

2019年03月12日

绿茵生态 (002887.SZ)

小而美的区域园林生态龙头，订单放量+低杠杆，业绩高增长可期

■ **区域生态园林龙头，订单放量助力业绩增长：**公司作为天津地区生态园林龙头，主营生态修复和园林绿化工程施工、苗木种植和绿化养护等业务，旨在为客户提供一体化的生态环境建设整体解决方案。公司作为国家级高新技术企业，连续多年入围全国园林绿化行业前20强。2017年上市以来，公司立足京津冀地区，相继在全国核心城市进行战略布局，充分利用核心城市资源优势，建立跨区域经营管理体系。2019年年初至今，公司新中标订单合计超过15亿元，已超过2018年全年新签订单的两倍。公司订单的放量，为公司业绩高增奠定坚实基础。

■ **财务稳健负债率低，盈利能力居行业前列：**从资产端看，截至2018年9月末，公司货币资金2.22亿元，可供出售金融资产0.02亿元，二者占公司总资产的10.5%；如果加上公司此前购买的一年内到期的理财产品，公司可自由支配的现金超过9.5亿元，占总资产的45%。从负债端看，截至2018年9月底，公司偿还了所有有息负债，短期借款和长期借款余额均为零，未发行任何债券。应付账款及应付票据合计3.14亿元，占比14.8%。公司盈利能力强，毛利率和净利率创新高，2016年—2018Q1-3公司销售净利率分别为25.2%、25.7%、22.8%，远超行业平均值。

■ **货币资金充足，可用财务杠杆空间较大，增强业绩弹性：**公司的资产负债率全行业最低，货币资金充足。截至2018年9月底，公司的资产负债率低于20%，为全行业最低，且没有有息负债。若剔除应付账款，负债率在5%左右，远小于其他大中型园林公司40%-50%的负债率。后续可用财务杠杆空间大，有利于增强公司业绩弹性。

■ **投资建议：**维持增持-A投资评级，6个月目标价26.0元。我们预计公司2018年—2020年的收入增速分别为-26.4%、52.0%、36.4%，净利润分别为1.52亿元、2.15亿元、2.93亿元，对应市盈率分别为21.8倍、15.5倍和11.3倍。

■ **风险提示：**项目推进进度不及预期，融资环境恶化风险。

公司分析

证券研究报告

建筑装饰

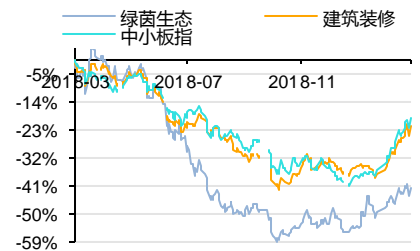
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**26元**
股价(2019-03-11) **20.76元**

交易数据

总市值(百万元)	3,321.60
流通市值(百万元)	1,065.80
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	51.34
12个月价格区间	14.64/74.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.84	0.19	-26.37
绝对收益	14.25	24.61	-41.68

邵琳琳

分析师
SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

王鑫

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

杨光

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517080001
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

马丁

报告联系人
mading@essence.com.cn
010-83321051

相关报告

绿茵生态：业绩增速回落但毛利率持续提升，经营性现金流出增加/王鑫	2018-04-25
绿茵生态：业绩平稳增长，新签重大项目提速/王鑫	2018-03-01

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	685.4	695.7	512.1	778.5	1,061.8
净利润	171.9	178.4	152.4	215.0	292.7
每股收益(元)	1.07	1.11	0.95	1.34	1.83
每股净资产(元)	4.49	10.22	10.90	12.03	13.37
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	19.3	18.6	21.8	15.5	11.3
市净率(倍)	4.6	2.0	1.9	1.7	1.6
净利润率	25.1%	25.6%	29.8%	27.6%	27.6%
净资产收益率	23.9%	10.9%	8.7%	11.2%	13.7%
股息收益率	0.0%	1.4%	1.2%	1.7%	2.4%
ROIC	31.1%	27.9%	28.8%	172.4%	33.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：小而美的高质量生态园林企业	5
1.1. 公司简介：区域生态园林龙头.....	5
1.2. 公司财务状况稳定，毛利水平雄踞首位.....	6
2. 生态修复与园林绿化前景广阔	7
2.1. 新时代生态文明建设迎来重要新机遇.....	7
2.2. 推进新型城镇化，打开园林绿化市场空间.....	8
3. 多板块协同发展，打造生态建设一体化领先品牌	9
3.1. 主营生态修复与园林绿化，加速全国布局.....	9
3.2. 财务稳健负债率低，盈利能力居行业前列.....	9
3.2.1. 公司财务稳健，至 2018 年三季度末有息负债为零.....	9
3.2.2. 期间费用控制良好，盈利能力位居行业前列.....	10
3.2.3. 货币资金充裕，可用财务杠杆空间较大增强业绩释放弹性.....	10
3.3. 加大研发投入，提升技术优势.....	11
3.4. 把握乡村振兴新机遇，拓展业务板块.....	13
4. 投资建议及风险提示	13

图表目录

图 1：绿茵生态的发展历程.....	5
图 2：绿茵生态的股权结构（截至 2018 年 9 月底）.....	5
图 3：公司主营业务构成.....	6
图 4：公司 2013—2018 年收入及净利润增长情况.....	6
图 5：2017 年营业收入构成（%）.....	6
图 6：2014 年—2018Q1-3 公司毛利率和净利率（%）.....	7
图 7：2013—2017 年城市园林绿化建设投资额.....	8
图 8：2013—2017 年我国城市绿化情况.....	8
图 9：2013—2017 年我国房地产开发情况.....	8
图 10：2013—2017 年我国房地产销售情况.....	8
图 11：2016 年—2018Q1-3 销售毛利率与同业对比（%）.....	10
图 12：2016 年—2018Q1-3 销售净利率与同业对比（%）.....	10
图 13：2016 年—2018Q1-3 公司现金收入比与同业对比.....	11
图 14：2016 年—2018Q1-3 剔除借款现金收入比与同业对比.....	11
图 15：2014—2017 年公司研发支出（万元）.....	12
图 16：截至 2017 年底，公司已授权专利数目.....	12
图 17：公司技术研发的重点方向.....	12
图 18：公司未来重点布局的业务板块.....	13
表 1：生态修复与园林绿化特点对比.....	6
表 2：生态文明建设在顶层设计中的地位不断提升.....	7
表 3：2018—2019 年公司已公告订单情况（截至 2019 年 3 月 11 日）.....	9
表 4：截至 2018 年 9 月底，部分园林企业资产负债情况.....	9

