

公司研究

补贴取消后盈利能力回归正常水平，积极拓展垃圾分类业务

——玉禾田（300815.SZ）2021 年年报点评

要点

事件：公司发布 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 48.34 亿元，同比增长 12.01%；实现归母净利润 4.73 亿元，同比下降 25.12%。2019-2021 年毛利率分别为 21.6%、29.7%、22.7%，2021 年度新冠疫情政策优惠全面取消，公司盈利能力恢复正常水平。

补贴取消背景下两大业务规模稳健增长，市政环卫为主要业绩驱动力。公司两大业务板块稳健增长，市政环卫板块新签合同总金额约 36.8 亿元，截至 2021 年 12 月 31 日止，在手合同总金额 367.25 亿元，待执行合同金额 270.62 亿元；2021 年营业收入 37.59 亿元，同比增长 11.52%，毛利率 26.17%。物业清洁板块新签合同总金额约 13.44 亿元，截至 2021 年 12 月 31 日止，在手合同总金额 16.79 亿元，待执行合同金额 9.40 亿元；2021 年营业收入 10.71 亿元，同比增长 14.98%，毛利率 10.27%。

公司业务覆盖面广，依托市占率优势中标多项优质项目。市政环卫板块覆盖全国 26 个省级行政区域，中标滨城区城市管理市场化项目等多个城市公共服务项目。公司为博鳌亚洲论坛、首届中国消博会、中阿博览会等国际大型论坛会议提供环境卫生保障服务，通过 PPP、特许经营、政府托管、国资混改等多种模式，助力当地政府实现环卫市场化改革。物业清洁板块继续与广州地铁、深圳地铁等保持长期稳定合作关系，中标广州白云机场保洁项目等多个高端项目。

收购深圳宝泰鑫，布局“林业碳汇”，推动信息化+智慧化建设，增强竞争优势。公司收购了主营业务与垃圾分类相关的深圳宝泰鑫，主要从事垃圾减量分类业务。2021 年 7 月，公司成立了碳资产经营和投资事业部，主要以林业碳汇为核心，协助地方共同开发、监测当地林业碳汇资源。公司持续加大信息化+智慧化建设投入，逐步完成一套立体、多元、开放的产业信息化产品矩阵。

盈利预测、估值与评级：在“双碳”政策催化下，垃圾分类、资源化以及新能源环卫装备的应用将快速发展。公司多年深耕行业，积累大量长期合作的优质客户，预计 22 年公司物业清洁业务规模将受益行业结构优化，订单无忧；通过广泛布局新业务与管理能力提高，顶住疫情外部环境压力，穿透周期。鉴于疫情优惠政策取消，公司拿单力度略低于预期，我们下调公司 2022-23 年净利润 29%/26% 至 5.73/6.65 亿元，新增 2024 年预测净利润为 7.50 亿元，当前股价对应 2022 年 PE 为 12 倍，公司在环卫领域保持龙头地位，有一定品牌和经营优势，维持“买入”评级。

风险提示：行业支持政策退坡；税收优惠政策变化；上网电价及补贴变动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,315	4,834	5,414	6,076	6,757
营业收入增长率	20.05%	12.01%	12.01%	12.22%	11.22%
净利润（百万元）	631	473	573	665	750
净利润增长率	101.75%	-25.12%	21.16%	16.20%	12.75%
EPS（元）	4.56	1.71	2.07	2.40	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.66%	16.40%	16.93%	16.96%	16.57%
P/E	5	14	12	10	9
P/B	1.3	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-28；因转增原因，股本由 2020 年末的 1.384 亿股变更至 2021 年末的 2.768 亿股

买入（维持）

当前价：23.85 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.77
总市值(亿元):	66.02
一年最低/最高(元):	22.98/56.20
近 3 月换手率:	26.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.12	-7.61	-59.23
绝对	-18.89	-22.96	-54.04

