

深耕生态修复+园林绿化，业绩拐点显现，看好长期发展

绿茵生态 (002887)

深耕生态修复+园林绿化，公司业务能力出众

公司成立于 1998 年，2017 年正式挂牌上市。公司主要的营业收入来源于生态修复和园林绿化两大板块，生态修复项目和市政园林绿化项目的特点各不相同，对于公司在业务承揽、专业技术、项目施工、项目管理等方面的要求差异较大，所以行业内大多数企业均以其中某项业务作为主营业务。而公司凭借自己宽领域的业务技术水平、人才优势和管理经验致力于生态修复领域和园林绿化领域的均衡发展，通过建造完整的产业链和宽广的经营领域吸引目标客户，提高公司抵抗经营风险的能力。公司营业收入稳健上升，通过稳健的项目筛选、良好的成本管控以及生态修复自主的优势技术资源毛利率和净利率一直保持高位，处于行业领先。

优质资产状况成就强大融资潜力

公司近三年来无有息负债，负债基本为应付款项，资产负债率处于行业最低水平，2017 年以来公司财务费用低至负值，费用率逐年降低。公司筹资性现金流 2017 年为正，其他年份筹资性现金流均很小，经营性现金流持续为正。此外，公司在手现金 9.4 亿元，充分保障公司营业收入；总体来看，公司不仅对供应商较强的谈判能力，与同行企业相比经营态度更为稳健谨慎，2018Q3 公司在手现金及现金等价物共计 9.6 亿元，优质的财务状况和巨大的融资空间为公司将来的发展和扩张奠定了雄厚的基础。

外延发力，订单激增，公司进入业绩拐点

公司主要营业收入来源均集中在内蒙古和京津冀地区，承接了震惊国人的天津 8·12 爆炸事故现场修复项目，并与中建三局联合中标了千年雄安第一标——雄安市民服务中心项目，在业界和社会上积累了优秀的口碑。2018 年以来，公司积极进行全国市场布局，先后在山东、南京、陕西地区进行力量储备和部署，获得了显著成效，2018 年中报，公司其他地区营业收入占比实现了从 0 到 4.54% 的突破。2019 年以来，公司陆续公告披露了四项大中型项目订单，订单总金额高达 15 亿元，其中，公司与中冶天工联合中标项目订单总额为 9.88 亿元，相较 2018 年订单情况有了大幅改变，公司迎来了业绩拐点。

首次覆盖，给予增持评级

作为生态修复、园林绿化优质企业，自有现金充裕、无有息负债、实控人股权无质押。公司内生外延发展思路清晰，2019 年新签订单倍数增加，订单集中释放有望带动业绩高速增长，业绩拐点显现。我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 5.12、10.01、15.41 亿元，归母净利润分别为 1.53、2.12、3.05 亿元，EPS 分别为 0.96、1.33、1.91 元，看好公司长期发展，首次覆盖，给予增持评级。

首次评级

增持

郑小波

zhengxiaobo@csc.com.cn

0755-23952703

执业证书编号：S1440518060001

发布日期：2019 年 03 月 13 日

当前股价：21.16 元

目标价格 6 个月：26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|------------|-------------|---------------|
| | 9.84/-5.97 | 15.71/-3.86 | -36.21/-31.21 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | | 77.0/14.43 |
| 总股本 (万股) | | | 16,000.0 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 5,133.91 |
| 总市值 (亿元) | | | 34.29 |
| 流通市值 (亿元) | | | 11.0 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 295.51 |
| 主要股东 | | | |
| 卢云慧 | | | 40.1% |

股价表现



相关研究报告

目录

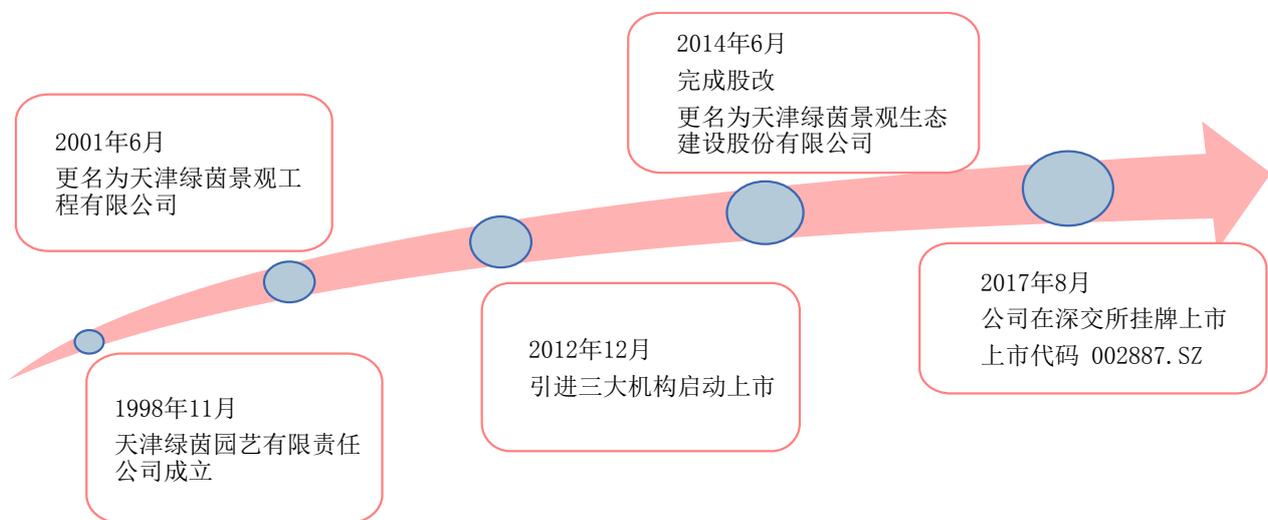
| | |
|-------------------------------------|----|
| 深耕生态修复+园林绿化，资产状况优秀，业务能力出众 | 1 |
| 股权结构稳定，实控人专业背景助力公司发展 | 1 |
| 盈利水平稳健增长，资产负债优质健康 | 2 |
| 生态修复和园林绿化均衡发展，公司业务能力出众 | 4 |
| 紧扣生态绿化主旋律，一体化经营将成趋势，行业集中度有望提升 | 7 |
| 环境保护的现实需求、城镇化及房地产的稳步发展助力行业发展 | 7 |
| 行业集中度有望提升，一体化经营和跨区域竞争或为行业发展趋势 | 9 |
| 业绩拐点显现，技术人才双轮驱动助公司快速成长 | 11 |
| 外延发力，订单激增，公司进入业绩拐点 | 11 |
| 负债率低，现金流充足，为扩张提供杠杆空间 | 14 |
| 技术人才双轮驱动助力公司成长为参天大树 | 16 |
| 盈利预测 | 18 |
| 风险分析 | 18 |
| | |
| 图 1：公司发展历史沿革 | 1 |
| 图 2：公司大股东持股情况 | 2 |
| 图 3：公司控股公司及其业务情况 | 2 |
| 图 4：公司营业收入及同比增长率情况 | 3 |
| 图 5：公司归母净利润及同比增长率情况 | 3 |
| 图 6：公司毛利率及净利率变动情况 | 3 |
| 图 7：公司财务费用、管理费用与费用率变动情况 | 3 |
| 图 8：公司现金流与资金缺口变动情况 | 4 |
| 图 9：公司资产负债率情况 | 4 |
| 图 10：公司应收账款周转率及其增长率情况 | 4 |
| 图 11：公司具体业务板块 | 5 |
| 图 12：2018H 公司各业务板块营业收入占比情况 | 5 |
| 图 13：2018H 公司各业务板块营业成本占比情况 | 5 |
| 图 14：2018H 公司各业务板块毛利占比情况 | 6 |
| 图 15：公司各业务板块毛利率情况 | 6 |
| 图 16：天津 8·12 爆炸事故现场（修复前） | 6 |
| 图 17：天津 8·12 爆炸事故现场（修复后） | 6 |
| 图 18：昭君墓公园建成俯瞰图 | 7 |
| 图 19：全国园林绿化投资额及城镇化率 | 8 |
| 图 20：全国城市绿化情况（单位：万公顷） | 8 |
| 图 21：全国房地产行业发展情况 | 8 |
| 图 22：园林绿化一体化业务链条 | 9 |
| 图 23：园林绿化发展历程 | 10 |
| 图 24：我国各地区城市与公园绿地面积情况 | 11 |

| | |
|---------------------------|----|
| 图 25: 公司各地营收占比情况 (单位: %) | 12 |
| 图 26: 雄安新区市民服务中心 (正面图) | 12 |
| 图 27: 雄安新区市民服务中心 (俯瞰图) | 12 |
| 图 28: 公司产业链及业务模式发展 | 14 |
| 图 29: 公司现金及现金等价物与公司营业收入情况 | 15 |
| 图 30: 公司研究合作院校 | 17 |
| 图 31: 公司及行业研发费用占营收情况 | 17 |
| 图 32: 公司及行业研发人员占比情况 | 17 |
| 表 1: 公司 2018 年披露的大中型项目情况 | 13 |
| 表 2: 公司 2019 年披露的大中型项目情况 | 13 |
| 表 3: 公司及同行业资产负债率情况 (%) | 14 |
| 表 4: 公司及同行业短期借款情况 (亿元) | 14 |
| 表 5: 公司及同行业长期借款情况 (亿元) | 15 |
| 表 6: 公司及同行业收现比情况 (%) | 16 |
| 表 7: 公司及同行业经营性现金流情况 (亿元) | 16 |
| 表 8: 绿茵生态财务报表及指标预测 | 19 |

