

东珠生态 (603359.SH)

园林主业稳健成长，开拓碳汇蓝海市场

园林行业利润龙头，稳健成长动力充足。近年来园林行业持续洗牌，竞争格局已发生较大变化，公司持续保持稳健经营态势，今年Q1-3业绩体量继续领跑同业，同时公司毛利率、净利率较高，费用率管控能力突出，整体盈利能力较强。截至2021Q3末，公司资产负债率仅57%，在上市园林公司中处较低水平，有息负债率仅3%，处于极低水平，财务质量持续稳健。订单方面，今年Q1-3公司累计新签16亿元，同增21%，较去年有所回暖，当前公司在手订单较为充裕，且通过与央企国企联合不断获得优质订单，促公司持续稳步成长。

生态园林政策环境优良，林业碳汇蓝海市场空间广阔。我国长期以来积极应对全球气候变化，今年围绕绿色低碳发展目标，在生态园林领域持续出台系列发展促进政策。其中林业碳汇可有效解决CO₂上升，去除CO₂的成本约10-50美元/吨，而工业化碳捕集与封存(CCS)技术成本约为其2-3倍，林业碳汇经济性突显。碳汇产生的CCER(国家核证自愿减排量)可用于碳排放量抵扣，虽然自2017年发改委暂停了CCER备案申请，但随着今年7月全国碳排放权交易市场开启，市场对于CCER审批重启预期有所升温。我们测算林业碳汇2030年市场规模有望达700亿元，当前尚处蓝海，考虑到目前国内CCER交易价格仅约欧盟的1/10，未来碳汇资产价值有望凸显，驱动林业碳汇开发能力突出、资源储备丰富的相关企业价值重估。

公司林业碳汇开发优势突出：1)渠道资源，长期专注林业，与地方政府保持良好合作关系，有利于拓展符合CCER碳汇开发标准的森林资源，项目承揽能力较强；2)专业能力，当前公司已组建东珠碳汇子公司专门从事林业碳汇开发，拥有较强的专业团队；3)资金实力，良好的财务状况保障林业碳汇资金需求；4)合作伙伴，与较多权威机构保持良好合作，保障后续碳汇开发和申报的规范和顺利。未来如若林业碳汇市场发展提速，公司有望打造新增长点。

如若国内林业碳汇市场开启，有望打造全新增长点。今年以来公司先后与上海环境能源交易所签订战略合作协议、增加“碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发”经营范围、与四川长江造林局签署战略合作协议试点林业碳汇项目，持续取得积极进展，公司公告后续还将在云南省、广西省、福建省等其他森林资源丰富的省份积极开拓林业碳汇项目，持续布局林业碳汇资源。未来如若国内林业碳汇市场发展提速，公司有望打造新增长点。

投资建议：我们预测2021-2023年公司归母净利润分别为4.6/5.3/6.3亿元，同增20%/16%/18%(2020-2023年CAGR为18%)，EPS分别为1.03/1.19/1.41元，当前股价对应PE为13/12/10倍，考虑到公司积极布局林业碳汇成长潜力突出，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、新业务开拓不及预期风险、应收账款风险、信用环境收紧风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,338	2,675	3,082	3,630
增长率yoy(%)	26.5	15.9	14.4	15.2	17.8
归母净利润(百万元)	362	380	458	530	628
增长率yoy(%)	11.0	5.2	20.4	15.8	18.4
EPS最新摊薄(元/股)	0.81	0.85	1.03	1.19	1.41
净资产收益率(%)	12.5	11.9	12.6	13.1	13.8
P/E(倍)	17.0	16.1	13.4	11.6	9.8
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

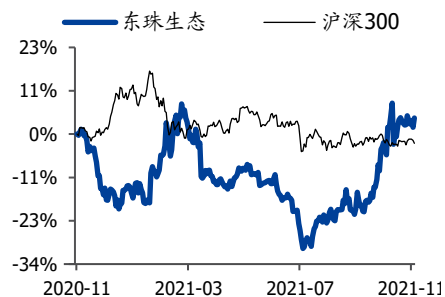
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年11月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	园林工程
11月26日收盘价(元)	13.75
总市值(百万元)	6,133.82
总股本(百万股)	446.10
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	10.53

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

相关研究

- 《东珠生态(603359.SH) G-ESG 评级报告》 2021-01-06
- 《东珠生态(603359.SH): 园林行业新格局, 稳健成长新龙头》 2020-11-04
- 《东珠生态(603359.SH): Q3 营收业绩大幅加速, 园林成长龙头崭露锋芒》 2020-10-20

内容目录

1. 园林行业利润龙头，近年来持续稳步成长.....	4
1.1. 营收业绩稳健增长，利润规模已据同业首位.....	4
1.2. 基本无有息负债，财务质量持续优异.....	6
1.3. 新签订单有所回暖，在手优质订单充足.....	6
2. 生态园林政策环境优良，碳汇促行业需求加速.....	7
2.1. 围绕绿色低碳发展目标，生态园林行业政策持续优化.....	7
2.2. 林业碳汇蓝海市场有望开启，未来行业空间广阔.....	9
3. 积极布局林业碳汇，有望打造新增长点.....	11
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	13
5. 风险提示.....	15

