

投资评级 优于大市 首次覆盖

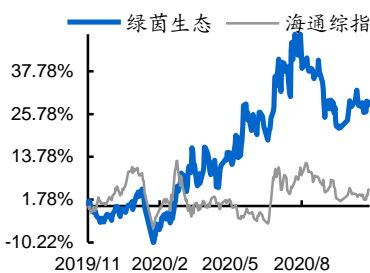
专注生态修复+市政绿化，全国生态战略布局优势渐显

股票数据

11月10日收盘价(元)	12.75
52周股价波动(元)	11.95-20.20
总股本/流通A股(百万股)	312/162
总市值/流通市值(百万元)	3978/2060

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.0	0.3	-15.5
相对涨幅(%)	-4.8	-7.8	-20.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:钮宇鸣

Tel:(021)23219420

Email:yumniu@htsec.com

证书:S0850511010040

联系人:王园沁

Tel:02123154123

Email:wylq12745@htsec.com

投资要点:

- **深耕生态修复+市政绿化，完成生态建设服务商的转型。**早期公司业务以承接传统景观项目建设为主，但近年来公司对业务结构作出调整，扩大了PPP、EPC等项目占比。目前，公司主要业务涉及生态修复、市政园林、环境治理、文旅产业四大板块，其中生态修复和市政绿化已成为公司的两大核心业务，合计占比超过90%。
- **区域战略调整，全国市场布局见成效。**战略上，除了公司定位的转变，公司区域分布上也从原先的“京津冀+内蒙古”转变为“以京津冀为核心，四大区域、三大省域共同发展”的全国市场布局。2019年，公司全国各地的订单数量和单个项目金额均有大幅提升，全年新签订单34亿元，归属公司的施工合同额22亿元，同比增长293%。
- **公司盈利能力行业领先。**2013至今，公司的经营业绩整体维持稳健增长趋势，毛利率、净利率水平逐年稳步提高。与可比公司相比，公司盈利能力位于行业前列，原因包括：1)公司生态修复业务占比较高，而这类业务通常拥有更高的毛利率；2)公司的核心项目均为政府类招标项目，一般情况下多采用综合评标法而非最低价中标法；3)此前的区域布局集中在京津冀和内蒙古，天津和内蒙古区域竞争程度相对较低，且内蒙古项目自然条件恶劣，施工技术要求更高。
- **现金流持续改善，资金储备行业中位列前茅。**除2018年受宏观经济面影响导致经营性现金流净流出外，2015-2019年其余年份均维持正流入。现金储备上，自2018年开始，公司在项目选择上更为审慎，重视项目回款，期末货币资金出现大幅提升，2020Q3公司期末货币资金达13亿元，占总资产的39%。与同行业可比公司相比，公司货币资金/总资产比例位列第一，经营性现金流入/收入比例位列第二，充裕资金储备为后续公司扩张提供了足够的资金保障。
- **盈利预测及估值。**我们看好公司的战略布局，预测2020-2022年EPS分别为0.85元、1.14元和1.52元，给予公司2020年20-22倍PE估值，对应合理价值区间17.00元-18.70元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动风险，国内市场布局不及预期，订单业绩不如预期，项目回款较慢带来的资金压力。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	793	1162	1603
(+/-)YoY(%)	-26.6%	39.6%	11.2%	46.5%	38.0%
净利润(百万元)	153	209	266	356	474
(+/-)YoY(%)	-14.4%	36.9%	27.2%	34.0%	33.0%
全面摊薄EPS(元)	0.49	0.67	0.85	1.14	1.52
毛利率(%)	39.1%	40.6%	40.0%	37.6%	37.5%
净资产收益率(%)	8.8%	10.9%	12.0%	14.3%	16.7%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内一流的生态环境建设服务商	5
1.1 四大板块齐发展, 已完成从传统到服务商的战略转型	5
1.1.1 四大板块业务, 生态产业链全覆盖	5
1.1.2 从传统工程企业向生态环境综合服务商的转变	5
1.2 股权结构集中稳定, 实控人专业背景助力发展	6
1.3 经营业绩稳健提升, 现金流、盈利能力均位于行业前列	6
2. 行业: 一体化经营、跨区域竞争渐成趋势	9
2.1 园林绿化: PPP 业务模式进入成熟期, 一体化经营成发展趋势	9
2.2 生态修复: 行业分散竞争弱, 跨区域竞争趋势渐显	10
3. 区域、业务布局优化驱动业绩, 资金、研发助推长久发展	10
3.1 区域扩张, 全国市场布局见成效	11
3.2 业务转型, 大量订单推动业绩增长	11
3.3 资金充裕, 现金流回款压力小	11
3.4 研发强劲, 技术人才双轮驱动	11
4. 盈利预测与估值	12
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1	2015 年公司业务收入结构	5
图 2	2019 年公司业务收入结构	5
图 3	天津市 8.12 危化品爆炸原址公园-海港公园(建设中)	5
图 4	与中建三局强强联合拿下千年雄安第一标项目	5
图 5	内蒙古 70 周年大庆献礼工程昭君博物院景观建设	6
图 6	京沪高速天津张家窝站园林景观建设	6
图 7	2014-2020 年前三季度公司收入及其增速	6
图 8	2014-2020 年前三季度公司归母净利润及其增速	6
图 9	2014-2020 年前三季度公司毛利率、净利率	7
图 10	2014-2020 年前三季度公司管理费用率、财务费用率	7
图 11	公司的毛利率高于其他同行业可比公司(%)	7
图 12	公司净利率水平同样高于其他同行业可比公司(%)	8
图 13	2018 年以后, 公司货币资金情况大幅改善	8
图 14	截至 2020H1, 公司与同行业可比公司经营现金流情况对比	8
图 15	截至 2020H1, 公司与同行业可比公司货币资金情况对比	9
图 16	2015 年我国各地区城市绿地面积(万公顷)	10
图 17	2014-2020 前三季度公司研发费用及研发费用率	11
图 18	公司及其可比公司 2015-2020H1 研发费用率对比	12

