

2018年04月25日

绿茵生态 (002887.SZ)

业绩增速回落但毛利率持续提升,经营性现金流出增加

■事项:公司近期发布2017年度报告及2018年第一季度报告,1)2017年实现营业收入6.96亿元,比上年同期增加1.50%;实现归属于上市公司股东的净利润1.78亿元,比上年同期增加3.75%,扣非后同比增加8.16%。实现基本EPS 2.61元,拟每10股派红6.00元(含税)并以资本公积金向全体股东每10股转增10股。2)2018年第一季度实现营业收入0.89亿元,比上年同期减少15.27%;实现归属于上市公司股东的净利润0.34亿元,比上年同期减少5.77%,扣非后同比减少29.79%。3)公司预计2018年1-6月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为1.33%~14.91%。

■2017及2018Q1业绩增速低于预期,或为新签重大项目尚未形成贡献、京津冀地区环保限产停工及资产减值损失影响:公司2017年实现营业收入6.96亿元、同比增速1.50%,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。实现归属于上市公司股东的净利润1.78亿元、同比增速3.75%,低于此前公司于2月28日发布的2017年度业绩快报中对应数值1.95亿元、13.13%,我们判断或为本期公司确认资产减值损失较多(0.36亿元,同比+101.59%)所致。期内非经常性损益合计0.20亿元,较2016年0.26亿元有所减少。**分季度来看**,公司2017Q1-Q4分别实现营收同比增速+4.91%、+33.85%、+118.21%、-41.08%;Q1-Q4分别实现归属于上市公司股东的净利润同比增速+10.86%、+3.54%、+274.40%、-38.68%,Q4营收及归母净利润增速同比均有所减缓,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。**从业务结构来看**,公司各主业分别实现营收及增速:工程施工6.65亿元(同比+2.11%),其中生态修复工程4.57亿元(同比+11.72%)、市政绿化1.79亿元(同比-10.41%)、地产景观0.28亿元(同比-32.10%);苗木销售0.17亿元(同比-35.62%)、设计0.14亿元(同比+72.64%)。生态修复工程收入占比达到68.72%,是公司收入增长的主要驱动。**从市场结构来看**,内蒙地区收入占比52.24%,京津冀地区收入占比47.72%,为公司最主要的区域市场。从2018Q1业绩增速来看,营收及归母净利润同比均有所下滑,我们判断仍与环保限产停工及重大项目暂未执行有关,且建筑企业Q1通常受春节假期及年初成本集中发生等因素影响增速较低,如从公司预报1-6月归母净利润增速来看,2018Q2增速应有所回升。

公司快报

证券研究报告

建筑装饰

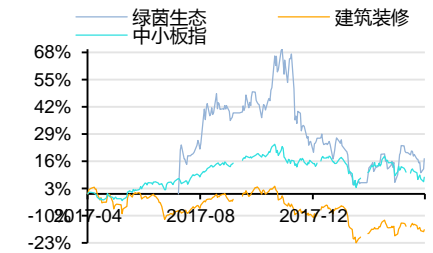
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价: **80.50元**
股价(2018-04-24) **70.60元**

交易数据

总市值(百万元)	5,648.00
流通市值(百万元)	1,412.00
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	11.37	0.81	-8.69
绝对收益	10.73	-7.25	

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:业绩平稳增长,新签重大项目提速/王鑫	2018-03-01
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

■**毛利率水平较高且持续有所提升，资产减值损失增幅较大，ROE 受净资产增加影响有所降低：**毛利率及毛利结构方面，2017 年公司综合毛利率达到 40.34%，较 2016 年提高了 4.06 个 pct。2018Q1 则达到 37.94%，同比提升了 1.04 个 pct。分业务看，2017 年公司工程施工各业务毛利率分别为：生态修复 40.05%（同比-0.05 个 pct）、市政绿化 43.30%（同比+8.82 个 pct）、地产景观 22.56%（同比+17.90 个 pct），各项业务均保持了较高的毛利水平。我们计算生态修复及市政绿化业务毛利贡献分别达到 65.29%、27.64%，是公司主要利润来源。分市场看，京津冀地区业务毛利率为 27.44%（+2.54 个 pct），毛利贡献占比 46.85%；内蒙古业务毛利率为 48.03%（+19.04 个 pct），毛利贡献占比 53.11%，内蒙古及京津冀为公司主要利润贡献市场。期间费用方面，2017 年公司管理费用、财务费用率分别为 8.36%（同比+0.87 个 pct）、-0.07%（同比-0.19 个 pct），其中管理费用增加主要为公司员工薪酬及研发费用支出增加所致，财务费用减少主要为公司 2017 年无银行借款且 IPO 后募资到位所致。资产减值方面，2017 年公司资产减值损失为 0.36 亿元，较 2016 年增加约 0.18 亿元（+101.59%），主要为公司期内竣工验收项目同比增加较多且公司期内确认的计量金额大于上年同期，导致资产减值损失涨幅较大。净利率及 ROE 方面，2017 年公司销售净利率为 25.74%，较 2016 年提高 0.57 个 pct；ROE（加权）为 16.11%，较 2016 年降低了 11.08 个 pct，主要为本期发行股票股本及资本公积增加致使净资产较上年增长 127.17%。2018Q1 销售净利率及加权 ROE 分别为 38.67%（同比+3.98 个 pct）、2.06%（同比-2.85 个 pct）。存货方面，至 2017 年末存货中已完工未结算余额为 1.68 亿元，较 2016 年同期减少 0.53 亿元。