深耕生态修复+园林绿化，资产状况优秀，业务能力出众

公司自 1998 年成立以来，主营业务专注于生态环境建设工程，主要涉及生态修复工程、市政园林绿化工程、地产景观工程等。凭借宽领域的业务技术水平、人才优势和管理经验，公司一直致力于生态修复业务和园林绿化业务的均衡发展，已形成集“规划设计-生态修复和园林绿化技术研发-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。2014 年公司通过股份制改革更名为天津绿茵景观生态建设股份有限公司，2017 年 8 月公司在深交所挂牌上市，上市代码为 002887。

图 1：公司发展历史沿革

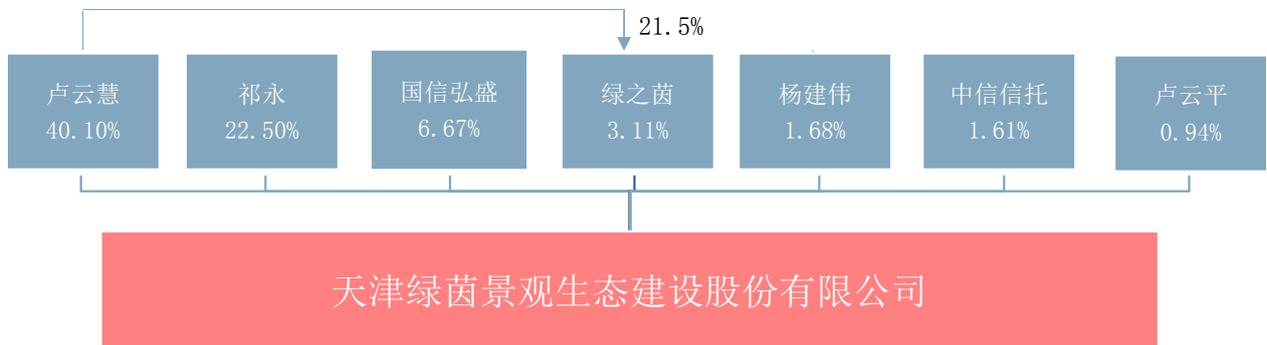


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

股权结构稳定，实控人专业背景助力公司发展

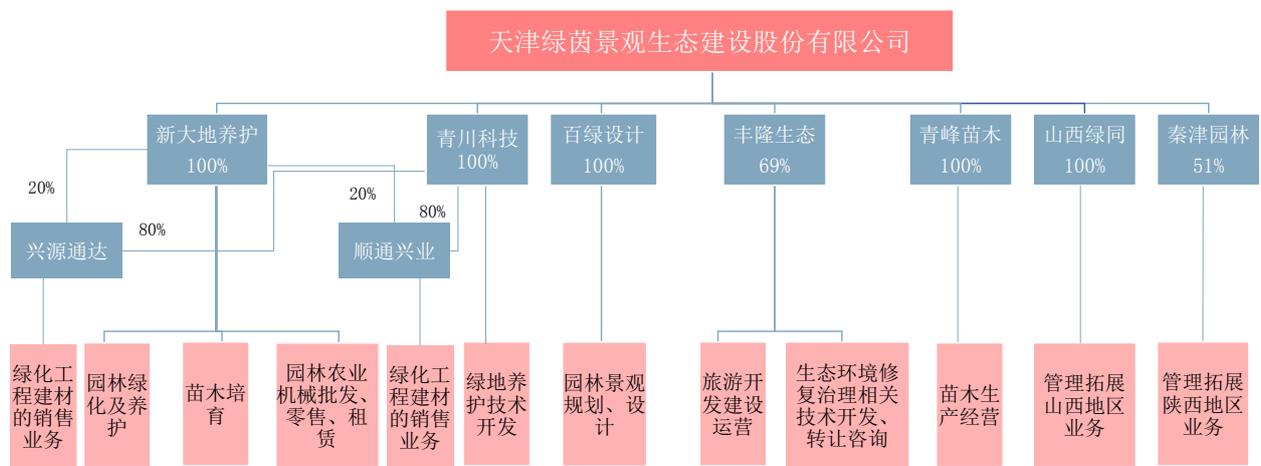
公司股权结构简单，上市前后均没有经历过大的股权变动，公司实际控制人卢云慧、祁永为夫妻，分别持股 40.10%、22.50%。前十大股东中，机构投资者持股共 8.55%。限售 A 股占比 67.91%，流通 A 股占比 32.09%。公司董事长卢云慧本科毕业于内蒙古农业大学，攻读了清华大学 EMBA 学位，公司董事祁永是中国农业大学草地生态科学专业博士，又攻读了长江商学院 EMBA，公司的两位实际控制人拥有深厚的专业素养，为公司的发展夯实了基础。

图 2：公司大股东持股情况



公司早年以来业务主要分布在内蒙古和天津，经过多年的发展，公司已在行业中获得了较高的市场知名度以及业内认可。近几年，公司积极进行全国化布局，截止目前已经在北京、河北、内蒙、山东、山西、陕西、甘肃、江苏、安徽等地建立了 10 家子公司、9 家分支机构。其中，丰隆生态主要经营旅游运营建设开放项目，秦津园林成立于陕西西安，为公司在陕西地区业务的拓展铺路，两家公司分别成立于 2018 年 3 月 23 日和 2018 年 5 月 25 日，公司全国市场布局逐步打开，为后续可持续快速发展打下基础。

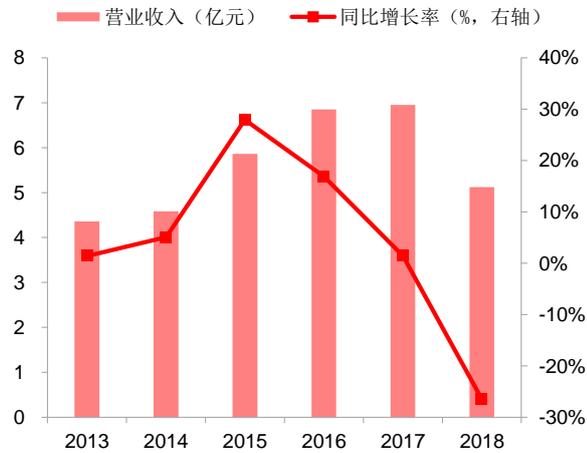
图 3：公司控股公司及其业务情况



盈利水平稳健增长，资产负债优质健康

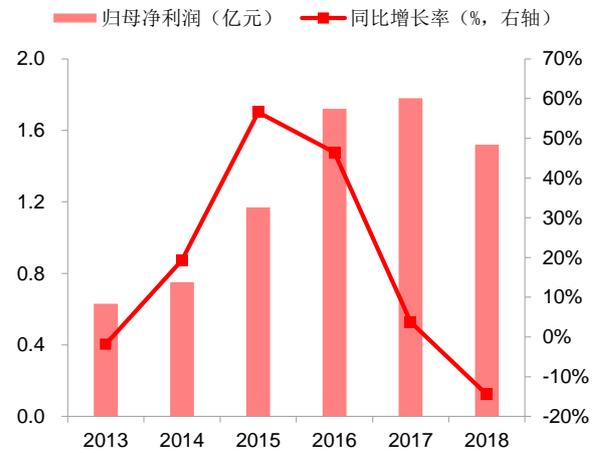
公司经营稳健，盈利水平稳健提升。公司营业收入稳步增加，由 2013 年的 4.36 亿元增加至 2017 年的 6.85 亿元，增加了 57.11%，4 年复合增长率 11.96%。2018 年受行业影响，公司主动放慢脚步，稳扎稳打，实现营业收入 5.12 亿元，归母净利润 1.52 亿元，同比小幅下滑。公司毛利率水平稳健增加，由 2013 的 31.29% 增加至 2018Q3 的 40.92%；销售净利率逐年增加，由 2013 年的 14.41% 增长到了 2018 年的 29.8%，公司毛利率和净利率一直保持高位，处于行业领先得益于稳健的项目筛选、良好的成本管控以及生态修复自主的优势技术资源。

