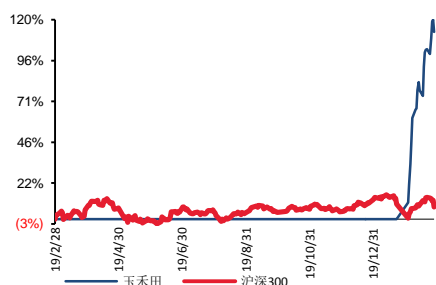


工业 商业和专业服务

市政环卫+物业清洁双轮驱动，借力资本再腾飞

■ 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
12 个月最高/最低(元)	93.70/42.55

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

报告摘要

市政环卫千亿新蓝海，市场化改革带来新契机。我们测算未来三年市政环卫领域市场规模高达千亿，而当前行业集中度依然较低，公司作为行业龙头，市占率仅4%左右，同时行业市场化率也仅30%左右，随着政府积极推进市政环卫市场化，将考验的是企业的综合竞争力，行业将进入良币驱逐劣币时代，市场有望加速整合，而玉禾田在服务运营能力、资金、品牌等方面优势明显，且公司轻资产模式专注于运营服务，高周转、高盈利模式竞争力突出，IPO后将助力公司环卫机械化率、智能化率、信息化率进一步提升，打开新的成长空间。

深耕物业清洁领域二十余载，打造行业标杆。公司深耕物业清洁领域多年，具有丰富实践经验及品牌价值，克服人员密集行业的管理弊病，打造标准化服务及可复制管理，在全国推广开来。随着行业不断的发展，未来中高端服务将更具发展潜力，公司转变经营策略聚焦全国1%的高端市场，一方面通过聚焦高端楼宇，发挥自己综合优势，提升品牌价值；另一方面公司加强与百强企业的合作，随着物业管理公司集中度提升，抢占更多清洁外包市场，做行业的领军企业。

借力资本市场，开启新的成长周期。公司成功登陆资本市场，将解决之前融资渠道单一的痛点，继续巩固行业龙头地位，借助资本力量将加速环卫服务运营中心以及智慧环卫项目建设，达到降本增效的目的；其次，公司可以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，扩大公司的业务规模，整合资源实现产业链一体化，打造综合环境服务运营商。

投资建议:公司物业清洁+市政环卫双轮驱动，成功登陆资本市场后，借助资本力量有望开启新的成长周期。预计2019-2021年公司EPS分别为3.02、3.64和4.95元，对于PE估值分别为30、24.8和18.3倍，首次覆盖给予“买入”评级，考虑到公司次新股及高成长性，给予一定的估值溢价，目标价127.4元，对应20年业绩35倍PE估值。

风险提示:新订单签订不及预期、人工成本不断上升、应收账款回收不及时

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2816	3595	4860	6295
(+/-%)	30.87	27.65	35.20	29.51
净利润(百万元)	182	313	504	685
(+/-%)	18.21	71.71	61.03	35.84
摊薄每股收益(元)	1.76	3.02	3.64	4.95
市盈率(PE)	0.00	30.01	24.85	18.29

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

深耕环卫领域二十余载，打造环境综合服务运营商	4
扎根主业，上市带来新机遇	4
市政环卫：千亿新蓝海，市场化改革带来新契机	7
城镇化率提升，环卫需求与日俱增.....	7
行业集中度低，市场化加速行业整合.....	12
市政环卫未来向机械化、智能化、一体化发展.....	14
物业清洁：聚焦高端，打造品牌	16
市场空间巨大，行业集中度有待提升.....	16
公司聚焦高端市场，打造行业标杆.....	18
借力资本力量，玉禾田开启新的成长篇章	20
规模优势：降本增效，提升盈利水平.....	20
品牌优势：深耕主业，打造精品项目提升品牌价值.....	21
管理优势：精细化管理，服务标准化可复制化.....	22
资金优势：登陆资本市场，解决融资单一痛点.....	23
盈利预测与投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 近三年市政环卫业务占比逐年提升.....	5
图表 3: 市政环卫业务维持高增长.....	5
图表 4: 公司各地分公司及项目分布情况.....	5
图表 5: 公司股权结构稳定 (截止 2020 年 1 月 23 号).....	6
图表 6: 14-19 年营收复合增速约 33%.....	6
图表 7: 14-19 年归母净利润复合增速约 50.9%.....	6
图表 8: 公司分业务毛利率及综合毛利率.....	7
图表 9: 2019 年我国城镇化率达到 60.6%.....	8
图表 10: 环卫行业部分相关的政策法规.....	8
图表 11: 我国城市道路清扫保洁面积及增速.....	9
图表 12: 我国县城道路清扫保洁面积及增速.....	9
图表 13: 我国城市垃圾清运量及增速.....	9
图表 14: 我国县城垃圾清运量及增速.....	9
图表 15: 我国城市公厕数量及增速.....	10
图表 16: 我国县城公厕数量及增速.....	10
图表 17: 2012-2018 年我国城乡社区环境卫生支出情况.....	10
图表 18: 2012-2018 年我国市容环卫专用车辆情况.....	10
图表 19: 市政环卫市场空间测算.....	11
图表 20: 2018 年国内环卫服务企业签约能力 CR10.....	12
图表 21: 2015-2018 年新签环卫合同及首年服务合同金额.....	12
图表 22: 市政环卫业务传统模式与 PPP 模式对比.....	12
图表 23: 我国环卫市场化发展历程.....	13
图表 24: 市政环卫业务传统模式与 PPP 模式对比.....	13

图表 25: 玉禾田市政环卫业务在手订单	14
图表 26: 2012-2017 年我国城市环卫机械化清扫率逐步增加	14
图表 27: 未来环卫业务呈智能化发展	15
图表 28: 未来环卫一体化趋势明显	15
图表 29: 物业清洁需求保持稳定增长	16
图表 30: 2015-2018 年百强物业企业管理规模	17
图表 31: 2015-2018 年百强物业企业市场份额	17
图表 32: 2018 年 500 强企业营业成本构成占比分布	18
图表 33: 2018 年 500 强物业企业外包项目分布	18
图表 34: 公司“广州塔”物业清洁业务	18
图表 35: 公司“深圳北站”物业清洁业务	18
图表 36: 公司物业清洁业务营收及增速	19
图表 37: 公司物业清洁业务毛利率	19
图表 38: 公司物业清洁业务在手订单	19
图表 39: 2018 年全国环卫行业五强营收规模	20
图表 40: 2018 年全国环卫行业五强企业覆盖省份	20
图表 41: 公司毛利率领先行业同行	20
图表 42: 公司 ROE 位居行业前列	20
图表 43: 主要环卫企业总资产周转率	21
图表 44: 主要环卫企业应收账款周转率	21
图表 45: 公司部分物业清洁及市政环卫精品项目	21
图表 46: 公司主办的“玉禾田大学”	22
图表 47: 公司 IPO 募投项目及金额	23
图表 48: 公司经营性净现金流逐年增加	23
图表 49: 可比公司的盈利预测	24

深耕环卫领域二十余载，打造环境综合服务运营商

扎根主业，上市带来新机遇

玉禾田创建于1997年，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。

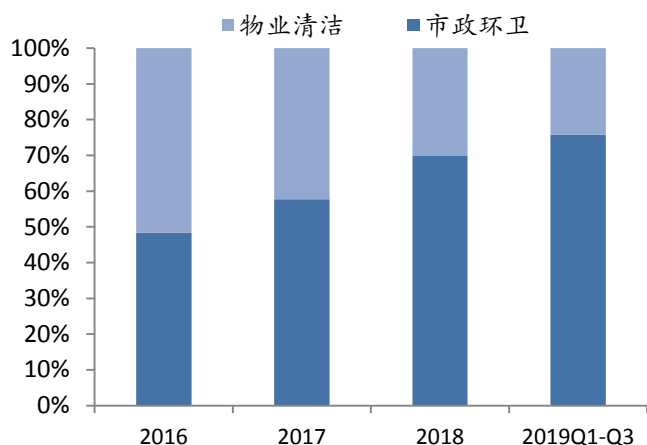
前期深耕物业清洁，借环卫市场化发力市政环卫领域。公司成立初期，深耕物业清洁领域，而随着环卫市场化改革，公司依托物业清洁服务积累的服务经验和口碑，在市政环卫业务上保持快速发展，截止2019年三季度末，公司市政环卫业务营收占比达75.82%，并保持40%以上的增速，成为公司业绩的主要支撑点，当前处于公司第5个“五年规划”阶段，公司将以上市为契机，全力冲刺百亿营收目标。

