# 2020 年年报点评：宇通重工扣非 2.48 亿远超业绩承诺，环卫装备&服务增长态势良好

买入（维持）

2021 年 04 月 02 日

证券分析师 袁理
执业证号：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 3,484 | 3,874 | 4,609 | 5,797 |
| 同比（%） | 8.6% | 11.2% | 19.0% | 25.8% |
| 归母净利润（百万元） | 294 | 363 | 454 | 569 |
| 同比（%） | -4.9% | 23.3% | 25.0% | 25.4% |
| 每股收益（元/股） | 0.56 | 0.69 | 0.87 | 1.09 |
| P/E（倍） | 31.60 | 24.35 | 19.47 | 15.53 |

注：2020A 为调整后同比数据

**投资要点**

- **事件：**公司发布年报，2020 年实现营业收入 34.84 亿元，调整后同比增长 8.62%；归母净利润 2.94 亿元，调整后同比减少 4.94%，接近预告上限，符合我们的预期。加权平均 ROE 调整后同比减少 1.57pct，至 22.24%。
- **宇通重工扣非归母净利润同增 7.35%至 2.48 亿元，远超业绩承诺。**宇通重工 2020 年实现营业收入 33.84 亿元，同增 7.41%，实现归母净利润 3.08 亿元，同增 0.19%。**1）环卫装备：**2020 年环卫装备收入 12 亿元，同增 13.30%，毛利率同降 7.73pct 至 31.92%，我们预计主要系疫情影响及市场开拓时部分区域竞争较为激烈所致。**2）环卫服务：**2020 年环卫服务收入 4.94 亿元，同增 43.15%，毛利率同升 1.46pct 至 23.69%。**3）工程机械：**2020 年工程机械收入 14.65 亿元，同降 9.35%，毛利率同降 1.08pct 至 31.36%，主要系 2019 年承接军品大单导致基数较高所影响。
- **电动环卫装备销量高增 44.39%至 901 台，电/油车齐发力冲击龙头地位。**公司 2020 年环卫设备销量 2711 台，其中新能源车 901 台，同增 44.39%，传统车 1810 台，同增 20.99%，省外销量同增 61%。据银保监会交强险数据显示，2021 年 1-2 月，公司环卫装备销量 476 台，同比高增 238%，市占率首次进入行业前四。其中环卫电动装备销量达 95 台，同比高增 692%，市占率达 24%排名第一，**公司持续发力稳固电动装备龙头地位，亦在传统环卫装备领域快速拓展，提升整体市场份额。**
- **环卫服务市场开拓顺利，在手年化同增 28.4%达 6.3 亿元。**2020 年公司立足河南，重点开发郑州市场打造河南第一品牌，同时成功开拓江苏市场。截至 2020 年底公司在手环服年化额 6.3 亿，较 2019 年底增长 28.4%。
- **净现比达 1.36，现金流水平良好。**1）2020 年公司经营活动现金流净额 4.65 亿元，同减 49.02%， 净现比 1.36，收现比 102.46%；2）投资活动现金流净额 0.34 亿元，由去年同期-4.51 亿元大幅转正；3）筹资活动现金流净额-12.53 亿元，去年同期为-9.56 亿元。
- **环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通。**碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强，2020 年渗透率仅 3%成长潜力大，我们预计环卫新能源销量 10 年 50 倍成长，10 年 GAGR 达 44%。公司依托集团制造能力&服务优势突出：**1）制造端：**底盘一体化&电池集采降**成本**，定制底盘&产品迭代彰显**技术实力**。**2）服务端：**全国深层覆盖 **1900+服务网点数倍于同行**。**3）电动化弹性最大：**2020 年新能源环卫装备市占率 21%**行业前 2**，新能源装备收入占装备比过半居同业首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。
- **盈利预测：**我们维持 2021-2022 年 EPS 预测 0.69/0.87 元，预计 2023 年 EPS 为 1.09 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 24/20/16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，市场竞争加剧

**股价走势**




**市场数据**

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 16.91 |
| 一年最低/最高价 | 9.14/17.80 |
| 市净率(倍) | 5.04 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2632.53 |