图表目录

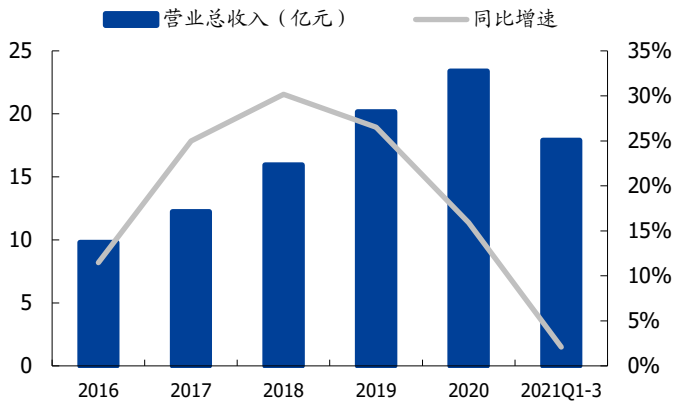
图表 1: 公司历年营收及增速.....	4
图表 2: 公司历年归母净利润及增速.....	4
图表 3: 园林上市企业 2021Q1-3 归母净利润.....	4
图表 4: 公司销售毛利率与行业对比.....	5
图表 5: 公司销售净利率与行业对比.....	5
图表 6: 公司期间费用率与行业对比.....	5
图表 7: 园林个股资产负债率.....	6
图表 8: 园林个股有息资产负债率.....	6
图表 9: 公司各季度累计新签合同额、累计新中标合同额及增速.....	7
图表 10: 生态保护和环境治理业固定资产投资完成额及增速.....	8
图表 11: 今年生态保护行业政策汇总.....	8
图表 12: CCER 与强制减排市场、自愿减排市场.....	9
图表 13: 我国碳交易试点成交价格走势.....	10
图表 14: 欧洲碳市场价格走势.....	10
图表 15: 公司今年碳汇业务发展举措汇总.....	11
图表 16: 我国森林资源龄组结构.....	12
图表 17: 公司林业 CCER 开发进度假设.....	13
图表 18: 公司主营业务拆分预测.....	14
图表 19: 可比 A 股建筑公司估值表.....	14

1. 园林行业利润龙头，近年来持续稳步成长

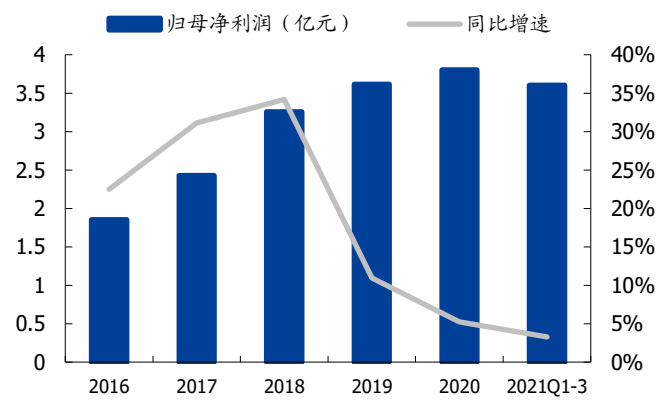
1.1. 营收业绩稳健增长，利润规模已据同业首位

在行业持续洗牌过程中，公司依托稳健经营策略持续高质量增长。2020/2021Q1-3 分别实现主营业务收入 23.4/17.9 亿元，同比增长 16%/2%；分别实现归母净利润 3.8/3.6 亿元，同比增长 5%/3%。2020 年疫情环境下依然实现稳健增长，2021 年前三季度公司净利润已接近去年全年水平，增速放缓主要系去年同期疫后赶工基数较高。

图表 1: 公司历年营收及增速



图表 2: 公司历年归母净利润及增速

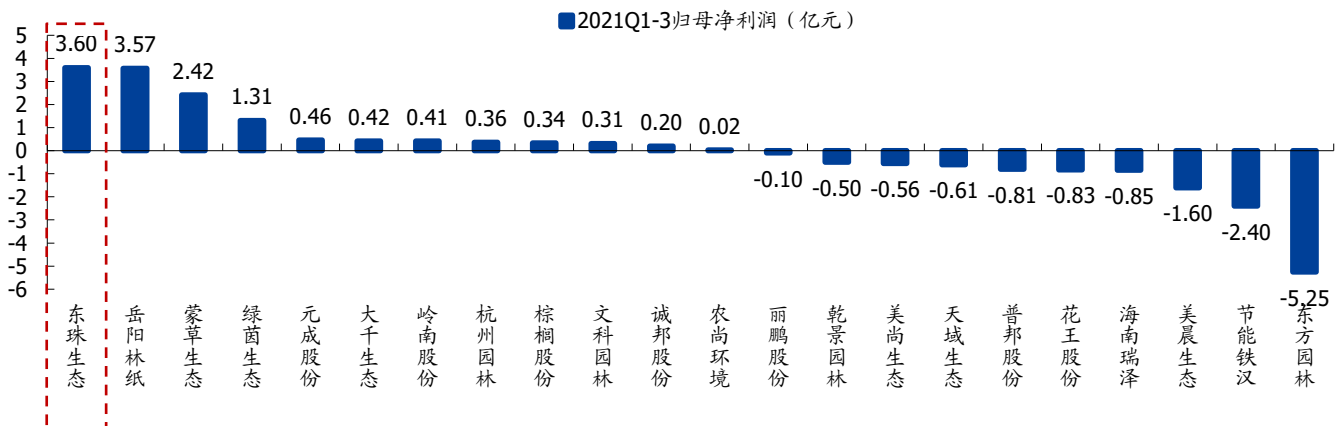


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业新格局逐步确立，2021Q1-3 公司净利润继续领跑同业。近年来随着生态园林供给侧逐渐收缩，行业竞争格局已出现较大变化，2021 年 Q1-3 东珠生态实现归母净利润 3.6 亿元，继续领跑园林上市企业，为行业利润龙头。