■**经营性现金净流出增加，资产负债率较低，应收账款余额增加较多：**现金流及货币资金方面，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.08 亿元，同比净流出增加 1.13 亿元（-93.57%），收现比及付现比分别为 0.75、0.80，经营性现金流出增加主要为 2017 年公司经营活动现金支出较多但经营活动现金流入有所下降所致。2018Q1 经营性净现金为 -0.46 亿元，较期初减少 0.54 亿元。至 2017 年末公司货币资金余额为 1.68 亿元（同比+144.58%），交易性金融资产 9.23 亿元，主要为 2017 年发行股票募集资金增加所致。至 2018Q1 期末货币资金余额为 1.36 亿元，较期初减少 0.32 亿元。资本结构方面，2017 年末公司资产负债率为 23.81%（剔除预收账款后负债率为 21.27%），较 2016 年期末大幅降低了 16.36 个 pct，主要为 IPO 后资产规模增加所致；2018Q1 期末负债率为 20.43%（剔除预收账款后负债率为 17.55%）。我们认为公司当前无息负债且整体资产负债率较低，有利于后续 PPP 等需加杠杆业务的开展。应收账款方面，2017 年末公司应收账款为 8.10 亿元，同比增加 2.42 亿元（+41.79%），主要为期内竣工验收项目同比增多且确认计量金额增加所致。期内应收账款周转率为 1.01，较 2016 年 1.35 降低 25.19%。

■**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（预算金额 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（预算金额 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。根据公司年报显示，公司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。公司所属绿茵研究院将重点发展盐碱地治理、节水抗旱技术、生态修复及抗性植物培育等四个方面技术。期内公司下属子公司天津百绿园林景观设计有限公司取得风景园林设计甲级资质，使公司成为了全国少数同时具有设计和施工双甲资质的企业。同时公司年报指出与天津师范大学共建的天津市环境变化与生态修复重点实验室获批，公司省市级研发平台增加到三个。我们认为公司在当前加强生态文明建设、建设“美丽中国”大背景下发展潜力较大。2017 年公司京津冀地区业务收入占比达到 47.72%，我们认为公司亦或有望受益于京津冀区域一体化建设。

■**投资建议：**我们下调公司 2018 年-2020 年的收入增速预测分别为 32.3%、33.4%、34.3%，净利润增速分别为 29.2%、34.3%、34.7%；暂不考虑公司拟以资本公积金转增股本摊薄股价影响，预计实现 EPS 分别为 2.88、3.87、5.22 元；维持公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 80.50 元，约相当于 2018 年 28 倍的预期市盈率估值。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险、工程进度不及预期风险、PPP 推进不及预期风险、项目回款风险、及存货和应收账款跌价风险、分红预案不能履行风险等。

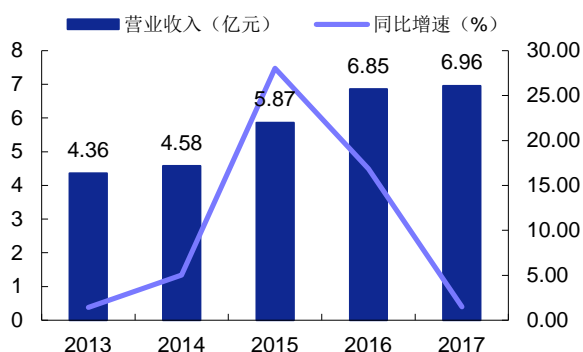
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	685.4	695.7	920.7	1,228.0	1,649.4
净利润	171.9	178.4	230.5	309.6	417.2
每股收益(元)	2.87	2.61	2.88	3.87	5.22
每股净资产(元)	8.98	20.43	23.13	26.26	30.11

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	32.9	31.7	24.5	18.2	13.5
市净率(倍)	7.9	3.5	3.1	2.7	2.3
净利润率	25.1%	25.6%	25.0%	25.2%	25.3%
净资产收益率	23.9%	10.9%	12.5%	14.7%	17.3%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	31.1%	27.9%	43.6%	46.9%	45.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

