

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

优化主营业务结构，布局休闲旅游转型发展

报告摘要:

围绕三大核心领域，稳健优化产业链条。公司以生态景观、绿色环保、休闲旅游为核心领域，致力于发展成为以规划设计为引领，以产业投资为发展的产业链一体化的环境综合服务商。公司自2017年进行业务重心转移，通过围绕休闲旅游板块的转型升级，进一步加强休闲旅游领域的研究策划和系统服务能力，着力于培育新的利润增长点 and 核心竞争优势，逐步优化产业链条。2017/2018/2019年公司休闲旅游业务实现营收4.26亿/6.77亿/6.17亿元，占总营收的50.65%/54.44%/61.26%。

进一步聚焦华东地区，区域经济环境良好，市场发展潜力巨大。华东地区是中国经济发展最快的地区之一，是国家长三角一体化战略实施的主平台。区域经济发展平稳健康、地方政府财政实力及区域营商环境优于全国大部分地区，投资总量稳步增长，市场规模潜力巨大。近年来公司业务逐步聚焦华东地区，2019年华东地区业务占比80%以上，比2018年占比提高了14个百分点，有利于公司紧抓区域发展机遇、降低回款及坏账风险、深扎核心区块以点带面推动业务的可持续发展。

围绕休闲旅游转型，竞争优势凸显，发展前景广阔。公司传统业务主要依赖于政府投资及财政付费，近年来，公司将本身依赖于未来旅游运营带来收益的项目归类为休闲旅游领域，并对未来投资收益潜力较大的项目以参股投资的方式参与。公司既可以分享未来项目的投资收益，同时也可以取得项目实施过程中资质范围内同等条件下的优先承揽权，更可以通过深度参与的方式进一步提升公司在休闲旅游领域的竞争优势，提高和完善从前期规划策划到后期管理服务产业一体化能力。根据公司披露信息全资子公司元成传媒的转型和元成云智能科技的设立及定位，公司转型布局明显，围绕休闲旅游，提高竞争优势，发展前景广阔。

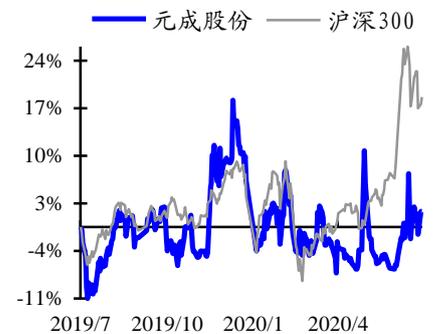
首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.57/1.85/2.19亿元，同比增长15%/18%/19%；EPS分别为0.54元、0.64元、0.76元。

风险提示：业绩不达预期、项目落地进程不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1244	1008	1189	1404	1658
(+/-)%	48%	-19%	18%	18%	18%
归属母公司净利润	136	137	157	185	219
(+/-)%	46%	1%	15%	18%	19%
每股收益 (元)	0.66	0.47	0.54	0.64	0.76
市盈率	12	16	14	12	10
市净率	1.8	2.1	1.9	1.7	1.5
净资产收益率 (%)	15.0%	13.2%	13.5%	14.1%	14.8%
股息收益率 (%)	2.0%	1.3%	1.4%	1.7%	2.0%
总股本 (百万股)	206	289	289	289	289

股票数据	2020/7/29
6个月目标价 (元)	9.18
收盘价 (元)	7.67
12个月股价区间 (元)	6.49~8.99
总市值 (百万元)	2,214
总股本 (百万股)	289
A股 (百万股)	289
B股/H股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	6%	3%
相对收益	-3%	-15%	-18%

相关报告

《建筑央企，行业龙头，谋定而后动》

--20191119

《延华智能 (002178)：建筑智能化与智慧医疗双主业并行》

--20200716

《汉嘉设计 (300746)：收购杭设，公司进入发展快车道》

--20200709

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

075533685875 wangxiaoy@nesc.cn

1. 围绕三大核心领域，稳健优化产业链条

元成环境股份有限公司（简称元成股份）创建于 1999 年，总部位于浙江杭州。元成股份一直致力于建设生态文明，服务于大型基础设施建设工程，绿地生态景观工程、污染治理及生态修复工程、高端休闲旅游度假工程等项目。公司连续 15 年来被评为“AAA”级企业和“守合同·重信用”单位，是国家级高新技术企业和浙江省知名商号。