图表1：公司发展历程



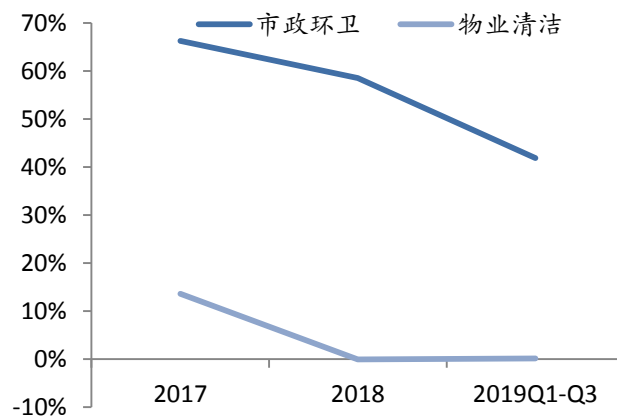
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 2: 近三年市政环卫业务占比逐年提升



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 市政环卫业务维持高增长



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

公司从创立初期扎根珠三角，到现在业务覆盖全国 80 多个城市，服务超过 100 家物业清洁客户和超过 200 家的市政环卫客户，员工人数超过六万人，公司充分发挥先发优势，管理能力、运作效率和服务水平均居于行业前列。我们认为，随着公司成功登陆 A 股，有望借助资本市场迅速扩张，继续做大做强。

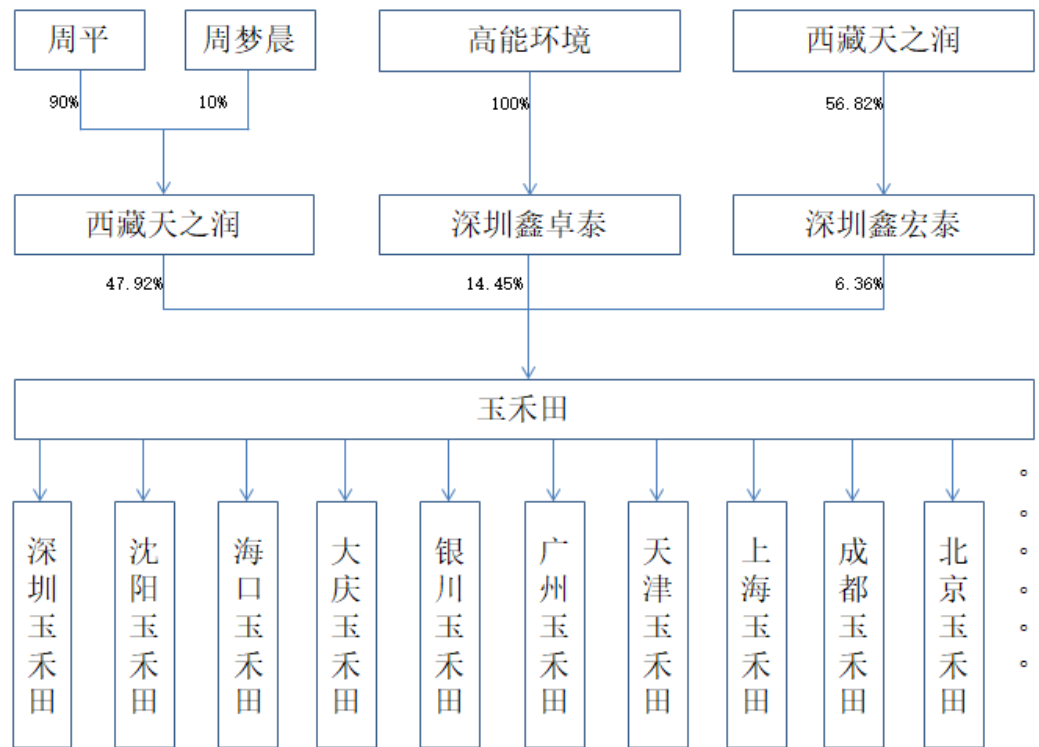
图表 4: 公司各地分公司及项目分布情况



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

公司实际控制人为周平先生，其通过西藏天之润持股上市公司股份 47.92%，通过深圳鑫宏泰持股 6.36%，周平先生深耕环卫领域多年，具有丰富的管理经验及专业技术，秉承专业人做专业事的理念，以“传承匠人精神、建设美丽中国”为使命，带领玉禾田快速发展；其次，高能环境为公司第二大股东，高能环境是国内较早专业从事环境污染防治技术研究应用的高新技术企业之一，在环境修复、城市环境和工业环境领域具有丰富经验，与公司业务实现上下游协同发展。

图表 5：公司股权结构稳定（截止 2020 年 1 月 23 号）



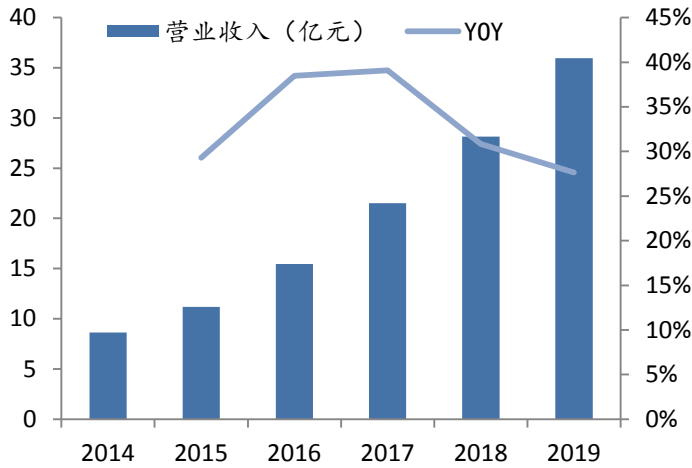
资料来源：wind，公司官网，太平洋证券研究院

借助资本力量，开启新的成长周期。14 年以来公司业务保持快速发展，近 6 年营收复合增速约 33%，归母净利润复合增速约 50.9%，主要得益于环卫业务市场化改革，公司依托物业清洁的丰富经验，抓住改革新契机，环卫业务迅速发展，而随着公司成功登陆 A 股，未来将借助资本市场力量开启新的成长周期。

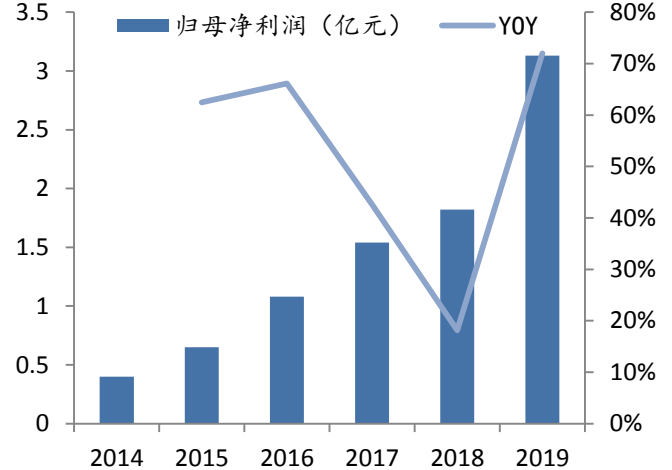
公司市政环卫毛利率高于物业清洁的毛利率。16-19Q3 末，公司市政环卫毛利率分别为 26.32%、24.48%、22.04%、24.84%，高于物业清洁的 14.75%、12.84%、11.37%、11.97%；我们认为，在人工成本不断攀升的背景下，市政环卫业务规模较大，且机械化率在不断提升，成本端较以人工为主的物业清洁具有优势，未来随着市政环卫业务占比不断提升，未来整体毛利率有望进一步提升。

图表 6：14-19 年营收复合增速约 33%

图表 7：14-19 年归母净利润复合增速约 50.9%

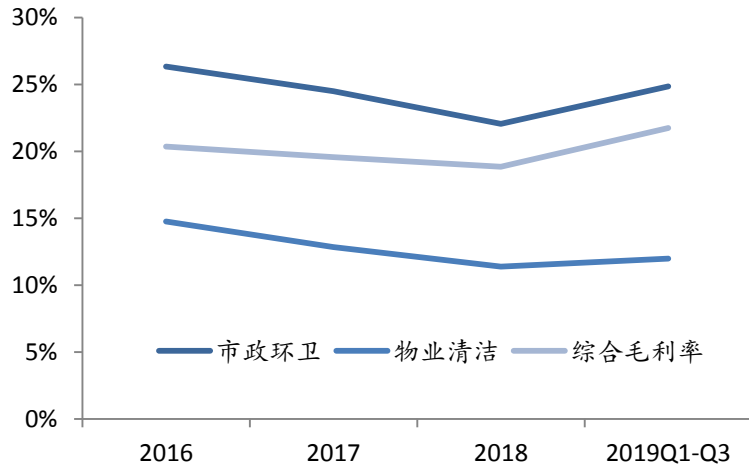


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



资料来源: Wind, 太平洋证券研究所

图表 8: 公司分业务毛利率及综合毛利率



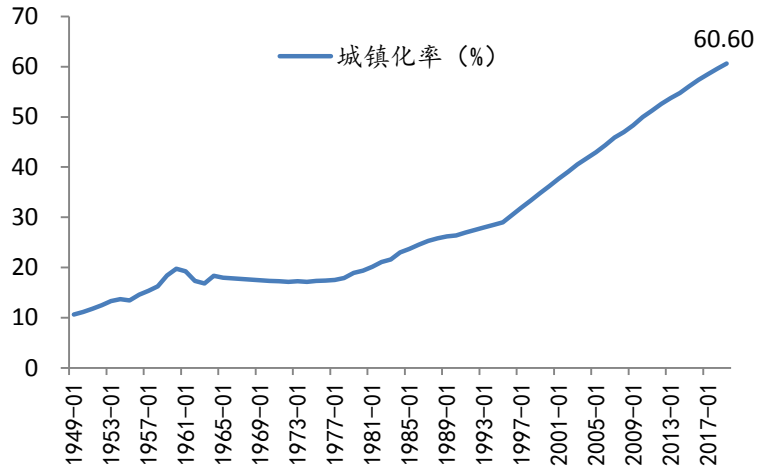
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

