

2020年10月21日

三季度业绩超预期，看好未来持续高增长

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:	19.89/12.06
目标价格:		总市值(亿)	41.50
最新收盘价:	13.3	自由流通市值(亿)	21.49
		自由流通股数(百万)	161.58

事件概述

2020年10月22日，公司发布三季度报告，年初至报告期末实现营业收入6.84亿元，同比增长32.58%；实现归母净利润2.03亿元，同比增长38.97%，EPS为0.65元。

分析判断：

▶ 三季度业绩表现亮眼，全年业绩增长可期。

三季度，公司单季度实现营收2.5亿元，同比去年增长88.42%；实现归母净利润0.73亿元，同比增长89.51%，表现十分亮眼，超出我们此前预期。主要原因还是由于公司业务量增加。公司业绩得到快速兑现主要原因是公司今年中标大量EPC、EPC+O等工程建设周期较短的项目。根据公司公告的2020年前三季度新中标订单情况，其中工程建设周期1年内（包括1年）的项目个数7个，合计金额5.06亿元，工程建设周期1-2年（包括2年）的项目个数3个，合计金额3.22亿元，短周期项目能快速竣工，助力业绩增长。同时三季度开始至今订单获取有加速趋势，根据公司披露公告，统计出新中标项目个数5个，合计金额约4.35亿元，而上半年新中标项目6个，合计约5亿元。疫情好转以后，公司订单获取速度明显加快，随着日后招标工作正常开展，公司有望继续延续拿单势头。公司在手订单增加，保障了公司后续业绩快速增长。

▶ 发挥天津本土企业优势，借力环保类专项债快速揽单

截至2020年10月16日，全国累计发行生态环保类新增专项债5039亿元，其中天津市全年累计发行生态环保类新增专项债561.63亿元，占生态环保类专项债总额的比例为11.15%，在各省排名中位列第一，领先第二名的广东省近50亿元。其中超过500亿元生态环保类专项债投向生态修复领域，有效拉动了天津市生态修复领域投资。公司依靠在天津多年的项目工程经验，充分发挥本土企业优势，在天津揽下多个订单，根据公司披露公告统计，2020年公司合计中标天津市订单数量5个，合计金额超过4亿，其中三季度至今合计中标天津市项目4个，合计金额约3.14亿元。看好后续天津市各类生态修复类项目招标工作开展顺利，公司在天津地区持续高效获取订单，而短周期EPC类订单将快速增厚公司业绩。

▶ 公开发行可转债获受理，低杠杆助力公司扩张。

2020年9月29日，公司公告证监会受理了公司公开发行可转债的申请。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。一旦公司可转债发行成功，公司财务情况将进一步优化。公司资产负债率一直维持较低水准，之前2017-2018年只有23.81%、19.52%，2019年开始有所提高，但截至2020年三季度也仅有38.03%，主要系PPP项目融资导致。即使如此，公司近两次财务报告（2020H1，2020Q3）的流动比率仍保持为3.38和3.57；速动比率保持在3.38和3.56。低杠杆、高流动性保障了公司财务资金稳定性，为日后快速扩张提供可靠资金来源，我们仍看好公司未来业绩持续稳定的增长。

投资建议

公司为京津冀生态绿化龙头，正通过依托自身工程建设优势，大力发展运维业务，致力迈向“工程+运维”双轮驱动的综合服务商。2019年公司存量订单有助于公司2020年业绩增厚，随着公司三季度在市场上获取订单的

速度加快，公司后续业绩有望在新增订单的支持下释放。基于公司前三季度良好的订单获取能力及施工兑现业绩能力，我们向上调整 2020-2022 年业绩，营业收入从 9.15 亿元、11.67 亿元、14.89 亿元，上调至 9.48 亿元、12.39 亿元、16.13 亿元，同比增速分别为 32.9%、30.8%、30.1%；公司归母净利润从 2.75 亿元、3.47 亿元、4.39 亿元上调至 2.83 亿元、3.69 亿元、4.79 亿元，同比增速分别 35.6%、30.3%、29.7%；对应 EPS 分别为 0.91/1.18/1.53 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，且回款不急预期，出现大量坏账。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	948	1,239	1,613
YoY (%)	-26.6%	39.6%	32.9%	30.8%	30.1%
归母净利润(百万元)	153	209	283	369	479
YoY (%)	-14.4%	36.9%	35.6%	30.3%	29.7%
毛利率 (%)	39.1%	40.6%	40.7%	40.4%	39.7%
每股收益 (元)	0.49	0.67	0.91	1.18	1.53
ROE	8.8%	10.9%	12.3%	14.3%	16.2%
市盈率	27.55	20.12	14.85	11.40	8.79

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	713	948	1,239	1,613	净利润	207	284	369	478
YoY (%)	39.6%	32.9%	30.8%	30.1%	折旧和摊销	4	4	4	4
营业成本	424	562	739	973	营运资金变动	103	-319	-225	-251
营业税金及附加	6	6	9	12	经营活动现金流	326	-57	116	194
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-381	0	0	0
管理费用	39	61	81	102	投资	-25	0	0	-100
财务费用	-28	-21	-13	-14	投资活动现金流	-440	25	32	-62
资产减值损失	-2	-2	0	0	股权募资	11	104	0	0
投资收益	6	25	32	38	债务募资	300	200	0	0
营业利润	241	330	429	555	筹资活动现金流	274	304	-100	-100
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	160	273	48	31
利润总额	240	330	429	555					
所得税	33	46	60	77	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	207	284	369	478	成长能力				
归属于母公司净利润	209	283	369	479	营业收入增长率	39.6%	32.9%	30.8%	30.1%
YoY (%)	36.9%	35.6%	30.3%	29.7%	净利润增长率	36.9%	35.6%	30.3%	29.7%
每股收益	0.67	0.91	1.18	1.53	盈利能力				
					毛利率	40.6%	40.7%	40.4%	39.7%
					净利率	29.0%	29.9%	29.8%	29.6%
					总资产收益率 ROA	7.0%	7.6%	8.7%	9.6%
					净资产收益率 ROE	10.9%	12.3%	14.3%	16.2%
					偿债能力				
					流动比率	3.39	3.65	3.25	2.99
					速动比率	2.95	3.15	2.73	2.47
					现金比率	1.53	1.57	1.23	0.97
					资产负债率	34.0%	36.8%	38.5%	39.8%
					经营效率				
					总资产周转率	0.24	0.26	0.29	0.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.67	0.91	1.18	1.53
					每股净资产	6.14	7.38	8.25	9.46
					每股经营现金流	1.05	-0.18	0.37	0.62
					每股股利	0.00	0.00	0.32	0.32
					估值分析				
					PE	20.12	14.85	11.40	8.79
					PB	2.50	1.83	1.63	1.43

资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,083	1,356	1,404	1,435
预付款项	13	16	23	29
存货	302	418	569	732
其他流动资产	1,005	1,361	1,702	2,226
流动资产合计	2,404	3,150	3,697	4,422
长期股权投资	52	52	52	52
固定资产	39	35	31	27
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	562	558	554	550
资产合计	2,965	3,708	4,251	4,971
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	390	539	708	926
其他流动负债	319	325	429	553
流动负债合计	708	864	1,137	1,480
长期借款	300	500	500	500
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	301	501	501	501
负债合计	1,009	1,364	1,638	1,980
股本	208	312	312	312
少数股东权益	40	40	40	40
股东权益合计	1,956	2,344	2,613	2,991
负债和股东权益合计	2,965	3,708	4,251	4,971

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。

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。