公司以生态景观、绿色环保、休闲旅游为核心领域，深耕生态景观，坚持绿色发展的理念，延伸水环境治理和生态修复美丽乡村等建设领域，同时深刻把握休闲旅游产业的时代机遇，逐步拓展休闲旅游的版块，并为企业培育未来带来可持续收入的长期产业。致力于发展成为以规划设计为引领，以产业投资为发展的产业链一体化的环境综合服务商。同时拥有城乡规划甲级、建筑工程设计甲级、旅游专项规划设计甲级、风景园林设计专项甲级、环境污染治理防治工程专项设计甲级、市政公用工程总承包壹级、环境污染治理防治工程总承包甲级、建筑工程总承包贰级、古建筑工程专业承包贰级等众多资质，是国内同类公司中产业链较为丰富、产业链一体化能力较为突出的企业，且是浙江省首家登陆上海证券交易所 A 股主板的园林企业。上市转型初期公司大力发展 PPP、EPC 业务模式，承接多个重点项目建设如：重庆市梁平区城市湿地公园建 EPC 项目、仓颉庙中华上古文化园（一期）PPP 项目等。

图 1: 元成股份部分工程



杭州西湖花港公园

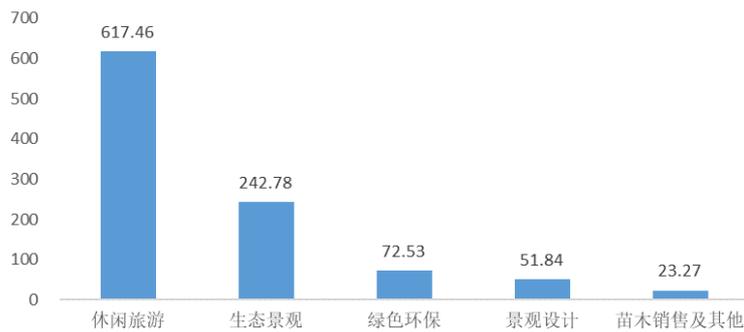


兰溪市赤山湖旅游度假区

数据来源：东北证券，公司网页

2017/2018 年公司营业收入同比增长 54.33%/47.80%。2019 年实现营业收入 10.08 亿元，同比降低 19%。主要由于《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》的下发，对 PPP 项目的监管趋于严格，公司对于 PPP、EPC 项目的推进更加审慎，以至收入规模略有降低。其中，休闲旅游/生态景观/绿色环保/业务收入为 6.17 亿/2.43 亿/0.73 亿。2019 年公司新开拓苗木销售及围绕休闲旅游领域策划等其他第三方服务，该板块收入同比增长 359.30%。

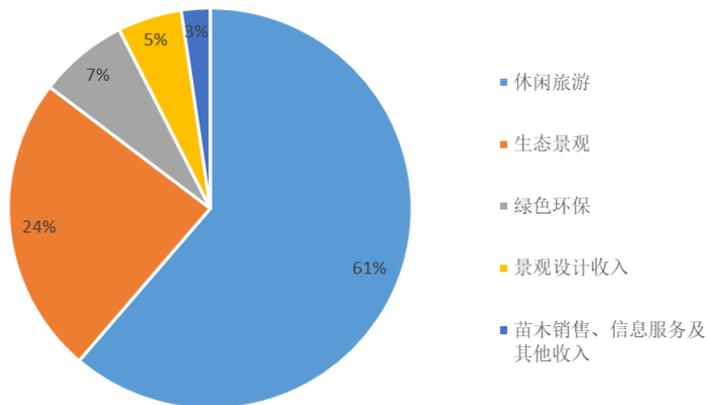
图 2: 2019 年营业收入（按业务）（百万元）



数据来源：东北证券，Wind

公司于 2017 年 3 月 IPO 后融资渠道打开，借势加快发展，进行产业重心转移，加速纵向一体化转型。通过围绕休闲旅游板块的转型升级，进一步加强休闲旅游领域的研究策划和系统服务能力。在经营拓展、业务承揽的过程中，业务分领域、分模式协调发展，着力于培育新的利润增长点和核心竞争优势，逐步优化产业链条。2017/2018/2019 年公司休闲旅游业务实现营收 4.26 亿/6.77 亿/6.17 亿元，占总营收的 50.65%/54.44%/61.26%。休闲旅游业务收入占比稳步提升，业务转型效果显著。

图 3: 2019 年各项业务收入占比



数据来源：东北证券，Wind

2. 围绕休闲旅游转型，竞争优势逐步凸显，发展潜力较大

2.1. 发挥传统产业优势，围绕休闲旅游提升一体化能力

随着经济的发展，旅游的需求层次和消费升级日趋明显，休闲度假旅游逐步成为旅游产业未来发展的主流方向，公司自上市以来，完成三次并购，不断完善相关资质和技术，通过各类资源整合，在旅游产业链形成了城乡规划编制甲级、旅游专项规划设计甲级、建筑设计甲级、园林设计甲级等多项规划设计资质和市政、园林、建筑施工等各类资质，同时也通过多年来为政府及各类产业投资商提供旅游项目的规划策划和设计施工等服务提升了休闲旅游领域的产业链一体化能力，为公司围绕休闲旅游转型发展奠定了基础。