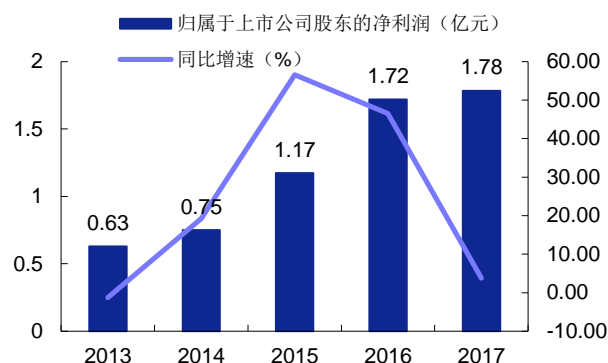
附：公司主要财务数据图表

图 1：2013-2017 公司营业收入及同比增速



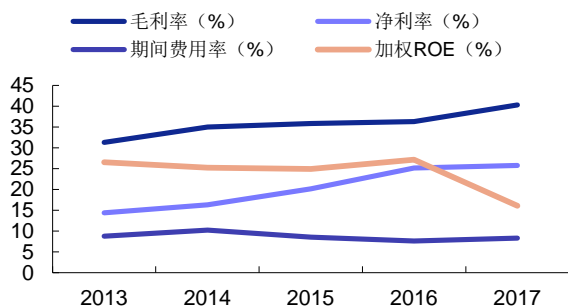
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2013-2017 公司归母净利润及同比增速



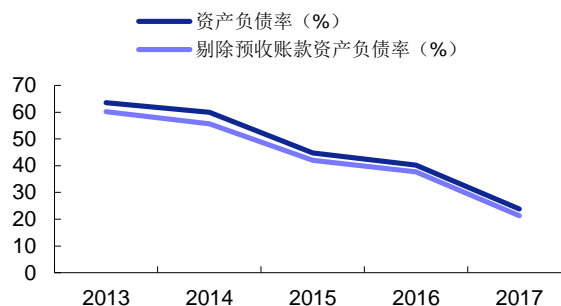
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2013-2017 公司毛利率、净利率、费用率及 ROE



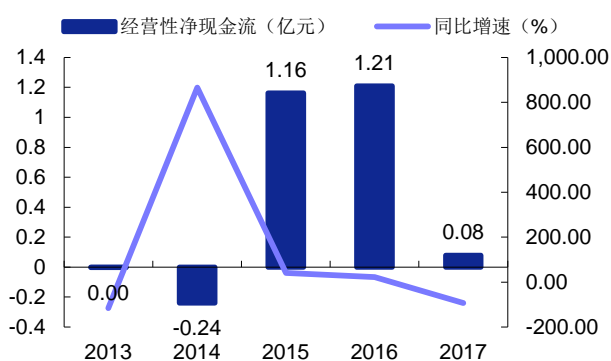
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2013-2017 公司资产负债率及剔除预收账款资产负债率



