

玉禾田 (300815.SZ)

业绩高成长，环卫迎来高景气

业绩持续高增长。公司2020年实现收入43.2亿元，yoy20.0%，归母净利润6.3亿元，yoy101.7%。分业务来看，公司市政环卫业务收入33.7亿元，yoy23.6%，占公司总收入的78.1%，较2019年上升了2.3个百分点；物业清洁业务收入9.3亿元，yoy7.8%，占公司总收入的21.6%。业绩大幅增长一方面来自公司环卫服务规模扩大、订单总金额扩大，从而带来内生性收入增长，另一方面得益于国家在疫情期间提供了增值税、社保优惠减免。

环卫毛利率提升较大，费用率持续下降。公司2020年毛利率29.7% (+8.2pct)、净利率16.0% (+6.5pct)，其中环卫服务毛利率34.7% (+10.2pct)、物业清洁毛利率11.6% (-0.4pct)，盈利能力的提升主要因：1、疫情期间的优惠政策及整体成本下降；2、公司良好的项目筛选和运营能力，业务品种的多元性提高，衍生出增值服务空间；3、公司智慧环卫在成本管控、作业度量方面取得成果，大幅减轻了固定资产运营成本。公司2020年管理费用率7.1% (-0.0pct)、销售费用率1.1% (-0.5pct)、财务费用率1.1% (-0.6pct)，各项费用把控稳当。公司经营性现金流净额5.2亿元，同比减少7.7%。

环卫市场化推进，公司拿单成绩优异。环卫市场化率持续提升带动环卫市场化放量，城市道路清扫面积、垃圾清运量有望保持5%-6%的增速，我们预计2020年环卫市场化空间将近2000亿，且环卫一体化趋势下公司作为行业龙头望受益，公司2020年新签合同总金额103.7亿元，在手订单总额336.3亿元（去年同期234.5亿元），待执行合同金额258.0亿元，环卫服务订单高增长，预计公司今年在环卫市场仍将保持出色的表现。

经验、管理、资本铸就实力，市场化竞争力强。①玉禾田扎根行业23年，在环卫市场化浪潮的初期就已经获得了一席之地，打磨出自身较强的运营管理能力，深耕细作下环卫业务毛利率、ROE等盈利指标高于其他竞争对手，近年来人均创收稳步提升，领先的信息化水平助力精细化运营；②品牌美誉度高，市场化竞争力强，拿单量一直保持行业领先地位，为业绩快速增长提供动能。③玉禾田成功上市，强化了品牌力及资本实力，公司上市之后可以通过收购兼并扩大版图，在环卫优质赛道上整合潜力大。

投资建议。环卫行业市场化改革推动行业发展，属于高景气、轻资产赛道。玉禾田作为龙头之一，深耕行业多年，管理运营能力强（毛利率、ROE等盈利指标领先于业内），品牌美誉度高，拿单能力属行业前列。此外，随着环卫智能化、一体化发展，公司的管理、资金优势望逐步显现，不断提高其市场份额。我们预计2021-2023年归母净利润6.9亿/8.6亿/10.5亿元，EPS 5.0/6.2/7.6元/股，对应PE21/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示：环卫市场化不及预期、环卫服务竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,595	4,315	5,437	6,517	7,558
增长率 yoy (%)	27.6	20.0	26.0	19.9	16.0
归母净利润(百万元)	313	631	692	858	1,050
增长率 yoy (%)	71.5	101.7	9.6	24.0	22.3
EPS 最新摊薄(元/股)	2.26	4.56	5.00	6.20	7.58
净资产收益率 (%)	31.6	25.5	21.8	21.3	20.7
P/E(倍)	45.6	22.6	20.6	16.6	13.6
P/B(倍)	14.3	5.6	4.4	3.5	2.8

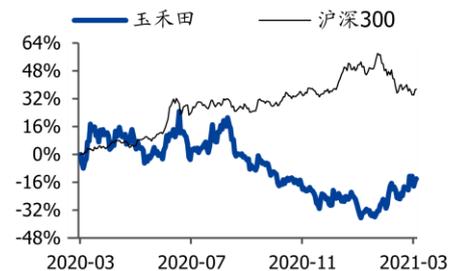
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
最新收盘价	102.98
总市值(百万元)	14,252.43
总股本(百万股)	138.40
其中自由流通股(%)	42.11
30日日均成交量(百万股)	1.13

