

生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动

——绿茵生态首次覆盖报告

公司深度

● 盈利能力行业第一，管理运营优势，费用率行业最低：

2019年公司的毛利率为40.6%，净利率为29.0%，公司盈利能力为行业第一。公司管理运营水平优秀，2019年在公司费用率仅为4.85%（行业平均费用率为17.2%）。我们认为公司拥有优秀的管理水平，依托大中型施工项目的管理优势，未来有望维持费用率在行业较低水平这一相对优势。

● 财务状况良好，在手现金充足，资产负债率行业最低

公司货币资金充足，2019年在手货币资金10.83亿元，另外还有1.7亿的理财产品，货币资金占总资产比例达到36.54%（行业平均仅为11.8%）。公司无短期借款，除PPP项目贷款外无其他有息负债，2019年资产负债率为34.0%（行业平均为62.1%）。2019年公司综合授信额度约为41亿元，后续可转债有望落地，未来融资能力有望进一步加强。

● 生态环境治理需求不断增长，园林绿化是人们美好生活更好的追求

生态文明建设是关系中华民族永续发展的千年大计和根本大计，2019年我国人均GDP突破一万美元，在满足基本环境需求的同时，人们对生活居住环境质量提出了更高的要求，我们认为这将更有利于行业内有核心技术竞争实力的公司脱颖而出，提高行业集中度。

● 2019年新签订单同比增长293%，充足订单奠定公司发展基础

2019年公司新签归属公司施工合同额22亿元，同比增长293%。截止2020年5月22日，公司2020年新签订单已经达到5.06亿元，我们预计公司未来业绩将在近年来新签订单增长的驱动下实现较高增速。

● 生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动

公司有望紧抓乡村振兴战略风口，参与美丽乡村、田园综合体等项目建设，从特色农旅切入文旅业务，并借助公司在旅游景观方面的优势以及优秀的管理运营能力，在文旅产业上获得全新突破，实现文旅+大环保的战略延伸和拓展，逐步向工程+运维双轮驱动的综合运营服务商迈进。

● **盈利预测、估值与评级：**我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.35、1.71和2.13元，当前股价对应PE分别为13.0、10.2和8.3倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**新签订单不及预期，项目推进不及预期，融资成本大幅上涨

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	977	1,248	1,598
增长率(%)	-26.6	39.6	37.0	27.8	28.0
净利润(百万元)	153	209	282	357	442
增长率(%)	-14.4	36.9	34.8	26.5	24.0
毛利率(%)	39.1	40.6	39.4	39.6	39.7
净利率(%)	29.9	29.3	28.8	28.6	27.7
ROE(%)	8.8	10.6	12.8	14.3	15.5
EPS(摊薄/元)	0.73	1.00	1.35	1.71	2.13
P/E	23.9	17.5	13.0	10.2	8.3
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年5月22日

强烈推荐（首次评级）

邱懿峰（分析师）

010-69004648

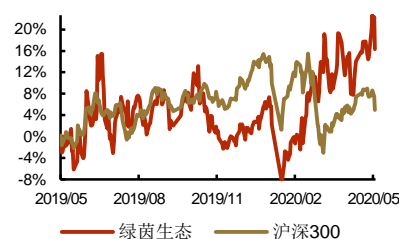
qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

市场数据 时间 2020.05.22

收盘价(元):	17.56
一年最低/最高(元):	13.46/20.3
总股本(亿股):	2.08
总市值(亿元):	36.52
流通股本(亿股):	0.67
流通市值(亿元):	11.72
近3月换手率:	254.14%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

1) 盈利预测: 我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 9.8、12.5、16.0 亿元, 对应的增速分别为 37.0%、27.8%、28%;

2) 估值指标: 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.35、1.71 和 2.13 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 13.0、10.2 和 8.3 倍;

3) 投资评级: 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

关键假设

公司业务可以拆分为工程施工、设计收入和其他; 而工程施工中又可以划分为生态修复、市政绿化和地产景观三类。公司的工程施工项目以完工百分比法确认收入, 如果后期有养护期的, 一般按照 15%-30% 来结算养护期款项。

2019 年公司新签订单 34 亿元, 归属于公司的订单金额为 22 亿元, 同比增长 293%, 2019 年公司订单大约有 30% 转换为公司 2019 年的业绩, 很大一部分将在 2020 年得到体现。再加上 2020 年新签订单的持续增长, 截止 2020 年 5 月 22 日, 公司新签订单已经达到 5.06 亿元, 我们预计 2020 年公司业绩将在近年来新签订单增长的驱动下实现较高增速。

公司通过独有的研发“1+n”模式平台, 与众多科研院所合作, 保持在生态修复技术上的竞争优势, 我们预计公司生态修复项目的毛利率有望维持在较高水平, 并凭借优秀的运营管理能力使得费用率保持较低水平。

公司 2020 年第一季度的施工进度受到疫情影响, 但是影响有限, 2020 年一季度营收同比下降 6.17%, 归母净利润同比仅下降 2.1%。而且公司 2 月已全面复工, 目前早已达满产状态, 二季度正在全面进行赶工, 我们认为疫情冲击对 2020 年全年的影响较小, 业绩仍有望在充足订单下获得高速增长。

所以, 我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 9.8、12.5、16.0 亿元, 对应的增速分别为 37.0%、27.8%、28%。

我们与市场的观点的差异

1, 市场观点认为生态环保企业财务风险较大。我们认为公司货币资金充足, 2019 年在手货币资金 10.83 亿元, 2020 年 Q1 为 11.94 亿元, 2019 年货币资金占总资产比例达到 36.54%, 而 2019 年行业平均货币资金/总资产的比率为 11.8%, 公司较行业平均水平要高出 24.7 个百分点, 排在行业第一。2019 年资产负债率为 34.0%, 远低于行业平均 62.1% 的资产负债率, 公司资产负债率为全行业最低, 实际财务风险较低。

2, 市场观点认为新签订单持续性不足。我们认为随着中国经济不断发展, 人们对生态环境的要求的不断提高。未来生态环境需求将会进一步提升, 人们对美好生态环境的需求将会随着经济发展而增长。而在政策推动下, 生态环境修复与园林绿化行业迎来快速发展时期, 也将带给公司成长动力和发展机遇。

3, 市场观点认为工程收入不稳定。我们认为公司拥有超过 20 年的生态环境建设经验, 在生态修复和园林绿化方面建立了完整的业务体系。公司能为客户提供一

体化的生态景观建设整体解决方案，在技术上有较强的竞争优势。而且公司新进入生态景观及文旅融合的策划规划、设计、施工以及运营等业务，并积极参与文化旅游、特色小镇、田园综合体等项目，后续有望朝着文旅+大环保的业务方向进行延伸和拓展。公司的行业定位也由原有工程施工企业逐步转向工程+运维，运维业务有望平滑公司业务波动，双轮驱动公司前进。

股价上涨的催化因素

公司财务质量优秀，盈利水平突出，毛利率和净利率为行业第一，管理运营优质，费用率为行业最低，再加上公司新签订单持续增长，奠定未来业绩增长基础。公司战略布局向文旅+大环保拓展，有望实现工程+运维双轮驱动，我们看好公司未来的成长空间。

投资风险

新签订单不及预期，项目推进不及预期，融资成本大幅上涨

公司收入历史及盈利预测的详细拆分

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入（万元）	51091.8	71321.5	97693.2	124837.5	159755.0
	YOY（%）	-26.6%	39.6%	37.0%	27.8%	28.0%
	毛利（万元）	19993.7	28944.5	38492.2	49375.5	63419.0
	毛利率（%）	39.1%	40.6%	39.4%	39.6%	39.7%
生态修复	营业收入（万元）	27739.5	56566.3	79192.8	102950.6	133835.8
	YOY（%）	-39.4%	103.9%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利（万元）	11276.3	24453.3	33261.0	43239.2	56211.0
	毛利率（%）	40.7%	43.2%	42.0%	42.0%	42.0%
市政绿化	营业收入（万元）	18453.1	11818.4	15363.9	18436.7	22124.0
	YOY（%）	3.0%	-36.0%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利（万元）	6520.1	2936.8	3817.9	4581.5	5497.8
	毛利率（%）	35.3%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
地产景观	营业收入（万元）	2360.9	329.6	362.5	398.8	438.6
	YOY（%）	-17.1%	-86.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利（万元）	1051.9	146.8	161.5	177.7	195.4
	毛利率（%）	44.6%	44.6%	44.6%	44.6%	44.6%
设计	营业收入（万元）	2538.3	2521.9	2774.0	3051.5	3356.6
	YOY（%）	82.7%	-0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利（万元）	1145.5	1138.0	1251.8	1377.0	1514.7
	毛利率（%）	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

