

2023年01月30日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

园林主业稳健，布局石英砂产业打造第二成长曲线

— 汇绿生态（001267.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-01-30

当前股价（元）	7.66
总市值（亿元）	59.4
总股本（百万股）	775.4
流通股本（百万股）	286.3
52周价格范围（元）	4.46-9.66
日均成交额（百万元）	125.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 园林工程主业稳步发展，疫后经济复苏有望提振公司业绩

汇绿生态所处行业为市政园林行业，其发展与宏观经济和我国城镇化进程密切相关。2017-2021年，我国城市园林绿化投资金额均超过了2,000亿元，疫情期间虽有小幅降低，但总体维持在较高的水平上。公司主营业务为园林工程施工、园林景观设计、苗木种植等，能够完整的提供从苗木种植、园林工程设计、施工及后续绿化养护等全产业链服务。公司园林业务主要通过汇绿园林开展，其对上市公司营收贡献超过9成。

汇绿生态于2021年重新上市后，当年实现营业收入7.75亿元，同比下降4.84%；2022年前三季度公司营业收入为3.64亿元，同比下降24.01%。营收下滑主要原因系疫情影响，导致其下游施工项目有不同程度的停工停产情况发生；而随着疫情管控的放开及经济“稳增长”的复苏背景下，公司业绩有望触底回升。

2022年前三季度，公司毛利润额为1.1亿元，毛利率为30.63%，高于同行业平均水平19.48%。我们认为其一体化经营优势可一定程度上提升其项目毛利率，同时公司承接项目数量较多及其高效的项目流程运转也会改善公司的毛利水平。

■ 推动股权激励，彰显公司信心

公司于1月20日公布2023年股权激励办法，股权激励计划首次授予的激励对象人数不超过66人，包括公司（含控股子公司）任职的董事、高级管理人员、核心骨干及董事会认为需要激励的其他人员。根据公司股权激励办法，若公司未来三年皆达成业绩考核目标，2023-2025年公司净利润复合增长率将达到11.89%。

我们认为，随着公司限制性股票授予完成，激励方案解禁期的业绩考核目标将持续驱动公司管理层的积极性、主动性，提高公司整体经营水平，推动公司业绩增长。

■ 客户信用资质良好，应收回款稳健

据公司披露，公司客户资源和资质良好，前五大客户均为大型央企及国企，财务及信用状况良好，且均为发生过坏账核销情况。2022年9月30日，公司应收账款4.9亿元，同比增长16.88%，长期应收款0.4亿元，同比下降86.15%；公司2022年前三季度实现应收账款及应收票据回款金额为4.28

亿元、长期应收款回款 2.76 亿元，公司应收账款回款效率较高。公司 2022 年重点提高资金周转率，加强了项目结算回款力度，叠加下游优质的客户资源储备，公司整体经营基础扎实。

■ 布局高景气石英砂赛道，未来增长空间可期

根据公司公告，2022 年 9 月公司以 1500 万元收购了中科博胜 30% 的股权。中科博胜是一家生产高纯石英砂材料的民营企业，公司其它股东在非洲大陆拥有多处大量优质石英矿山合法的探矿开采权。公司依托中国科学院过程工程研究所的科研技术，长期合作开展高纯石英材料的提纯技术的研究。该项目是以石英原矿为原料，通过高纯石英砂工业技术开发，先后完成高纯石英砂小试试验和扩试装置稳定运行。通过一系列技术手段，制造纯度达 4.5N 以上的高纯石英砂。现阶段其生产设备正在安装调试中，预计在 2023 年 2 月份投产，一期产能规划年产高纯石英砂、光伏坩埚级高纯石英砂 5000 吨。

目前我国光伏产业景气度高，高纯石英砂主要涉及石英坩埚的制造。从光伏装机量来看，2022 年我国新增光伏装机量为 87.41GW，同比增长 60.3%，2016-2022 年我国光伏装机量 CAGR 达 26.11%。根据中国光伏行业协会预测，我国光伏协会将进一步快速增长，2023-2025 年我国年均新增装机量将达到 83-99GW。行业规模快速发展，其中单晶用电弧石英坩埚需求量将随之同步提升，带动高纯石英砂需求放量。与此同时，P 型电池向 N 极电池的转换也将提升石英坩埚的需求量，进一步提升高纯石英砂需求。

我们认为，高纯石英砂行业的景气度将持续上行，同时考虑到其下游需求持续向好及高纯石英砂行业高壁垒性，石英砂价格有望持续上行。伴随中科博胜高纯石英砂产品量产进程推进，有望为公司打造第二成长曲线。公司主动布局高纯石英砂赛道，积极为公司寻找新的利润增长点。在光伏行业扩张潮的背景下，中科博胜的高纯石英砂业务有望迎来需求的高速增长，公司成长性佳。同时，公司横向布局，也可以一定程度上对冲主营业务单一化的风险，使得公司经营更为稳健。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 6.34、8.08、8.81 亿元，归母净利润分别为 1.11、1.36、1.58 亿元，EPS 分别为 0.56、0.69、0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 13.6、11.2、9.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) 宏观经济下行压力增大；(2) 公司回款进度不及预期；(3) 公司对外投资风险增大；(4) 下游高纯石英砂需

求不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	775	634	808	881
增长率 (%)	-4.8%	-18.1%	27.4%	9.1%
归母净利润 (百万元)	80	111	136	158
增长率 (%)	-10.9%	39.0%	21.8%	16.8%
摊薄每股收益 (元)	0.40	0.56	0.69	0.80
ROE (%)	6.9%	9.2%	10.6%	11.6%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	235	462	499	614
应收款	515	448	438	405
存货	147	111	145	161
其他流动资产	1,089	892	1,136	1,239
流动资产合计	1,987	1,912	2,218	2,418
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	39	36	34	31
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	393	393	393	393
非流动资产合计	432	429	427	424
资产总计	2,418	2,341	2,644	2,843
流动负债:				
短期借款	453	540	620	670
应付账款、票据	642	483	635	703
其他流动负债	80	80	80	80
流动负债合计	1,191	1,116	1,352	1,471
非流动负债:				
长期借款	58	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	70	12	12	12
负债合计	1,260	1,128	1,363	1,482
所有者权益				
股本	198	198	198	198
股东权益	1,158	1,214	1,281	1,360
负债和所有者权益	2,418	2,341	2,644	2,843

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	80	111	136	158
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	5	3	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-232	140	-114	-16
经营活动现金净流量	-147	253	24	144
投资活动现金净流量	3	3	2	2
筹资活动现金净流量	371	-27	12	-29
现金流量净额	227	229	39	117

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	775	634	808	881
营业成本	567	426	560	619
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	1	1	1	2
管理费用	60	49	63	69
财务费用	11	9	11	10
研发费用	2	2	3	3
费用合计	75	61	78	83
资产减值损失	-37	-9	-9	-8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	9	30
营业利润	106	147	180	210
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	0	0	0	0
利润总额	107	148	181	211
所得税费用	27	37	45	53
净利润	80	111	136	158
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	80	111	136	158

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	-4.8%	-18.1%	27.4%	9.1%
归母净利润增长率	-10.9%	39.0%	21.8%	16.8%
盈利能力				
毛利率	26.8%	32.9%	30.7%	29.7%
四项费用/营收	9.7%	9.6%	9.6%	9.4%
净利率	10.3%	17.5%	16.8%	18.0%
ROE	6.9%	9.2%	10.6%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	52.1%	48.2%	51.5%	52.1%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1.5	1.4	1.8	2.2
存货周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.40	0.56	0.69	0.80
P/E	18.9	13.6	11.2	9.6
P/S	2.0	2.4	1.9	1.7
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。