图表 3: 园林上市企业 2021Q1-3 归母净利润

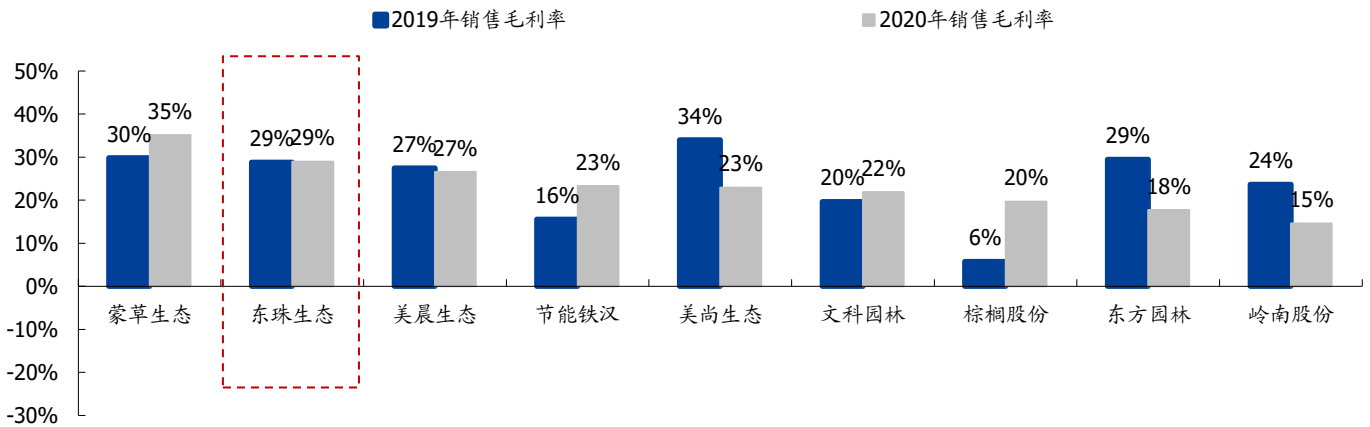


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力强，费用率管控能力优异。选取 8 家主要同业上市公司——东方园林、节能铁汉、岭南股份、棕榈股份、美尚生态、文科园林、美晨生态等进行比较。2019 年/2020 年，公司毛利率分别为 29%/29%，净利率分别为 19%/17%，均处行业前列；期间费用

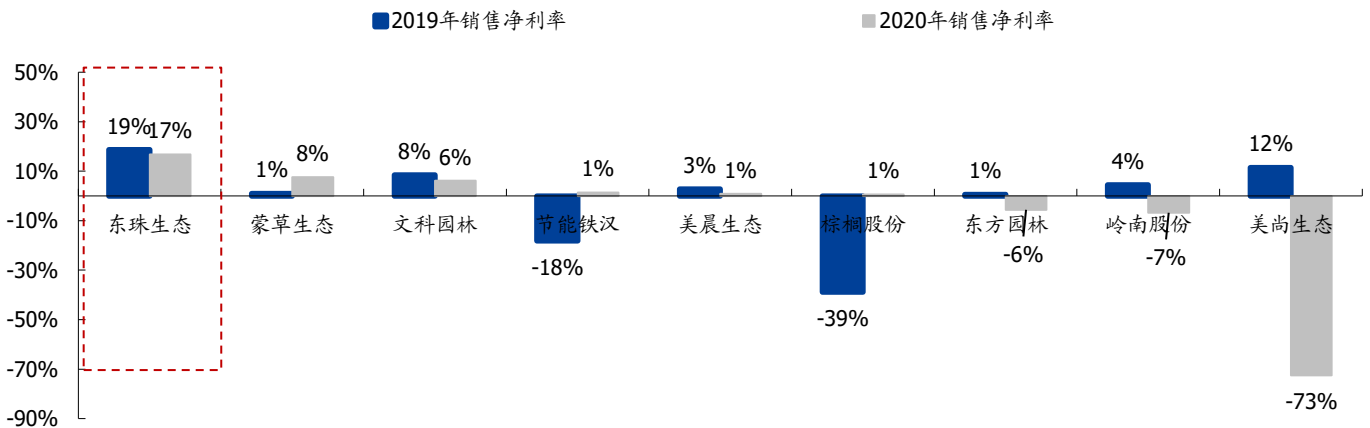
率分别仅为7%/6%，彰显较强的费用管控实力。

图表4: 公司销售毛利率与行业对比



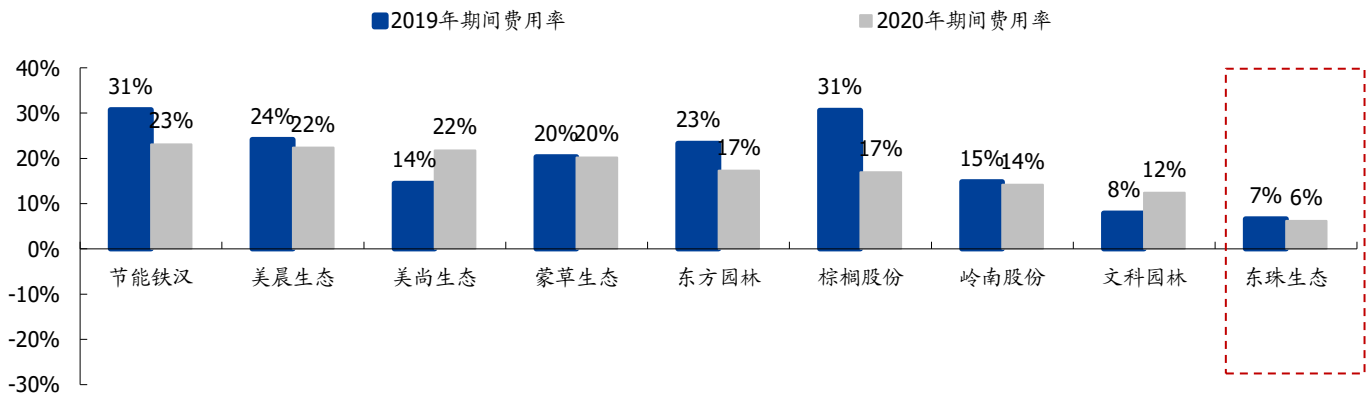
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司销售净利率与行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司期间费用率与行业对比

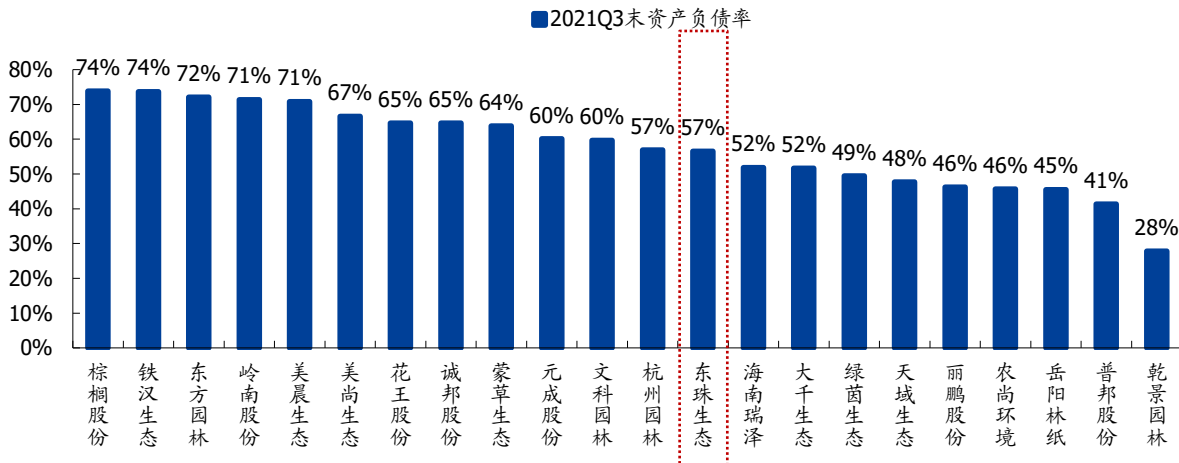


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 基本无有息负债，财务质量持续优异

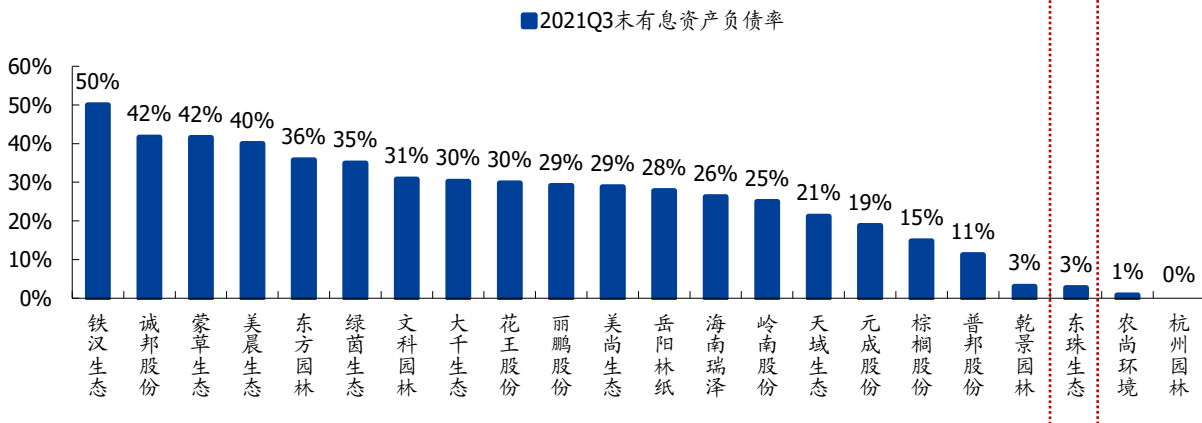
截至 2021Q3 末，公司资产负债率仅 57%，在上市园林公司中处较低水平，且有息负债率仅 3%，处于极低水平。同时大股东无股权质押，展现出一贯的稳健经营思路。

图表 7: 园林个股资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 园林个股有息资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 新签订单有所回暖，在手优质订单充足

充足高质量在手订单有望促公司持续增长。2019 年以来公司调整经营，战略聚焦长三角、粤港澳等财力充沛地区，并与中铁七局、南京市政设计院等央企及当地综合实力强的施工设计企业深入合作，持续快速拓展市场。2020 年受到疫情影响招投标进度，订单签署节奏放缓，2021Q1-3 新签订单情况有所回暖，累计新签 16 亿元，同增 21%。当前公司已积累较为充足的在手订单，且通过与央企国企联合不断获得优质订单，后续有望促公司持续较快增长。

图表 9: 公司各季度累计新签合同额、累计新中标合同额及增速

季度	累计新签合同 (亿元)	同比增速	累计新中标金额 (亿元)	同比增速
2019Q1	7.50	131%	32.63	305%
2019Q2	59.22	539%	79.69	224%
2019Q3	68.11	249%	85.75	221%
2019Q4	67.76	163%	90.61	199%
2020Q1	2.77	-63%	2.04	-94%
2020Q2	8.16	-86%	7.47	-91%
2020Q3	13.12	-81%	18.90	-78%
2020Q4	18.86	-72%	19.40	-79%
2021Q1	4.77	72%	1.74	-15%
2021Q2	11.64	43%	12.18	63%
2021Q3	15.92	21%	16.19	-14%

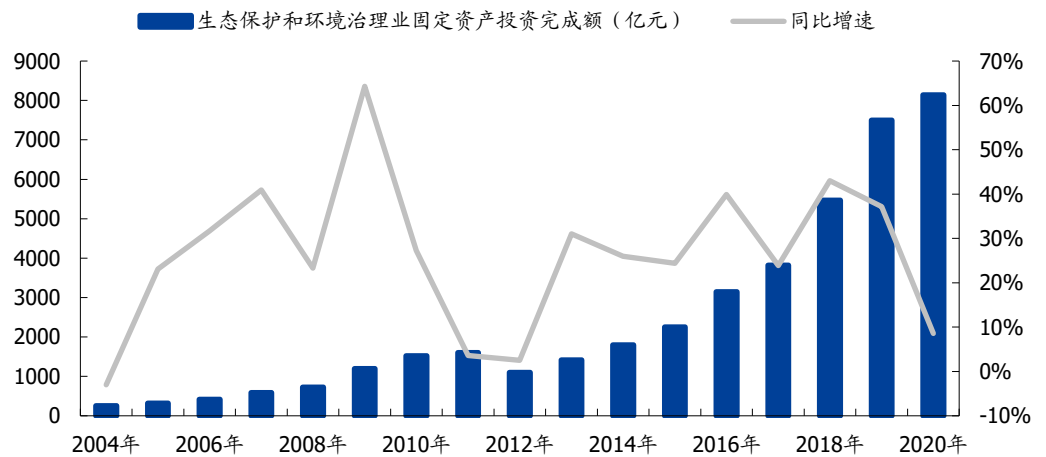
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 生态园林政策环境优良, 碳汇促行业需求加速

2.1. 围绕绿色低碳发展目标, 生态园林行业政策持续优化

“十四五”期间生态治理投资预计仍将维持较快增速。我国《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出“十四五”期间要将森林覆盖率提高到 24.1% (2020 年为 23.0%) 的发展目标, 并在完善生态安全屏障体系、改善环境质量、加快发展方式绿色转型三大领域提出具体发展措施, 其中包括青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区、东北森林带等八个重点生态系统保护和修复工程, 以及大气污染物减排、水污染防治和水生态修复等六大环境保护和资源节约工程。显示“十四五”期间我国生态环境治理行业投资建设需求仍然较大。近年来我国持续重视生态环境治理行业投资, 2020 年在疫情环境下仍投入 8144 亿元, 同增 9%, 明显高于全年固投增速增速 (3%), 预计“十四五”期间生态治理投资仍将维持较快增速。

图表 10: 生态保护和环境治理业固定资产投资完成额及增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

围绕绿色低碳发展目标,我国出台了系列生态园林行业发展促进政策。今年7月份《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》中较为全面地提出了森林、草原、湿地、沿海生态保护修复工作任务;10月份《2030年前碳达峰行动方案》作为纲领性文件对碳达峰制定了具体行动路线,其中提出到2030年,全国森林覆盖率达到25%左右,森林蓄积量达到190亿立方米(即较2020年增加15亿立方米);11月份《关于鼓励和支持社会资本参与生态保护修复的意见》对社会资本参与生态保护修复的内容、方式、领域、支持政策等作出了详细说明,积极调动社会力量参与到生态保护领域中,行业发展环境整体优良。

图表 11: 今年生态保护行业政策汇总

日期	部委	政策	重点内容
2021-02-22	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	发展林业循环经济,实施森林生态标志产品建设工程。
2021-07-13	生态环境部	《中国应对气候变化的政策与行动2020年度报告》	增加森林与草原碳汇、加强资源保护与修复、推动湿地保护和恢复、提升生态系统服务功能、开展沿海生态修复工作。
2021-09-12	中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》	到2025年,与经济社会发展状况相适应的生态保护补偿制度基本完备。健全公益林补偿标准动态调整机制,鼓励地方结合实际探索对公益林实施差异化补偿。完善天然林保护制度,加强天然林资源保护管理。
2021-10-24	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	推进山水林田湖草沙一体化保护和修复,提高生态系统质量和稳定性,提升生态系统碳汇增量。到2030年,全国森林覆盖率达到25%左右,森林蓄积量达到190亿立方米。
2021-10-27	国务院	《中国应对气候变化的政策与行动》	到2030年,森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米。有效发挥森林、草原、湿地、海洋、土壤、冻土等的固碳作用,持续巩固提升生态系统碳汇能力。
2021-11-10	国务院	《关于鼓励和支持社会资本参与生态保护修复的意见》	鼓励和支持社会资本参与生态保护修复项目投资、设计、修复、管护等全过程,围绕生态保护修复开展生态产品开发、产业发展、科技创新、技术服务等活动,对区域生态保护修复进行全生命周期运营管护。
2021-11-26	国务院	《关于支持北京城市副中心高质量发展发展的意见》	到2025年,城市副中心绿色城市、森林城市、海绵城市、智慧城市、人文城市、宜居城市功能基本形成。

资料来源: 生态环境部官网, 国盛证券研究所

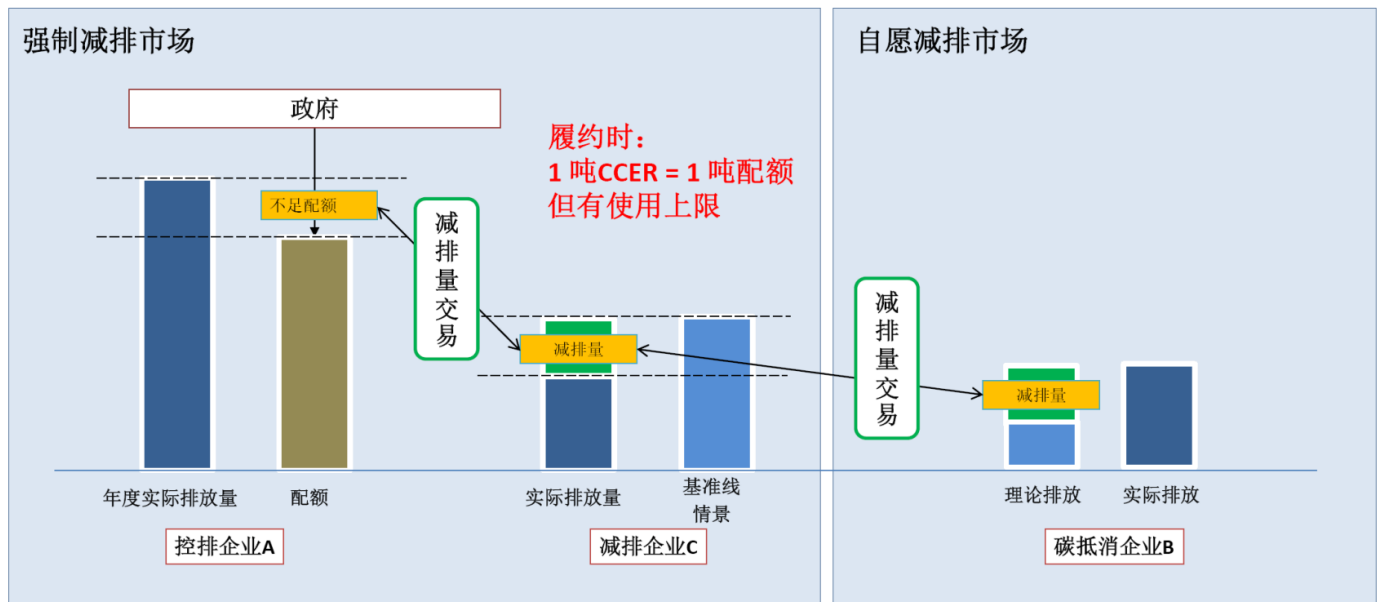
2.2. 林业碳汇蓝海市场有望开启，未来行业空间广阔

碳汇是指从空气中吸收二氧化碳，将其固定下来，从而减少二氧化碳在大气中浓度的过程。根据固定二氧化碳的介质不同可以具体划分为林业碳汇、草原碳汇、耕地碳汇、海洋碳汇等。

林业碳汇是经济有效解决 CO₂ 上升的手段。林业碳汇开发是指通过造林和森林管理（减少毁林、荒漠化治理、湿地保护等活动），吸收或减少大气中的二氧化碳并与政策、管理和碳贸易相结合的过程、活动和机制。林业碳汇是目前经济有效的“碳吸收”手段，森林每生长 1m³生物量，平均吸收 1.83 吨 CO₂，去除二氧化碳的成本约 10-50 美元/吨，工业化碳捕集与封存（CCS）技术成本约林业固碳的 2-3 倍¹。此外，森林等植物群落“碳吸收”效果佳，根据中国科学院大气物理研究所测算，2010 年至 2016 年，我国陆地生态系统年均吸收约 11.1 亿吨碳，吸收了同时期人为碳排放的 45%。

碳汇产生的 CCER 可用于碳排放量抵扣。今年 1 月生态环境部发布的《碳排放权交易管理办法（试行）》中重点强调抵消机制是碳排放权交易制度体系的重要组成部分，规定全国碳市场重点排放单位每年可以使用国家核证自愿减排量（CCER）抵销碳排放配额的清缴，抵消其不超过 5% 的经核查排放量（1 单位 CCER 可抵消 1 吨二氧化碳当量的排放量），用于抵消的 CCER 为我国境内可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目的温室气体减排效果进行量化核证。

图表 12: CCER 与强制减排市场、自愿减排市场



资料来源：上海环境能源交易所，国盛证券研究所

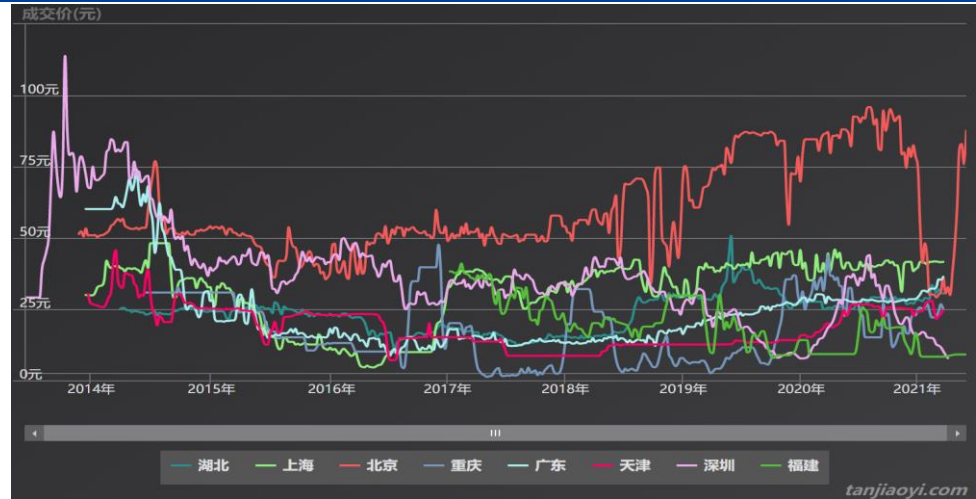
CCER 审批重启预期提升。2011 年北京、上海、深圳、广东等 7 省市启动地方碳交易试点，覆盖钢铁、电力等 20 多个行业约 3000 家企业，累计成交量超过 4 亿吨，累计成交额超 90 亿元。但发改委在 2017 年 3 月暂停了 CCER 项目备案申请的受理，主要因需要审查和修订现行法规，但已签发的 CCER 项目仍在陆续挂牌，2020 年仍有 10 个 CCER 项目在深圳碳排放权交易所上市交易。今年 7 月 16 日全国碳排放权交易市场在上海能源交易所正式开启，行业内对于 CCER 审批重启的预期也有所升温。

未来 CCER 交易价格上涨空间较大。我国碳排放权交易试点中 CCER 交易价格仍然较低，

¹ 梁嘉能，《工业碳捕集与封存(CCS)和人工林固碳的对比分析》，华南理工大学

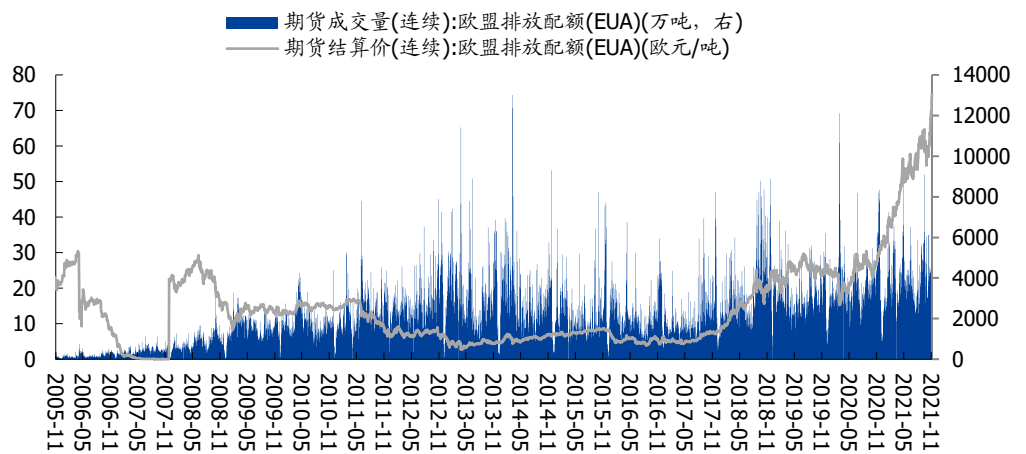
与欧盟碳排放配额 (EUA) 超过 70 欧元/吨的价格相去甚远。在中国碳论坛等机构编写的《2020 年中国碳价调查报告》中, 针对全国碳市场的碳价预期是 2020/2025/2030/2050 年分别达到 49/71/93/167 元/吨。未来随着“双碳”政策持续落地, 林业碳汇等碳资产价值有望不断突显、开发力度有望加大, 园林企业有望受益国内碳汇项目建设和运营需求增加。

图表 13: 我国碳交易试点成交价格走势



资料来源: 碳排放交易网, 国盛证券研究所

图表 14: 欧洲碳市场价格走势



资料来源: 欧洲气候交易所, 国盛证券研究所

林业碳汇尚处蓝海, 2030 年市场规模约 700 亿。截至 2017 年 3 月, 在发改委公示的 CCER 2871 个审定项目中, 可再生能源类型 2048 个, 占比 71%; 而林业碳汇项目仅 99 个, 占比 3.4%, 林业碳汇目前尚处早期发展阶段。而从林业碳汇市场规模上看, 根据北京林业大学测算²: CCER 造林方面, 通过对历史造林情况分析 & 未来造林计划预测, 得到 2030 年可签发 CCER 的林业面积约 2414 万公顷; CCER 森林经营方面, 通过对有开发潜力的项目面积 (主要是退化林修复及人工更新营林面积) 进行预测, 得到 2030 年可签发 CCER 的森林经营项目面积约 2586 万公顷。按照当前林业项目 CCER 为 1 吨/亩/年的标准测算, 到 2030 年可开发 CCER 面积合计约 5000 万公顷 (造林+经营), 折

² 赵慧君, 《中国林业碳汇项目开发潜力研究分析》, 北京林业大学。

合约 7.5 亿亩，对应每年产生 CCER 约 7.5 亿吨。再按照《2020 年中国碳价调查报告》中 2030 年碳价交易预期 93 元/吨测算，则对应 2030 年林业 CCER 市场规模约 700 亿元。

3. 积极布局林业碳汇，有望打造新增长点

今年以来公司林业碳汇布局不断取得积极进展。今年以来公司持续布局林业碳汇业务：**1) 6 月**，公司与上海环境能源交易所（全国碳排放权交易系统建设主要实施单位）、绿技行签订战略合作协议，三方拟共推碳减排技术的研究与落地；**2) 7 月**，公司调整经营范围，经营范围中增加了“碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发”等内容；**3) 8 月**，公司披露今年中报，提出要积极开拓林业碳汇业务；**4) 11 月**，公司与四川长江造林局签署战略合作协议，拟选择四川省内林业资源丰富、林地面积 500 万亩以上的县区作为试点，由长江造林局牵头，东珠生态提供技术、资金与服务，共同开发林业碳汇项目，实现碳汇指标 CCER 交易，并以此为合作样板在省内推广。除了四川省，公司公告未来还将在云南省、广西省、福建省等其他森林资源丰富的省份积极布局，同当地相关政府或机构合作，开拓林业碳汇业务。

图表 15: 公司今年碳汇业务发展举措汇总

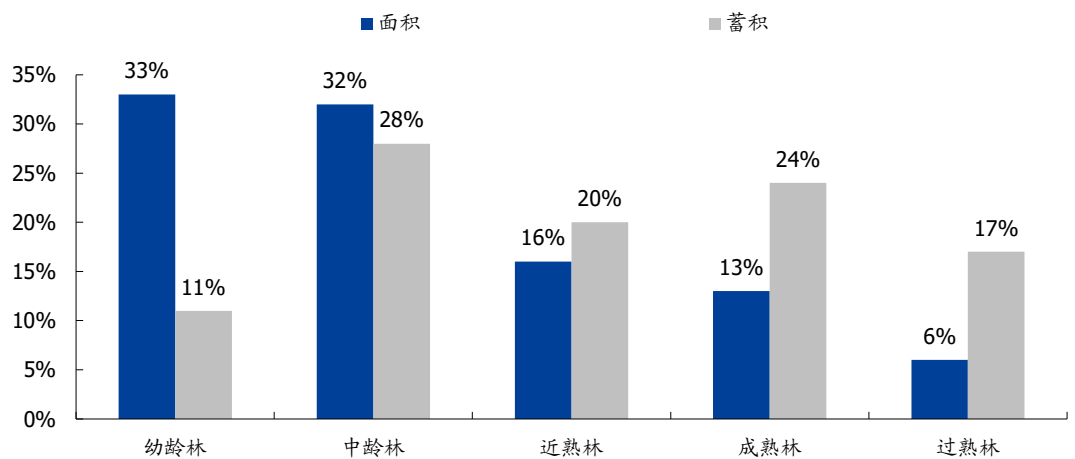
日期	公司碳汇开拓相关举措
6 月 30 日	上海环境能源交易所与东珠生态环保股份有限公司及绿技行（上海）科技发展有限公司的签订战略合作协议，三方能够共同努力，推进碳减排技术的研究与落地。
7 月 20 日	调整经营范围，经营范围中增加了“碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发”等内容。
8 月 20 日	披露 2021 年中报，提出要积极开拓林业碳汇业务。
11 月 4 日	与四川长江造林局签署战略合作协议，拟选择四川省内林业资源丰富、林地面积 500 万亩以上的县区作为试点，由长江造林局牵头，东珠生态提供技术、资金与服务，共同开发林业碳汇项目，实现碳汇指标 CCER 交易，并以此为合作样板在省内推广。
11 月 22 日	公告除了四川省，公司未来还将在云南省、广西省、福建省等其他森林资源丰富的省份积极布局，同当地相关政府或机构合作，开拓林业碳汇业务。

资料来源：公司公告，公司公众号，国盛证券研究所

设立“东珠碳汇”子公司进行碳汇开发。针对碳汇业务，公司已建立专业碳汇开发与运营管理团队，并设立全资子公司—东珠碳汇（上海）生态科技有限公司，经营范围包括碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发、森林固碳服务等。后续还将继续扩充团队力量，强化公司在碳汇行业影响力。

公司主要采取森林经营模式，较碳汇造林更加具备经济性。目前林业碳汇开发普遍采用碳汇造林和森林经营两种模式，一般而言造林投入成本更高、难度更大；森林经营则基于已有的中幼龄林进行开发，开发成本更低、难度更小。我国林业资源丰富，但中幼龄林比例较大（面积占比约 2/3）、森林质量整体较低，经过森林经营之后可产生巨大的固碳潜力。而公司碳汇开发主要采用森林经营模式，与地方政府进行合作，是一种林业碳汇开发的高效模式。

图表 16: 我国森林资源龄组结构



资料来源: 第八次全国森林资源清查, 国盛证券研究所

业务资源、团队、资金、合作伙伴构筑公司林业碳汇业务开拓壁垒。公司开发林业碳汇已具备较多竞争优势: **1) 渠道资源:** 公司自成立以来一直专注于生态林业, 与地方政府保持良好合作关系, 有利于拓展符合 CCER 碳汇开发标准的森林资源, 项目承揽能力较强; **2) 专业实力:** 林业碳汇开发涉及复杂且专业的流程, 公司拥有林业碳汇开发和运营管理的专业团队、专家顾问; **3) 资金实力:** 公司资金实力较强, 项目回款状况良好, 良好的财务状况可以为项目开发和森林资源扩展提供充足的资金支持; **4) 合作伙伴:** 公司与权威第三方审核机构、交易所等如中国林科院、北京中环联合认证中心、上海环交所、北京/南京林业大学等单位具有良好或战略合作关系, 使得公司对林业碳汇开发与申报及上市项目的流程的认知更加准确, 成功率更高。未来如若林业碳汇市场发展提速, 公司有望打造新增长点。

4. 盈利预测、估值与投资建议

传统主业方面，“十四五”期间生态园林政策环境优良，公司传统生态修复、市政景观主营业务预计基本保持平稳增长，我们假设 2021-2023 年公司生态修复工程分别同增 14%/14%/13.5%，市政景观业务收入分别同增 15%/15%/14.5%。其他业务则假设 2021-2023 年保持 10%的平稳增长。由此可预测公司 2021-2023 年整体营收分别同增 14.4%/15.2%/17.8%。

林业碳汇业务方面，截至目前，公司已与四川长江造林局签署战略合作协议，拟选择四川省内林业资源丰富、林地面积 500 万亩以上的县区作为试点共同开发林业碳汇项目，实现碳汇指标 CCER 交易，我们假设 2021-2023 年公司新增可开发林业 CCER 的面积分别为 500/1500/2000 亩，逐年开发在手林业资源的比例分别为 0%/5%/15%，CCER 价格参考《2020 年中国碳价调查报告》分别假设为 50/55/60 元。由此可测算公司 2021-2023 年林业碳汇业务可分别实现营收 0/0.6/3.6 亿元。但考虑到公司一般跟地方政府联合开发林业资源，公司平均林业持股比例预计 40%，则对应 2021-2023 年公司 CCER 业务收入分别为 0/0.22/1.44 亿元。不过需要注意的是，当前发改委并未明确重启 CCER 审批，该收入预测数据需基于明年发改委重启 CCER，且公司林业碳汇项目顺利申报的前提假设，未来公司 CCER 业务收入仍存一定不确定性。

毛利率方面，生态修复工程近年来毛利率持续平稳，我们预计该趋势有望延续，假设 2021-2023 年均保持 28.5%；市政景观业务近年来毛利率基本围绕 28% 中枢上下波动，因此我们假设 2021-2023 年该业务保持 28% 毛利率；林业碳汇业务根据行业经验，毛利率相对较大，我们预计可达 80%；其他业务毛利率则假设维持过去两年 61% 的水平。由此我们可以预测公司 2021-2023 年整体毛利率分别为 28.8%/29.1%/30.8%。

图表 17: 公司林业 CCER 开发进度假设

	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
新增林业资源 (万亩)	500	1500	2000
累计在手林业资源 (万亩)	500	2000	4000
在手林业资源 CCER 开发比例	0%	5%	15%
林业资源开发量 (万亩)	0	100	600
每亩林业每年产生 CCER (吨/亩)	1	1	1
产生 CCER 总量 (吨)	0	100	600
每吨 CCER 市场价 (元/吨)	50	55	60
CCER 总收入 (亿元)	0.0	0.6	3.6
林业资源公司持股比例	40%	40%	40%
公司林业 CCER 业务收入 (亿元)	0.00	0.22	1.44

资料来源: 国盛证券研究所

图表 18: 公司主营业务拆分预测

	2018年	2019年	2020年	2021年E	2022年E	2023年E
营业总收入 (亿元)	15.9	20.2	23.4	26.7	30.8	36.3
生态修复工程	8.3	10.6	12.3	14.0	15.9	18.1
市政景观	7.1	9.1	10.8	12.4	14.2	16.3
林业碳汇	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	1.4
其他业务	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
同比增速	30.2%	28.8%	15.9%	14.4%	15.2%	17.8%
生态修复工程		28.5%	15.2%	14.0%	14.0%	13.5%
市政景观		27.6%	18.4%	15.0%	15.0%	14.5%
林业碳汇						554.5%
其他业务	30.2%	28.8%	15.9%	14.4%	15.2%	17.8%
毛利率	28.2%	28.8%	29.0%	28.8%	29.1%	30.8%
生态修复工程	28.4%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
市政景观	27.8%	27.6%	28.4%	28.0%	28.0%	28.0%
林业碳汇				0.0%	80.0%	80.0%
其他业务	20.8%	61.4%	61.1%	61.0%	61.0%	61.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

基于上述假设, 我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.6/5.3/6.3 亿元, 同增 20%/16%/18% (2020-2023 年 CAGR 为 18%), EPS 分别为 1.03/1.19/1.41 元, 当前股价对应 PE 为 13/12/10 倍, 考虑到公司积极布局林业碳汇成长潜力突出, 维持“买入”评级。

图表 19: 可比 A 股建筑公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
绿茵生态	9.63	0.90	0.96	1.19	1.38	10.7	10.0	8.1	7.0	1.47
蒙草生态	4.66	0.14	0.18	0.27	0.31	32.2	25.9	17.3	15.0	1.77
岳阳林纸	7.19	0.23	0.35	0.44	0.57	31.3	20.6	16.2	12.6	1.47
天域生态	13.74	-0.54	0.21	0.23	0.26	-25.3	65.8	59.1	52.9	2.53
龙元建设	6.74	0.53	0.55	0.60	0.66	12.7	12.2	11.2	10.2	0.86
均值						12.3	26.9	22.4	19.5	1.62

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 11 月 26 日收盘价

5. 风险提示

行业政策风险、新业务开拓不及预期风险、应收账款风险、信用环境收紧风险等。

行业政策风险

如若行业融资政策、地方债务规范政策超预期趋严，则可能导致公司所处生态园林行业政策环境显著变化。

新业务开拓不及预期风险

当前在双碳发展目标下，国内碳汇市场发展预期升温，但当前并未重启 CCER 重启，公司在林业碳汇开拓过程中仍将具备较多不确定性，一是 CCER 相关政策还未明确，二是公司后续签署和开发林业碳汇进度可能不及预期，均可能会影响公司新业务业绩表现。

应收账款风险

生态园林公司应收账款较多，虽然公司资产负债表健康，但仍然需要关注公司收款风险。

企业信用风险

生态园林行业为资金密集型行业，如若信用环境超预期收紧，则可能导致公司未来扩张放缓。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com