目 录

1、 绿茵生态——生态环境建设一体化服务运营商.....	6
1.1、 国内一流的生态环境建设一体化服务运营商.....	6
1.2、 公司股权结构稳定.....	7
1.3、 盈利能力突出，毛利率和净利率均为行业第一.....	7
1.4、 公司货币资金充足，费用率与资产负债率行业最低.....	9
2、 生态环境治理需求不断增长，园林绿化是人们美好生活更好的追求.....	11
2.1、 生态环保行业发展迅速，市场空间巨大，政策不断加码.....	11
2.2、 园林绿化有望在城镇化进程下保持持续增长，人们对环境质量要求不断提高.....	14
3、 生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动.....	15
3.1、 2019 年新签订单同比增长 293%，充足订单奠定公司发展基础.....	16
3.2、 技术协作提升市场竞争力，框架协议促进公司可持续发展.....	18
3.3、 生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动.....	20
4、 关键假设和盈利预测：在手订单充足，保障业绩持续增长.....	21
5、 估值分析.....	22
6、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1： 公司业务主要以生态修复、市政绿化为主.....	6
图 2： 公司股权集中，实际控制人持股稳定.....	7
图 3： 绿茵生态业绩稳健增长.....	8
图 4： 公司毛利率跟净利率保持较高水准.....	8
图 5： 公司 2019 年费用率仅为 4.85%.....	10
图 6： 公司 2019 年资产负债率为 34%.....	10
图 7： 生态建设和保护 PPP 项目投资额体量巨大.....	12
图 8： 自然生态保护全国公共财政支出持续增长.....	12
图 9： 生态保护治理固定资产投资增长较快.....	13
图 10： 生态修复行业是市场规模不断扩大.....	13
图 11： 全国环境污染治理投资占 GDP 比重有待提高.....	13
图 12： 改革开放后中国城镇化进程迅速推进.....	14
图 13： 世界各国城市化率进程.....	14
图 14： 城市园林绿地面积和绿化覆盖率持续提升.....	15
图 15： 城市园林绿化固定资产投资完成额逐渐增长.....	15
图 16： 公司已经拥有生态产业链的全面覆盖能力.....	16
图 17： 公司三大业务业绩增速.....	16
图 18： 2019 年公司生态修复收入占比达到 79.3%.....	16
图 19： 2019 年公司新签订单同比增长 293%.....	17
图 20： 公司各项工程业务收入情况及占收入比重.....	17
图 21： 生态修复三大阶段具体流程.....	21
图 22： 园林绿化三大阶段具体流程.....	21
图 23： 绿茵生态历史估值变化.....	23

图 24: 绿茵生态 PE-band	23
表 1: 行业内可比公司盈利能力情况	8
表 2: 行业内可比公司财务情况	10
表 3: 中国主要的环境治理政策体系	12
表 4: 绿茵生态近年来公告项目统计	17
表 5: 公司获得的企业荣誉	18
表 6: 公司获得的主要行业奖项	19
表 7: 财务预测的关键假设	22
表 8: 可比公司估值情况	23

1、绿茵生态——生态环境建设一体化服务运营商

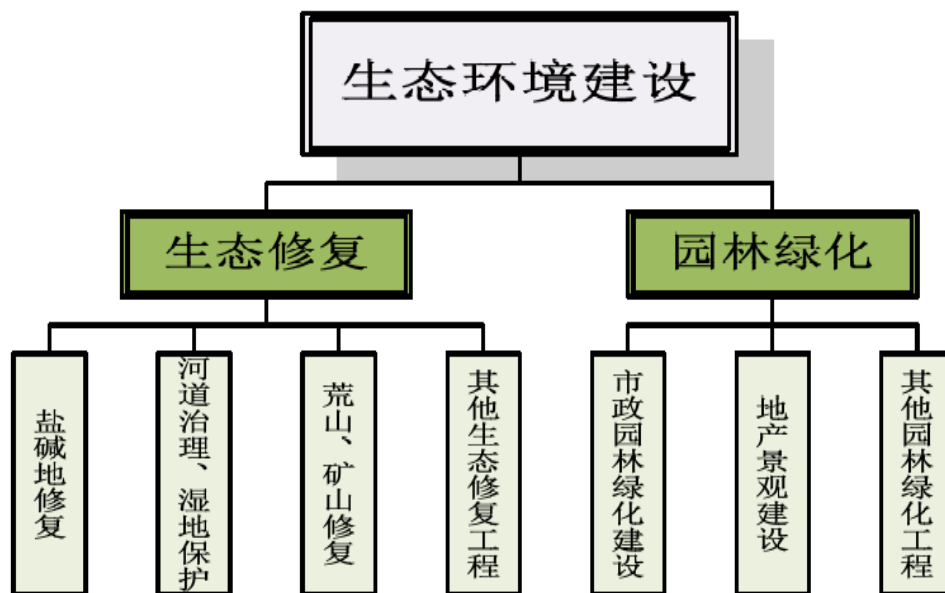
1.1、国内一流的生态环境建设一体化服务运营商

绿茵生态成立于1998年，2017年8月于深交所挂牌上市，拥有超过20年的生态环境建设经验，建立了完整的业务体系。公司成立之后，主营业务由原先单一的园林绿化景观逐渐转变成为生态修复、市政绿化和地产景观相结合的业务模式，业务重心由市政园林转变到大环保领域。2018年8月，在2017年生态修复业务营收占比达到65.76%的情况下，公司行业类别由建筑业变更为生态保护和环境治理业，公司已经从传统的建造施工者逐步进化成了生态环境建设一体化服务运营商。

目前，公司业务主要以生态修复、市政园林、环境治理和文旅融合业务为主。其中，生态修复包括盐碱地治理、荒山及矿山修复、河道治理、湿地保护、水土保持等生态建设项目；市政绿化包括城市道路绿化、广场公园绿化工程；还有其他景观包括住宅和旅游地产绿化工程等。公司已形成集策划、规划设计、创新技术研发、技术方案制定、苗木选育、项目投融资、工程施工、运营维护的生态产业链全覆盖，能够为客户提供一体化生态景观建设整体解决方案。

此外，公司拥有“城市园林绿化一级”、“风景园林设计专项甲级”、“市政总承包一级”等专业资质。而且在公司专业的技术能力和优秀的项目呈现品质下，经过多年发展，公司在行业中获得了较高的市场知名度和认可度，多次获得各类行业荣誉和奖项。

图1：公司业务主要以生态修复、市政绿化为主

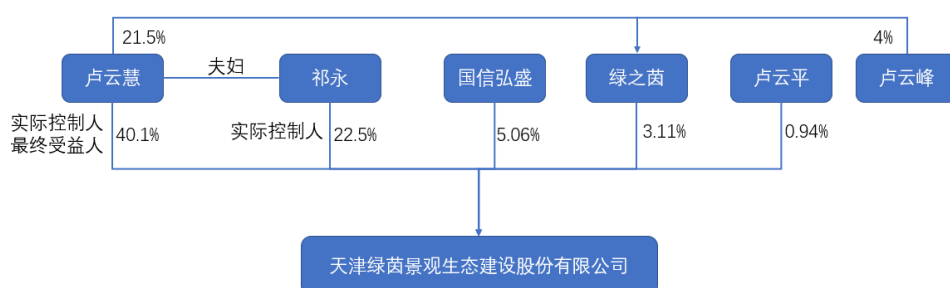


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.2、公司股权结构稳定

公司股权较为稳定集中,截止 2019 年年报,实际控制人为公司董事长卢云慧、总经理祁永夫妇,合计直接持有公司股份 12994.1 万股,合计持股比例达到 62.60%;公司第六大股东卢云平系公司董事长卢云慧之弟,持股比例为 0.94%。此外,公司第四大股东绿之茵持股比例为 3.11%,其中卢云慧女士持有绿之茵 21.50%股份;卢云峰系公司董事长卢云慧之弟,持有绿之茵 4%股权,通过绿之茵间接持股 0.17%。

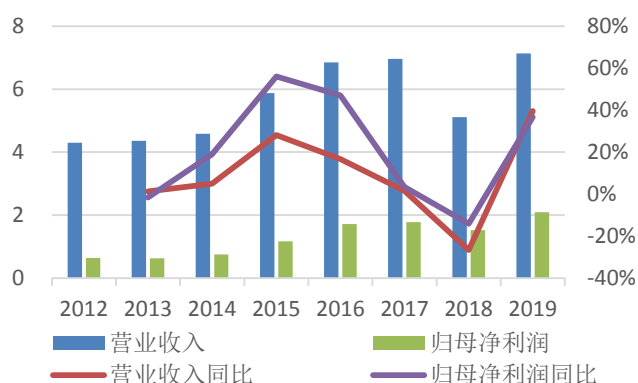
图2: 公司股权集中,实际控制人持股稳定



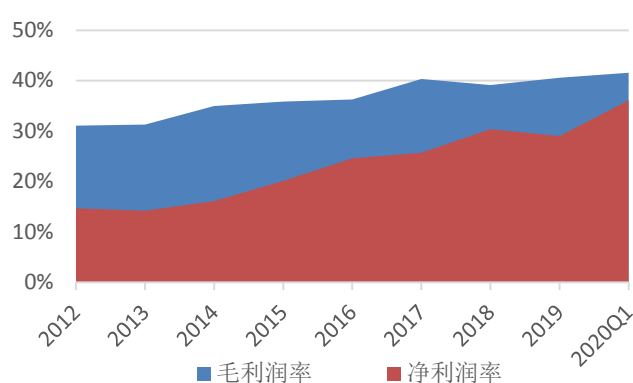
资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、盈利能力突出, 毛利率和净利率均为行业第一

从 2012 年以来, 公司业绩维持稳健增长的趋势。归母净利润从 2012 年的 0.64 亿元增长到了 2019 年的 2.09 亿元 (CAGR 为 18.42%)。在前两年宏观去杠杆、稳金融的情况下, 市场融资环境偏紧以及大量不规范的 PPP 项目遭到清理整改, 导致重资金运转模式下的 PPP 行业受到巨大冲击; 因此公司在此期间主动增加项目审核要求, 加大回款力度, 2018 年公司收入和利润受到一定影响。随着 PPP 项目进一步规范化和清理常态化后, 市场从量的追求逐渐转变成看重项目质量的阶段, 而这正是公司的最大竞争优势。再加上公司财务状况良好, 受到冲击最小, 恢复最快, 从而 2019 年公司新增订单项目大增, 业绩也恢复高速增长, 2019 年公司营业收入 7.13 亿元 (同比+39.53%), 归母净利润 2.09 亿元 (同比+36.60%), 扣非净利润 1.81 亿元 (同比+56.88%)。2020 年一季度因为疫情导致施工进度延迟, 营业收入 1.27 亿元 (同比-6.17%), 归母净利润 0.41 亿元 (同比-2.1%), 目前施工已经恢复正常状态, 预计二季度能够将延误工期追回, 疫情冲击对 2020 年全年影响有限。

图3: 绿茵生态业绩稳健增长(单位: 亿元)

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 公司毛利率跟净利率保持较高水准

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

公司的盈利能力位于行业可比公司第一位。2019 年公司的毛利率为 40.6%，净利率为 29.0%，而 2019 年园林绿化行业平均毛利率为 23.4%，净利率为 2.2%（剔除负值后为 7.5%），公司毛利率比行业平均高出 17.2 个百分点，净利率比行业平均高出 26.8 个百分点，毛利率跟净利率均为行业第一，公司盈利能力远超行业平均水平。

公司毛利率水平较高的原因在于：公司的生态修复项目（2019 年营收占比 79.31%）跟市政园林绿化项目（2019 年营收占比 16.57%）都有投资金额较大、毛利率较高、回款周期较长、经营资质和技术要求高等特点。

1) 由于项目的回款周期较长，因此合同金额对资金的时间成本会有一定的补偿；

2) 公司的生态修复项目和市政绿化项目均为政府类招标项目，一般情况下多采用综合评标法，公司招投标重点以技术优势、业绩优势、项目管理优势争取项目，而不用最低价中标法，所以毛利率要高于行业水平；

3) 生态修复项目（2019 年营收占比 79.31%）具有施工难度大、技术要求高的特点，公司在多年的实践中建立了植被群落恢复和功能修复的技术优势，尤其在盐碱地与边坡治理和修复方面有较高的竞争优势，因此公司生态修复项目毛利率较高。

4) 市场竞争程度较低的区域项目毛利率较高；公司项目主要来自以京津冀地区（2019 年营收占比 78.81%）和内蒙古地区（2019 年营收占比 13.73%），而天津和内蒙区域竞争程度较低，再加上内蒙地区自然条件较差，项目毛利率较高。

表1: 行业内可比公司盈利能力情况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	2019 年营业收入(亿元)	2019 年净利润(亿元)	2019 年毛利率	2019 年净利率
000010.SZ	*ST 美丽	32.9	18.9	1.3	23.7%	6.7%
002200.SZ	*ST 云投	10.6	6.8	0.7	32.3%	9.6%
002310.SZ	东方园林	131.3	81.3	0.4	29.5%	0.5%
002374.SZ	丽鹏股份	21.1	11.7	0.4	15.0%	3.2%
002431.SZ	棕榈股份	36.7	27.1	-10.5	5.8%	-38.9%
002663.SZ	普邦股份	37.9	30.9	-10.0	9.2%	-32.4%

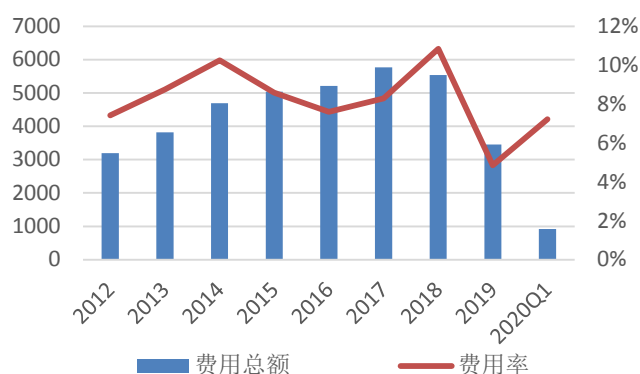
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	2019 年营业收入(亿元)	2019 年净利润(亿元)	2019 年毛利率	2019 年净利率
002717.SZ	岭南股份	70.6	79.6	3.5	23.7%	4.4%
002775.SZ	文科园林	26.1	29.0	2.5	19.7%	8.5%
300197.SZ	铁汉生态	58.4	50.7	-9.2	15.5%	-18.2%
300237.SZ	美晨生态	31.0	29.5	0.8	27.4%	2.7%
300355.SZ	蒙草生态	43.5	28.5	0.3	29.8%	0.9%
300495.SZ	美尚生态	68.4	19.5	2.1	34.0%	11.0%
300536.SZ	农尚环境	21.3	4.6	0.5	24.4%	11.3%
300649.SZ	杭州园林	21.5	8.3	0.7	21.7%	8.1%
603007.SH	花王股份	21.3	12.3	0.9	25.6%	7.5%
603316.SH	诚邦股份	23.2	9.1	0.3	20.9%	3.5%
603359.SH	东珠生态	52.9	20.2	3.8	28.8%	18.6%
603388.SH	元成股份	20.7	10.1	1.4	27.2%	13.5%
603717.SH	天域生态	19.2	8.4	0.6	33.0%	7.3%
603778.SH	乾景园林	17.6	3.6	0.2	19.2%	6.6%
603955.SH	大千生态	17.3	9.2	1.0	25.3%	10.9%
行业平均		37.3	23.8	-0.4	23.4%	2.16%
002887.SZ	绿茵生态	36.5	7.1	2.1	40.6%	29.0%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 总市值提取时间为 2020 年 5 月 22 日)

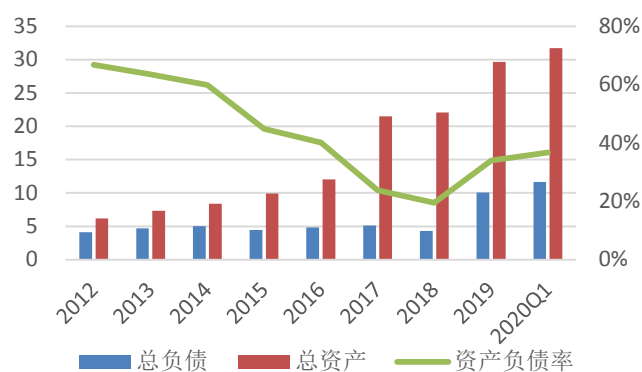
1.4、公司货币资金充足，费用率与资产负债率行业最低

公司货币资金充足，2019 年在手货币资金 10.83 亿元（2020 年 Q1 为 11.94 亿元），其他流动资产中还有 1.7 亿的理财产品，2019 年货币资金占总资产比例达到 36.54%，而 2019 年行业平均货币资金/总资产的比率为 11.8%，公司较行业平均水平要高出 24.7 个百分点，排在行业第一。

从费用的角度来看，2019 年公司一方面加强费用管控、优化人员结构，管理费用同比下降 13.73%；另一方面公司现金较多的情况下利息收入增加，利息收入同比增长 100.2%，而利息费用为 0；双重影响使得公司 2019 年费用率仅为 4.85%，创公司历史新低。2020 年一季度公司费用率回升至 7.21%，但相比行业 2019 年全年平均 17.2% 的费用率和 2020 年一季度行业平均 57.2% 的费用率，公司费用率仍为行业最低。我们认为公司拥有优秀的管理水平，依托大中型施工项目的管理优势，使得公司费用率保持行业较低水平，并且未来有望维持这一相对优势。

图5： 公司 2019 年费用率仅为 4.85%

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

图6： 公司 2019 年资产负债率为 34%

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

从资产负债角度来看，公司负债中没有短期借款，而公司 2018 年无有息负债，2019 年新增的银行借款为公司所属子公司 PPP 项目为项目建设需要而借入（东丽和丰镇 PPP 项目，农发行长期贷款，贷款方式为 LPR+浮动利率，融资成本较低），且 2019 年度的借款利息均已资本化。2019 年资产负债率为 34.0%，远低于行业平均 62.1% 的资产负债率，公司资产负债率为全行业最低。此外，2019 年末公司综合授信额度约为 41 亿元，后续可转债有望落地，将来融资能力有望进一步加强。在近几年行业公司经受冲击的情况下，公司目前拥有行业内企业稀缺的财务状况和运转条件，使得公司可以充分考虑项目风险、筛选优质项目和加大回款力度，在公司充分完成订单转换成业绩的同时，2019 年新签订单 34 亿元，归属公司施工合同额 22 亿元（同比+293%），充足的新签订单为公司未来发展奠定了坚实的基础。

表2： 行业内可比公司财务情况

证券代码	证券简称	2019 年货币/总资产	2019 年费用率	2020 年 Q1 费用率	2019 年资产负债率	2019 年 ROE
000010.SZ	*ST 美丽	2.1%	10.7%	62.6%	82.4%	10.7%
002200.SZ	*ST 云投	2.6%	39.8%	242.3%	87.8%	20.2%
002310.SZ	东方园林	2.9%	23.3%	85.6%	71.0%	0.4%
002374.SZ	丽鹏股份	6.0%	11.0%	27.4%	57.2%	1.4%
002431.SZ	棕榈股份	7.2%	30.6%	69.3%	72.4%	-19.4%
002663.SZ	普邦股份	12.4%	10.5%	22.6%	44.4%	-21.8%
002717.SZ	岭南股份	13.3%	14.8%	72.0%	73.4%	7.0%
002775.SZ	文科园林	20.6%	7.9%	19.6%	43.3%	9.7%
300197.SZ	铁汉生态	14.0%	30.7%	83.6%	76.5%	-14.5%
300237.SZ	美晨生态	10.9%	24.1%	45.5%	64.7%	2.3%
300355.SZ	蒙草生态	8.5%	20.3%	61.2%	67.0%	1.5%
300495.SZ	美尚生态	17.5%	13.7%	65.7%	55.2%	5.7%
300536.SZ	农尚环境	31.9%	10.3%	7.3%	56.4%	8.9%
300649.SZ	杭州园林	7.7%	10.0%	11.7%	58.0%	17.4%
603007.SH	花王股份	8.1%	17.1%	81.5%	66.4%	8.7%
603316.SH	诚邦股份	16.9%	16.0%	22.5%	57.4%	3.7%
603359.SH	东珠生态	17.7%	6.6%	5.9%	49.7%	13.1%