图 4：公司营业收入及同比增长率情况



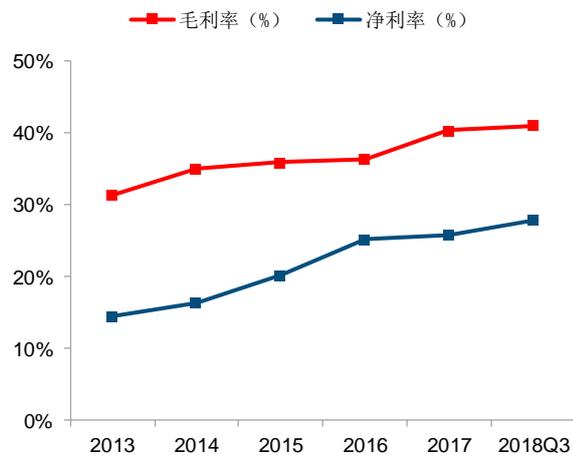
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 5：公司归母净利润及同比增长率情况



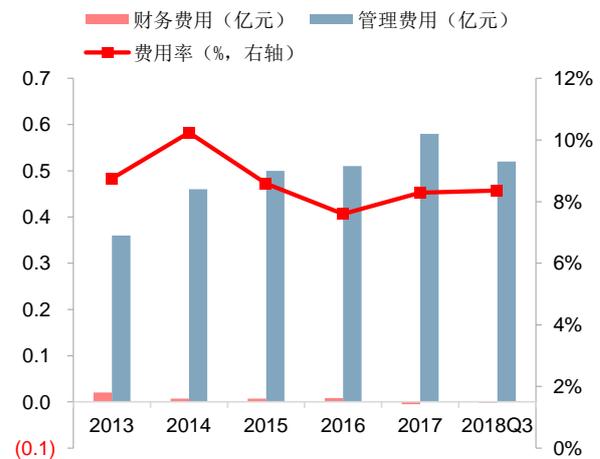
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：公司毛利率及净利率变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

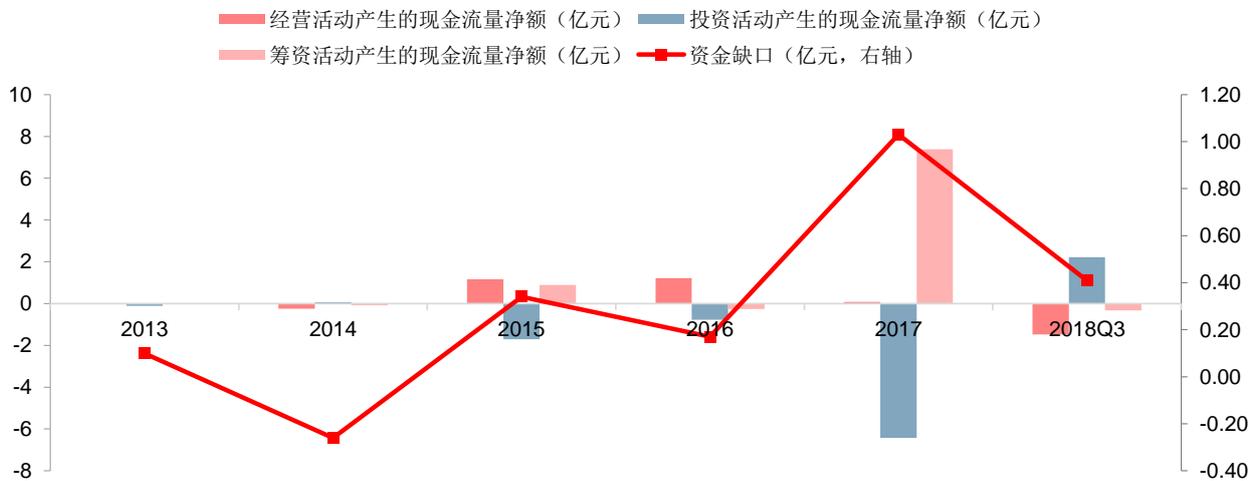
图 7：公司财务费用、管理费用与费用率变动情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

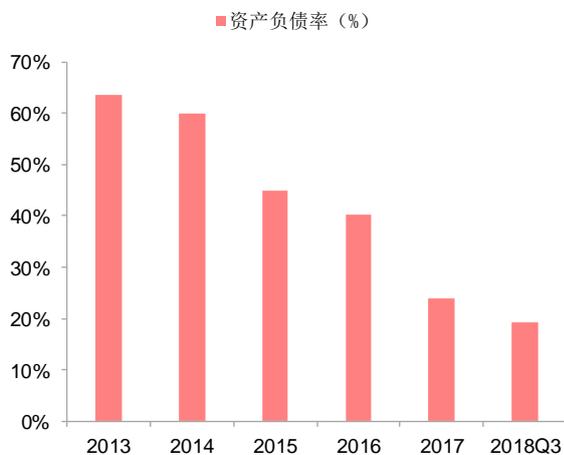
公司财务费用低，现金流状况良好。公司费用率由2013年的8.75%下降到了2017年的8.29%，2018Q3费用率为8.36%。公司资产负债率逐年降低，由2013年的63.51%下降至2018年的19.83%，有息负债为0；所以公司财务费用较低，2017年以来低为负值，而公司一直以来都不存在营业费用，所以费用主要集中在管理费用这一项上。此外，公司2017年筹资性现金净流入7.38亿元，2018Q3筹资性现金净流出仅0.32亿元，印证了公司财务状况良好。公司经营性现金流2015-2017年持续正流入，2018Q3经营性现金流为-1.48亿元，同比下降87.59%，受宏观资金面较差影响所致，但全年有望回归正负持平水平。

图 8：公司现金流与资金缺口变动情况



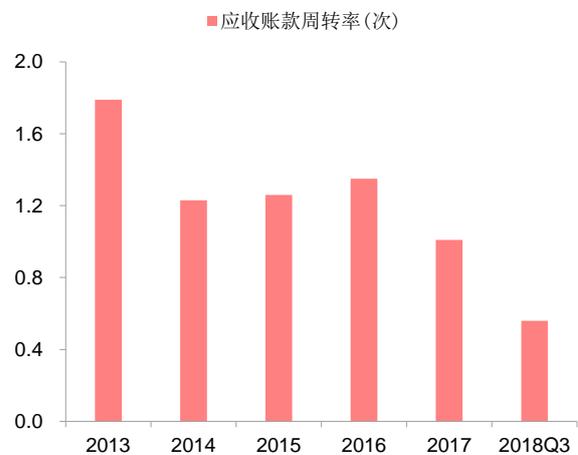
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 9：公司资产负债率情况



资料来源：公司公告，中信建投研发部

图 10：公司应收账款周转率及其增长率情况

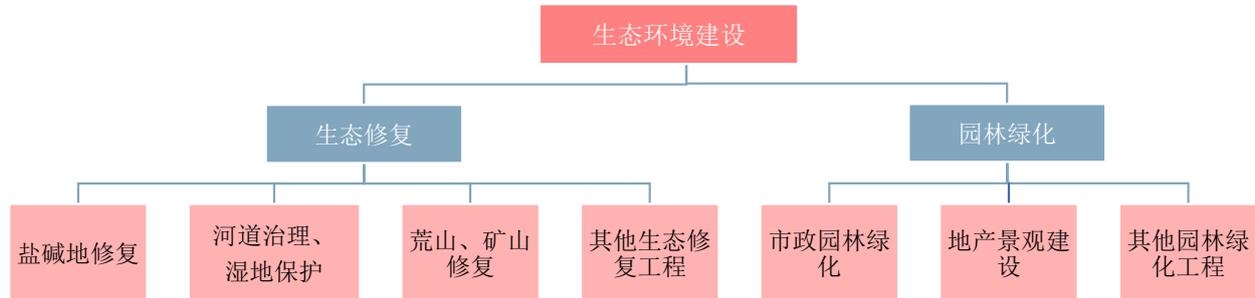


资料来源：公司公告，中信建投研发部

生态修复和园林绿化均衡发展，公司业务能力出众

公司主要的营业收入来源于生态修复和园林绿化两大板块。生态修复领域主要是指盐碱化治理、荒山修复、河道治理、湿地保护、水土保持、郊野公园等生态建设项目；市政园林绿化主要是指各级政府、企事业单位投资建设的城市公园、城市道路绿化带、公共休闲场所、产业园区等园林工程项目。

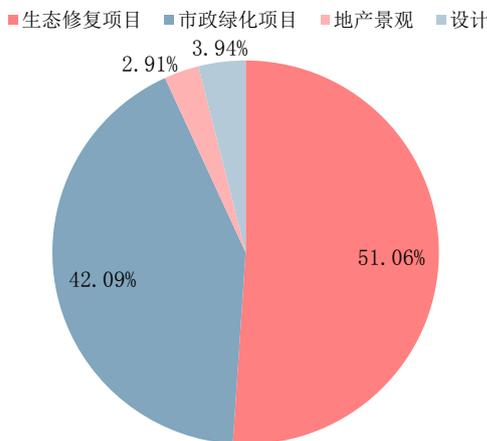
图 11：公司具体业务板块



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

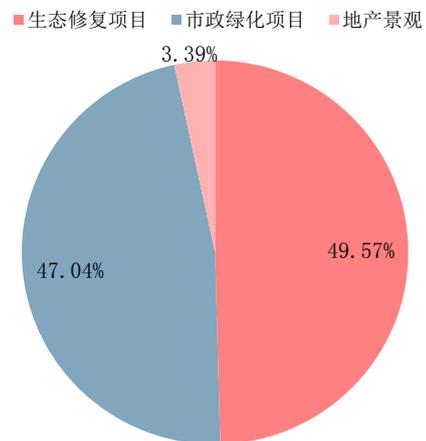
公司生态修复和园林绿化领域均衡发展,2018 年上半年公司业务收入总额为 3 亿元,各项业务占比情况为:生态修复项目 51.06%,市政绿化项目 42.09%,地产景观 2.91%;营业成本总额为 1.85 亿元,各项业务占比情况与营业收入基本一致。从毛利情况来看,生态修复项目的毛利占比较大,且生态修复项目毛利率逐年上升,推动公司毛利率稳健上升;市政绿化项目毛利率近年来也逐年上升;地产景观毛利率 2018H 有所下降,地产景观类项目成本投入更大,在宏观资金面较为紧张的 2018 年,为保证公司现金流稳健,公司承接了更多周转速度快的园林类项目。

图 12：2018H 公司各业务板块营业收入占比情况



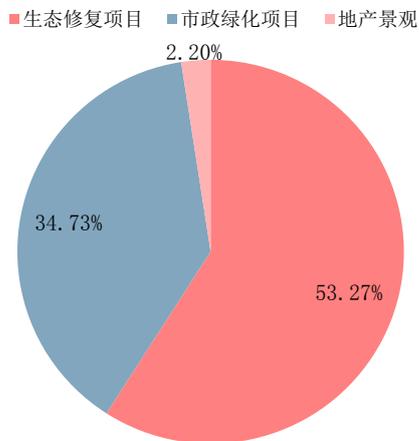
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 13：2018H 公司各业务板块营业成本占比情况



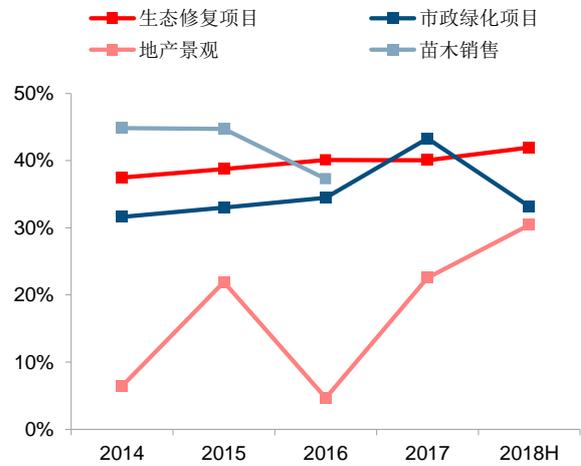
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 14：2018H 公司各业务板块毛利占比情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 15：公司各业务板块毛利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司凭借优秀资质承接了众多明星项目，积累了优秀的业内口碑。公司已经拿到了城市园林绿化一级资质证书，风景园林设计专项甲级证书，公司承接了天津 8·12 爆炸事故现场修复重建项目，曾经的满目疮痍依然成为今日的海港生态公园；公司与中建三局强强联合，拿下了千年雄安第一标项目，建立了雄安对外的重要窗口——雄安市民中心；公司还承接了内蒙古 70 周年大庆献礼工程——昭君墓公园。

图 16：天津 8·12 爆炸事故现场（修复前）



资料来源：法制晚报，中信建投证券研究发展部

图 17：天津 8·12 爆炸事故现场（修复后）



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图 18：昭君墓公园建成俯瞰图



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

紧扣生态绿化主旋律，一体化经营将成趋势，行业集中度有望提升

环境保护的现实需求、城镇化及房地产的稳步发展助力行业发展

生态环境保护的现实需求推动生态修复领域发展

目前，我国正处于工业化、信息化、城镇化、农业现代化加快发展的时期，经济社会的快速发展对自然生态系统形成了巨大的压力，生态环境的破坏日趋严重。根据发改委等部门联合发布的《全国生态保护与建设规划（2013~2020年）》的数据显示，目前我国水土流失面积达 295 万平方公里，年均土壤侵蚀量高达 45 亿吨；全国沙化土地面积 173 万平方公里，石质荒漠化土地面积 12 万平方公里；草原超载过牧情况严重，可利用天然草原 90%存在不同程度的退化。生态环境的持续恶化将严重影响我国经济社会可持续发展和国家生态安全，因此，我国的生态环境保护工作急需进一步加强。

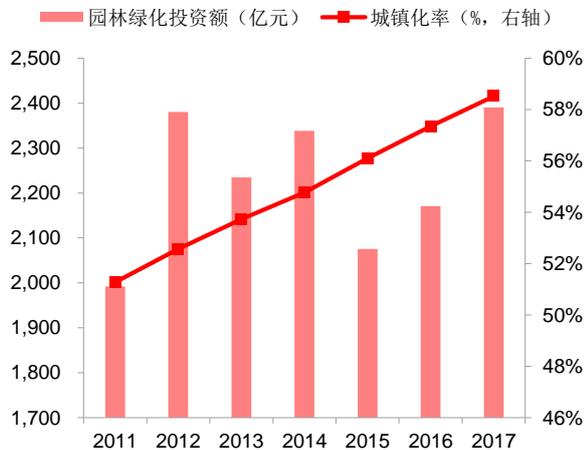
十九大报告中明确提出“坚持人与自然和谐共生。树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，建设美丽中国，为人民创造良好生活 environment”，我们必须从工业化的黑色道路向可持续发展的绿色道路转折，而做好生态修复是转折的必要途径。

城镇化带动园林绿化领域市场增长

绿化的环境功能，是潜在的生产力，融合在社会生产的全过程中。作为一项重要的环境资本，是可持续发展的保障条件之一。许多城市和社区出现了“以绿引资，因绿兴市”的连锁反应，因环境改善、景观美化，而招来投资者、旅游者，繁荣了经济。因此，随着我国经济的持续发展和城镇化进程的逐步深化，我国园林绿化领域市场发展迅速。2011年~2018年，城镇化率指标从 51.27% 上升至 59.58%，逐年提高。2011~2017年，我国建成区面积从 436.03 万公顷增至 562.25 万公顷，同期，我国城市绿地面积从 224.29 万公顷增至 292.13 万公顷，年均增长率达 4.46%；城市公园绿地面积从 48.26 万公顷增至 61.41 万公顷，城市公园绿地面积从 48.26

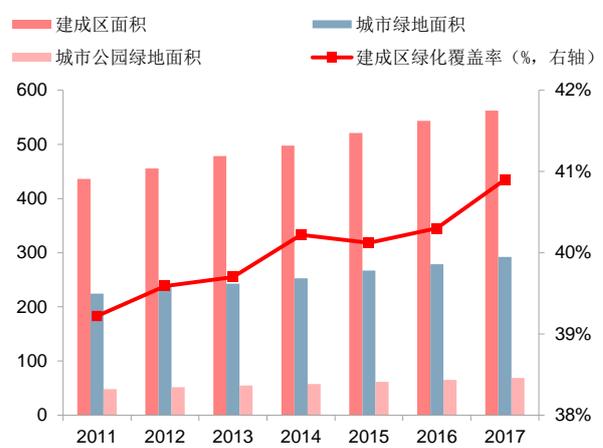
万公顷增至 68.84 万公顷。

图 19: 全国园林绿化投资额及城镇化率



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 20: 全国城市绿化情况 (单位: 万公顷)



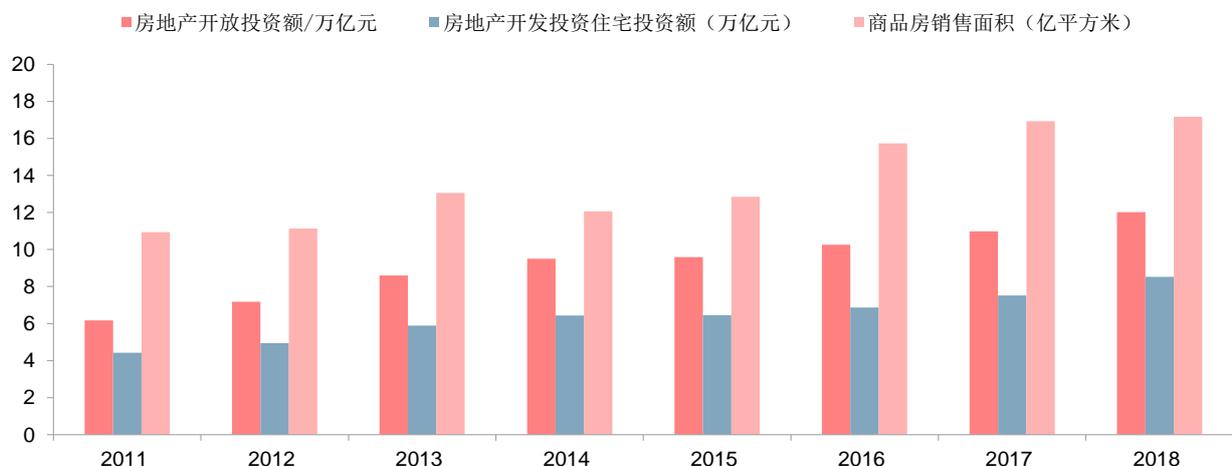
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