表目录

表 1	生态修复和园林绿化的特点对比: 和园林绿化相比, 生态修复的技术要求更高	7
表 2	可比公司估值表	13

1. 国内一流的生态环境建设服务商

1.1 四大板块齐发展，已完成从传统到服务商的战略转型

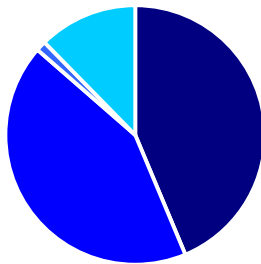
1.1.1 四大板块业务，生态产业链全覆盖

公司于 1998 年 11 月成立，于 2017 年 8 月深交所中小板上市。目前，公司主要业务涉及生态修复、市政园林、环境治理、文旅产业四大板块，已形成“规划设计—技术研发—抗性苗木繁育—工程施工—运营维护”为一体的生态产业链的全面覆盖。

1.1.2 从传统工程企业向生态环境综合服务商的转变

生态修复、市政绿化，已成为公司核心两大业务。早期公司业务以承接传统景观项目建设为主，但近年来随着环保行业市场模式的发展变更，公司以 PPP、EPC、F+EPC 等模式开展的业务比重逐年上升。目前，生态修复和市政绿化已成为公司的两大核心业务，截至 2019 年，生态修复收入占比已达 79%，同比增长 104%；市政绿化业务占比 16.6%，同比下降 36%。截至 2020H1，生态修复收入占比 63%，同比小幅下降 18%；市政绿化占比 35%，同比高增 300%。近三年两类业务的收入每年虽有波动，但合计收入占比均维持在 90%以上，我们认为已完成了从传统工程施工企业向生态环境综合运营服务商的转变。

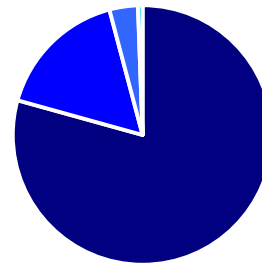
图1 2015 年公司业务收入结构



■ 生态修复 (%) ■ 市政绿化 (%) ■ 设计收入 (%) ■ 其他业务 (%)

资料来源: wind, 海通证券研究所

图2 2019 年公司业务收入结构



■ 生态修复 (%) ■ 市政绿化 (%) ■ 设计收入 (%) ■ 其他业务 (%)

资料来源: wind, 海通证券研究所

多个优质项目积累行业口碑。公司曾承接天津 8·12 爆炸事故现场修复重建项目，与中建三局强强联合拿下千年雄安第一标项目，承接内蒙古 70 周年大庆献礼工程——昭君博物馆、京沪高速天津张家窝站等多个项目，积累了丰富的经验和业内口碑。

图3 天津市 8.12 危化品爆炸原址公园-海港公园 (建设中)



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图4 与中建三局强强联合拿下千年雄安第一标项目



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图5 内蒙古70周年大庆献礼工程昭君博物院景观建设


资料来源：公司官网，海通证券研究所

图6 京沪高速天津张家窝站园林景观设计


资料来源：公司官网，海通证券研究所

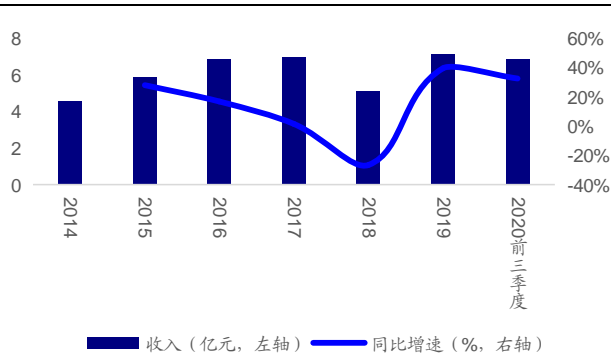
地区战略优化，从“京津冀+内蒙”到“四大区域、三大省域”布局。2018年及之前，公司发展战略为立足京津冀、内蒙古市场，进一步开发西部地区市场，因此京津冀和内蒙为公司业务发展的两大地区，业务收入上曾各占半壁江山。但2018年以后，公司根据市场环境和国家发展战略的变化，调整区域布局为京津冀区域、长三角区域、粤港澳大湾区、成渝区域四大区域以及河南、山东、陕西三个省域。因此，内蒙地区的业务出现快速收缩，而京津冀和内蒙以外的其他地区业务加速发展。截至2020H1，内蒙地区收入占比仅为10%，同比减少3.51pct；京津冀地区收入占比62%，同比减少17.46pct；其他地区的业务占比快速提升至28.6%，同比提升20.96pct。

1.2 股权结构集中稳定，实控人专业背景助力发展

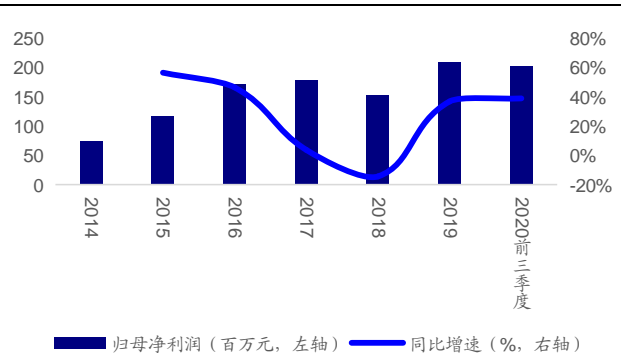
公司股权多年结构稳定，实际控制人始终为卢云慧、祁永夫妻，截至2020Q3，分别持股40.10%、22.50%。公司董事长卢云慧硕士研究生学历，毕业于内蒙古农业大学；总裁祁永博士研究生学历，毕业于中国农业大学草地生态科学专业，长江商学院EMBA。公司的两位实际控制人均为相关专业出身，拥有深厚的专业素养。

1.3 经营业绩稳健提升，现金流、盈利能力均位于行业前列

公司经营业绩稳步增长。2014-2017年，公司营业收入从4.58亿元稳步增长至6.96亿元，增幅51.87%，年复合增长率15%。2018年受行业影响，公司业绩出现小幅下滑，但2019年即恢复增长，实现了收入、归母净利润的双高增。2020年前三季度维持2019年的增长态势，实现营业收入6.84亿元，同比增长33%；实现归母净利润2.02亿元，同比增长39%。

图7 2014-2020年前三季度公司收入及其增速


资料来源：wind，海通证券研究所

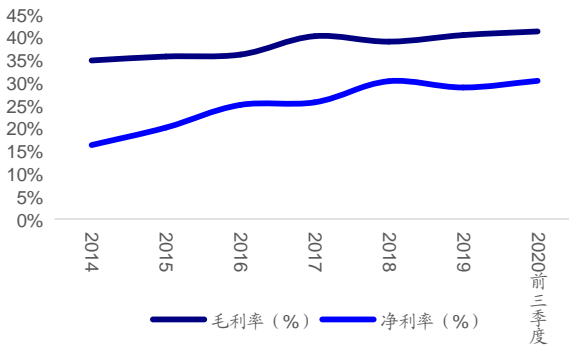
图8 2014-2020年前三季度公司归母净利润及其增速


资料来源：wind，海通证券研究所

公司毛利率、净利率稳健提升。公司毛利率、净利率水平逐年稳健增加，毛利率由2013年的31%增加至2019年的41%，净利率由2013年的16%增长至2019年的29%。2020年前三季度公司毛利率41.4%，基本维持去年水平；净利率30.5%，同比小幅提升2.24pct。公司财务费用率于2017年开始由正转负，主要系公司银行存款增加带来的

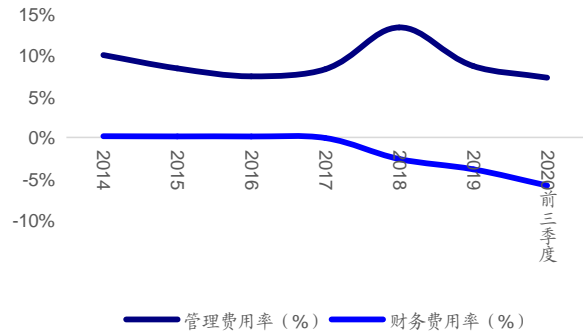
利息收入增加所致。

图9 2014-2020年前三季度公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 2014-2020年前三季度公司管理费用率、财务费用率



