

玉禾田 (300815)

归母净利润大增 120.63%，拟与山东高速混改&新设合资公司整合优势

买入 (维持)

2020 年 10 月 27 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,595	4,631	5,967	7,757
同比 (%)	27.6%	28.8%	28.8%	30.0%
归母净利润 (百万元)	313	660	686	892
同比 (%)	71.5%	111.1%	3.9%	30.1%
每股收益 (元/股)	2.26	4.77	4.96	6.45
P/E (倍)	47.39	22.45	21.61	16.61

投资要点

- **事件:** 2020 年前三季度公司实现营业收入 31.50 亿元, 同比增长 19.73%; 归母净利润 5.28 亿元, 同比增长 120.63%; 扣非归母净利润 5.18 亿元, 同比增长 123.51%; 加权平均 ROE 同比降低 4.74pct, 至 25.09%。
- **归母净利润大增 120.63%, 毛利率同增 8.7pct 至 30.43%。** 20 年前三季度公司营收 31.50 亿元, 同增 19.73%; 归母 5.28 亿元, 同增 120.63%; 扣非 5.18 亿元, 同增 123.51%。20Q3 单季营收 10.93 亿元, 同增 17.86%; 归母 1.80 亿元, 同增 73.91%。前三季度毛利率 30.43%, 同增 8.7pct, 环比 20H1 下降 0.68pct; 净利率 18.22%, 同增 8.27pct, 环比 20H1 下降 0.18pct。
- **期间费用率下降 1.18pct 至 7.65%。** 2020 年前三季度公司期间费用率同降 1.18pct 至 7.65%。其中, 销售、管理 (加回研发)、财务费用率分别下降 0.02pct、下降 0.45pct、下降 0.71pct 至 0.59%、6.09%、0.97%。
- **拟收购山东高速深圳公司 45% 股权, 与山东高速优势整合共设合资公司。** 公司拟用公开摘牌方式以 2.9 亿元收购山东高速深圳公司 45% 股权、拟与山东高速共设城市运营服务公司打造全国领先的城市公共交通运输服务平台, 其中公司出资 5100 万元, 占比 51%。双方承诺自合资公司成立至 23 年底, 共同向合资公司提供签约项目的累计合同金额不低于 11 亿元, 否则可启动回购股权, 且双方力争实现累计合同金额不低于 20 亿元, 此次合作利于双方服务优势整合, 提升盈利能力。
- **经营性现金流净额同增 26.12% 至 3.11 亿元。** 20 年前三季度公司经营活动现金流净额 3.11 亿元, 同增 26.12%; 投资活动现金流净额 -2.99 亿元, 同增 3.45%; 筹资活动现金流净额 10.91 亿元, 同增 7150.24%。
- **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:** 考虑疫情影响下国家出台相关补贴政策影响, 我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 4.77/4.96/6.45 元, 对应 22/22/17 倍 PE, 维持“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)	107.11
一年最低/最高价	35.46/151.35
市净率(倍)	6.04
流通 A 股市值(百万元)	3705.96

基础数据

每股净资产(元)	17.74
资产负债率(%)	41.08
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): 归母净利润大幅增长 156.26%, 环卫服务贡献主增长》2020-08-19
- 2、《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
- 3、《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

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	2,939	3,635	4,461	营业收入	3,595	4,631	5,967	7,757
现金	587	1,612	2,031	2,303	减:营业成本	2,820	3,189	4,565	5,900
应收账款	758	1,029	1,273	1,720	营业税金及附加	16	24	24	35
存货	5	9	10	14	营业费用	21	30	31	46
其他流动资产	219	290	320	425	管理费用	255	352	384	505
非流动资产	1,087	1,418	1,663	1,858	财务费用	61	94	39	60
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	1,024	加:投资净收益	1	2	1	1
在建工程	14	12	11	11	其他收益	0	0	0	0
无形资产	322	431	514	582	营业利润	426	944	924	1,213
其他非流动资产	147	145	141	142	加:营业外净收支	-6	-7	-7	-7
资产总计	2,656	4,357	5,298	6,319	利润总额	420	936	917	1,206
流动负债	1,261	1,199	1,403	1,456	减:所得税费用	79	175	172	226
短期借款	567	567	567	567	少数股东损益	29	100	60	87
应付账款	247	297	482	525	归属母公司净利润	313	660	686	892
其他流动负债	447	335	354	364	EBIT	437	938	898	1,175
非流动负债	315	320	318	316	EBITDA	593	1,094	1,111	1,440
长期借款	6	10	9	7					
其他非流动负债	309	309	309	309	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,576	1,518	1,721	1,772	每股收益(元)	2.26	4.77	4.96	6.45
少数股东权益	85	185	245	332	每股净资产(元)	7.19	19.18	24.08	30.45
					发行在外股份(百万 股)	104	138	138	138
归属母公司股东权益	995	2,654	3,332	4,215	ROIC(%)	19.8%	22.9%	18.2%	19.5%
负债和股东权益	2,656	4,357	5,298	6,319	ROE(%)	31.6%	26.8%	20.8%	21.5%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	21.5%	31.1%	23.5%	23.9%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.7%	14.3%	11.5%	11.5%
经营活动现金流	565	724	925	801	资产负债率(%)	59.3%	34.8%	32.5%	28.0%
投资活动现金流	-412	-486	-458	-459	收入增长率(%)	27.6%	28.8%	28.8%	30.0%
筹资活动现金流	13	786	-48	-71	净利润增长率(%)	71.5%	111.1%	3.9%	30.1%
现金净增加额	166	1,024	419	271	P/E	47.39	22.45	21.61	16.61
折旧和摊销	156	156	214	265	P/B	14.90	5.58	4.45	3.52
资本开支	418	307	220	170	EV/EBITDA	25.50	12.86	12.34	9.39
营运资本变动	-30	-285	-72	-502					

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>