

2021年03月08日

全年业绩表现亮眼，未来稳定高增可期

绿茵生态(002887)

评级:	买入	股票代码:	002887
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	20.2/10.26
目标价格:		总市值(亿)	38.94
最新收盘价:	12.48	自由流通市值(亿)	20.16
		自由流通股数(百万)	161.58

事件概述

2021年3月8日，公司发布2020年年度报告，全年实现营业收入9.48亿元，同比增长32.95%；实现归母净利润2.81亿元，同比增长34.66%，EPS为0.90元。

分析判断：

▶ 全年业绩表现亮眼，看好公司未来可持续增长。

2020年，公司实现营收9.48亿元，同比去年增长32.95%；实现归母净利润2.81亿元，同比增长34.66%，业绩符合我们预期。全年，公司坚持聚焦主业，立足京津冀地区，逐步向全国开拓业务，充分发挥自身跨区域运营的优势，在重点地区积极开展相关业务，累计新增工程类订单9亿元。2020年公司新增订单的项目分布在京津冀地区、陕西省域及成渝区域，实现了由京津冀向全国布局的目标。统计公司2020年披露的新中标订单来看，12个新增项目中，有6个来自天津地区，3个来自河北地区，公司还是充分发挥了京津冀本土企业优势，在本区域拥有较强的拿单能力。随着公司积极与央企进行合作，发挥各自优势，形成一定的市场竞争力，公司在其他地区的拿单能力有望逐步上升，更多的新增订单将确保公司未来稳定高速的成长。

▶ 创新项目模式，率先抢占养护市场

2020年12月14日，绿茵公告中标公司首个大型独立纯养护项目：天津市北辰区园林绿化及配套设施PPP项目，该项目运用TOT模式，合计金额24.17亿元（年可行性缺口补助约1.21亿元），服务期限20年，养护面积达1100万平方米。为了应对逐渐兴起的养护业务，公司成立专门的养护业务事业部，专门负责养护业务开辟，一旦天津市北辰区养护项目投运，公司养护运营面积将提升至3000万平方米/年以上。养护业务运营的现金流稳定，以天津市北辰区项目为例，项目采取政府可行性缺口补助的回报机制，年可行性缺口补助每年付款2次，项目的运维绩效服务费9353万元，以季度付费（第一季度结束后5日内支付），良好的现金流有助于支撑公司其他板块业务的开辟和发展，也利于公司未来的可持续发展。公司率先积极布局养护市场，积累丰富市场经验，为日后养护业务的开辟提供可靠的保障。

▶ 公开发行可转债获批，财务状况进一步加强。

2021年1月12日，公司公告证监会审核通过了公司公开发行可转公司债券的预案。本次债券拟募集资金7.12亿元，全部用于天津市东丽区林业生态建设PPP项目。随着公司可转债日后发行成功，公司本身良好的财务情况将进一步得到加强。2020年，公司应收账款6.02亿元，同比减少9.22%，年报期末应收账款较年初减少1.64亿元，减幅达到21.38%，主要系公司全年加强账款回收，现金进一步回笼，2020年公司实现经营性现金流净额2.83亿元，连续两年为正，期末公司现金余额9.20亿元，在手现金仍然十分充沛。今年由于天津东丽PPP项目融资，公司资产负债率有所上升，但是公司资产负债率仍只有39.40%，处于较为安全的水平线。公司目前良好的财务状况，有利于公司未来业务的快速扩张，助力公司业绩高速增长。

