

玉禾田 (300815)

证券研究报告

2020 年 03 月 06 日

琢而生辉，播而生机，耕而收获

深耕环卫二十余载，打造环境综合服务运营商

玉禾田创建于 1997 年，2016 年 7 月在新三板上市；2020 年 1 月在创业板上市。公司主业为物业清洁和市政环卫等环境卫生综合管理服务，市政环卫是指对市政道路、广场、水域、公厕、垃圾中转站等各类城乡公共区域的环境卫生进行综合管理；物业清洁指对写字楼、住宅小区、商业综合体、公共交通枢纽等建筑的公共区域进行环境卫生综合管理。

2015-19 年营收 CAGR 为 34%；归母净利 CAGR 为 48%。2018 年市政环卫营收占比 69.98%；物业清洁营收占比 30.02%；2018 年市政环卫成本合计 15.36 亿元，其中人工成本 11.14 亿元，占比 72.53%。2018 年综合毛利率 18.86%，其中物业清洁毛利率 11.35%，物业清洁毛利率 22.02%。2016-2019 年归母净利分别为 1.08 亿、1.54 亿、1.82 亿、3.13 亿；2016-2019 年归母净利率分别为 8%、8.15%、7.19%、8.7%，近两年持续增长趋势明显。

行业分析：市场容量快速释放，头部企业加速集中

政策利好、城镇化率提升带动行业发展。随着城镇化进程不断推进，城市配套公共基础设施将逐渐增多，城市的生活垃圾处理量将逐渐增加。对于环卫运营商而言，其业务范围将不断扩大，业务规模将不断增长，从而推动环境卫生管理业的稳步增长。**市政环卫：市场化+PPP 打开发展新天地。**由行政主导向市场化体制改革，前景广阔。城乡社区环卫财政支出超 2000 亿。PPP 模式或成未来环卫主要趋势。**物业清洁：差异化竞争加速集中度提升。**物业清洁市场下游客户的需求持续增长，将带动物业清洁的行业规模持续扩大，行业增长空间潜力较大。来随着大型物业清洁企业的品牌影响力不断扩大，大中型客户将倾向于与大型企业进行合作，其市场份额有望不断增加，物业清洁行业的集中度将越来越高。

公司竞争力：坚持标准化精细化品质化，上市开启新篇章

占据先发地位，规模优势为发展保驾护航。精细化管理，服务标准可复制化。环境卫生管理行业属于劳动力密集型行业，对管理水平有较高要求。玉禾田高度重视人员培训、项目管理、客户满意度管理等，为持续扩大公司业务规模和服务区域奠定了坚实的管理基础。**服务标准化：**通过对自身管理经验和经验的总结和积累，玉禾田形成了整套标准化管理流程和服务体系；**管理可复制化：**玉禾田的标准化管理流程和服务体系，保障了先进管理经验和经验的快速复制，为公司持续发展奠定了基础。公司创立了“玉禾田大学”，培养管理人员，推广、复制先进作业方法和管理制度。**深耕主业，打造精品项目提升品牌价值。上市开启新的成长篇章。**玉禾田 IPO 共募集资金总额约 10.8 亿元，主要用于环卫服务运营中心以及智慧环卫项目建设。

首次覆盖，买入评级

公司主业为物业清洁和市政环卫等环境卫生综合管理服务，自成立以来，主营业务未发生变更。经过多年的发展，公司坚持打造专业化、精细化的服务体系，树立了良好的品牌形象，业务覆盖区域不断扩大，现已成为行业内颇具规模和影响力的环境卫生综合管理服务运营商。我们预计公司 20-21 年收入分别为 50.2 亿、68.6 亿；净利分别为 4.6、6.5 亿；考虑到公司在手订单充沛，保证后续几年发展，同时为新股，我们给予其 1 倍 PEG，2020 年 48xpe，对应目标市值 220 亿元。

风险提示：市场竞争风险、管理风险、用工风险、社会保险费补缴风险、融资风险等。

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 110.68 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	138.40
流通 A 股股本(百万股)	34.60
A 股总市值(百万元)	15,318.11
流通 A 股市值(百万元)	3,829.53
每股净资产(元)	8.88
资产负债率(%)	59.75
一年内最高/最低(元)	126.49/35.46

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

石家骏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110001
shijiajun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,151.98	2,816.37	3,594.60	5,017.34	6,864.52
增长率(%)	39.10	30.87	27.63	39.58	36.82
EBITDA(百万元)	287.30	384.47	492.16	693.89	961.07
净利润(百万元)	154.32	182.43	312.78	462.13	654.95
增长率(%)	42.84	18.21	71.45	47.75	41.72
EPS(元/股)	1.12	1.32	2.26	3.34	4.73
市盈率(P/E)	97.45	82.43	48.08	32.54	22.96
市净率(P/B)	30.09	22.04	14.61	10.08	7.01
市销率(P/S)	6.99	5.34	4.18	3.00	2.19
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.12	20.99	14.60

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕环卫二十余载，打造环境综合服务运营商.....	5
1.1. 环卫+物业清洁双轮驱动.....	5
1.2. 实控人周平持股约 43%.....	6
1.3. 2019 年营收 35.95 亿，同比增长 27.63%持续快速增长.....	8
2. 行业分析.....	11
2.1. 政策利好、城镇化率提升带动行业发展.....	11
2.2. 市政环卫：市场化+PPP 打开发展新天地.....	13
2.2.1. 由行政主导向市场化体制改革，前景广阔.....	13
2.2.2. 城乡社区环卫财政支出超 2000 亿.....	13
2.2.3. PPP 模式或成未来环卫主要趋势.....	16
2.2.3.1. 传统模式实现管办分离，提高环卫服务效率.....	16
2.2.3.2. PPP 模式服务费由运营服务费和可用性服务费构成.....	16
2.2.4. 机械化、智能化、一体化成未来趋势.....	17
2.3. 物业清洁：差异化竞争加速集中度提升.....	18
2.3.1. 下游需求持续增长，带动行业规模扩张.....	18
2.3.2. 行业集中度低，未来头部提升市占率可期.....	19
3. 公司竞争力.....	20
3.1. 占据先发地位，规模优势为发展保驾护航.....	20
3.2. 精细化管理，服务标准可复制化.....	20
3.3. 深耕主业，打造精品项目提升品牌价值.....	21
3.4. 上市开启新的成长篇章.....	22
4. 盈利预测与估值.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司物业清洁服务代表项目——深圳宝安国际机场.....	5
图 3：公司物业清洁服务代表项目——深圳北站.....	5
图 4：公司市政环卫业务一览.....	6
图 5：公司股权结构.....	7
图 6：公司及其控股、参股公司情况.....	7
图 7：2019 年营收 35.95 亿元，同比增长 27.63%.....	8
图 8：2018 年市政环卫营收占比最高为 69.98%.....	8
图 9：2018 年市政环卫营收最多为 19.71 亿元.....	8
图 10：PPP 模式营收呈逐年上升趋势明显.....	8
图 11：2018 年营业成本为 22.86 亿，同比+24.8%.....	9

图 12: 2018 年综合毛利率 18.84%	9
图 13: 2018 年市政环卫人工成本 11.14 亿元, 占比 72.53%	9
图 14: 2018 年物业清洁人工成本 6.76 亿元, 占比 90.25%	9
图 15: 2016-2018 年期间费用率分别为 8.78%、8.94%、9.69%	10
图 16: 2019 年归母净利为 3.13 亿元, 同比增长 71.45%	10
图 17: 2019 年归母净利率为 8.71%	10
图 18: 2018 年经营活动产生的现金流净额为 2 亿元, 同比+26.58%	11
图 19: 城镇化进程不断加速	12
图 20: 2017 年末, 我国城市道路清扫保洁面积为 84.20 亿平方米	13
图 21: 2017 年我国县城生活垃圾清运量为 0.67 亿吨	14
图 22: 2017 年我国城市公共厕所数量为 13.61 万座, 县城公厕数量为 4.58 万座	14
图 23: 我国城市市容环卫专用车辆从 2012 年的 11.22 万台增长至 2017 年的 22.80 万台	15
图 24: 2017 年则增长到 2270.45 亿元	15
图 25: 机械化程度呈逐步提升趋势	17
图 26: 公司主办的“玉禾田大学”	21
图 27: 玉禾田清洁管理学院培训专用教材	21
图 28: 项目安全管理案例汇编	21
图 29: 公司海口市环卫一体化 PPP 项目	22
图 30: 公司赣州市环卫一体化 PPP 项目	22
表 1: 行业主要法律法规及规范性文件	11
表 2: 环卫行业主要产业政策	11
表 3: 传统模式与 PPP 模式对比	17
表 4: 物业清洁下游市场发展情况	19
表 5: 公司 IPO 募投项目及金额	22
表 6: 我们预计公司 20-21 年收入分别为 50.2 亿、68.6 亿; 净利分别为 4.6 亿、6.5 亿	23
表 7: 目前行业可比公司为龙马环卫、启迪环境, 2020 年平均估值为 18xPE	23
表 8: 市政环卫合同情况	23
表 9: 物业清洁项目合同情况	23

1. 深耕环卫二十余载，打造环境综合服务运营商

玉禾田创建于 1997 年，前身是深圳市玉禾田物业清洁管理有限公司，经过二十余年的沉淀发展，业务领域涵盖了市政环卫运营、综合物业管理、智慧环卫建设、垃圾分类处理、环保工程、园林绿化等，目前公司已成为国内城市（城乡）环境综合服务运营行业的领军企业。2016 年 7 月在新三板上市；2020 年 1 月在创业板上市。

公司自成立至今，一直以“传承匠人精神、建设美丽中国”为使命，专注于环境卫生管理领域，力图业务做精、做细、做专。

在发展初期，公司立足于珠三角地区，深耕物业清洁市场，承接大量广深地区项目，取得了良好的示范效应，逐步在珠三角地区形成了区域优势。2006 年起，公司业务开始迈出珠三角，布局全国，主攻北京、上海等具有示范效应的发达城市，凭借优质的服务，快速扩大业务规模，参与了“北京奥运会”、“广州亚运会”等大型活动的环境卫生保障工作，品牌形象进一步提升。随着市政环卫行业的市场化程度提高，公司开始布局市政环卫市场，市政环卫业务得到快速发展。