市政环卫：千亿新蓝海，市场化改革带来新契机

城镇化率提升，环卫需求与日俱增

随着我国城镇化率不断提升，城市配套公共基础设施及生活垃圾处理量逐渐增多，对市政环卫需求越来越大，同时市政环卫市场化改革的逐步深入，由过去的行政主导为主，逐步转向由市场化的第三方企业运作转变，从而实现管办分离，提高市政环卫服务质量，因此也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；

图表 9: 2019 年我国城镇化率达到 60.6%



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

出台政策法规为行业健康快速保驾护航。随着环卫需求与日俱增,国家对城乡环境卫生问题的逐步重视及城乡社区卫生环境卫生财政支出的不断增加,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。

图表 10: 环卫行业部分相关的政策法规

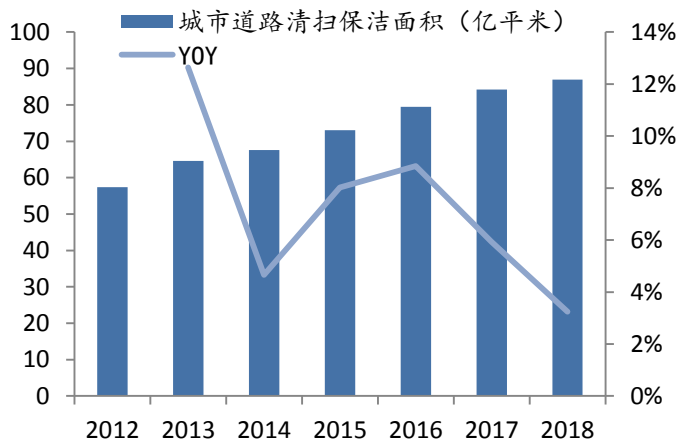
时间	名称	主要内容	发文部门
2002 年	关于加快市政公用行业市场化进程的意见	意见提出要开放市政公用行业市场及建立市政公用行业特许经营制度	原建设部
2011 年	国务院批转住房城乡建设部等部门关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知	通知提出要全面提高城市生活垃圾处理能力和水平,加大政策支持力度,拓宽投入渠道的同时,充分调动社会资金参与城市生活垃圾处理设施建设和运营的积极性。	国务院
2015 年	关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见	地方政府通过采取 PPP 模式引入社会资本,将道路清扫保洁、垃圾运输、环卫设施建设等推向市场,实行市场化运作。	财政部
2015 年	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 年	“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年	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9部委

资料来源：国务院、财政部、住建部等，太平洋证券研究院

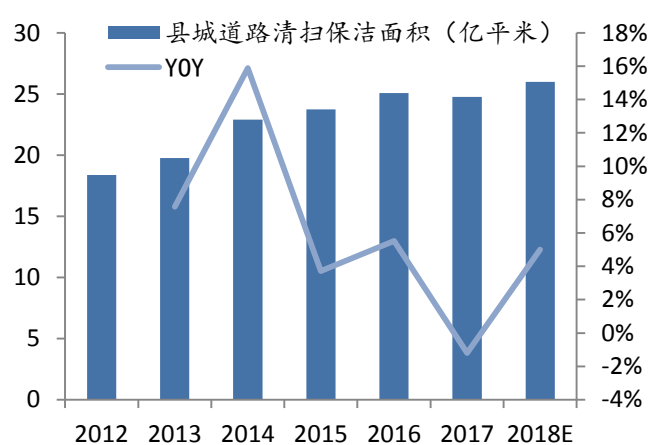
2012年以来市政环卫需求持续增加。根据国家统计局数据，2018年末，我国城市道路清扫保洁面积约为86.9亿平方米，县城道路清扫保洁面积约为26亿平方米，2012年以来分别复合增长7.18%和5.96%；国内城市垃圾处置量约为2.28亿吨，2012年以来复合增速约为4.9%，县城垃圾处置量约为0.67亿吨，近几年整体变动不大；18年末城市公厕数量达到14.75万座，县城公厕数量约4.8万座，2012年以来分别复合增长3.23%和2.45%。

图表 11：我国城市道路清扫保洁面积及增速



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

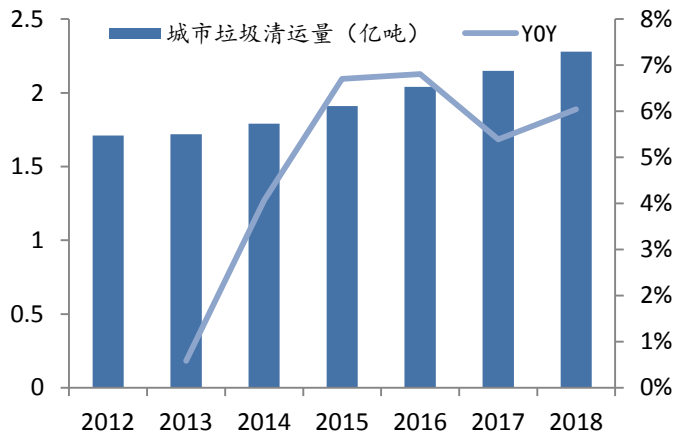
图表 12：我国县城道路清扫保洁面积及增速



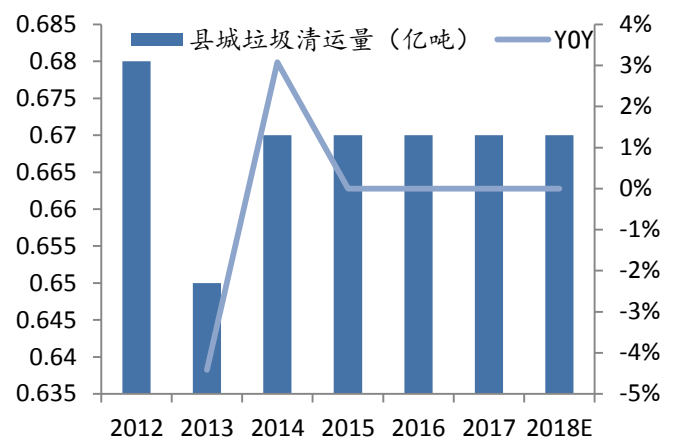
资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

图表 13：我国城市垃圾清运量及增速

图表 14：我国县城垃圾清运量及增速

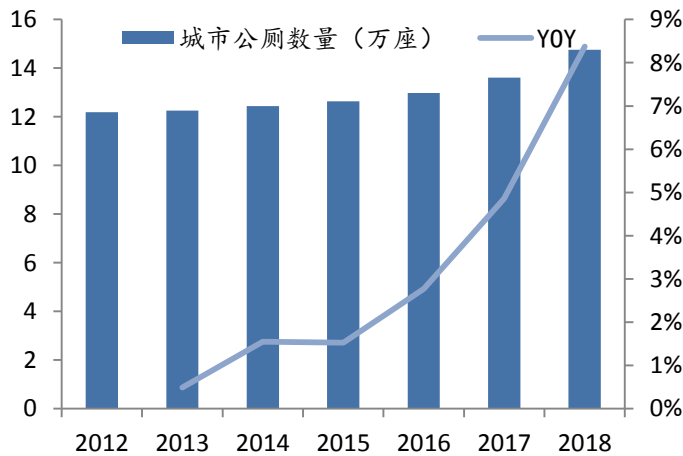


资料来源: 国家统计局, 太平洋证券研究院



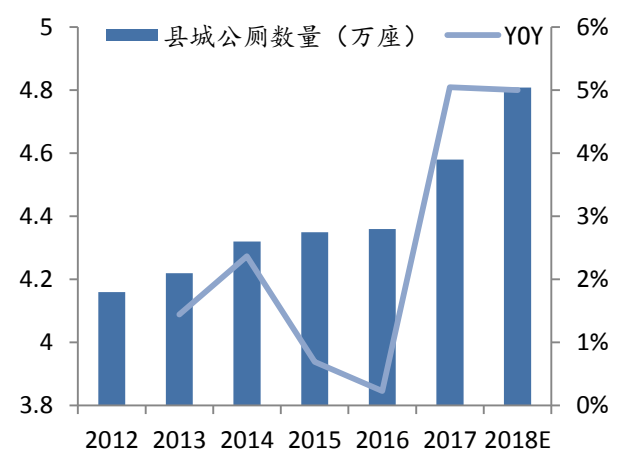
资料来源: 国家统计局, 太平洋证券研究院

图 15: 我国城市公厕数量及增速



资料来源: 国家统计局, 太平洋证券研究院

图 16: 我国县城公厕数量及增速



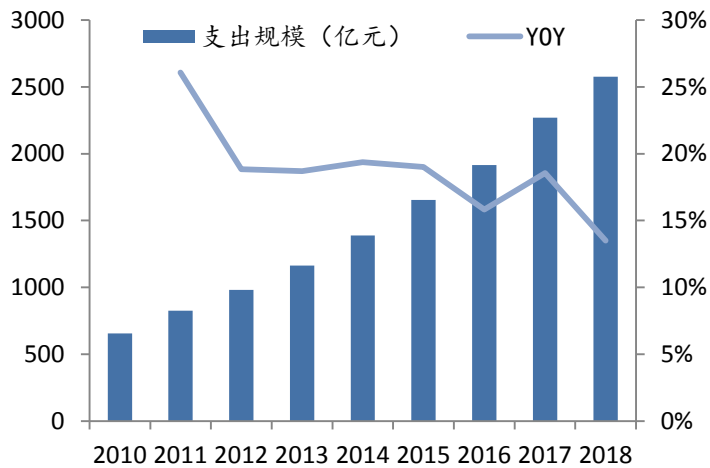
资料来源: 国家统计局, 太平洋证券研究院

2010 年以来城乡环卫支出复合增速为 18.7%。2012-2018 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, 2010 年以来我国城乡社区环境卫生支出复合增速为 18.7%, 城市及县城市容环卫专用车辆 12-18 年复合增速分别为 14.5%和 12.4%; 我们认为, 一方面随着我国城镇化的推进, 市政环卫保洁需求增加; 另一方面, 人民生活水平不断提升, 对美好生态环境的向往也不断推进市政环卫的市场规模增加。

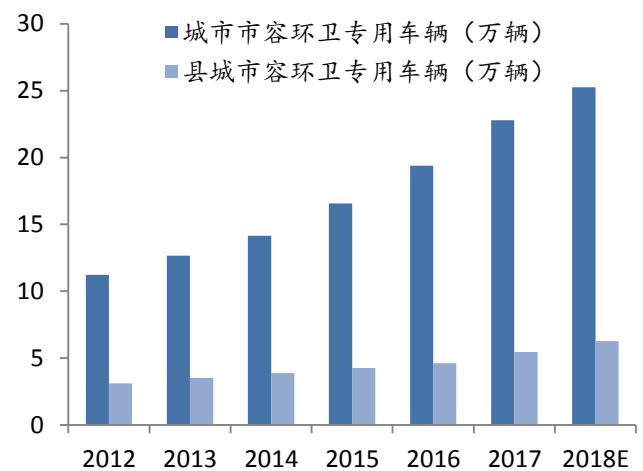
除此之外, 此次疫情期间各地对消毒清洁需求急剧增长, 未来政府及居民的环卫意识提升, 以及市政环卫业务市场化推进, 对于环卫装备和消杀服务等带来新的增量, 体现了市政环卫具备民生刚需属性, 市场空间巨大。

图 17: 2012-2018 年我国城乡社区环境卫生支出情况

图 18: 2012-2018 年我国市容环卫专用车辆情况



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

我们选取道路清扫、垃圾清运以及公厕运营等主要市政环卫业务进行测算，按照政府采购案例粗略计算各业务运营单价，假设城市/县城的道路清扫单价分别为 12、9 元/平方米，城市/县城垃圾清运量单价分别为 75、70 元/吨，城市/县城公厕运营单价分别为 7、5 万元/座，我们测算未来 3 年市政环卫市场规模分别为 1733.8、1792.7、1854.7 亿元，市场空间广阔。

图表 19：市政环卫市场空间测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
城市道路清扫面积 (亿平方米)	84.2	86.93	89.54	92.22	94.99	97.84
YOY		3.24%	3%	3%	3%	3%
清扫单价 (元/平方米)	12	12	12	12	12	12
县城道路清扫面积 (亿平方米)	24.76	26	26.78	27.58	28.41	29.26
YOY		5.0%	3%	3%	3%	3%
清扫单价 (元/平方米)	9	9	9	9	9	9
道路清扫规模 (亿元)	1233.2	1277.2	1315.5	1354.9	1395.6	1437.5
城市垃圾清运量 (亿吨)	2.15	2.28	2.39	2.51	2.64	2.77
YOY		6%	5%	5%	5%	5%
清运单价 (元/吨)	75	75	75	75	75	75
县城垃圾清运量 (亿吨)	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.70
YOY		0	1%	1%	1%	1%
清运单价 (元/平方米)	70	70	70	70	70	70
垃圾清运规模 (亿元)	208.2	217.9	226.9	236.4	246.3	256.7
城市公厕数量 (万座)	13.61	14.75	15.64	16.57	17.57	18.62
YOY		8.38%	6%	6%	6%	6%
清扫单价 (万元/座)	7	7	7	7	7	7
县城公厕数量 (万座)	4.58	4.81	5.05	5.30	5.57	5.85
YOY		5.02%	5%	5%	5%	5%
清扫单价 (万元/座)	5	5	5	5	5	5
公厕运营规模 (亿元)	118.2	127.3	134.7	142.5	150.8	159.6

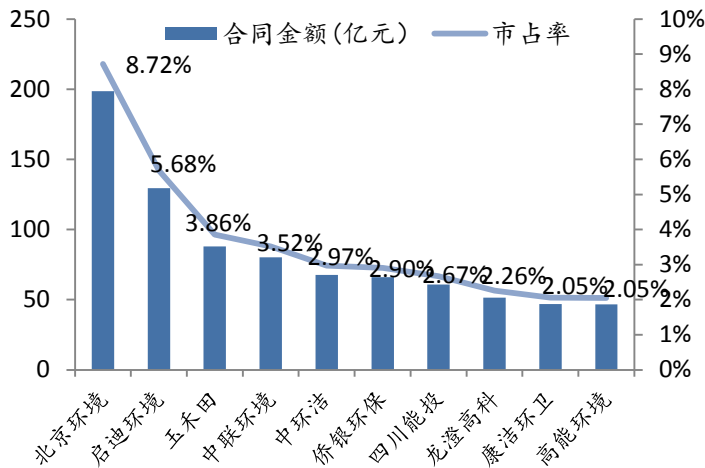
市政环卫市场空间 (亿元)	1559.56	1622.36	1677.09	1733.84	1792.68	1853.69
YOY	4.03%	3.37%	3.38%	3.39%	3.40%	4.03%

资料来源：中国政府采购网、太平洋证券研究院

行业集中度低，市场化加速行业整合

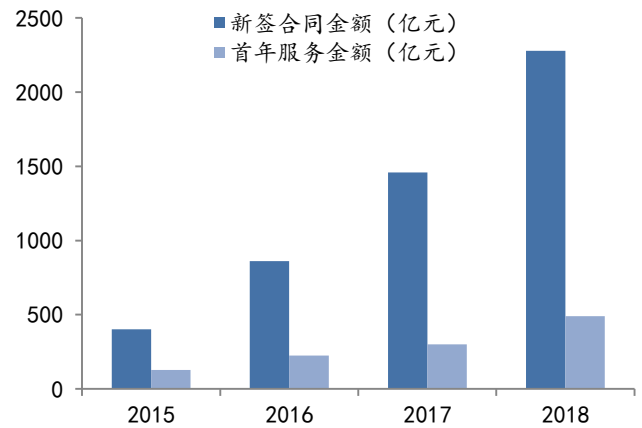
2018年CR10市占率不足40%，未来整合空间巨大。根据环境司南的统计，2018年全国环卫行业新签合同总金额为2278亿元，同比增长56.1%，其中首年服务金额为491亿元，同比增加63.1%，均保持快速增长，但行业快速发展的背后是行业集中度仍比较低，从企业新签订单来看，2018年环卫运营项目合同总金额排名前五的公司分别为北京环境、启迪桑德、玉禾田、中联重科和中环洁，CR10市占率约为36.7%，未来行业整合空间巨大，

图表 20: 2018 年国内环卫服务企业签约能力 CR10



资料来源：环境司南，太平洋证券研究院

图表 21: 2015-2018 年新签环卫合同及首年服务合同金额



资料来源：环境司南，太平洋证券研究院

目前参与环卫运营市场的主要有三类企业，一是以龙马环卫、中联重科为代表的环卫设备制造商，其在设备领域更具优势；二是以玉禾田、侨银环保为代表的专业环卫服务企业，其轻资产模式服务更灵活；三是以启迪环境为代表的综合性固废服务商，其在下游垃圾处置方面优势明显；总而言之，三类企业各具优势，随着环卫市场化不断推行，未来行业龙头将发挥自身优势，加速行业整合，提升市占率。

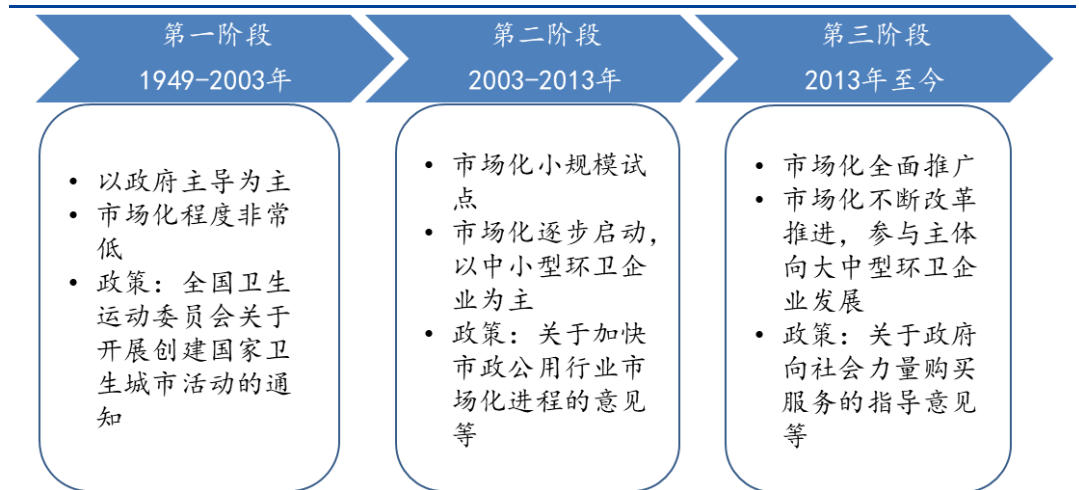
图表 22: 市政环卫业务传统模式与 PPP 模式对比

特征	代表企业
第一类	上游环卫设备制造商
第二类	轻资产专注环卫运营商
第三类	下游固废垃圾处置企业

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

我国市政环卫服务市场的发展大体上可以分为三个阶段，一是政府主导阶段，市场化程度极低；二是市场化小规模试点，以中小型企业参与为主；三是市场化全面推广阶段。2013年以来，环卫服务进入市场化全面推广阶段，参与主体向大中型企业发展，政府职能发生转变，加大公共服务力度，市政服务项目更多交由第三方环卫公司运作。

图表 23: 我国环卫市场化发展历程



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

同时，国家提出一系列政策支持社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，公共服务项目的市场化趋势越发明朗，PPP模式在环卫运营领域推广开来。PPP模式下，需要企业与政府建立合资公司，前期项目建设投入对资金有一定要求，因此，有实力的大企业有望脱颖而出。

图表 24: 市政环卫业务传统模式与 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/招投标等公开竞争方式
资产移交	合同到期不需要移交资产	合同到期需要移交资产
付费主体	政府方付费	政府方付费
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	发行人负责日常管理	由项目公司直接管理
结算周期	大多按月或季度结算	大多按月或季度结算

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

环卫市场化率约 30%左右。按照我们测算的 2018 年市场规模约 1622 亿元，测算市场化率约 30.3%，与侨银环保测算的 30%左右的市场化率相匹配，虽然较以前有所提升，但距离国外发达国家 80%的市场化率仍有很大差距，未来随着市政环卫市场化推进，对企业服务运营能力、资金、品牌等综合实力更加看重，截止 19 年上半年，公司在手订

单达 221.9 亿元（PPP 合同年限一般为 15 年），较年初增长 19.87%，行业进入良币驱逐劣币时代，市场有望加速整合。

图表 25：玉禾田市政环卫业务在手订单

市政环卫	2016	2017	2018	2019H1
在手合同数量（个）	94	111	123	166
在手合同总金额（万元）	482327.64	1022813.69	1851430.23	2219231.84
待执行合同金额（万元）	403572.87	873040.62	1603471.96	1862627.47
当期新增合同总金额（万元）	419024.51	596678.46	935708.38	388880.22

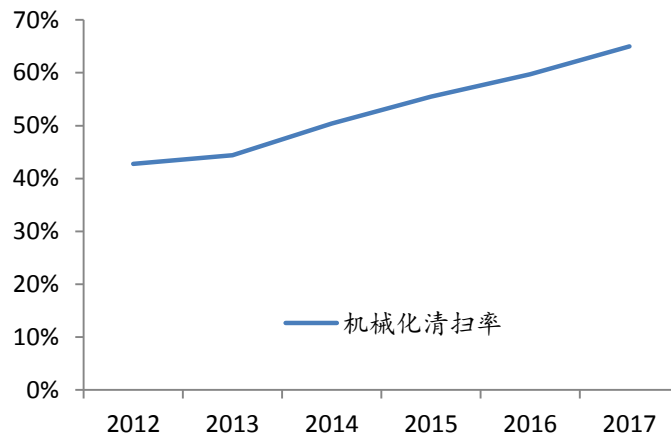
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

市政环卫未来向机械化、智能化、一体化发展

环卫机械化程度逐步提升。随着我国老龄化人口增加（环卫工人平均年龄超过 50 岁，新进入者减少）以及人工成本不断攀升（国内环卫行业人工成本占比 60%，远高于美国的人工成本 30%），环卫机械化率提升势在必行，根据住建部数据显示，国内环卫机械化清扫率从 2012 年的 42.79% 提升至 2017 年的 65.01%，大大提升了环卫行业的工作效率及作业质量；据了解，一辆 3 万多元的清扫机可以代替 3 名人工（假设一名员工人工成本 3 万元/年），一方面有效提升工作效率，另一方面企业成本下降明显。

未来随着环卫车辆制造行业的发展进步，新型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水平。

图表 26：2012-2017 年我国城市环卫机械化清扫率逐步增加



资料来源：住建部，太平洋证券研究院

环卫信息化和智能化提升作业效率。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 5G 时代的到来，通过运用信息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。智慧环卫投入力度的加大和技术进步的推动，使得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。目前，龙马环卫、启迪环境、玉禾田等行业龙头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。

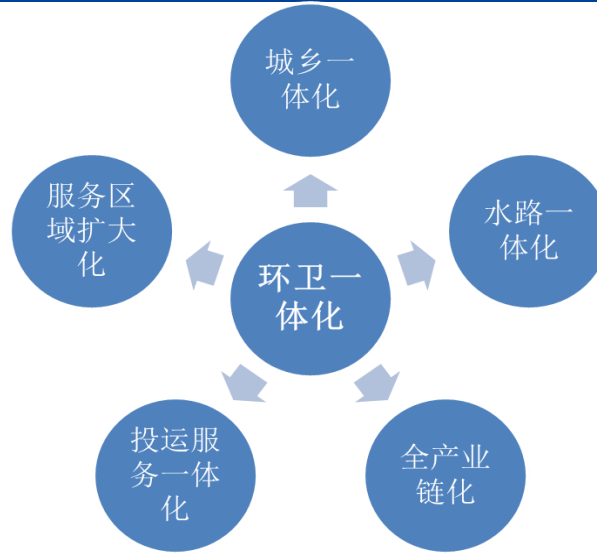
图表 27: 未来环卫业务呈智能化发展



资料来源: 新环卫, 太平洋证券研究院

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。环卫一体化未来呈现城乡一体化、水路一体化、全产业链化、投资建设和运营服务一体化、服务区域扩大化；这对于环卫运营企业综合实力要求更好，有实力的企业也有望获得更多的订单，提高行业集中度

图表 28: 未来环卫一体化趋势明显



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

物业清洁：聚焦高端，打造品牌

市场空间巨大，行业集中度有待提升

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，中国物业清洁市场应运而生，经过二十多年的成长，行业已进入快速发展期，并呈现出市场空间大、市场集中度较低的特点。

物业清洁市场空间巨大。2014-2019年我国商品房及办公楼销售面积复合增速分别为7.3%和8.2%，增速比较稳定稳定，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态势；其次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。2014-2018年我国及高铁运营里程复合增速分别为16.1%和16%，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

未来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。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。

图表 29：物业清洁需求保持稳定增长

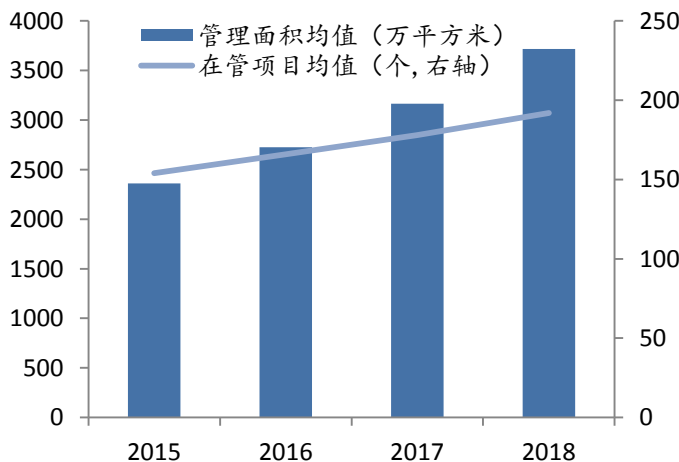
项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	复合增速
商品房销售面积 (亿平方米)	12.06	12.85	15.73	16.94	17.17	17.16	7.3%
办公楼销售面积 (万平方米)	2505	2913	3826	4756	4363	3723	8.2%
城轨长度 (公里)	3173	3618	4153	5033	5761		16.1%
高铁里程 (万公里)	1.65	1.98	2.2	2.5	3.0		16.0%

资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

行业集中度较低，未来整合空间巨大。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。

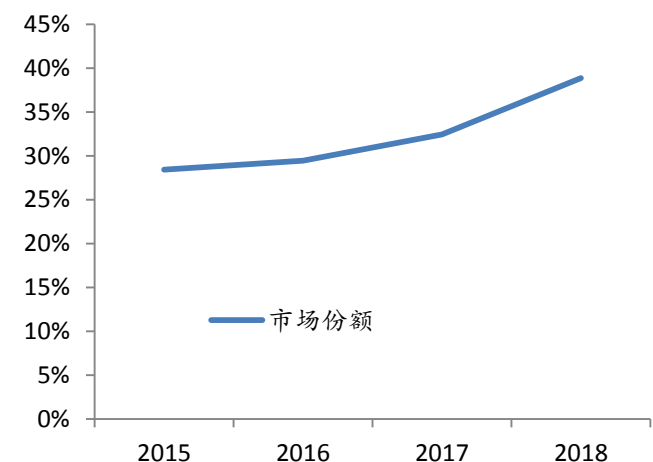
根据中指研究院数据，2018年百强企业管理面积均值达3718.13万平米，同比增长17.52%，在管理项目数量均值为192个，较上一年新增14个。百强企业市场份额进一步提升至38.85%，较2017年增长6.43个百分点，但行业集中度仍处于较低水平，其中TOP10企业管理面积均值达2.39亿平米，是百强企业均值的6.43倍，市场份额约为11.35%，未来随着人民生活水平日益提升，对物业服务的要求也愈发突出，更加注重企业品牌及综合服务能力，强者愈强态势将延续。

图表 30: 2015-2018 年百强物业企业管理规模



资料来源：中指研究院，太平洋证券研究院

图表 31: 2015-2018 年百强物业企业市场份额

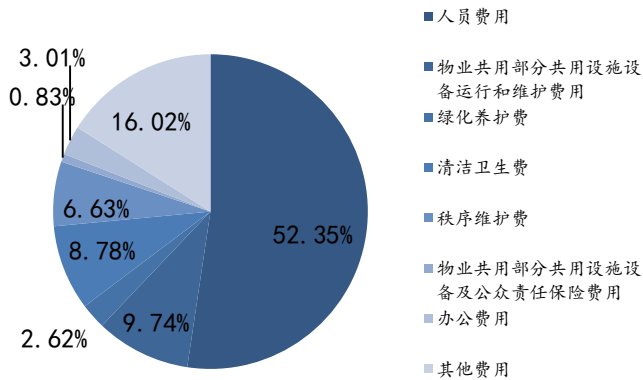


资料来源：中指研究院，太平洋证券研究院

物业清洁为综合物业企业第一外包项目。为了有效降低企业的刚性成本，物业服务企业将技术含量低而劳动密集的部分非核心业务寻求更专业的外包公司进行管理，2018年500强物业企业中有389家企业将部分基础业务外包，从企业外包项目的分布看，保洁业务项目外包在总外包项目中占比最高，占比33.07%，其次是设备维修养护业务(25.92%)、绿化业务(22.73%)和秩序维护业务(18.28%)。从其成本构成来看，人力成本仍是企业营业成本的主要部分，2018年，500强企业人员费用达到760.23亿元，占营业成本总值达52.35%，作为劳

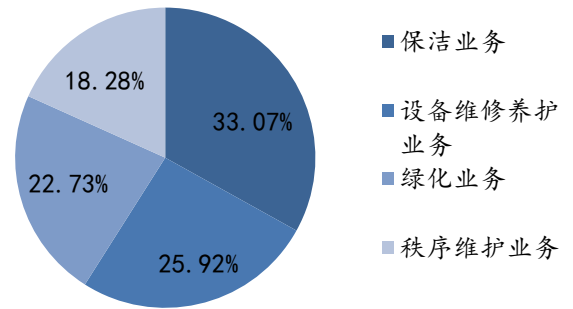
动密集型的行业，超半数的成本为人工成本，类似于市政环卫业务，随着人工成本上升，未来机械化率或将逐步提升。

图表 32：2018 年 500 强企业营业成本构成占比分布



资料来源：中国物业管理协会，太平洋证券研究院

图表 33：2018 年 500 强物业企业外包项目分布



资料来源：中国物业管理协会，太平洋证券研究院

公司聚焦高端市场，打造行业标杆

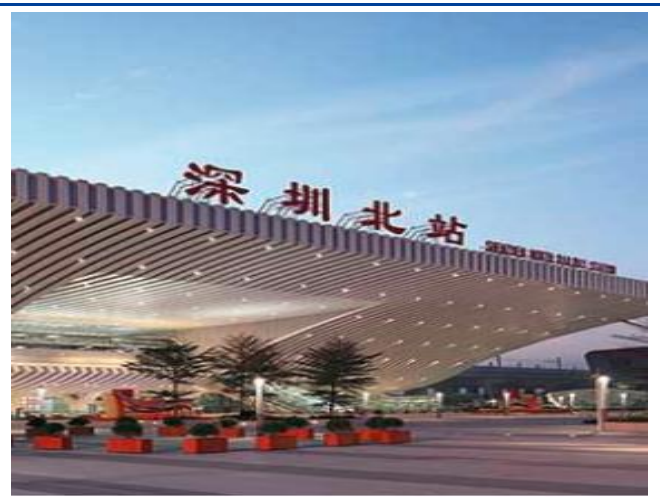
玉禾田成立初期以物业清洁业务为主，在该领域深耕 20 余载，建立了一套规范化的服务体系，专业的服务团队以及强大的品牌价值，成功实施了众多精品项目，例如公司参与了 2008 年北京奥运会、2010 广州亚运会场馆的清洁维护，广州塔、深圳北站等地标性建筑的清洁工作，在行业内取得了良好的口碑。

图表 34：公司“广州塔”物业清洁业务



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 35：公司“深圳北站”物业清洁业务

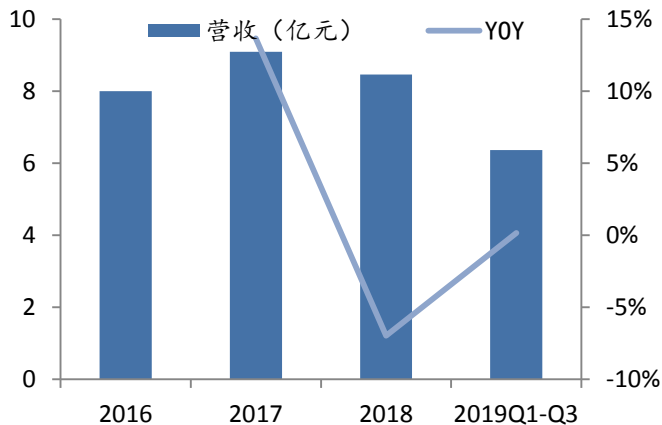


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

聚焦高端市场，打造行业品牌。目前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。

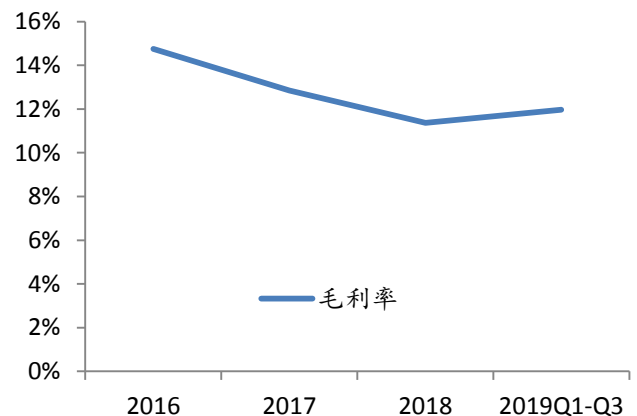
近几年，公司物业清洁业务增速有所放缓下游，且毛利率也有所下滑，主要是公司调整经营策略，精选项目聚焦高端，未来的目标是做全国1%的高端市场，打造品牌，做行业的领军企业。随着行业不断的发展，未来中高端服务将更具发展潜力，行业结构将不断优化，部分企业优势将不断凸显，行业集中度将有所提高。

图表 36: 公司物业清洁业务营收及增速



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 37: 公司物业清洁业务毛利率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

截止 19 年上半年，公司在手订单金额达到 12.5 亿元，较 18 年底增长 28.2%，我们认为，公司在物业清洁领域具有丰富经验及品牌价值，未来一方面聚焦高端楼宇，发挥自己综合优势，体现品牌价值；另一方面物业管理公司集中度提升，公司加强与百强企业的合作，抢占更多清洁外包市场，提升市占率。

图表 38: 公司物业清洁业务在手订单

	2016	2017	2018	2019H1
在手合同数量 (个)	1035	1050	1051	1483
在手合同总金额 (万元)	95653.95	99402.21	97260.13	124679.41
待执行合同金额 (万元)	51021.32	48530.24	56045.92	68670.75
当期新增合同总金额 (万元)	92916.97	87630.7	98257.93	55989.66

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

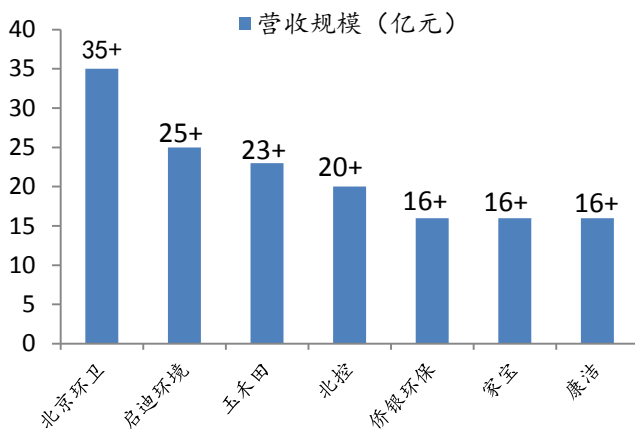
借力资本力量，玉禾田开启新的成长篇章

公司成功登陆资本市场，依托公司原有的先发及规模优势、管理优势、品牌优势，叠加资本市场带来的资金优势，有望迅速做大做强，提升市占率。

规模优势：降本增效，提升盈利水平

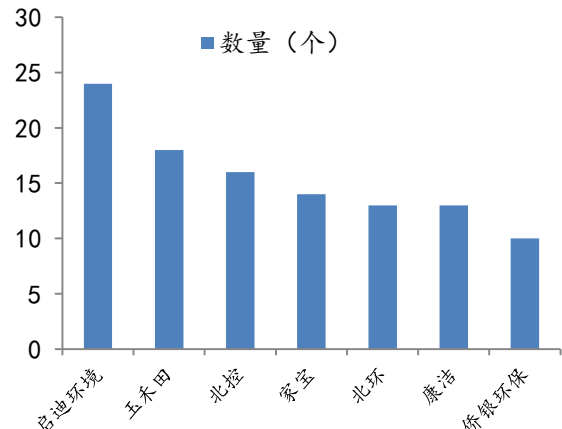
公司于 1997 年进入物业清洁领域，为国内最早一批物业清洁企业，至今深耕行业二十余载，公司也已发展成拥有超过六万名员工，服务超过 1000 家物业清洁客户和超过 200 家市政环卫客户的环卫龙头，在环境卫生管理领域积累了较多的优质客户和丰富的服务经验，公司经营规模处于行业前列，在与同行业的竞争中具有市场先发优势和规模优势。

图表 39：2018 年全国环卫行业五强营收规模



资料来源：环境司南，太平洋证券研究院

图表 40：2018 年全国环卫行业五强企业覆盖省份



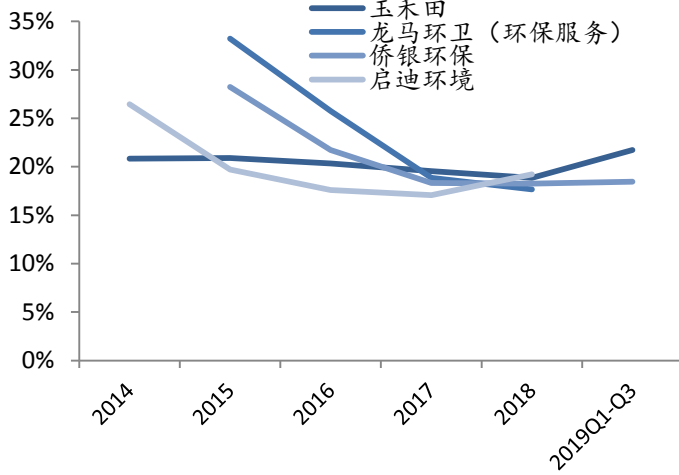
资料来源：环境司南，太平洋证券研究所

19Q3 末公司毛利率为 21.7%，公司盈利水平处于行业领先地位，一方面得益于公司规模较大，固定成本摊薄；另一方面，19 年公司调整经营策略，优先选择一些质地优良的大项目，盈利水平环比回升。

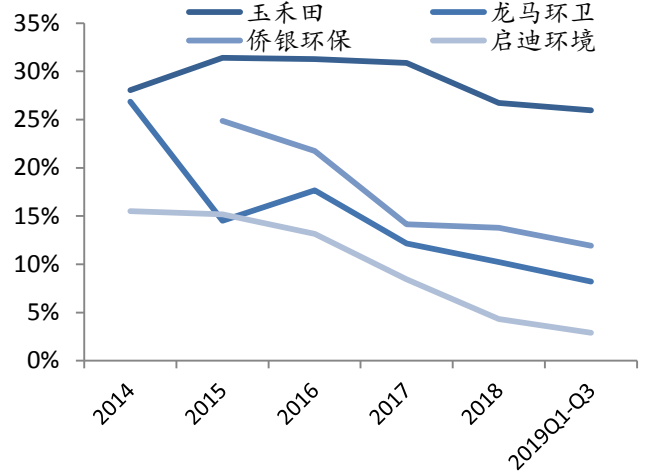
公司轻资产模式，专注于运营，公司总资产周转率明显高于其他竞争对手；其次，公司下游客户主要是政府、知名物业公司、机场、地铁公司等，普遍信誉良好，回款周期一般是 2-3 个月，相比之后，龙马环卫拥有环卫设备业务、启迪环境的固废处置等业务，整体应收账款账期提升，因此公司的应收账款周转率也高于其他竞争对手。高周转率决定了公司 ROE 处于行业领先水平。

图表 41：公司毛利率领先行业同行

图表 42：公司 ROE 位居行业前列



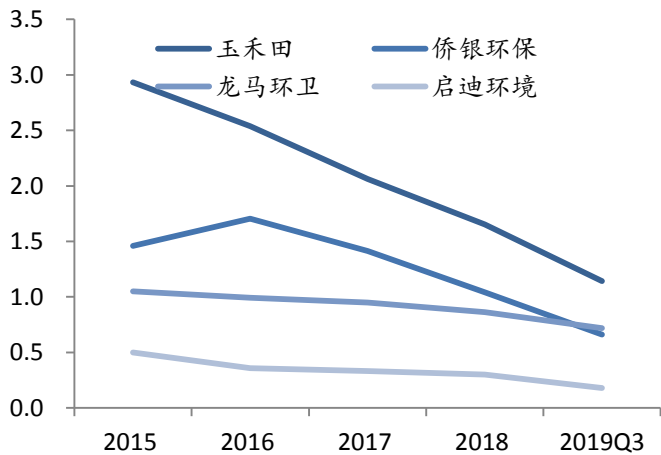
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



