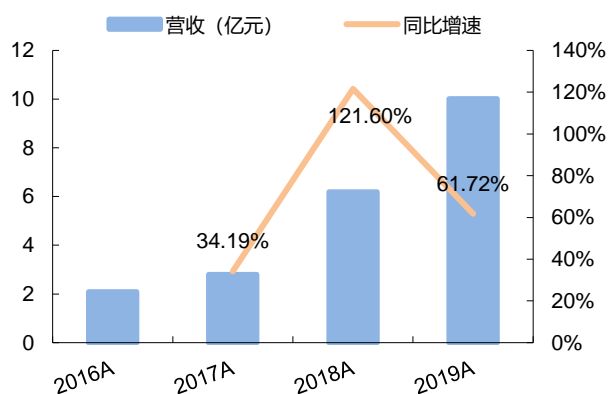
图 36: 公司历年环卫订单年化服务金额及同比增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

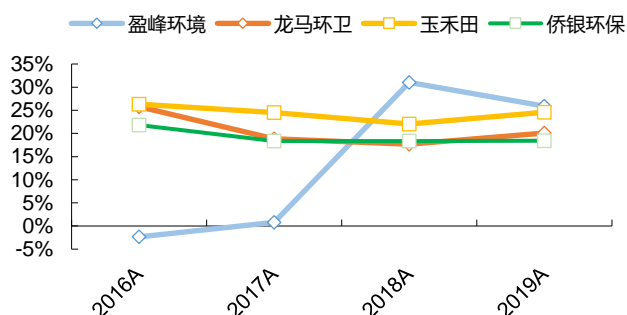
订单增加推动公司环卫服务营收快速增长，19 年业务毛利率高于行业主要竞争对手。公司 19 年环卫服务业务实现营收 10.0 亿元，同比增长 61.7%，在公司进入行业的 4 年时间内，业务营收快速增长，期间复合增速达 68.8%。公司 19 年环卫业务毛利率为 25.9%，较 18 年有明显下降，但仍高于主要的竞争对手。

图 37: 公司历年环卫服务营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 38: 公司历年环卫服务毛利率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司拿下环卫史上第一大金额订单，20 年环卫服务拿单势头依然迅猛，在手订单年化服务金额超 20 亿元。今年 5 月份，公司中标宝安环卫项目这个我国环卫史上的第一大订单，显示出了公司在环卫服务业务方面优秀的业务能力和极强的竞争力。年初至今，公司维持了此前新增订单金额高速增长的态势，据不完全统计，公司已拿下 4 个金额过亿的项目，订单总金额达 90.1 亿元（已接近去年全年水平），年化金额 5.9 亿元，平均项目运营时间 16.3 年。加上 20 年中标订单号，公司的在手环卫订单总金额超 340 亿元，年化服务金额超 20 亿元，订单规模持续扩大。

表 5: 公司 20 年至今中标/预中标项目不完全统计

项目名称	项目运营 时间(年)	订单总金额(亿元)	年化金额 (亿元)
深圳宝安环卫 PPP(二期)项目	15	78.03	5.20
宾川县城乡环卫一体化 PPP 项目	20	4.6	0.23
漾濞县城乡环卫一体化 PPP 项目	14	1.6	0.11
香河县农村生活垃圾治理工程特许经营项目	16	5.9	0.37
合计		90.13	5.91

资料来源: 环境司南, 长城证券研究所

3.3 搭建智云平台, 推进数字化转型, 衔接公司上下游业务, 提升公司服务质量, 提升经营效率

公司自主研发环卫全产业链大数据云智慧环卫平台, 提高环卫服务质量。公司搭建的智云平台融合 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, 可以为环卫服务的管理提供市场化运营解决方案、产业化应用解决方案、网联化集成解决方案等技术方案。

目前公司的智云平台拥有 14 项智慧环卫相关的软件著作权, 入选了《2018 年度中国智慧环卫十佳创新案例》、《2019 年工信部重点行业工业互联网平台试点示范》、《2020 年湖南省省级工业互联网平台建设计划》, 目前在全国各省市已实施运营 110 余项智慧环卫项目。

