

强烈推荐-A (维持)

绿茵生态 002887.SZ

目标估值: 15-16.8 元

当前股价: 12.02 元

2021 年 02 月 28 日

运营大单助力业绩稳步增长, 资本运作提升公司实力

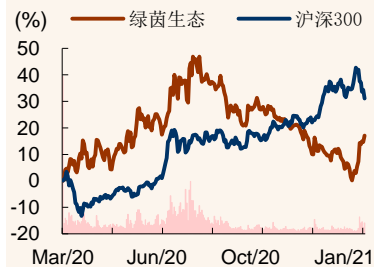
- 绿茵生态 (002887) 2020 年度业绩快报点评

基础数据

上证综指	3509
总股本 (万股)	31200
已上市流通股 (亿股)	16158
总市值 (亿元)	38
流通市值 (亿元)	19
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	12.9
资产负债率	38.0%
主要股东	卢云慧
主要股东持股比例	40.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-15	24
相对表现	11	-28	-7



资料来源: 贝格数据、招商证券

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

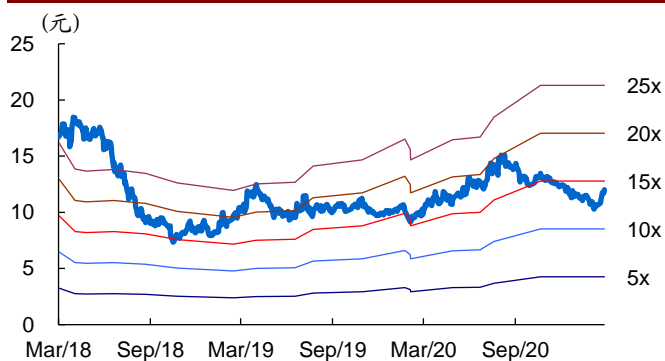
2021 年 2 月 25 日, 绿茵生态 (002887) 公布 2020 年度业绩快报。公司实现营业收入 9.48 亿元, 同比增长 32.95%; 归属于上市公司股东的净利润 2.81 亿元, 同比增长 34.66%; 基本每股收益为 0.90 元/股, 同比增长 34.33%。

点评:

- 公司清晰的发展路线、战略转型有助于公司在未来市场更具备竞争力: 随着近年来市场环境和行业发展变化, 公司根据国家区域发展战略, 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, 进一步优化市场布局。未来, 将实现“工程+运维”“双轮驱动”的综合服务, 提升生态综合运营实力, 以行业需求提升为加速器快速成长。在业务领域上将形成生态修复、市政园林、环境治理及文旅产业等四大业务板块, 逐步由传统的工程施工企业向多业态的生态环境综合服务运营商迈进, 为公司日后的收入增长提供坚实的基础。
- 2020 年业绩符合预期, 未来业绩及利润增长可期: 公司 2020 年和 2019 年分别实现营业收入 9.48 亿元和 7.13 亿元, 同比增长率分别为 32.9% 和 40%; 分别实现归母净利润 2.81 亿元和 2.09 亿元, 同比增长率分别为 34.66% 和 33.86%。在 2018 年货币政策收紧与 2020 年疫情影响的双重压力下, 公司连续在 2019 年和 2020 年仍能实现 35% 左右的净利润增速, 足以体现出其优质丰厚的业务储备与强大的盈利能力。
- 公司销售毛利率高, 费用率低, 盈利能力处于行业较高水平: 随着公司生态修复类工程占比的提高和毛利率的提升, 近三年公司毛利率分别为 40.34%、39.13%、40.58%、波动幅度较小, 且在 2020Q3 毛利率达 41.38%, 同比增长 0.6%, 继续维持了高毛利率及高净利率。
- 在手订单逐步释放, 新订单进一步帮助公司实现业绩加速: 2021 年除了有 2019、2020 年度订单继续释放业绩, 2021 年新增订单也为公司之后的营收增长提供保障。公司于 2020 年 12 月与全资子公司天津青川科技发展有限公司联合中标了《天津市北辰区园林绿化及配套设施 PPP 项目》, 中标金额为 24 亿元, 每年可为公司稳定贡献 1.2 亿元运营收入, 将显著提高运营收入在公司整体收入中的占比, 进一步优化现金流和营收结构。未来, 公司将逐步提升运营项目占比, 以发挥其现金流优势, 使其成为公司新的支撑点。

- **公司现金流持续改善，可转债发行经中国证监会审核通过，资金储备充足：**公司长期借款增加，截至 2020Q3 公司货币资金为 12.98 亿元，为公司后续开展、投资项目提供了资金支持。公司关于公开发行可转债的申请于 2021 年 2 月 1 日获得证监会核准批复。本次发行可转债募集资金总额拟不超过 7.1 亿元，期限 6 年，募集资金将用于东丽林业 PPP 项目的 9 个子项目（项目投资总额 9.8 亿元）发行后将大大提高公司的资金储备，优化公司财务结构，使公司有更强的风险抵御能力与项目选择能力。
- **碳达峰、碳中和目标提振园林行业需求，未来行业发展有望升：**12 月份中央经济会议提出了我国要在 2030 年实现碳达峰、2060 年实现碳中和的目标，并提到要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。林木吸收二氧化碳、释放氧气，在应对气候变化、实现绿色增长方面有着举足轻重的作用。今年以来，珠海、湖南等地都已开始推进碳中和“十四五”林业行动，预计其他地区也将陆续展开此类行动。在生态治理日益紧迫、碳中和目标的驱动下，园林板块将有望提速，利好公司中长期发展。
- **以自有资金进行股份回购，增强投资者信心：**2021 年 2 月 20 日公司发布公告拟使用自有资金通过集中竞价的方式回购公司部分 A 股社会公众股，用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券，提高了公司现金支配的利用率与盈利能力，同时增强了投资者的信心，稳定现有股价，利好公司的日后发展。
- **盈利预测与投资建议：**考虑公司优质且充足的订单，优渥的资金储备以及其较高的盈利能力等因素，有力的保障未来业绩弹性，同时能充分利用资本市场的力量，助力公司业务规模和业绩快速提升，长期发展向好。公司 2020 年归属净利润 2.81 亿元，EPS 为 0.9 元，与前期披露业绩预告相比无差异。我们预测 2021~2022 年归属净利润为 3.51 和 4.20 亿元，EPS 分别为 1.12、1.35 元，目前股价对应 PE 分别为 10.7、8.9 倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**运营项目实施不及预期；可转债发行进度不及预期；新签订单进展不及预期；市场竞争加剧导致毛利率下降风险；现金流紧张风险；大盘系统性风险等。

图 1：绿茵生态历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：绿茵生态历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2060	2404	2815	3330	3877
现金	917	1083	1099	1116	1198
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	11	14	19	23
应收款项	677	766	993	1280	1549
其它应收款	15	6	8	11	13
存货	300	302	388	500	605
其他	149	235	313	404	488
非流动资产	146	562	583	578	573
长期股权投资	34	52	52	52	52
固定资产	43	39	36	33	30
无形资产	0	0	24	22	20
其他	69	471	471	471	471
资产总计	2206	2965	3398	3908	4450
流动负债	430	708	915	1162	1393
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	321	390	514	664	803
预收账款	50	202	267	344	416
其他	60	117	134	155	174
长期负债	0	301	301	301	301
长期借款	0	300	300	300	300
其他	0	1	1	1	1
负债合计	431	1009	1216	1463	1694
股本	160	208	312	312	312
资本公积金	988	940	836	836	836
留存收益	591	768	997	1263	1579
少数股东权益	36	40	37	34	29
归属于母公司所有者权益	1739	1916	2145	2411	2727
负债及权益合计	2206	2965	3398	3908	4450

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(9)	326	38	49	130
净利润	153	209	281	351	420
折旧摊销	4	4	4	6	6
财务费用	0	0	(35)	(30)	(30)
投资收益	(29)	(6)	(19)	(22)	(27)
营运资金变动	(137)	124	(198)	(261)	(244)
其它	1	(5)	4	6	5
投资活动现金流	775	(440)	(5)	23	27
资本支出	(14)	(381)	(24)	0	0
其他投资	789	(59)	19	22	27
筹资活动现金流	(19)	274	(17)	(54)	(75)
借款变动	16	278	0	0	0
普通股增加	80	48	104	0	0
资本公积增加	(80)	(48)	(104)	0	0
股利分配	(48)	(32)	(52)	(84)	(105)
其他	14	28	35	30	30
现金净增加额	748	160	16	17	82

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	511	713	948	1223	1480
营业成本	311	424	559	722	873
营业税金及附加	3	6	8	11	13
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	45	39	52	67	81
研发费用	24	23	31	40	48
财务费用	(14)	(28)	(35)	(30)	(30)
资产减值损失	(5)	(22)	(27)	(32)	(37)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	15	8	10	12	15
投资收益	29	6	8	10	12
营业利润	180	241	324	404	485
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	181	240	323	403	484
所得税	25	33	45	56	67
少数股东损益	3	(2)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	153	209	281	351	420

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-27%	40%	33%	29%	21%
营业利润	-35%	34%	34%	25%	20%
净利润	-39%	37%	34%	25%	20%
获利能力					
毛利率	39.1%	40.6%	41.0%	41.0%	41.0%
净利率	29.9%	29.3%	29.6%	28.7%	28.4%
ROE	8.8%	10.9%	13.1%	14.5%	15.4%
ROIC	7.8%	8.1%	10.0%	11.7%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	34.0%	35.8%	37.4%	38.1%
净负债比率	0.0%	10.1%	8.8%	7.7%	6.7%
流动比率	4.8	3.4	3.1	2.9	2.8
速动比率	4.1	3.0	2.7	2.4	2.3
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	0.7	1.0	1.1	1.1	1.0
应付帐款周转率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
每股资料 (元)					
EPS	0.95	1.00	0.90	1.12	1.35
每股经营现金	-0.06	1.57	0.12	0.16	0.42
每股净资产	10.87	9.21	6.88	7.73	8.74
每股股利	0.20	0.25	0.27	0.34	0.40
估值比率					
PE	12.6	12.0	13.4	10.7	8.9
PB	1.1	1.3	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	22.7	17.8	13.2	10.2	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：中国证券业协会 2020 投研人才培养讲师；《金牛奖》2020 年环保行业最佳分析师第三名，2019 年第二名；《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。