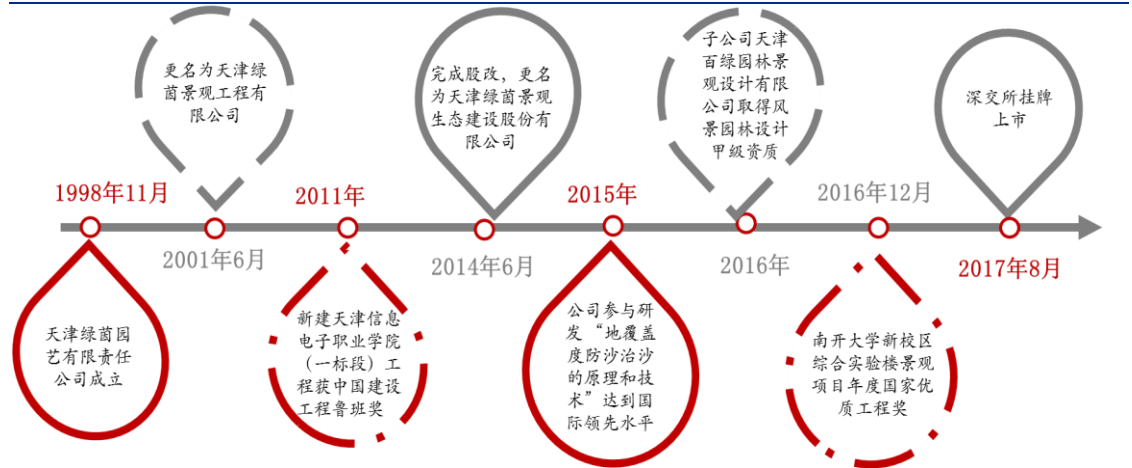
表 5: 2016 年—2018Q1-3 部分园林企业盈利能力情况	10
表 6: 2016 年—2018Q1-3 部分园林企业货币资金占资产比重及现金收入比情况.....	11
表 7: 2018H1 部分园林企业资本结构情况	11
表 8: 公司所获主要荣誉情况.....	12
表 9: 公司项目所获奖项情况.....	13

1. 公司概况：小而美的高质量生态园林企业

1.1. 公司简介：区域生态园林龙头

绿茵生态成立于1998年，于2017年8月在深交所挂牌上市。公司主要从事生态修复和园林绿化工程施工、苗木种植、绿化养护、园林景观设计等业务，旨在为客户提供一体化的生态环境建设整体解决方案。公司作为国家级高新技术企业，已形成集“生态修复与园林绿化技术研发—抗性苗木生产与繁育—规划设计与工程施工—养护”为一体的完整产业链。公司作为国家级高新技术企业，拥有国家城市园林绿化一级、风景园林工程设计专项甲级等专业资质，连续多年入围全国园林绿化行业前20强。

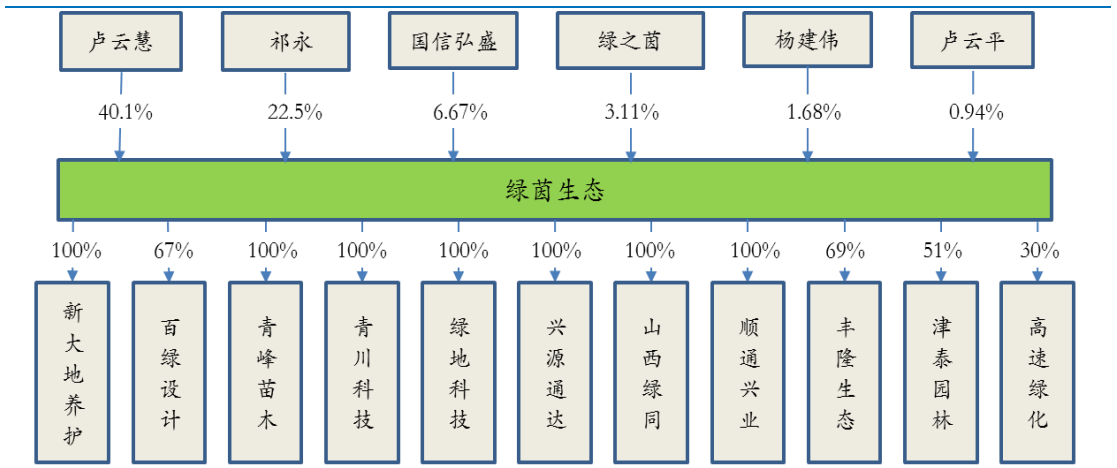
图1：绿茵生态的发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

根据公告，截至2018年9月底，绿茵生态的实控人为卢云慧和祁永夫妇，二者持股比例分别为40.1%和22.5%，合计超过60%，股权集中度较高。公司第三大股东为深圳市国信弘盛股权投资基金(6.67%)。此外，天津绿之茵管理咨询有限公司、杨建伟、卢云平持股比例在1%—3%左右。公司拥有10家控股子公司及1家联营企业。

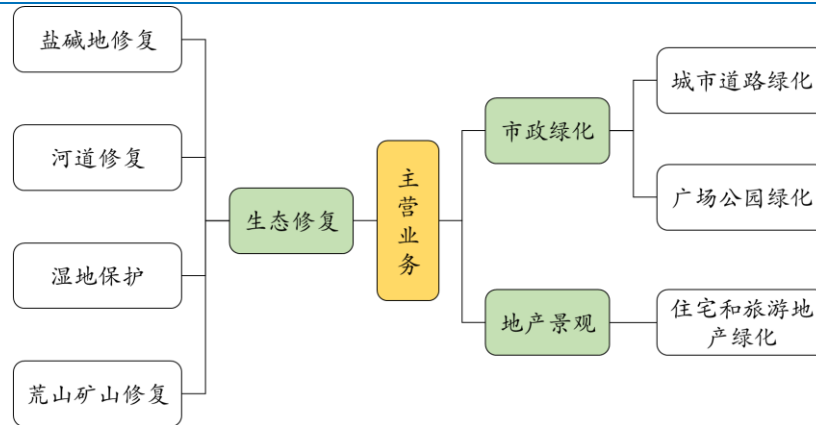
图2：绿茵生态的股权结构（截至2018年9月底）



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

公司主营业务包括生态修复、市政园林绿化、地产景观绿化和旅游景观绿化等。生态修复是生态环境建设新兴的细分领域，具有投资大、毛利率高、技术要求高的特点，目前正处于起步阶段。园林绿化分为市政园林绿化和地产景观绿化两类。市政园林绿化项目主要来源于政府和企事业单位投资建设的城市公园、城市道路绿化带、产业园区等园林工程项目。地产景观绿化项目主要来源于房地产企业，与房地产开发、销售情况紧密相关。

图 3：公司主营业务构成



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

表 1：生态修复与园林绿化特点对比

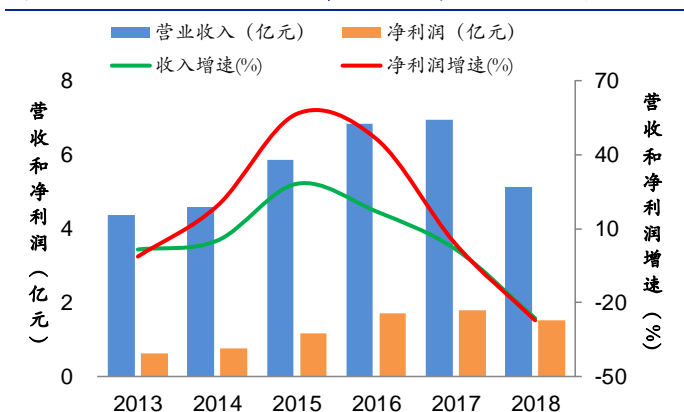
项目	生态修复	园林绿化（市政绿化与地产景观）
业主类别	主要由各级政府主导	主要是政府、企事业单位及个人投资
开展业务	以恢复特定环境的生态功能为主	以人文景观构建为主
苗木类型	以适当地气候的苗木为主，品种单一，但量大价低，多选用乡土和耐瘠薄、耐盐碱的苗木	选择范围宽泛，品种多样，单种苗木采购量有限，价格较高
单位面积收入	一般不涉及土建或涉及少量土建，绿化面积相对较大，单位面积造价低	包含土建工程的情况较生态修复类项目要多，绿化面积相对较小，单位面积造价高
使用原料及辅料	使用除苗木以外的其他材料较少	使用除苗木以外的其他材料较多，如土建材料；选用苗木生命力不强，需要支撑防寒材料
工程目标与效果	以修复特定区域的生态功能，提高生物多样性，促进系统良性循环为主要目标，显著提升生态效益，兼顾景观效果	采用造景手法，提升景观效果与人文价值为主要目标，兼顾生态效益
后期养护	系统良性循环，养护投入逐步减少	持续稳定的养护投入，养护投入相对较高