2014 年至今，随着市政环卫市场化改革的逐步深入，越来越多的城市选择将市政环卫业务进行市场化管理和运作；PPP 运营模式在环境卫生管理领域的加速落地，其高门槛、长周期、大体量等特性，有利于市政环卫大型企业的业务拓展和运营管理。在这一阶段，公司的市政环卫业务快速发展，市政环卫业务规模年复合增长率在 50%以上。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 环卫+物业清洁双轮驱动

公司主业为物业清洁和市政环卫等环境卫生综合管理服务，自成立以来，主营业务未发生变更。经过多年的发展，公司坚持打造专业化、精细化的服务体系，树立了良好的品牌形象，业务覆盖区域不断扩大，现已成为行业内颇具规模和影响力的环境卫生综合管理服务运营商。

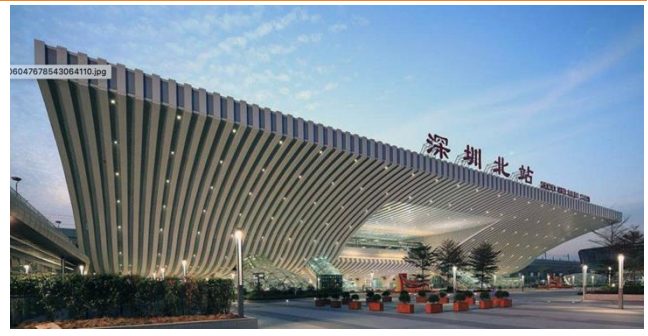
物业清洁指对写字楼、住宅小区、商业综合体、公共交通枢纽等建筑的公共区域（如：楼层走道、公共卫生间、小区公共空间等）进行环境卫生综合管理，包括但不限于：清洁服务、外墙清洗服务以及有害生物防治等。

图 2：公司物业清洁服务代表项目——深圳宝安国际机场

图 3：公司物业清洁服务代表项目——深圳北站



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

物业清洁服务是公司的传统优势业务，通过不断的摸索以及经验积累，公司打造了专业化、精细化的服务体系，积累了大量长期合作的优质客户。

市政环卫是指对市政道路、广场、水域、公厕、垃圾中转站等各类城乡公共区域的环境卫生进行综合管理，主要服务内容包括但不限于：垃圾清扫、收集、垃圾清运、绿化带养护、公厕和垃圾中转站等环卫设施运营管理、市容管理、垃圾分类、重大活动环卫保障等。

图 4：公司市政环卫业务一览



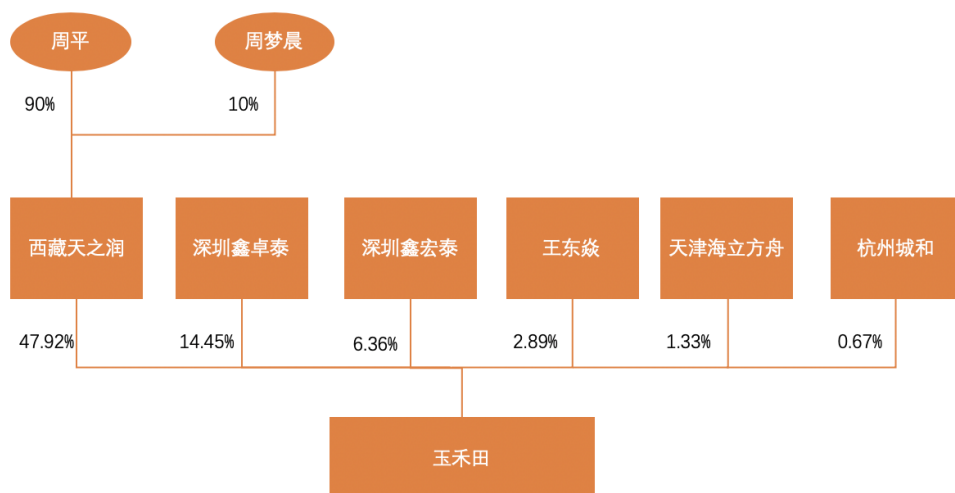
资料来源：公司官网，天风证券研究所

随着环卫市场化改革，公司依托物业清洁服务积累的服务经验和口碑，在市政环卫业务上取得快速发展。目前，公司市政环卫业务覆盖全国十几个省级行政区域，为区域内城乡居民提供标准化、精细化的市政环境卫生管理服务。

1.2. 实控人周平持股约 43%

公司共同实际控制人系周平及周梦晨，周平持有西藏天之润 90% 的股份，周梦晨持有西藏天之润 10% 的股份，二人通过西藏天之润合计控制玉禾田 66,314,792 股股份，占公司总股本的 47.92%。周平与周梦晨为父子关系，因此，二人为玉禾田的共同实际控制人。截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有 31 家全资子公司，10 家控股子公司，2 家参股公司和 47 家分公司。

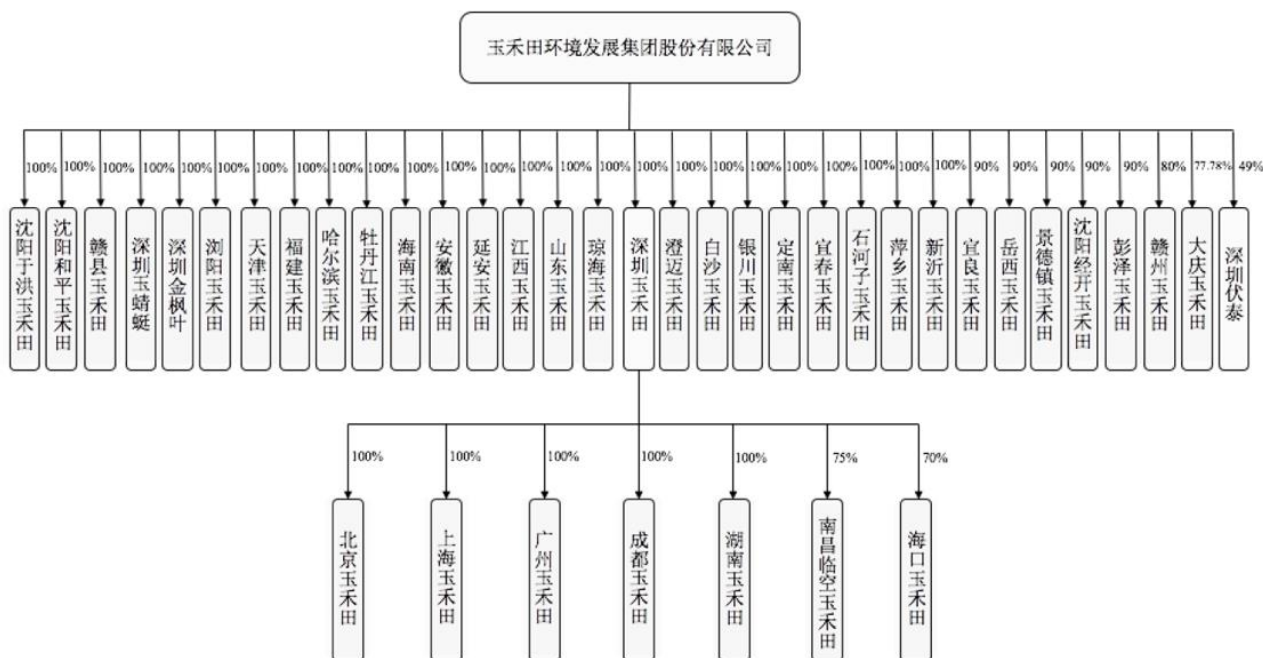
图 5：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司为控股型公司，公司业务主要由下属子公司负责经营，母公司主要负责对各子公司的控制与管理。公司业务布局较广、子公司数量较多，随着业务的发展和扩张，子公司数量将会继续增加。为此，玉禾田已经建立起较为完善的内部管理和控制体系，并制定了《玉禾田环境发展集团股份有限公司控股子公司管理制度》，能够对下属全资及控股子公司的经营管理、人事管理、财务管理、审计监督等方面进行有效管理。

图 6：公司及其控股、参股公司情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

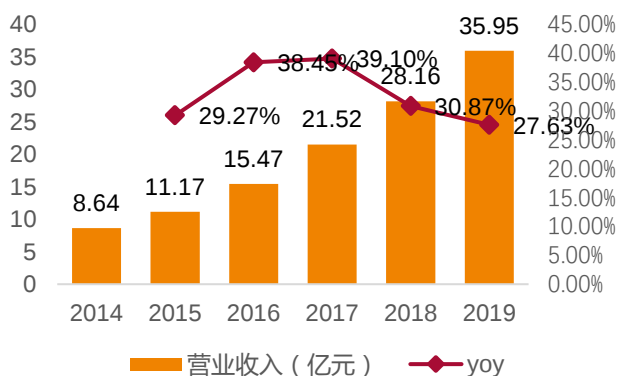
玉禾田为控股型公司，业务主要通过子公司展开。公司及下属子公司拥有独立开展业务所需的各项经营资质、许可；拥有独立完整的人事管理体系；拥有直接面向市场独立经营和开拓业务的能力。公司持续完善各项制度，逐步实现服务标准化和管理可复制化，各子公司在项目实施过程中重视员工培训、项目管理、客户满意度，在行业内取得了良好的

口碑，建立了自身的品牌，在同行业的竞争中具有市场先发优势、规模优势和品牌形象优势。故总体来看，公司具有较强的获取客户的能力，报告期内公司来自市政环卫业务领域的客户持续增加。

1.3. 2019 年营收 35.95 亿，同比增长 27.63%持续快速增长

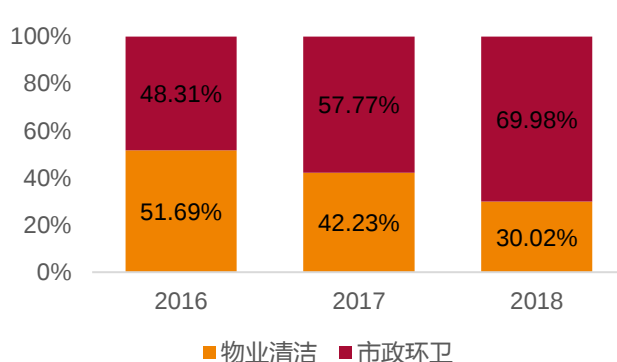
2019 年营收 35.95 亿元，同比增长 27.63%。2014-2019 年公司经营规模不断扩大，营业收入稳步增长，营业收入分别为 8.64 亿元、11.17 亿元、15.47 亿元、21.52 亿元、28.16 亿元、35.95 亿元，呈逐年增长的趋势，同比增长分别为 29.27%、38.45%、39.10%、30.87%、27.63%。