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 3.35 |
| 资产负债率(%) | 56.38 |
| 总股本(百万股) | 522.28 |
| 流通 A 股(百万股) | 155.68 |

**相关研究**

**1、《ST 宏盛（600817）：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航》2021-02-07**

**2、《ST 宏盛（600817）：工程机械影响全年业绩持平或微降，实际扣非有望正增长》2021-01-29**

**3、《ST 宏盛（600817）：制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通》2020-11-30**





请务必阅读正文之后的免责声明部分

**事件：**

2020 年公司实现营业收入 34.84 亿元，调整后同比增长 8.62%；归母净利润 2.94 亿元，调整后同比减少 4.94%，符合我们的预期。加权平均 ROE 调整后同比减少 1.57pct，至 22.24%。

## 1. 宇通重工扣非 2.48 亿元远超业绩承诺，环卫装备&服务增长态势良好

**宇通重工扣非归母净利润同增 7.35%至 2.48 亿元，远超业绩承诺。**2020 年公司实现营业收入 34.84 亿元，调整后同比增长 8.62%；归母净利润 2.94 亿元，调整后同比减少 4.94%，符合我们的预期。其中，宇通重工实现营业收入 33.84 亿元，同比增长 7.41%，实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 0.19%。**宇通重工扣非归母净利润 2.48 亿元，同比增长 7.35%，远超业绩承诺的 1.77 亿元，完成 2020 年度业绩承诺。**

**环卫服务营收高增 43.15%至 4.94 亿元，环卫装备毛利率承压。**分板块来看，**1）环卫装备业务：**2020 年环卫装备业务实现收入 12.00 亿元，同比增长 13.30%，环卫装备业务毛利率同比下降 7.73 个百分点至 31.92%，我们预计主要系疫情影响及市场开拓时部分区域竞争较为激烈所致。**2）环卫服务业务：**2020 年环卫服务业务实现收入 4.94 亿元，同比增长 43.15%，环卫服务毛利率同比上升 1.46pct 至 23.69%，主要系疫情影响下提供相关优惠政策所致。**3）工程机械业务：**2020 年工程机械业务实现收入 14.65 亿元，同比下降 9.35%，工程机械业务毛利率同比下降 1.08 个百分点至 31.36%，收入有所下滑主要系 2019 年承接军品大单导致基数较高所影响。**4）汽车内饰业务：**2020 年汽车内饰业务实现收入 0.92 亿元，同比增长 87.85%，汽车内饰业务毛利率同比下降 1.16 个百分点至 19.81%，汽车内饰业务为公司重组前业务，规模较小，新客户拓展进展较缓慢。鉴于重组宇通重工后，公司主营业务变更，为了集中资源发展核心业务，公司计划将逐步停止汽车内饰业务。

**新能源环卫装备销量高增 44.39%至 901 台，电车油车齐发力市占率冲击龙头地位。**据中汽数据终端零售数据（上险数）显示，2020 年环卫行业销售规模进一步扩大，达到 11.5 万辆，公司全年环卫设备销量实现高增，共销售环卫车辆 2711 台，其中新能源环卫车辆 901 台，同比增长 44.39%，传统环卫车辆 1810 台，同比增长 20.99%，同时省外市场开拓顺利，环卫装备省外销量同比提升 61%。据银保监会交强险数据显示，2021 年 1-2 月，公司环卫装备销量 476 台，同比高增 238%，市占率首次进入行业前四。其中公司环卫电动装备销量达 95 台，同比高增 692%，销量市占率达 24%排名第一，可见公司不仅持续发力稳定电动装备销量龙头地位，同时在传统环卫装备领域亦快速拓展，提升整体市场份额。

**环卫服务市场开拓顺利，在手年化同增 28.4%达 6.3 亿元。**据环境司南数据统计，2020 年全国环卫市场化开标项目年化额 686 亿元，较 2019 年增长 24.7%，环卫市场化空间持续增长。2020 年公司立足河南，重点开发郑州市场，成为河南第一环卫服务品牌，同时聚焦省外重点区域，成功开拓江苏苏州等城市。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在运营的环卫服务项目年化额 6.3 亿，较 2019 年底增长 28.4%。

**期间费用率下降 1.58pct 至 19.81%。**2020 年公司期间费用同比增长 0.60%至 6.9 亿元（可比口径），期间费用率下降 1.58pct 至 19.81%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 9.28%、增加 29.86%、减少 0.14%、减少 359.52%至 3.13 亿元、1.94 亿元、1.89 亿元、-0.06 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 1.77pct、上升 0.91pct、下降 0.48pct、下降 0.25pct 至 8.97%、5.58%、5.43%、-0.17%。

## 2. 销售收现比达 102.46%，现金流水平良好

**2020 年公司经营性现金流净额/净利润达 1.36，现金流良好。**1）2020 年年度公司经营活动现金流净额 4.65 亿元，同比减少 49.02%，主要原因是应付账款到期支付及应收账款分期增加，2020 年公司经营性现金流净额与净利润比值达 1.36，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入达 102.46%，现金流水平良好；2）投资活动现金流净额 0.34 亿元，由去年同期-4.51 亿元大幅转正，主要原因为理财本金到期收回；3）筹资活动现金流净额-12.53 亿元，去年同期为-9.56 亿元，主要系宇通重工在合并前对股东分红增加所致。

## 3. 环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通

**碳中和助力大国崛起，环卫新能源促能源结构调整。**中国“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。中国公路交通碳排放占比约 8%，新能源替代可实现交通部门全减碳。根据国际能源署（IEA），公路交通部门对中国整体碳排放贡献约 8%。IEA 采用 2006 IPCC Guidelines 对各部门碳排放进行核算。依据方法学，公路交通实现新能源替代，将可以实现公路交通单部门 100%减碳。

**公共领域车辆新能源潜力大，环卫新能源碳减排效率突出。**公共领域车辆存量新能源替代率，公交（46.8%）、出租（5.5%）、环卫（2.4%）、物流（2%），远低于政策规划目标。新能源环卫车 a)大排量为主上装副发动机增加排量，b)柴油机占比 90%排放因子高，c)低速运行车辆油耗排放高，新能源替代减排效果好。环卫服务公益属性，环卫作业特点完美契合电动车运营习惯，新能源替代政策推动强而有力。

**环卫新能源五十倍成长，十年替代助力实现 2030 年碳达峰。**环卫新能源非短周期爆发，释放受政策与经济性驱动。**1)政策端：**环卫新能源有望成为政府实现碳排放“3060”目标重要抓手，碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强；**2）经济性：**环卫新能源 7 年平价具备经济性，2025 年迎经济性拐点实现 4 年平价，对比较公交 3 年平价（渗透率 82%）已经接近，有望快速放量。我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年市场加速放量，渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。

**装备制造能力&服务优势复制客车，新能源环卫装备行业龙头之一增长潜力大。**依托集团制造能力&服务优势突出：**1）制造端：**底盘一体化&电池集采降成本，2019 年装备毛利率高于同业 8.41pct，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。**2）服务端：**全国深层覆盖，1900+服务网点数倍于同行，售后服务半径 60km 内。**3）电动化弹性最大**：a.银保监会交强险数据显示，公司 2020 年新能源环卫装备销量市占率行业前 2，市占率 21%。b.2019 新能源装备收入占装备比过半居上市公司首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。

**环服迎成长机遇，借力电动装备能力环服加速发展。**1）电动装备能力带动拿单能力增强，a.新能源装备投入能力提升竞标优势；b.自下而上提升环服新能源应用比例，项目平均单价由 6.79 元/平升至 14.64 元/平。2）新增订单平均年限增加长，异地拓展趋势显现。

**盈利预测：**我们维持 2021-2022 年 EPS 预测 0.69/0.87 元，预计 2023 年 EPS 为 1.09 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 24/20/16 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，市场竞争加剧