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

相关研究

- 《玉禾田 (300815.SZ): 业绩持续高增长，未来可期》2020-10-27
- 《玉禾田 (300815.SZ): 定增预案发布，助力抢占环卫市场先机》2020-08-19
- 《玉禾田 (300815.SZ): 业绩高成长，享环卫市场化红利》2020-08-18



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1569	2865	2473	3453	3971
现金	587	1321	1210	1556	2211
应收票据及应收账款	758	1030	753	1284	1154
其他应收款	134	239	231	332	322
预付账款	5	5	8	7	10
存货	5	9	9	12	12
其他流动资产	80	262	262	262	262
非流动资产	1087	1683	2448	2964	3323
长期投资	25	318	613	908	1203
固定资产	578	730	1178	1390	1478
无形资产	322	319	341	351	326
其他非流动资产	162	316	316	315	317
资产总计	2656	4548	4921	6417	7295
流动负债	1261	1492	1711	1976	2264
短期借款	567	617	800	1000	1200
应付票据及应付账款	247	371	451	530	592
其他流动负债	447	504	460	446	472
非流动负债	315	352	341	325	305
长期借款	6	90	79	63	43
其他非流动负债	309	262	262	262	262
负债合计	1576	1844	2051	2301	2569
少数股东权益	85	145	207	284	378
股本	104	138	138	138	138
资本公积	28	958	958	958	958
留存收益	863	1463	2202	3115	4224
归属母公司股东权益	995	2559	2663	3832	4348
负债和股东权益	2656	4548	4921	6417	7295

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	565	522	818	1036	1274
净利润	341	689	754	935	1143
折旧摊销	156	183	193	274	331
财务费用	61	48	74	81	104
投资损失	-1	-11	-3	-4	-5
营运资金变动	-30	-420	-200	-250	-300
其他经营现金流	38	33	0	0	0
投资活动现金流	-412	-742	-956	-787	-686
资本支出	418	404	471	221	64
长期投资	-24	-291	-294	-295	-295
其他投资现金流	-19	-628	-779	-861	-917
筹资活动现金流	13	992	27	97	67
短期借款	53	51	183	200	200
长期借款	1	84	-11	-16	-19
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	0	929	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-107	-145	-87	-114
现金净增加额	166	771	-111	346	655

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3595	4315	5437	6517	7558
营业成本	2820	3033	4032	4815	5508
营业税金及附加	16	10	27	26	30
营业费用	21	46	33	39	45
管理费用	255	300	364	456	537
研发费用	0	4	1	2	3
财务费用	61	48	74	81	104
资产减值损失	0	-6	-8	-11	-13
其他收益	25	30	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	11	3	4	5
资产处置收益	2	1	0	0	0
营业利润	426	897	936	1133	1367
营业外收入	11	13	9	10	11
营业外支出	17	44	17	17	17
利润总额	420	866	928	1126	1361
所得税	79	177	175	191	218
净利润	341	689	754	935	1143
少数股东损益	29	58	62	77	94
归属母公司净利润	313	631	692	858	1050
EBITDA	593	1052	1129	1416	1704
EPS (元)	2.26	4.56	5.00	6.20	7.58

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.6	20.0	26.0	19.9	16.0
营业利润(%)	74.3	110.4	4.4	21.0	20.7
归属于母公司净利润(%)	71.5	101.7	9.6	24.0	22.3
获利能力					
毛利率(%)	21.5	29.7	25.8	26.1	27.1
净利率(%)	9.5	16.0	12.7	13.2	13.9
ROE(%)	31.6	25.5	21.8	21.3	20.7
ROIC(%)	19.8	20.4	18.1	18.1	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.3	40.5	41.7	35.9	35.2
净负债比率(%)	19.5	-17.8	-7.8	-9.8	-16.4
流动比率	1.2	1.9	1.4	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.7	1.3	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.2	4.8	6.1	6.4	6.2
应付账款周转率	11.7	9.8	9.8	9.8	9.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.26	4.56	5.00	6.20	7.58
每股经营现金流(最新摊薄)	4.08	3.77	5.91	7.48	9.21
每股净资产(最新摊薄)	7.19	18.49	23.49	29.63	37.14
估值比率					
P/E	45.6	22.6	20.6	16.6	13.6
P/B	14.3	5.6	4.4	3.5	2.8
EV/EBITDA	24.5	13.2	12.6	10.0	8.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com