图 7：2019 年营收 35.95 亿元，同比增长 27.63%



资料来源：招股说明书，业绩快报，天风证券研究所

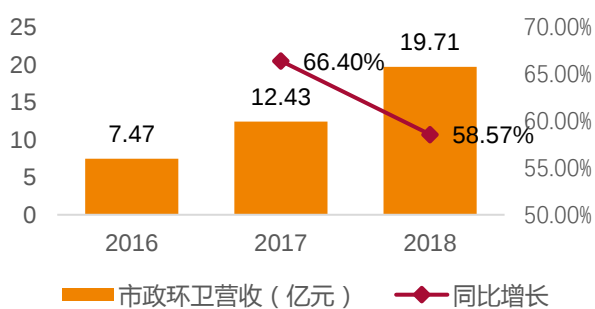
图 8：2018 年市政环卫营收占比最高为 69.98%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

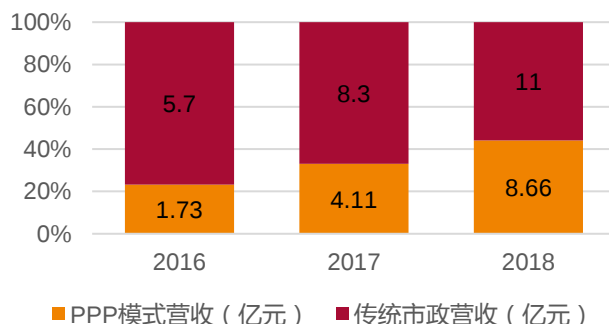
公司主营业务为物业清洁和市政环卫业务，2018 年市政环卫营收占比最高为 69.98%；物业清洁营收占比 30.02%；具体来看，2016-2018 年物业清洁营收呈逐渐下降趋势，市政环卫营收呈逐渐上升趋势，其中 PPP 模式营收呈逐年上升趋势明显，18 年 PPP 模式营收为 8.66 亿元，占比 43.96%

图 9：2018 年市政环卫营收最多为 19.71 亿元



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：PPP 模式营收呈逐年上升趋势明显



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

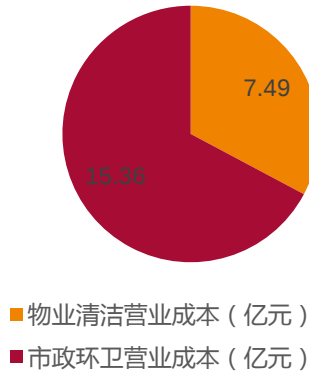
2018 年营业成本 22.86 亿，同比增长 24.28%。具体来看，2014-2018 年营业成本分别为：6.84 亿元、8.84 亿元、12.32 亿元、17.31 亿元、22.86 亿元，同比增长分别为 22.62%、28.25%、28.83%、24.28%。

营业成本主要分为物业清洁营业成本和市政环卫营业成本，2018 年两项成本分别为 7.49 亿元、15.36 亿元，市政环卫营业成本占比较大。

2018 年市政环卫成本合计 15.36 亿元，其中人工成本 11.14 亿元，占比 72.54%；车辆费用 1.7 亿元，占比 11.1%；折旧摊销 0.94 亿元，占比 6.13%；材料费 0.42 亿元，占比 2.73%；服务采购费 0.41 亿元，占比 2.67%；其他为 0.74 亿元，占比 4.84%。

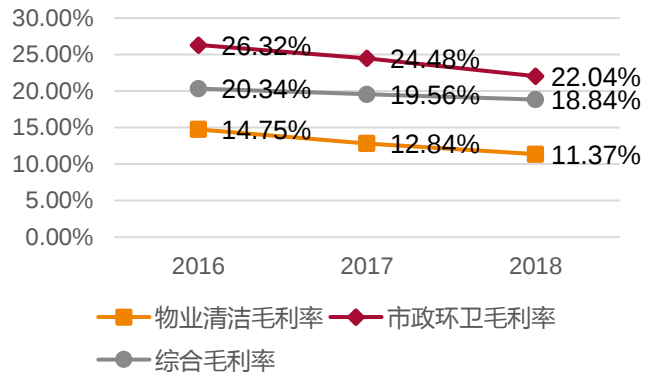
2018 年物业清洁成本合计 7.49 亿元，其中人工成本 6.76 亿元，占比 90.26%；服务采购 0.34 亿元，占比 4.48%；材料费 0.22 亿元，占比 2.93%；其他为 0.17 亿元，占比 2.34%。

图 11：2018 年营业成本为 22.86 亿，同比+24.8%



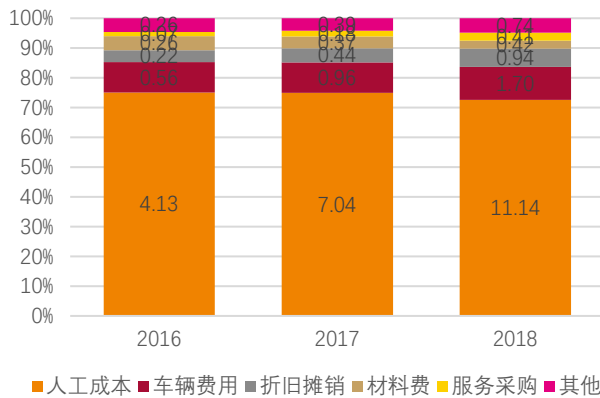
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：2018 年综合毛利率 18.84%



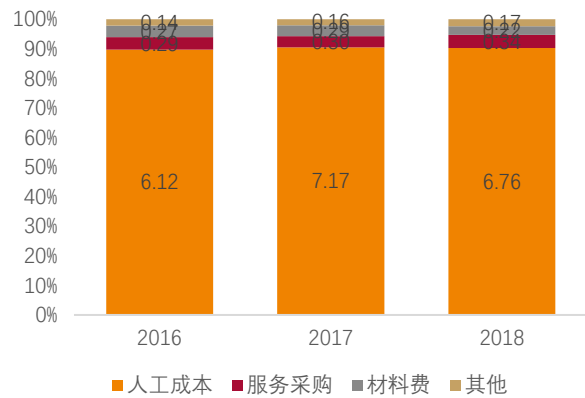
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：2018 年市政环卫人工成本 11.14 亿元，占比 72.53%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：2018 年物业清洁人工成本 6.76 亿元，占比 90.25%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018 年综合毛利率 18.84%，其中物业清洁毛利率 11.37%，市政环卫毛利率 22.04% 高于物业清洁的毛利率。2016-2018 年综合毛利率、物业清洁毛利率、市政环卫毛利率都有小幅度下降趋势。2016-18 年综合毛利率分别为 20.34%、19.56%、18.84%。

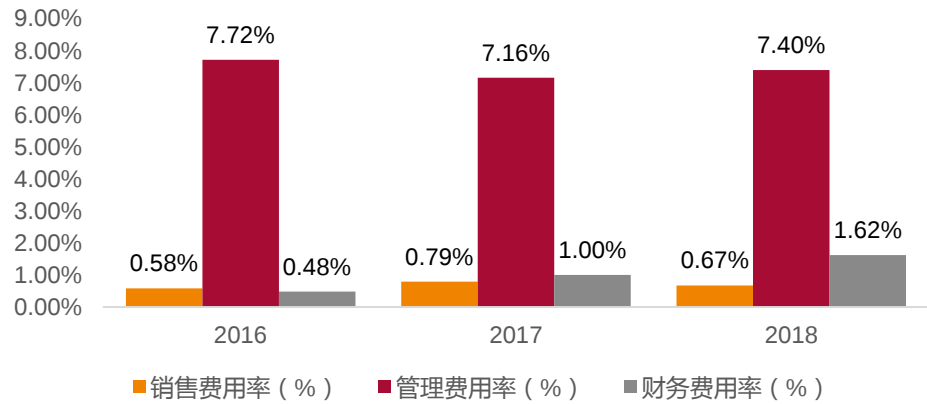
毛利率呈现下降趋势主要系公司不断改善员工待遇，同时不断完善劳动用工的规范性，员工社保、公积金的费用有所上升，导致单位人工成本有所上升；物业清洁业务由众多项目构成，不同项目之间的毛利率有所差异，不同期间项目构成的不同导致物业清洁毛利率有所差异。

2016-18 年市政环卫业务毛利占比逐年提高，成为公司主要利润来源，原因主要系公司以市政环卫市场化为契机，加大了对市政环卫市场的业务开拓，实现市政环卫业务收入的快速增长。

2016-2018 年期间费用率分别为 8.78%、8.94%、9.69%；期间费用分别为 1.36 亿元、

1.92 亿元、2.73 亿元，其中管理费用占比最大，2016-2018 年管理费用率分别为 7.72%、7.16%、7.40%。

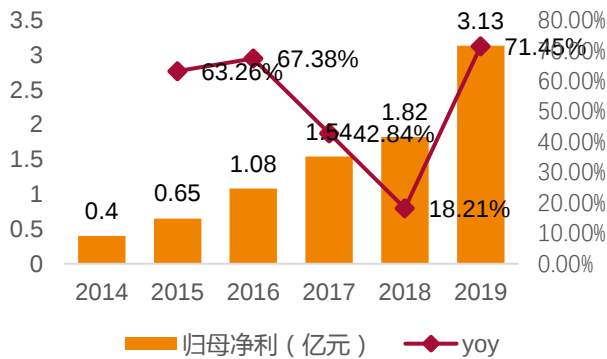
图 15：2016-2018 年期间费用率分别为 8.78%、8.94%、9.69%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