**ST 宏盛三大财务预测表**

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **3,132** | **3,558** | **4,545** | **5,525** |
| 现金 | 1,619 | 2,125 | 2,844 | 3,665 |
| 应收账款 | 461 | 646 | 583 | 963 |
| 存货 | 293 | 40 | 356 | 146 |
| 其他流动资产 | 758 | 746 | 761 | 751 |
| **非流动资产** | **1,157** | **1,189** | **1,316** | **1,476** |
| 长期股权投资 | 2 | 5 | 7 | 10 |
| 固定资产 | 484 | 483 | 525 | 624 |
| 在建工程 | 4 | 4 | 9 | 20 |
| 无形资产 | 139 | 169 | 245 | 292 |
| 其他非流动资产 | 528 | 529 | 530 | 530 |
| **资产总计** | **4,288** | **4,747** | **5,861** | **7,000** |
| **流动负债** | **2,062** | **2,086** | **2,662** | **3,129** |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 728 | 1,103 | 1,073 | 1,685 |
| 其他流动负债 | 1,334 | 984 | 1,589 | 1,444 |
| **非流动负债** | **356** | **368** | **377** | **387** |
| 长期借款 | 0 | 2 | 12 | 21 |
| 其他非流动负债 | 356 | 365 | 365 | 365 |
| **负债合计** | **2,418** | **2,454** | **3,039** | **3,516** |
| 少数股东权益 | 118 | 178 | 253 | 347 |
| 归属母公司股东权益 | 1,752 | 2,115 | 2,569 | 3,137 |
| **负债和股东权益** | 4,288 | 4,747 | 5,861 | 7,000 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 465 | 591 | 896 | 1,042 |
| 投资活动现金流 | 34 | -91 | -200 | -253 |
| 筹资活动现金流 | -125 | 6 | 23 | 31 |
| 现金净增加额 | 374 | 506 | 719 | 821 |
| 折旧和摊销 | 101 | 69 | 84 | 105 |
| 资本开支 | 36 | 20 | 124 | 157 |
| 营运资本变动 | 44 | 121 | 305 | 304 |

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **3,484** | **3,874** | **4,609** | **5,797** |
| 减:营业成本 | 2,446 | 2,746 | 3,263 | 4,137 |
| 营业税金及附加 | 27 | 31 | 39 | 41 |
| 营业费用 | 313 | 346 | 419 | 489 |
| 管理费用 | 194 | 219 | 271 | 322 |
| 财务费用 | -6 | -10 | -11 | -19 |
| 资产减值损失 | -4 | -3 | -5 | -6 |
| 加:投资净收益 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **381** | **557** | **643** | **844** |
| 加:营业外净收支 | 13 | 14 | 14 | 14 |
| **利润总额** | **395** | **570** | **657** | **858** |
| 减:所得税费用 | 52 | 148 | 128 | 195 |
| 少数股东损益 | 49 | 60 | 75 | 94 |
| **归属母公司净利润** | **294** | **363** | **454** | **569** |
| EBIT | 346 | 514 | 582 | 760 |
| EBITDA | 447 | 584 | 666 | 865 |

| 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 0.56 | 0.69 | 0.87 | 1.09 |
| 每股净资产(元) | 3.35 | 4.39 | 5.40 | 6.67 |
| 发行在外股份(百万股) | 522 | 522 | 522 | 522 |
| ROIC(%) | 15.9% | 17.0% | 17.3% | 17.9% |
| ROE(%) | 18.3% | 18.4% | 18.7% | 19.0% |
| 毛利率(%) | 29.8% | 29.1% | 29.2% | 28.6% |
| 销售净利率(%) | 8.4% | 9.4% | 9.8% | 9.8% |
| 资产负债率(%) | 56.4% | 51.7% | 51.9% | 50.2% |
| 收入增长率(%) | 8.6% | 11.2% | 19.0% | 25.8% |
| 净利润增长率(%) | -4.9% | 23.3% | 25.0% | 25.4% |
| P/E | 30.02 | 24.35 | 19.47 | 15.53 |
| P/B | 5.04 | 3.85 | 3.13 | 2.53 |
| EV/EBITDA | 16.10 | 11.54 | 9.16 | 6.23 |

注：收入/净利润增长率为调整后同比口径数据

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn