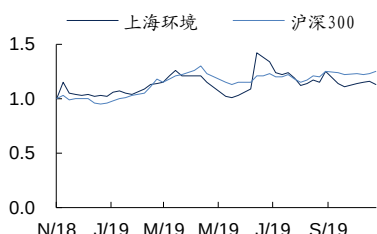


证券研究报告—深度报告

玉禾田(300815)
买入

合理估值: 110-123 元 昨收盘: 90.58 元 (首次评级)

2020年03月03日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	138/35
总市值/流通(百万元)	12,536/3,134
上证综指/深圳成指	2,880/10,981
12个月最高/最低(元)	98.88/35.46

证券分析师: 陈青青

 电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

证券分析师: 姚健

 电话: 010-88005301
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080006

证券分析师: 王宁

 电话:
 E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

高收益率、高增长的优质环卫运营龙头

● 深耕环卫市场, 打造精细化管理和标准化服务体系推高回报

公司始创于1997年, 于2020年在深圳创业板上市。经过多年的市政环卫和物业管理业务积累, 目前公司为1,000多家客户提供长期服务, 服务面积超过9,000万平方米。公司全面实施精细化管理, 形成了标准化服务体系, 赢得了客户的认可, 成为行业内盈利能力最强的企业之一。

● 环卫行业加速整合, 疫情助力行业提质, 龙头企业优势明显

政策引导下的环卫市场化改革深化, 中国环卫行业发展前景良好, 预计到22年有望超3000亿元, 二三线城市增量空间广阔。目前环卫行业市场集中度低, CR10的市占率仅约20%。未来伴随国家对公共卫生标准的提高, 环卫由轻资产向重资产投入转变, PPP项目加速落地, 准入门槛提升。未来机械化、信息化、智能化将推动环卫产业链整合和一体化进程, 对运营服务企业提出更高要求市场少量优质企业集中。而新冠疫情也加速环卫机械化趋势, 助力市政市场提质增量。

● 公司从物业清洁到市政环卫, 先发优势显著, 品牌影响力持续扩大

公司深耕环境卫生领域, 服务快速扩张, 在同行业内处于领先地位。截至19年中, 公司在手环卫项目数量166个, 拥有14项市政环卫PPP项目的特许经营权, 在手合同总金额超200亿元。物业管理方面, 公司在手物业清洁项目合同1483个。未来公司能够进一步利用环卫服务加速市场化的契机, 整合自身资源, 树立先发优势, 扩大品牌影响力。

● 投资建议: 给予“买入”评级, 合理估值13.68-15.20元

公司在环卫和物业服务领域深耕细作, 运营规模和新签订单均处在行业领军地位。公司经营优质, 现金流管控良好, 资产周转率高, ROE处在行业领先领先水平。公司订单增长快速, 保障未来三到五年均呈现高速增长态势。预计公司19-21年的营业收入为35.96/50.28/67.41亿元, EPS为3.01/4.41/6.27元, 对应PE为53/31/21X。我们认为公司一年期的股票价值在109.70-123.48元间, 相对于目前股价有18%-32%的溢价空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 项目拓展速度低于预期; 人工成本上升

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,816	3,596	5,028	6,741	8,831
(+/-%)	30.9%	27.7%	39.8%	34.1%	31.0%
净利润(百万元)	182	312	458	651	889
(+/-%)	18.2%	71.2%	46.6%	42.2%	36.6%
摊薄每股收益(元)	1.76	3.01	4.41	6.27	8.57
EBIT Margin	10.3%	11.9%	12.3%	12.8%	13.2%
净资产收益率(ROE)	26.7%	33.5%	35.3%	35.8%	35.1%
市盈率(PE)	53.1	31.0	21.1	14.9	10.9
EV/EBITDA	28.0	22.1	15.9	11.6	9.1
市净率(PB)	14.19	10.39	7.46	5.32	3.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

盈利预测与投资建议

公司在环卫和物业服务领域精耕细作，运营规模和新签订单均处在行业领军地位。环卫行业处在市场化快速释放和集中度不断提升的行业快速发展期。而新冠肺炎又对市政环卫提出了新的要求，刺激了市政消毒和医废市场的释放。公司经营优质，现金流管控良好，整体资产较轻，资产周转率高，使得 ROE 处在行业领先领先水平。公司订单增长快速，保障未来三到五年均呈现高速增长态势。预计公司 2019 年-2021 年的营业收入为 35.96/50.28/67.41 亿元，增速为 27.69%/39.83%/34.06%。预计公司 19-21 年 EPS 为 3.01/4.41/6.27 元，对应 PE 为 53/31/21X。我们认为公司一年期的股票价值在 109.70-123.48 元间，相对于目前股价有 18%-32% 的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，环卫行业保持高速增长，行业增速在 25% 以上。

第二，公司保持行业竞争力，新签订单增速领先行业。

第三，环卫和物业管理业务运营稳定，毛利率和 ROE 水平继续保持较高水平。

与市场的差异之处

第一，市场普遍认为环卫业务毛利率低，盈利能力差。公司凭借优质的项目筛选和优秀的项目管理能力，毛利率一直处在行业较高水平。而且凭借快速的资产周转率和财务杠杆，做到了行业内极为优秀的 ROE 水平。这显示环卫行业是可以成为优质的运营资产的。而且环卫行业的应收账款对象为地方政府，回款是有保障的。

第二，市场普遍认为没有较高门槛，同质化竞争严重。随着国家对公共卫生标准的提高，政府倾向于将管辖区域内的环卫服务向少量优质企业集中，环卫服务从过去简单的清扫，向带有垃圾中转设施等重资产投入的清扫清运一体化形式转变。机械化、信息化、智能化水平有助于提升助推环卫产业链整合，环卫一体化趋势明显，市场集中度向优质公司倾斜。

股价变化的催化因素

第一，新签大环卫运营订单落地。

第二，垃圾分类在主要大城市落地。

第三，行业集中度提升给龙头公司提供更广阔成长空间，龙头公司享受估值溢价。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，项目进度低于预期。

第二，投资规模扩大导致现金流紧张。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法：109.70-196.30 元.....	6
相对法估值：110.25-123.48 元.....	7
投资建议.....	9
深耕环卫市场二十余载，在机遇中稳固行业龙头优势	10
公司简介：立足珠三角、全布局全国的城市环卫标杆企业.....	10
依托精细化管理和标准化服务，实现轻投入、高周转、快回款.....	11
重视技术研发创新，提高项目作业效率.....	14
产业链加速整合，环卫千亿级市场空间蓄势待发	15
政策助力环卫市场化改革深入，规范行业健康发展.....	15
疫情催化，长期推动环卫行业提质.....	18
机械化、信息化、智能化水平提升助推环卫产业链整合，环卫一体化趋势明显.....	19
环卫物业融合加速，提升城市管理的精细化程度.....	22
行业竞争激烈，龙头企业优势初显	24
跑马圈地，格局分散，行业面临重新洗牌.....	24
行业准入门槛提升，优质企业有望提升市场份额.....	25
环卫物业双轮驱动，公司行业领先地位突出	25
环卫业务先发优势显著，经营业绩稳健.....	25
深耕细作，提供中高端物业清洁服务.....	28
盈利预测	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	32
国信证券投资评级	33
分析师承诺	错误!未定义书签。
证券投资咨询业务的说明	错误!未定义书签。

图表目录

图 1: 同行业公司营收比较 (万元)	7
图 2: 同行业公司环卫净利润 (万元)	7
图 3: 同行业公司环卫营收比较 (万元)	8
图 4: 同行业公司环卫毛利率比较.....	8
图 5: 同行业公司应收账款周转率比较.....	8
图 6: 同行业公司环卫 ROE 比较	8
图 7: 同行业公司资产负债率	9
图 8: 公司发展历程	10
图 9: 公司股权结构	11
图 10: 公司参控股公司	11
图 11: 公司项目服务流程.....	12
图 12: 公司营收、归母净利润及变动趋势 (万元)	12
图 13: 分业务收入 (万元)	12
图 14: 2018 年玉禾田管理费用分布 (万元)	13
图 15: 环卫行业平均工资薪酬 (万元)	13
图 16: 公司历年 ROE.....	13
图 17: 环卫上市公司 ROE 对比.....	13
图 18: 同行业公司应收账款周转天数	14
图 19: 同行业公司资产周转率	14
图 20: 病毒消杀	19
图 21: 医疗废弃物整理.....	19
图 22: 2017 城市道路机械化清扫率.....	20
图 23: 2017 县城道路机械化清扫率.....	20
图 24: 玉禾田智慧环卫“七位一体”解决方案	21
图 25: 环卫产业链	22
图 26: 环卫一体化	22
图 27: 2013-2017 年物业服务在管和储备面积 (万平方米)	22
图 28: 在管面积分业态类型占比.....	22
图 29: 2018 年中国物业服务百强企业管理面积区域分布	23
图 30: 2018 年中国物业服务百强企业各业态收入占比.....	23
图 31: 环卫&物业龙头企业营收 (万元)	23
图 32: 环卫&物业龙头企业净利润 (万元)	23
图 33: 环卫行业市场划分	24
图 34: 2019 年环卫服务市场占有率 (%)	24
图 35: 环卫项目首年服务金额 (截止 2018 年) (亿元/年)	25
图 36: 2018 年国内重点环卫企业中标项目数量及金额 (亿元)	26
图 37: 公司市政环卫项目合同数量及金额 (万元)	26
图 38: 公司物业清洁项目合同数量及金额 (万元)	28

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: FCFF 估值表	6
表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 5: 同类公司估值比较	9
表 6: 公司专利及软件著作权	14
表 7: 国家推进公用事业市场化的政策	15
表 8: 环卫市场空间测算	18
表 9: 玉禾田环卫项目整理	27
表 10: 公司 PPP 项目特许经营权整理	28
表 11: 公司物业清洁项目整理	29
表 12: 公司各业务收入和毛利率预测表	30
表 14: 未来 3 年盈利预测表	30

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值法：109.70-196.30 元

公司提供包括物业清洁和市政环卫在内的环境卫生综合管理服务，自成立以来，公司的主营业务未发生变更，且经过多年的发展，公司打造了专业化、精细化的服务体系，持续扩大品牌影响力，业务覆盖区域不断扩大，营业收入不断增长。我们预计公司在 2019-2021 年营业收入增速分别为 27.67%/39.83%/34.06%，毛利率略有提升，管理费用率有所下降，股利分配比率预期为 20%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	38.45%	39.10%	30.87%	27.67%	39.83%	34.06%	31.01%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	79.66%	80.44%	81.16%	80.03%	79.81%	79.42%	79.14%	78.94%	78.94%
管理费用/营业收入	7.44%	6.24%	6.29%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
销售费用/销售收入	0.58%	0.79%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
营业税及附加/营业收入	1.92%	0.53%	0.43%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	17.38%	18.62%	15.79%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	3.95%	14.21%	22.17%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	16.00%
无风险利率	4.50%	Ka	10.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价（元）	93.28	Ke	10.80%
发行在外股数（百万）	104	E/(D+E)	95.16%
股票市值（E，百万元）	9,682	D/(D+E)	4.84%
债务总额（D，百万元）	492	WACC	10.50%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，同时通过敏感性分析，得到公司的合理股价区间为 109.70-196.30 元。