根据《河北雄安新区规划纲要》，我国新型城市代表雄安新区的城市绿化覆盖率要达到 50% 以上，这也是我国未来对城市绿化覆盖率的标准和要求，是城镇园林绿化的发展方向。而我国建成区绿化覆盖率目前仅为 40.90%，距离标准还有一段距离，这为园林绿化行业的发展带来了更广阔的市场和机遇。

房地产行业的稳步发展为园林绿化领域增长提供了市场保障

近年来，我国房地产行业始终保持稳定增长的态势。2011 年~2017 年，全国房地产开发投资额从 6.18 万亿元增长至 12.03 万亿元，房地产开发住宅投资额从 4.43 万亿元增长至 8.52 万亿元，商品房销售面积从 10.94 亿平方米增长至 17.17 亿平方米。同时，根据《城市绿化规划建设指标的规定》中“新建居住区绿地占居住区总用地比率不低于 30%”的要求，我国房地产行业的稳步发展将会是园林绿化领域市场增长的有力保障。

图 21: 全国房地产业发展情况



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

行业集中度有望提升，一体化经营和跨区域竞争或为行业发展趋势

园林绿化企业的一体化经营趋势

目前我国园林绿化企业以中小企业为主，受限于专业人才、施工技术、资金、业务规模等多种因素，大多数企业只具备经营某一项业务的能力。但是园林绿化领域各个业务之间具有较强的联动性、互补性和协同性，完整的产业链有助于企业控制产品和服务的品质，提高企业的核心竞争力。因此，园林绿化企业未来必将以为客户提供一体化的园林绿化服务为发展目标。目前行业内包括本公司在内的一些优势企业已经具备了一体化经营的能力。

图 22：园林绿化一体化业务链条



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

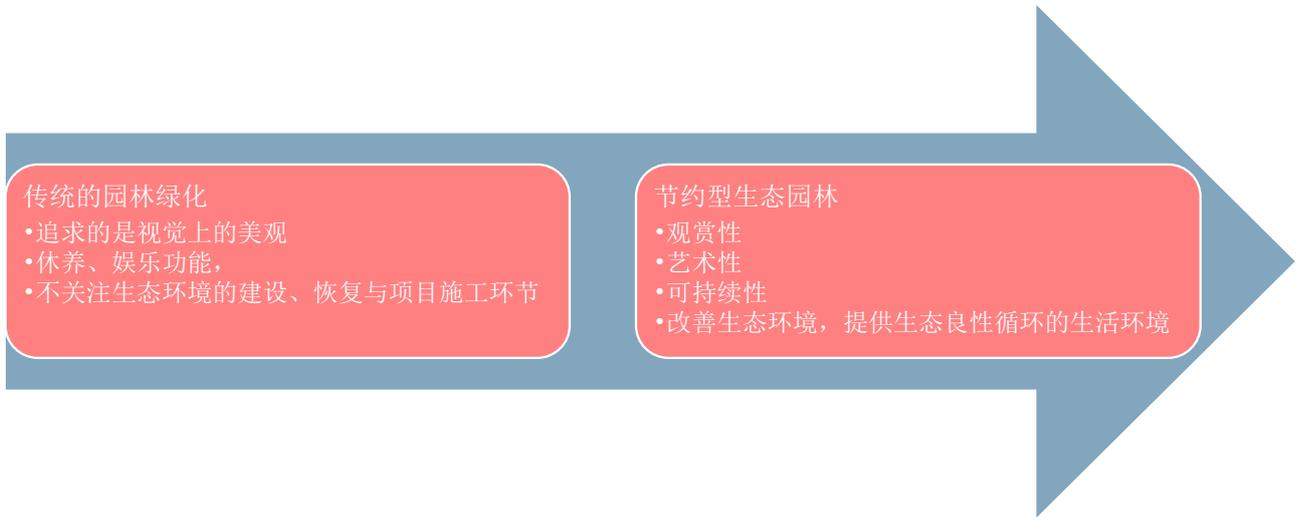
园林绿化领域集中度逐步提升

在经济发展与需求增长的拉动下，我国园林绿化领域实现了快速发展。目前，全国从事园林绿化相关业务的企业已超过 16000 家，园林规划设计院或设计公司超过 1200 家。行业规模不断扩大，竞争日益激烈，项目规模日益扩大，市场对项目标准也有了新的提升。行业内领先企业将依靠完整的产业链条、跨区域经营能力、大型项目施工能力和资金优势占据更大市场份额，行业集中度将逐步提升。

节约型生态园林是园林绿化领域的发展方向

节约型生态园林，主要是指以生态学原理和“节水、节能、节耗”理念为指导所建设的园林绿地系统，该系统中乔木、灌木、草本、藤本植物构成群落，种群间相互协调，有复合的层次和相宜的季相色彩，具有不同生态特性的植物能各得其所，构成一个和谐有序、稳定的群落。同时，在项目规划、设计、施工、养护等各个环节中，最大限度地节约各种资源，提高资源的利用率，减少能源消耗，充分利用自然资源和可购买性资源，降低项目全生命周期的碳足迹。

图 23：园林绿化发展历程



资料来源：公司公告，中信建投研发部

目前，传统的园林绿化所追求的是视觉上的美观和一定的休养、娱乐功能，而对于生态环境的建设、恢复与项目施工环节的降耗增效关注甚少。节约型生态园林是园林绿化行业更高层次的体现，不但具有观赏性、艺术性、可持续性，更具备改善生态环境的作用，可为人们提供具有生态良性循环的生活环境。节约型生态园林将会是未来园林绿化领域的发展方向。

生态修复领域跨区域竞争日趋明显

企业在生态修复领域的竞争优势主要体现在工法及工艺、抗性苗木的研发与培育、跨地域复杂环境的施工经验等方面。目前，大多数公司只在生态修复领域的某一方面具有一定的竞争优势，极少数公司具备生态修复领域全面的竞争优势。中国行政区划地理跨度较大、气候差异明显，生态修复需要的技术种类、植物的选取、施工技法、施工周期均有较大差异，同时，受各地区经济水平和总量发展的不平衡的影响，这导致生态修复类企业在规模和质量方面形成较强的区域化特征。而随着企业在业务模式、资金实力、资质能力等方面逐渐积累起竞争优势，生态修复技术研发水平的稳步提升，生态修复跨区域竞争的趋势已日益明显。

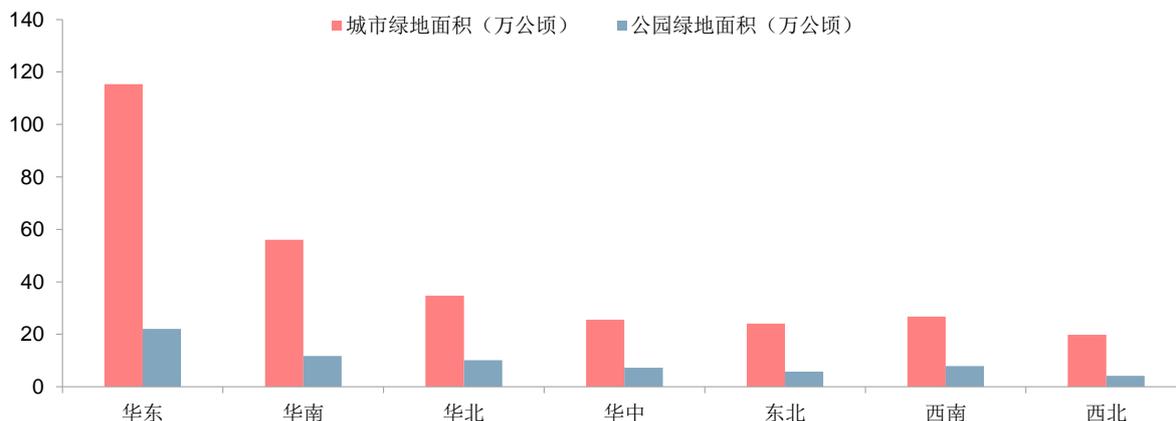
业绩拐点显现，技术人才双轮驱动助公司快速成长

外延发力，订单激增，公司进入业绩拐点

外延拓展发力，展开全国市场布局

我国园林绿化领域的区域性较为明显，目前，我国经济较发达的华东、华南地区在城市绿地面积、建成区绿化覆盖率、人均公园绿地面积等指标上均明显高于其他地区。华东和华南地区拥有一批综合实力较强的园林绿化企业，而华东华南地区以外的区域市场空间大、竞争不明显。公司主要业务领域集中在京津冀与内蒙古地区，具有较为明显的区域优势，并且有望受益于京津冀一体化建设。此外，北方春季到来，也为公司接下来一段时间的发展带来了利好因素。

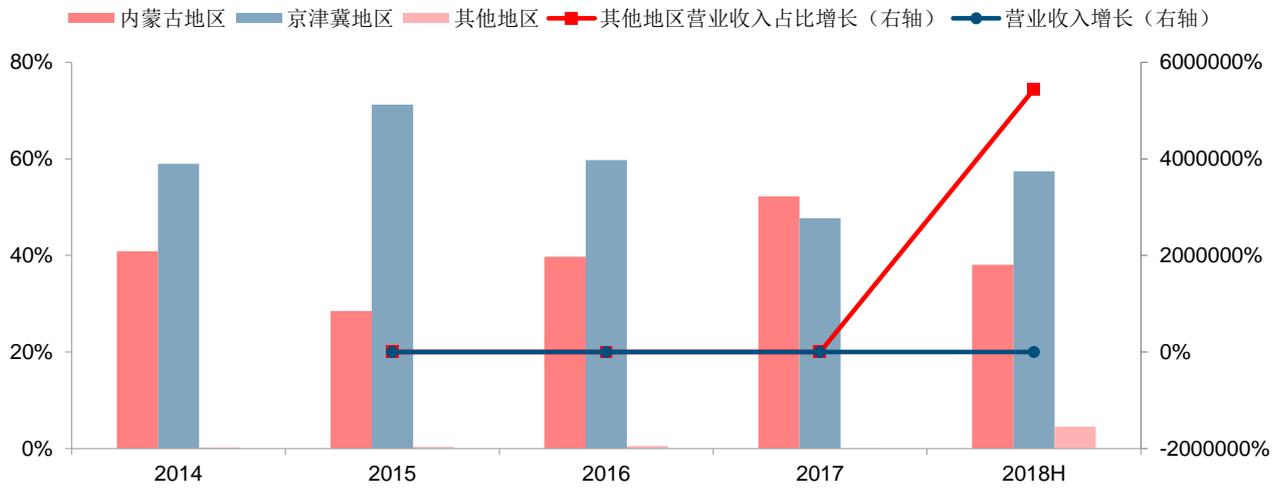
图 24：我国各地区城市与公园绿地面积情况



资料来源: Wind, 中信建投研发部

公司积极布局区域扩张战略，进一步向西部地区及全国化方向拓展业务。公司于 2018 年在西安新成立一家子公司，2019 年 1 月成立了乐山分公司。截至目前，公司已经在北京、河北、内蒙、山东、山西、陕西、甘肃、江苏、安徽等地建立了 10 家子公司、9 家分公司。从营业收入按地域划分情况来看，公司早期主要的营业收入来源均为京津冀和内蒙古地区，2018 半年报中公司的各地营业收入占比有了很大改变，其他地区的营业收入占比达到 4.54%，未来公司重点发展华东、华中、西南、西北核心城市及周边 50 公里范围内区域以及非核心城市优质项目区域，逐步建立公司市场品牌。

图 25：公司各地营收占比情况（单位：%）



资料来源：公司公告，中信建投研发部

2018 年公司与山东高速合作，共同设立了山东高速绿色技术发展有限公司，为公司将来在山东地区乃至山东周边地区的发展奠定了坚实基础。此外，2018 年公司出色的完成了雄安市市民中心服务中心项目，雄安市市民中心将成为雄安市的对外窗口，该项目的承接有利于公司品牌形象在雄安新区乃至全国的树立，对于公司进一步参与雄安新区建设提供了有利条件。

图 26：雄安新区市民服务中心（正面图）



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

图 27：雄安新区市民服务中心（俯瞰图）



资料来源：百度图片，中信建投证券研究发展部

订单连连开花，业绩拐点显现

2018 年公司披露的大额项目总金额为 4.51 亿元，其中金额最大的单个项目金额为 1.5 亿元；2019 年至今，公司京津冀项目接连开花、全国市场布局进一步完善，1~2 月大额项目总金额近 15 亿元，其中单个项目金额最大为 9.8 亿元，订单量激增，前期布局开始见效，为业绩快速增长提供支撑。

表 1：公司 2018 年披露的大中型项目情况

| 时间 | 项目名称 | 总金额(亿元) |
|-------------|---|---------|
| 2018 年 2 月 | 内蒙古自治区乌兰察布市察右后旗 2017 年白镇城镇园林建设工程项目 | 0.79 |
| 2018 年 2 月 | 河北省雄安新区市民服务中心项目 | |
| 2018 年 6 月 | 内蒙古自治区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 | 1.5 |
| 2018 年 6 月 | 内蒙古自治区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 | 0.56 |
| 2018 年 9 月 | 内蒙古自治区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 | 1.07 |
| 2018 年 10 月 | 天津临港湿地二期中部区域工程 | 0.59 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

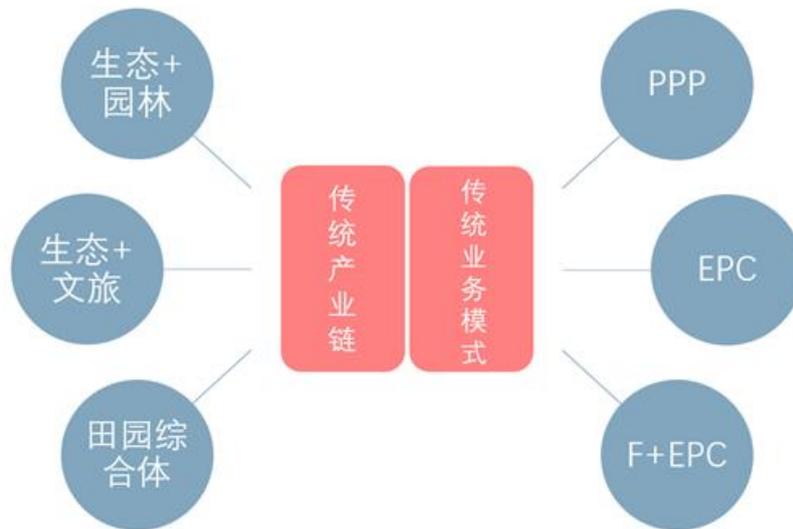
表 2：公司 2019 年披露的大中型项目情况

| 时间 | 项目名称 | 总金额(亿元) |
|------------|--|------------|
| 2019 年 2 月 | 江苏省南京市浦口区星甸街道九峰山田园综合体 PPP 项目 | 9.88（联合中标） |
| 2019 年 2 月 | 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 | 1.89 |
| 2019 年 2 月 | 天津市东丽区 2019 年度造林绿化工程（第一批） | 2.12 |
| 2019 年 2 月 | 天津市滨海新区“双城之间”绿色森林屏障项目 | 1.26 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司早期经营以传统的项目投标业务模式为主，现逐步转变成投资、运营型的业务模式，增加 PPP、EPC 等方面功能。2018 年至今，根据公司披露公告，公司承接了一项 EPC 项目，先后承接了两项 PPP 项目。在产业链延伸方面，公司除了持续在盐碱地治理、土壤修复、河道治理等方面推进外，还将发展生态旅游、文化旅游。2018 年 3 月 23 日，公司选址旅游资源丰富的内蒙古成立了丰隆生态子公司进行旅游开发建设运营为农旅业务板块奠定了基础。

图 28：公司产业链及业务模式发展



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

负债率低，现金流充足，为扩张提供杠杆空间

公司财务状况良好，较大融资空间助力公司快速发展。公司一向稳健经营，资产负债率逐年下降，由 2013 年的 63.51% 下降到 2017 年的 23.82%，2018Q3 的资产负债率为 19.13%，处于同行最低水平。此外，2016 年至今，公司短期借款为 0，2014 年至今，公司长期借款为 0，当前不存在有息负债。公司的负债主要来自于公司的应付和预收款项，共占 4 个多亿，公司不仅对供应商较强的谈判能力，与同行企业相比经营态度更为稳健谨慎，2018Q3 公司在手现金及现金等价物共计 9.6 亿元，优质的财务状况和巨大的融资空间为公司将来的发展和扩张奠定了雄厚的基础。

表 3：公司及同行业资产负债率情况（%）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018Q3 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
| 东方园林 | 57.05 | 56.22 | 63.83 | 60.68 | 67.62 | 70.43 |
| 蒙草生态 | 47.19 | 54.79 | 51.20 | 56.19 | 68.55 | 64.43 |
| 棕榈股份 | 62.56 | 67.48 | 64.78 | 66.73 | 63.18 | 65.83 |
| 岭南园林 | 64.62 | 60.64 | 73.58 | 50.12 | 65.88 | 69.97 |
| 美尚生态 | 58.76 | 56.38 | 40.90 | 46.19 | 58.11 | 59.00 |
| 平均值 | 58.04 | 59.10 | 58.86 | 55.98 | 64.67 | 65.93 |
| 本公司 | 63.51 | 59.92 | 44.81 | 40.17 | 23.81 | 19.13 |

资料来源：公司公告，中信建投研发部

表 4：公司及同行业短期借款情况（亿元）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018Q3 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 东方园林 | 11.50 | 20.57 | 12.36 | 22.31 | 33.25 |
| 蒙草生态 | 4.77 | 6.50 | 15.91 | 17.75 | 22.63 |

请参阅最后一页的重要声明

| | | | | | |
|------|------|------|------|-------|-------|
| 棕榈股份 | 7.16 | 6.90 | 7.53 | 17.54 | 25.53 |
| 岭南园林 | 4.49 | 5.11 | 2.00 | 15.60 | 19.10 |
| 美尚生态 | 2.05 | 3.03 | 5.78 | 9.70 | 9.54 |
| 平均值 | 5.99 | 8.42 | 8.72 | 16.58 | 22.01 |
| 本公司 | 0.30 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

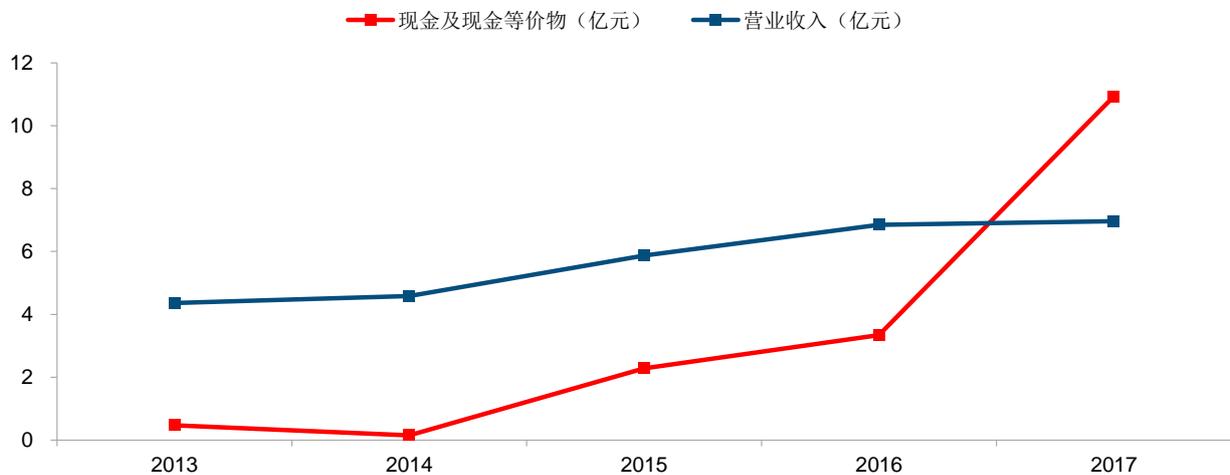
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 5：公司及同行业长期借款情况（亿元）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018Q3 |
|------|------|-------|------|-------|--------|
| 东方园林 | 1.70 | 0.68 | 8.53 | 20.01 | 6.92 |
| 蒙草生态 | 1.29 | 0.79 | 2.21 | 7.58 | 6.62 |
| 棕榈股份 | 6.60 | 13.67 | 9.76 | 1.08 | 3.98 |
| 岭南园林 | 0.61 | 1.64 | 1.92 | 4.94 | 8.61 |
| 美尚生态 | 0.65 | 0.74 | 3.63 | 2.24 | 1.97 |
| 平均值 | 2.17 | 3.50 | 5.21 | 7.17 | 5.62 |
| 本公司 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 29：公司现金及现金等价物与公司营业收入情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司收现比处于同行业前列，经营性现金流波动较小。2014、2015 年公司的收现比为 73.71、93.01，均位列同行业第一名，整体来看，公司主营业务收入中获得现金的能力属于同行前列。与同行业相比，公司经营性现金流波动较小，2015 年-2017 年公司经营性现金流始终为正，行业龙头东方园林等企业因为 PPP 项目的助力而在前些年保持了较大数额的经营性现金净流入，但 2018 年在宏观资金面情况较差情况下，大多遇到了资金周转困难问题，而公司尚能维持经营性现金净流出仅 1.48 亿元，因此，公司经营性现金流较为稳定，经营状况稳健谨慎。

表 6：公司及同行业收现比情况（%）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018Q3 |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 东方园林 | 73.25 | 80.35 | 82.16 | 67.85 | 72.96 |
| 蒙草生态 | 59.56 | 64.21 | 70.11 | 62.49 | 58.92 |
| 棕榈股份 | 60.51 | 71.60 | 104.78 | 87.38 | 114.61 |
| 岭南园林 | 53.03 | 49.35 | 66.10 | 51.94 | 58.00 |
| 美尚生态 | 66.93 | 56.41 | 34.45 | 49.77 | 72.24 |
| 平均值 | 62.66 | 64.38 | 71.52 | 63.89 | 75.35 |
| 本公司 | 73.71 | 93.01 | 81.43 | 75.30 | 71.08 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 7：公司及同行业经营性现金流情况（亿元）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018Q3 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 东方园林 | -2.63 | -3.03 | 3.68 | 15.68 | 29.24 |
| 蒙草生态 | -1.93 | -0.64 | 0.85 | 1.06 | 4.20 |
| 棕榈股份 | -1.66 | -2.64 | -6.69 | 0.67 | 2.26 |
| 岭南园林 | -0.31 | -1.92 | -1.37 | -0.75 | -5.21 |
| 美尚生态 | 0.29 | 0.01 | -1.43 | -1.84 | -1.96 |
| 平均值 | -1.25 | -1.64 | -0.99 | 2.96 | 5.71 |
| 本公司 | -0.24 | 1.16 | 1.21 | 0.08 | -1.48 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展

技术人才双轮驱动助力公司成长为参天大树

多个研发平台和高水平研发投入成就强大业务能力。生态环境建设行业企业的竞争力主要体现在工法及工艺等专业技术能力上。公司拥有天津市生态环境建设行业的首家市级企业重点实验室-天津市景观生态修复企业重点实验室，天津市企业技术中心和天津市环境变化与生态修复校企协同创新实验室 3 个省级研发平台，与数家科研院校机构保持良好的研究合作关系，多个研发平台和高水平研发投入成就公司强大业务能力，为未来快速发展提供强有力的技术支撑。

公司核心技术主要涵盖生态修复、低碳型绿地构建、先锋植物新品种开发三大领域。公司在生态修复和低碳型绿地构建方面均拥有超过 20 项核心专利，并已形成了盐碱地土壤修复和治理领域的技术优势，拥有盐碱地土壤修复和治理领域的丰富经验。这使得公司在施工难度大、技术要求高的生态修复项目中具有了核心竞争力，进一步推动了毛利率稳步增长。

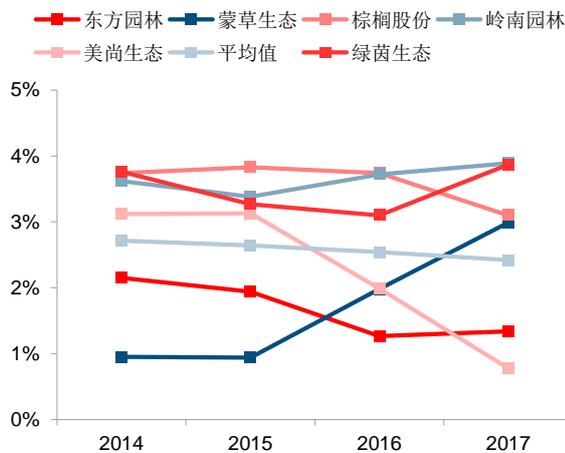
图 30：公司研究合作院校



资料来源：公司公告，院校官网，中信建投研究发展部

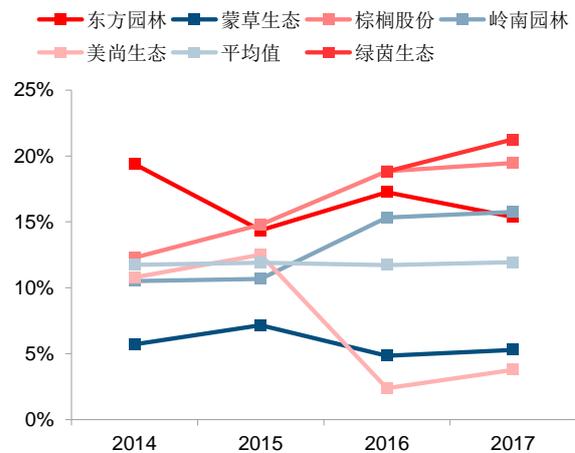
通过多年的技术积累和工法实践，截止目前，公司共取得了专利 86 项，其中发明专利 6 项，实用新型专利 72 项。获得之物新品种权证书 1 项，软件著作权 2 项，商标 4 个，专著 1 个。获得天津师范大学许可，以独占方式实施其所拥有的发明专利“一种采用细微垃圾堆肥浸提液提高草坪抗旱性的方法”。在公司参与研发的“低覆盖度防沙治沙的原理和技术”于 2015 年经国家林业局鉴定达到国际领先水平。公司拥有城市园林绿化企业壹级、风景园林工程设计专项甲等专业资质同时参编、修编了 3 项天津市园林行业地方标准，并主持了国家农业转化科技项目一项，为公司规划设计、苗木种植、工程施工、绿化养护等业务提供了可靠的技术支持和保障。此外，公司积极投入乡村环境治理工作，2018 年成为国家乡村环境治理科技创新联盟副理事长单位，该联盟是国家在乡村环境治理方面的重要支撑力量。

图 31：公司及行业研发费用占营收情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 32：公司及行业研发人员占比情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

研发投入占营业收入的比例是衡量一家公司研发强度的关键指标，我们统计了 2014 年~2017 年生态环境建设工程公司的研发投入占营收比例的情况，在可比公司中，绿茵生态的研发投入一直维持着行业较高水平，2014 年-2017 年比例分别为：3.76%、3.27%、3.10%、3.87%。此外，公司研发人员数量占比指标处于行业领先水平，在 2017 年以 21.26% 的比例处于行业第一名。2017 年研发投入占营收比显著回升为行业领先水平，研发人员数量占比排名第一，公司与国家级研发平台的“产学研推”的紧密结合体的打造是得公司研发投入增加，增加了研发专员人才。

实力雄厚高管助力公司远洋。公司主要管理者具有较高的学历及专业职称，公司人均营业收入水平位于行业前列，能够反映出公司管理水平及管理效率。公司近一年来聘请了四位实力雄厚的公司高级管理人员，他们分别是拥有多年董秘经验的郝锴（董事会秘书、副总裁）、对水运工程运作技术有较强的熟悉度又有深厚的金融财务知识功底的张功新（常务副总裁）、曾任万科房地产有限公司工程管理中心助理经理、副经理，采购管理部经理，成本管理经理的范研（副总裁）和拥有高级工程师资格的前天津学院市政景观建设发展有限公司董事长郭小强（副总裁），高学历，实力雄厚高管的到来为公司未来发展带来无限的可能。

盈利预测

作为生态修复、园林绿化优质企业，自有现金充裕、无有息负债、实控人股权无质押。公司内生外延发展思路清晰，2019 新签订单倍数增加，订单集中释放有望带动业绩高速增长，业绩拐点显现。我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 5.12、10.01、15.41 亿元，归母净利润分别为 1.53、2.12、3.05 亿元，EPS 分别为 0.96、1.33、1.91 元，看好公司长期发展，首次覆盖，给予增持评级。

风险分析

区域拓展速度不及预期的风险；工程施工进度不及预期的风险

表 8：绿茵生态财务报表及指标预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 2090.64 | 2045.10 | 2939.98 | 3430.29 | 营业收入 | 695.70 | 512.82 | 1001.03 | 1541.44 |
| 现金 | 168.11 | 1165.22 | 1384.50 | 1405.75 | 营业成本 | 415.06 | 306.32 | 654.10 | 1019.27 |
| 应收账款 | 830.53 | 284.90 | 827.36 | 1360.53 | 营业税金及附加 | 2.78 | 5.28 | 5.50 | 10.17 |
| 其它应收款 | 0.13 | 7.13 | 7.83 | 12.72 | 营业费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付账款 | 0.29 | 1.28 | 0.94 | 2.41 | 管理费用 | 58.15 | 46.15 | 90.09 | 144.89 |
| 存货 | 167.02 | 437.11 | 580.37 | 552.15 | 财务费用 | -0.49 | -3.52 | 1.27 | 7.63 |
| 其他 | 924.56 | 149.46 | 138.98 | 96.73 | 资产减值损失 | 35.72 | 10.00 | 21.15 | 22.29 |
| 非流动资产 | 59.75 | 50.12 | 48.37 | 46.30 | 公允价值变动收益 | 4.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 投资净收益 | 14.77 | 27.00 | 14.90 | 18.89 |
| 固定资产 | 36.65 | 33.57 | 30.48 | 27.39 | 营业利润 | 206.79 | 175.59 | 243.83 | 356.08 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 0.89 | 6.09 | 7.74 | 4.90 |
| 其他 | 23.05 | 16.51 | 17.84 | 18.86 | 营业外支出 | 0.02 | 0.94 | 0.42 | 0.46 |
| 资产总计 | 2150.39 | 2095.22 | 2988.36 | 3476.59 | 利润总额 | 207.66 | 180.74 | 251.15 | 360.52 |
| | | | | | 所得税 | 28.57 | 27.11 | 37.67 | 54.08 |
| 流动负债 | 510.50 | 246.10 | 967.36 | 1411.21 | 净利润 | 179.09 | 153.63 | 213.47 | 306.44 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 200.00 | 400.00 | 少数股东损益 | 0.73 | 0.80 | 0.91 | 1.39 |
| 应付账款 | 386.93 | 170.18 | 556.60 | 819.35 | 归属母公司净利润 | 178.35 | 152.82 | 212.56 | 305.05 |
| 其他 | 123.56 | 75.93 | 210.76 | 191.86 | EBITDA | 206.75 | 175.16 | 248.18 | 366.79 |
| 非流动负债 | 1.41 | 0.93 | 201.03 | 501.12 | EPS (摊薄) | 1.11 | 0.96 | 1.33 | 1.91 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 200.00 | 500.00 | | | | | |
| 其他 | 1.41 | 0.93 | 1.03 | 1.12 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 511.90 | 247.04 | 1168.39 | 1912.34 | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| | | | | | 营业收入增长率 | 1.50% | -26.29% | 95.20% | 53.98% |
| 少数股东权益 | 3.85 | 4.65 | 5.57 | 6.96 | 归属于母公司净利润增长率 | 3.75% | -14.31% | 39.09% | 43.51% |
| 归属母公司股东权益 | 1638.49 | 1848.18 | 2019.97 | 2264.25 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2150.39 | 2095.22 | 3188.36 | 4176.59 | 毛利率 | 40.34% | 40.27% | 34.66% | 33.88% |
| | | | | | 净利率 | 25.64% | 29.80% | 21.23% | 19.79% |
| | | | | | ROE | 10.91% | 8.29% | 10.55% | 13.51% |
| | | | | | ROIC | 27.93% | 27.89% | 31.26% | 30.38% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 23.81% | 11.79% | 36.65% | 45.79% |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 流动比率 | 4.10 | 8.31 | 3.04 | 2.43 |
| 经营活动现金流 | 7.78 | -13.62 | 47.56 | 72.44 | 速动比率 | 3.77 | 6.53 | 2.44 | 2.04 |
| 净利润 | 179.09 | 152.82 | 212.56 | 305.05 | 营运能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 3.61 | 3.09 | 3.09 | 3.09 | 总资产周转率 | 0.41 | 0.24 | 0.39 | 0.48 |
| 财务费用 | 0.00 | -3.52 | 1.27 | 7.63 | 应收账款周转率 | 1.83 | 1.84 | 2.75 | 2.24 |
| 投资损失 | -14.77 | -27.00 | -14.90 | -18.89 | 应付账款周转率 | 1.83 | 1.84 | 2.75 | 2.24 |
| 营运资金变动 | 64.65 | -139.82 | -155.37 | -225.83 | 每股指标 (元) | | | | |
| 其它 | -224.80 | 0.80 | 0.91 | 1.39 | 每股收益 (最新摊薄) | 1.11 | 0.96 | 1.33 | 1.91 |
| 投资活动现金流 | -642.92 | 951.15 | 14.67 | 18.59 | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.05 | -0.09 | 0.30 | 0.45 |
| 可供出售金融资产 | -2.00 | 1.33 | -0.22 | -0.30 | 每股净资产 (最新摊薄) | 10.24 | 11.55 | 12.62 | 14.15 |
| 长期投资 | -0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值比率 | | | | |
| 其他 | -640.87 | 949.81 | 14.90 | 18.89 | P/E | 17.94 | 20.94 | 15.05 | 10.49 |
| 筹资活动现金流 | 738.27 | 59.59 | 157.05 | -69.79 | P/B | 1.96 | 1.74 | 1.59 | 1.42 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 200.00 | 200.00 | EV/EBITDA | 10.11 | 11.55 | 8.88 | 7.31 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -200.00 | | | | | |
| 其他 | 738.27 | 59.59 | -42.95 | -69.79 | | | | | |
| 现金净增加额 | 103.13 | 997.11 | 219.28 | 21.25 | | | | | |

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

郑小波：环保行业组长，中山大学投资学硕士。6 年卖方环保公用研究经历（3 年港股+3 年 A 股），2015 年新财富最佳海外市场研究第四名核心成员，2016 年新财富公用事业第五名，2017 年金牛奖环保第三名。

报告贡献人

冯佳 010-86451420 fengjiazgs@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师慧 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859