

2019年03月25日

绿茵生态 (002887.SZ)

## 订单持续放量，资金充足高成长可期

■再拿天津东丽大单，业绩高增奠定基础：公司近期发布关于天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目的预中标公告，项目为 BOT 模式，项目合作期为 15 年，其中建设期 1 年，运营期 14 年。据公告，该项目估算总投资 9.82 亿元，其中，工程费用约 6.63 亿元，建设工程其他费用约 0.8 亿元，预备费约 0.66 亿元，拆迁及清表费用 1.5 亿元，建设期利息 0.22 亿元。2019 年初以来，公司新签订单高速增长，新中标订单约 25 亿元，已超过 2018 年全年新签订单（6.8 亿元）的三倍。本次公示的项目是继 2019 年 3 月 19 日公司与中交天津航道局、中交水运规划设计院联合体为雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第一标段（1.12 亿元）后，再次拿下的一个大型园林生态项目。系列项目的中标，为公司业绩增长奠定坚实基础。

■财务稳健负债率低，盈利能力居行业前列：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。公司财务稳健负债率低。从资产端看，根据 WIND 数据，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—2018 年前三季度，公司销售净利率分别为 25.2%、25.7%、22.8%，远超行业平均值。

■货币资金充足，可用财务杠杆空间较大，增强业绩弹性：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。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。

■投资建议：增持-A 投资评级，6 个月目标价 26 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为-26.4%、54.0%、41.0%，净利润分别为 1.52 亿元、2.21 亿元、3.06 亿元，成长性突出。

## 公司快报

证券研究报告

建筑装饰

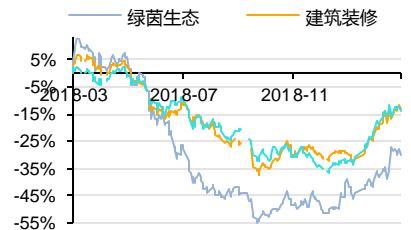
投资评级 **增持-A**  
维持评级

6 个月目标价：**26 元**  
股价 (2019-03-25) **22.83 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	3,652.80
流通市值 (百万元)	1,172.07
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	8.16	8.0	-17.29
绝对收益	17.92	37.78	-27.68

邵琳琳

分析师

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

王鑫

分析师

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

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn  
010-83321051

### 相关报告

- 绿茵生态：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 2019-03-12
- 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 2018-04-25
- 绿茵生态：业绩平稳增长，新签重大项目提速 2018-03-01

■风险提示：项目推进进度不及预期，融资环境改善不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	685.4	695.7	512.1	788.6	1,111.9
净利润	171.9	178.4	152.4	221.3	305.7
每股收益(元)	1.07	1.11	0.95	1.38	1.91
每股净资产(元)	4.49	10.22	10.90	12.07	13.47

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	21.2	20.5	24.0	16.5	11.9
市净率(倍)	5.1	2.2	2.1	1.9	1.7
净利润率	25.1%	25.6%	29.8%	28.1%	27.5%
净资产收益率	23.9%	10.9%	8.7%	11.5%	14.2%
股息收益率	0.0%	1.3%	1.1%	1.6%	2.3%
ROIC	31.1%	27.9%	28.8%	177.7%	34.0%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	685.4	695.7	512.1	788.6	1,111.9	成长性					
减:营业成本	436.8	415.1	301.0	466.9	662.7	营业收入增长率	16.9%	1.5%	-26.4%	54.0%	41.0%
营业税费	1.5	2.8	2.0	3.2	4.5	营业利润增长率	35.2%	11.9%	-12.9%	45.1%	38.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	46.5%	3.8%	-14.5%	45.2%	38.2%
管理费用	51.3	58.2	42.8	65.9	92.9	EBITDA 增长率	33.9%	9.5%	-12.5%	47.8%	37.1%
财务费用	0.8	-0.5	-2.2	3.1	2.3	EBIT 增长率	35.1%	9.8%	-12.7%	48.6%	37.5%
资产减值损失	17.7	35.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	32.8%	11.5%	-15.0%	48.6%	37.5%
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%	619.4%	-45.7%
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%	10.7%	11.6%
营业利润	184.8	206.8	180.1	261.3	361.2	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%	40.8%	40.4%
利润总额	200.8	207.7	180.3	261.4	361.3	营业利润率	27.0%	29.7%	35.2%	33.1%	32.5%
减:所得税	28.2	28.6	27.0	39.2	54.2	净利润率	25.1%	25.6%	29.8%	28.1%	27.5%
净利润	171.9	178.4	152.4	221.3	305.7	EBITDA/营业收入	27.6%	29.7%	35.3%	33.9%	33.0%
						EBIT/营业收入	27.1%	29.3%	34.7%	33.5%	32.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	21	19	25	15	9
						流动营业资本周转天数	281	282	233	259	244
						流动资产周转天数	549	839	1,434	1,131	940
						应收帐款周转天数	277	366	317	320	334
						存货周转天数	121	101	113	109	108
						总资产周转天数	578	868	1,473	1,154	955
						投资资本周转天数	302	301	229	237	227
						投资回报率					
						ROE	23.9%	10.9%	8.7%	11.5%	14.2%
						ROA	14.3%	8.3%	7.5%	7.4%	10.6%
						ROIC	31.1%	27.9%	28.8%	177.7%	34.0%
						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%	0.4%	0.2%
						三费/营业收入	7.6%	8.3%	7.9%	8.7%	8.6%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	23.8%	10.8%	34.0%	23.0%
						负债权益比	67.1%	31.2%	12.1%	51.6%	29.8%
						流动比率	2.38	4.10	9.48	3.07	4.41
						速动比率	1.92	3.77	8.74	2.73	3.87
						利息保障倍数	232.36	-418.73	-79.61	85.99	155.99
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.30	0.26	0.37	0.51
						分红比率	0.0%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
						股息收益率	0.0%	1.3%	1.1%	1.6%	2.3%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	172.5	179.1	152.4	221.3	305.7	EPS(元)	1.07	1.11	0.95	1.38	1.91
加:折旧和摊销	3.8	3.6	3.1	3.1	3.1	BVPS(元)	4.49	10.22	10.90	12.07	13.47
资产减值准备	17.7	35.7	-	-	-	PE(X)	21.2	20.5	24.0	16.5	11.9
公允价值变动损失	-	-5.0	5.0	5.0	5.0	PB(X)	5.1	2.2	2.1	1.9	1.7
财务费用	0.9	-	-2.2	3.1	2.3	P/FCF	159.9	12.6	7.8	-9.1	6.5
投资损失	-7.5	-14.8	-6.7	-6.7	-6.7	P/S	5.3	5.3	7.1	4.6	3.3
少数股东损益	0.6	0.7	0.8	1.0	1.4	EV/EBITDA	-	24.3	11.2	9.8	5.4
营运资金的变动	-133.2	64.7	320.2	-787.7	412.2	CAGR(%)	8.8%	19.7%	9.0%	8.8%	19.7%
经营活动产生现金流量	121.0	7.8	472.5	-561.0	723.0	PEG	2.4	1.0	2.7	1.9	0.6
投资活动产生现金流量	-77.7	-642.9	-2.0	-3.5	-3.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-26.0	738.3	39.1	123.3	-245.4	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