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司财务状况稳定，毛利水平雄踞首位

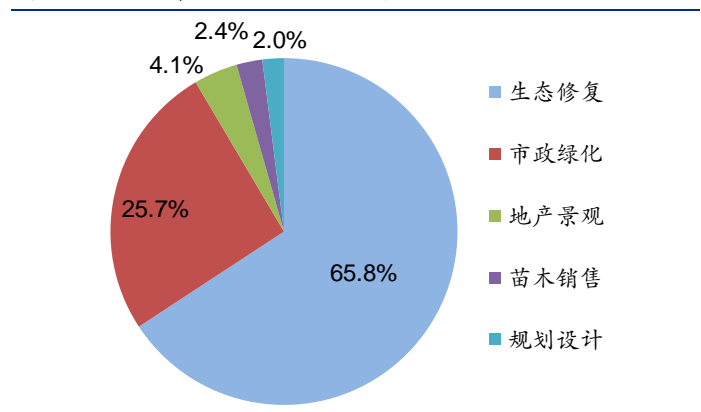
根据公告，2013—2017 年，公司的营业收入和净利润均保持稳步增长态势。根据业绩预告，2018 年营业收入和归母净利润分别为 5.1 亿元和 1.5 亿元，同比下降 26.5%和 14.5%。营业收入和净利润的下降，一方面是受宏观经济运行偏弱、房地产市场波动、地方政府调控等外部因素影响；另一方面也与公司主动放慢业务推进速度，新签订单额下降有关。从营业收入结构看，2017 年生态修复和市政绿化两部分业务分别占总收入的 2/3 和 1/4。

图 4：公司 2013—2018 年收入及净利润增长情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

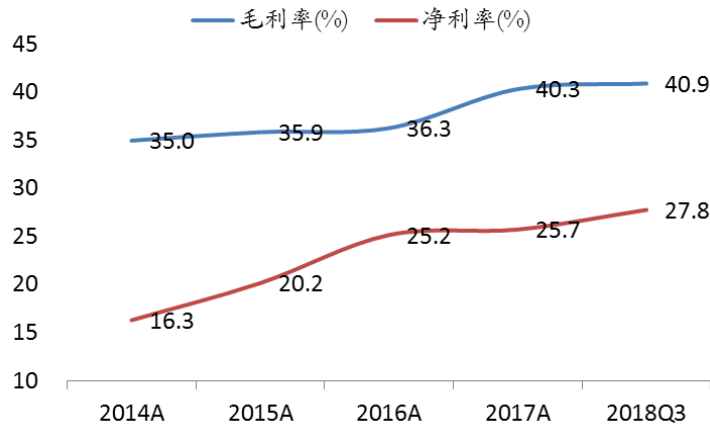
图 5：2017 年营业收入构成 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司盈利能力强，毛利率和净利率创新高。根据公告，2014年至2016年，公司毛利率在36%左右；2017年和2018Q1-3，毛利率分别增至40.3%和40.9%。净利率方面，公司近三年均高于25%。公司毛利率和净利率均稳居行业前列，一方面是因为公司订单主要以天津和内蒙为主，北方地区的生态修复和园林绿化市场竞争程度要弱于南方；另一方面，公司的订单以生态修复和市政绿化为主，地产景观绿化为辅，前二者的毛利率较后者要更高一些。此外，公司作为次新股，资产负债率低，再加上大股东零质押，受信用紧缩影响较小。

图 6：2014 年—2018Q1-3 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

2. 生态修复与园林绿化前景广阔

2.1. 新时代生态文明建设迎来重要新机遇

两会定调要坚定不移的加快生态文明建设，生态保护与生态修复迎来良好发展机遇。天蓝、地绿、水净是每个中国人的梦想，也是中华民族永续发展的千年大计。今年两会期间，习总书记指出，要坚定不移加强生态文明建设，保持加强生态文明建设的战略定力，探索以生态优先、绿色发展为导向的高质量发展新路子，加大生态系统保护力度，打好污染防治攻坚战。《全国生态保护“十三五”规划》提出，要以改善环境质量为核心，以维护国家生态安全为目标，大力推进生态文明建设，为全面建成小康社会和建设美丽中国做出更大贡献。2016年12月，住建部和环保部联合下发《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020）》。规划指出，应以保护城市自然生态资源和加强保障城市生态安全的基础设施建设为重点，加强城市生态空间保护与管控、城市生态修复、城市园林绿化等方面的资金投入与政策研究，有针对性地开展保护、修复和综合治理等工程建设，切实提升城市生态功能。

表 2：生态文明建设在顶层设计中的地位不断提升

时间	相关顶层设计	具体内容
2019/3/5	十三届全国人大二次会议	保持加强生态文明建设的战略定力，探索以生态优先、绿色发展为导向的高质量发展新路子，加大生态系统保护力度，打好污染防治攻坚战，守护好祖国北疆这道亮丽风景线。
2019/1/18	全国生态环境保护工作会议	深入贯彻落实习近平生态文明思想和全国生态环境保护大会精神，聚焦打好污染防治攻坚战标志性战役，协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护。
2018/9/26	《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》	明确要求统筹推进农村经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设；牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，以绿色发展引领乡村振兴。
2018/8/31	《土壤污染防治法》	明确了企业防止土壤受到污染的主体责任，强化污染者的治理责任，明确政府和相关部门的监管责任，为扎实推进“净土保卫战”，提供了坚强有力的法治保障。
2018/7/3	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	明确了大气污染防治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，要求坚决打赢蓝天保卫战，实现环境效益、经济效益和社会效益多赢。
2018/6/24	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	明确了打好污染防治攻坚战的时间表、路线图、任务书，确定到2020年，生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，生态环境保护水平同全面建成小康社会目标相适应。
2018/5/18	全国生态环境保护大会	要自觉把经济社会发展同生态文明建设统筹起来，加大力度推进生态文明建设、解决生态环

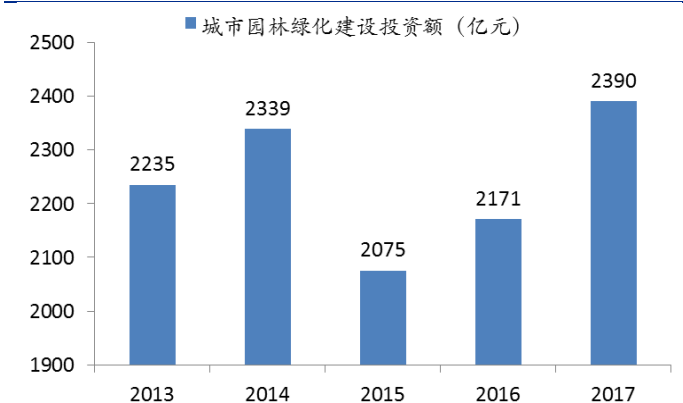
2017/12/18	2017 年中央经济工作会议	境问题，坚决打好污染防治攻坚战，推动我国生态文明建设迈上新台阶。
2017/10/18	中国共产党第十九次全国代表大会	明确将“加快生态文明建设”列入高质量发展 8 项重点工作之一，同时确定将“污染防治”为今后三年重点抓好决胜全面建成小康社会的三大攻坚战之一。
2016/12/16	2016 年中央经济工作会议	加快生态文明体制改革，建设美丽中国，加大生态系统保护力度，实施重要生态系统保护和修复重大工程，优化生态安全屏障体系，提升生态系统质量和稳定性。
2015/9/21	《生态文明建设总体改革方案》	会议强调要持续加强节能环保和生态建设，推动绿色低碳发展取得新进展，更好统筹民生改善与经济发展，进一步织密扎牢民生保障网。
2015/3/16	国民经济和社会发展十三五规划	加快建立系统完整的生态文明制度体系，加快推进生态文明建设，增强生态文明体制改革的系统性、整体性、协同性。
2012/11/8	中国共产党第十八次全国代表大会	统筹推进经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设 生态文明建设列入“五位一体”总体布局。

资料来源：政府网站，安信证券研究中心

2.2. 推进新型城镇化，打开园林绿化市场空间

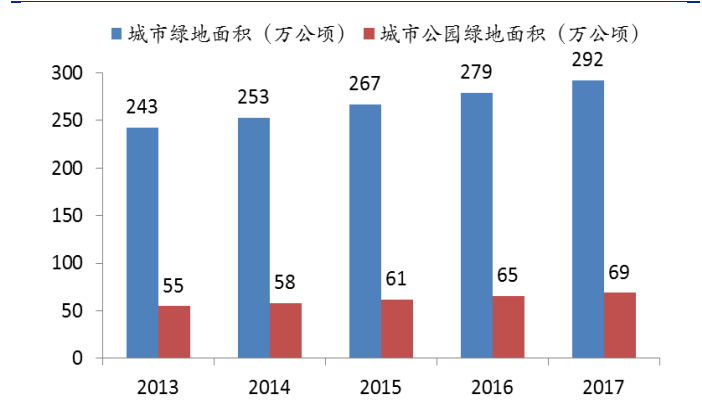
随着城镇化进程的深入推进，园林绿化与地产景观绿化市场逐步打开。我国城市绿地面积与城市公园绿地面积逐年上升。根据国家统计局数据，2013—2017 年，城市绿地面积从 242.7 万公顷增至 292.1 万公顷，年均增长 4.7%；城市公园绿地面积从 54.7 万公顷增至 68.8 万公顷，年均增长 5.9%。从投资额看，城市园林绿化和房地产投资额均呈现稳步增长态势。城市园林绿化建设投资从 2015 年的 2075 亿元增至 2017 年的 2390 亿元，年均增长 7.3%；房地产开发投资额从 8.6 万亿元增至 11.0 万亿元，年均增长 6.3%；住宅商品房投资额从 5.9 万亿元增至 7.5 万亿元，年均增长 6.2%。从住房面积看，商品房销售面积从 13.1 亿平方米增至 16.4 亿平方米，年均增长 5.8%；住宅商品房销售面积从 11.6 亿平方米增至 14.5 亿平方米，年均增长 5.7%。

图 7：2013—2017 年城市园林绿化建设投资额



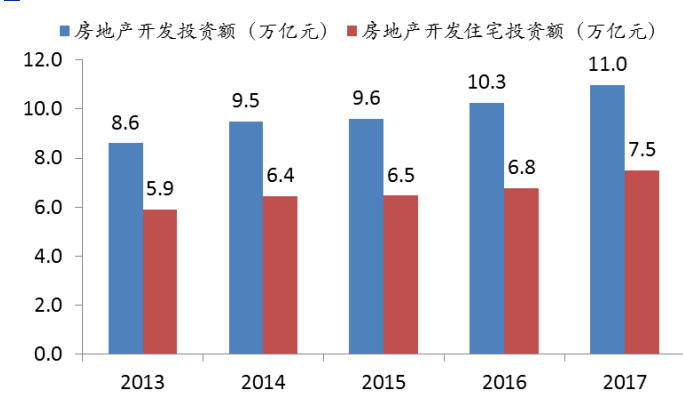
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8：2013—2017 年我国城市绿化情况



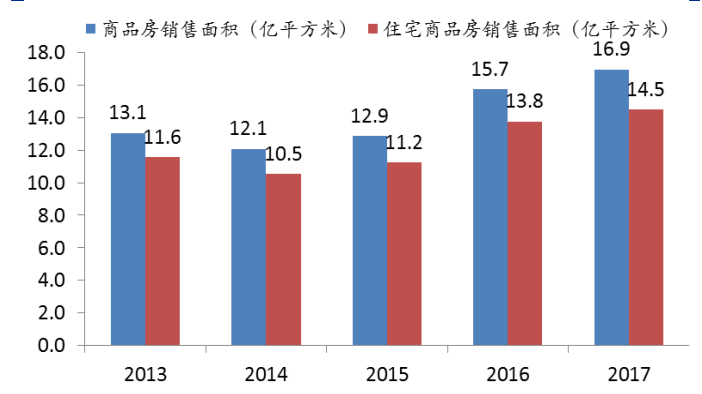
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 9：2013—2017 年我国房地产开发情况



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 10：2013—2017 年我国房地产销售情况



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

3. 多板块协同发展，打造生态建设一体化领先品牌

3.1. 主营生态修复与园林绿化，加速全国布局

公司作为区域园林生态龙头，立足京津冀，深耕天津地区业务，积极开展全国核心城市战略布局。公司上市以来，新签署项目主要分布在华北、西北和华东等生态建设重点地区。根据公告，公司生态修复业务的营业收入从2014年的2.61亿元增至2017年的4.57亿元，年均增长20.5%；园林绿化业务的营业收入从2014年的1.74亿元增至2017年的2.07亿元，年均增长6.0%。2019年年初以来，公司新签订单高速增长，2018年公司新签订单约6.8亿元；2019年年初至今，新中标订单约15亿元，已超过2018年公司全年新签订单的两倍。

表 3：2018—2019 年公司已公告订单情况（截至 2019 年 3 月 11 日）

公告日期	区域	项目名称	业务类型	总投资额(亿元)	项目工期
2019/2/25	天津	滨海新区“双城之间”绿色森林屏障项目	生态修复	1.26	3月2日至2019年5月1日
2019/2/14	天津	天津市东丽区造林绿化工程（第一批）	市政绿化	2.12	2月23日至2019年4月30日
2019/2/19	天津	天津市津南区造林绿化 EPC 项目三标段	市政绿化	1.89	2月底开工 4月底完工
2019/2/15	南京	南京市浦口区九峰山田园综合体 PPP 项目	市政绿化	9.12	公益性子项目 3 年；准经营性子项目 3 年
2018/3/7	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 PPP 项目（一期）	文旅产业	2 亿左右	2 年
2018/2	雄安	雄安市民服务中心 1 工区项目	市政绿化		中建三局牵头，公司持股 30%
2018/1/4	内蒙古	察右园林局 2017 年白镇城镇园林建设项目	市政绿化	0.79	120 天