资料来源: wind, 海通证券研究所

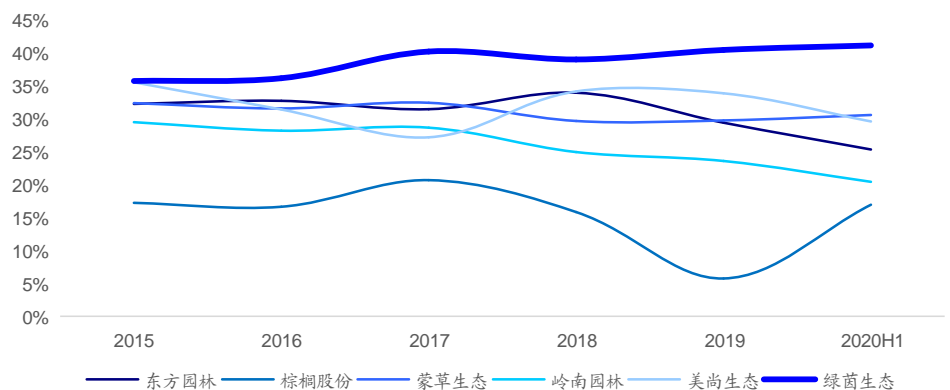
公司盈利能力位于行业前列。公司的毛利率和净利率与同行业可比公司相比,均处于较高水平,我们认为其主要原因包括: 1) 公司生态修复占比较高,这类业务比一般的园林绿化技术要求更高,因此也拥有更高的毛利率; 2) 公司的核心两大业务:生态修复项目、市政绿化项目,均为政府类招标项目,一般情况下多采用综合评标法而非最低价中标法,所以毛利率要高于行业水平; 3) 公司此前的区域布局主要在京津冀一带和内蒙古地区,而天津和内蒙区域竞争程度相对较低,毛利率一般较高。

表 1 生态修复和园林绿化的特点对比: 和园林绿化相比,生态修复的技术要求更高

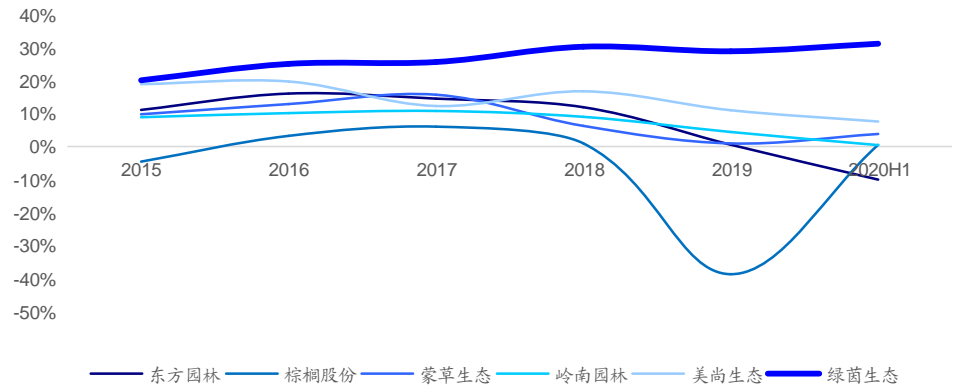
	生态修复	园林绿化
适用范围	沙化地表、工程创伤地表、岩石立面等	市内,与居民生活区域相融
施工环境	施工条件严峻,需采用特殊的施工工艺	施工条件相比生态修复工程优越,施工技术要求相对较低
采用植物	抗性强、自稳性高的乡土先锋植物	主要采用传统苗木种植技术
工程目标与效果	以修复特定区域的生态功能,提高生物多样性,促进系统良性循环为主要目标,显著提升生态效益,同时兼顾景观效果	采用造景手法,提升景观效果与人文价值为主要目标,兼顾生态效益
后期养护	系统良性循环,养护投入逐步减少,养护投入相对有限	持续稳定的养护投入,养护投入相对高

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图11 公司的毛利率高于其他同行业可比公司 (%)



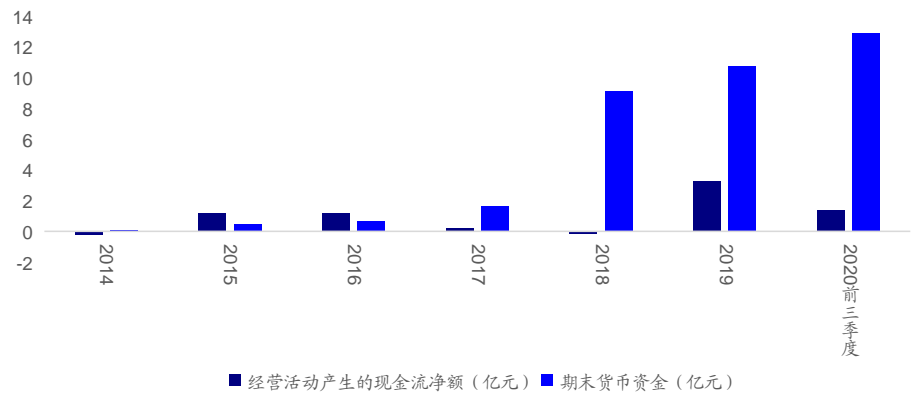
资料来源: wind, 海通证券研究所

图12 公司净利率水平同样高于其他同行业可比公司 (%)