投资建议

公司为京津冀生态绿化龙头，在聚焦运维和工程的主业同时，积极发展养护运维业务，将业务从京津冀地区逐

步向全国开拓。随着公司在手订单的不断增多，公司业绩有望维持高速增长，我们维持 2021 和 2022 年业绩不变，新增 2023 年预测，预计 2021-2023 年公司营业收入 12.39 亿元、16.13 亿元、20.83 亿元，同比增速分别为 30.7%、30.1%、29.1%；公司归母净利润分别为 3.69 亿元、4.79 亿元、6.18 亿元，同比增速分别 31.1%、29.9%、29.0%；对应 EPS 分别为 1.18/1.54/1.98 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 后续订单中标数量不及预期；
- 2) PPP 政策、融资政策收紧超预期；
- 3) 公司应收账款增加，且回款不及预期，出现大量坏账。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	713	948	1,239	1,613	2,083
YoY (%)	39.6%	32.9%	30.7%	30.1%	29.1%
归母净利润(百万元)	209	281	369	479	618
YoY (%)	36.9%	34.7%	31.1%	29.9%	29.0%
毛利率 (%)	40.6%	39.4%	40.4%	39.7%	39.2%
每股收益 (元)	0.67	0.90	1.18	1.54	1.98
ROE	10.9%	13.1%	14.7%	16.0%	17.1%
市盈率	18.63	13.84	10.55	8.12	6.30

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	948	1,239	1,613	2,083	净利润	285	371	482	623
YoY (%)	32.9%	30.7%	30.1%	29.1%	折旧和摊销	9	10	16	26
营业成本	575	739	973	1,266	营运资金变动	-23	47	27	-37
营业税金及附加	4	7	9	12	经营活动现金流	283	389	477	544
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-809	-288	-259	-236
管理费用	44	70	85	110	投资	-2	-4	-5	-106
财务费用	-18	-21	-13	-14	投资活动现金流	-637	-252	-214	-273
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	股权募资	8	0	0	0
投资收益	38	40	50	68	债务募资	339	58	18	0
营业利润	332	431	560	723	筹资活动现金流	204	58	18	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-151	195	281	270
利润总额	331	431	560	723					
所得税	46	60	78	100	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	285	371	482	623	成长能力				
归属于母公司净利润	281	369	479	618	营业收入增长率	32.9%	30.7%	30.1%	29.1%
YoY (%)	34.7%	31.1%	29.9%	29.0%	净利润增长率	34.7%	31.1%	29.9%	29.0%
每股收益	0.90	1.18	1.54	1.98	盈利能力				
					毛利率	39.4%	40.4%	39.7%	39.2%
					净利率	30.1%	30.0%	29.9%	29.9%
					总资产收益率 ROA	7.8%	8.2%	8.9%	9.5%
					净资产收益率 ROE	13.1%	14.7%	16.0%	17.1%
					偿债能力				
					流动比率	2.68	2.21	2.07	2.01
					速动比率	2.20	1.99	1.82	1.75
					现金比率	1.22	0.95	0.89	0.81
					资产负债率	39.4%	42.9%	43.6%	43.7%
					经营效率				
					总资产周转率	0.26	0.28	0.30	0.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.90	1.18	1.54	1.98
					每股净资产	6.88	8.06	9.60	11.58
					每股经营现金流	0.91	1.25	1.53	1.74
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	13.84	10.55	8.12	6.30
					PB	1.69	1.55	1.30	1.08

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,013	1,209	1,489	1,759
预付款项	14	21	26	34
存货	2	3	3	4
其他流动资产	1,190	1,581	1,956	2,572
流动资产合计	2,219	2,813	3,475	4,370
长期股权投资	57	57	57	57
固定资产	35	64	84	294
无形资产	23	23	23	23
非流动资产合计	1,405	1,686	1,933	2,149
资产合计	3,625	4,499	5,408	6,519
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	486	709	932	1,206
其他流动负债	342	564	750	964
流动负债合计	828	1,273	1,682	2,170
长期借款	589	647	665	665
其他长期负债	11	11	11	11
非流动负债合计	600	658	676	676
负债合计	1,428	1,931	2,359	2,846
股本	312	312	312	312
少数股东权益	51	53	56	61
股东权益合计	2,197	2,568	3,050	3,673
负债和股东权益合计	3,625	4,499	5,408	6,519

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。