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 财务稳健负债率低，盈利能力居行业前列

3.2.1. 公司财务稳健，至 2018 年三季度末有息负债为零

公司财务状况良好，货币资金和可供出售的金融资产占比较高，应收账款+存货+长期应收款规模可控，公司负债率较低，偿债压力小。截至2018年9月末，公司资产负债率19.1%，处于行业较低水平。从资产端看，截至2018年9月末，货币资金和可供出售金融资产分别是2.22亿元和0.02亿元，合计占总资产的10.5%，如果加上公司此前购买的一年内到期的理财产品，公司可自由支配的现金超过9.5亿元，占总资产的45%。应收账款及应收票据合计6.51亿元，大于同期应付账款及应付票据余额（3.14亿元）；长期应收款0.02亿元，占总资产的0.1%。从负债端看，截至2018年9月底，公司偿还了所有有息负债，短期借款和长期借款余额均为零，未发行任何债券。应付账款及应付票据合计3.14亿元，占比14.8%。

表 4：截至 2018 年 9 月底，部分园林企业资产负债情况

证券简称	货币资金 (A)	存货 (B)	应收账款 (C)	长期应收款 (D)	资产总额 (E)	A/E	B/E	C/E	D/E	(B+C+D)/E
东方园林	15.65	142.21	99.76	0.86	415.16	0.04	0.34	0.24	0.00	0.58
铁汉生态	13.58	75.35	8.17	86.96	229.25	0.06	0.33	0.04	0.38	0.74
蒙草生态	3.85	8.94	50.44	28.53	123.09	0.03	0.07	0.41	0.23	0.71
棕榈股份	11.30	61.54	20.57	8.76	170.09	0.07	0.36	0.12	0.05	0.53
普邦股份	8.32	33.94	15.33	3.37	90.73	0.09	0.37	0.17	0.04	0.58
岭南股份	17.46	47.44	26.76	20.34	147.32	0.12	0.32	0.18	0.14	0.64
文科园林	4.46	9.38	6.76	6.06	36.52	0.12	0.26	0.19	0.17	0.61
美尚生态	13.89	16.63	16.98	14.94	76.78	0.18	0.22	0.22	0.19	0.63
大千生态	2.13	4.34	4.36	9.91	27.72	0.08	0.16	0.16	0.36	0.67
农尚环境	4.07	3.56	2.90	0.00	11.31	0.36	0.32	0.26	0.00	0.57
天域生态	2.33	10.28	5.72	2.90	30.17	0.08	0.34	0.19	0.10	0.63
东珠生态	9.16	16.02	7.45	8.02	43.96	0.21	0.36	0.17	0.18	0.72
诚邦股份	2.91	5.37	2.89	1.33	15.68	0.19	0.34	0.18	0.08	0.61
绿茵生态	2.22	3.87	6.48	0.02	21.28	0.10	0.18	0.30	0.00	0.49

资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2.2. 期间费用控制良好，盈利能力位居行业前列

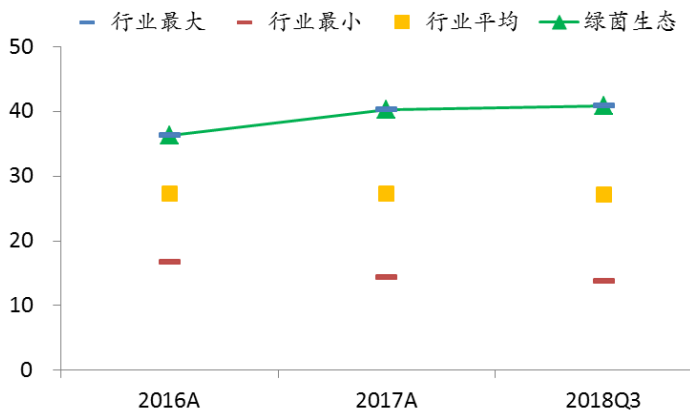
根据公告，近三年来，公司毛利率基本维持在 36%—41%之间，高于行业平均水平。我们判断公司期间费用率显著低于行业平均值主要有以下几个原因：(1) 公司无销售费用；(2) 公司管理费用管控较好，折旧、减值准备等对公司影响有限；(3) 公司现金流好，无有息负债，财务费用较低。由于公司期间费用率显著低于同行，公司盈利能力居行业之首。2016 年—2018 年前三季度，公司销售净利率分别为 25.2%、25.7%、22.8%，远超行业平均水平。

表 5：2016 年—2018Q1-3 部分园林企业盈利能力情况

证券简称	销售毛利率 (%)			销售期间费用率 (%)			销售净利率 (%)		
	2016A	2017A	2018Q3	2016A	2017A	2018Q3	2016A	2017A	2018Q3
东方园林	32.83	31.56	32.71	11.92	10.99	19.38	16.13	14.58	10.12
铁汉生态	26.79	25.22	26.41	15.58	15.38	20.51	11.57	9.26	5.70
蒙草生态	31.67	32.53	32.94	12.06	8.25	14.42	12.93	15.78	12.50
棕榈股份	16.69	20.75	16.55	12.65	11.94	18.55	3.23	6.05	1.04
普邦股份	16.79	14.28	13.70	10.46	9.55	10.11	3.94	4.94	5.64
岭南股份	28.28	28.74	26.31	14.10	14.11	12.91	10.17	10.83	10.25
文科园林	20.87	18.77	17.86	8.25	6.20	6.41	9.20	9.52	9.07
美尚生态	31.51	27.27	30.38	7.94	7.38	10.57	19.80	12.33	14.05
大千生态	25.65	28.46	27.46	9.03	10.61	12.74	11.65	11.58	10.32
农尚环境	26.87	27.47	29.43	10.73	11.46	12.10	13.37	12.22	12.25
天域生态	30.18	31.05	29.40	12.54	13.61	18.76	13.31	12.80	7.12
东珠生态	28.89	28.39	28.18	5.24	6.06	4.76	18.92	19.85	20.34
诚邦股份	22.97	24.48	24.16	10.06	12.01	16.17	9.62	9.22	7.94
绿茵生态	36.28	40.34	40.92	7.60	8.29	12.58	25.17	25.74	27.78

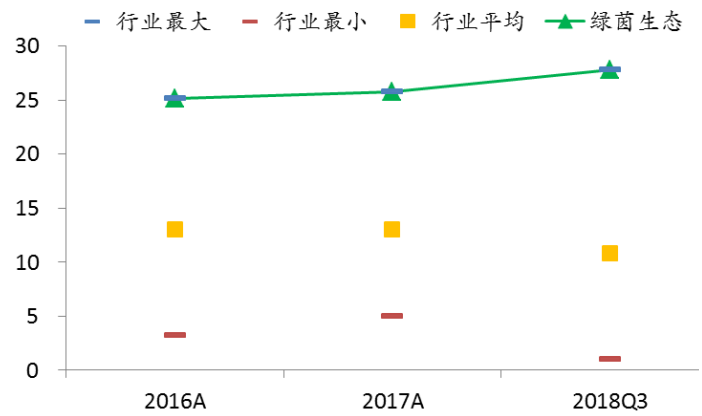
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：2016 年—2018Q1-3 销售毛利率与同业对比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：2016 年—2018Q1-3 销售净利率与同业对比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.2.3. 货币资金充裕，可用财务杠杆空间较大增强业绩释放弹性

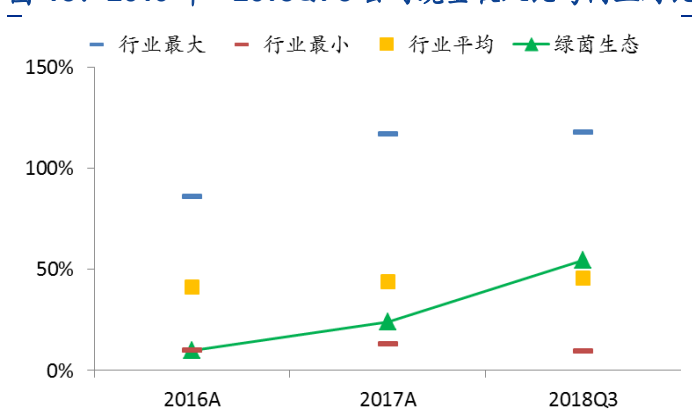
资产负债率全行业最低，货币资金充足，可用财务杠杆空间较大。截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率 19.1%，为全行业最低，且没有有息负债；若剔除应付账款，负债率仅为 5.2%，远小于其他大中型园林公司 40%—50% 负债水平。公司货币资金 2.22 亿元，占总资产的 22.8%，货币资金占比位居可比上市公司前列。从现金收入比来看，2016—2018 年 9 月公司的现金收入比分别为 0.10、0.24、0.54。若剔除银行借款（短期借款）后，同期现金收入比分别为 0.1、0.24、0.54，位居行业前列。公司业务主要聚焦生态修复工程和市政绿化等，项目现金流较好，预计未来公司仍将保持较高的经营性现金净流入，暂时不会因为市场开拓力度加大，招投标保证金激增带来经营性现金流压力。后续可用财务杠杆空间巨大，业绩释放弹性或可增强。

表 6：2016 年—2018Q1-3 部分园林企业货币资金占资产比重及现金收入比情况

证券简称	货币资金			货币资金占总资产比重			现金收入比			剔除借款后现金收入比		
	2016A	2017A	2018Q3	2016A	2017A	2018Q3	2016A	2017A	2018Q3	2016A	2017A	2018Q3
东方园林	27.89	34.03	15.65	0.12	0.1	0.04	0.34	0.25	0.22	0.2	0.11	-0.12
铁汉生态	12.83	38.3	13.58	0.11	0.19	0.06	0.28	0.48	0.24	-0.06	0.02	-0.43
蒙草生态	14.71	28.88	3.85	0.21	0.23	0.03	0.59	0.6	0.32	0.03	0.29	-0.52
棕榈股份	16.23	11.24	11.30	0.12	0.07	0.07	0.42	0.22	0.39	0.23	-0.11	-0.30
普邦股份	9.16	19.36	8.32	0.12	0.19	0.09	0.36	0.56	0.36	0.18	0.41	0.18
岭南股份	4.53	10.3	17.46	0.08	0.09	0.12	0.2	0.26	0.34	0.12	-0.07	0.00
文科园林	4.55	3.12	4.46	0.21	0.12	0.12	0.31	0.13	0.22	0.06	-0.06	-0.04
美尚生态	7.89	13.44	13.89	0.16	0.19	0.18	0.75	0.59	0.94	0.2	0.17	0.30
大千生态	2.26	4.04	2.13	0.14	0.19	0.08	0.39	0.6	0.40	0.02	0.36	-0.27
农尚环境	3.29	2.73	4.07	0.42	0.28	0.36	0.86	0.64	1.18	0.86	0.48	0.83
天域生态	1.47	2.32	2.33	0.1	0.1	0.08	0.18	0.24	0.31	0.05	0.05	-0.18
东珠生态	4.38	13.65	9.16	0.18	0.35	0.21	0.62	1.17	0.82	0.54	1.14	0.82
诚邦股份	0.89	1.1	2.91	0.1	0.09	0.19	0.14	0.15	0.55	-0.03	0.06	-0.16
绿茵生态	0.69	1.68	2.22	0.06	0.08	0.10	0.1	0.24	0.54	0.1	0.24	0.54

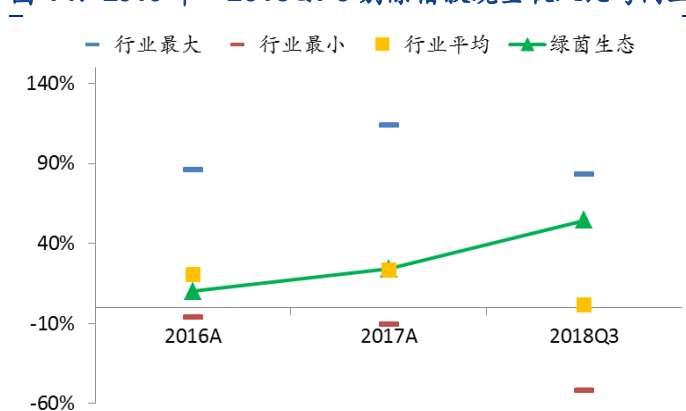
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：2016 年—2018Q1-3 公司现金收入比与同业对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：2016 年—2018Q1-3 剔除借款现金收入比与同业对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 7：2018H1 部分园林企业资本结构情况

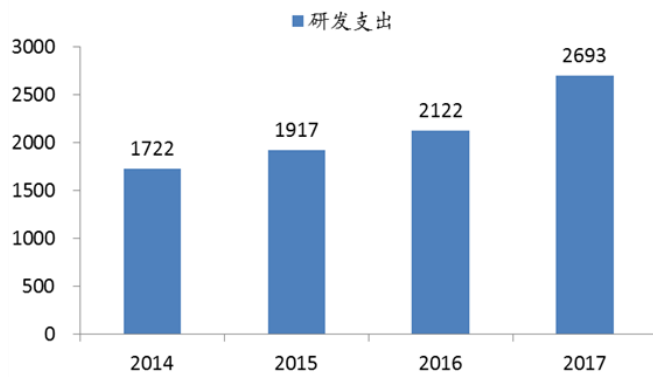
证券简称	资产负债率(%)	剔除应付账款后 负债率(%)	证券简称	资产负债率(%)	剔除应付账款后 负债率(%)
东方园林	70.21	43.75	美尚生态	57.78	34.87
铁汉生态	70.54	51.48	大千生态	55.92	41.74
蒙草生态	66.78	49.22	花王股份	65.09	44.84
棕榈股份	65.96	50.74	农尚环境	48.55	42.62
普邦股份	42.34	23.33	天域生态	53.93	30.11
岭南股份	69.92	42.78	东珠生态	42.74	9.55
文科园林	34.76	24.81	乾景园林	38.71	25.99
诚邦股份	49.03	31.33	绿茵生态	22.19	5.19