图 4: 公司部分项目



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

2.2. 参股投资方式, 多重收益综合发展

公司传统业务主要依赖于政府投资及财政付费, 近年来公司重点开拓休闲旅游领域, 从业务分类上将本身依赖于未来旅游运营带来收益的项目归类为休闲旅游领域。除承接此类项目的 EPC 业务外, 公司对未来投资收益潜力较大的项目以参股投资的方式参与, 既通过投资分享未来项目的投资收益, 同时取得项目实施过程中资质范围内同等条件下的优先承揽权, 更可通过深度参与的方式进一步提升公司在休闲旅游领域的竞争优势, 提高和完善从前期规划策划到后期管理服务等行业一体化能力, 提高公司的综合发展能力, 降低传统对政府投资及财政能力依赖, 逐步面向于“旅游大消费”转型。

图 5: 公司参股投资项目效果图



数据来源: 东北证券, 越龙山旅游官网

2.3. 进一步围绕休闲旅游布局完善产业链, 提升竞争优势

根据公司的披露信息显示, 2019 年年报期间全资子公司元成传媒围绕休闲旅游的业务领域, 从传统的园林信息服务往休闲旅游的研究策划及其他第三方服务转型, 真正与公司的核心领域和发展方向相结合。在 2019 年初步有所体现, 实现营业收入 1200 多万元, 毛利 60% 以上, 同时公司在 2019 年 12 月设立元成云智能科技有限公司, 根据披露信息, 该公司定位于结合信息化、数字化、智能化等方面的技术与应用, 围绕休闲旅游, 提升公司在该领域的运营和服务能力, 通过智能技术研究与应用与传统工程设计施工相结合, 提高旅游项目的参与度和体验感和智能化水平, 显示公

司围绕休闲旅游完善产业链布局和提升竞争优势的意图，符合公司的定位与战略规划。

图 6: 公司部分项目图



数据来源：东北证券，公开资料整理

3. 旅游产业爆发式增长红利，发展机遇众多

近年来，随着城镇化发展的推进、以及《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》和《关于实施旅游休闲重大工程的通知》的出台，我国旅游业对国民经济的贡献明显提高。《关于实施旅游休闲重大工程的通知》指出全国旅游直接投资年均增长 20%，到 2020 年，实现旅游投资总额达到 2 万亿元，旅游产业有望实现爆发式增长。尤其是我国现阶段正从以往的观光式旅游向休闲旅游度假过渡，投资项目类型多种多样，旅游投资领域不断扩大，市场存在巨大潜力。

面对众多发展机遇，公司自上市以来完成三次并购，虽收购总金额不大，但通过并购公司的资源优势得以提升，产业链一体化更加完善，竞争优势凸显，跨区域经营能力进一步增强。公司不断扩充相关资质，在旅游产业链上具有城乡规划编制甲级、旅游专项规划设计甲级、建筑设计甲级、园林设计甲级等多项规划设计资质和各类施工资质。公司于 2019 年 12 月设立元成云智能科技有限公司，致力于结合信息化、数字化和智能化方面的技术及应用，完善休闲旅游业务产业链，满足现阶段对于旅游消费结构升级的需求。通过智能技术研究开发运用与传统工程规划设计的结合，更加专注发展精品休闲旅游业务，全方位提升休闲旅游业务服务能力。

4. 盈利预测与估值

公司主营业务按照业务划分，2019 年营收占比达 60%以上的业务为休闲旅游业务，其余为生态景观、绿色环保、景观设计、苗木销售、信息服务以及其他业务。通过对每项业务的营收增速及毛利率变化情况进行合理预测，可以得到公司最终的盈利预测与估值。休闲旅游业务是公司的重点业务，随着旅游行业趋势发展，该业务增速有望进一步提升。假设 2020-2022 年休闲旅游业务增速为 20%；生态景观业务增速为 15%，其他板块业务稳步推进。