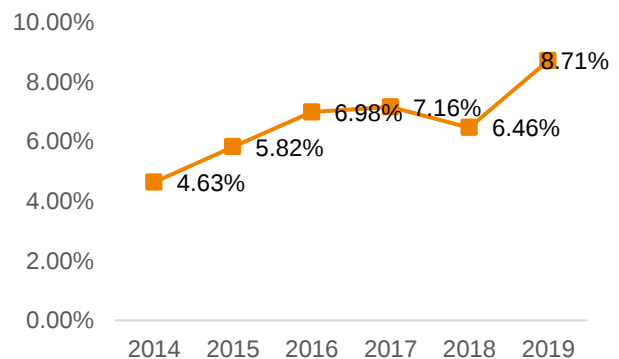
2019 年归母净利润为 3.13 亿元，同比增长 71.45%，归母净利率 8.71%，逐年递增。2016-2018 年公司的归母净利分别为 1.08 亿元、1.54 亿元、1.82 亿元，呈逐年增长的趋势，分别同比增长 67.38%、42.84%、18.21%。2016-2019 年归母净利率分别为 6.98%、7.16%、6.46%、8.71%。

图 16：2019 年归母净利润为 3.13 亿元，同比增长 71.45%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

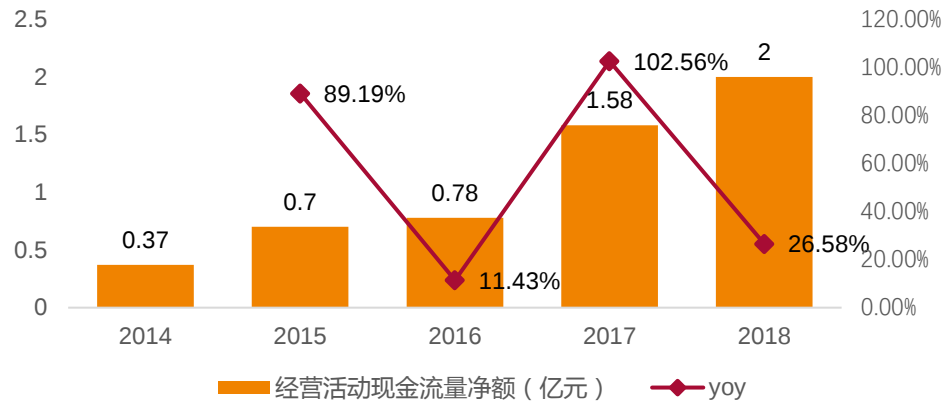
图 17：2019 年归母净利率为 8.71%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年经营活动产生的现金流净额为 2 亿元，同比+26.58%。2016-2018 年公司经营活动现金流量净额分别为 0.78 亿元、1.58 亿元、2 亿元，分别同比增长 11.43%、102.56%、26.58%。公司经营活动产生的现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成，现金支出主要由采购原材料、支付的职工薪酬及税费等构成。

图 18：2018 年经营活动产生的现金流净额为 2 亿元，同比+26.58%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业分析

2.1. 政策利好、城镇化率提升带动行业发展

随着对城乡环境卫生问题的逐步重视和城乡社区环境卫生财政支出的不断增加，我国政府和立法机关针对市政环境卫生管理行业出台一系列法律法规和发展规划，引导和规范行业健康快速发展。

表 1：行业主要法律法规及规范性文件

时间	名称	主要内容	发文部门
2007	城市生活垃圾管理办法	法律规定应当建设城乡生活垃圾分类收集和资源化利用设施，建立和完善分类收集和资源利用体系，提高生活垃圾资源化率。	原建设部
2013	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	提出必须全面深化改革，确立了城市公共服务市场化趋势。	中共中央
2014	政府和社会资本合作项目政府采购管理办法	办法对 PPP 项目采购的程序、争议处理和监督检查等方面作出具体规定，从而规范 PPP 项目政府采购行为。	财政部
2015	政府采购法实施条例	条例明确国务院财政部门应当同国务院有关部门制定政府采购政策，通过制定采购需求标准、预留采购份额、优先采购等措施，实现节约能源、保护环境、促进中小企业发展等目标	国务院

资料来源：国务院、财政部等、天风证券研究所

表 2：环卫行业主要产业政策

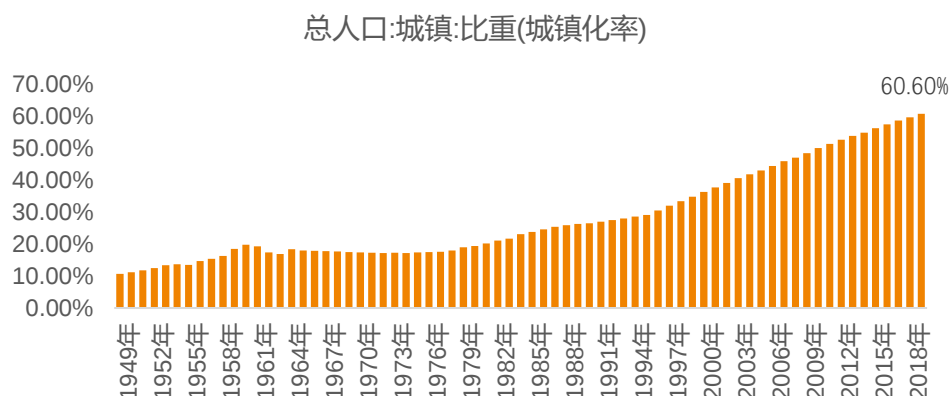
时间	名称	主要内容	发文部门
2002	关于加快市政公用行业市场化进程的意见	意见提出要开放市政公用行业市场及建立市政公用行业特许经营制度	原建设部
2011	国务院批转住房城乡建设部等部门关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知	通知提出要全面提高城市生活垃圾处理能力和水平，加大政策支持力度，拓宽投入渠道的同时，充分调动社会资金参与城市生活垃圾处理设施建设和运营的积极性。	国务院
2015	关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见	地方政府通过采取 PPP 模式引入社会资本，将道路清扫保洁、垃圾运输、环卫设施建设等推向市场，实行市场化运作。	财政部

2015	关于全面推进农村垃圾治理的指导意见	意见指出建立村庄保洁制度，拥有稳定的存在保洁队伍，根据实际情况合理配置保洁员，全面治理生活垃圾，建设垃圾集中收集点，配备收集车辆，推进农村生产废弃物资源化使用。到 2020 年，全国 90% 以上村庄的生活垃圾得到有效治理。	住建部、中央农村工作领导小组办公室等十部委
2016	“十三五”节能减排综合工作方案	方案提出加强生活垃圾回收处理设施建设，强化对生活垃圾分类、收运、处理的管理和督导，提升城市生活垃圾回收处理水平，全面推进农村垃圾治理，普遍建立村庄保洁制度，推广垃圾分类和就近资源化利用，到 2020 年，90%以上行政村的生活垃圾得到处理。	国务院
2017	关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知	通知提出政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。有序推进存量项目转型为 PPP 模式。尽快在该领域内形成以社会资本为主，统一、规范、高效的 PPP 市场，推动相关环境公共产品和服务供给结构明显优化。	财政部、住建部、农业部、环保部
2019 年	住房和城乡建设部等部门关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知	各地级城市应于 2019 年底前，编制完成生活垃圾分类实施方案，到 2020 年，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统。其他地级城市实现公共机构生活垃圾分类全覆盖。到 2022 年，各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖，其他各区至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2025 年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。	住建部等九部委

资料来源：国务院、财政部、住建部等、天风证券研究所

城镇化进程不断加速。环境卫生管理行业作为城市管理服务行业的重要组成部分，其发展状况在一定程度上受到城市基础设施建设的影响。随着国家经济不断发展，城镇化进程不断加快，2017 年从城乡结构看，城镇常住人口 81,347 万人，比上年末增加 2049 万人；乡村常住人口 57,661 万人，减少 1312 万人，城镇化率为 58.52%。随着城镇化进程的不断推进，城市配套公共基础设施将逐渐增多，城市的生活垃圾处理量将逐渐增加。对于环卫运营商而言，其业务范围将不断扩大，业务规模将不断增长，从而推动环境卫生管理业的稳步增长

图 19：城镇化进程不断加速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 市政环卫：市场化+PPP 打开发展新天地

2.2.1. 由行政主导向市场化体制改革，前景广阔

市政环卫是城市公用事业的一部分，工作内容为对城市环境卫生和市容市貌进行管理和维护，主要包括：①城乡道路、广场等公共区域的清扫保洁、洒水作业；②居民区、城乡道路、公共区域、水域的生活垃圾收集、清运；③环卫设施如公厕、垃圾箱、垃圾中转站的建设、维护和运营；④城市垃圾、粪便、特种垃圾的终端无害化处理；⑤城市市容景观绿化的规划、建设和养护等。

市政环卫行业发展之初，以行政主导为主，主要由政府部门及其下属单位负责市政环卫服务项目的实施与监管。随着我国经济体制改革的不断推进，市政环卫行业开始进行市场化改革，沿海发达城市率先实行政府公共服务采购试点。随着 2013 年十八届三中全会的召开，要求加大政府购买公共服务力度，市政环卫行业市场化改革进入大规模推广阶段，市政环卫服务项目逐步更多的交由市场化的第三方企业运作，从而实现管办分离，提高市政环卫服务质量，进一步改善居民生活环境。

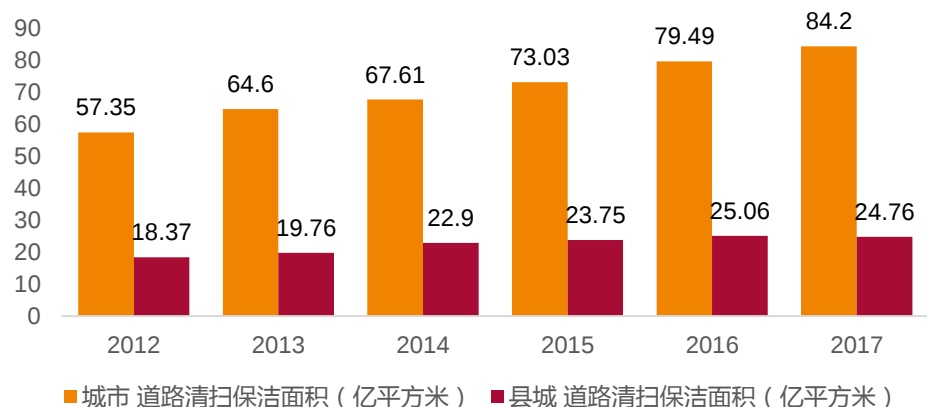
市政环卫的资金来源主要是财政专项经费，为城乡社区环境卫生支出的重要组成部分，属于刚性支出，该行业受宏观经济调控因素影响较小。随着城镇化水平的逐渐提高和市民环保观念的日益加强，城镇的市政环卫需求保持上升趋势。

同时，党的十九大作出重大决策部署，实施乡村振兴战略，以建设美丽宜居村庄为导向，以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，未来农村区域的市政环卫将快速发展，增长潜力较大。因此，市政环卫业务的需求强劲，市场空间广阔。

2.2.2. 城乡社区环卫财政支出超 2000 亿

近年来，随着城镇化进程不断推进，环卫市场化改革不断深入以及农村环卫重视度不断提高，我国环卫市场的服务需求日益旺盛。根据国家统计局公布的数据，2017 年末我国城市道路清扫保洁面积为 84.20 亿平方米，县城道路清扫保洁面积为 24.76 亿平方米，较 2012 年分别增长了 46.82%和 34.78%。

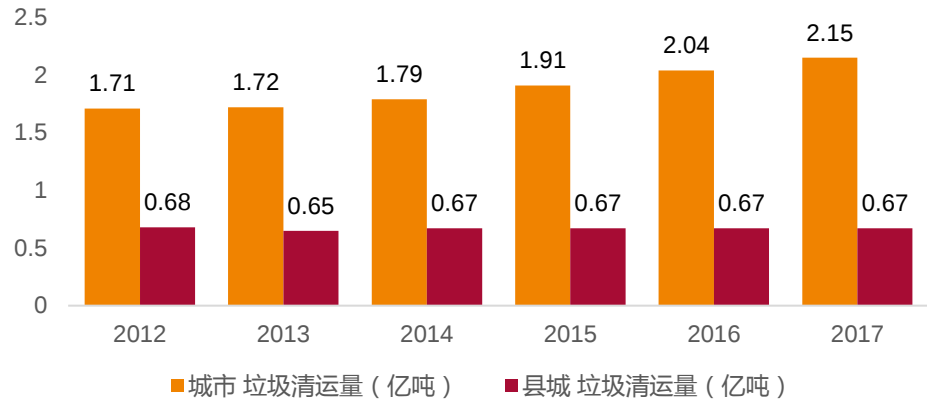
图 20：2017 年末，我国城市道路清扫保洁面积为 84.20 亿平方米



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2017 年我国城市生活垃圾清运量为 2.15 亿吨，比 2012 年增加 25.73%，城市生活垃圾清运量增速明显。同时，2017 年我国县城生活垃圾清运量为 0.67 亿吨，占城市生活垃圾清运量的比重为 31.16%。

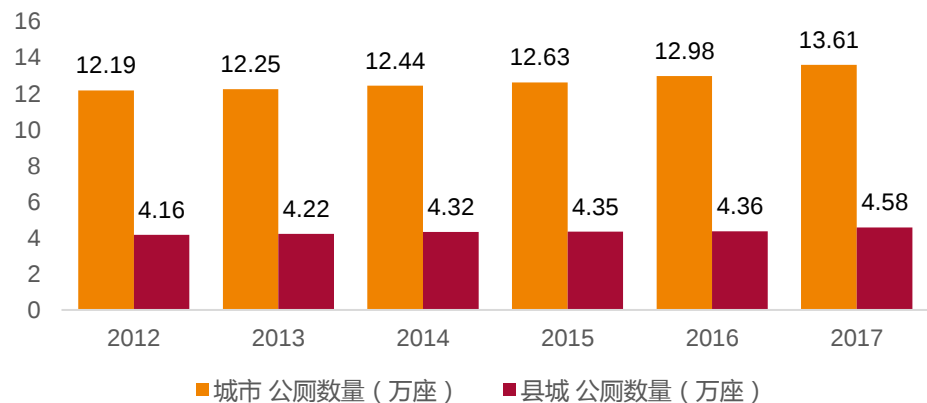
图 21：2017 年我国县城生活垃圾清运量为 0.67 亿吨



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2017 年我国城市公共厕所数量为 13.61 万座，县城公厕数量为 4.58 万座，2012-2017 年保持逐年增长的态势。

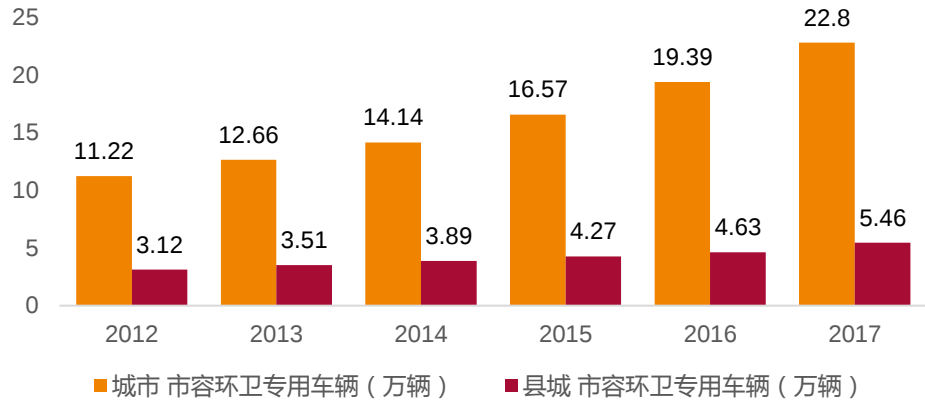
图 22：2017 年我国城市公共厕所数量为 13.61 万座，县城公厕数量为 4.58 万座



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着市政环卫行业的市场需求不断增加，行业投入规模也逐渐扩大。市政环卫行业的重要固定资产投入为市容环卫专用车辆设备。我国城市市容环卫专用车辆从 2012 年的 11.22 万台增长至 2017 年的 22.80 万台，县城市容环卫专用车辆从 2012 年的 3.12 万台增长至 2017 年的 5.46 万台，呈现持续增长态势。

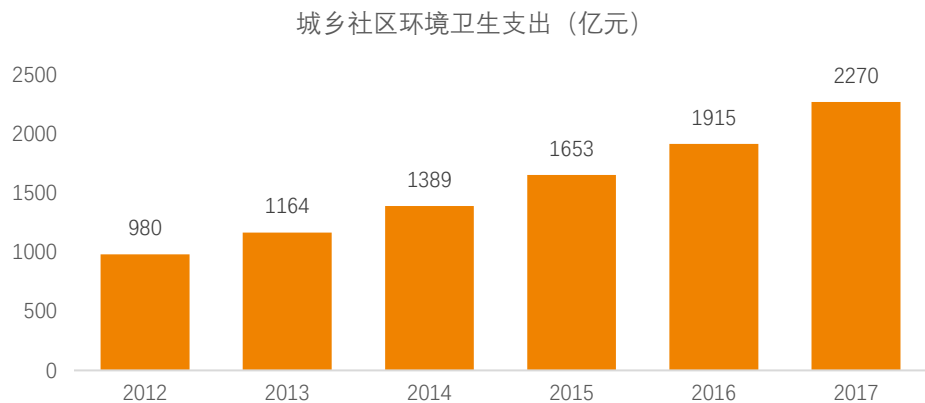
图 23：我国城市市容环卫专用车辆从 2012 年的 11.22 万台增长至 2017 年的 22.80 万台



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在市政环卫行业快速增长的同时，各地政府关于市政环卫的财政投入力度逐年加大。城乡社区环境卫生支出主要用于城乡社区道路清扫、垃圾清运与处理、园林绿化、公厕建设等方面的支出。2012 年全国的城乡社区环境卫生公共财政支出为 980.46 亿元，2017 年则增长到 2270.45 亿元，年复合增长率为 18.29%。

图 24：2017 年则增长到 2270.45 亿元



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

如上所述，2012-2017 年我国城市和县城的道路清扫保洁面积、垃圾清运量、公厕数量等均呈现增长的态势，相应财政支出不断增加。2017 年我国城乡社区环境卫生支出已超过 2000 亿元。随着环卫市场化改革进程的加快，越来越多的政府市场环卫主管部门通过政府购买服务的方式委托市场化第三方企业运营，我国的环卫市场空间不断扩大。

我国市政环卫业务原主要集中于城市地区，农村地区相对薄弱。近些年国家高度重视农村的发展建设，住建部、中央农村工作领导小组办公室等十部委 2015 年出具《关于全面推进农村垃圾治理的指导意见》，该意见提出到 2020 年，全国 90%以上村庄的生活垃圾得到有效治理。农村环卫市场已经成为了环卫服务市场的重要组成部分，政府不断加大对农村环卫服务的投入力度，整县推进、全局治理的城乡一体化环卫服务项目不断涌现，市政环卫服务的市场规模进一步扩大，为行业内企业的发展创造了良好的发展机遇。

根据对市场公开信息的不完全统计，2018 年 1-6 月我国市政环卫服务项目中标项目首年服务金额超过 200 亿元（2017 年全年为 300 多亿元），中标项目合同超过 1000 亿元

(2017 年全年为 1700 多亿元)。

2.2.3. PPP 模式或成未来环卫主要趋势

2.2.3.1. 传统模式实现管办分离，提高环卫服务效率

传统模式，主要是指各地环卫主管部门通过政府采购，向市政环卫服务提供商采购环卫服务，与其签署相应的环卫服务运营协议，服务商自行配置环卫车辆等作业设备，通过接收客户原有人员或社会化招聘聘用员工，按照合同约定提供服务，由服务商对合同约定的各项内容进行专业化管理，主管部门对服务商的工作和成果进行日常监督和检查，根据合同约定支付运营服务费用。

该种模式下，服务提供商根据城市差异化的特点为其量身定制适当的综合环卫服务方案，同时辅以规范化、专业化的运作，而政府从实际操作者变为监督者，实现管办分离，提高环卫服务的效率、质量，从而改善城市的市容环境。同时，服务提供商自行配置作业车辆等作业设备所有权归服务提供商自行所有，服务提供商不承担未来移交的义务，也不承担公厕、垃圾中转站等环卫设施的投资和建设的义务，客户的付费主要针对服务商提供的服务，未包括自行配置的作业车辆等作业设备。

2.2.3.2. PPP 模式服务费由运营服务费和可用性服务费构成

2015 年，国务院办公厅印发《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》，明确提出在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式，即 PPP 模式 (Public-Private-Partnership)，该种模式是指政府与私人组织之间，为了合作建设城市基础设施项目，或是为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务。

目前，各地政府开始在市政环卫领域推行 PPP 模式。在该种模式下，市政环卫项目的运作方式主要包括建设-运营-移交 (BOT)、转让-运营-移交 (TOT) 和改建-运营-移交 (ROT) 等。

服务提供商获取 PPP 模式下的市政环卫项目后，与当地政府相关部门签订特许经营协议并成立项目公司开展业务，特许经营期一般为 8-20 年。在特许经营权期满后，项目公司按照合同约定将有关资产移交给特许权授予方或其指定的单位。

PPP 模式的市政环卫项目，由政府主管部门支付服务费。服务费本质上由两方面构成，分别是运营服务费和可用性服务费。运营服务费主要是指服务提供商提供符合合同规定标准的运营维护服务而获得的服务收入；可用性服务费主要是指服务提供方为完成项目设施建设和设备配置投入的资本性总支出而需要获得的服务收入，主要包括项目投资本金及必要的合理回报。

PPP 模式的市政环卫项目合同约定的服务费内容一般主要包括两种形式，其一，政府主管部门仅明确约定运营服务费，服务商提供项目设施建设和设备配置等资本性投入的回报包含在运营服务费中，不单独约定和支付；其二，政府方支付运营服务费+可用性服务费，将运营服务费和可用性服务费分开核算和支付。上述两种支付形式，在玉禾田的 PPP 市政环卫业务中都有体现。

表 3：传统模式与 PPP 模式对比

项目	传统模式	PPP 模式
运营主体	设立子公司或分公司	设立项目公司，且大多与客户指定单位合资组建项目公司
业务获取	主要通过招投标等公开竞争方式	竞争性磋商/招投标等公开竞争
资产移交	合同到期不需移交资产	合同到期需移交资产
付费主体	政府方付费	与传统模式相同
付费内容	运营服务费	运营服务费和可用性服务费
运营方式	玉禾田负责日常管理	与传统模式相似，由项目公司直接管理
结算周期	大多按月或季度结算	与传统模式相同

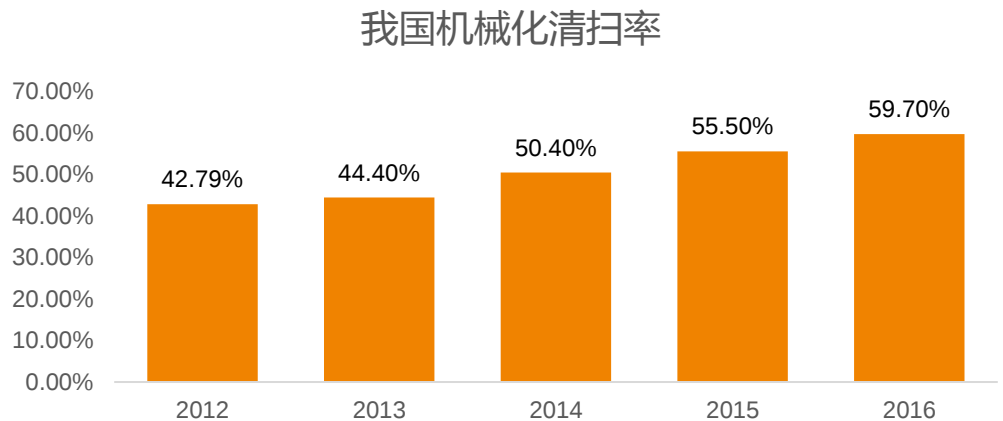
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.4. 机械化、智能化、一体化成未来趋势

机械化程度呈逐步提升趋势。国务院住建部城乡建设统计公报显示，近几年我国市政环卫机械化进程较快，机械化清扫率从 2012 年的 42.79%提升到 2016 年的 59.70%，环卫机械化程度的提升有助于提高环卫行业的作业效率和作业质量。

随着环卫车辆制造行业的快速发展，生产的环卫车辆也越来越可以满足客户对清扫质量的要求。环卫企业通过加大环卫车辆的采购力度，不断提高服务项目的机械化程度，从而进一步改善服务质量和服务水平。

图 25：机械化程度呈逐步提升趋势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

环卫信息化和智能化水平不断提高。环卫信息化和智能化，是指运用信息技术，特别是计算机技术、网络技术、通信技术、控制技术等，改善环卫系统运作和管理模式，提高环卫系统的运作效率和服务水平。当前我国的环卫信息化和智能化建设处于起步阶段，但随着智慧环卫投入力度的加大和技术进步的推动，环卫信息化系统功能不断增强，并呈现以下方面的发展趋势：1）整合各方资源，构建环卫大平台；2）结合物联网新技术，进一步提高环卫信息系统的效率；3）重视数据分析建设，优化环卫决策支持。

环卫一体化趋势日益凸显。随着环卫市场化改革的深入，环卫一体化的趋势越来越明显。环卫一体化的发展趋势主要体现在以下几个方面：1）城乡一体化，其涵盖城区、乡镇、村庄的道路、公路、河道等一体化环卫作业，随着乡村振兴战略和对农村人居环境的重视，城乡一体化是未来重要发展趋势；2）水陆一体化，其包括道路清扫保洁和水域保洁养护，水域保洁的作业内容包括“河道、池塘、湖泊、水库”等水域、水体的保洁及养护，水陆一体化具有明显的地域特征，比较常见于河道密集的南方地区；3）全产业链化，

其是指针对垃圾固废的收集、运输、处理全部由一家运营商提供，从而明确责任主体，提高管理效率，目前主要适用于固废垃圾全产业链的企业；4）投资建设和运营服务一体化，环卫服务企业通过 PPP 模式提供整体前端的环卫车辆、设备和相关基础设施的规划、建设和后端的运营服务；5）服务区域扩大化，单一服务项目的区域逐步从早期的一个街道、片区逐步扩大到大中型城市的一个区、整个城市等，对运营服务企业的资金实力、管理能力和服务质量提出更高的要求。

市政环卫领域的竞争对手较多，主要包括启迪桑德、龙马环卫、新安洁、侨银环保、北环集团等具有一定规模和行业地位的企业。根据该等竞争对手的公告资料或者其他相关的互联网公开信息，公司市政环卫领域的主要竞争对手情况如下所示：

（1）启迪桑德环境资源股份有限公司

启迪桑德环境资源股份有限公司为深交所上市公司，股票代码 000826。主营业务包括固体废弃物处置系统集成、环保设备研发制造与销售、城乡环卫一体化、再生资源回收与利用及特定区域市政供水、污水处理项目的投资运营服务等。2017 年环卫业务的营业收入为 17.88 亿元。

（2）福建龙马环卫装备股份有限公司

福建龙马环卫装备股份有限公司为上交所上市公司，股票代码 603686。主营业务包括环卫清洁装备、垃圾收转装备、新能源及清洁能源环卫装备等环卫装备的研发、生产与销售以及环卫产业运营服务等。2018 年环卫产业服务的营业收入为 10.43 亿元。

（3）重庆新安洁景观园林环保股份有限公司

重庆新安洁景观园林环保股份有限公司为新三板挂牌公司，证券代码为 831370。主营业务包括市政道路清扫、社区道路清扫、立面保洁、水域保洁、生活垃圾前端收运；绿化工程、景观绿化管护；公共物业管理、生化池清掏、疏浚等。2017 年实现营业收入 3.51 亿元。

2.3. 物业清洁：差异化竞争加速集中度提升

2.3.1. 下游需求持续增长，带动行业规模扩张

物业清洁是指采用清洁剂、清洁设备和清洁用具对相关物业的地面、墙面、相关设施和设备的表面污染物或覆盖层进行专业化的清洁、消毒和养护。从上游供应商的角度，可以将物业清洁市场分为产品市场和服务市场。

物业清洁服务提供商的作业区域主要集中在住宅小区、办公楼、城市综合体、公共交通枢纽等场所，其主要通过竞争性谈判或者招投标等方式获取业务合同，服务的客户主要包括物业管理公司、公共交通枢纽的运营公司等。

服务方按照合同要求，组织人员按照合同约定提供服务，客户对服务的质量进行考核评价，按照合同约定向服务方支付费用。

我国物业清洁市场需求出现于 20 世纪 90 年代初，相比较发达国家，发展时间相对较短。但随着我国改革开放进程不断的推进，市场经济发展越来越快，高档酒店、商业写字楼、高铁站、机场等公共场所逐渐增多，从而催生了物业清洁市场的兴起。

中国物业清洁市场经过二十多年的成长，目前已进入快速发展期。和国外成熟市场相比，目前中国物业清洁市场所具备的特点是高增长率、供应商数量众多。物业清洁市场需求主要受下游商品房、写字楼、商业综合体、公共交通枢纽（包括但不限于高铁、地铁和机场等）的市场情况影响，下游市场的发展将带动物业清洁市场的发展。

表 4：物业清洁下游市场发展情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	复合增长率
商品房面积（亿平方米）	11.13	13.06	12.06	12.85	15.73	16.94	8.76%
办公楼面积（万平方米）	2254	2883	2505	2913	3826	4756	16.11%
城轨长度（公里）	2064	2539	3173	3618	4153	5033	19.52%
高铁里程（万公里）	0.94	1.10	1.65	1.98	2.20	2.50	21.61%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

商品房和办公楼是物业清洁的主要作业对象，商品房和办公楼销售市场的发展对物业清洁行业发展有较大的促进作用。我国商品房的销售面积从 2012 年的 11.13 亿平方米增长至 2017 年的 16.94 亿平方米，复合增长率为 8.76%，办公楼的销售面积从 2012 年的 2,254 万平方米增长至 2017 年的 4,756 万平方米，复合增长率为 16.11%。总体来看，我国商品房和办公楼销售面积增速较快，保持在 GDP 增长速度之上，随着商品房和办公楼存量的不断增加，相应的物业清洁的市场需求量将继续保持增长的态势。

随着城市公共交通的快速发展，公共交通枢纽的清扫保洁逐渐成为物业清洁行业的重要服务内容，其中主要包括城市轨道交通站点和高铁站台的清扫保洁。2012-2017 年，城轨的运营长度从 2,064 公里增长至 5,033 公里，高铁的里程从 0.94 万公里增长至 2.5 万公里，复合增长率分别为 19.52%和 21.61%。总体来看，城市公共交通发展迅速，增长速度远高于经济增速，公共交通枢纽的增加将带动物业清洁市场需求的提高。

除了下游服务对象和服务范围的增加外，随着经济的发展和居民生活水平的提高，对写字楼、住宅小区、商业综合体、公共交通枢纽等建筑的环境卫生要求也不断提高，一方面增加了市场需求量，另一方面对服务商的服务品质、品牌和口碑要求越来越高。

综上，物业清洁市场下游客户的需求持续增长，将带动物业清洁的行业规模持续扩大，行业增长空间潜力较大。

2.3.2. 行业集中度低，未来头部提升市占率可期

目前，我国物业清洁行业企业数量众多，但全国性布局的物业清洁企业很少，大多数只服务于当地市场，缺乏跨地区开拓市场的能力。这样就形成了大型物业清洁企业数量较少，中小型物业清洁企业数量众多的竞争格局。

大多数物业清洁服务企业的业务主要集中在住宅小区和写字楼等领域，市场较为成熟，参与竞争的主体相对较多，市场竞争较为激烈，而地铁、高铁、机场等大型公共设施领域、大型商业综合体、高端住宅小区和写字楼等领域的物业清洁业务，对于供应商的过往业绩、服务品质等要求较高，对供应商的综合管理能力和品牌提出较高的要求，因此，该部分业务参与竞争的主体主要为全国性布局的物业清洁公司以及具有一定规模的当地物业清洁公司，竞争强度相对较小。随着行业不断的发展，未来中高端服务将更具发展潜力，行业结构将不断优化，部分企业优势将不断凸显，行业集中度将有所提高。

行业集中度有望不断提高。目前，我国的物业清洁企业遍布全国各地，大多数企业规模较小，整个行业的集中度较低。随着客户对服务品质的要求越来越高，行业的进入门槛也越来越高，客户对供应商的历史业绩和市场口碑提出一定的要求。对于大型物业管理公司，其比较注重历史合作经历，对于服务质量较好的供应商，对方通常愿意与其进行跨区域合作。对于公共交通枢纽的运营公司，在选择供应商时，会要求供应商具备公共交通枢纽清洁的服务经验，同时具备一定的资金实力以保障项目的稳定开展。

因此，未来随着大型物业清洁企业的品牌影响力不断扩大，大中型客户将倾向于与大型企业进行合作，其市场份额有望不断增加，物业清洁行业的集中度将越来越高。

服务的机械化水平不断提高。随着人们生活与消费水平的提高，客户对清洁服务的规范、品质要求越来越高，针对物业清洁行业开发的智能化、自动化的专用设备不断涌现，与此同时，随着人力成本的不断上升，也会促使运营商更多的选择由机械代替人工进行作业。因此，未来物业清洁服务的机械化水平将不断提高。

3. 公司竞争力

3.1. 占据先发地位，规模优势为发展保驾护航

玉禾田自成立之初至今，持续致力于环境卫生管理领域，以“传承匠人精神、建设美丽中国”为使命。环境卫生管理行业是劳动力密集型的服务行业，目前玉禾田已成为拥有超过五万名员工，服务超过一千家物业清洁客户和超过两百家市政环卫客户，在环境卫生管理领域积累了较多的优质客户和丰富的服务经验，先后获得广东省著名商标企业、重合同守信用企业、深圳市高技能人才培训基地、深圳市再就业基地等荣誉称号，公司经营规模处于行业前列，在与同行业的竞争中具有市场先发优势和规模优势。

3.2. 精细化管理，服务标准可复制化

环境卫生管理行业属于劳动力密集型行业，对管理水平有较高要求。玉禾田高度重视人员培训、项目管理、客户满意度管理等，为持续扩大公司业务规模和服务区域奠定了坚实的管理基础。在获得 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 管理体系认证的基础上，持续完善各项制度，逐步实现服务标准化和管理可复制化。

服务标准化。通过对自身管理经验和服务经验的总结和积累，玉禾田形成了整套标准化管理流程和服务体系：针对不同项目场景、室内外环境、客户事件性需求，均有精细化、标准化的作业实施方案，针对作业中的主要环节均有可执行、可检验的操作要求；对服务品质制定了清晰、严格的检验标准；在人员组织、技能及安全培训、设备配置、现场作业方案制定及实施、物资准备、后勤保障、服务后的品质稽核等方面形成完整的管理流程。

玉禾田建立了一系列规章制度，确保上述标准化的管理流程和服务规范能够落实。一方面，公司通过完整、严格的基层培训、管理人员培训及考核，使员工充分理解作业规范，掌握工作技能；另一方面，在项目实施过程中、实施后，公司通过多层次检查、稽核，以及激励考核制度，持续督促项目人员改善服务品质、提升客户满意度。

管理可复制化。玉禾田的标准化管理流程和服务体系，保障了先进管理经验和服务经验的快速复制，为公司持续发展奠定了基础。

图 26：公司主办的“玉禾田大学”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司创立了“玉禾田大学”，培养管理人员，推广、复制先进作业方法和管理制度。公司详细规范了从项目管理、作业管理、督查管理、应急管理、满意度管理等全方位管理体系。这些管理制度是多年管理经验的提炼、总结，已经被广泛复制到日常各项管理活动、项目作业活动中，显著提升了运营效率、作业效率，成为公司核心竞争力的组成部分。

图 27：玉禾田清洁管理学院培训专用教材



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 28：项目安全管理案例汇编



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 深耕主业，打造精品项目提升品牌价值

玉禾田作为专业从事环境卫生管理的综合型企业，经过多年的实践探索，成功实施了

众多精品项目，在行业内取得了良好的口碑，建立了自身的品牌。在物业清洁领域，公司参与了 2008 年北京奥运会、2010 年广州亚运会等知名项目，在市政环卫领域，公司参与海口、赣州、景德镇等地的大型环卫一体化 PPP 项目。

图 29：公司海口市环卫一体化 PPP 项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 30：公司赣州市环卫一体化 PPP 项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

凭借着良好的声誉和不断积累的标杆项目，玉禾田业务规模不断扩大，公司服务品质和品牌得到客户广泛认可。同时长期以来，公司不断助力政府扶贫攻坚，为来自全国各地的已达退休年龄的就业群体、生活困难群体、贫困户等就业困难群体提供了大量的就业岗位，产生良好的社会效益，这在一定程度上也提升公司的品牌形象。

3.4. 上市开启新的成长篇章

玉禾田 IPO 共募集资金总额约 10.8 亿元，主要用于环卫服务运营中心以及智慧环卫项目建设，同时公司经营性净现金流逐年增加，现金流良好；我们认为，充足的现金流一方面保证公司各项业务的稳步推进，提高环卫机械化率、信息化、智能化，达到降本增效的目的；另一方面，公司将适时并购一些符合公司发展战略，具有良好发展潜质的环境卫生管理企业，整合项目资源，扩大公司的业务规模，进一步实现规模经济。

表 5：公司 IPO 募投项目及金额

项目名称	项目投资总金额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
环卫服务运营中心建设项目	77514.8	67858.39
智慧环卫建设项目	10182.31	8182.31
补充流动资金	20000	20000
合计	107697.11	96040.7

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司主业为物业清洁和市政环卫等环境卫生综合管理服务，自成立以来，主营业务未发生变更。经过多年的发展，公司坚持打造专业化、精细化的服务体系，树立了良好的品牌形象，业务覆盖区域不断扩大，现已成为行业内颇具规模和影响力的环境卫生综合管理服务运营商。

2019 年营收 35.95 亿元，同比增长 27.63%。2019 年归母净利为 3.13 亿元，同比增长 71.45%，归母净利率 8.71%，逐年递增。2016-2019 年公司的归母净利分别为 1.08 亿元、1.54 亿元、1.82 亿元、3.13 亿元，呈逐年增长的趋势，分别同比增长 67.38%、42.84%、18.21%、71.45%。2016-2019 年公司的归母净利率分别为 6.98%、7.16%、6.46%、8.71%。

我们预计公司 20-21 年收入分别为 50.2 亿、68.6 亿；其中市政环卫收入分别为 36.5 亿、52.9 亿；物业清洁收入分别为 13.7 亿、15.7 亿。其中市政环卫增速高于物业清洁主要系目前 2017、18 年底市政环卫在手订单量快速增长，由于市政环卫毛利率高于物业清洁，故随着市政清洁占比提升，同时考虑到规模效应逐步释放，行业持续推动机械化作业比例，故预计毛利率净利率有小幅提升。

我们预计公司 20-21 年收入分别为 50.2 亿、68.6 亿；净利分别为 4.6、6.5 亿；考虑到公司在手订单充沛，保证后续几年发展，同时为新股，我们给予其 1 倍 PEG，2020 年 48xpe，对应目标市值 220 亿元。

表 6：我们预计公司 20-21 年收入分别为 50.2 亿、68.6 亿；净利分别为 4.6 亿、6.5 亿

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业总收入(亿元)	11.17	15.47	21.52	28.16	35.9	50.2	68.6
其中:市政环卫		7.47	12.43	19.71	24.00	36.48	52.90
物业清洁		8.00	9.09	8.46	11.90	13.69	15.74

资料来源：招股说明书，业绩快报，天风证券研究所

表 7：目前行业可比公司为龙马环卫、启迪环境，2020 年平均估值为 18xPE

			PE		
		市值（亿人民币）	2019	2020	2021
龙马环卫	603686	62.35	23	20	18
启迪环境	000826	151.50	20	15	10
平均			21.5	17.5	14

资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：市政环卫合同情况

	2016 年末/2016 年度	2017 年末/2017 年度	2018 年末/2018 年度
在手合同数量（个）	94	111	123
在手合同总金额（单位：万元）	482327.64	1022813.69	1851430.23
待执行合同金额（单位：万元）	403572.87	873040.62	1603471.96

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 9：物业清洁项目合同情况

	2016 年末/2016 年度	2017 年末/2017 年度	2018 年末/2018 年度
在手合同数量（个）	1035	1050	1051
在手合同总金额（单位：万元）	95653.95	99402.21	97260.13
待执行合同金额（单位：万元）	51021.32	48530.24	56045.92
当期新增合同总金额（单位：万元）	92916.97	87630.70	98257.93