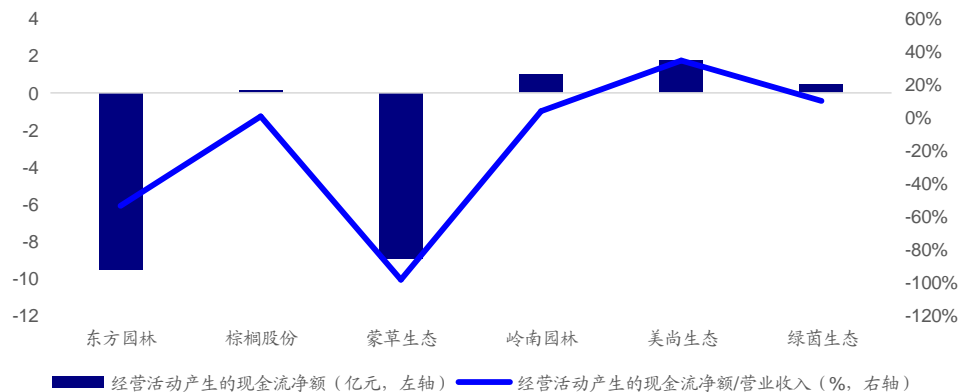
资料来源: wind, 海通证券研究所

现金流持续改善, 货币资金充足。公司 2015-2017 年经营性现金流持续正流入, 但 2018 年宏观资金面较差, 公司全年出现小额流出。2019 年开始, 公司业务收入快速扩张, 拉动经营性现金流出现明显改善, 全年净流入 3.26 亿元。此外, 自 2018 年开始, 公司在项目选择上更为审慎, 重视项目回款, 期末货币资金出现大幅提升。目前公司货币资金充足, 2020 年三季度货币资金已达 13 亿元, 为后续的项目顺利推进提供了足够保障。

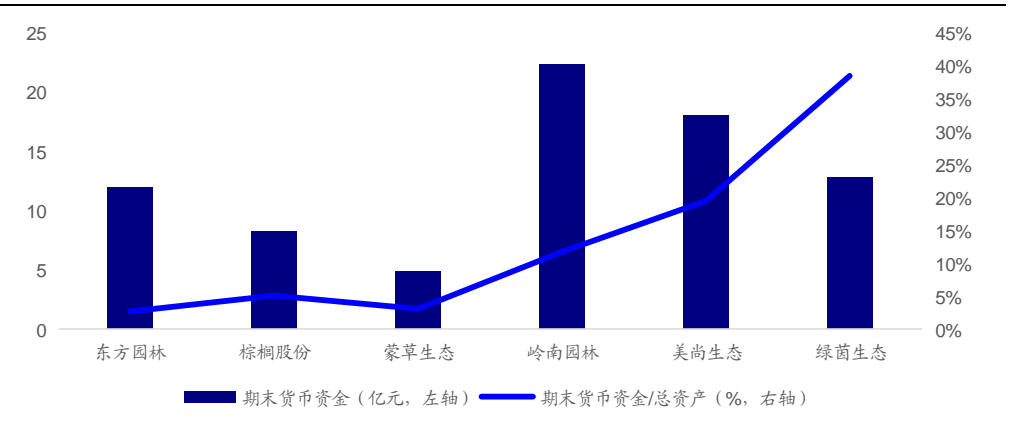
相较于同行业可比公司, 公司货币资金/总资产比例位列第一, 经营性现金流入/收入比例位列第二。2020H1 公司经营性现金流净额/收入的比例为 10%, 可比公司中仅次于美尚生态; 2020H1 的期末货币资金/总资产的比例为 39%, 远高于其他可比公司。

图13 2018 年以后, 公司货币资金情况大幅改善


资料来源: wind, 海通证券研究所

图14 截至 2020H1, 公司与同行业可比公司经营现金流情况对比


资料来源: wind, 海通证券研究所

图15 截至 2020H1，公司与同行业可比公司货币资金情况对比


资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 行业：一体化经营、跨区域竞争渐成趋势

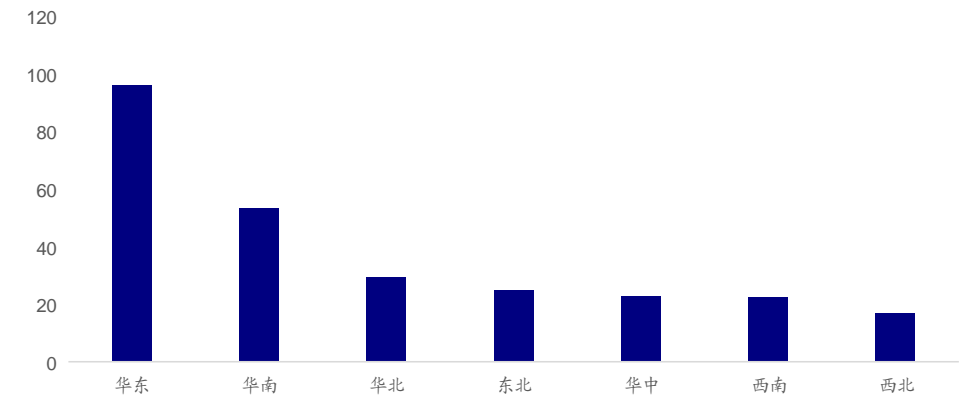
2.1 园林绿化：PPP 业务模式进入成熟期，一体化经营成发展趋势

我国园林绿化领域可分为市政园林绿化、地产景观绿化两大类，前者客户对标各级政府、企事业单位，后者主要来源于房地产相关企业。

发展现状：绿地面积稳步增长，PPP 相关政策有望扩大民企份额。近年来，我国城市园林绿化投资总额长期维持较高水平，绿地面积随之稳定增长。根据招股说明书援引国家统计局数据，截至 2015 年底，我国城市绿地面积已达 267 万公顷，城市公园绿地达 61 万公顷，人均公园绿地面积为 13.35 平方米，建成区绿化覆盖率达 40.10%。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，政策对 PPP（公私合营模式）的合规问题、融资问题、政府财承等方面进行全方位明确要求，并明确鼓励民企参与 PPP 项目，显著降低了 PPP 项目的增量风险，民企的市场份额有望进一步扩大。

竞争格局：目前行业分散程度高，集中度有望提升。根据公司招股说明书援引住建部公布信息及中国园林网统计，截至 2016 年底，我国园林企业数量总计已超过 16000 家，具有城市园林绿化企业壹级资质的企业 1351 家。目前行业仍处于快速发展时期，行业内中小企业数目众多，竞争激烈，分散程度较高。但随着项目规模不断扩大，我们认为领头企业可依靠完整的产业链条、跨区域经营能力、项目技术优势和资金优势占据更大市场份额，集中度有望进一步得到提升。

区位分布：华东、华南竞争集中。我国园林绿化领域的区域性较为明显，绿地面积、建成区绿化覆盖率、人均公园绿地面积等指标上通常与各区域经济发展水平呈现正相关。根据公司招股说明书援引的国家统计局数据，截至 2015 年，各区域的绿化情况呈现出较大差异：华东、华南地区的绿地面积遥遥领先，西北地区的绿地面积垫底。也因此，绿化水平较高的华东、华南地区拥有一批国内综合实力较强的园林绿化企业，而除两地以外的其他区域剩余市场空间更大。

图16 2015年我国各地区城市绿地面积(万公顷)


资料来源：招股说明书援引国家统计局数据，海通证券研究所

我们认为，一体化经营或成未来发展趋势。目前市场上尚未形成占据主导地位的大型企业，仅在各区域市场内出现一些地区性的行业领先企业。但随着未来行业的发展，加上园林绿化领域各个业务之间拥有较强的联动性、互补性、协同性，一体化经营势必会成为领头公司未来的发展目标。

2.2 生态修复：行业分散竞争弱，跨区域竞争趋势渐显

发展现状：处于起步阶段，市场潜力空间较大。生态修复是生态环境建设行业新兴的细分领域，目前处于起步阶段。但我国对应的生态环境问题较为严重，对于各方面的生态修复技术的需求均较为迫切：根据招股说明书援引发改委等部门联合发布的《全国生态保护与建设规划（2013~2020年）》的数据显示，目前我国水土流失面积高达295万平方公里，年均土壤侵蚀量高达45亿吨；全国沙化土地面积173万平方公里，石质荒漠化土地面积12万平方公里；草原超载过牧情况严重，可利用天然草原90%存在不同程度的退化。

竞争格局：行业整体研发欠缺，尚未出现综合实力强劲的龙头。生态修复业务是针对解决环境中存在的较为严重的生态问题，技术要求较高，但目前行业内的企业数量较少、企业规模较小，研发实力相对欠缺，大多数企业的业务范围集中在对技术要求不高的平面及土质坡面工程上，对技术要求较高的生态修复（如岩石坡面）工程上涉足较少。整体来看，生态修复领域的竞争程度不高。

区域分布：业务针对性较强，跨区域竞争趋势渐显。生态修复技术的针对性较强，需对环境的具体问题做出不同的设计，而我国国土广阔，区域地理跨度较大，气候差异显著，从而导致了生态修复上显著的区域化特征：如西部生态脆弱区修复通常针对水土流失、植被不足等导致的原生困难地，而东部沿海地区经济发达，生态问题通常为高度工业化造成的棕地以及原生的滨海盐碱地等。目前，大多数公司只在生态修复领域的某一方面具有一定的竞争优势，极少数公司具备生态修复领域全面的竞争优势，但随着企业在研发技术、资金实力等方面的不断积累，我们认为生态修复领域的跨区域竞争趋势渐显。

3. 区域、业务布局优化提振业绩，资金、研发驱动公司长久发展

战略上，公司针对行业的发展动态，近两年做出了两大调整：1) 区域分布上，从原先的“京津冀+内蒙古”转变为“以京津冀为核心，四大区域、三大省域共同发展”的全国市场布局；2) 项目类型上，扩大PPP、EPC等项目占比，转变公司定位为生态建设的综合服务商。

3.1 区域扩张，全国市场布局见成效

立足京津冀，布局全国市场。2019年，公司全年新签订单34亿元，归属公司的施工合同额22亿元，同比增长293%。其中分地区看，京津冀收入11.6亿元，江苏3.5亿元，山东2.2亿元，河南4.7亿元，公司跨区域的经营格局已初步建立。目前行业内公司大多只在生态修复领域的某一方面突出，但跨区域竞争的趋势已初现端倪，公司提前布局全国市场，与各地政府、政府平台以及中交、中冶、中建、中国中铁、中国铁建、山东高速等央（国）企建立良好沟通渠道和合作关系，为公司未来的发展进一步夯实基础。

3.2 业务转型，大量订单推动业绩增长

公司定位从传统的项目投标转变成投资运营型业务模式，业务上形成四大板块，同时增加了PPP、EPC等项目。2018年公司披露的大额项目较少，2019年，公司京津冀项目多点开花，天津东丽的PPP项目单个订单金额即高达9.8亿元；截至2020年9月，公司已中标天津滨海新区、河北雄安、天津东丽等多个EPC项目，为业绩持续增长提供支撑。

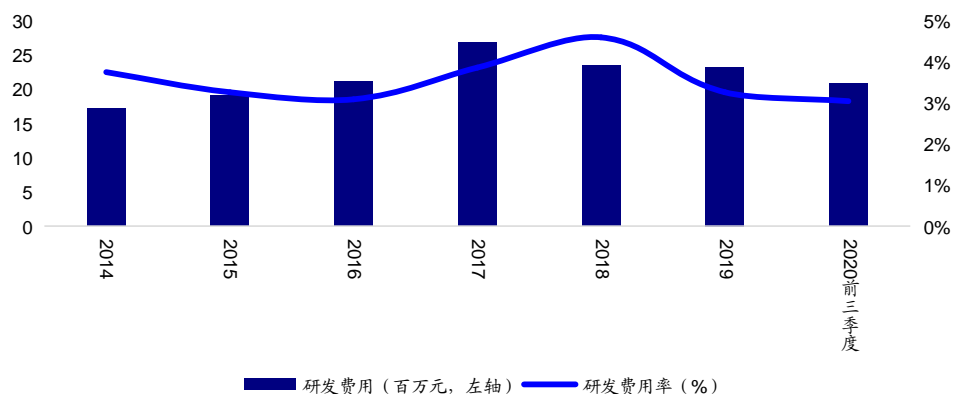
3.3 资金充裕，现金流回款压力小

公司现金流和现金储备均位于同行业前列，多年来，公司经营性现金流波动较小，2015-2017年均维持正流入，2018年受宏观资金面较差的影响，也仅流出885万元。而行业龙头如东方园林等，因为PPP项目在前些年维持了较大数额的经营性现金净流入，但2018年大多遇到了资金周转困难问题。2018年之后，公司经营性现金流持续改善，货币资金压力较小，可为未来的扩张提供足够资金支持。

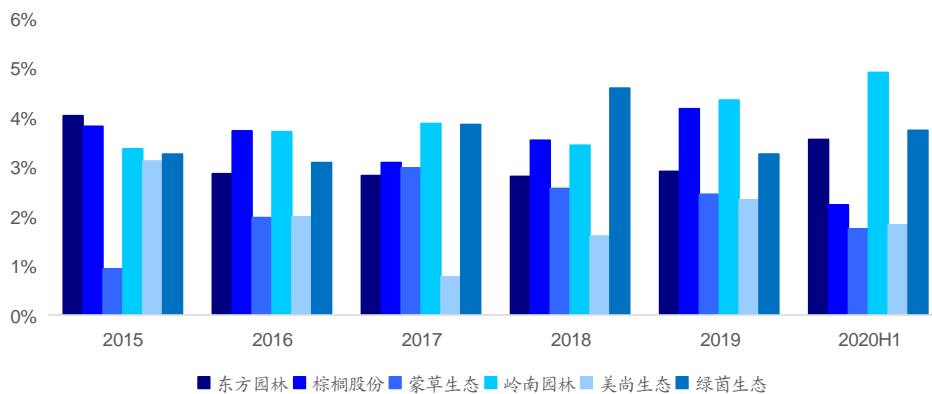
3.4 研发强劲，技术人才双轮驱动

公司每年的研发费用投入稳定，研发费用率基本维持在3%以上，基本与行业一致。公司拥有多个研发平台，且与多个高校均维持合作关系，“产学研”模式也取得了良好的成果：2019年，公司共申请国家专利42项（包括发明专利1项，实用新型专利41项），累计获得国家专利124项（包括发明专利6项，实用新型专利118项）、软件著作权4项及植物新品种1项。

图17 2014-2020 前三季度公司研发费用及研发费用率



资料来源：wind，海通证券研究所

图18 公司及其可比公司 2015-2020H1 研发费用率对比


资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

估值关键假设:

截至 2020 年 10 月, 公司已签订多个 PPP、EPC 订单, 并因此与政府部门建立了良好的合作关系, 我们预计 2020 年公司市政绿化业务收入将有大幅增长, 增幅预计为 220%; 2021 年之后维持较快增长, 2022 年、2023 年增速分别为 62% 和 42%。

生态修复业务受疫情影响, 2020 年收入出现小幅下滑, 降幅为 30%; 2021 年以后恢复稳定增长, 2022 年、2023 年增速分别为 34% 和 34%。