表 1: 公司业绩拆分预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收合计 (百万元)	1244	1008	1189	1404	1658
YOY	47.8%	-19.0%	17.9%	18.1%	18.1%
休闲旅游 (百万元)	677.4	617.5	741	889	1067
yoy	58.87%	-8.85%	20.00%	20.00%	20.00%
生态景观 (百万元)	350.3	242.8	279	321	369
yoy	29.51%	-30.69%	15.00%	15.00%	15.00%
绿色环保 (百万元)	128.9	72.5	82	93	107
yoy	25.66%	-43.73%	13.00%	14.00%	14.00%
景观设计 (百万元)	82.7	51.8	60	69	79
yoy	124.76%	-37.31%	15.00%	15.00%	15.00%
苗木销售 (百万元)	0.0	10.3	12	14	16
yoy	0	0	15.00%	15.00%	15.00%
信息服务以及其他 收入 (百万元)	5.1	13.0	15	18	21
yoy	-10.90%	155.62%	17.00%	17.00%	17.00%
毛利润 (百万元)	311	274	329	389	462
综合毛利率	25.0%	27.15%	27.7%	27.7%	27.87%

根据盈利预测, 公司 2020-2022 年实现营业收入 11.89/14.04/16.58 亿元, 同比增长 17.9%/18.1%/18.1%; 实现归母净利润 1.57/1.85/2.19 亿元, 同比增长 15%/18%/19%; 对应 EPS 分别为 0.54 元/0.64 元/0.76 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 14/12/10 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

业绩不达预期、项目落地进程不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	160	200	210	225	净利润	137	157	185	219
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	34	42	49	58
应收款项	123	143	168	216	折旧及摊销	9	11	12	12
存货	1529	1791	2113	2491	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	146	168	198	234	财务费用	24	26	28	32
流动资产合计	1959	2301	2689	3165	投资损失	(1)	(1)	(1)	(2)
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	(75)	(161)	(156)	(212)
长期投资净额	34	35	35	40	其他	(152)	5	0	0
固定资产	59	66	72	77	经营活动净现金流量	(58)	37	68	49
无形资产	0	0	0	0	投资活动净现金流量	(85)	(70)	(15)	(25)
其他	886	937	935	938	融资活动净现金流量	32	73	(43)	(9)
非流动资产合计	979	1038	1041	1055	企业自由现金流	(112)	40	10	15
资产总计	2938	3339	3731	4219					
短期借款	482	565	516	500	财务与估值指标				
应付款项	885	989	1167	1375	每股指标				
预收款项	8	9	10	12	每股收益 (元)	0.47	0.54	0.64	0.76
一年内到期的非流动负债	14	0	0	0	每股净资产 (元)	3.59	4.03	4.54	5.15
流动负债合计	1624	1833	2007	2240	每股经营性现金流量 (元)	-0.20	0.13	0.23	0.17
长期借款	237	297	367	447	成长性指标				
其他长期负债	3	10	10	10	营业收入增长率	-19%	18%	18%	18%
长期负债合计	240	307	377	457	净利润增长率	1%	15%	18%	19%
负债合计	1864	2140	2384	2697	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1037	1163	1310	1486	毛利率	27.2%	27.7%	27.7%	27.9%
少数股东权益	37	37	37	37	净利率	13.5%	13.2%	13.2%	13.2%
负债和股东权益总计	2938	3339	3731	4219	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	8.7	8.9	9.0	8.6
					存货周转率 (次)	0.5	0.5	0.5	0.5
					偿债能力指标				
					资产负债率	63.4%	64.1%	63.9%	63.9%
					流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
					速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
					费用率指标				
					销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
					管理费用率	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
					财务费用率	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%
					分红指标				
					分红比例	21%	20%	20%	20%
					股息收益率	1.30%	1.42%	1.67%	1.98%
					估值指标				
					P/E (倍)	16	14	12	10
					P/B (倍)	2.1	1.9	1.7	1.5
					P/S (倍)	2.2	1.9	1.6	1.3
					净资产收益率	13.2%	13.5%	14.1%	14.8%

利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1008	1189	1404	1658
营业成本	734	860	1015	1196
营业税金及附加	2	2	2	3
资产减值损失	34	42	49	58
销售费用	4	4	5	6
管理费用	67	77	91	108
财务费用	24	26	28	32
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2
营业利润	156	182	217	258
营业外收支净额	(0)	(0)	(0)	0
利润总额	156	182	217	258
所得税	20	26	33	39
净利润	137	157	185	219
归属于母公司净利润	137	157	185	219
少数股东损益	(0)	0	0	0

资料来源：东北证券

分析师简介:

王小勇: 重庆大学技术经济及管理硕士, 四川大学水利水电建筑工程本科, 现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职, 先后在招商证券、民生证券, 新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验, 2007年以来具有13年证券研究从业经历, 善于把握周期行业发展脉络, 视野开阔, 见解独到, 多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn