

绿茵生态 (002887.SZ)

养护运营业务获突破，业绩加速动力充足

中标养护运营 24 亿 PPP 大单，利润规模有望再上台阶。公司联合子公司天津青川科技中标“天津市北辰区园林绿化及配套设施 PPP 项目”（已入财政部 PPP 管理库），中标额达 24.2 亿元（年可行性缺口补助 1.2 亿元，年运营维护服务费 0.9 亿元），为公司 2019 年营收 3.4 倍，项目体量较大；项目服务期限 20 年，年度投资收益率 7.9%，回报率较高。该项目是公司首次中标的养护运营 PPP 项目，可为公司增添 1116 万平米长期养护面积，公司运维业务持续顺利推进。项目还综合考虑成本上涨因素而设置价格调整机制，有望为公司提供稳定的现金流的同时助力公司利润水平再上台阶。公司将积极运用节水灌溉、智慧营养等方式运营项目，有助于进一步提升技术壁垒，推动生态领域数字化升级。

“工程+运维”双轮驱动，生态园林劲旅成长潜力突出。近年来，为适应生态园林市场商业模式发展，公司以 PPP、EPC、F+EPC 等模式开展业务的比重上升，行业定位由园林工程施工企业逐步转变为“工程+运维”双轮驱动的生态综合运营服务商。目前公司在手订单充裕（2019 年至今公告新签订单约 67 亿覆盖年收入约 9.3 倍），且截至今年上半年累计长期养护面积达 2600 万平米，有望持续稳定贡献运营收益，未来公司业绩增长动力较强。当前园林行业供给端已大幅收缩、需求端较快增长，叠加行业融资环境边际改善，公司作为成长潜力突出的优质生态园林劲旅，有望持续受益行业供需、融资双改善，实现加速超车。

碳中和目标提振园林行业中长期需求。12 月份中央经济工作会议提出要要做好碳达峰、碳中和工作——二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。为实现该目标，中央经济工作会议要求除了从消耗端着手转变产业和能源结构、建设碳排放权交易制度外，还需要从治理端着手打好污染防治攻坚战，开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。生态治理环境建设是未来我国高质量发展的前置要求，园林绿化、水生态治理、矿山治理、湿地建设等需求将长期存在，而我国目前生态产品及服务仍较为短缺，在“青山绿水”生态治理理念、以及碳中和发展目标下，未来园林行业有望加快补齐短板，驱动园林企业中长期持续成长。

投资建议：根据公司当前在手订单与资产负债表情况，预测 2020-2022 年公司归母净利润为 2.8/3.5/4.4 亿元，同比增长 35%/25%/25%，EPS 分别为 0.90/1.13/1.42 元，2019-2022 年 CAGR 为 28%，当前股价对应 PE 为 13/11/8 倍，鉴于公司成长潜力突出，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 项目融资风险，运营项目进度不达预期风险，碳中和政策落地不及预期风险，信用环境收紧风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	963	1,201	1,486
增长率 yoy (%)	-26.6	39.6	35.1	24.7	23.8
归母净利润(百万元)	153	209	282	353	442
增长率 yoy (%)	-14.4	36.9	35.0	25.2	25.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.49	0.67	0.90	1.13	1.42
净资产收益率 (%)	8.8	10.6	12.9	14.6	16.1
P/E (倍)	24.4	17.8	13.2	10.5	8.4
P/B (倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

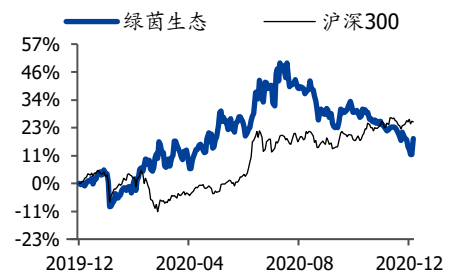
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
最新收盘价	11.94
总市值(百万元)	3,725.28
总股本(百万股)	312.00
其中自由流通股(%)	51.79
30 日日均成交量(百万股)	0.89

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

相关研究

- 1、《绿茵生态 (002887.SZ)：Q3 营收业绩增长强劲，盈利能力持续提升》2020-10-22
- 2、《绿茵生态 (002887.SZ)：生态园林劲旅成长潜力突出，行业变革之际有望加速超车》2020-03-23



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2060	2404	2411	2635	3124
现金	917	1083	1037	1160	1436
应收票据及应收账款	681	777	599	735	681
其他应收款	15	6	22	13	30
预付账款	12	13	20	21	30
存货	300	302	509	483	725
其他流动资产	137	222	222	222	222
非流动资产	146	562	911	1214	1505
长期投资	34	52	71	89	108
固定资产	43	39	-43	-113	-172
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	69	471	883	1237	1570
资产总计	2206	2965	3322	3849	4629
流动负债	430	708	894	1248	1756
短期借款	0	0	0	177	503
应付票据及应付账款	321	390	569	604	824
其他流动负债	110	319	325	467	429
非流动负债	0	301	241	181	121
长期借款	0	300	240	180	120
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	431	1009	1135	1428	1877
少数股东权益	36	40	41	42	44
股本	160	208	312	312	312
资本公积	988	940	836	836	836
留存收益	591	768	987	1257	1599
归属母公司股东权益	1739	1916	2146	2379	2708
负债和股东权益	2206	2965	3322	3849	4629

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9	326	333	409	400
净利润	155	207	283	355	443
折旧摊销	4	4	3	2	2
财务费用	-14	-28	-23	-21	-13
投资损失	-29	-6	-0	0	0
营运资金变动	-142	103	72	75	-31
其他经营现金流	17	46	-2	-2	-1
投资活动现金流	775	-440	-350	-303	-292
资本支出	14	381	-75	-66	-57
长期投资	-34	-25	-18	-18	-18
其他投资现金流	755	-84	-443	-387	-368
筹资活动现金流	-19	274	-29	-160	-159
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	300	-60	-60	-60
普通股增加	80	48	104	0	0
资本公积增加	-80	-48	-104	0	0
其他筹资现金流	-19	-27	31	-100	-99
现金净增加额	748	160	-46	-54	-51

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	511	713	963	1201	1486
营业成本	311	424	572	700	852
营业税金及附加	3	6	5	7	9
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	45	39	52	66	76
研发费用	24	23	32	37	42
财务费用	-14	-28	-23	-21	-13
资产减值损失	5	-2	4	3	7
其他收益	15	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	2	1
投资净收益	29	6	0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	180	241	325	411	514
营业外收入	0	0	4	1	2
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	181	240	329	412	515
所得税	25	33	46	57	72
净利润	155	207	283	355	443
少数股东损益	3	-2	1	1	2
归属母公司净利润	153	209	282	353	442
EBITDA	157	232	309	393	504
EPS (元)	0.49	0.67	0.90	1.13	1.42

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-26.6	39.6	35.1	24.7	23.8
营业利润(%)	-12.8	33.9	34.6	26.3	25.2
归属于母公司净利润(%)	-14.4	36.9	35.0	25.2	25.1
获利能力					
毛利率(%)	39.1	40.6	40.7	41.7	42.7
净利率(%)	29.9	29.3	29.3	29.4	29.7
ROE(%)	8.8	10.6	12.9	14.6	16.1
ROIC(%)	7.6	8.8	10.8	12.0	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	34.0	34.2	37.1	40.5
净负债比率(%)	-51.6	-40.0	-33.7	-30.7	-27.3
流动比率	4.8	3.4	2.7	2.1	1.8
速动比率	3.7	2.6	1.9	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	0.7	1.0	1.4	1.8	2.1
应付账款周转率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.67	0.90	1.13	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	1.05	1.07	1.31	1.28
每股净资产(最新摊薄)	5.57	6.14	6.88	7.62	8.68
估值比率					
P/E	24.4	17.8	13.2	10.5	8.4
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.2	12.9	9.8	7.7	6.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com