表 2 公司主营业务收入及成本预测

项目	2020E	2021E	2022E
生态修复项目			
收入 (亿元)	3.96	5.31	7.13
收入增速 (%)	-30%	34%	34%
成本 (亿元)	2.31	3.21	4.30
毛利 (亿元)	1.66	2.10	2.82
毛利率 (%)	42%	40%	40%
市政绿化项目			
收入 (亿元)	3.78	6.13	8.73
收入增速 (%)	220%	62%	42%
成本 (亿元)	2.35	3.95	5.63
毛利 (亿元)	1.42	2.18	3.10
毛利率 (%)	38%	36%	36%

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们看好公司的战略布局, 预测 2020-2022 年 EPS 分别为 0.85 元、1.14 元和 1.52 元, 给予公司 2020 年 20-22 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 17.00 元-18.70 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
002310	东方园林	129.44	0.02	0.19	0.26	251.00	24.7	18.2	1.6	1.0
002717	岭南股份	61.30	0.26	0.15	0.21	18.08	26.0	19.3	0.8	1.2
300495	美尚生态	52.26	0.34	0.38	0.47	32.85	20.3	16.4	2.2	1.2
均值			0.2	0.2	0.2	103.9	23.7	18.0	1.5	1.1

注: 收盘价为 2020 年 11 月 10 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动风险, 国内市场布局不及预期, 订单业绩不如预期, 项目回款较慢带来的资金压力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	713	793	1162	1603
每股收益	0.67	0.85	1.14	1.52	营业成本	424	475	725	1002
每股净资产	6.14	7.11	7.97	9.11	毛利率%	40.6%	40.0%	37.6%	37.5%
每股经营现金流	1.05	0.96	0.52	0.74	营业税金及附加	6	5	7	9
每股股利	0.25	0.21	0.29	0.38	营业税金率%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	0	0	0	0
P/E	19.03	14.97	11.17	8.40	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	2.08	1.79	1.60	1.40	管理费用	39	34	57	73
P/S	3.72	5.02	3.42	2.48	管理费用率%	5.5%	4.3%	4.9%	4.6%
EV/EBITDA	10.72	12.35	9.58	7.01	EBIT	221	255	338	470
股息率%	2.0%	1.7%	2.2%	3.0%	财务费用	-28	-58	-57	-54
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.9%	-7.3%	-4.9%	-3.4%
毛利率	40.6%	40.0%	37.6%	37.5%	资产减值损失	-2	-2	1	1
净利润率	29.3%	33.5%	30.6%	29.5%	投资收益	6	-7	0	0
净资产收益率	10.9%	12.0%	14.3%	16.7%	营业利润	241	319	420	557
资产回报率	7.0%	7.8%	8.7%	9.7%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	8.4%	8.5%	10.2%	12.6%	利润总额	240	318	419	556
盈利增长 (%)					EBITDA	225	255	338	470
营业收入增长率	39.6%	11.2%	46.5%	38.0%	所得税	33	45	59	78
EBIT 增长率	72.0%	15.3%	32.8%	38.9%	有效所得税率%	13.9%	14.1%	14.0%	14.0%
净利润增长率	36.9%	27.2%	34.0%	33.0%	少数股东损益	-2	7	4	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	209	266	356	474
资产负债率	34.0%	33.7%	37.8%	40.6%					
流动比率	3.39	3.03	2.48	2.21	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.95	2.63	2.05	1.77	货币资金	1083	1135	1040	984
现金比率	1.53	1.33	0.84	0.59	应收账款及应收票据	777	814	1145	1527
经营效率指标					存货	302	329	516	707
应收帐款周转天数	392.01	372.01	357.01	345.01	其它流动资产	242	300	370	480
存货周转天数	259.79	252.79	259.79	257.46	流动资产合计	2404	2578	3070	3699
总资产周转率	0.24	0.23	0.28	0.33	长期股权投资	52	71	89	108
固定资产周转率	18.48	10.27	10.04	10.39	固定资产	39	77	116	154
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
					非流动资产合计	562	840	1008	1176
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2965	3419	4079	4875
净利润	209	266	356	474	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-2	7	4	5	应付票据及应付账款	390	464	707	978
非现金支出	26	2	-1	-1	预收账款	202	224	329	454
非经营收益	-10	8	1	1	其它流动负债	117	163	204	245
营运资金变动	103	17	-196	-246	流动负债合计	708	851	1240	1676
经营活动现金流	326	300	163	231	长期借款	300	300	300	300
资产	-381	-40	-40	-40	其它长期负债	1	1	1	1
投资	-25	-240	-129	-129	非流动负债合计	301	301	301	301
其他	-35	-6	0	0	负债总计	1009	1152	1541	1977
投资活动现金流	-440	-287	-169	-169	实收资本	208	312	312	312
债权募资	300	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1916	2220	2487	2842
股权募资	11	104	0	0	少数股东权益	40	47	51	56
其他	-37	-66	-89	-118	负债和所有者权益合计	2965	3419	4079	4875
融资活动现金流	274	38	-89	-118					
现金净流量	160	51	-94	-56					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,三角轮胎,三环集团,元隆雅图,共进股份,奥美医疗,道恩股份,稳健医疗

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 z yw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 z yx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xy z11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com