资料来源：Wind

相关研报

在手订单充裕，与合作单位业务开展有望实现突破——玉禾田（300815.SZ）2020 年年度报告点评（2021-03-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,315	4,834	5,414	6,076	6,757
营业成本	3,033	3,738	4,187	4,736	5,269
折旧和摊销	179	189	241	305	369
税金及附加	10	20	22	24	27
销售费用	46	44	50	49	54
管理费用	300	334	325	334	372
研发费用	4	9	10	11	13
财务费用	48	50	82	66	60
投资收益	11	20	24	27	30
营业利润	897	673	802	924	1,037
利润总额	866	662	795	919	1,034
所得税	177	140	168	194	218
净利润	689	522	627	725	816
少数股东损益	58	50	54	60	66
归属母公司净利润	631	473	573	665	750
EPS(元)	4.56	1.71	2.07	2.40	2.71

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	522	620	961	1,089	1,121
净利润	631	473	572	665	750
折旧摊销	179	189	241	305	369
净营运资金增加	388	427	-149	112	231
其他	-676	-468	297	8	-230
投资活动产生现金流	-742	-509	-426	-423	-420
净资本支出	-384	-460	-450	-450	-450
长期投资变化	318	377	0	0	0
其他资产变化	-676	-426	24	27	30
融资活动现金流	992	-257	-610	-229	-195
股本变化	35	138	0	0	0
债务净变化	99	62	-457	-38	10
无息负债变化	169	224	58	125	122
净现金流	771	-146	-75	438	506

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.7%	22.7%	22.7%	22.1%	22.0%
EBITDA 率	26.4%	19.0%	20.3%	20.9%	21.3%
EBIT 率	22.2%	15.0%	15.9%	15.9%	15.8%
税前净利润率	20.1%	13.7%	14.7%	15.1%	15.3%
归母净利润率	14.6%	9.8%	10.6%	10.9%	11.1%
ROA	15.2%	10.0%	11.7%	12.0%	11.9%
ROE (摊薄)	24.7%	16.4%	16.9%	17.0%	16.6%
经营性 ROIC	27.1%	16.4%	18.9%	19.8%	20.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	41%	32%	30%	28%
流动比率	1.92	2.03	2.26	2.51	2.77
速动比率	1.91	2.02	2.25	2.50	2.76
归母权益/有息债务	3.21	3.35	8.40	10.75	12.08
有形资产/有息债务	5.27	5.63	12.34	15.42	17.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,548	5,222	5,379	6,067	6,870
货币资金	1,321	1,158	1,083	1,521	2,026
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,021	1,500	1,487	1,550	1,724
应收票据	9	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	239	233	261	293	326
存货	9	16	17	20	22
其他流动资产	83	93	98	105	112
流动资产合计	2,865	3,171	3,119	3,660	4,383
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	318	377	377	377	377
固定资产	730	779	949	1,062	1,114
在建工程	0	0	10	15	18
无形资产	319	283	313	340	366
商誉	0	48	48	48	48
其他非流动资产	143	340	340	340	340
非流动资产合计	1,683	2,051	2,261	2,406	2,487
总负债	1,844	2,130	1,731	1,818	1,950
短期借款	617	515	48	0	0
应付账款	371	445	498	564	627
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	19	33	33	33	33
流动负债合计	1,492	1,559	1,381	1,458	1,580
长期借款	90	241	251	261	271
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	99	99	99	99
非流动负债合计	352	570	350	360	370
股东权益	2,704	3,093	3,649	4,249	4,920
股本	138	277	277	277	277
公积金	995	861	918	962	962
未分配利润	1,426	1,743	2,188	2,683	3,288
归属母公司权益	2,559	2,881	3,382	3,922	4,527
少数股东权益	145	212	267	327	392

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.06%	0.92%	0.92%	0.80%	0.80%
管理费用率	6.96%	6.90%	6.00%	5.50%	5.50%
财务费用率	1.11%	1.02%	1.52%	1.09%	0.89%
研发费用率	0.10%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
所得税率	20%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.12	0.26	0.45	0.52	0.59
每股经营现金流	3.77	2.24	3.47	3.94	4.05
每股净资产	18.49	10.41	12.22	14.17	16.36
每股销售收入	31.18	17.46	19.56	21.95	24.41

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	5	14	12	10	9
PB	1.3	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	3.2	8.0	6.5	5.5	4.7
股息率	4.7%	1.1%	1.9%	2.2%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE