

盈峰环境：智慧环卫，保持领先

——2021 年度报告的点评

核心观点

- 2021 年，公司实现营业收入 118.14 亿元，同比下降 17.57%，实现归属于上市公司股东的净利润 7.28 亿元，同比下降 47.46%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.33 亿元，同比下降 62.80%。2021 年公司业绩下降，一方面，受到政策波动影响，部分环卫项目将延迟推出，另一方面，叠加疫情的反复，大宗原材料上涨，影响公司利润水平。
- **环卫服务持续增长，继续保持行业领先。**2021 年公司环卫服务营业收入 30.25 亿，同比增长 53.66%，毛利率 16.8%，同比降低 6pct。据环卫司南的统计，新签约环卫服务项目共计 75 个，项目遍布全国 25 个省份，新增合同总额 84.35 亿，新增年化合同额 12.28 亿，同行业市场排名第二。2021 年末，盈峰环境运营的环卫服务项目共计 179 个，存量市场年化合同额 40.68 亿，累计合同总额达到 458.84 亿，待执行合同总额达 382.73 亿，行业排名第二。
- **环卫装备销量领先，产品研发筑起壁垒。**2021 年公司环卫装备销售额实现 62.12 亿元，同比降低 25.65%，毛利率 23.7%，同比降低 4.7pct，总销售数量 16,521 台，其中，纯电动车销量 744 辆。收入降低主要是因为一方面政府采购减少，环卫装备销量同比减少 13.9%，另一方面，平均售价降低约 13.6%。在外部行业不景气的情况下，公司仍保持了环卫装备销量连续 21 年的全国第一水平。公司注重研发投入，研发投入 2.90 亿元，其中装备研发投入占智能装备收入的 3.75%，公司已经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，构筑起领先行业的产品壁垒。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 22-24 年公司归母净利为 8.81/11.85/13.72 元（原 2022/2023 年预测为 22.35/27.92 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。预测每股收益为 0.28/0.37/0.43 元，考虑到 21 年受疫情影响政府环保支出减少，行业公司业绩出现周期性波动，采用历史估值法，选取 5 年历史平均 PE，给予公司 2022 年 21 倍 PE。给予目标价 5.88 元，维持买入评级。

风险提示

政策性风险、环卫市场占有率下降风险、政府采购减少的风险、原材料价格上涨风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,332	11,814	14,140	16,631	18,676
同比增长(%)	12.9%	-17.6%	19.7%	17.6%	12.3%
营业利润(百万元)	1,686	824	1,046	1,399	1,616
同比增长(%)	-5.8%	-51.1%	27.0%	33.8%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,386	728	881	1,185	1,372
同比增长(%)	1.8%	-47.5%	20.9%	34.6%	15.7%
每股收益(元)	0.44	0.23	0.28	0.37	0.43
毛利率(%)	24.9%	22.0%	22.1%	23.0%	22.9%
净利率(%)	9.7%	6.2%	6.2%	7.1%	7.3%
净资产收益率(%)	8.5%	4.3%	5.0%	6.3%	6.9%
市盈率	10.2	19.5	16.1	12.0	10.3
市净率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

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。

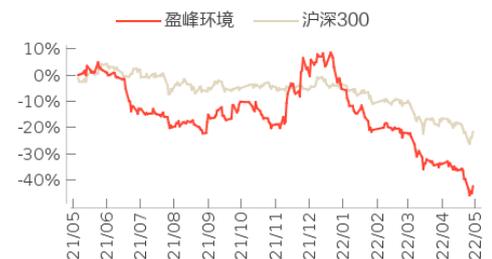
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月29日）	4.46 元
目标价格	5.88 元
52 周最高价/最低价	8.65/4.11 元
总股本/流通 A 股（万股）	317,950/215,966
A 股市值（百万元）	14,181
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2022 年 05 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.52	-11.32	-27.13	-42.15
相对表现	-6.7	-7.5	-16.68	-14.12
沪深 300	2.18	-3.82	-10.45	-28.03



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

环卫服务竞争力快速跃升，电动化开启装备新征程	2021-04-30
新能源环卫车增速高，环卫服务跻身第一梯队	2020-08-20
环卫服务大单落地，装备盈利提升	2020-06-04

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) 近年来受疫情影响、大宗商品涨价，成本上升，毛利率降低，调低毛利率预期。

表 1：盈利预测变动分析表

收入分类预测表	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
环卫装备					
销售收入（百万元）	13,298	15,729	7,225	8,352	8,965
变动幅度			-45.7%	-46.9%	
毛利率	29%	30%	26%	28%	28%
变动幅度			-3.0%	-1.7%	
环卫服务					
销售收入（百万元）	4,448	5,696	4,338	5,702	7,135
变动幅度			-2.5%	0.1%	
毛利率	23%	23%	18%	18%	18%
变动幅度			-4.9%	-4.9%	
其他收入					
销售收入（百万元）	3,669	3,669	2,576	2,576	2,576
变动幅度			-29.8%	-29.8%	
毛利率	17.5%	17.5%	18.3%	18.3%	18.3%
变动幅度			0.8%	0.8%	
合计					
销售收入（百万元）	21,415	25,094	14,140	16,631	18,676
变动幅度			-34.0%	-33.7%	
综合毛利率					
综合毛利率	25.8%	26.3%	22.1%	23.0%	22.9%
变动幅度			-3.6%	-3.3%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,415	25,094	14,140	16,631	18,676
变动幅度			-34.0%	-33.7%	
营业利润(百万元)	2,711	3,362	1,046	1,399	1,616
变动幅度			-61.4%	-58.4%	
归属母公司净利润(百万元)	2,235	2,792	881	1,185	1,372
变动幅度			-60.6%	-57.6%	
每股收益（元）	0.71	0.88	0.28	0.37	0.43
变动幅度			-61.0%	-57.6%	
毛利率(%)	25.8%	26.3%	22.1%	23.0%	22.9%

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。

变动幅度			-3.6%	-3.3%	
净利率(%)	10.4%	11.1%	6.2%	7.1%	7.3%
变动幅度			-4.2%	-4.0%	

数据来源：东方证券研究所

考虑到 21 年受疫情影响政府环保支出减少，行业公司业绩出现周期性波动，采用历史估值法，选取 2017 年至今（2017/1/1-2022/5/1）PE(TTM)进行估值。期间公司进行了业务方向调整，通过收购进入环卫设备行业，故剔除之前的数据，调整后的历史平均 PE 为 21 倍，因此给予公司 2022 年 21 倍 PE 估值，对应目标价 5.88 元，维持买入评级。

图 1：公司 PE Band (2017/1/1-2022/5/1)



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	5,904	4,583	5,486	6,452	7,246	营业收入	14,332	11,814	14,140	16,631	18,676
应收票据、账款及款项融资	6,150	5,297	6,341	7,458	8,375	营业成本	10,766	9,210	11,008	12,808	14,397
预付账款	138	129	154	181	203	营业税金及附加	74	54	65	76	86
存货	1,305	1,124	1,344	1,563	1,757	营业费用	801	739	848	948	1,027
其他	2,239	1,882	2,010	2,147	2,259	管理费用及研发费用	791	848	891	1,081	1,214
流动资产合计	15,736	13,016	15,334	17,801	19,841	财务费用	66	59	203	218	223
长期股权投资	318	604	604	604	604	资产、信用减值损失	202	329	228	253	270
固定资产	1,641	1,758	1,820	1,904	1,995	公允价值变动收益	(96)	(73)	0	0	0
在建工程	71	224	585	802	862	投资净收益	78	240	66	69	73
无形资产	3,164	5,320	5,320	5,320	5,320	其他	72	82	84	84	84
其他	9,181	7,411	7,383	7,380	7,380	营业利润	1,686	824	1,046	1,399	1,616
非流动资产合计	14,374	15,316	15,711	16,009	16,160	营业外收入	10	10	10	10	10
资产总计	30,111	28,332	31,045	33,810	36,001	营业外支出	58	12	35	35	35
短期借款	1,658	439	692	1,214	1,126	利润总额	1,637	822	1,021	1,374	1,591
应付票据及应付账款	7,258	5,429	6,489	7,550	8,486	所得税	208	54	123	165	191
其他	1,526	1,786	1,827	1,872	1,908	净利润	1,430	768	899	1,209	1,400
流动负债合计	10,442	7,654	9,009	10,635	11,520	少数股东损益	43	40	18	24	28
长期借款	766	1,698	1,698	1,698	1,698	归属于母公司净利润	1,386	728	881	1,185	1,372
应付债券	1,199	1,255	1,255	1,255	1,255	每股收益(元)	0.44	0.23	0.28	0.37	0.43
其他	433	472	472	472	472						
非流动负债合计	2,398	3,424	3,424	3,424	3,424	主要财务比率					
负债合计	12,840	11,078	12,433	14,059	14,945		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	351	351	369	393	421	成长能力					
实收资本(或股本)	3,163	3,176	3,179	3,179	3,179	营业收入	12.9%	-17.6%	19.7%	17.6%	12.3%
资本公积	9,699	9,317	9,769	9,769	9,769	营业利润	-5.8%	-51.1%	27.0%	33.8%	15.5%
留存收益	3,791	4,147	5,028	6,143	7,420	归属于母公司净利润	1.8%	-47.5%	20.9%	34.6%	15.7%
其他	267	263	267	267	267	获利能力					
股东权益合计	17,271	17,254	18,612	19,751	21,056	毛利率	24.9%	22.0%	22.1%	23.0%	22.9%
负债和股东权益总计	30,111	28,332	31,045	33,810	36,001	净利率	9.7%	6.2%	6.2%	7.1%	7.3%
						ROE	8.5%	4.3%	5.0%	6.3%	6.9%
						ROIC	7.8%	3.9%	5.0%	6.1%	6.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,430	768	899	1,209	1,400	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	410	370	16	8	5	流动比率	1.51	1.70	1.70	1.67	1.72
财务费用	66	59	203	218	223	速动比率	1.38	1.55	1.55	1.53	1.57
投资损失	(78)	(240)	(66)	(69)	(73)	营运能力					
营运资金变动	1,351	(895)	(315)	(396)	(273)	应收账款周转率	2.7	2.2	2.6	2.6	2.5
其它	(1,491)	747	4	0	0	存货周转率	8.5	7.4	8.9	8.8	8.7
经营活动现金流	1,689	809	741	970	1,282	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
资本支出	283	(2,423)	(426)	(306)	(156)	每股指标(元)					
长期投资	(16)	(285)	0	0	0	每股收益	0.44	0.23	0.28	0.37	0.43
其他	(1,150)	1,586	82	69	73	每股经营现金流	0.53	0.25	0.23	0.31	0.40
投资活动现金流	(884)	(1,122)	(344)	(236)	(83)	每股净资产	5.32	5.32	5.74	6.09	6.49
债权融资	1,443	1,275	0	0	0	估值比率					
股权融资	101	(369)	455	0	0	市盈率	10.2	19.5	16.1	12.0	10.3
其他	(302)	(1,131)	50	233	(406)	市净率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
筹资活动现金流	1,242	(224)	506	233	(406)	EV/EBITDA	6.6	11.5	11.4	8.8	7.8
汇率变动影响	(1)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.2	16.3	11.5	8.9	7.8
现金净增加额	2,046	(539)	902	967	794						

资料来源：东方证券研究所

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