

玉禾田 (300815)

2021 年中报点评: 剔除疫情补贴业绩稳健增长, 强化业务&区域布局

买入 (维持)

2021 年 08 月 18 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

16628770918

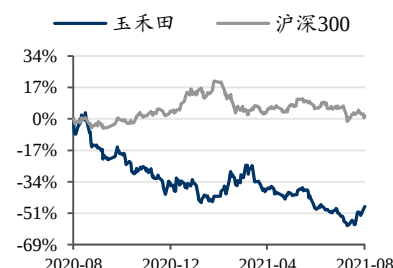
zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,315	5,373	6,518	7,665
同比 (%)	20.0%	24.5%	21.3%	17.6%
归母净利润 (百万元)	631	686	815	902
同比 (%)	101.7%	8.7%	18.9%	10.6%
每股收益 (元/股)	4.56	2.48	2.95	3.26
P/E (倍)	20.37	14.60	12.28	11.10

投资要点

- **事件:** 2021 年上半年公司实现营业收入 23.98 亿元, 同比增长 16.61%; 归母净利润 3.15 亿元, 同比减少 9.50%; 扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比减少 10.60%; 加权平均 ROE 同比降低 6.84pct, 至 10.82%。
- **剔除 2020 年疫情补贴影响, 2021H1 公司业绩保持稳健增长。** 2021H1 公司综合毛利率为 25.46%, 同降 5.65pct。分业务来看, 环卫板块营收 18.79 亿元, 同增 16.68%, 毛利率为 29.69%, 同降 6.40pct; 物业板块营收 5.18 亿元, 同增 18.14%, 毛利率为 10.38%, 同降 2.28pct。2021 年上半年, 疫情优惠已逐步全面取消, 剔除新冠疫情政策优惠对营业利润的影响, 公司经营情况保持惯有稳健的增长态势。
- **2021H1 环服新增订单总额 13.21 亿元, 丰富业务布局&深化区域市场开发。** 2021H1, 公司环卫新签合同总额约 13.21 亿元, 在手合同总额 350.08 亿元, 待执行合同金额 253.30 亿元, 公司成立“垃圾分类中心”并于 2021 年 4 月收购了主营垃圾分类的深圳宝泰鑫, 丰富业务布局。宝泰鑫 2021 年 5-6 月新签订单 0.23 亿元, 在手合同金额 0.98 亿元, 待执行订单 0.50 亿元; 公司物业清洁新签合同总额约 7.26 亿元, 在手合同总金额 17.87 亿元, 待执行合同金额 9.31 亿元。为优化市场布局, 大力开拓优质市场资源, 公司成立了“全国市场开发中心”, 下设 15 个区域省级市场开发中心和集团市场管理部, 并在全国范围各分子公司设立市场部, 同时推出城市合伙人招募计划, 加强区域开发增强业务韧性。
- **拟向 92 名激励对象授予 276.8 万股限制性股票, 健全长效激励机制彰显发展信心。** 公司拟向 92 名核心管理/技术人员授予 276.80 万股限制性股票, 约占公司股本的 1.00%, 授予价格为 23.81 元/股, 考核目标为以公司 2020 年营业收入为基数, 2021-2023 年营收增长率分别不低于 20%、40%、60%, 即 2021-2023 年营收同比增速不低于 20%、17%、14%。
- **2021H1 公司经营现金流净额同增 61.48%至 1.79 亿元。** 2021H1 经营活动现金流净额 1.79 亿元, 同增 61.48%; 投资活动现金流净额-3.28 亿元, 同增 19.2%; 筹资活动现金流净额-0.85 亿元, 同减 113.44%。
- **加权平均 ROE 领先同行 7.87pct, 卓越管理能力助力业绩增长。** 环卫行业迎标准化、机械化、管理优势促降本增效, 城市管理物业化强化行业壁垒带动龙头份额提升。2020 年公司加权平均 ROE 为 28.98%, 较同业高出 7.87pct。主要系: a) 精细化管理降本增效, 2020 年环服毛利率 34.75%, 领先同行 8.3pct。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, 2020 年资产周转率 1.2, 是同行均值的 1.45 倍。c) 人均贡献持续提升, 2016-2020 年复合增速高达 21.29%, 2020 年达 3.18 万元/人。公司凭卓越管理能力, 预计领先优势持续助力业绩增长。
- **盈利预测:** 我们维持 2021-2023 年净利润预测 6.86/8.15/9.02 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 为 2.48/2.95/3.26 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/11 倍, 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)	36.18
一年最低/最高价	27.90/147.00
市净率(倍)	3.68
流通 A 股市值(百万元)	4217.50

基础数据

每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	41.90
总股本(百万股)	276.80
流通 A 股(百万股)	116.57

相关研究

- 1、《玉禾田 (300815): 2021 年一季报点评: 营收稳步增长, 期待环卫订单持续落地》2021-05-05
- 2、《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》2020-10-27
- 3、《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

事件:

2021 年上半年公司实现营业收入 23.98 亿元, 同比增长 16.61%; 归母净利润 3.15 亿元, 同比减少 9.50%; 扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比减少 10.60%; 加权平均 ROE 同比降低 6.84pct, 至 10.82%。

1. 剔除疫情补贴业绩保持稳健增长, 加强区域布局增强业务韧性

剔除 2020 年疫情补贴影响, 2021H1 公司业绩保持稳健增长。2021 年上半年公司实现营业收入 23.98 亿元, 同比增长 16.61%; 归母净利润 3.15 亿元, 同比下降 9.50%; 扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比减少 10.60%; 公司综合毛利率为 25.46%, 同比下降 5.65pct。2021 年上半年, 新冠疫情的政策优惠已逐步全面取消, 公司盈利增长能力已逐步恢复至疫情优惠政策前的水平, 剔除新冠疫情政策优惠对营业利润的影响, 报告期内, 公司经营情况保持了惯有稳健的增长态势。分业务来看, **1) 市政环卫板块**实现营业收入 18.79 亿元, 同比增长 16.68%, 占总营业收入比重为 78.33%; 毛利率为 29.69%, 同比下降 6.40pct, 主要系疫情补贴取消所致。**2) 物业清洁板块**实现营业收入 5.18 亿元, 同比增长 18.14%, 占总营业收入比重为 21.61%, 毛利率为 10.38%, 同比下降 2.28pct。

2021H1 环服新增订单总额 13.21 亿元, 成立全国市场开发中心强化区域布局。市政环卫方面, 2021H1 公司市政环卫板块新签合同总金额约 13.21 亿元; 截至 2021 年 6 月 30 日, 市政环卫在手合同总金额 350.08 亿元, 待执行合同金额 253.30 亿元。2021H1 公司成立了“垃圾分类中心”, 并于 2021 年 4 月收购了主营垃圾分类业务的深圳宝泰鑫, 其中深圳宝泰鑫在 2021 年 5-6 月新签订单 0.23 亿元, 在手合同金额 0.98 亿元, 待执行订单 0.50 亿元。公司积极开拓市场, 先后中标滨城、广饶、彰武、白沙黎族自治县、泸州、新疆石河子、澄迈等多地项目, 不断扩大业务辐射范围和深挖行业细分领域。物业清洁方面, 2021H1 公司物业清洁业务板块新签合同总金额约 7.26 亿元; 截至 2021 年 6 月 30 日, 物业清洁业务在手合同总金额 17.87 亿元, 待执行合同金额 9.31 亿元。公司物业清洁业务总体呈现稳步增长态势, 衍生发展多项增值服务, 同时将市场重心向城市空间转型。为进一步优化市场布局, 大力开拓优质市场资源, 公司成立了“**全国市场开发中心**”, 下设 15 个区域省级市场开发中心和集团市场管理部, 并在全国范围各分子公司设立市场部, 同时推出**城市合伙人招募计划**, 加强区域布局增强业务韧性。

公司拟向 92 名激励对象授予 276.8 万股限制性股票, 健全长效激励机制。2021 年 7 月 25 日, 公司公告拟向 92 名核心管理人员及核心技术(业务)人员授予 276.80 万股限制性股票, 约占激励计划草案公告时公司股本的 1.00%, 授予价格为 23.81 元/股, 考核目标为以公司 2020 年营业收入为基数, 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 20%、40%、60%, 即 2021-2023 年营收同比增长率不低于 20%、17%、14%。公司 2021 年限

制性股票激励计划的落地有利于充分调动员工的积极性，提升公司核心团队凝聚力和企业核心竞争力，彰显公司未来发展信心。

期间费用率同比提升 0.39pct 至 8.08%。2021 年上半年公司期间费用同比增长 22.60% 至 1.94 亿元，期间费用率同比上升 0.39pct 至 8.08%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 54.52%、增加 20.23%、增加 198.14%、增加 9.26%至 0.19 亿元、1.45 亿元、0.04 亿元、0.26 亿元，公司销售费用增长主要系报告期公司加大市场开发力度，增加市场人员所致，研发费用增长主要系公司加大开展智慧环卫研发活动所致；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.2pct、上升 0.27pct、上升 0.09pct、下降 0.07pct 至 0.8%、6.19%、0.15%、1.09%。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率上升，营运效率提高。2021 年上半年公司资产负债率为 41.9%，同比上升 7.4pct，较年初上升 1.36pct。2021 年上半年公司应收账款同比增长 20.02%至 14.08 亿元，应收账款周转天数同比增加 6.67 天至 91.15 天；存货同比减少 0.14%至 0.07 亿元，存货周转天数同比增加 0.04 天至 0.79 天；应付账款同比增长 56.12%至 4.09 亿元，应付账款周转天数同比增加 6.91 天至 39.23 天，使净营业周期同比减少 0.21 天至 52.7 天。

销售净利率下降使 ROE 同比下降 6.84pct。2021 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 6.84pct 至 10.82%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年上半年公司销售净利率为 14.27%，同比下降 4.14pct，总资产周转率为 0.5（次），同比下降 0.15（次），权益乘数从 2020 年上半年的 1.93 下降至 2021 年上半年的 1.81。

3. 经营性现金流净额同增 61.48%至 1.79 亿元

2021H1 公司经营性现金流净额同增 61.48%至 1.79 亿元。1) 2021 年上半年公司经营现金流净额 1.79 亿元，同比增加 61.48%，主要因报告期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；2) 投资活动现金流净额-3.28 亿元，同比增加 19.2%；3) 筹资活动现金流净额-0.85 亿元，同比减少 113.44%，主要因上期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，24 年来始终专注环卫保洁。2020 年实现营收 43.15 亿元，同增 20.05%，归母

净利 6.31 亿元，同增 101.75%，毛利率同增 8.17pct 至 29.72%。公司自 15 年以来收现比始终在 93%以上；净利率从 2015 年 5.77%提至 2020 年的 15.97%，2015-2020 年收入/业绩 CAGR 高达 31.03%/57.55%，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，我们预计 2025 年中国环卫服务行业总规模可达 4685 亿元，较 2019 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，我们预计 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 2019 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。

城市物业强化资金&装备&管理壁垒，竞争格局分散壁垒加强促行业集中度提升。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。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) **精细化管理**：目前环卫行业仍然为劳动密集型行业，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。4) **城市服务物业化**：城市物业化趋势持续扩充环卫内涵，“城市大管家”项目将环境卫生服务、公用设施养护、城市秩序管理和智慧化服务等模块统一打包交由第三方实行综合化统筹管理。当前行业格局分散，2020 年新增订单总服务费 CR6 市占率 23.73%，新增订单首年服务费市占率 7.87%，预计未来行业壁垒加强，集中度有望进一步提升。

ROE 领先同行 7.87pct，卓越管理能力助力业绩增长。2020 年公司加权平均 ROE 为 28.98%，较同业高出 7.87pct，主要系：a) **精细化管理降本增效**，公司环卫服务毛利率显著领先同行，2020 年环服毛利率 34.75%，领先同行 8.30pct。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**，2020 年资产周转率 1.2，是同行均值的 1.45 倍。c) **人均贡献持续提升**，2016-2020 年复合增速高达 21.29%，2020 年达 3.18 万元/人。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。2020 年毛利率同减 0.36pct 至 11.59%，未来有望凭借先发优势份额持续提升。

盈利预测：考虑公司拿单及项目投运进展，我们维持 2021-2023 年净利润预测 6.86/8.15/9.02 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 2.48/2.95/3.26 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/11 倍，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

玉禾田三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,865	3,152	3,678	4,365	营业收入	4,315	5,373	6,518	7,665
现金	1,321	1,451	1,554	2,083	减:营业成本	3,033	4,126	5,005	5,927
应收票据及应收账款	1,030	1,196	1,504	1,671	营业税金及附加	10	8	12	19
存货	9	9	12	13	营业费用	46	32	42	51
其他流动资产	506	496	607	598	管理费用	305	254	328	409
非流动资产	1,683	2,039	2,364	2,669	研发费用	4	5	8	13
长期股权投资	318	613	908	1,203	财务费用	48	54	61	63
固定资产	730	776	806	846	资产减值损失	6	0	0	0
在建工程	0	3	5	6	加:投资净收益	11	9	9	9
无形资产	319	335	338	305	其他收益	30	30	30	30
其他非流动资产	315	312	308	309	资产处置收益	1	1	1	1
资产总计	4,548	5,191	6,042	7,034	营业利润	897	938	1,109	1,236
流动负债	1,492	1,547	1,613	1,750	加:营业外净收支	-31	-8	-11	-14
短期借款	617	617	617	617	利润总额	866	931	1,098	1,222
应付票据及应付账款	371	470	550	658	减:所得税	177	171	201	232
其他流动负债	504	460	446	475	少数股东损益	58	74	82	88
非流动负债	352	335	317	299	归属母公司净利润	631	686	815	902
长期借款	90	73	55	37	EBIT	869	929	1,093	1,206
其他非流动负债	262	262	262	262	EBITDA	1,052	1,117	1,320	1,468
负债合计	1,844	1,882	1,930	2,049	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	145	219	301	389	每股收益(元)	4.56	2.48	2.95	3.26
归属母公司股东权益	2,559	3,090	3,812	4,597	每股净资产(元)	18.49	11.16	13.77	16.61
负债和股东权益	4,548	5,191	6,042	7,034	发行在外股份(百万股)	138	277	277	277
					ROIC(%)	43.0%	46.6%	46.1%	52.0%
					ROE*(%)	25.5%	23.0%	21.8%	19.9%
					毛利率(%)	29.7%	23.2%	23.2%	22.7%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率*(%)	14.6%	12.8%	12.5%	11.8%
经营活动现金流	522	962	818	1,283	资产负债率(%)	40.5%	36.3%	31.9%	29.1%
投资活动现金流	-742	-534	-543	-557	收入增长率(%)	20.0%	24.5%	21.3%	17.6%
筹资活动现金流	992	-298	-172	-197	净利润增长率(%)	101.9%	10.2%	18.1%	10.4%
现金净增加额	771	130	103	529	P/E	20.37	14.60	12.28	11.10
折旧和摊销	183	188	227	262	P/B	5.24	3.24	2.63	2.18
资本开支	404	61	31	10	EV/EBITDA	9.20	8.53	7.19	6.15
营运资本变动	-420	-30	-357	-22					

销售净利率*=归属母公司股东的净利润/营业总收入=销售净利率×归属母公司股东的净利润占比

ROE*=净利润/期末股东权益

数据来源: Wind, 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>