

玉禾田 (300815)

2020 年 08 月 19 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

归母净利润大幅增长 156.26%，环卫服务贡献主增长

买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,595	5,313	7,542	10,210
同比 (%)	27.6%	47.8%	42.0%	35.4%
归母净利润 (百万元)	313	544	824	1,155
同比 (%)	71.5%	73.9%	51.5%	40.2%
每股收益 (元/股)	2.26	3.93	5.95	8.35
P/E (倍)	62.01	35.65	23.53	16.79

投资要点

- **事件:** 2020 年上半年公司实现营业收入 20.57 亿元, 同比增长 20.75%; 归母净利润 3.48 亿元, 同比增长 156.26%; 扣非归母净利润 3.44 亿元, 同比增加 162.87%; 加权平均 ROE 同比下降 0.43pct, 至 17.66%。
- **归母净利润高增 156.26%, 环卫业务贡献主增长。** 20H1 公司实现营收 20.57 亿元, 同增 20.75%; 归母净利润 3.48 亿元, 同增 156.26%; 综合毛利率 31.11%, 同升 10.04pct。分业务来看, 环卫营收 16.10 亿元, 同增 25.54%, 毛利率 36.09%, 同升 12.04pct, 毛利率高增与疫情影响下部分增值税及社保减免有关; 物业营收 4.39 亿元, 同增 4.32%, 毛利率 12.66%, 同升 0.69pct。
- **资产负债率下降 28.93pct, 净营业周期增加。** 2020H1 公司资产负债率 34.50%, 同降 28.93pct。应收账款周转率同降 0.27 次至 2.13 次, 存货周转率同增 82.47 次至 241.75 次, 净营业周期同增 8.91 天至 52.91 天。
- **2020H1 经营性现金流净额同比增加 23.96%至 1.1 亿元。** 20H1 经营活动现金流净额 1.11 亿元, 同增 23.96%; 投资活动现金流净额-4.06 亿元, 同减 90.16%; 筹资活动现金流净额 6.33 亿元, 同增 578.18%。
- **预计向特定对象发行股票募集资金 30 亿元, 重点投向智慧装备配置、环卫信息化等项目。** 公司公告预计向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金总额不超过 30 亿元, 募集资金将主要投向环卫装备集中配置项目、环卫信息化及总部管理中心项目及补充流动资金。
- **标准化&机械化&管理优势促份额集中, 预计 6 家环卫上市公司营收 6 年可扩张至 5.58 倍。** 环卫行业未来迎标准化、机械化、管理优势促降本增效 3 大趋势, 预计 25 年 6 家环卫龙头营收市占率可提升至 20%, 叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%, 预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍!
- **ROE 领先同行 10.14pct, 卓越管理能力助力业绩增长。** 20H1 公司 ROE 为 17.66%, 较同业高出 10.14pct。主要系: a) 精细化管理降本增效, 公司近年来环卫服务毛利率显著领先同行, 19 年同增 2.54pct 至 24.58%, 领先同行 2.74pct, 20H1 继续提升至 36.09%。核心子公司盈利能力稳定增长, 同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct; b) 运营效率高, 20H1 资产周转率 0.65, 是同行均值的 1.3 倍。c) 人均贡献持续提升, 近 5 年复合增速高达 18.96%, 19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司凭卓越管理能力, 预计领先优势持续, 强者恒强助业绩增长。
- **物业清洁下游客户需求增长, 龙头凭借先发优势份额提升。** 公司在物业清洁领域具备传统领先优势, 聚焦高端市场。20H1 毛利率持续提升 0.69pct 至 12.66%, 未来有望凭借先发优势份额持续提升。
- **盈利预测:** 我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元, 对应 36/24/17 倍 PE, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场化率提升不及预期, 市场竞争加剧, 利润率下降风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	140.14
一年最低/最高价	35.46/151.35
市净率(倍)	8.52
流通 A 股市值(百万元)	4848.79

基础数据

每股净资产(元)	16.44
资产负债率(%)	34.50
总股本(百万股)	138.40
流通 A 股(百万股)	34.60

相关研究

- 1、《玉禾田 (300815): 中标 7.94 亿赣县环卫农村一体化 PPP 项目, 环卫市场有望加速拓展》2020-08-12
- 2、《玉禾田 (300815): 近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元, 期待环卫市场加速拓展》2020-06-18
- 3、《玉禾田 (300815): 高价中标深圳环卫一体化项目, 与物业管理领先企业达成合作携手开拓环卫市场》2020-06-14

事件:

2020 年上半年公司实现营业收入 20.57 亿元, 同比增长 20.75%; 归母净利润 3.48 亿元, 同比增长 156.26 %; 扣非归母净利润 3.44 亿元, 同比增加 162.87%; 加权平均 ROE 同比下降 0.43pct, 至 17.66%。