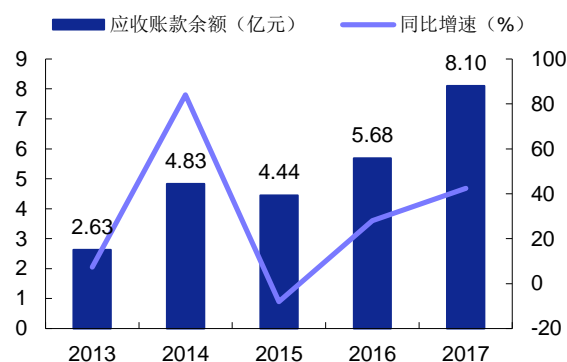
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2013-2017 公司经营性现金流及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2013-2017 公司应收账款余额及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	685.4	695.7	920.7	1,228.0	1,649.4	成长性					
减:营业成本	436.8	415.1	551.6	741.7	997.3	营业收入增长率	16.9%	1.5%	32.3%	33.4%	34.3%
营业税费	1.5	2.8	3.3	4.6	6.1	营业利润增长率	35.2%	11.9%	29.2%	34.3%	35.0%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	46.5%	3.8%	29.2%	34.3%	34.7%
管理费用	51.3	58.2	76.6	101.9	137.3	EBITDA 增长率	33.9%	9.5%	30.0%	33.9%	34.8%
财务费用	0.8	-0.5	-1.4	-1.7	-1.9	EBIT 增长率	35.1%	9.8%	30.4%	34.3%	35.1%
资产减值损失	17.7	35.7	27.1	26.9	29.9	NOPLAT 增长率	32.8%	11.5%	28.6%	34.5%	35.1%
加:公允价值变动收益	4.6	5.0	-0.0	-	0.0	投资资本增长率	24.2%	-17.7%	24.9%	38.2%	29.5%
投资和汇兑收益	2.9	14.8	3.6	4.0	3.5	净资产增长率	31.4%	127.2%	13.2%	13.6%	14.7%
营业利润	184.8	206.8	267.1	358.7	484.2	利润率					
加:营业外净收支	15.9	0.9	2.0	2.2	2.4	毛利率	36.3%	40.3%	40.1%	39.6%	39.5%
利润总额	200.8	207.7	269.2	360.9	486.6	营业利润率	27.0%	29.7%	29.0%	29.2%	29.4%
减:所得税	28.2	28.6	37.4	49.9	67.5	净利润率	25.1%	25.6%	25.0%	25.2%	25.3%
净利润	171.9	178.4	230.5	309.6	417.2	EBITDA/营业收入	27.6%	29.7%	29.2%	29.3%	29.4%
						EBIT/营业收入	27.1%	29.3%	28.9%	29.1%	29.2%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	21	19	14	9	6
货币资金	68.7	168.1	243.6	248.6	292.0	流动营业资本周转天数	281	282	217	220	221
交易性金融资产	-	922.8	922.8	922.8	922.8	流动资产周转天数	549	839	920	814	732
应收账款	585.8	830.5	1,032.2	1,373.1	1,935.4	应收帐款周转天数	277	366	364	353	361
应收票据	7.5	0.1	10.3	3.5	14.9	存货周转天数	121	101	104	107	105
预付帐款	0.3	0.3	1.8	0.4	2.3	总资产周转天数	578	868	944	833	745
存货	223.5	167.0	364.8	366.1	594.7	投资资本周转天数	302	301	231	229	227
其他流动资产	265.7	1.7	37.4	25.4	5.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	2.0	2.2	2.4	2.7	ROE	23.9%	10.9%	12.5%	14.7%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.3%	8.3%	8.6%	10.4%	11.0%
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	31.1%	27.9%	43.6%	46.9%	45.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	38.6	36.7	33.6	30.5	27.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	7.5%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%
无形资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	15.4	21.0	31.6	27.8	26.5	三费/营业收入	7.6%	8.3%	8.2%	8.2%	8.2%
资产总额	1,205.5	2,150.4	2,680.3	3,000.6	3,824.2	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	40.2%	23.8%	30.8%	29.8%	36.8%
应付帐款	379.7	394.2	683.1	719.7	1,178.2	负债权益比	67.1%	31.2%	44.5%	42.4%	58.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.38	4.10	3.17	3.29	2.68
其他流动负债	103.8	116.3	140.8	172.6	228.0	速动比率	1.92	3.77	2.73	2.88	2.26
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	232.36	-418.73	-184.37	-207.18	-254.91
其他非流动负债	0.8	1.4	0.9	1.0	1.1	分红指标					
负债总额	484.3	511.9	824.9	893.4	1,407.3	DPS(元)	-	0.07	0.19	0.25	0.34
少数股东权益	3.1	3.8	5.1	6.4	8.3	分红比率	0.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	658.1	1,554.6	1,770.4	2,060.1	2,450.4						
股东权益	721.2	1,638.5	1,855.4	2,107.2	2,416.9						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	172.5	179.1	230.5	309.6	417.2	EPS(元)	2.87	2.61	2.88	3.87	5.22
加:折旧和摊销	3.8	3.6	3.1	3.1	3.1	BVPS(元)	8.98	20.43	23.13	26.26	30.11
资产减值准备	17.7	35.7	39.3	43.2	47.5	PE(X)	32.9	31.7	24.5	18.2	13.5
公允价值变动损失	-	-5.0	-0.0	-	0.0	PB(X)	7.9	3.5	3.1	2.7	2.3
财务费用	0.9	-	-1.4	-1.7	-1.9	P/FCF	247.2	19.4	56.6	95.4	37.7
投资损失	-7.5	-14.8	-3.6	-4.0	-3.5	P/S	8.2	8.1	6.1	4.6	3.4
少数股东损益	0.6	0.7	1.2	1.3	1.9	EV/EBITDA	-	24.3	16.6	12.4	9.1
营运资金的变动	-133.2	64.7	-144.3	-249.7	-269.1	CAGR(%)	21.7%	32.8%	25.1%	21.7%	32.8%
经营活动产生现金流量	121.0	7.8	124.8	101.9	195.2	PEG	1.5	1.0	1.0	0.8	0.4
投资活动产生现金流量	-77.7	-642.9	3.4	3.8	3.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-26.0	738.3	-52.6	-100.7	-155.1	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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@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	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@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