证券代码	证券简称	2019 年货币/总资产	2019 年费用率	2020 年 Q1 费用率	2019 年资产负债率	2019 年 ROE
603388.SH	元成股份	5.4%	12.7%	29.5%	63.4%	14.1%
603717.SH	天域生态	9.3%	21.9%	56.5%	58.0%	4.5%
603778.SH	乾景园林	13.0%	17.9%	104.6%	41.4%	1.7%
603955.SH	大千生态	20.0%	11.0%	23.6%	58.0%	8.0%
行业平均		11.8%	17.2%	57.2%	62.1%	4.0%
002887.SZ	绿茵生态	36.5%	4.8%	7.2%	34.0%	11.4%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、生态环境治理需求不断增长，园林绿化是人们美好生活更 好的追求

随着中国经济不断发展，人们对生态环境的要求的不断提高。而人们对优美生态环境需要的增长，使得生态文明建设和生态环境保护重要性日益凸显。2015 年国务院就提出了到 2020 年构建系统完整的生态文明制度体系，在 2020 年进一步提出到 2025 年要构建现代环境治理体系，建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系。而三大攻坚战中的污染防治攻坚战也明确提出要打赢蓝天、碧水、净土保卫战。此外，各项环保政策相继出台，经过多年发展，我国基本形成了符合国情、较为完善的环境政策体系。

未来，我们认为生态环境需求将会进一步提升，人们对美好生态环境的需求将会随着经济发展而增长。生态文明建设是关系中华民族永续发展的千年大计和根本大计，政策上将持续推进生态文明建设并施行相应的鼓励措施。从生态环境治理来看，中国此前伴随粗放式经济的高速发展，环境问题全面爆发，污染累积给生态环境带来前所未有的压力，生态环境治理与修复将持续进行；此外，生态景观和园林绿化作为一项重要的环境资本，将增强环境质量，增加人们居住工作环境的舒适度，是美丽中国和可持续发展的基之一。在政策推动下，生态环境修复与园林绿化行业迎来快速发展时期，也带来了公司成长动力和发展机遇。

2.1、生态环保行业发展迅速，市场空间巨大，政策不断加码

随着我国经济发展和城镇化推进，我国生态领域存在诸多问题如水土流失、土地沙化、草地退化、湿地萎缩、生物多样性降低、气象灾害增多等等，严重制约了我国生态文明建设的可持续发展。因此，我国越来越重视生态环境的保护和修复工作，也相继采取了一系列保护和综合治理措施，加大生态环境保护 and 修复力度。

随着国家政策不断出台，从制度建设到推动立法，2013 年的“大气十条”，2015 年的“水十条”，2016 年“土十条”，法律法规不断完善，其配套方法也在逐步建立。2016 年住建部和环保部联合下发了《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020 年）》，明确了城市生态保护与建设工作的指导思想。而从十八大以来强调的建设生态文明，“十三五”规划的十个任务目标中提出加强生态文明建设，再到建设美丽乡村和美丽中国，生态环保不断受到重视，产业规模也不断扩大。从政策体系来看，

经过这么多年的发展，国家政策的不断完善，我国基本形成了符合国情、较为完善的环境政策体系。

表3：中国主要的环境治理政策体系

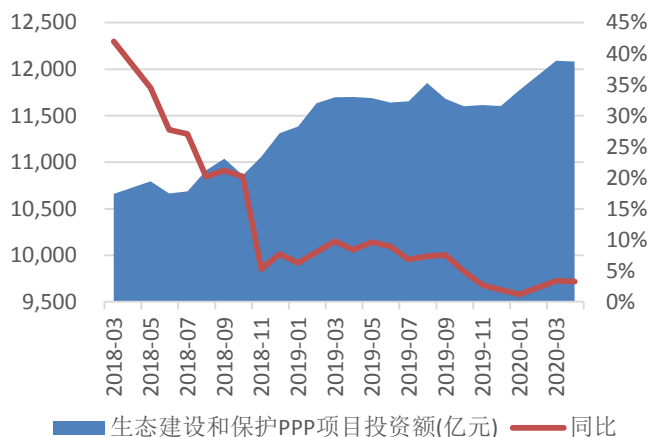
时间	法律法规	时间	法律法规
1982 年	《征收排污费暂行办法》	2005 年	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》
1984 年	《关于环境保护资金渠道的规定的通知》	2005 年	《城市建筑垃圾管理规定》
1989 年	《中华人民共和国环境保护法》	2008 年	《中华人民共和国水污染防治法》
1997 年	《中华人民共和国环境噪声污染防治法》	2008 年	《国家危险废物名录》
2000 年	《中华人民共和国大气污染防治法》	2008 年	《中华人民共和国节约能源法》
2002 年	《中华人民共和国水法》	2014 年	《中华人民共和国环境保护法修订案》
2003 年	《排污费征收使用管理条例》	2018 年	《中华人民共和国土壤污染防治法》

资料来源：生态环境部，新时代证券研究所

随着人均收入不断增长，2019 年我国人均 GDP 突破一万美元，经济发展达到一定水平后，公众环保意识逐渐增强，环境污染将随着经济进一步增长而逐渐得到治理，目前我国正处于环境库兹涅茨曲线的拐点，环境质量将伴随产业转型、经济水平的提升而得到改善，生态环保产业也有望迎来持续发展，将成为拉动经济增长重要支柱。

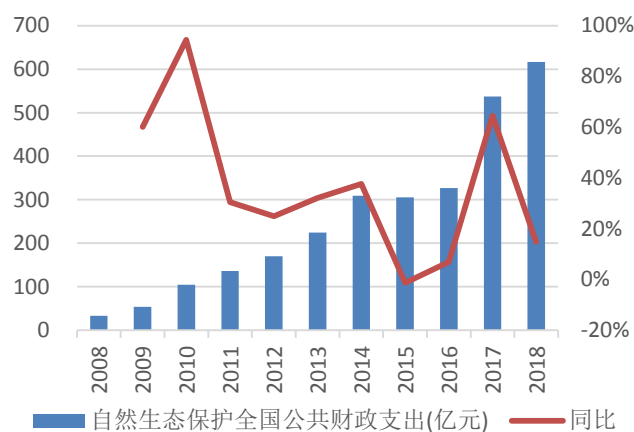
“十一五”以来，生态环保产业规模快速增长，投资力度不断加大，根据生态环境部数据：“十二五”期间全社会的环保投资合计 4.17 万亿，比“十一五”时期增长了 92.8%，年均增长近 10%。我们预计“十三五”期间在生态建设、环境保护方面的力度将会进一步加大。从生态建设和保护行业来看，2020 年 4 月份，生态建设和环境保护 PPP 项目投资额已经达到了 1.2 万亿，国家各项生态环保支付也在不断增长。而且我国生态修复行业市场规模不断扩大，2017 年，中国生态修复行业市场规模达到了 2993 亿元，未来有望保持持续增长态势。

图7：生态建设和保护 PPP 项目投资额体量巨大

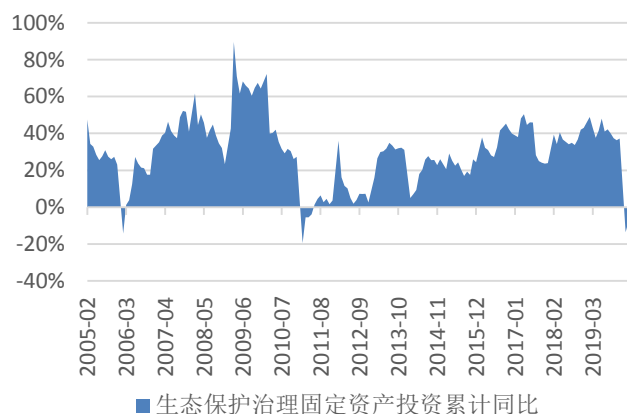


资料来源：Wind，财政部，新时代证券研究所

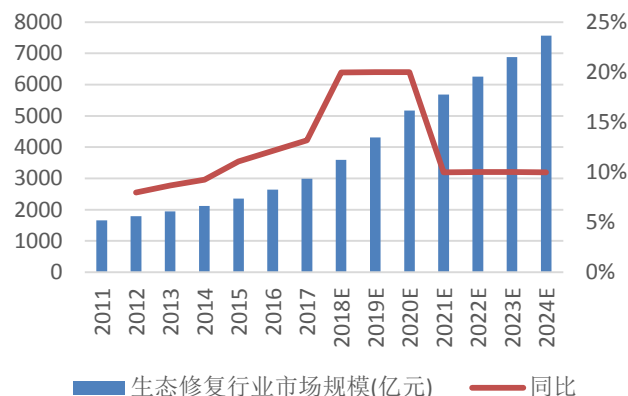
图8：自然生态保护全国公共财政支出持续增长



资料来源：Wind，财政部，新时代证券研究所

图9：生态保护治理固定资产投资增长较快

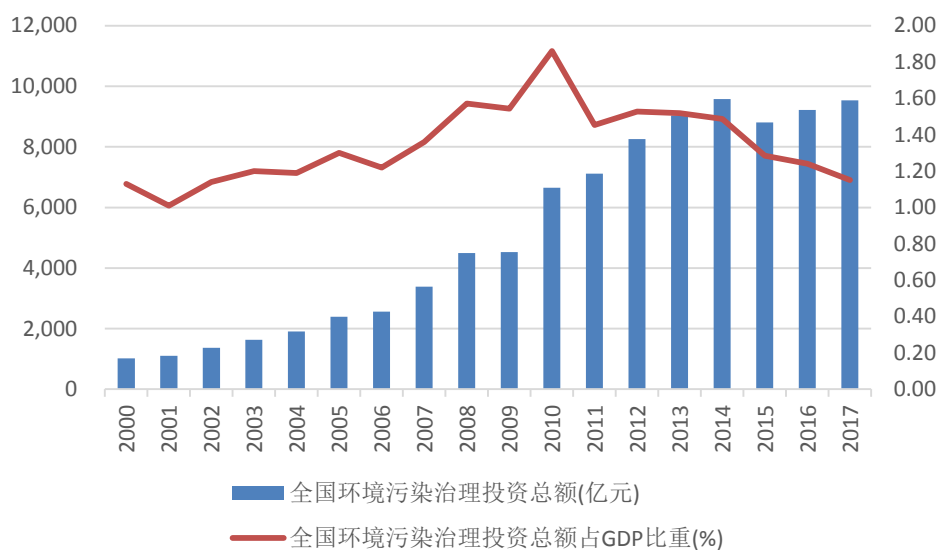
资料来源：Wind，国家统计局，新时代证券研究所

图10：生态修复行业是市场规模不断扩大

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

从我国生态环保行业规模来看，发达国家生态环保投资占GDP比重一般高于2%，要达到3%才能使环境质量得到明显改善。而近十几年来，我国环境污染治理投资占GDP比重始终在2%以下，大部分时间都处于在1.5%以下，2018年全国环境污染治理投资总额只占到GDP比重的1.15%，与发达国家的差距较大。未来想要实现环境质量得到明显改善以及环境质量的提升，还需要我国生态环保投资规模进一步加大。

我们预计到“十四五”阶段，环保产业投资在GDP中的比重有望接近2%，产业发展重点将由环境污染控制转向环境质量改善，从环境的后端治理转向前段的预防，在污染还没有产生之前就完成整治。此外，生态环保政策的催化和多个环境热点如土壤修复、污染防治攻坚战推进以及海绵城市的建设等等都将带动生态环保投资，使得环保产业爆发式增长。

图11：全国环境污染治理投资占GDP比重有待提高

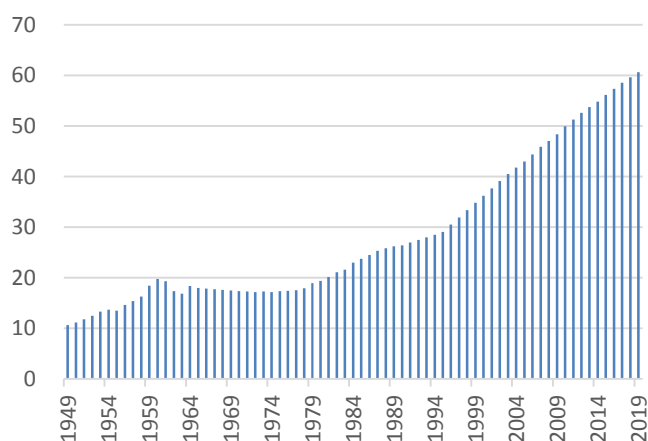
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、园林绿化有望在城镇化进程下保持持续增长，人们对环境质量要求不断提高

1952年，全国第一次城市园林绿化会议开启了全国园林绿化的建设进程。随着我国经济的发展和城市化进程的不断推进，园林绿化行业发展迅猛。1992年国务院颁布《城市绿化条例》，1994年开始实施《城市绿化规划建设指标》；2001年，国务院颁布《关于加强城市绿化建设的通知》，明确了城市绿化的重要意义，提出了具体指标，园林绿化行业进入蓬勃发展时期。

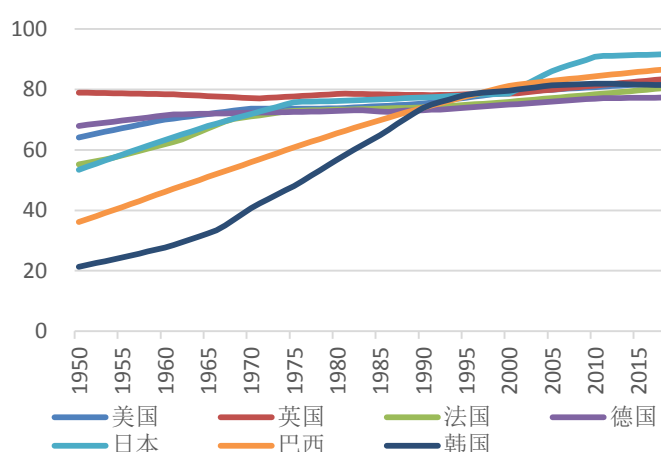
城市化进程有望在经济增长推动下继续保持增长，促进园林绿化行业发展。1949年，我国常住人口城镇化率仅有10.64%，直到改革开放后，在国民经济高速增长推动下，中国城市化进程才开始迅速推进。国内市场经济活力持续增强，农村人口快速向城市流动，经济特区、沿海城市的城市群逐步成形，中小城镇数量也迅速增加，城市集聚效应开始显现。到2019年，我国常住人口城镇化率达到60.60%，完成了《国家新型城镇化规划》60%的目标，比1949年新中国成立的时候提高了49.96个百分点，这70年以来我国城镇化率年均提高0.71个百分点；从1978年改革开放以来，我国城镇化率年均提升1.04个百分点。

图12：改革开放后中国城镇化进程迅速推进(单位：%)



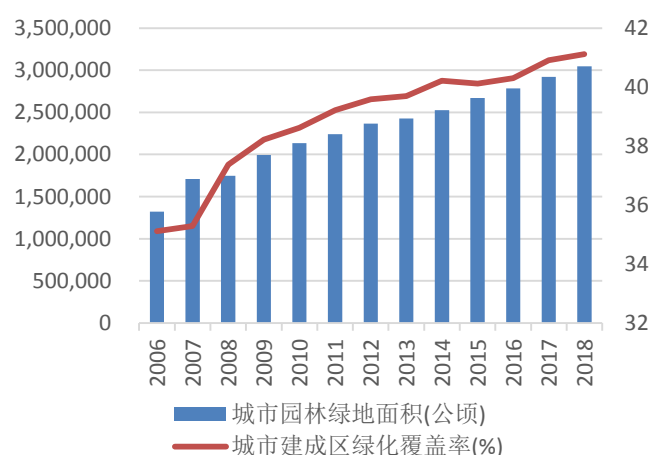
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13：世界各国城市化率进程(单位：%)

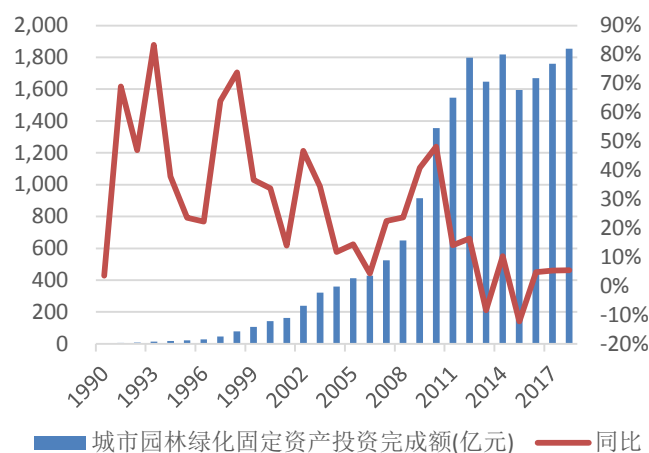


资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来城市化进程有望在经济增长和工业产业结构升级的推动下继续保持增长。城市化率将与相对应的经济发展水平匹配，经济发展水平较高的国家，城市化率也较高。根据世界各国城市化的一般规律，我国仍然处在城镇化率30%-70%的城镇化率快速增长阶段，未来随着我国经济的不断发展，城市的集聚效应和规模经济将使得城镇化率持续提升，而当城镇化率超过70%时便趋于稳定。结合国内外的历史经验，我们预计中国在随后的十年内，城镇化率在经济增长的带动下仍然能够保持稳定增长，假设城镇化率每年以1%的速度增长，到2030年我国城镇化率或将达到71.60%。所以未来中国城市化的推进将为园林绿化行业发展提供持续动力。

图14: 城市园林绿地面积和绿化覆盖率持续提升

资料来源: Wind, 国家统计局, 新时代证券研究所

图15: 城市园林绿化固定资产投资完成额逐渐增长

资料来源: Wind, 住房和城乡建设部, 新时代证券研究所

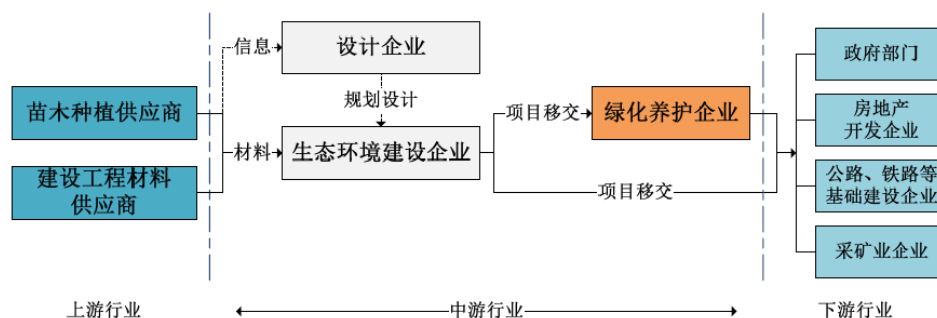
市政园林绿化的需求增加为行业发展奠定了坚实基础。近年来，在生态文明建设不断推进的同时，各地政府不断加大对园林绿化的建设投资，2018年园林绿化投资额已经达到1854.7亿元，城市园林绿地面积304.7万公顷，城市建成区绿化覆盖率达到41.11%。

此外，在满足基本环境需求的同时，人们对园林绿化质量有了更高的要求。从行业发展历程来看，我国园林绿化行业发展随着城镇化进程提升、政策催化和人们生态环境需求提升而提升。2019年我国人均GDP突破一万美元，人们生活水平和精神文明得到提高，基本的环境改善需求得到满足之后，人们对生活居住环境质量提出了更高的要求，对园林绿化的艺术效果、人文内涵和生态效益等方面有了进一步的需求。我们认为这将更有利于行业内有核心技术竞争实力的公司脱颖而出，提高行业集中度。

3、生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动

绿茵生态拥有超过20年的生态环境建设经验，在生态修复和园林绿化方面建立了完整的业务体系。目前，公司业务主要以生态修复、市政园林、环境治理和文旅融合业务为主，已形成集策划、规划设计、创新技术研发、技术方案制定、苗木选育、项目投融资、工程施工、运营维护的生态产业链全覆盖，能够为客户提供一体化生态景观建设整体解决方案。

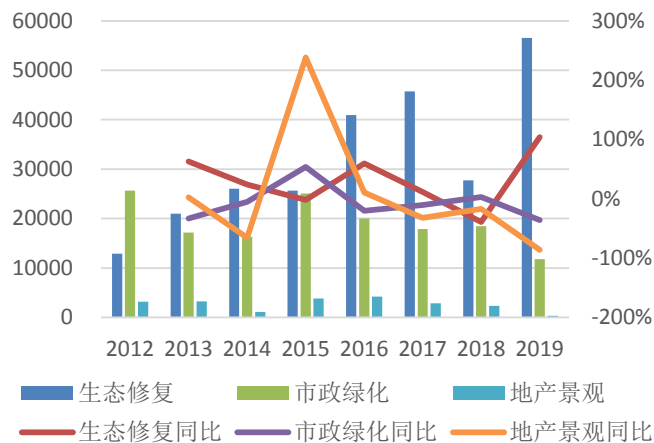
此外，公司新进入生态景观及文旅融合的策划规划、设计、施工以及运营等业务，并积极参与文化旅游、特色小镇、田园综合体等项目，后续有望朝着文旅+大环保的业务方向进行延伸和拓展。公司的行业定位也由原有工程施工企业逐步转向工程+运维，未来有望成为工程运维双轮驱动的综合运营服务商。

图16： 公司已经拥有生态产业链的全面覆盖能力

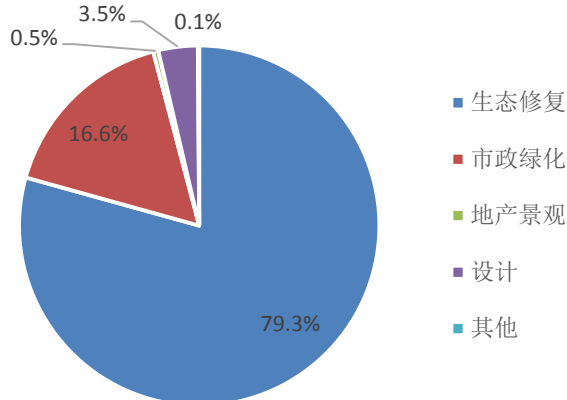
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.1、2019年新签订单同比增长293%，充足订单奠定公司发展基础

从营收业务占比来看，一直以来公司生态建设工程施工占了营收的主导地位。2019年，公司的工程施工收入占比达到96.34%，工程施工中的生态修复板块已经占到收入的79.3%，已经成为公司业务体量最大的板块，市政绿化占比为16.57%，地产景观占比为0.46%；此外，公司设计收入占比为3.54%。

图17： 公司三大业务业绩增速

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

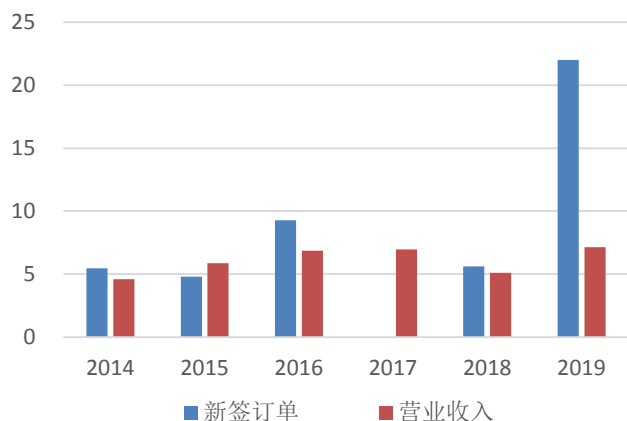
图18： 2019年公司生态修复收入占比达到79.3%

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

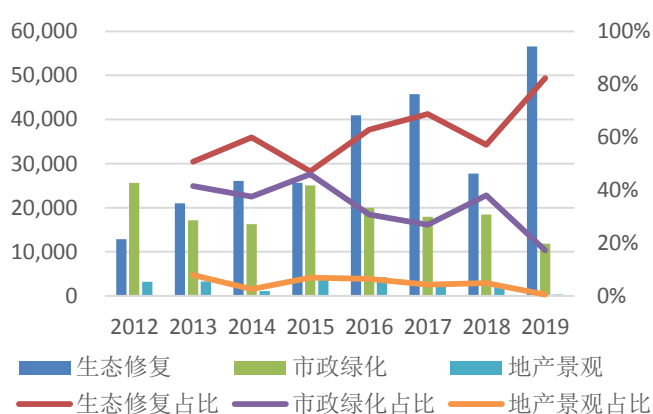
由此看来，当前公司业务体量占比最大的板块仍为生态建设类的工程施工业务，工程施工主要又分为生态修复和市政园林绿化两块。工程施工项目流程大概有三个阶段，包括前期的准备与设计阶段、中期的施工阶段和后期养护阶段。

而公司营收的核心驱动主要因素是新签订单的增长，公司签订工程合同后，根据完工进度按照完工百分比法确认收入和费用。根据公司历史经验，不同方式类型的项目施工周期不同，生态修复跟市政绿化项目的平均施工周期为16个月，地产景观的平均施工周期为12个月。

从订单来看, 2019 年, 公司全年新签订单 34 亿元, 归属公司施工合同额 22 亿元, 比 2018 年 5.6 亿元增长 293%, 其中京津冀 11.6 亿元、江苏 3.5 亿元、山东 2.2 亿元、河南 4.7 亿元。而 2019 年公司订单大约有 30% 转换为公司 2019 年的业绩, 很大一部分将在 2020 年得到体现。再加上 2020 年新签订单的持续增长, 截止 2020 年 5 月 22 日, 公司新签订单已经达到 5.06 亿元, 我们预计 2020 年公司业绩将在近年来新签订单增长的驱动下实现较高增速。

图19: 2019 年公司新签订单同比增长 293%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图20: 公司各项工程业务收入情况及占收入比重

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表4: 绿茵生态近年来公告项目统计

时间	项目情况	金额(万元)	工期
2018/1/18	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-市政道路及管网工程	5586.0	工期 730 天
2018/1/18	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-绿化景观工程	15000.0	工期 730 天, 养护期至 2022 年 3 月 31 日
2018/9/25	乌兰察布市创建国家生态园林城市绿化提升改造 PPP 项目-高铁站前道路绿化项目、儿童公园、朝阳公园、小树林公园、208 连接线	10700.0	建设期两年, 后期养护一年
2018/10/17	天津临港湿地二期中部区域工程	5854.3	工期 692 天
2019/1/29	浦口区星甸街道九峰山田园综合体 PPP 项目	91206.7	建设期为 3 年 运营期 17 年
2019/2/18	天津市津南区农业经济委员会津南区 2019 年造林绿化 EPC 设计采购施工总承包服务项目三标段	18882.8	工期 32 天, 养护期四年
2019/4/10	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	11231.6	工期 10 天
2019/4/29	天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	98156.0	建设期 1 年, 运营期 14 年
2019/9/25	济南市济阳区公用事业发展中心(本级)银河路提升改造 PPP 项目社会资本方采购	27188.3	建设期计划为 1 年 运营期固定为 10 年
2019/10/14	张家湾公益性墓地及休闲公园项目(第一标段)	6523.7	工期 366 天 养护期三年
2019/11/11	卫辉市卫河水环境综合治理项目 (EPC 模式)	16882.0	施工期 2 年, 养管期 2 年
2019/11/13	卫辉市共产主义渠水环境综合治理项目 (EPC 模式)	29768.4	施工期 2 年, 养管期 2 年
2019/12/16	天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	66347.0	工期 365 天

时间	项目情况	金额(万元)	工期
2020/1/13	济南市济阳区银河路提升改造 PPP 项目	20758.4	计划工期 2019/12/15 至 2020/12/15 (365 天)
2020/1/14	滨海新区双城中间绿色生态屏障官港片区 (一期) 绿化工程设计采购施工 (EPC) 总承包项目	12883.5	建设期 2 年, 养管期 8 年
2020/1/15	三兆村周边违建拆除区域覆绿工程	6962.8	计划工期 2020/3/9 至 2020/11/3 (240 天)
2020/3/2	青海贵德县园林城镇景观绿化项目一期工程 EPC+O 项目	3742.2	3.5 年 (建设期 6 个月, 管养维护期 3 年)
2020/4/16	河北雄安绿博园唐山园项目工程总承包 (EPC)	10000.0	21 个月
2020/4/21	奉节县机场路绿化及景观工程	5751.3	计划工期 2019/12/15 至 2020/12/15 (365 天)

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、技术协作提升市场竞争力, 框架协议促进公司可持续发展

公司核心技术覆盖生态修复、低碳型绿地构建、先锋植物新品种开发三大领域。其中生态修复领域的领先技术优势是公司最重要的核心竞争力之一, 公司是国家高新技术企业和天津市科技小巨人领军企业。在持续保持技术优势方面, 公司以绿茵研发中心为平台中心, 在全国范围内寻找研发伙伴, 跟众多科研院所合力建成生态修复研发网络平台, 形成了绿茵生态独有的研发“1+n”模式平台, 能够实现工法与技术的可落地性、可推广性和高性价比。

公司分别与南开大学共建“天津市景观生态修复企业重点实验室”侧重生态修复技术与生态功能评价方向、与天津大学共建“天津市景观生态化技术工程中心”侧重生态规划与景观生态设计方向、与天津师范大学共建“天津市环境变化与生态修复校企协同创新实验室”侧重湿地保育和水环境治理方向、天津市企业技术中心侧重植被恢复与养护的技术研发方向。最终公司在生态修复领域中的盐碱地治理、矿山修复、水环境治理等多个领域取得了一定的成果。

经过多年的发展, 凭借技术方面的竞争优势, 公司多年打造了诸多示范性项目并多次获得了各项行业和企业荣誉: 包括中国建筑工程鲁班奖、国家优质工程奖、中国人居环境范例奖、全国农牧渔业丰收奖、中国风景园林“园冶杯”住宅景观金奖、中国风景园林“园冶杯”精品园林工程金奖、天津市“海河杯”优质工程奖、天津市园林优质工程奖等一系列荣誉及奖项, 还连续五年入围全国园林绿化行业前 20 强, 在行业内取得了一定的市场认可度。

表5: 公司获得的企业荣誉

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、天津市人力资源和社会保障局

颁发时间	荣誉/奖项	授予单位
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	天津市景观生态修复企业重点实验室	天津市科学技术委员会
2015 年	企业技术中心	天津市工业和信息化委员会、天津市发展和改革委员会、天津市科学技术委员会、天津市财政局、天津市地方税务局
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第 15 名	中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国风景园林网、中国林业出版社、世界园林杂志社
2012 年	2010~2011 中国城市园林绿化企业综合竞争力百强企业第 23 名	中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国风景园林网、中国林业出版社、世界园林杂志社
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、中国风景园林网、中国林业出版社、世界园林杂志社
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、中国风景园林网、中国林业出版社、世界园林杂志社

资料来源：Wind，招股说明书，新时代证券研究所

表6： 公司获得的主要行业奖项

荣誉/奖项	项目名称	授予单位
2010~2011 年度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	天津市建筑施工行业协会
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、中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国风景园林网、世界园林杂志社
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、中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国风景园林网、世界园林杂志社
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
2009 年度天津市城市园林绿化优质工程一等奖	天津市外环线内侧 58 米绿化带景观提升改造（西青段）7（11）标段苗木栽植工程	天津市园林绿化行业协会

资料来源：Wind，招股说明书，新时代证券研究所

除此之外，公司还跟很多机构签署了框架协议，有望在未来形成有效合作，从而促进公司的可持续发展。

2018年2月，公司与国家海洋局天津海水淡化与综合利用研究所签订框架协议，在海水淡化技术及装备应用于生态景观修复和园林绿化养护、适用于盐碱化土壤阻隔防渗的膜技术和产品研发等相关领域内开展合作，增强了公司在盐碱地治理方面的技术储备。

2018年6月，公司国家林业局盐碱地研究中心签订战略合作协议，双方长期就盐碱地治理方面的工程项目进行针对性研究，推进盐碱地治理研发工作进展，进一步提升了公司的技术竞争实力，尤其是盐碱地治理方面的研发实力和市场竞争力，形成绝对的技术优势。

2019年7月，为推动汝州市的建设和发展，公司、浩创置业和汝州市人民政府三方签订了《项目合作投资框架协议》，预计五年内公司与浩创置业将在汝州市总投资不低于100亿元，包括汝州市城区水系治理、园林景观、商业地产、文化旅游等项目。暂定的意向项目包括两部分，（1）市政项目：蟒川河治理及景观提升工程、洗耳河综合治理二期工程、跃进渠综合治理工程、汝瓷小镇田园综合体和温泉小镇康养生态文旅等；（2）地产及文旅项目：城区商住项目开发、汝瓷小镇整体文旅项目开发、中大街片区开发等。我们认为公司将从河南汝州框架协议切入，预计公司有望在框架协议的基础上加快推动西南地区和西北地区的项目落地，实现全国性的战略布局。

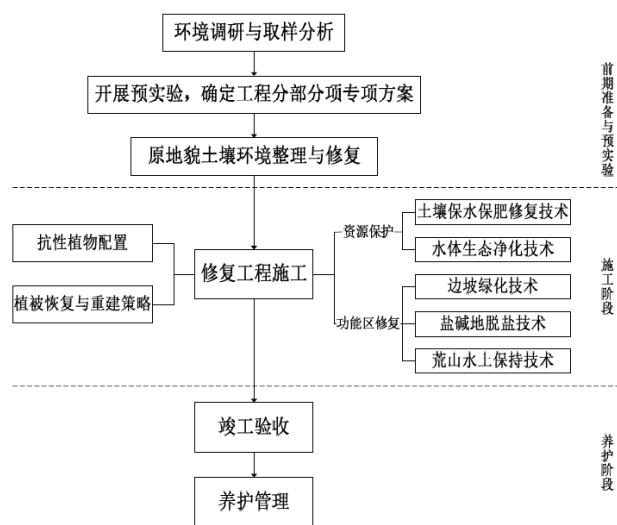
3.3、生态战略布局向文旅+大环保延伸，工程+运维双轮驱动

2019年年报中公司正式提出其战略布局将向文旅+大环保的业务方向进行延伸和拓展，并逐步向“园林+生态+文旅”领域中“工程+运维”双轮驱动的综合运营服务商迈进。

此前公司在文旅景观上有过多个示范性项目经验，从策划规划、设计、施工以及运营等都有所涉及，并完成了包括渤龙山庄、内蒙古70周年大庆献礼工程昭君博物院、七里海国家湿地公园、天津滨海一号度假酒店景观综合体等在内的示范性项目。而且公司在生态修复和景观绿化上的优势也将在文旅业务中得到体现，未来有望积极参与文化旅游、特色小镇、田园综合体等项目。

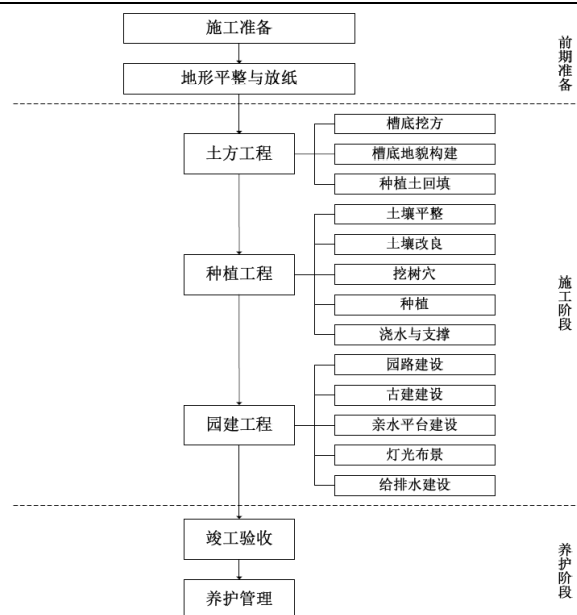
我们预计公司有望紧抓乡村振兴战略风口，参与美丽乡村、田园综合体等项目建设，从特色农旅切入文旅方面，获得业务新进展，借助公司在旅游景观方面的优势以及优秀的管理运营能力，在文旅产业上获得全新突破，实现文旅+大环保的战略延伸和拓展。

图21: 生态修复三大阶段具体流程



资料来源: Wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

图22: 园林绿化三大阶段具体流程



资料来源: Wind, 招股说明书, 新时代证券研究所

此外,从运维角度来看,公司对业务养护运维业务的重要性逐渐扩大。目前公司生态建设工程项目的运转流程大概有三个阶段,包括前期的准备与设计阶段、中期的施工阶段和后期养护阶段。从养护方面来看,后期养护期一般为1至3年,进入养护期后,养护期内一般所需支付的工程款约占结算金额的15%-30%,后期养护空间巨大。而除了生态工程附带的后期养护之外,还有很多单独的养护需求存在,养管市场需求有望成为公司运维驱动业绩重要的一环,将给公司带来持续稳定的现金流,也是公司未来实现双轮驱动的重要战略方向。

2019年公司正式成立养管事业部,以现有项目为契机进行地域与领域的拓展。2019年底公司在手的养护项目60个,长期养管面积约2000万平方米。公司还获得了2019年度天津市园林绿化优秀养护管理奖4项,其中一等奖1项,二等奖2项,3等奖1项。我们预计未来公司有望凭借自身全面精细化运营管理优势,在养管运维方面获得更大拓展,带给公司持续稳定的业绩增长。

4、关键假设和盈利预测: 在手订单充足,保障业绩持续增长

公司业务可以拆分为工程施工、设计收入和其他;而工程施工中又可以划分为生态修复、市政绿化和地产景观三类。公司的工程施工项目以完工百分比法确认收入,如果后期有养护期的,一般按照15%-30%来结算养护期款项。

2019年公司新签订单34亿元,归属于公司的订单金额为22亿元,同比增长293%,2019年公司订单大约有30%转换为公司2019年的业绩,很大一部分将在2020年得到体现。再加上2020年新签订单的持续增长,截止2020年5月22日,公司新签订单已经达到5.06亿元,我们预计2020年公司业绩将在近年来新签订单增长的驱动下实现较高增速。

公司通过独有的研发“1+n”模式平台,与众多科研院所合作,保持在生态修

复技术上的竞争优势，我们预计公司生态修复项目的毛利率有望维持在较高水平，并凭借优秀的运营管理能力使得费用率保持较低水平。

公司 2020 年第一季度的施工进度受到疫情影响，但是影响有限，2020 年一季度营收同比下降 6.17%，归母净利润同比仅下降 2.1%。而且公司 2 月已全面复工，目前早已达满产状态，二季度正在全面进行赶工，我们认为疫情冲击对 2020 年全年的影响较小，业绩仍有望在充足订单下获得高速增长。

所以，我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 9.8、12.5、16.0 亿元，对应的增速分别为 37.0%、27.8%、28%。

表7： 财务预测的关键假设

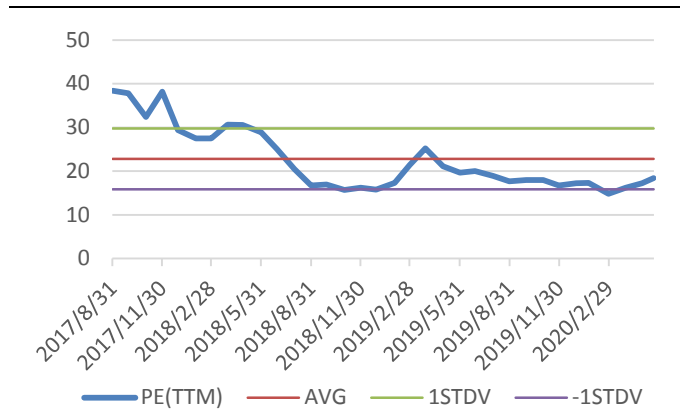
		2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入（万元）	51091.8	71321.5	97693.2	124837.5	159755.0
	YOY（%）	-26.6%	39.6%	37.0%	27.8%	28.0%
	毛利（万元）	19993.7	28944.5	38492.2	49375.5	63419.0
	毛利率（%）	39.1%	40.6%	39.4%	39.6%	39.7%
生态修复	营业收入（万元）	27739.5	56566.3	79192.8	102950.6	133835.8
	YOY（%）	-39.4%	103.9%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利（万元）	11276.3	24453.3	33261.0	43239.2	56211.0
	毛利率（%）	40.7%	43.2%	42.0%	42.0%	42.0%
市政绿化	营业收入（万元）	18453.1	11818.4	15363.9	18436.7	22124.0
	YOY（%）	3.0%	-36.0%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利（万元）	6520.1	2936.8	3817.9	4581.5	5497.8
	毛利率（%）	35.3%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
地产景观	营业收入（万元）	2360.9	329.6	362.5	398.8	438.6
	YOY（%）	-17.1%	-86.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利（万元）	1051.9	146.8	161.5	177.7	195.4
	毛利率（%）	44.6%	44.6%	44.6%	44.6%	44.6%
设计	营业收入（万元）	2538.3	2521.9	2774.0	3051.5	3356.6
	YOY（%）	82.7%	-0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利（万元）	1145.5	1138.0	1251.8	1377.0	1514.7
	毛利率（%）	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、估值分析

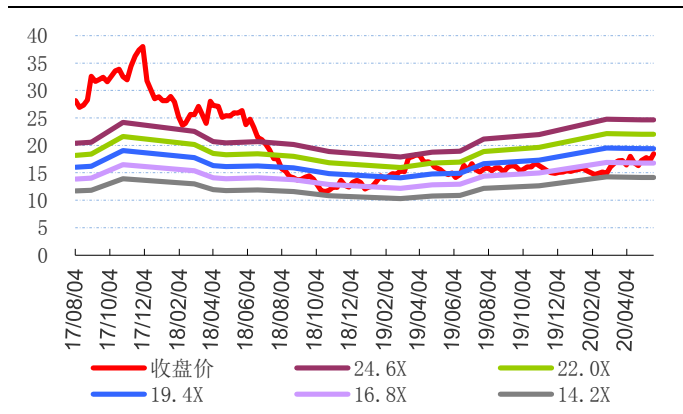
从绿茵生态历史估值变化的角度来看，公司 2017 年上市时估值较高，但是随着公司业绩稳健增长，2019 年营业收入达到 7.13 亿元，归母净利润为 2.09 亿元。快速增长的业绩逐渐消化了高估值，2020 年 5 月 22 日公司的 PE（TTM）为 17.55 倍，低于公司历史估值中枢 22.84 倍，随着公司项目持续推进和行业融资成本的降低，我们预计公司业绩有望保持持续增长，公司估值有望回升。

图23: 绿茵生态历史估值变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图24: 绿茵生态 PE-band



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从可比公司的角度来看,公司当前2020年5月22日的PE(TTM)显著低于A股可比上市公司,公司盈利能力突出,毛利率和净利率排名行业第一,管理运营水平优质,费用率为行业最低。我们认为当前估值仍然有所低估,公司未来有望获得估值修复,形成盈利和估值的戴维斯双击。

表8: 可比公司估值情况

代码	简称	总市值(亿元)	EPS				PE				ROE(%)
			2019	2020E	2021E	2022E	2019(TTM)	2020E	2021E	2022E	
002310.SZ	东方园林	128.6	0.6	0.4	0.5	-	386.9	12.4	9.4	-	0.4
002717.SZ	岭南股份	72.8	0.8	0.3	0.3	0.4	56.3	15.9	14.0	13.1	7.0
300197.SZ	铁汉生态	58.4	0.1	0.1	0.3	-	-5.8	17.0	9.4	-	-14.5
300495.SZ	美尚生态	69.0	0.6	0.7	0.8	-	40.4	14.9	13.3	-	5.7
603359.SH	东珠生态	54.8	1.0	1.5	2.0	2.5	14.8	11.2	8.7	6.9	13.1
603955.SH	大千生态	17.7	0.8	1.0	1.1	1.2	18.6	16.4	14.6	13.0	8.0
002887.SZ	绿茵生态	38.4	1.0	1.3	1.6	2.0	17.6	14.3	11.5	9.3	11.4

资料来源: Wind, 新时代证券研究所(注:数据时间为2020年5月22日收盘价,绿茵生态采用新时代公用环保团队预测,其他公司使用wind一致预期)

我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.35、1.71和2.13元,当前股价对应PE分别为13.0、10.2和8.3倍。公司财务质量优秀,盈利水平突出,毛利率和净利率为行业第一,管理运营优质,费用率为行业最低,再加上公司新签订单持续增长,奠定未来业绩增长基础。公司战略布局向文旅+大环保拓展,有望实现工程+运维双轮驱动,我们看好公司未来的成长空间,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

新签订单不及预期,项目推进不及预期,融资成本大幅上涨

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2060	2404	3110	3882	4790	营业收入	511	713	977	1248	1598
现金	917	1083	1094	1757	1746	营业成本	311	424	592	755	963
应收票据及应收账款合计	681	777	1219	1332	1933	营业税金及附加	3	6	8	11	14
其他应收款	15	6	22	14	33	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	12	13	14	25	22	管理费用	45	39	68	87	112
存货	300	302	538	532	835	研发费用	24	23	38	45	60
其他流动资产	137	222	222	222	222	财务费用	-14	-28	-31	-35	-40
非流动资产	146	562	756	956	1209	资产减值损失	5	-2	0	0	0
长期投资	34	52	71	89	108	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	43	39	51	64	80	其他收益	15	8	8	8	8
无形资产	0	0	0	0	0	投资净收益	29	6	17	17	13
其他非流动资产	69	471	634	803	1021	营业利润	180	241	325	411	509
资产总计	2206	2965	3866	4838	5999	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	430	708	1042	1380	1826	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	181	240	324	410	508
应付票据及应付账款合计	321	390	603	662	953	所得税	25	33	45	57	71
其他流动负债	110	319	439	718	873	净利润	155	207	279	353	438
非流动负债	0	301	641	992	1358	少数股东损益	3	-2	-3	-3	-4
长期借款	0	300	640	991	1358	归属母公司净利润	153	209	282	357	442
其他非流动负债	0	1	1	1	1	EBITDA	157	227	307	391	490
负债合计	431	1009	1683	2372	3184	EPS(元)	0.73	1.00	1.35	1.71	2.13
少数股东权益	36	40	37	34	29	主要财务比率					
股本	160	208	312	312	312	成长能力					
资本公积	988	940	836	836	836	营业收入(%)	-26.6	39.6	37.0	27.8	28.0
留存收益	591	768	978	1243	1572	营业利润(%)	-12.8	33.9	34.6	26.4	23.9
归属母公司股东权益	1739	1916	2146	2432	2786	归属于母公司净利润(%)	-14.4	36.9	34.8	26.5	24.0
负债和股东权益	2206	2965	3866	4838	5999	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	39.1	40.6	39.4	39.6	39.7
经营活动现金流	-9	326	-287	407	-247	净利率(%)	29.9	29.3	28.8	28.6	27.7
净利润	155	207	279	353	438	ROE(%)	8.8	10.6	12.8	14.3	15.5
折旧摊销	4	4	4	4	5	ROIC(%)	16.7	17.8	14.7	17.9	15.2
财务费用	-14	-28	-31	-35	-40	偿债能力					
投资损失	-29	-6	-17	-17	-13	资产负债率(%)	19.5	34.0	43.5	49.0	53.1
营运资金变动	-142	103	-523	102	-637	净负债比率(%)	-51.6	-40.0	-13.4	-19.4	2.2
其他经营现金流	17	46	0	0	0	流动比率	4.8	3.4	3.0	2.8	2.6
投资活动现金流	775	-440	-181	-187	-245	速动比率	3.7	2.6	2.2	2.2	2.0
资本支出	14	381	12	13	17	营运能力					
长期投资	-34	-25	-18	-18	-18	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
其他投资现金流	755	-84	-188	-193	-246	应收账款周转率	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
筹资活动现金流	-19	274	479	444	481	应付账款周转率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
短期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款	0	300	340	351	366	每股收益(最新摊薄)	0.73	1.00	1.35	1.71	2.13
普通股增加	80	48	104	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	1.32	-1.38	1.95	-1.19
资本公积增加	-80	-48	-104	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.36	9.21	10.32	11.69	13.39
其他筹资现金流	-19	-27	139	93	115	估值比率					
现金净增加额	748	160	10	664	-11	P/E	23.9	17.5	13.0	10.2	8.3
						P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	29.3	20.9	17.0	12.9	11.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>