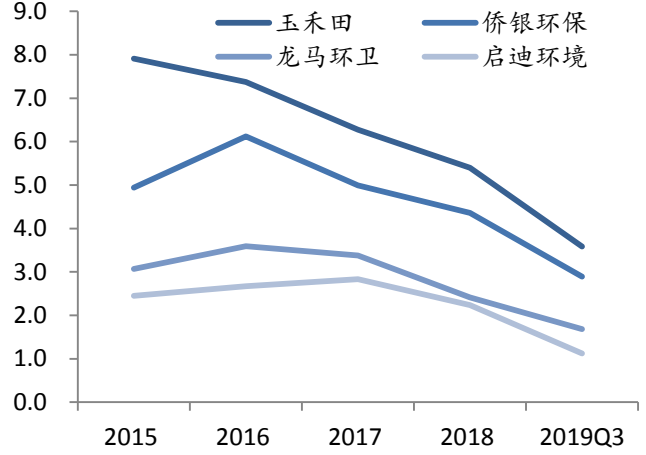
资料来源：公司公告，太平洋证券研究所

图 43: 主要环卫企业总资产周转率

图 44: 主要环卫企业应收账款周转率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



资料来源：公司公告，太平洋证券研究所

品牌优势：深耕主业，打造精品项目提升品牌价值

公司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。凭借着良好的声誉和不断积累的标杆项目，公司业务规模不断扩大，公司服务品质和品牌得到客户广泛认可，提升企业品牌形象。

图 45: 公司部分物业清洁及市政环卫精品项目

物业清洁	项目名称	项目内容	客户名称
1	腾讯大厦清洁服务项目	建筑外围、建筑内公共区域、办公区域、餐厅、地下室等区域的日常保洁、定期作业以及专项清洁等清洁服务	深圳市卓越物业管理有 限公司
2	工商银行深圳辖区网点清 洁服务项目	工商银行深圳分行辖属网点的清洁专项服 务	中国工商银行股份有限 公司深圳市分行
3	香港中文大学（深圳）清 洁服务项目	香港中文大学（深圳）校区楼宇建筑的室 内、外保洁服务，包括广场、外围公共路 面及绿化带等	中航物业管理有限公司
4	深圳证券交易所广场清 洁服务项目	地面清洁服务、地面打蜡养护、生活垃圾 清运、玻璃外墙及内高空清洗、污水池 沉 沙坑清理、室外排污网管清理等	深圳证券交易所营运服 务与物业管理有限公司
5	广州塔清洁服务项目	广州塔 3A 至 488 米区域的日常保洁服务	广州塔旅游文化发展股 份有限公司

市政环卫	项目名称	项目内容	客户名称	类型
1	海口秀英区 PPP 项目	道路及公共区域的清扫保洁、“三无小区” 的清扫保洁、垃圾收集清运、公共厕所运 营管理等	海口市秀英区环境卫 生管理局	PPP 模式
2	景德镇 PPP 项目	综合清扫保洁、垃圾清运、公厕管护及化 粪池清掏、市容整理、垃圾分类试点等	景德镇市市容环境卫 生管理局	PPP 模式
3	银川 PPP 项目	道路清扫、夏季防汛以及冬季除雪等	银川市金凤区城市管 理综合执法局	PPP 模式
4	沈阳和平环卫服务项目	道路、非物业小区、铁路沿线的清扫保洁， 垃圾收集清运、护栏清洗、公厕保洁清掏 以及冬季除雪铲冰工作等	沈阳市和平区城市管 理局	传统模式
5	天津河北区市政项目	三四级道路保洁、清扫，快速路、主干道 机扫，果皮箱垃圾箱桶的清洗保洁，冬季 除雪、垃圾清运等	天津市河北区环境卫 生管理局	传统模式

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

管理优势：精细化管理，服务标准化可复制化

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。公司高度重视人员培训、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。

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。公司制定了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。

图表 46：公司主办的“玉禾田大学”



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

资金优势：登陆资本市场，解决融资单一痛点

公司 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。

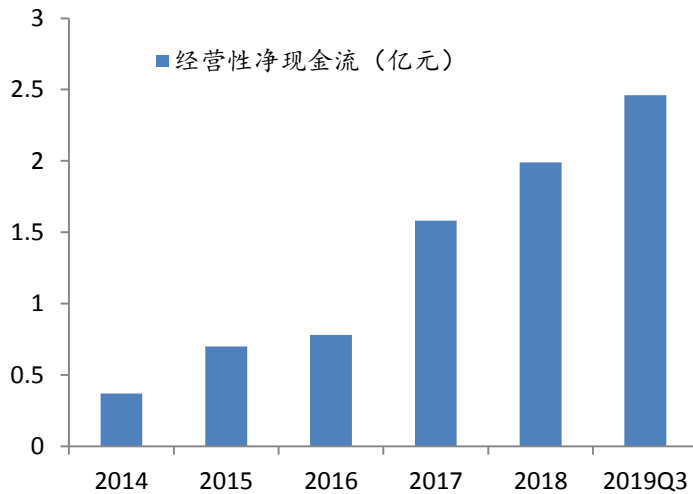
与此同时，玉禾田集团发起设立了深圳市渤海盛世基金管理有限公司，与平安银行、外贸信托、海尔金融、招商证券等金融机构签署全面战略合作协议，累计 200 亿额度的专项产业发展基金，为玉禾田集团投资环境产业和 PPP 模式项目提供资金保障。

图表 47：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：公司招股说明书，太平洋证券研究院

图表 48：公司经营性净现金流逐年增加



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

盈利预测与投资建议

我们认为,公司物业清洁+市政环卫双轮驱动,成功登陆资本市场后,借助资本力量有望开启新的成长周期。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 3.02、3.64 和 4.95 元,对于 PE 估值分别为 30、24.8 和 18.3 倍,首次覆盖给予“买入”评级,考虑到公司次新股及高成长性,给予一定的估值溢价,目标价 127.4 元,对应 20 年业绩 35 倍 PE 估值。

图表 49: 可比公司的盈利预测

公司	市值 (亿元)	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	21PE
龙马环卫	56.61	0.64	0.74	0.84	21.23	18.32	16.16
启迪环境	141	0.54	0.71	1.08	18.4	13.84	9.12
玉禾田	125	3.02	3.64	4.95	30.0	24.85	18.29
平均	107.54	1.40	1.70	2.29	23.21	19.00	14.52

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院 注: 龙马环卫、启迪环境盈利预测选取的 wind 一致预测

风险提示

- 新签订单低于预期
- 人工成本不断上升,盈利水平下降
- 应收账款回款不及时,坏账风险
- 新业务拓展不及预期,包括机械化率、智能化、产业并购等

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	144	371	525	788	1024	营业收入	2152	2816	3595	4860	6295
应收和预付款项	415	634	672	909	1177	营业成本	1731	2286	2846	3756	4838
存货	2	7	7	8	10	营业税金及附加	11	12	15	21	27
其他流动资产	139	201	220	271	329	销售费用	17	19	24	32	42
流动资产合计	700	1214	1424	1976	2540	管理费用	154	209	266	360	466
长期股权投资	2	0	0	0	0	财务费用	21	46	14	8	-3
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	10	3	5	5
固定资产	216	415	496	532	521	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	312	353	358	363	367	营业利润	216	245	427	677	920
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	0	-4	-5	2	3
其他非流动资产	587	907	993	1034	1028	利润总额	216	241	422	679	923
资产总计	1287	2121	2417	3010	3568	所得税	40	38	67	107	146
短期借款	80	514	417	358	58	净利润	175	203	355	572	777
应付和预收款项	123	236	225	297	382	少数股东损益	21	20	42	68	92
长期借款	0	5	5	5	5	归母股东净利润	154	182	313	504	685
其他负债	529	624	762	887	999						
负债合计	732	1379	1408	1546	1445						
股本	104	104	104	138	138	预测指标					
资本公积	28	28	28	-6	-6		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	368	550	775	1162	1730	毛利率	19.56%	18.84%	20.85%	22.71%	23.14%
归母公司股东权益	500	682	907	1294	1862	销售净利率	7.17%	6.48%	8.71%	10.38%	10.89%
少数股东权益	56	60	102	169	261	销售收入增长率	39.10%	30.87%	27.65%	35.20%	29.51%
股东权益合计	555	742	1009	1463	2123	EBIT 增长率	50.41%	20.78%	52.21%	57.82%	33.76%
负债和股东权益	1287	2121	2417	3010	3568	净利润增长率	42.84%	18.21%	71.71%	61.03%	35.84%
						ROE	30.88%	26.74%	34.53%	38.98%	36.81%
						ROA	11.99%	8.60%	12.96%	16.76%	19.21%
						ROIC	36.79%	28.23%	42.18%	57.76%	68.76%
						EPS (X)	1.49	1.76	3.02	3.64	4.95
						PE (X)	0.00	0.00	30.01	24.85	18.29
						PB (X)	0.00	0.00	10.36	9.69	6.73
						PS (X)	0.00	0.00	2.62	2.58	1.99
						EV/EBITDA (X)	-0.10	0.57	15.92	13.74	10.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。