表 3：FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	429.5	619.2	863.3	1,162.1	1,359.6	1,566.5	1,804.5	2,078.1	2,392.7
所得税税率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
EBIT*(1-所得税税率)	360.8	520.1	725.2	976.2	1,142.1	1,315.9	1,515.7	1,745.6	2,009.9
折旧与摊销	72.7	93.3	109.6	119.1	123.9	127.1	130.5	133.8	137.2
营运资金的净变动	9.3	(87.6)	(120.5)	(209.3)	(135.4)	(150.7)	(173.1)	(198.9)	(228.4)
资本性投资	(300.0)	(300.0)	(200.0)	(100.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
FCFF	142.9	225.8	514.3	786.0	1,080.6	1,242.3	1,423.1	1,630.5	1,868.6
PV(FCFF)	129.3	184.9	381.2	527.2	655.9	682.5	707.5	733.6	760.9
核心企业价值	15,026.1								
减：净债务	437.2								
股票价值	14,588.9								
每股价值	140.55								

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 4 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.5%	10.0%	10.48%	11.0%	11.5%
永续增长率变化	3.5%	196.30	177.64	161.74	148.04	136.12
	3.0%	184.60	168.02	153.73	141.31	130.42
	2.5%	174.58	159.68	146.73	135.38	125.36
	2.0%	165.89	152.38	140.55	130.10	120.82
	1.5%	158.29	145.94	135.05	125.38	116.75
	1.0%	151.58	140.22	130.14	121.13	113.05
	0.5%	145.62	135.10	125.71	117.29	109.70

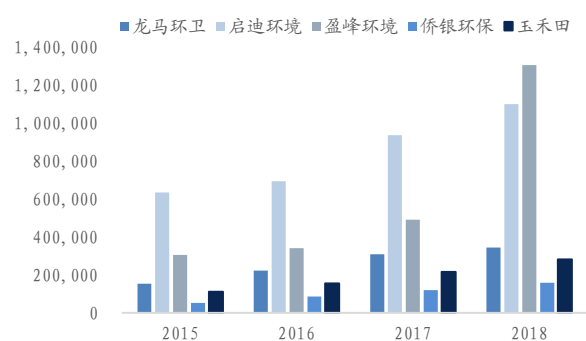
资料来源：国信证券经济研究所预测

相对法估值：110.25-123.48 元

我们选取与公司业务相近的国内上市公司龙马环卫、启迪环境、盈峰环境、侨银环保作为可比公司，采用 PE 法估值。

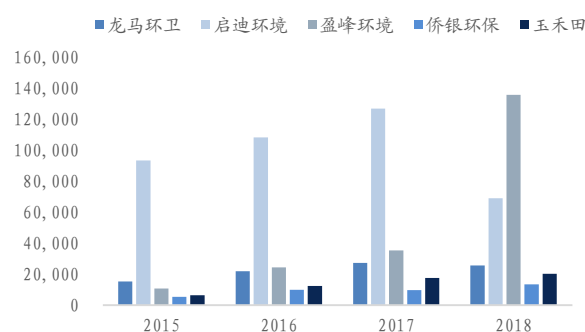
从各家公司的营收来看，2018 年玉禾田业务实现总营收 28.16 亿，可比公司龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保的营收分别为 34.44 亿、109.94 亿、130.44 亿、15.76 亿。就净利润而言，2018 年玉禾田的净利润为 2.03 亿元，龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保的 2.57 亿、6.89 亿、13.58 亿和 1.33 亿元。由于盈峰环境和启迪环境的主营业务除市政环卫之外，还包括了环保设备制造安装、固废处理等其他业务，因此主营收入和净利润远高于龙马环卫、侨银环保和玉禾田等同行公司。

图 1: 同业公司营收比较（万元）



资料来源:wind、国信证券研究所整理

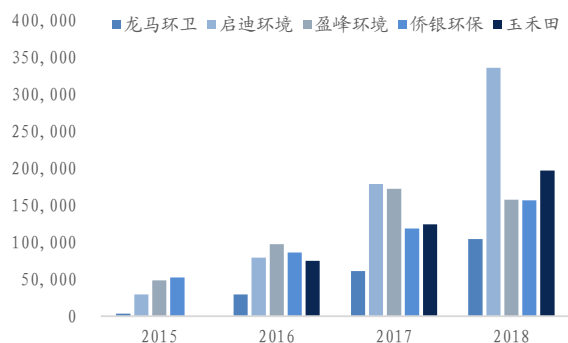
图 2: 同业公司环卫净利润（万元）



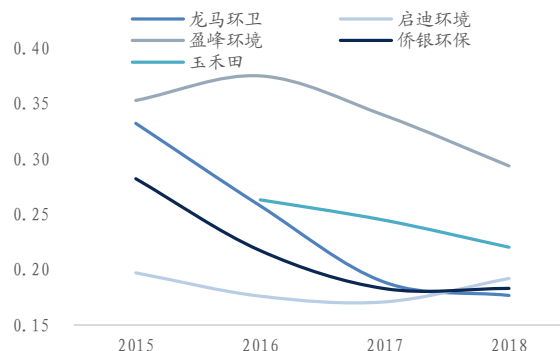
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

2018 年，玉禾田的市政环卫业务营收为 19.71 亿元，龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保在市政环卫业务上的营收分别为 10.43 亿、33.63 亿、19.71 亿和 15.69 亿。自玉禾田的环卫收入在 2016 年之后超过了侨银环保，在五家公司中，玉禾田的环卫收入仅低于启迪环境，高于龙马环卫、盈峰环境和侨银环保。在毛利率方面，2018 年玉禾田的环卫业务毛利率为 22%，低于盈峰环境的 29%，高于启迪环境的 19%、龙马环卫的 18%和侨银环保的 18%。自 2015 年到

2018 年，环卫行业龙头公司的环卫业务毛利率呈现下降的趋势，这主要是由于行业劳动力资源老龄化严重且行业难以吸引新的劳动力从而导致的人工成本的上升引起的。伴随着未来机械代替人力的趋势，这种现象会有所缓解。

图 3：同业公司环卫营收比较（万元）


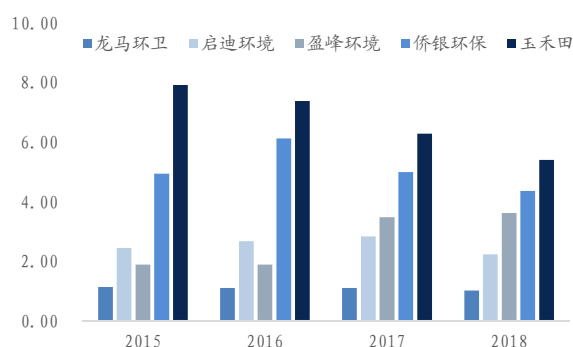
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 4：同业公司环卫毛利率比较


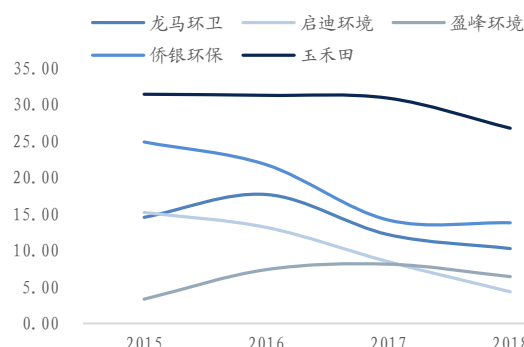
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

五家公司中，玉禾田的应收账款周转率最高，2018 年玉禾田的应收账款周转率为 5.40，说明公司平均收账期短，应收账款回收快，坏账损失少，公司依托精细化管理和标准化服务，实现了高周转和快回款，这是公司在同行业中的竞争优势之一。龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保的应收账款周转率分别为 1.02、2.23、3.62 和 4.36。玉禾田的应收账款周转率在 2015 年到 2018 年之间呈现下降趋势，这主要是由于这期间，年中、年末新增加项目较多，且新增项目多为市政项目，部分项目按季度结算，导致期末应收账款规模增长速度大于营业收入规模增长。

高周转也带来了较高的 ROE 水平，2018 年玉禾田的 ROE 为 26.74%，在五家可比公司中位居第一。龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保的 ROE 水平分别为 4.31%、6.42%、10.23% 和 13.78%。

图 5：同业公司应收账款周转率比较


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

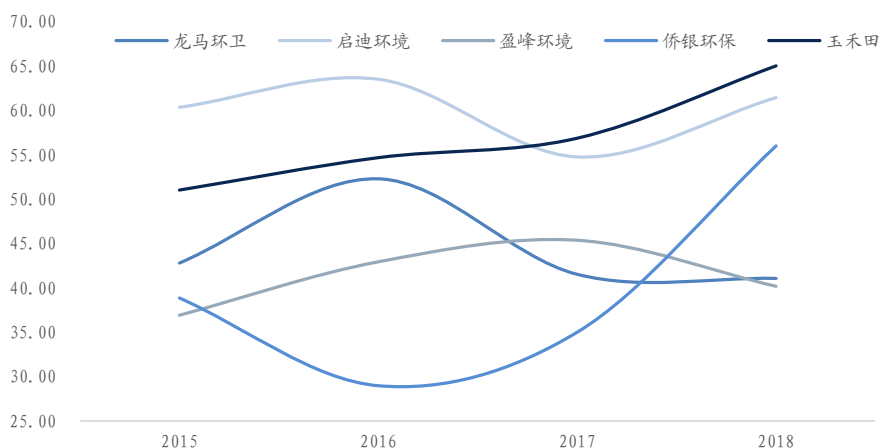
图 6：同业公司环卫 ROE 比较


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

五家公司中，玉禾田 2018 年末的资产负债率最高，达 65.01%。2015 年至 2018 年公司的资产负债率呈上升趋势，主要原因有三：1）2016 年起，公司承接了较多市政环卫一体化项目，该类项目本身资金需求较大，导致债务融资增加较

多；2) 市政环卫项目中存在较多 PPP 模式项目，未来更新改造支出等预计负债增加较多；3) 随着公司业务规模持续增长，员工人数增加，应付职工薪酬等经营性负债进一步增加。2018 年，龙马环卫、启迪环境、盈峰环境和侨银环保的资产负债率分别为 41.07%、61.44%、40.18%和 56.02%。

图 7: 同业公司资产负债率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

可比公司 2020 年 PE 平均在 20 倍左右，考虑到公司刚在创业板上市，属次新股，现金流优质，ROE 较同行业高，在手项目储备充足，预计未来三年保持 30%的增速，公司可享受一定估值溢价。我们给予公司 2020 年 25-28 倍的估值，合理价格区间分别为 110.25-123.48 元。

表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
300815.SZ	玉禾田	93.28	1.76	3.01	4.41	53.07	31.00	21.15	10.39	96.82
同类公司:										
608636.SH	龙马环卫	13.62	0.57	0.64	0.61	23.95	21.23	22.32	2.33	56.61
000826.SZ	启迪环境	9.87	0.22	0.54	0.71	45.15	18.40	13.84	1.07	141.20
000967.SZ	盈峰环境	6.59	0.27	0.45	0.41	24.46	14.79	16.14	1.38	208.45
002973.SZ	侨银环保	23.58	0.80	1.29	1.14	29.31	18.23	20.61	11.53	96.36

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述两个方面的估值，我们认为公司一年期股票合理价值在 109.70-123.48 元之间，相对于公司目前股价有 18%-32%的上升空间。我们认为，公司现金流优异，运营业务稳定，储备项目充足，首次覆盖，对公司给予“买入”评级。

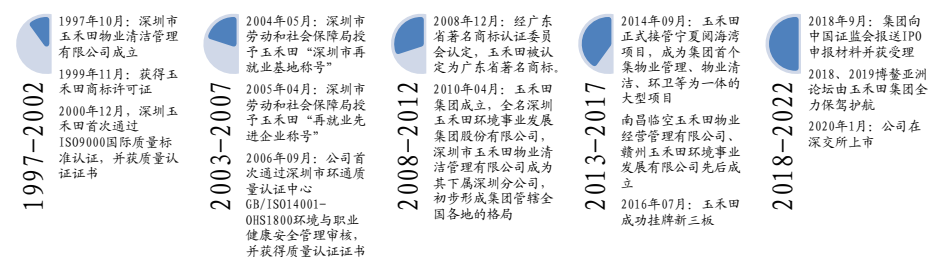
深耕环卫市场二十余载，在机遇中稳固行业龙头优势

公司简介：立足珠三角、全布局全国的城市环卫标杆企业

玉禾田环境发展集团股份有限公司始创于 1997 年，深耕环保和环境领域，公司主营业务覆盖市政环卫运营、综合物业管理、智慧环卫建设、垃圾分类处理、环保工程、园林绿化等多个领域，形成了上下游全产业链的完整闭环，提供了一站式专业城市（乡镇）综合环境服务，是当前国内城乡环境综合服务运营行业的领军企业。2016 年 7 月，公司成功挂牌新三板。公司于 2020 年 1 月于深交所创业板上市。

公司早年起家于珠三角地区，承接大量广深项目，积累了丰富的行业经验，赢得了优质的业内口碑。自 2006 年起，公司开始走出珠三角，规划全国性的业务布局。目前，公司业务已覆盖全国十几个省级行政区域，80 多个城市，公司有超过 200 家的市政环卫客户。另外，公司也曾参与北京奥运会、广州亚运会、济南全运会等多个大型赛事活动的环境卫生保障工作，凭借优质的服务，业务规模稳步扩大，业绩水平逐年增长。

图 8：公司发展历程

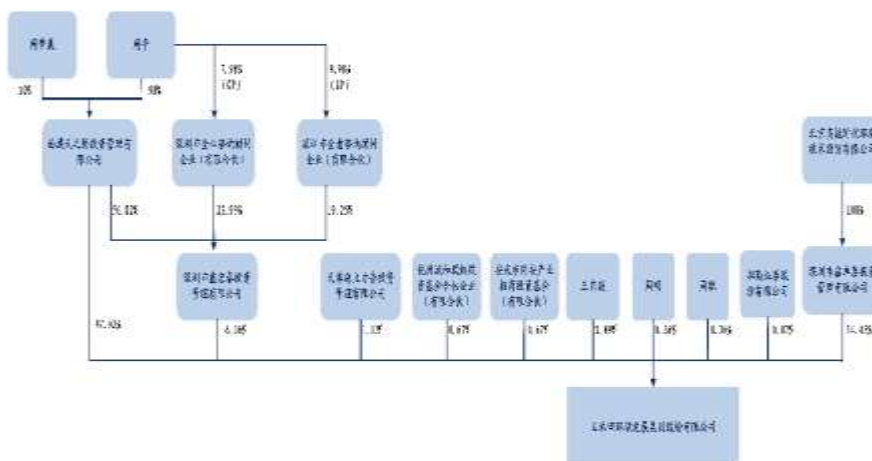


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为周平父子，控股股东是西藏天之润投资管理有限公司，合计控制公司 66,314,792 股股份，直接持股比例达到 49.72%。发行人设立全心咨询和全意咨询作为员工持股平台，实施股权激励，这有利于公司构建稳定核心团队，助力公司可持续发展。

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。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。发行人业务布局较广、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。公司已经建立起较为完善的内部管理和控制体系，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 9: 公司股权结构



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司参控股公司



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

依托精细化管理和标准化服务，实现轻投入、高周转、快回款

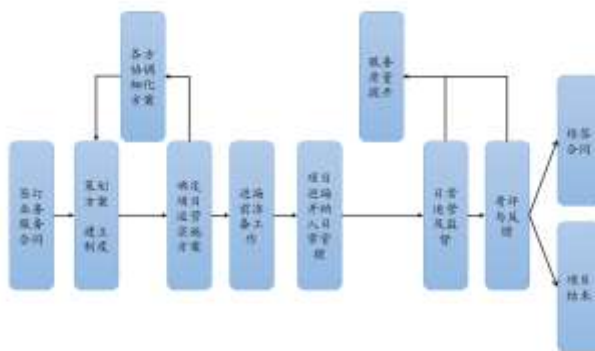
公司所在的环境卫生管理行业是劳动密集型行业，对于公司的管理水平要求较高。因此，公司高单独重视人员培训，以此增强员工对企业决策的理解和执行能力，使员工掌握公司先进的管理理念和管理方法，不断提高公司的市场竞争力。公司也看重项目和客户满意度的管理，通过多层次检查、稽核，和激励考核制度，持续督促项目人员改善服务品质、提升客户满意度，这也为持续扩大公司业务规模的广度和深度奠定了扎实的基础。公司在获得 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 管理体系认证的基础上，持续完善一系列规章制度，逐步实现服务标准化和管理可复制化。

总结自身管理和服务经验，公司在人员组织、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了标准化管理流程和服务体系。针对作业中的主要环节，公司均有可执行、可检验的操作要求，针对服务品质，公司制定了清晰、严格的检验标准；同时，针对不同项目场景、室内外环境和客户事件性需求，公司能够差异化地安排精

细化的作业实施方案。

为保障先进管理经验的快速复制，公司创立了公司“玉禾田大学”，培养管理人员，推广先进作业方法和管理制度。在此背景下，公司成功地复制了优秀的管理经验，显著提升了运营效率、作业效率，培育了公司的核心竞争力。

图 11：公司项目服务流程

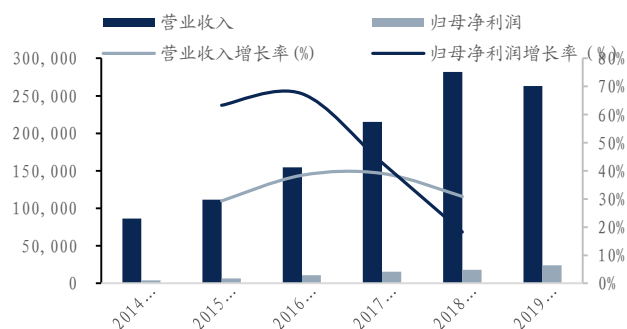


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

凭借着良好的管理、服务经验和不断积累的标杆项目，公司服务品质和品牌得到了客户广泛认可，业务规模不断扩大，业绩水平稳步上升，营业收入和营业利润逐年增长，公司未来持续成长可期。自 2014 年以来，公司每年的营业收入保持着 30%-40% 的年增长率。2018 年公司的营业收入为 281,636.76 万元，较上一年度同比增长 31%。2018 年公司的归母净利润为 18,242.99 万元，较上一年度增长 18%，2014 年到 2018 年的归母净利润复合增长率为 47%。凭借行业良好的发展前景和广阔的市场空间，公司未来仍将保持稳定的盈利能力。

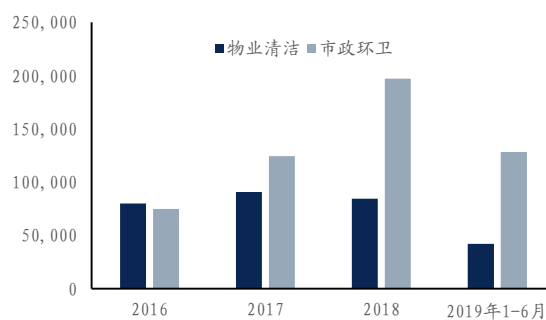
分业务板块来看，近年来公司的两大主营业务——市政环卫业务和物业清洁业务的营业收入稳中有升。自 2016 年起，公司开始大力发展市政环卫业务，承接了多个 PPP 项目，使得市政环卫业务增长迅速，环卫业务营收占公司营业总收入比例由 2016 的 50% 提升至 2019 年上半年的 75%。2018 年市政环卫业务的营业收入为 197,085.19 万元，同比增长 58%。2018 年物业清洁业务的营业收入为 84,551.57 万元，该业务板块 2016 年-2018 年的复合增长率约为 3%。

图 12：公司营收、归母净利润及变动趋势（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

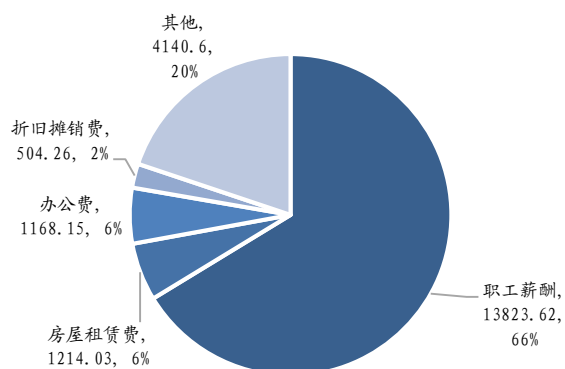
图 13：分业务收入（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

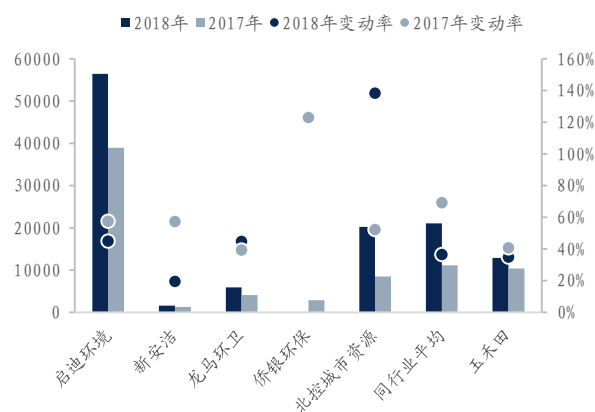
公司的管理费用率处于行业平均水平，且管理费用率较为稳定，不存在异常波动。作为劳动密集型企业，公司的 66% 管理费用来源于职工薪酬。2018 年公司的职工薪酬支出为 1.38 亿元。对标同行业可比公司，玉禾田的平均职工薪酬高于侨银环保、龙马环卫和新安洁，略低于启迪环境和北控城市资源，年变动率小。公司职工薪酬增长的主要原因是随着公司业务规模的快速扩大，公司不断紧盯行业发展趋势，持续对环卫作业全过程进行精细化管理，不断提高项目的机械化和智能化水平，因而公司需要利用更好的待遇水平来储备具有创新能力和丰富经验的管理人员。

图 14：2018 年玉禾田管理费用分布（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

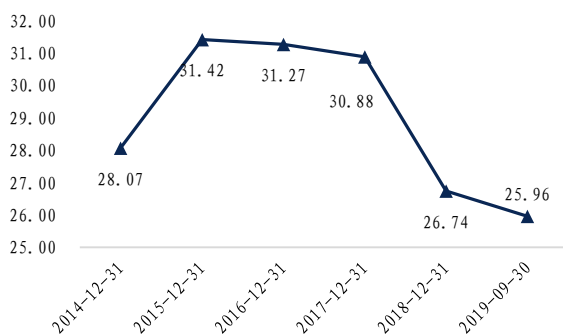
图 15：环卫行业平均工资薪酬（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

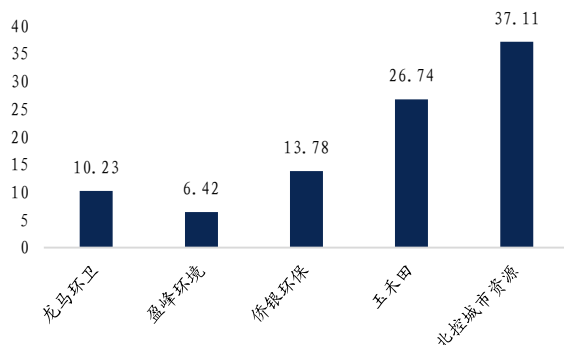
2014 年-2018 年，公司的应收账款周转率维持在 6 左右，总资产周转率维持在 2 左右，彰显了公司良好的资产周转能力和运营效率。较高的资产周转率也导致了较高的 ROE 水平，2014 年-2018 年，公司的 ROE 维持在 30% 左右。由于公司是纯粹的市政环保和物业管理运营商，业务范围没有扩展到环卫车辆设备和末端垃圾处置，公司的应收账款周转率、资产周转率和 ROE 远高于同行业包括龙马环卫、盈峰环境和侨银环保在内的竞争对手。

图 16：公司历年 ROE



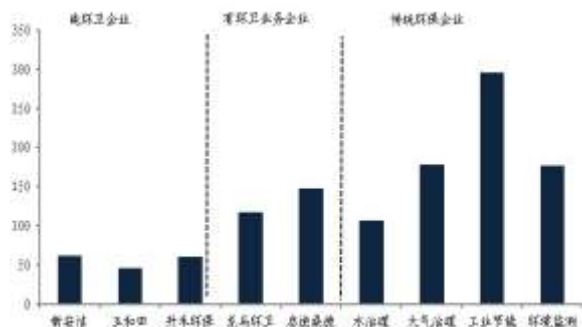
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17：环卫上市公司 ROE 对比



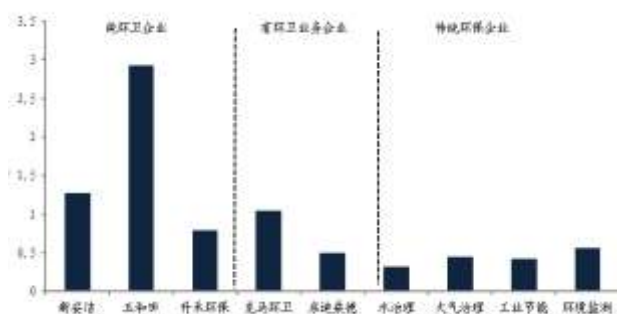
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 同行业公司应收账款周转天数



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 同行业公司资产周转率



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

重视技术研发创新, 提高项目作业效率

为了进一步满足市场需求, 公司利用各地运营中心平台开展环卫服务技术研究, 将多年的专业经验与最新的机械化、信息化、智能化等环卫技术手段相结合, 用以针对性地优化业务模式, 创新作业方法, 改进作业工具, 优化作业程序, 提高作业效率, 提升顾客满意度。截至目前, 公司共取得四项实用新型专利和六项软件著作权。公司目前采取的创新激励措施主要有两点:

◇ **创新与绩效相结合。**即为调动员工的创新积极性, 对于员工做出的关于作业工具的改进以及对作业流程的优化, 公司实施创新与绩效考核相挂钩的机制。

◇ **技术交流机制。**包括组织公司员工参加各地协会举办的技能比赛, 组织公司人员参加行业内的设备观摩和技术研讨会, 和国内外同行交流相关技术和经验, 持续跟踪行业技术发展趋势, 积极引入新设备和新技术等等。

表 6: 公司专利及软件著作权

类型	名称	专利号/登记号	申请日/首次发表日期
实用新型专利	一种道路融雪剂喷洒装置	ZL201420586634.5	2014.10.12
	一种污水处理装置	ZL201420586762.X	2014.10.12
	一种垃圾分类压缩装置	ZL201420586646.8	2014.10.12
	一种垃圾无害化处理装置	ZL201420586668.4	2014.10.12
软件著作权	玉和田污水处理系统软件	2014SP173984	2012.12.05
	玉和田道路清洁车辆定位监控系统	2014SR169018	2012.12.05
	玉和田污水处理再利用评估系统软件	2014SR173979	2012.12.20
	玉和田道路清洁车辆视频监控软件	2014SR169027	2013.11.28
	玉和田空气质量监控系统	2014SR169173	2014.06.04
	玉和田清洁车发报调度系统软件	2014SR170325	2014.08.15

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

产业链加速整合，环卫千亿级市场空间蓄势待发

政策助力环卫市场化改革深入，规范行业健康发展

作为公用事业的重要组成部分，环卫行业的主要工作内容是管理维护环境卫生和市容市貌，具体包括以下几个方面：

- 城乡道路、广场等公共区域的清扫保洁、洒水作业；
- 居民区、城乡道路、公共区域、水域的生活垃圾收集、清运；
- 环卫设施如公厕、垃圾箱、垃圾中转站的建设、维护和运营；
- 垃圾、粪便、特种垃圾的终端无害化处理；
- 市容景观绿化的规划、建设和养护；

环卫行业发展之初，主要由政府部门及其下属单位负责环卫服务项目的实施与监管。这种管理体制引发了不参与市场竞争、效率低下、监管缺位等一系列问题，给地方财政造成了一定的负担。随着我国经济体制改革的不断推进和对城乡环境卫生问题逐渐重视，环卫行业开始进行市场化改革，引入竞争机制，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，这有利于提升环卫服务效率和质量，减轻财政负担，形成市场化的环卫服务行业新格局。我国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，《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》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。

表 7：国家推进公用事业市场化的政策

发文时间	发文部门	文件名称	主要内容
2002 年	原建设部	关于加快市政公用行业市场化进程的意见	提出开放市政公用行业及建立市政公用行业特许经营制度。
2011 年	国务院	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	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设施建设和运营的积极性。
2013 年	国务院办公厅	关于政府向社会力量购买服务的指导意见	到 2020 年在全国基本建立比较完善的政府向社会力量购买服务制度，形成与经济社会发展相适应、高效合理的公共服务资源配置体系和供给体系，公共服务水平和质量显著提高
	中共中央政治局	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，推进公共资源配置市场化，进一步破除各种形式的行政垄断
2014 年	国家发改委	关于开展政府和社会资本合作的指导意见	根据经济社会发展需要，按照项目合理布局、政府投资有效配置等原则，切实做好 PPP 项目的总体规划、综合平衡和储备管理
	国务院	国务院关于加强重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	为推进经济结构战略性调整，加强薄弱环节建设、促进经济持续健康发展，迫切需要在公共服务、资源环境、生态建设、基础设施等重点领域进一步创新投融资机制，充分发挥社会资本特别是民间资本的积极作用，同时积极推广 PPP 模式
	国务院办公厅	关于推行环境污染第三方治理的意见	以环境公用设施、工业园区等领域为重点，健全统一规范、竞争有序、监督有力的第三方治理市场，吸引和扩大社会资本投入

2015 年	发改委、住建部	基础设施和公用事业特许经营管理办法	发挥社会资本融资、专业、技术和管理优势，提高公共服务质量效率；转变政府职能，强化政府与社会资本协商合作
	财政部	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。
	住建部、中央农村工作领导小组办公室等十部委	关于全面推进农村垃圾治理的指导意见	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。
	国务院	国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要	发展绿色环保产业，增加公共服务供给，鼓励社会资本进入环境基础设施领域，开展小城镇、园区环境综合治理托管服务试点。
2016 年	国务院	“十三五”节能减排综合工作方案	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
	住建部	住房城乡建设部等部门关于进一步鼓励和引导民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业的意见	明确将拓宽民间资本投资渠道，规范直接投资，鼓励民间资本通过政府和社会资本合作（PPP）模式参与市政公用设施建设运营；鼓励市县、乡镇和村级污水收集处理、垃圾处理项目“打包”投资和运营，实施统一招标、建设和运行，探索市政公用设施运营以城带乡模式
	财政部	关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作的通知	大力践行公共服务领域供给侧结构性改革，进一步加大 PPP 模式推广力度，积极引导各类社会资本参与
	财政部、住建部、农业部、环保部	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	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，推进相关环境公共产品和服务供给结构明显优化。
2017 年	发改委、住建部	生活垃圾分类制度实施方案	鼓励社会资本参与生活垃圾分类收运、运输和处理，积极探索特许经营、承包经营、租赁经营等方式，通过公开招标引入专业化服务公司。
	住建部	关于开展第一批农村生活垃圾分类和资源化利用示范工作的通知	开展示范的县（市、区）要在 2017 年确定符合本地实际的农村生活垃圾分类办法，在半数以上乡镇进行全镇试点，两年内实现农村生活垃圾分类覆盖所有行政村和 80% 的行政村。
	国务院办公厅	国务院办公厅关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见	鼓励民间资本参与政府和社会合作项目，促进基础设施和公用事业建设
	发改委、住建部	国家发展改革委关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见	创造民间资本参与 PPP 项目的良好环境，鼓励民营企业运用 PPP 模式盘活存量资产，加大民间资本 PPP 项目融资支持力度，加强政府和社会资本合作诚信体系建设
2018 年	中共中央办公厅、国务院办公厅	农村人居环境整治三年行动方案	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，重点推进农村生活垃圾治理，开展厕所粪污处理、梯次推进农村生活污水治理，提升村容村貌、加强村庄规划管理
2019 年	住建部等九个部门	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。

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

伴随着环卫行业的市场化改革，环卫服务行业迅速增长，2019 年中国环卫运营市场规模约为 2,400 亿元，15 年到 19 年的行业复合增速为 41%。环卫服务收入主要来源于道路清扫保洁服务费、垃圾清理服务费和公厕运营管理费。根据历年的《中国城乡建设统计年鉴》、环卫科技网、中国政府采购网的公开项目信息数据：

- ✓ **道路清扫保洁业务：**截至 2019 年，我国城市、县城、乡镇道路清扫面积分别为 90 亿平方米、30 亿平方米、95 亿平方米，年增长率为 3.45%、7.14% 和 15.85%。目前我国城市、县城、乡镇单位保洁费分别为 12 元/平米/年、5 元/平米/年、4 元/平米/年。2019 年的道路清运营服务总市场规模为 1,576 亿元。据估计，到 2022 年，我国的道路清扫总面积可达 235 亿平方米，根据 12% 的年增长率，道路清扫运营服务的总市场规模可达 2,214 亿元。
- ✓ **垃圾清理服务：**2019 年，我国城市、县城、乡镇生活垃圾清理量分别为 24,387 万吨、7,049 万吨和 20,000 万吨，城市和县城的粪便清运量分别为 1,114 万吨和 327 万吨，城市、县城、乡镇垃圾单位清理费用为 85 元/吨/年、42 元/吨/年、37 元/吨/年。2019 年的垃圾清理服务总市场规模为 315 亿元。根据 13% 的年增长率，到 2022 年，我国的垃圾清理服务市场规模可达 455 亿元。
- ✓ **公厕运营业务：**2019 年，我国城市、县城、乡镇公厕数量分别为 16 万座、5 万座和 16 万座，城市、县城、乡镇公厕运营费用为 14 万/座/年、5 万/座/年、4 万/座/年，2019 年的公厕运营总市场规模为 316 亿元，根据 8% 的年增长率估计，2022 年公厕运营业务的总市场空间接近 400 亿元。

合计三大环卫业务，加上等级公路清扫业务的市场规模，保守估计，2020 年环卫服务市场空间将达 2,687 亿元。

未来伴随着进一步城镇化，以及国家对环境保护的重视程度，环卫行业的高增长是大势所趋。目前，我国环卫市场化程度各地差异较大，全国市场化程度平均只有 30% 左右。一线城市由于历史和市场原因，市场化程度已经比较高，剩余空间不大。其中，北京的市场主要由国企占据，上海、深圳、杭州等地已具备较高的市场化程度。未来环卫服务市场化的空间主要来自于二三线城市。

表 8: 环卫市场空间测算

	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
城市清扫保洁面积	亿平方米	79	84	87	90	94	98	102
县城清扫保洁面积	亿平方米	25	27	28	30	32	35	39
乡镇清扫保洁面积	亿平方米	86	80	82	95	88	90	94
清扫运营合计	亿元	1,244	1,327	1,429	1,576	1,765	1,977	2,214
同比增长	%		6.67%	7.69%	10.29%	12.00%	12.00%	12.00%
城市生活垃圾清运量	万吨	20,362	21,521	22,802	24,387	26,094	27,921	29,875
县城生活垃圾清运量	万吨	6,666	6,747	6,829	7,049	7281.617	7521.91036	7770.1334
乡镇生活垃圾清运量	亿吨	1	1	1	2	2	2	2
城市粪便清运量	万吨	1,299	1,234	1,172	1,114	105.83	100.5385	95.511575
县城粪便清运量	万吨	420	386	355	327	304.11	282.8223	263.024739
垃圾运营合计	亿元	226	248	280	315	356	402	455
同比增长	%		9.73%	12.90%	12.50%	13.00%	13.00%	13.00%
城市公共厕所	万座	13	14	15	16	16	16	16
县城公共厕所	万座	4	5	5	5	5	5	5
乡镇公共厕所	万座	15	15	16	16	16	16	16
公厕运营合计	亿元	256	272	295	316	341	369	398
同比增长	%		6.25%	8.46%	7.12%	8.00%	8.00%	8.00%
等级公路长度	百万公里	4	4	4.5	4.6	4.7	4.9	5
等级公路机械化率	%	84%	87%	91%	96%	100%	100%	100%
等级公路清扫运营合计	亿元	185	194	204	214	225	236	248
同比增长	%		4.86%	5.15%	4.90%	5.00%	5.00%	5.00%
环卫市场规模合计	亿元	1,911	2,041	2,208	2,421	2,687	2,984	3,314
同比增长	%		6.80%	8.18%	9.65%	10.99%	11.04%	11.09%

资料来源：国家统计局、住建部、国信证券经济研究所整理预测

疫情催化，长期推动环卫行业提质

2019 年 12 月以来，湖北省武汉市部分医院陆续发现了多例有华南海鲜市场暴露史的不明原因肺炎病例，现已证实为 2019 新型冠状病毒感染引起的急性呼吸道传染病。疫情发生后，环境卫生受到了格外重视，住房和城乡建设部城市建设司提出要全面加强城市环境卫生各项工作，为坚决打赢疫情防控阻击战贡献力量。城建部总结了城市环境卫生工作的经验做法，主要包括以下几点：

- ◆ **切实做好一线环卫职工安全防护。**结合各地实际，完善疫情期间城市公共区域清扫保洁、生活垃圾收运处理、公厕管理和粪便收运处理等环卫作业流程规范，细化环卫作业人员防护措施，明确适用范围和适用时间，指导督促环卫作业单位不折不扣执行。
- ◆ **加强清扫保洁和设施设备日常消毒杀菌工作。**结合地区实际，加强对医院、商超市场、火车站、客运站、码头等场所周边和重点区域清扫保洁，并在当地卫生健康部门的指导下，对必要点位进行消毒灭菌作业。
- ◆ **严格生活垃圾收集运输管理。**严格落实《国家卫生健康委办公厅关于做好

新型冠状病毒感染的肺炎疫情期间医疗机构医疗废物管理工作的通知》(国卫办医函〔2020〕81号)《国家卫生健康委办公厅关于加强新冠肺炎首诊隔离点医疗管理工作通知》(国卫办医函〔2020〕120号)等要求,医疗机构和首诊隔离点在诊疗新冠肺炎活动中产生的废弃物,包括医疗废物和生活垃圾,均应当按照医疗废物进行管理。

- ◆ **加强生活垃圾处理设施运行管理。**对于集中隔离观察点、居家隔离观察点所产生的生活垃圾、废弃口罩,原则上应进行焚烧处置。在焚烧处理设施相应开辟绿色通道,设立专用卸料口,制定落实消杀措施,卸料入坑后不再进行混合搅拌存放,做到优先焚烧、即卸即烧。
- ◆ **加强公厕粪便收运处理。**全面落实公厕保洁、消毒、运行维护措施,严格规范公厕内废弃物管理。加强化粪池巡查监管,定期维护化粪池井盖、导排管等相关设施,及时更换破损部件。
- ◆ **提高环卫行业应急管理水平。**督促环卫作业单位加强疫情防控期间值班值守工作、畅通信息沟通渠道,及时反馈工作信息,加大安全生产监督力度。要进一步完善突发事件应急预案,确保各项环卫作业和各类环卫设施稳定运行。

短期受益于消杀、应急环卫服务、环卫装备等的需求提升,环卫行业迎来业绩增幅。疫情防控期间环卫服务工作频次上升,日常保洁和消毒工作量倍增,各地开始了重点公共区域和环卫设施常态化消杀作业。预计疫情结束后,环卫作业方面的标准将进一步提高,市场规模将进一步提升,疫情在中长期将推动环卫行业提质。

图 20: 病毒消杀



资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

图 21: 医疗废弃物整理



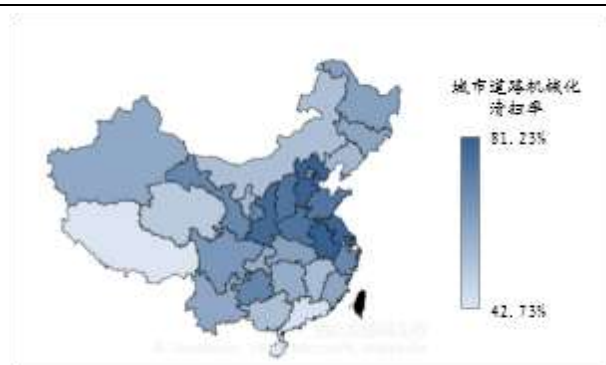
资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

机械化、信息化、智能化水平提升助推环卫产业链整合,环卫一体化趋势明显

近几年来,我国环卫机械化率明显提升。根据国务院住建部城乡建设统计公报显示,从2012年到2017年,我国的道路机械化清扫率从42.8%上升至65%。截至2017年,全国城市道路清扫机械化率为65.0%,县城道路清扫机械化率为57.3%。另外,各上市公司的机械设备采购金额提升较快。2017年和2018

年，玉禾田机械设备采购金额的增幅分别为 108.96%和 54.99%，侨银环保的机械设备采购金额增幅为 137.73%和 40.47%。在本次新冠疫情的影响下，预计国内环卫行业机械化的趋势会更进一步。环卫劳动密集型特性使得行业在复工等方面遇到一定障碍，环卫清扫机械化能够减少行业对人工的依赖。由于老龄化严重，以及环卫行业缺乏吸引力，新进入者较少，未来从业人员难以得到补充，提升机械化率势在必行。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，改善服务质量和水平，推动环卫公司从轻资产向重资产过渡，树立资产壁垒，加速环卫需求释放，助力行业集中度提升。

图 22：2017 城市道路机械化清扫率



资料来源：城乡建设统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 23：2017 县城道路机械化清扫率



资料来源：城乡建设统计年鉴，国信证券经济研究所整理

环卫行业的另一大趋势是信息化和智能化的提升。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，实现管理流程科学化、管理主体多元化，提高环卫管理水平，从而实现环卫“科学、严格、精细、长效”的管理，助力传统环卫到现代环卫的转型升级，全面打造现代化、智慧型城市。

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，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。

信息化和智能化的提升是环卫龙头企业产生规模经济的关键。目前，启迪环境、龙马环卫、玉禾田等多个环卫上市公司已经陆续开始环卫信息化的建设，保障环卫项目的高效管理和运营效率。以玉禾田的智慧环卫业务为例，玉禾田依据公司来自 100 座城市客户、300 个智慧环卫项目的 10 年环卫信息化经验，基于 IOT、云计算、AI 以及大数据等新一代信息技术制定智慧环卫解决方案，通过建立面向市政环卫、垃圾分类、公厕运营、生活垃圾处理、园林生态建设、美丽乡村建设等领域的智慧化管理系统，构建城市管理的可视化监管与即时响应中心、互联网+城市公共服务网络及城市运行的智慧大脑，为政府提供智能化的管理抓手、考核手段与决策依据。

图 24：玉禾田智慧环卫“七位一体”解决方案



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

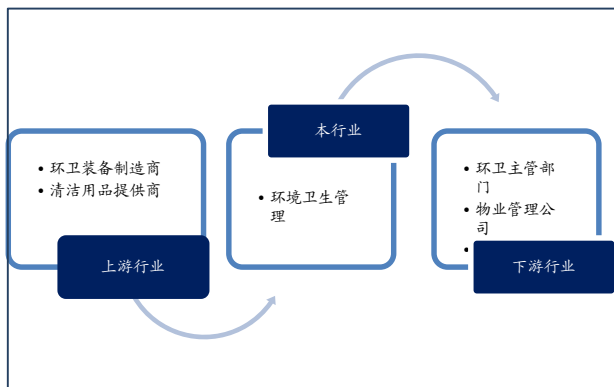
随着环卫行业市场化改革的深入，以及环卫领域机械化、智能化和信息化水平的提升，环卫行业产业链整合加速，一体化进程趋势明显。

环卫产业链主要由上游的环卫装备、清洁产品行业、包括环卫清洁、公路护养、新能源环卫、垃圾收转等设备；中游的环卫管理行业、包括道路清扫和垃圾清运；以及下游的环卫主管部门和物业管理公司组成。整合环卫产业链，是环卫服务发展的重要方向。

环卫一体化有利于扩大服务区域，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。环卫一体化主要包括三个方面，分别是城乡环卫一体化、作业方式一体化和垃圾分类一体化。

- **城乡环卫一体化**涵盖城区、乡镇、村庄的道路、公路、河道等区域内的环卫服务作业，将城市与农村的环卫工作放在同等重要的位置，通过统一规划，统一安排，科学有序地开展环卫服务，彻底解决农村“垃圾围村”、环境脏乱差的问题。随着乡村振兴战略和对乡村人居环境的重视，城乡一体化是未来重要发展趋势。
- **作业方式一体化**指区域内的环卫服务作业，包括从分类、清扫、保洁、运输、中转、最终处理等的全过程，都由一家主体进行。这明确了责任主体，减少摩擦成本，提升整体作业质量，协同整合了环卫产业链，有效形成规模效应，降低作业整合处理成本，符合当前环卫服务企业向产业链上下游延伸的发展趋势。
- **垃圾分类一体化**与当前我国垃圾分类工作的推进密切相关。2017年3月发布的《生活垃圾分类制度实施方案》对垃圾分类工作提出了具体的要求和目标，将垃圾分类与环卫服务结合进行，对垃圾从源头开始分类，利于建立与分类品种相配套的收运体系，建立与再生资源利用相协调的回收体系，完善与垃圾分类相衔接的终端处理设施，有助于循环经济链条的进一步完善。

图 25: 环卫产业链



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 26: 环卫一体化

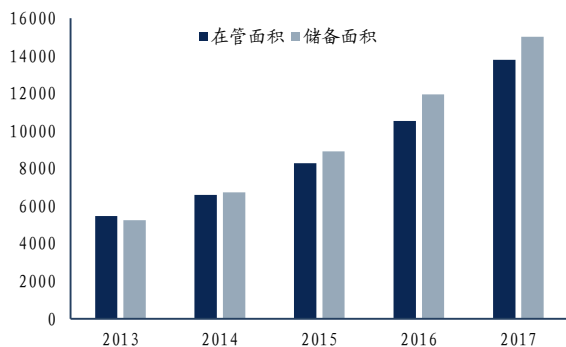


资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

环卫物业融合加速，提升城市管理的精细化程度

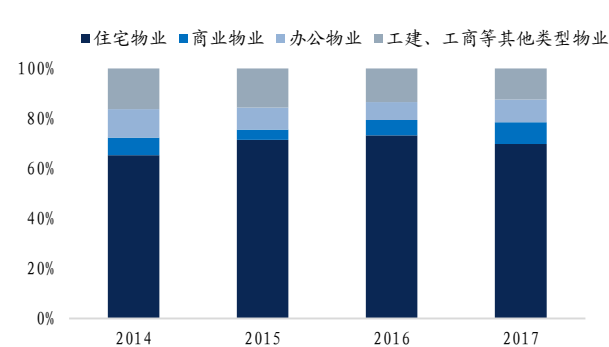
我国的物业管理市场处于快速成长期，行业管理面积稳步提升，并仍处于规模成长期，多种业态全面发展。截至 2017 年末，全国物业管理行业在管面积 13,780 万平方米，储备面积 15,000 万平方米，同比增长 30.99%，25.63%。在管面积中，住宅物业、商业物业、办公物业和工建、工商等其他类型物业分别占据 69.9%、8.7%、9.1%和 12.4%。截至 2019 年，我国的城镇化率达 60.60%，处于快速城市化阶段，但仍低于 1990 年日本的 77%和 1970 年美国的 81%。城镇化率快速提升将推动行业管理面积稳步提升。

图 27: 2013-2017 年物业服务在管和储备面积(万平方米)



资料来源: 住建部、国信证券经济研究所整理

图 28: 在管面积分业态类型占比



资料来源: 住建部、国信证券经济研究所整理

物业百强企业管理规模持续提升，规模扩张伴随着城市深耕。截至 2017 年末，全国物业管理百强企业管理面积均值达 3,163.8 万平米，同比增长 16.1%，2008-2017 年复合增长率为 19.9%，高于行业平均的 6.6%，行业集中度逐步提升。截至 2017 年末，全国物业管理百强企业储备面积均值达 420.0 万平米，同比增长 84.6%；百强企业项目数量均值 178 个，同比增长 7.2%。分城市群来看，长三角地区管理面积占比最大，达 18.17%，成渝地区、珠三角地区、长江中游地区和京津冀地区分别占比 9.34%、9.06%、8.51%和 8.04%。单个城市地区的管理面积均值达 113.0 万平米，同比增长 16.1%。分业态来看，在住宅物业总量快速提升阶段，商办和工建物业仍保持占比稳定甚至提升，多种业

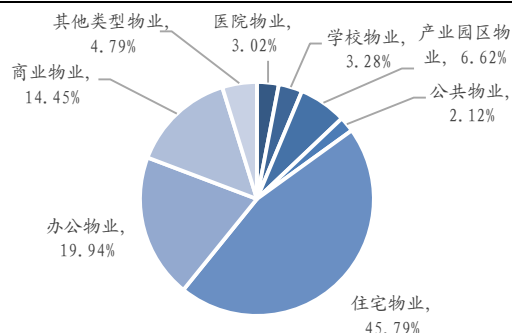
态全面发展。2018 年中国物业服务百强企业收入中，住宅物业收入占比最大，达 45.79%，其次是办公物业和商业物业，分别占比 19.94%和 14.45%。

图 29：2018 年中国物业服务百强企业管理面积区域分布



资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

图 30：2018 年中国物业服务百强企业各业态收入占比

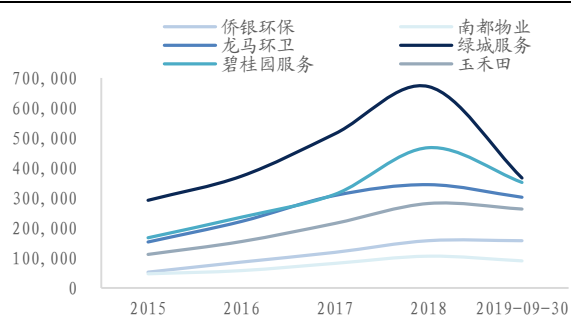


资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

考虑到市场规模、商业模式、未来发展前景等方面，环卫行业和物业行业有诸多相似之处，环卫和物业行业之间既有竞争，又存在相互融合的发展态势。首先，环卫和物业行业均面临着较为广阔的增值空间，拥有各自行业的增值服务（环卫的城市综合服务、景观亮化等，物业的家居服务、房屋经纪等）。其次，这两个行业都是劳动密集型行业，需要大量的人员劳动力投入，人工成本在总营业成本中占据主要的份额（超过 60%）。普遍来看，物业和环卫业务均能够保证较为优异的经营活动现金流，这是由于项目运营期间，收入稳定，回款期间短。第三，这两个行业的格局均处于高度分散阶段，成长天花板较为遥远，环卫运营龙头和物业管理龙头公司近年的营业收入和净利润复合增速均维持在较高水平，因此未来发展前景良好。

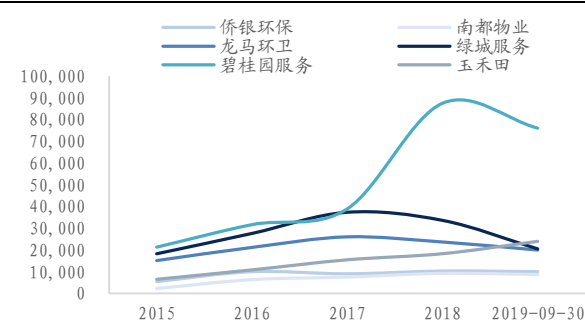
环卫和物业的融合是提升城市管理精细化程度的重要抓手。习近平总书记在 2015 年提出城市精细化管理要求，在此背景下，各大城市（北京、上海、福州、郑州等）相继出台了相关政策持续推进城市管理精细化发展。将完善的物业管理手段运用到城市管理中，能够完善城市精细化管理体系，提高城市精细化管理能力，着力解决城市管理突出问题，不断提升城市环境质量、人民生活质量和城市竞争力。伴随着环卫和物业行业的进一步融合，我国各城市的精细化管理水平有望更快提升。

图 31：环卫&物业龙头企业营收（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32：环卫&物业龙头企业净利润（万元）



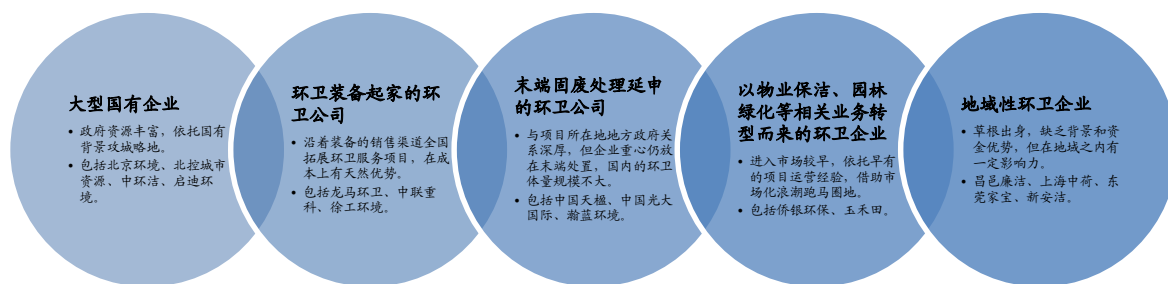
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业竞争激烈，龙头企业优势初显

跑马圈地，格局分散，行业面临重新洗牌

在市场化的进程中，环卫市场竞争激烈，若以企业性质划分，环卫行业的市场参与者可分为五大类，包括大型国有企业、环卫装备起家的环卫公司、末端固废处理延申的环卫公司、以物业保洁、园林绿化等相关业务转型而来的环卫企业和地域性环卫企业。

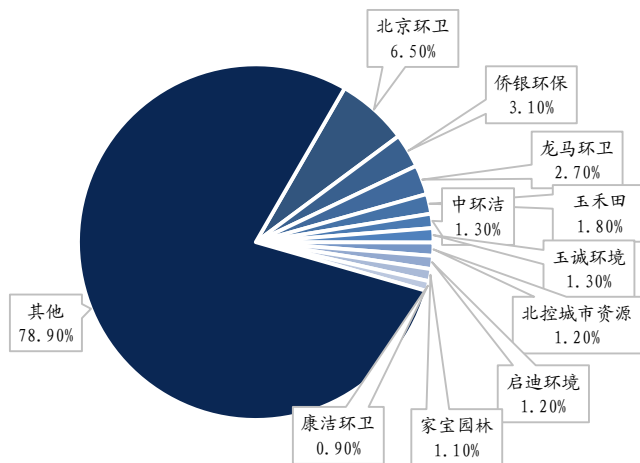
图 33: 环卫行业市场划分



资料来源：国信证券经济研究所整理

目前来看，中国环卫市场格局较为分散。环卫行业作为城市固废处理的入口环节，一直以来饱受行业参与者的广泛关注，早年的环卫企业主要以跑马圈地的形式抢占市场份额。近些年来，大量小项目的出现和新进入者降低了市场集中度，从 2016 年到 2019 年，参与环卫市场化项目争夺的环卫企业从 5,000 家上升至 10,000 家。最近几年，环卫行业 CR10 的市占率仅维持在 20% 左右。随着市场竞争者数量激增，未来行业竞争加剧，将面临重新洗牌。管理能力有限，融资渠道少的小型企业在行业竞争中将处于劣势地位，而包括侨银环保、龙马环卫、玉禾田等在内行业龙头则有望获得更多的市场份额。

图 34: 2019 年环卫服务市场占有率 (%)



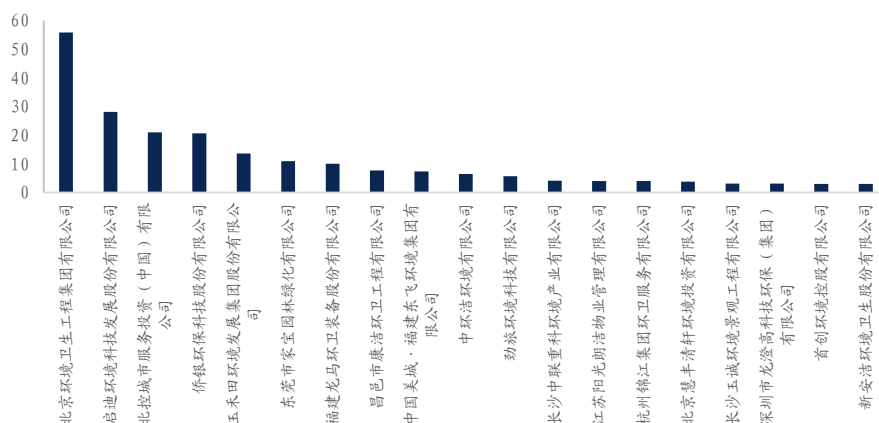
资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

行业准入门槛提升，优质企业有望提升市场份额

随着国家对公共卫生标准的提高，政府倾向于将管辖区域内的环卫服务向少量优质企业集中，环卫服务从过去简单的清扫，向带有垃圾中转设施等重资产投入的清扫清运一体化形式转变。另外，大中型环卫项目，特别是 PPP 模式的市政环卫项目，在招标时对环卫企业的历史业绩、资金实力等要求较高，PPP 运营模式在环境卫生管理领域的加速落地，提高了行业的准入门槛。

在这样的背景下，环卫行业中的优质企业有望在激烈的竞争中脱颖而出。北京环卫、启迪环境、北控城市、侨银环保、玉禾田等公司的环卫项目首年服务金额分别为 55.77 亿元、28.11 亿元、20.96 亿元、20.64 亿元、13.58 亿元，这些行业龙头企业跨区域发展的步伐不断加快，竞争优势将越来越明显，未来将迎重大发展机遇。

图 35：环卫项目首年服务金额（截止 2018 年）（亿元/年）



资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

环卫物业双轮驱动，公司行业领先地位突出

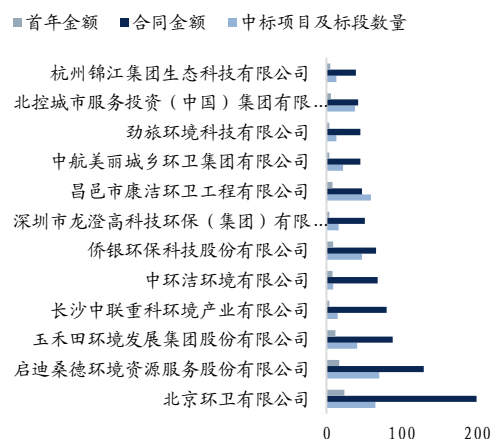
环卫业务先发优势显著，经营业绩稳健

公司于 2010 年进入环卫市场，近年来将发展重心放在市政环卫运营业务领域，公司充分利用国内环卫服务加速市场化的契机，大力拓展市政环卫业务，迅速成长为国内市政环卫领域龙头企业，在环卫市场化浪潮中已经树立先发优势。玉禾田整合自身资源，从道路清扫到垃圾分类管理，形成了上下游全产业链的完整闭环，提供了一站式专业城市（乡镇）综合环境服务，助力当地政府实现环卫市场化改革，服务覆盖了城乡主次干道、商业区、开放式居民区、背街小巷、公厕和城乡水域等各类区域。此外，玉禾田的环卫服务正全力配合各地政府一体化推进农村垃圾、污水、厕所环境“三大革命”，积极推动美丽乡村建设再上新台阶。

2018 年全国市政环卫运营项目中标金额总计 2,278 亿元，其中公司中标金额为 88 亿元，在国内环卫公司中排名第三，仅次于北京环卫和启迪环境。截至 2019 年 6 月，公司在手环卫项目数量 166 个，在手合同总金额 2,219,232 万元，待

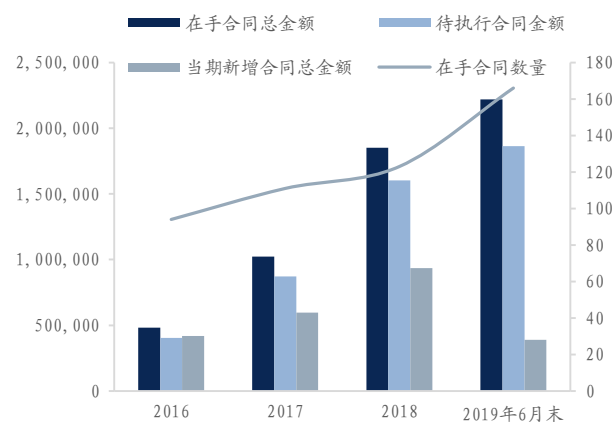
执行合同金额 1,862,627 万元。

图 36: 2018 年国内重点环卫企业中标项目数量及金额 (亿元)



资料来源:公开资料、国信证券经济研究所整理

图 37: 公司市政环卫项目合同数量及金额 (万元)



资料来源:wind、国信证券研究所整理

市政环卫项目的经营模式主要分为传统模式和 PPP 模式,传统模式指各地环卫主管部门通过政府采购,与其签署相应的环卫服务运营协议,向市政环卫服务提供商采购环卫服务。PPP 模式指政府与企业以特许权协议为基础,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。在政府服务外包项目对资金投入需求增大以及地方政府财政资金紧张背景下,推广 PPP 模式是必然趋势。政府采取 PPP 模式引入社会资本,将道路清扫、垃圾清运、环卫设施建设等推向社会,实行市场化运作,符合国家的政策导向要求,减轻短期财政压力,提高资金效率,同时有利于促进城市环卫管理体制和考核方式的转变。对企业而言,环卫 PPP 项目初始投入资金有限且可控,主要是环卫设备的采购,而项目资金回流快速(通常运营开始后,政府付款就会按季度或者月度回流),所以企业愿意以 PPP 模式运营环卫项目,也有能力承受多个环卫 PPP 项目的同时运营。

截止 2019 年 6 月 30 日,公司拥有 14 项市政环卫 PPP 项目的特许经营权。随着 PPP 模式在环卫市场化与垃圾治理领域的不断深入,玉禾田将充分发挥自身的爆发力,预计未来几年内环卫业务订单将呈现快速增长。

表 9：玉禾田环卫项目整理

项目名称	运营主体	项目区位	主要合同名称	甲方名称	签约时间	项目期限	获得方式	年服务费 (万元)	是否 履行 完毕
佳木斯市 政项目	玉禾田集团佳木斯分公司	佳木斯市 区	佳木斯市环卫作业项目委托管理协议	佳木斯市城市管理行政执法局	2010 年	2011/01-2020/12	竞争性谈判	3,814.07	否
			2016 年市政环卫作业协议	佳木斯市环境卫生管理办公室	2016 年	2016/01-2016/12	竞争性谈判	3,643.29	是
			2017 年市政环卫作业协议	佳木斯市环境卫生管理办公室	2017 年	2017/01-2017/12	竞争性谈判	3,697.55	是
			2018 年市政环卫作业协议	佳木斯市环境卫生管理办公室	2018 年	2018/01-2018/12	竞争性谈判	3,757.04	是
			2019 年市政环卫作业协议	佳木斯市环境卫生管理办公室	2019 年	2019/01-2019/12	竞争性谈判	4,406.19	否
天津河北 市政项目	天津 玉禾田	天津市 河北区	环卫作业服务承包合同	天津市河北区环境卫生管理局	2014 年	2015/01-2019/12	招投标	18,883.00	否
			园林绿化保洁项目合同	天津市河北区市容和园林管理委员会	2016 年	2016/03-2019/02	招投标	861.65	否
昆明五华 环卫项目	玉禾田集团云南分公司	昆明市 五华区	五华区（红云街道办事处）道路清扫保洁市场化外包服务合同书	昆明市五华区环境卫生管理处	2015 年	2015/07-2018/03	竞争性谈判	788.02	是
			五华区（华山街道办事处）道路清扫保洁市场化外包服务合同书	昆明市五华区环境卫生管理处	2015 年	2015/07-2018/03	竞争性谈判	644.04	是
			五华区（莲华街道办事处）道路清扫保洁市场化外包服务合同书	昆明市五华区环境卫生管理处	2015 年	2015/07-2018/03	竞争性谈判	632.26	是
			五华区（护国街道办事处）道路清扫保洁市场化外包服务合同书	昆明市五华区环境卫生管理处	2015 年	2015/07-2018/03	招投标	329.76	是
			章贡中心城区市政保洁项目合同	赣州市章贡区城市管理局	2015 年	2015/11-2017/06	托管	-	是
海口三镇 托管项目	海口玉禾田	海口市秀英区石山镇、永兴镇、东山镇	石山、永兴、东山镇环卫作业托管项目协议书	海口市秀英区环境卫生管理局	2017 年	2017/03-2017/11	托管	4,149.33	是
沈阳经开 市政项目	沈阳经开玉禾田	沈阳经开区	沈阳经济技术开发区环境卫生作业服务项目	沈阳经济技术开发区区域管服务中心	2018 年	2018/05-2023/04	招投标	13,092.51	否
石河子环 卫项目	石河子玉禾田	石河子区	石河子市环卫园林一体化项目合同书	石河子市城市管理委员会	2019 年	2019/04-2022/03	招投标	19,288.13	否
海口秀英 PPP 项目	海口玉禾田	海口市秀英区	海口市秀英区环卫一体化 PPP 项目协议	海口市秀英区环境卫生管理局	2016 年	2016/04-2031/03	竞争性磋商	363,568.13	否
			海口市秀英区长流中型转运站移交运营管理协议	海口市秀英区环境卫生管理局	2016 年	2016/12-2030/10	竞争性磋商	9,912.28	否
景德镇 PPP 项目	景德镇玉禾田	江西省景德镇市	景德镇市环卫一体化 PPP 项目合同（第一包）	景德镇市市容环境卫生管理局	2017 年	2017/08-2025/07	招投标	111,882.16	否
			景德镇市环卫一体化 PPP 项目合同（第一包）补充协议	景德镇市市容环境卫生管理局	2018 年	2018/01-2025/07	招投标	2,352.48	否
章贡 PPP 项目	赣州玉禾田	赣州市章贡区	章贡区环卫工程提升暨停车场建设运营 PPP 项目协议	章贡区城市管理局	2017 年	2017/07-2025/06	招投标	59,198.88	否
琼海 PPP 项目	琼海玉禾田	琼海市	琼海市嘉积城区及部分镇海环卫一体化 PPP 项目合同	琼海市城市管理局	2017 年	2017/09-2032/08	招投标	141,845.92	否
			垃圾转运费用补充协议	琼海市城市管理局	2017 年	2017/09-2032/08	招投标	日转运量 220-300 吨, 单价为 116.46 元/吨	否
			农贸市场补充协议	琼海市城市管理局	2017 年	2017/09 至琼海市垃圾焚烧厂二期建成	招投标	164.75 万元/年	否
澄迈 PPP 项目	澄迈玉禾田	海南省澄迈县	澄迈县澄北五镇环境卫生公共服务提升 PPP 项目合同	澄迈县综合行政执法局	2018 年	2018/01-2042/01	招投标	279,087.04	否

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

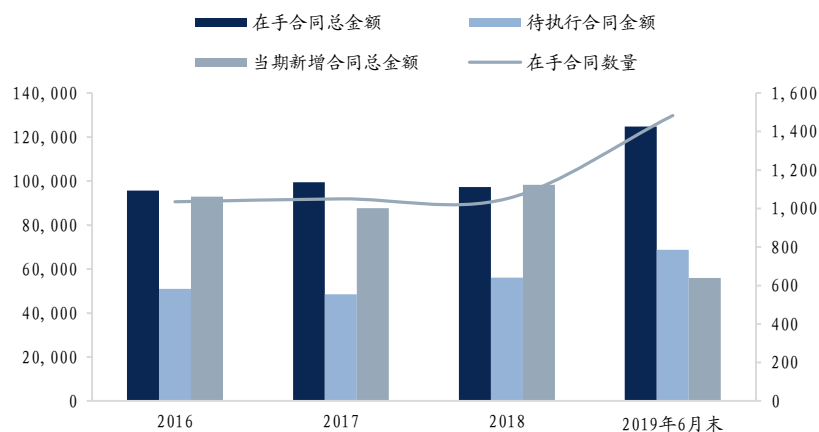
表 10: 公司 PPP 项目特许经营权整理

项目名称	特许经营期限	项目开始时间
海口市秀英区环卫一体化 PPP 项目	15 年	2016. 04
银川市金凤区环卫 PPP 项目	15 年	2017. 01
赣州市章贡区环卫工程提升 PPP 项目	8 年	2017. 07
岳西县城乡环卫一体化 PPP 项目	10 年	2017. 08
景德镇市环卫一体化 PPP 项目	15 年	2017. 08
琼海市嘉积城区及部分镇墟环卫一体化 PPP 项目	15 年	2017. 09
海口市三镇环卫一体化 PPP 项目	20 年	2017. 12
宜良县城乡环卫一体化 PPP 项目	34 年	2018. 01
澄迈县澄北五镇环境卫生公共服务提升 PPP 项目	15 年	2018. 01
大庆市萨尔图区卫生管理站环卫保洁 PPP 项目	15 年	2018. 05
定南县城区环卫一体化 PPP 项目	15 年	2018. 05
彭泽县城区及部分乡镇环卫市场化 PPP 项目	15 年	2018. 06
赣州市赣县区城乡环卫一体化 PPP 项目	15 年	2018. 08
新沂市城乡环卫一体化 PPP 项目	15 年	2018. 09

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

深耕细作，提供中高端物业清洁服务

公司发展初期，主要为住宅小区、写字楼、商业综合体、公共交通枢纽等建筑的公共区域，包括楼层走道、公共卫生间、小区公共空间等提供物业清洁领域的服务。随着公司的发展，物业清洁的服务内容不断丰富，包括但不限于清洁服务、外墙清洗、有害生物防治等内容。公司在物业清洁领域签署了多个优质项目，包括中国工商银行股份有限公司深圳分行项目、腾讯大厦清洁服务项目、深圳证券交易所清洁服务项目等等。截至 2019 年 6 月，公司在手物业清洁项目合同 1,483 个，在手合同金额 124,679.4 万元，待执行合同金额 68,670.75 万元。未来受益于物业管清洁行业整体规模增长和外包比例提升，公司的物业清洁领域有望迎来新的发展机遇。

图 38: 公司物业清洁项目合同数量及金额（万元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 11: 公司物业清洁项目整理

项目名称	项目区位	主要合同名称	甲方名称	签约时间	项目期限	获得方式	年服务费 (万元)	是否履行完毕
深圳地铁二号线项目	深圳	2014 年深圳地铁 2 号线保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2014 年	2014/03-2016/06	招投标	3,058.67	是
		2016 年深圳地铁 2 号线车站 (安托山站至新秀站) 保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2016 年	2016/06-2018/11	招投标	2,214.91	是
深圳地铁三号线项目	深圳	深圳地铁三号线保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2015 年	2015/11-2017/10	招投标	1,946.46	是
深圳地铁七号线项目	深圳	深圳地铁七号线车站 (福民站至太安站) 保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2016 年	2016/10-2018/11	招投标	2,342.77	是
深圳地铁 11 号线项目	深圳	深圳地铁 11 号线车站保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2016 年	2016/06-2018/10	招投标	3,461.65	是
中国工商银行股份有限公司深圳市分行项目	深圳	2015 年中国工商银行股份有限公司深圳市分行清洁专项服务合同	中国工商银行股份有限公司深圳市分行	2015 年	2015/11-2016/10	招投标	900.59	是
		2016 年中国工商银行股份有限公司深圳市分行清洁专项服务合同	中国工商银行股份有限公司深圳市分行	2016 年	2016/11-2017/10	招投标	943.64	是
		2017 年中国工商银行股份有限公司深圳市分行清洁专项服务合同	中国工商银行股份有限公司深圳市分行	2017 年	2017/11-2018/12	招投标	1,144.42	是
		20179-2020 年中国工商银行股份有限公司深圳市分行清洁专项服务合同	中国工商银行股份有限公司深圳市分行	2019 年	2019/01-2020/12	招投标	2,076.98	否
成都地铁二号线项目	成都	2、4 号线保洁及绿化养护合同	成都地铁运营有限公司	2015 年	2015/08-2017/08	招投标	2,650.82	是
广州地铁三号线项目	广州	广州地铁三号线、APM 线车站保洁服务项目合同书	广州地铁集团有限公司	2015 年	2015/11-2018/10	招投标	4,416.50	是
南宁地铁一号线项目	南宁	2016 年南宁轨道交通 1 号线运营保洁服务采购项目合同	南宁轨道交通集团有限责任公司	2016 年	2016/02-2018/03	招投标	3,050.20	是
		2018 年南宁地铁一号线车站项目服务合同	南宁轨道交通集团有限责任公司	2018 年	2018/04-2021/06	招投标	7,182.09	否
西安地铁三号线项目	西安	西安地铁三号线保洁服务项目 (2 标段) 合同	西安市轨道交通集团有限公司	2017 年	2017/09-2019/09	招投标	1,875.68	否
		西安地铁三号线保洁服务项目 (2 标段) 补充合同	西安市轨道交通集团有限公司	2018 年	2018/02-2019/09	招投标	274.14	否
深圳北站枢纽项目	深圳	深圳地铁物业北站枢纽保洁项目服务合同	深圳地铁物业管理发展有限公司	2017 年	2017/06-2019/06	招投标	2,628.60	否
深圳地铁三号线项目 (新)	深圳	深圳地铁三号线草埔站至双龙站车站保洁项目服务合同	深圳市地铁三号线投资有限公司	2018 年	2018/12-2020/11	招投标	2,731.32	否
深圳地铁七号线项目 (新)	深圳	深圳地铁七号线西丽湖站至皇岗村车站保洁项目服务合同	深圳市地铁集团有限公司	2018 年	2018/12-2021/02	招投标	3,090.97	否

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

根据公司各业务板块的发展情况，我们预计了 2019-2021 年各业务的增速：

- 市政环卫业务增速为 41%/50%/40%;
- 物业清洁业务增速为 -4%/5%/5%;

表 12: 公司各业务收入和毛利率预测表

报告期	2018	2019 E	2020 E	2021 E
市政环卫				
收入	19.71	27.83	41.75	58.44
yoy	58.57%	41%	50%	40%
成本	15.36	21.57	32.56	45.59
毛利	4.34	6.26	9.18	12.86
毛利率(%)	22.04	22.50%	22.00%	22.00%
物业清洁				
收入	8.46	8.12	8.53	8.95
yoy	-6.93%	-4%	5%	5%
成本	7.49	7.20	7.56	7.94
毛利	0.96	0.92	0.96	1.01
毛利率(%)	11.37	11.30%	11.30%	11.30%
总收入	28.16	35.95	50.27	67.40
yoy	30.86%	27.67%	39.83%	34.06%
总成本	22.86	28.77	40.13	53.53
总毛利	5.31	7.18	10.15	13.87
总毛利率	18.86%	19.97%	20.19%	20.58%

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 13: 未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2816	3596	5028	6741
营业成本	2286	2878	4013	5354
销售费用	19	24	34	46
管理费用	209	246	336	444
财务费用	46	18	14	2
营业利润	245	413	605	861
利润总额	241	413	605	861
归属于母公司净利润	182	312	458	651
EPS	1.76	3.01	4.41	6.27
ROE	27%	34%	35%	36%

资料来源: 国信证券经济研究所分析

按上述假设条件，我们得到公司 19-21 年收入分别为 35.95/50.27/67.40 亿元，归属母公司净利润 3.12/4.58/6.51 亿元，利润年增速分别为 71.2%/46.6%/62.2%。每股收益 19-21 年分别为 3.01/4.41/6.27 元。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 109.70-123.48 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 25-28 倍 PE，当前环保板块估值中枢位置在 15-20 倍。

盈利预测的风险

公司市政环卫和物业清洁业务业绩很大程度上取决于在手订单数量。我们对公司的合同数量进行了预测，但若合同数量推进显著低于我们的预测，则会出现公司盈利不及预期的风险。

政策和日常经营风险

公司所处行业是政策性非常强的行业，市政环卫行业受到政策推动影响较大，如果政策和资金支持不及当前市场的预期，则可能出现盈利不及预期的风险。

其它风险

主要股东减持股份，股价波动风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	371	300	300	318	营业收入	2,816	3,596	5,028	6,741
应收款项	756	936	1,309	1,754	营业成本	2,286	2,878	4,013	5,354
存货净额	7	8	11	15	营业税金及附加	12	18	25	34
其他流动资产	49	54	75	101	销售费用	19	24	34	46
流动资产合计	1,214	1,328	1,725	2,218	管理费用	209	246	336	444
固定资产	415	657	878	986	财务费用	46	18	14	2
无形资产及其他	353	333	313	294	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	139	139	139	139	资产减值及公允价值变动	(10)	2	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	10	0	0	0
资产总计	2,121	2,457	3,056	3,637	营业利润	245	413	605	861
短期借款及交易性金融负债	592	562	550	300	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	234	273	380	508	利润总额	241	413	605	861
其他流动负债	272	371	518	692	所得税费用	38	66	97	138
流动负债合计	1,097	1,206	1,448	1,500	少数股东损益	20	35	51	72
长期借款及应付债券	5	(95)	(195)	(295)	归属于母公司净利润	182	312	458	651
其他长期负债	277	327	377	427					
长期负债合计	281	231	181	131	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1,379	1,438	1,629	1,632		2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	60	88	128	186	净利润	182	312	458	651
股东权益	682	932	1,298	1,819	资产减值准备	6	7	6	3
负债和股东权益总计	2,121	2,457	3,056	3,637	折旧摊销	104	73	93	110
					公允价值变动损失	10	(2)	0	0
					财务费用	46	18	14	2
					营运资本变动	(167)	9	(88)	(121)
					其它	9	21	35	55
					经营活动现金流	146	420	504	698
					资本开支	(268)	(300)	(300)	(200)
					其它投资现金流	(30)	0	0	0
					投资活动现金流	(296)	(300)	(300)	(200)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	5	(100)	(100)	(100)
					支付股利、利息	(40)	(62)	(92)	(130)
					其它融资现金流	448	(29)	(13)	(250)
					融资活动现金流	377	(192)	(204)	(480)
					现金净变动	227	(71)	0	18
					货币资金的期初余额	144	371	300	300
					货币资金的期末余额	371	300	300	318
					企业自由现金流	(85)	143	226	514
					权益自由现金流	368	(2)	102	162

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032