点评:**1. 归母净利润高增 156.26%, 环服业务成为主要增长点**

归母净利润实现高增 156.26%, 环服业务贡献主增长。2020 年上半年公司实现营业收入 20.57 亿元, 同比增长 20.75%; 归母净利润 3.48 亿元, 同比增长 156.26%; 扣非归母净利润 3.44 亿元, 同比增加 162.87%; 公司综合毛利率达到 31.11%, 同比上升 10.04pct。分业务来看, 1) 市政环卫业务板块实现营业收入 16.10 亿元, 同比增长 25.54%, 占公司总营业收入比重为 78.29%, 毛利率为 36.09%, 较上年同期上升 12.04 个百分点, 环服毛利率高增与疫情影响下政府给予部分增值税及社保减免有关。2) 物业清洁业务板块实现营业收入 4.39 亿元, 同比增长 4.32%, 占公司总营业收入比重为 21.33%, 毛利率为 12.66%, 较上年同期上升 0.69 个百分点。

积极开拓环卫&物业市场, 在手订单稳步推进。截止 20H1, 公司市政环卫业务在手合同总金额 213.14 亿元, 待执行合同金额 156.99 亿元。物业清洁业务在手合同总金额 14.73 亿元, 待执行合同金额 7.05 亿元。环卫业务方面, 公司上半年先后中标石河子垃圾分类、博鳌亚洲论坛年会环卫保障、深圳区域若干清扫保洁等多个项目, 相继拓展了深圳龙华、黑龙江牡丹江、江西南昌、海南海口、沈阳于洪等多地项目, 环卫项目市场拓展稳步推进。物业清洁业务方面, 公司衍生发展多项增值服务, 将市场重心向轨道交通、医院、学校、高端写字楼、大型商圈及市政公园等城市空间转型, 呈现稳步增长态势。

预计向特定对象发行股票募集资金 30 亿元, 重点投向智慧装备配置、环卫信息化等项目。公司公告预计向不超过 35 名特定对象发行股票, 募集资金总额不超过 30 亿元, 发行股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定, 且不超过本次发行前总股本的 30%, 即不超过 4,152 万股 (含本数)。募集资金将主要投向环卫装备集中配置中心项目、环卫信息化及总部运营管理中心项目、补充流动资金及偿还银行贷款。

期间费用率保持持平。2020 年上半年公司期间费用同比增长 2.6%至 1.58 亿元, 期间费用率下降 1.36pct 至 7.68%。其中, 销售、管理 (加回研发费用)、财务费用同比增加 6.65%、增加 7.96%、减少 17.08%至 0.12 亿元、1.22 亿元、0.24 亿元; 销售、管理 (加回研发费用)、财务费用率分别下降 0.08pct、下降 0.65pct、下降 0.54pct 至 0.61%、5.98%、1.16%。

杠杆率下降使 ROE 同比下降 0.43pct。2020 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.43pct 至 17.66%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年上半年公司销售净利率为 18.4%，同比上升 9.69pct，总资产周转率为 0.65（次），同比下降 0.1（次），权益乘数从 19 年上半年的 3.03 下降至 20 年上半年的 1.93。

2. 资产负债率大幅下降 28.93pct，净营业周期增加

资产负债率大幅下降，净营业周期增加。2020 年上半年公司资产负债率为 34.50%，同比下降 28.93pct，较年初下降 24.85pct。2020 年上半年公司应收账款同比增长 3.52% 至 11.73 亿元，应收账款周转天数同比增加 9.48 天至 84.48 天，应收账款周转率同降 0.27 次至 2.13 次；存货同比减少 26.17% 至 0.07 亿元，存货周转天数同比降低 0.39 天至 0.74 天，存货周转率同增 82.47 次至 241.75 次；应付账款同比增长 6.39% 至 2.62 亿元，应付账款周转天数同比增加 0.19 天至 32.32 天，应付账款周转率同减 0.03 次至 5.57 次，净营业周期同比增加 8.91 天至 52.91 天。

3. 发行新股募集资金，经营性现金流明显改善

2020H1 经营性现金流净额同比增加 23.96% 至 1.1 亿元。1) 2020 年上半年公司经营现金流净额 1.11 亿元，同比增加 23.96%；2) 投资活动现金流净额 -4.06 亿元，同比减少 90.16%，主要因投资理财产品所致；3) 筹资活动现金流净额 6.33 亿元，同比增加 578.18%，主要因发行新股募集资金所致。

4. 市场化&大环卫带来成长红利，卓越管理能力助力业绩高增

环卫服务行业龙头，精细化管理促利润率提升，业绩持续高增。公司为环卫服务行业龙头，23 年来始终专注环卫保洁。19 年实现营收 35.95 亿元，同增 27.6%，归母净利 3.13 亿元，同增 71.5%，毛利率同增 2.71pct 至 21.6%，经营活动净现金流同增 183.8% 至 5.65 亿元。公司自 15 年以来收现比始终在 95% 以上；净利率从 15 年 5.77% 提至 20H1 的 16.91%，15-19 年收入/业绩 CAGR 高达 33.94%/48.14%，收入业绩持续高增。

市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 2025 年环卫市场化空间增长 134%。环卫服务需求内生增长，叠加增值服务内涵扩张，预计 2025 年中国环卫服务行业总规模可达 4685 亿元，较 19 年增长近 90%。此外，环卫服务市场化进程加速提升，带来订单从 G 端向 B 端转移的成长红利。对标海外，预计 2025 年我国环卫服务市场化率有望达到 80%，对应市场化空间可达 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%。且环卫服务行业具备民

生属性，付款周期月结或季结，商业模式优质。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计环卫上市龙头营收 6 年可扩张至 5.58 倍。当前环卫行业 6 家上市龙头营收市占率 8.38%，竞争格局较为分散。但未来 1) 标准化驱动大合同增加：a) 范围扩大。招标方管理层级提升，扩大覆盖范围。b) 一体化。从单项服务扩至一体化服务，扩大单项体量。c) 品类扩充。服务品类扩充至如垃圾分类等增值服务，打造“城市物业管家大环卫”。2) 机械化率提升：劳动力瓶颈&经济性优势，机械化率提升势在必行。3) 龙头管理优势：龙头凭借优秀管理能力降本增效，盈利水平更高，获取更多市场份额。以上 3 大因素促进龙头份额提升，预计 2025 年 6 家环卫上市龙头营收市占率可从 19 年的 8.38% 提升至 20%，叠加 2025 年环卫服务市场化空间较 19 年增长 134%，两者相乘预计 2025 年上市环卫龙头营收可扩张至 5.58 倍！

ROE 领先同行 10.14pct, 卓越管理能力助力业绩增长。20H1 公司 ROE 为 17.66%，较同业均值高出 10.14pct。主要系：a) 精细化管理降本增效，公司近年来环卫服务毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行均值 2.74pct，20H1 继续提升至 36.09%。核心子公司盈利能力稳定增长，同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct；b) 运营效率高效，20H1 资产周转率 0.65，是同行均值的 1.3 倍。c) 人均贡献持续提升，近 5 年复合增速高达 18.96%，19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司凭卓越管理能力，预计领先优势仍将持续，强者恒强助力业绩增长。

物业清洁下游客户需求增长，龙头凭借先发优势份额提升。公司在物业清洁领域具备传统领先优势，聚焦高端市场。19 年毛利率见底回升，同增 0.58pct 至 11.95%，20H1 继续提升至 12.66%，未来有望凭借先发优势份额持续提升。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元，对应 36/24/17 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险

玉禾田三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,569	2,942	3,675	5,022	营业收入	3,595	5,313	7,542	10,210
现金	587	1,296	1,658	2,137	减:营业成本	2,820	4,073	5,734	7,720
应收账款	758	1,292	1,618	2,322	营业税金及附加	16	24	34	46
存货	5	13	12	21	营业费用	21	32	45	61
其他流动资产	219	341	388	542	管理费用	255	377	536	725
非流动资产	1,087	1,418	1,664	1,860	财务费用	61	71	82	101
长期股权投资	25	50	75	99	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	578	781	922	1,025	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	14	13	12	12	其他收益	0	0	0	0
无形资产	322	431	514	582	营业利润	426	737	1,113	1,558
其他非流动资产	147	145	141	142	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
资产总计	2,656	4,360	5,339	6,882	利润总额	420	731	1,107	1,551
流动负债	1,261	1,369	1,457	1,751	减:所得税费用	79	137	207	291
短期借款	567	567	567	567	少数股东损益	29	50	75	105
应付账款	247	448	530	787	归属母公司净利润	313	544	824	1,155
其他流动负债	447	354	360	398	EBIT	437	737	1,097	1,529
非流动负债	315	320	318	316	EBITDA	593	893	1,311	1,794
长期借款	6	10	9	7	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	309	309	309	309	每股收益(元)	2.26	3.93	5.95	8.35
负债合计	1,576	1,688	1,776	2,068	每股净资产(元)	7.19	18.34	24.24	32.51
少数股东权益	85	134	209	315	发行在外股份(百万 股)	104	138	138	138
归属母公司股东权益	995	2,538	3,354	4,500	ROIC(%)	19.8%	18.6%	22.1%	24.0%
负债和股东权益	2,656	4,360	5,339	6,882	ROE(%)	31.6%	22.2%	25.2%	26.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	21.5%	23.3%	24.0%	24.4%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.7%	10.2%	10.9%	11.3%
经营活动现金流	565	387	912	1,053	资产负债率(%)	59.3%	38.7%	33.3%	30.0%
投资活动现金流	-412	-488	-459	-461	收入增长率(%)	27.6%	47.8%	42.0%	35.4%
筹资活动现金流	13	809	-91	-113	净利润增长率(%)	71.5%	73.9%	51.5%	40.2%
现金净增加额	166	708	362	479	P/E	62.01	35.65	23.53	16.79
折旧和摊销	156	156	214	265	P/B	19.49	7.64	5.78	4.31
资本开支	418	307	221	171	EV/EBITDA	33.21	21.17	14.21	10.17
营运资本变动	-30	-433	-283	-574					

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>