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.3. 加大研发投入，提升技术优势

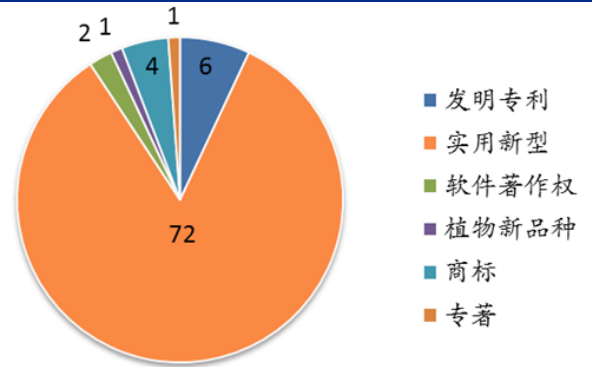
公司作为国内拥有核心技术与专业研发团队的园林生态公司之一，非常注重生态修复和园林绿化技术的研发及实际应用。据公告，公司研发投入从 2014 年的 1722 万元增至 2017 年的 2693 万元，年均增长 16.1%。截至 2017 年底，研发人员为 47 人，占员工总量的 21.4%。截至目前，公司已申请专利 140 件，被授权专利有 86 件，其中发明专利 6 件、实用新型 72 件、软件著作权 2 件、植物新品种 1 个、商标 4 个和专著 1 个，年均申请专利 20 项。

图 15：2014—2017 年公司研发支出（万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

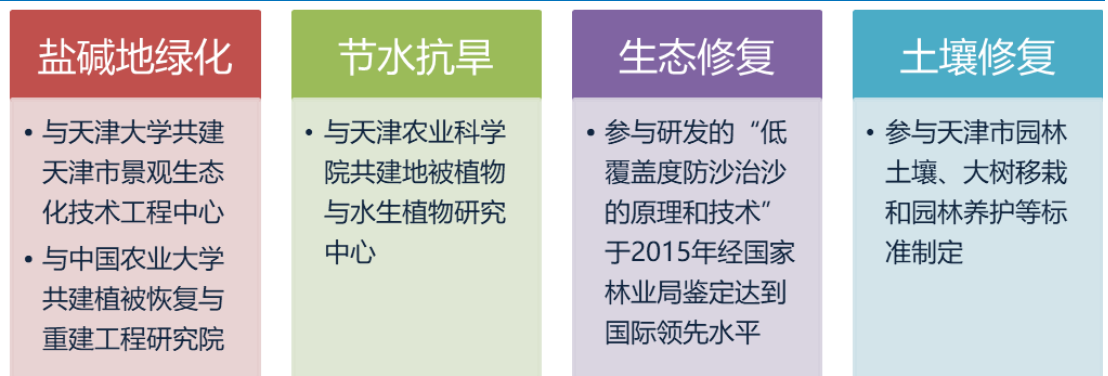
图 16：截至 2017 年底，公司已授权专利数目



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司研发平台采用“1+n”模式，即以绿茵研发中心为架构中心，在全国科研院所寻找研发伙伴，建立企业级生态修复研发网络平台，注重工法与技术的“可落地性，可推广性、高性价比”。公司还拥有天津市景观生态修复企业重点实验室等多个省级研发平台，与中国农业大学、中国林业科学院、国家海洋局天津海水淡化与综合利用研究所等科研院所保持良好合作关系。通过自主研发、机构合作、授权等方式掌握了生态修复和园林绿化的核心技术。

图 17：公司技术研发的重点方向



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

经过多年的发展，公司已在园林绿化行业获得较高的市场知名度以及认可，多次获得了各项企业荣誉。

表 8：公司所获主要荣誉情况

颁发时间	荣誉/奖项	授予单位
2017 年	天津市农业产业化经营市级重点龙头企业	天津市人民政府
2016 年	2015 年—2016 年度天津市园林绿化行业“诚信企业”	天津市园林绿化行业协会
2016 年	全国守合同重信用企业	天津市市场和质量监督管理委员会
2016 年	天津市守合同重信用企业	天津市市场和质量监督管理委员会
2015 年	天津市“千企万人”支持计划	天津市人才工作领导小组办公室、天津市人社局等
2015 年	天津市农业产业化经营市级重点龙头企业	天津市人民政府
2015 年	企业技术中心	天津市工业和信息化委员会、天津市发改委等
2015 年	天津市十强优秀园林企业	天津市园林绿化行业协会、天津市公园绿地行业协会
2014 年	2012—2013 中国城市园林绿化企业综合竞争力百强企业	中国花卉园艺与园林绿化行业协会等
2012 年	2010—2011 中国城市园林绿化企业综合竞争力百强企业	中国花卉园艺与园林绿化行业协会等
2012 年	2010—2011 全国十佳园林苗木企业	中国花卉园艺与园林绿化行业协会等
2012 年	2010—2011 全国十佳园林养护企业	中国花卉园艺与园林绿化行业协会等

资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

表 9：公司项目所获奖项情况

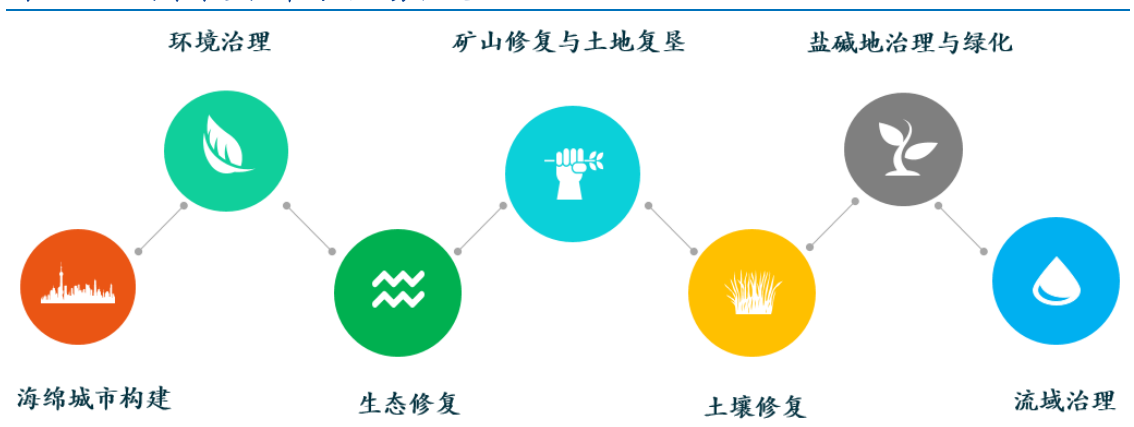
荣誉/奖项	项目名称	授予单位
2010—2011 年中国建设工程鲁班奖（国家优质工程）	新建天津电子信息职业技术学院（一标段）工程	中国建筑业协会
2016—2017 年度国家优质工程奖	南开大学新校区（津南校区）综合实验楼	中国施工企业管理协会
2016 年度天津市建设工程“金奖海河杯”奖	滨海直属（欣嘉园）中学二标段	天津市建筑业协会
2007 年度天津市建设工程“金奖海河杯”奖	京沪高速公路（天津段）二期工程	天津市建筑业协会
园冶杯精品园林奖金奖	天津市杨柳青 27 人高尔夫球场景观苗木种植施工工程	风景园林国际竞赛组委会等
园冶杯住宅景观工程奖金奖	滨海一号景观绿化工程	风景园林国际竞赛组委会等
2015 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	滨海直属（欣嘉园）中学室外工程	天津市园林绿化行业协会
2014 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	天津市杨柳青 27 人高尔夫球场景观苗木种植施工工程	天津市园林绿化行业协会
2012 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	滨海一号景观绿化工程	天津市园林绿化行业协会
2011 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	天津大道绿化工程第六标段	天津市园林绿化行业协会
2010 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	渤龙湖商务交流中心景观及景观照明工程	天津市园林绿化行业协会

资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

3.4. 把握乡村振兴新机遇，拓展业务板块

“十九大”提出了“乡村振兴战略”，生态园林行业迎来新机遇。公司将把握时代发展机遇并结合自身综合实力，在原有工程施工业务模式上转型，且在稳步发展原有业务的同时，逐渐向大环保、文旅等业务方向延伸。

图 18：公司未来重点布局的业务板块



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议及风险提示

投资建议：维持增持-A 投资评级，6 个月目标价 26.0 元。我们预计公司 2018 年—2020 年的收入增速分别为-26.4%、52.0%、36.4%，净利润分别为 1.52 亿元、2.15 亿元、2.93 亿元，对应市盈率分别为 21.8 倍、15.5 倍和 11.3 倍。

风险提示：项目推进进度不及预期，融资环境恶化风险。

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	512.1	778.5	1,061.8	成长性					
减:营业成本	436.8	415.1	301.0	465.4	632.9	营业收入增长率	16.9%	1.5%	-26.4%	52.0%	36.4%
营业税费	1.5	2.8	2.0	3.1	4.2	营业利润增长率	35.2%	11.9%	-12.9%	40.9%	36.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	46.5%	3.8%	-14.5%	41.0%	36.1%
管理费用	51.3	58.2	42.8	65.1	88.8	EBITDA 增长率	33.9%	9.5%	-12.5%	43.5%	35.1%
财务费用	0.8	-0.5	-2.2	2.7	1.9	EBIT 增长率	35.1%	9.8%	-12.7%	44.2%	35.5%
资产减值损失	17.7	35.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	32.8%	11.5%	-15.0%	44.2%	35.5%
加:公允价值变动收益	4.6	5.0	5.0	5.0	5.0	投资资本增长率	24.2%	-17.7%	-75.9%	607.2%	-49.9%
投资和汇兑收益	2.9	14.8	6.7	6.7	6.7	净资产增长率	31.4%	127.2%	6.7%	10.3%	11.2%
营业利润	184.8	206.8	180.1	253.9	345.7	利润率					
加:营业外净收支	15.9	0.9	0.1	0.1	0.1	毛利率	36.3%	40.3%	41.2%	40.2%	40.4%
利润总额	200.8	207.7	180.3	254.0	345.9	营业利润率	27.0%	29.7%	35.2%	32.6%	32.6%
减:所得税	28.2	28.6	27.0	38.1	51.9	净利润率	25.1%	25.6%	29.8%	27.6%	27.6%
净利润	171.9	178.4	152.4	215.0	292.7	EBITDA/营业收入	27.6%	29.7%	35.3%	33.4%	33.0%
						EBIT/营业收入	27.1%	29.3%	34.7%	33.0%	32.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	21	19	25	15	10
						流动营业资本周转天数	281	282	233	259	245
						流动资产周转天数	549	839	1,434	1,141	968
						应收帐款周转天数	277	366	317	320	334
						存货周转天数	121	101	113	110	108
						总资产周转天数	578	868	1,473	1,163	984
						投资资本周转天数	302	301	229	236	228
						投资回报率					
						ROE	23.9%	10.9%	8.7%	11.2%	13.7%
						ROA	14.3%	8.3%	7.5%	7.2%	10.5%
						ROIC	31.1%	27.9%	28.8%	172.4%	33.0%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	7.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
						财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.3%	0.2%
						三费/营业收入	7.6%	8.3%	7.9%	8.7%	8.5%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	23.8%	10.8%	33.7%	21.5%
						负债权益比	67.1%	31.2%	12.1%	50.9%	27.4%
						流动比率	2.38	4.10	9.48	3.08	4.72
						速动比率	1.92	3.77	8.74	2.75	4.17
						利息保障倍数	232.36	-418.73	-79.61	95.26	181.61
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.30	0.26	0.36	0.49
						分红比率	0.0%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
						股息收益率	0.0%	1.4%	1.2%	1.7%	2.4%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	68.7	168.1	677.7	233.5	740.2
交易性金融资产	-	922.8	927.8	932.8	937.8
应收帐款	585.8	830.5	70.3	1,313.4	659.0
应收票据	7.5	0.1	7.1	4.5	9.6
预付帐款	0.3	0.3	1.2	0.3	1.8
存货	223.5	167.0	155.5	319.8	320.0
其他流动资产	265.7	1.7	149.5	139.0	96.7
可供出售金融资产	-	2.0	0.7	0.9	1.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	38.6	36.7	33.6	30.5	27.4
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	15.4	21.0	15.8	17.0	17.7
资产总额	1,205.5	2,150.4	2,039.3	2,991.8	2,811.5
短期债务	-	-	-	122.8	-
应付帐款	379.7	394.2	141.6	677.4	462.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	103.8	116.3	68.2	154.7	123.0
长期借款	-	-	-	26.8	-
其他非流动负债	0.8	1.4	0.9	1.0	1.1
负债总额	484.3	511.9	210.8	982.6	586.9
少数股东权益	3.1	3.8	3.8	4.8	6.1
股本	60.0	80.0	160.0	160.0	160.0
留存收益	658.1	1,554.6	1,584.7	1,764.3	1,978.5
股东权益	721.2	1,638.5	1,748.6	1,929.1	2,144.7

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	172.5	179.1	152.4	215.0	292.7
加:折旧和摊销	3.8	3.6	3.1	3.1	3.1
资产减值准备	17.7	35.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-5.0	5.0	5.0	5.0
财务费用	0.9	-	-2.2	2.7	1.9
投资损失	-7.5	-14.8	-6.7	-6.7	-6.7
少数股东损益	0.6	0.7	0.8	0.9	1.3
营运资金的变动	-133.2	64.7	320.2	-772.2	442.9
经营活动产生现金流量	121.0	7.8	472.5	-552.2	740.2
投资活动产生现金流量	-77.7	-642.9	-2.0	-3.5	-3.6
融资活动产生现金流量	-26.0	738.3	39.1	111.5	-229.9

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.07	1.11	0.95	1.34	1.83
BVPS(元)	4.49	10.22	10.90	12.03	13.37
PE(X)	19.3	18.6	21.8	15.5	11.3
PB(X)	4.6	2.0	1.9	1.7	1.6
P/FCF	145.4	11.4	7.1	-8.2	5.6
P/S	4.8	4.8	6.5	4.3	3.1
EV/EBITDA	-	24.3	9.4	8.8	4.6
CAGR(%)	7.8%	18.0%	9.0%	7.8%	18.0%
PEG	2.5	1.0	2.4	2.0	0.6
ROIC/WACC					
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

邵琳琳、王鑫、杨光声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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