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 风险提示

（一）市场竞争风险

玉禾田主要从事物业清洁和市政环卫等环境卫生管理业务。随着我国城镇化的发展和政府职能转变的深入，环境卫生管理行业市场化步伐进一步加快，包括上市公司和大型国

企在内的众多企业纷纷进入这一行业，导致市场竞争愈加激烈。

虽然与同行业其他企业相比，公司在资产规模、经营业绩、业务水平、市场品牌等方面位居行业前列，具有一定竞争优势，并已初步成为了跨区域全国布局的物业清洁和市政环卫业务运营企业。但由于行业集中度较低，市场竞争激烈，可能使公司的市场份额出现下降，从而影响公司经营业绩的持续增长和盈利能力的提升。

（二）公司管理风险

公司业务规模不断扩大，业务区域已扩展至全国二十多个省份、直辖市或自治区，分子子公司数量较多。本次发行之后，随着募集资金投资项目及其他持续新增项目的实施，公司资产规模将进一步扩大，同时人员规模也将会增加。随着公司业务规模的不断扩大，公司需要对市场开拓、质量管理、财务管理和内部控制等众多方面进行持续优化，对公司治理及各部门工作的协调性、严密性和连续性将提出更高的要求。如果公司的治理结构和管理水平不能适应公司扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善，将影响公司经营业绩的稳定性。

同时，公司服务项目较多，部分项目合同周期较长，如果对服务项目缺乏高效的日常管理，则容易出现项目质量下降、与客户沟通不畅、项目成本失控等项目管理风险，未来募投项目涉及大量的项目方案策划以及员工培训等组织工作，工作量较大。如果公司的经营管理水平和组织管理体系不能满足公司经营规模扩大后的要求，将对项目的实施和未来运作造成一定不利影响。

（三）劳动用工风险

公司属劳动密集型企业，员工人数众多，截止 2018 年 12 月末公司员工总数 55,938 人，人工成本在主营业务成本中的占比较高。由于我国老龄化进程加速等原因，环卫行业一定程度上存在招工困难情况，同时，物业清洁和市政环卫业务对一线服务人员的学历和技能要求不高，众多已达退休年龄的群体选择在该行业进行就业，因此公司聘请了较多已达退休年龄员工。随着公司业务规模的快速扩大，公司不断紧盯行业发展趋势，持续对环卫作业全过程进行精细化管理，不断提高项目的机械化和智能化水平，因而公司需要利用更好的待遇水平来储备具有创新能力和丰富经验的管理人员，将会导致人力成本上升，同时近年来我国人均平均工资呈上涨趋势，如果项目运营期内人工成本上升较快，但服务费价格未能相应提升，或无法招聘到足量员工，则将对公司经营业绩造成不利影响。

由于公司员工人数众多，流动性较大，人员管理难度较大，容易发生劳动争议和纠纷。由于在室外作业，受部分作业现场车流量较大等因素所致，员工环卫作业存在一定的工伤风险。如果公司不能有效地对人员进行管理，加强员工安全作业管理和安全作业培训，可能因为大量的劳动争议等影响公司日常业务经营的稳定。

（四）社会保险费补缴风险

公司未为部分全日制适龄员工缴纳社会保险。截至 2018 年 12 月 31 日，公司应缴社保但未缴的员工占全部应缴社保员工的比例为 7.85%。公司和公司管理层充分意识到社会保险缴纳的重要性，积极采取规范措施，报告期内社保覆盖率逐步提高。但由于公司农村户籍员工比例较高，一线作业人员的收入较低，且部分农村户籍员工已在户籍所在地缴纳“新农合”和“新农保”，其缴纳社会保险的意愿较低，因此报告期内存在未为部分员工购买社会保险的情形。针对上述社会保险缴纳情况，公司控股股东及实际控制人已出具承诺函，如因公司未按照相关法律法规要求为公司员工缴纳或者足额缴纳社会保险、住房公积金，无论因何等原因，如公司因此而被社会保险主管部门或者其他主管部门要求补缴社会保险、住房公积金的，其无条件按照主管部门核定的金额代公司足额补缴相关款项，无需公司承担任何补缴责任；如公司因此而受到处罚或者被员工主张经济补偿的，其将无条件代公司支付相应款项保证公司不会因此而受到损失。

（五）资金需求量较大带来的融资风险

公司市政环卫业务规模持续增长，同时公司在报告期内承接了多个采用 PPP 模式的环卫一体化服务项目，投资回收期较长，市政环卫项目的承接和运营需要占用大量的资金，资金需求包括但不限于作业车辆和设备购置、中转站等环卫基础设施投资建设、投标保证金、履约保证金、日常运营资金等。

随着未来业务规模的持续扩大，资金需求量越来越大。公司主要通过银行借款进行融资，融资时受到包括宏观经济及资本市场状况、政府政策、可供使用的银行信贷额度以及可抵押的不动产数量等诸多因素的影响。以上重要因素的变动可能导致公司未能取得足额融资或融资成本升高，从而对公司经营和财务状况造成不利影响

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	144.22	371.46	287.57	580.30	1,184.01
应收票据及应收账款	414.74	629.31	521.87	888.03	1,040.94
预付账款	0.10	4.64	1.73	3.20	5.02
存货	1.82	7.28	0.73	10.79	4.54
其他	138.92	171.26	182.89	281.12	337.44
流动资产合计	699.80	1,183.96	994.79	1,763.44	2,571.94
长期股权投资	2.00	0.09	0.09	0.09	0.09
固定资产	215.56	414.91	426.93	459.04	490.19
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	312.36	352.66	319.28	285.91	252.54
其他	57.53	139.31	70.31	86.33	92.00
非流动资产合计	587.46	906.97	852.62	900.96	906.57
资产总计	1,287.26	2,120.98	1,857.42	2,677.76	3,496.32
短期借款	80.00	514.00	612.00	690.00	730.00
应付票据及应付账款	122.24	234.00	104.48	409.23	323.28
其他	366.37	349.48	443.38	418.19	576.18
流动负债合计	568.61	1,097.48	1,159.86	1,517.42	1,629.47
长期借款	0.00	4.90	5.00	5.50	6.20
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	163.27	276.53	162.35	196.88	209.22
非流动负债合计	163.27	281.43	167.35	202.38	215.42
负债合计	731.88	1,378.91	728.88	1,029.80	1,114.89
少数股东权益	55.59	59.84	98.93	156.22	234.74
股本	103.80	103.80	138.40	138.40	138.40
资本公积	28.25	28.25	28.25	28.25	28.25
留存收益	396.00	578.43	891.21	1,353.34	2,008.28
其他	(28.25)	(28.25)	(28.25)	(28.25)	(28.25)
股东权益合计	555.38	742.07	1,128.54	1,647.95	2,381.43
负债和股东权益总	1,287.26	2,120.98	1,857.42	2,677.76	3,496.32

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	175.39	202.58	312.78	462.13	654.95
折旧摊销	52.98	105.89	45.35	47.67	50.06
财务费用	21.12	45.34	38.54	45.00	62.00
投资损失	(0.33)	0.20	(7.82)	(8.00)	(10.00)
营运资金变动	(11.27)	(92.96)	67.92	(188.80)	(130.55)
其它	(80.34)	(61.98)	41.15	58.26	80.31
经营活动现金流	157.56	199.08	497.92	416.26	706.77
资本支出	233.18	228.33	169.18	44.97	36.96
长期投资	0.24	(1.91)	0.00	0.00	0.00
其他	(445.81)	(569.05)	(201.32)	(120.31)	(81.41)
投资活动现金流	(212.38)	(342.64)	(32.14)	(75.34)	(44.45)
债权融资	115.04	596.47	52.80	50.58	55.76
股权融资	(21.47)	(45.68)	(3.94)	(45.00)	(62.00)
其他	(91.26)	(183.46)	(598.53)	(53.77)	(52.36)
筹资活动现金流	2.31	367.33	(549.67)	(48.19)	(58.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(52.52)	223.78	(83.89)	292.73	603.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,151.98	2,816.37	3,594.60	5,017.34	6,864.52
营业成本	1,730.99	2,285.76	2,881.43	4,011.86	5,475.13
营业税金及附加	11.39	12.05	14.38	20.07	27.46
营业费用	16.89	18.79	21.57	30.10	41.19
管理费用	154.09	208.51	233.65	311.08	411.87
研发费用	0.00	0.00	3.59	5.02	6.86
财务费用	21.47	45.68	38.54	45.00	62.00
资产减值损失	4.03	10.45	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.33	(0.20)	7.82	8.00	10.00
其他	(3.21)	(9.21)	(15.64)	(16.00)	(20.00)
营业利润	215.99	244.55	408.27	601.22	849.01
营业外收入	4.13	9.07	13.12	14.00	19.00
营业外支出	4.58	13.05	5.00	3.00	3.00
利润总额	215.53	240.57	416.39	612.22	865.01
所得税	40.14	37.99	62.46	91.83	129.75
净利润	175.39	202.58	353.93	520.38	735.26
少数股东损益	21.07	20.15	41.15	58.26	80.31
归属于母公司净利润	154.32	182.43	312.78	462.13	654.95
每股收益（元）	1.12	1.32	2.26	3.34	4.73

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	39.10%	30.87%	27.63%	39.58%	36.82%
营业利润	44.36%	13.23%	66.94%	47.26%	41.22%
归属于母公司净利润	42.84%	18.21%	71.45%	47.75%	41.72%
获利能力					
毛利率	19.56%	18.84%	19.84%	20.04%	20.24%
净利率	7.17%	6.48%	8.70%	9.21%	9.54%
ROE	30.88%	26.74%	30.38%	30.98%	30.51%
ROIC	74.42%	52.15%	47.61%	67.53%	76.03%
偿债能力					
资产负债率	56.86%	65.01%	39.24%	38.46%	31.89%
净负债率	-5.25%	30.32%	-20.80%	-32.14%	-47.38%
流动比率	1.23	1.11	1.79	2.15	2.88
速动比率	1.23	1.10	1.79	2.13	2.87
营运能力					
应收账款周转率	6.28	5.40	6.25	7.12	7.12
存货周转率	1,342.18	618.60	896.92	870.72	895.56
总资产周转率	2.06	1.65	1.81	2.21	2.22
每股指标（元）					
每股收益	1.12	1.32	2.26	3.34	4.73
每股经营现金流	1.14	1.44	3.60	3.01	5.11
每股净资产	3.61	4.93	7.44	10.78	15.51
估值比率					
市盈率	97.45	82.43	48.08	32.54	22.96
市净率	30.09	22.04	14.61	10.08	7.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	30.12	20.99	14.60
EV/EBIT	0.00	0.00	33.17	22.54	15.41

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com