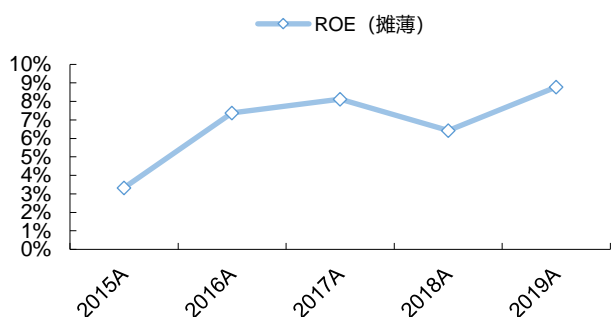
智云平台衔接公司环卫装备和服务业务, 有望形成强劲的协同效应。公司通过智云平台不仅可以有效提升环卫服务质量, 还可以通过平台搜集的大量相关数据, 对公司的产品设计和改良提供信息和思路, 提升公司未来的产品质量, 并制造出更贴合环卫需求的产品。智慧平台衔接了公司环卫装备和服务业务, 将其捏合成一条完善的产业链, “三位一体”有望形成强劲的协同效应。

公司推进数字化转型, 全面提升综合实力。19 年公司全面推进公司数字化转型战略, 构建以市场、客户为导向的新型订单预定模式, 数字化覆盖 6 大运营领域、8 大业务系统, 加强产销均衡一体化、产研协同一体化, 推动产品设计模块化、标准化。销售端加强订单及库存的管控; 研发端精简产品型号, 降低同一型谱产品的物料差异化; 制造端强化生产计划的管理, 逐步建立以销定产的柔性生产机制; 供应链端强化在产品设计阶段的衔接, 提高新产品的可制造性并提升生产效率; 项目端构提升项目交付的及时、高效、风险管控能力; 财务端加强经营风险管控, 提升财务精细化管理能力, 建立全价值链精益化的高效运营体系。此前美的集团曾推行数字化转型, 取得了不俗的效果, 公司借鉴其转型成果, 针对公司自身特点, 进行数字化转型, 预计对公司整体经营将起到正面成效。

4. 公司资产结构良好，19 年经营性现金流净值大幅改良

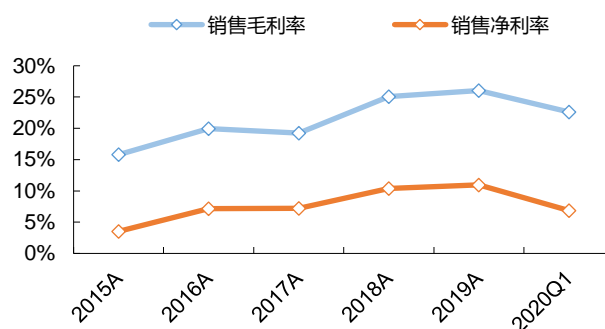
公司收购中联环境后，ROE（摊薄）、销售毛利率和销售净利率都有明显提升。19 年公司摊薄 ROE 为 8.8%，较上年增加 2.3%，销售毛利率及净利率分别为 26.0%和 11.0%，较上年分别增加 0.9%和 0.6%。一季度受疫情影响，公司销售毛利率和净利率有小幅回落。

图 39: 公司历年 ROE（摊薄）



资料来源: wind, 长城证券研究所

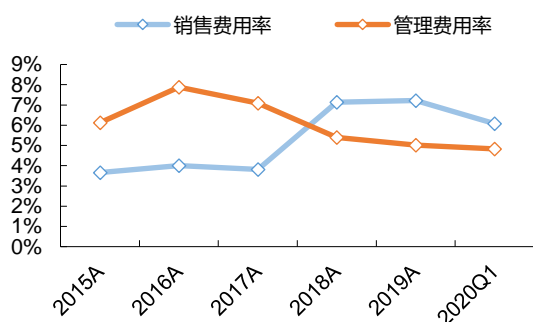
图 40: 公司历年销售毛利率及净利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

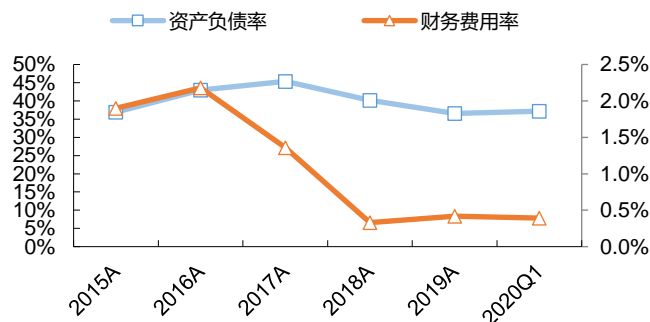
公司对期间费用的管控优秀，资产结构良好。公司 19 年销售费用率和管理费用率都有小幅下降。公司资产结构良好，截至 2020Q1，公司资产负债率仅为 37.2%，19 年财务费用率仅为 0.4%，基本保持平稳。

图 41: 公司历年销售及管理费用率



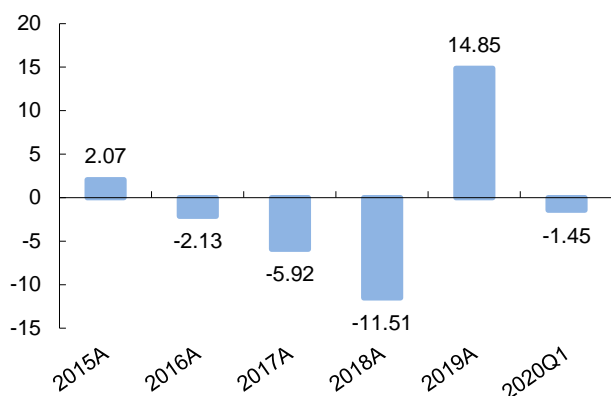
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 42: 公司历年资产负债率及财务费用率

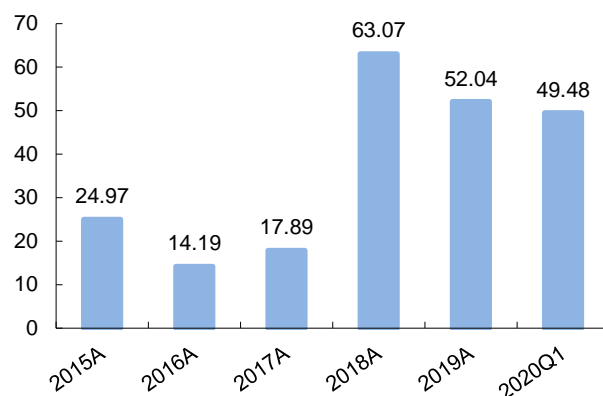


资料来源: wind, 长城证券研究所

公司提高订单质量，强化风险管理，19 年经营性现金流净额同比增长 227%，自 16 年以来首次转正。19 年公司开展融资租赁业务，放弃高风险订单，强化合同风险的分类分级和责任机制，加大货款回笼力度，加快运营周转效率，倒逼经营现金流改善，截至 2019 年报告期末公司经营性现金流 14.85 亿元，对比去年同期公司经营现金流-11.51 亿元，同比增长 227.49%。未来随着环卫服务业务占比的提升，预计公司经营性现金流情况可以进一步改善。

图 43: 公司历年经营性现金流净额 (亿元)


资料来源: wind, 长城证券研究所

图 44: 公司历年应收票据及账款余额 (亿元)


资料来源: wind, 长城证券研究所

公司 19 年 10 月发布员工一期持股计划, 并最终于今年 5 月完成, 本次回购股票成交均价为 6.31 元/股。本次员工持股计划总计回购公司股票 3,621 万股, 占总股本比例达 1.14%, 参与持股计划员工数为 136 人。公司第一期持股计划正式完成, 打造了企业与员工利益共同体格局, 有望提升公司高层管理和核心员工对企业的认可度与工作积极性。

表 6: 公司第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	258.00	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, 长城证券研究所

5. 盈利预测与估值水平

5.1 公司目前相对估值较行业平均水平偏低

公司目前估值与行业主要公司相比偏低。公司目前市值水平和净利润大幅高于行业平均水平，但当前的 PE、PB 主要相对估值指标明显低于行业平均水平。公司 ROE 水平相对较低主要有几个原因：1) 器械制造业务的低利润率。2) 公司收购中联环境后所有者权益大幅提升，杠杆水平低于行业平均水平。3) 公司目前环卫服务业务营收占比还比较低，资产周转率低于行业平均水平。

公司未来相对估值可对标龙马环卫。公司在剥离器械制造业务后，业务结构将明显优化。未来两至三年内，环卫服务业务快速增长后，公司业务结构将与龙马环卫类似。目前龙马环卫 20 年 PE 为 28x，公司未来相对估值可以与之看齐。

表 7: 相关上市公司估值比较

代码	证券简称	最新收盘价	总市值(亿元)	流通市值	ROE(%)	PE			净利润(亿元)			PB
						TTM	20E	21E	19A	20E	21E	
300815.SZ	玉禾田	123.60	171.1	171.1	37.3	42.8	34.0	25.5	3.1	5.0	6.7	8.1
002973.SZ	侨银环保	24.10	98.5	98.5	14.6	52.5	41.4	30.7	1.3	2.5	3.2	8.6
603686.SH	龙马环卫	23.00	95.6	95.6	11.2	32.3	27.9	23.1	2.7	3.4	4.1	3.7
中位值			134.8	134.8	12.9	37.5	31.0	24.3	2.9	4.2	5.4	5.9
平均值			155.9	155.9	18.1	37.0	29.8	23.2	5.2	6.8	8.3	5.5
000967.SZ	盈峰环境	8.17	258.4	258.4	9.1	20.4	15.9	13.5	13.6	16.3	19.2	1.6

资料来源: wind, 长城证券研究所 注: 除盈峰环境外, 其余公司盈利预测数值为 wind 一致预测值

5.2 主营业务盈利预测:

盈利预测重要假设:

■ 环卫装备业务: 预计公司未来 3 年装备销售量会有小幅上涨; 由于新能源准备占比提升, 公司业务毛利率 20 年会再次上升; 长期看, 主要产商技术都会提升, 新能源装备竞争更激烈, 业务毛利率或有波动, 我们预计装备业务毛利率会保持在 30%至 35% 区间, 因此取中值 32.5%。

■ 环卫服务业务: 基于公司的在手订单金额、公司的拿单能力和未来行业的发展前景等因素, 我们预计公司未来 3 年业务增速将仍保持较高水平。

■ 环境监测及固废处理业务: 环境监测整体市场较小, 且目前行业整体处于低谷, 我们预计公司这部分业务会保持原有水平。固废处理业务方面公司体量较小, 且公司业务重点不在于此, 我们预计业务体量短期将维持不变。

■ 器械制造: 公司目前正在剥离该部分业务, 但具体进度和最终结果难以预测, 我们暂且预计其业绩短期维持不变。

表 8: 收入预测明细 (单位: 万元)

主营业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
时间					

营收（亿元）	130.18	126.96	141.94	158.33	175.88
同比增速	166.72%	-2.48%	11.80%	11.55%	11.09%
毛利（亿元）	30.17	32.95	37.21	41.70	46.39
毛利率	23.17%	25.95%	26.21%	26.34%	26.38%
环卫装备					
时间	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收（亿元）	73.85	70.33	75.26	80.53	84.55
同比增速	23.83%	-4.75%	7.00%	7.00%	5.00%
毛利（亿元）	20.12	22.63	24.46	26.17	27.48
毛利率	27.25%	32.18%	32.50%	32.50%	32.50%
环卫服务					
时间	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收（亿元）	6.19	10.01	20.07	31.19	44.72
同比增速	121.60%	61.72%	100.40%	55.41%	43.38%
毛利（亿元）	1.92	2.59	5.02	7.80	11.18
毛利率	31.02%	25.88%	25.00%	25.00%	25.00%
环境监测及固废处理					
时间	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收（亿元）	16.54	11.91	11.91	11.91	11.91
同比增速	-4.06%	-28.03%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利（亿元）	4.63	3.36	3.36	3.36	3.36
毛利率	29.37%	28.22%	28.22%	28.22%	28.22%
器械制造					
时间	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
营收（亿元）	33.60	34.70	34.70	34.70	34.70
同比增速	30.45%	2.49%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利（亿元）	3.49	4.37	4.37	4.37	4.37
毛利率	10.39%	12.58%	12.58%	12.58%	12.58%

资料来源：长城证券研究所

5.3 投资建议

环卫装备领域龙头，环卫服务业务快速增长，目前相对估值较低，首次覆盖，给予“推荐”评级。在暂不考虑非核心业务剥离的情况下，公司 20 至 22 年预计实现归母净利润 16.3 亿元、19.2 亿元、21.3 亿元，对应 EPS 0.51 元/股、0.61 元/股、0.67 元/股，对应 PE 15.9x、13.5x、12.1x。

6. 风险提示

商誉风险；应收账款出现大量坏账风险；环卫项目新增订单数量不及预期；环卫装备销售量下滑。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13044.8	12695.9	14193.7	15832.5	17588.1	成长性					
营业成本	9773.5	9389.5	10473.1	11662.7	12949.2	营业收入增长	166.3%	-2.7%	11.8%	11.5%	11.1%
销售费用	930.2	917.3	1007.8	1108.3	1231.2	营业成本增长	147.1%	-3.9%	11.5%	11.4%	11.0%
管理费用	446.5	391.8	440.0	475.0	527.6	营业利润增长	300.6%	10.6%	12.0%	17.8%	10.9%
研发费用	255.9	245.6	274.6	306.3	340.3	利润总额增长	296.3%	0.7%	19.6%	17.8%	10.9%
财务费用	43.3	54.0	70.9	55.6	53.4	净利润增长	163.3%	46.6%	19.6%	17.8%	10.9%
其他收益	42.0	135.9	42.0	50.4	60.5	盈利能力					
投资净收益	248.8	158.5	115.8	174.7	170.3	毛利率	25.1%	26.0%	26.2%	26.3%	26.4%
营业利润	1617.1	1788.7	2003.5	2360.9	2618.5	销售净利率	10.4%	11.0%	11.7%	12.4%	12.4%
营业外收支	9.4	-150.9	-45.1	-53.1	-58.7	ROE	9.3%	8.8%	9.7%	10.5%	10.6%
利润总额	1626.5	1637.8	1958.5	2307.8	2559.8	ROIC	10.3%	10.0%	11.0%	12.3%	12.9%
所得税	268.3	246.2	294.4	347.0	384.9	营运效率					
少数股东损益	429.6	30.1	36.0	42.4	47.1	销售费用/营业收入	7.1%	7.2%	7.1%	7.0%	7.0%
净利润	928.6	1361.5	1628.0	1918.4	2127.9	管理费用/营业收入	3.4%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
资产负债表					(百万)	研发费用/营业收入	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
流动资产	11598.1	11798.9	15254.0	15594.8	19931.0	财务费用/营业收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
货币资金	2389.4	3160.8	3185.6	4012.8	4920.9	投资收益/营业利润	15.4%	8.9%	5.8%	7.4%	6.5%
应收票据及应收账款合计	6307.2	5203.5	8488.4	7521.5	11165.9	所得税/利润总额	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他应收款	274.6	224.9	366.5	307.2	457.5	应收账款周转率	3.22	2.21	2.07	1.98	1.88
存货	1306.4	1145.0	1052.2	1661.1	1195.9	存货周转率	11.41	7.66	9.53	8.60	9.06
非流动资产	12863.2	13055.8	13327.5	13602.9	13841.5	流动资产周转率	1.62	1.09	1.05	1.03	0.99
固定资产	869.8	994.7	1350.9	1644.0	1883.3	总资产周转率	0.80	0.51	0.53	0.55	0.56
资产总计	24461.3	24854.7	28581.4	29197.7	33772.5	偿债能力					
流动负债	8977.1	8084.7	10536.9	9593.0	12434.8	资产负债率	40.2%	36.6%	40.2%	35.9%	39.2%
短期借款	1199.1	1606.7	1321.4	1369.9	1385.6	流动比率	1.29	1.46	1.45	1.63	1.60
应付款项	6337.0	5427.9	7694.8	6918.4	9306.8	速动比率	1.00	1.09	1.16	1.26	1.35
非流动负债	852.1	1002.7	961.2	892.7	790.8	每股指标 (元)					
长期借款	612.2	643.8	602.4	533.8	432.0	EPS	0.29	0.43	0.51	0.61	0.67
负债合计	9829.2	9087.4	11498.1	10485.7	13225.6	每股净资产	4.58	4.90	5.31	5.81	6.38
股东权益	14632.1	15767.3	17083.4	18712.0	20546.9	每股经营现金流	0.47	0.34	0.39	0.56	0.62
股本	3163.1	3163.1	3163.1	3163.1	3163.1	每股经营现金/EPS	1.61	0.80	0.76	0.92	0.92
留存收益	1567.0	2753.0	3920.9	5338.8	6888.5						
少数股东权益	160.3	252.6	288.6	331.0	378.1	估值					
负债和权益总计	24461.3	24854.7	28581.4	29197.7	33772.5	PE	27.83	18.98	15.87	13.47	12.14
现金流量表					(百万)	PEG	0.21	0.24	0.23	1.03	0.76
经营活动现金流	-1150.7	1484.8	1237.6	1759.5	1948.8	PB	1.79	1.67	1.54	1.41	1.28
其中营运资本减少	100.9	-551.1	-756.9	-526.4	-619.3	EV/EBITDA	13.08	12.44	10.67	8.84	7.69
投资活动现金流	1153.5	-963.4	-531.3	-544.9	-578.4	EV/SALES	1.96	1.99	1.76	1.53	1.33
其中资本支出	970.2	1256.7	243.4	226.7	199.9	EV/IC	1.55	1.40	1.31	1.17	1.04
融资活动现金流	-462.0	374.3	-681.5	-387.5	-462.2	ROIC/WACC	1.04	1.00	1.10	1.23	1.28
净现金总变化	-467.8	891.7	24.8	827.1	908.2	REP	1.50	1.40	1.19	0.96	0.81

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>