

## 聚焦新能源环卫，设备服务两翼齐飞

### 核心观点

- 业绩增长符合预期，2021年度，公司实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 7.82%；实现归属于母公司股东的净利润 3.93 亿元，同比增长 33.55%，扣非归母净利润 2.49 亿元，2020 年同期-5136 万元。
- **紧抓新能源环卫市场机遇，以价换量业绩增长。** 2021 年公司环卫设备实现营业收入 16 亿元，同比增幅 33.17%，毛利润 4.6 亿元，同比增幅 18.8%；其中新能源环卫设备实现营业收入 7.38 亿元，同比增幅 18.5%。2021 年公司实现环卫设备销售 4450 台，同比增幅 64.15%；其中新能源环卫设备占比 28.72%达 1278 台，同比增幅 41.84%，市场占有率达到 28.5%，位居行业第一，且 2014 年至今新能源环卫车辆保有量稳居行业第一。环卫装备以价换量，新能源环卫装备销售均价同比-22%，传统环卫销售均价同比-17%，导致整体毛利率下降-3.4pct 至 28.5%。
- **环卫服务新签订单稳定增速远超行业平均，年化在手订单达 7.6 亿。** 2021 年公司环卫服务收入 6.1 亿元，同比增幅 22.57%，毛利润 1.2 亿元，同比增幅 26.24%，毛利率同比+0.7pct 至 24.4%。2021 年全国环卫市场化开标项目合同额 2,163 亿元，年化额 716 亿元，同比增长 4.4%，其中傲蓝得中标项目年化额 1.91 亿元，在运营的环卫服务项目年化额达 7.6 亿，同比增长 20.4%，增速远超行业。
- **受房地产行业景气度影响，工程机械短期承压。** 2021 年公司工程机械实现收入 13.49 亿，同比下降 7.88%，毛利润 4 亿元，同比下降 12.46%，毛利率下降 1.55pct 至 29.81%，主要 2021 年受国内房地产行业下行，固定资产投资放缓等因素影响。公司持续推进产品迭代，新能源旋挖钻产品、新能源矿用车已快速形成多个市场突破。持续看好公司的运营能力，以及下游景气度恢复带来的盈利潜力。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预计 22-24 年公司归母净利为 4.45/5.00/5.89 亿元（原 2022/2023 年预测为 6.15/7.78 亿元），盈利预测下调主要系疫情影响，政府财政环卫支出不及预期。预测每股收益 0.83/0.93/1.09 元，其中 22 年新能源环卫车净利润 1.92 亿元（给予 22 年 PE24x），工程机械、传统环卫装备及服务 2.53 亿元（给予 22 年 PE12x），给予目标价 14.17 元，维持买入。

### 风险提示

新能源环卫车采购需求下降风险，渗透率提升不及预期风险，环卫服务订单下降风险。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,484	3,757	4,547	5,393	5,989
同比增长(%)	8.6%	7.8%	21.0%	18.6%	11.1%
营业利润(百万元)	381	475	534	596	662
同比增长(%)	-0.7%	24.5%	12.4%	11.7%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	294	393	445	500	589
同比增长(%)	-4.9%	33.5%	13.3%	12.2%	17.8%
每股收益(元)	0.55	0.73	0.83	0.93	1.09
毛利率(%)	29.8%	28.5%	28.1%	28.5%	28.5%
净利率(%)	8.4%	10.5%	9.8%	9.3%	9.8%
净资产收益率(%)	18.4%	19.8%	18.0%	16.7%	16.6%
市盈率	18.4	13.8	12.2	10.9	9.2
市净率	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

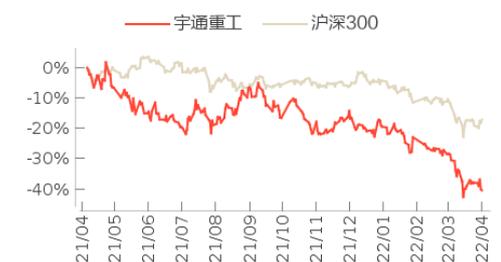
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月01日）	10.06 元
目标价格	14.17 元
52 周最高价/最低价	17.62/9.03 元
总股本/流通 A 股（万股）	53,937/18,422
A 股市值（百万元）	5,426
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2022 年 04 月 05 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.1	-16.78	-26.08	-43.48
相对表现	-9.23	-15.64	-22.25	-21.24
沪深 300	5.13	-1.14	-3.83	-22.24



### 证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
谢超波	021-63325888*6070 xiechaobo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090001
施静	021-63325888*3206 shijing1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090002 香港证监会牌照：BMO306

### 联系人

温晨阳	wenchenyang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

业绩符合预期，环卫装备市占率稳步提升	2021-04-02
股权激励落地，新能源环卫拐点突围	2021-02-08
宇通重工利刃出鞘，剑指新能源环卫龙头	2020-12-19

受疫情影响，政府财政环卫支出大幅缩减，故下调环卫设备、环卫服务的业绩预期。

(1) 环卫装备：2021 年全国环卫车销量（上险口径）下滑，调低 2022-2024 年环卫车销量预测值，预期 2022 年以后会小幅稳定回升。

(2) 环卫服务：政府环卫服务支出减少，调低订单量预期。

(3) 工程机械：受房地产行业景气度影响，工程机械销量略下滑。

表 1：盈利预测调整前后对比表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,262	9,789	4,547	5,393	5,989
变动幅度			<b>-37.4%</b>	<b>-44.9%</b>	
营业利润(百万元)	749	937	534	596	662
变动幅度			<b>-28.7%</b>	<b>-36.4%</b>	
归属母公司净利润(百万元)	615	778	445	500	589
变动幅度			<b>-27.6%</b>	<b>-35.7%</b>	
每股收益(元)	1.18	1.49	0.83	0.93	1.09
变动幅度			<b>-29.7%</b>	<b>-37.6%</b>	
毛利率(%)	29.9%	29.4%	28.1%	28.5%	28.5%
变动幅度			<b>-1.9%</b>	<b>-0.9%</b>	
净利率(%)	8.5%	7.9%	9.8%	9.3%	9.8%
变动幅度			<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	

数据来源：东方证券研究所

表 2：盈利预测调整前后对比表

收入分类预测表	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
<b>环卫装备</b>					
销售收入(百万元)	4,447	6,580	1,926	2,666	3,129
变动幅度			<b>-56.7%</b>	<b>-59.5%</b>	
毛利率	32%	31%	29%	30%	30%
变动幅度			<b>-2.4%</b>	<b>-0.6%</b>	
<b>环卫服务</b>					
销售收入(百万元)	1,159	1,552	787	925	1,070
变动幅度			<b>-32.0%</b>	<b>-40.4%</b>	
毛利率	23%	23%	23%	23%	23%
变动幅度			<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	
<b>工程机械</b>					
销售收入(百万元)	1,331	1,331	1,305	1,272	1,261
变动幅度			<b>-2.0%</b>	<b>-4.4%</b>	
毛利率	31.1%	31.1%	29.7%	29.6%	29.5%
变动幅度			<b>-1.4%</b>	<b>-1.6%</b>	
<b>其他收入</b>					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入(百万元)	233	233	505	505	505
变动幅度			<b>116.8%</b>	<b>116.8%</b>	
毛利率	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
变动幅度			<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
合计	<b>7,262</b>	<b>9,789</b>	<b>4,547</b>	<b>5,393</b>	<b>5,989</b>
变动幅度			<b>-37.4%</b>	<b>-44.9%</b>	
综合毛利率	<b>29.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>28.1%</b>	<b>28.5%</b>	<b>28.5%</b>
变动幅度			<b>-1.9%</b>	<b>-0.9%</b>	

数据来源：东方证券研究所

新能源环卫设备业务参考新能源汽车板块企业估值，可比公司选择在新能源车领域领先的公司，包括比亚迪、宇通客车、长城汽车、广汽集团、上汽集团，2022年可比公司调整后平均为24倍，给予公司2022年24倍估值。

**表3：新能源环卫设备可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元) 2022/04/01	EPS				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
比亚迪	002594.SZ	235.96	1.262	1.54	2.83	4.33	145.46	152.8	83.5	54.5
宇通客车	600066.SH	8.43	0.261	0.41	0.57	0.74	32.34	20.5	14.9	11.4
长城汽车	601633.SH	27.76	0.59	0.77	1.09	1.31	47.37	36.3	25.4	21.1
广汽集团	601238.SH	11.25	0.657	0.7	0.95	1.14	17.12	16.2	11.8	9.9
上汽集团	600104.SH	17.1	1.8	2.3	2.6	2.8	9.4	7.4	6.6	6.0
	最大值						145.5	152.8	86.6	72.2
	最小值						9.4	7.4	6.6	6.0
	平均数						50.3	46.6	29.1	23.7
	调整后平均						32.3	24.3	17.5	13.4

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

其他业务选择环保领域、工程机械领域的可比公司，包括盈峰环境、福龙马、侨银股份、三一重工，2022年可比公司调整后平均为12倍，给予公司2022年12倍估值。

**表4：其他业务可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元) 2022/04/01	EPS				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
盈峰环境	000967.SZ	5.12	0.46	0.35	0.45	0.54	11.06	14.5	11.4	9.5
福龙马	603686.SH	11.21	1.04	1.22	1.56	1.87	10.78	9.2	7.2	6
侨银股份	002973.SZ	12.29	0.90	0.75	0.93	1.16	13.62	16.4	13.2	10.6
三一重工	600031.SH	17.55	1.80	1.90	2.15	2.34	9.78	9.2	8.2	7.5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	最大值						14	16	13	11
	最小值						10	9	7	6
	平均数						11	12	10	8
	调整后平均							12	10	8

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 5：2022 年公司分部估值汇总表

分部估值	归母净利润（亿元）	PE	市值（亿元）	总股本（亿股）	目标价格
新能源环卫设备	1.92	24	46.08	5.39	14.17
其他业务	2.53	12	30.36		
总计	4.45		76.44		

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,619	1,743	2,478	3,204	3,903	营业收入	3,484	3,757	4,547	5,393	5,989
应收票据、账款及款项融资	518	821	979	1,161	1,277	营业成本	2,446	2,687	3,271	3,859	4,280
预付账款	14	9	14	17	17	营业税金及附加	27	31	36	43	48
存货	293	429	322	379	421	营业费用	313	365	409	485	539
其他	687	585	704	719	746	管理费用及研发费用	384	370	400	485	539
<b>流动资产合计</b>	<b>3,132</b>	<b>3,587</b>	<b>4,498</b>	<b>5,481</b>	<b>6,365</b>	财务费用	(6)	(26)	(20)	(27)	(34)
长期股权投资	2	4	4	4	4	资产、信用减值损失	0	23	13	16	19
固定资产	484	453	490	515	527	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	2	2	2	2	投资净收益	11	26	26	26	26
无形资产	139	259	245	231	216	其他	50	142	72	39	38
其他	528	472	588	568	568	<b>营业利润</b>	<b>381</b>	<b>475</b>	<b>534</b>	<b>596</b>	<b>662</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,157</b>	<b>1,190</b>	<b>1,329</b>	<b>1,319</b>	<b>1,316</b>	营业外收入	14	13	13	13	13
<b>资产总计</b>	<b>4,288</b>	<b>4,777</b>	<b>5,826</b>	<b>6,800</b>	<b>7,681</b>	营业外支出	1	3	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>395</b>	<b>486</b>	<b>545</b>	<b>607</b>	<b>673</b>
应付票据及应付账款	1,446	1,220	1,892	2,232	2,475	所得税	52	49	55	61	68
其他	616	855	639	735	769	<b>净利润</b>	<b>343</b>	<b>437</b>	<b>490</b>	<b>546</b>	<b>605</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,062</b>	<b>2,075</b>	<b>2,531</b>	<b>2,967</b>	<b>3,244</b>	少数股东损益	49	44	45	46	16
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>294</b>	<b>393</b>	<b>445</b>	<b>500</b>	<b>589</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.55	0.73	0.83	0.93	1.09
其他	356	331	344	335	333						
<b>非流动负债合计</b>	<b>356</b>	<b>331</b>	<b>344</b>	<b>335</b>	<b>333</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,418</b>	<b>2,406</b>	<b>2,874</b>	<b>3,302</b>	<b>3,578</b>	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	118	159	204	250	266		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
实收资本(或股本)	522	539	539	539	539	<b>成长能力</b>					
资本公积	834	881	999	999	999	营业收入	8.6%	7.8%	21.0%	18.6%	11.1%
留存收益	372	765	1,210	1,710	2,298	营业利润	-0.7%	24.5%	12.4%	11.7%	11.0%
其他	24	28	0	0	0	归属于母公司净利润	-4.9%	33.5%	13.3%	12.2%	17.8%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,870</b>	<b>2,371</b>	<b>2,952</b>	<b>3,498</b>	<b>4,103</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,288</b>	<b>4,777</b>	<b>5,826</b>	<b>6,800</b>	<b>7,681</b>	毛利率	29.8%	28.5%	28.1%	28.5%	28.5%
						净利率	8.4%	10.5%	9.8%	9.3%	9.8%
						ROE	18.4%	19.8%	18.0%	16.7%	16.6%
						ROIC	18.7%	18.8%	17.2%	15.8%	14.8%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.4%	50.4%	49.3%	48.6%	46.6%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.52	1.73	1.78	1.85	1.96
						速动比率	1.37	1.52	1.65	1.72	1.83
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.2	6.4	5.5	5.3	5.1
						存货周转率	9.6	7.4	8.7	11.0	10.7
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.55	0.73	0.83	0.93	1.09
						每股经营现金流	0.89	0.16	1.37	1.38	1.36
						每股净资产	3.25	4.10	5.10	6.02	7.11
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	18.4	13.8	12.2	10.9	9.2
						市净率	3.1	2.5	2.0	1.7	1.4
						EV/EBITDA	3.5	7.1	5.8	5.2	4.7
						EV/EBIT	9.2	7.7	6.7	6.1	5.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)