

2018年03月01日

绿茵生态 (002887.SZ)

## 业绩平稳增长，新签重大项目提速

■**事项**：绿茵生态（以下简称“公司”）发布业绩快报，2017年公司实现营业收入6.96亿元，比上年同期增长1.50%；实现归属于上市公司股东的净利润1.95亿元，比上年同期增长13.13%；实现EPS（基本）2.85元，较上年同期下降0.66%；实现ROE（加权）17.31%，比上年同期下降9.88个pct。（以上数据未经审计）。

■**业绩增速低于预期，或为新签重大项目尚未形成贡献及京津冀地区环保限产停工影响**：根据业绩快报，公司2017年分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润增速+1.50%、+13.13%（扣非后+19.55%），净利润增速处于公司2017年三季报所预报的1.72亿元(0%)—2.06亿元(20.08%)区间中位。快报营收及归母净利润增速均低于我们此前的预期，我们判断主要为公司上市后若干新签重大项目尚未形成贡献及2017年冬京津冀地区环保限产停工所致。分季度来看，公司2017Q1-Q4分别实现营业收入1.05亿元（同比+4.91%）、2.41亿元（同比+33.85%）、1.52亿元（同比+118.21%）、1.98亿元（同比-41.1%，我们推算）；分别实现归母净利润0.36亿元（同比+10.86%）、0.52亿元（同比+3.54%）、0.42亿元（同比+274.40%）、0.65亿元（同比-16.67%，我们推算）。2017Q4营收及归母净利润增速同比均有所降低，我们判断主要为2016Q4集中确认了收入及利润，而2017年各季度则较为平均，同时2017Q4受到环保限产停工影响较大所致。此外公司2017加权ROE同比减少近10个pct，我们判断主要为公司2017年8月IPO后，归属于上市公司股东的所有者权益较上年增长129.89%所致。

■**陆续中标重大项目，有望受益于“美丽中国”及京津冀一体化建设**：自2017年三季度以来，公司陆续公告中标内蒙古察右后期园林局2017年白镇城镇园林建设工程项目（金额0.79亿元）、内蒙古丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目（一期工程）PPP项目（金额3亿元）等重大项目，合计金额相当于公司2017年营业收入的54.5%，如均能顺利履行将有望对公司后续业绩产生积极影响。根据公司公告显示，公司的主营业务为生态环境建设工程，具体包括盐碱地修复、河道治理、湿地保护、荒山及矿山修复等，已形成集“研发-苗木繁育-规划设计-工程施工-养护”为一体的完整产业链，能够为客户提供一体化的生态环境建设整体解决方案，我们认为公司在加强生态文明建设、建设“美丽中国”大背景下发展潜力较大。根据公司2017年中报显示，公司京津冀地区业务收入占比达到52.37%，我们认为公司亦或有望受益于京津冀区域一体化建设。

公司快报

证券研究报告

建筑装饰

投资评级 **增持-A**  
维持评级

6个月目标价：**80.50元**  
股价(2018-02-28) **66.90元**

### 交易数据

总市值(百万元)	5,352.00
流通市值(百万元)	1,338.00
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12个月价格区间	60.49/102.20元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.04	-31.72	-12.85
绝对收益	-8.28	-32.73	

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004  
wangxin4@essence.com.cn  
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

绿茵生态：业绩实现较快  
增速，生态修复业务具发  
展潜力/王鑫 2017-11-05

■与中建三局及海洋局淡化所签订框架协议，有助提升管理经验及技术水平：公司2月22日公告，与中建三局集团有限公司雄安市民服务中心项目I工区项目部（“中建三局雄安项目部”）签订合作框架协议，约定公司将为中建三局雄安项目部负责总承包管理的室外园林景观工程提供全方位配合支持，积极参与项目室外园林景观工程的建设。此外，公司还于2月7日公告与国家海洋局天津海水淡化与综合利用研究所（“海洋局淡化所”）就在生态景观修复和园林绿化养护应用海水淡化技术及装备、以及在盐碱化土壤应用阻隔防渗膜技术和产品等相关领域内开展合作签署框架协议。我们认为公司近期连续签订的两份合作框架协议虽不对公司经营业绩构成重大影响，但将有助于提升公司的项目管理经验和专业技术水平，亦对公司品牌形象和市场知名度提升有所帮助。

■投资建议：我们预计公司2018年-2019年的收入增速分别为33.7%、35.8%，净利润增速分别为33.1%、35.1%（调整后），实现EPS分别为3.24、4.37元（调整后）；维持公司增持-A的投资评级，6个月目标价调整至80.50元，相当于2018年24.8倍的预期市盈率估值。

■风险提示：宏观经济大幅波动，工程进度不及预期，项目回款及存货、应收账款跌价风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	586.5	685.4	695.7	930.1	1,263.1
净利润	117.4	171.9	194.6	258.9	349.7
每股收益(元)	1.47	2.15	2.85	3.24	4.37
每股净资产(元)	6.83	8.98	21.01	24.25	28.62
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	45.6	31.1	27.5	20.7	15.3
市净率(倍)	9.8	7.5	3.2	2.8	2.3
净利润率	20.0%	25.1%	28.0%	27.8%	27.7%
净资产收益率	21.5%	23.9%	11.6%	13.3%	15.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.3%	31.1%	27.6%	59.9%	52.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	586.5	685.4	695.7	930.1	1,263.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	376.3	436.8	425.7	569.2	773.0	营业收入增长率	28.0%	16.9%	1.5%	33.7%	35.8%
营业税费	14.5	1.5	1.5	2.0	2.8	营业利润增长率	60.8%	35.2%	12.5%	36.9%	36.6%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	56.6%	46.5%	13.2%	33.1%	35.1%
管理费用	49.6	51.3	51.3	68.7	93.7	EBITDA 增长率	57.6%	33.9%	9.9%	35.3%	36.8%
财务费用	0.7	0.8	-3.7	-7.2	-8.0	EBIT 增长率	60.3%	35.1%	10.0%	35.8%	37.3%
资产减值损失	14.3	17.7	15.7	16.5	16.1	NOPLAT 增长率	69.5%	32.8%	10.1%	36.6%	37.3%
加:公允价值变动收益	-	4.6	-	-	-	投资资本增长率	50.8%	24.2%	-37.1%	56.1%	23.8%
投资和汇兑收益	5.5	2.9	2.8	3.8	3.2	净资产增长率	63.6%	31.4%	135.9%	16.2%	18.6%
<b>营业利润</b>	136.7	184.8	207.9	284.6	388.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.4	15.9	19.0	16.2	17.0	毛利率	35.9%	36.3%	38.8%	38.8%	38.8%
<b>利润总额</b>	135.3	200.8	226.9	300.8	405.8	营业利润率	23.3%	27.0%	29.9%	30.6%	30.8%
减:所得税	17.0	28.2	31.8	40.6	54.8	净利润率	20.0%	25.1%	28.0%	27.8%	27.7%
<b>净利润</b>	117.4	171.9	194.6	258.9	349.7	EBITDA/营业收入	24.0%	27.6%	29.8%	30.2%	30.4%
						EBIT/营业收入	23.4%	27.1%	29.4%	29.8%	30.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	27	21	19	13	9
货币资金	47.4	68.7	1,288.4	1,339.5	1,558.1	流动营业资本周转天数	234	281	250	186	191
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	526	549	834	947	846
应收账款	467.9	585.8	404.2	897.5	938.3	应收账款周转天数	307	277	256	252	262
应收票据	6.1	7.5	1.3	12.4	7.4	存货周转天数	141	121	116	116	110
预付账款	1.3	0.3	3.1	1.1	3.8	总资产周转天数	562	578	860	965	858
存货	235.8	223.5	224.3	375.0	397.5	投资资本周转天数	262	302	269	199	200
其他流动资产	180.9	265.7	150.3	199.0	205.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.5%	23.9%	11.6%	13.3%	15.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	14.3%	9.2%	9.1%	11.1%
长期股权投资	0.2	-	-	-	-	ROIC	35.3%	31.1%	27.6%	59.9%	52.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	41.3	38.6	35.2	31.9	28.5	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	8.5%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%
无形资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.1%	0.1%	-0.5%	-0.8%	-0.6%
其他非流动资产	13.3	15.4	12.5	13.1	13.4	三费/营业收入	8.6%	7.6%	6.8%	6.6%	6.8%
<b>资产总额</b>	994.3	1,205.5	2,119.3	2,869.3	3,152.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	25.0	-	-	-	-	资产负债率	44.8%	40.2%	19.7%	31.1%	25.6%
应付账款	334.1	379.7	267.5	680.4	561.6	负债权益比	81.2%	67.1%	24.5%	45.1%	34.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.11	2.38	4.97	3.17	3.86
其他流动负债	85.8	103.8	149.7	210.2	243.8	速动比率	1.58	1.92	4.43	2.75	3.37
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	190.09	232.36	-55.18	-38.52	-47.59
其他非流动负债	0.6	0.8	0.5	0.6	0.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	445.5	484.3	417.7	891.2	806.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	2.5	3.1	3.7	4.9	6.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	486.2	658.1	1,601.2	1,860.1	2,209.8						
<b>股东权益</b>	548.7	721.2	1,701.7	1,978.1	2,346.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	118.3	172.5	194.6	258.9	349.7	EPS(元)	1.47	2.87	2.85	3.24	4.37
加:折旧和摊销	6.6	3.8	3.3	3.3	3.3	BVPS(元)	6.83	8.98	21.01	24.25	28.62
资产减值准备	14.3	17.7	16.8	16.3	16.9	PE(X)	45.6	31.1	27.5	20.7	15.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.8	7.5	3.2	2.8	2.3
财务费用	0.8	0.9	-3.7	-7.2	-8.0	P/FCF	-88.4	234.3	12.4	157.2	26.7
投资损失	-5.5	-7.5	-2.8	-3.8	-3.2	P/S	9.1	7.8	7.7	5.8	4.2
少数股东损益	1.0	0.6	0.6	1.3	1.3	EV/EBITDA	-	-	19.5	14.3	9.9
营运资金的变动	-191.0	-133.2	235.9	-228.7	-152.7	CAGR(%)	30.0%	26.7%	37.7%	30.0%	26.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	116.3	121.0	444.6	40.1	207.4	PEG	1.5	1.2	0.7	0.7	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-171.1	-77.7	2.8	3.8	3.2	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	89.2	-26.0	772.2	7.2	8.0	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034