

湿地龙头优势显著，盈利能力持续提升

■事件：公司发布三季报，2017年1-9月公司实现营业收入8.56亿元，同比增长24.39%；归属于上市公司归属股东的净利润1.74亿元，同比增长23.16%。

■公司业绩略超预期，净利率领跑行业：2017年1-9月公司营业收入同比增长24.39%，较1-6月增速提高10.97个百分点；归属于上市公司归属股东的净利润同比增长23.16%，较1-6月增速提高8.54个百分点，公司业绩略超预期（此前公司预计1-9月净利润增速18%）。由于公司新签订单快速增长，预计随着新签订单的落地执行，公司业绩有望快速释放。同时，公司毛利率28.14%，同比小幅下降0.82个百分点；期间费用率5.34%，处于行业较低水平；净利率20.16%，净利率领跑行业，随着公司PPP项目的落地，公司盈利能力有望继续提升。

■经营性现金流为正，公司发展良性循环：2017年1-9月公司经营活动产生的现金流量净额为0.23亿元，已经连续三年经营性现金净流入（2015年为2.79亿元，2016年为2.46亿元），公司的成长破解了园林行业的“痛点”——要成长必须牺牲经营性现金流，公司发展具有现金流支撑。同时，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.04亿元，投资性现金流流出较少。公司现金流好主要是因为公司主要承接湿地修复工程，尤其是国家级湿地公园，这类项目既能取得中央财政投入（80%），又能取得财政部贴息的政策性贷款，且公司占SPV公司股权较低（一般20%）。

■订单放量+资金充足，湿地龙头扬帆起航：2017年1-9月公司新中标项目32项，合同金额13.64亿元，同比增长78.72%。10月10日公司中标6.64亿元的河南邓州湍河国家湿地公园及防护林建设工程PPP项目，公司新中标项目合同金额合计达到20亿元，是2016年新中标项目金额的2.4倍，公司新签中标订单放量增长。同时，公司账面资金充足，截至2017年9月末，公司货币资金13.68亿元，可供出售的金融资产1.65亿元，短期借款0.47亿元，公司资金实力雄厚。订单放量+资金充足，作为中国湿地第一股，公司有望进入高速增长阶段，未来成长性较好。

■投资建议：预计2017-2019年公司营业收入分别为12.85亿元、21.86亿元和31.56亿元，分别同比增长31.2%、70.1%和44.4%；每股收益为1.08元、1.85元和2.68元，对应2017年10月30日收盘价PE为38.7倍、22.6倍和15.6倍，PB分别为5.1倍、3.9倍和2.9倍。作为“国家湿地公园第一股”，公司凭借在湿地修复领域的核心竞争力，破解了园

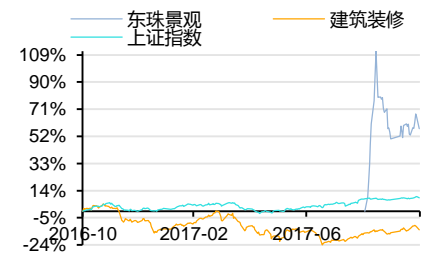
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**55.5元**
股价(2017-10-30) **41.28元**

交易数据

总市值(百万元)	9,395.33
流通市值(百万元)	2,348.83
总股本(百万股)	227.60
流通股本(百万股)	56.90
12个月价格区间	26.18/55.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.43	-4.21	-9.22
绝对收益	4.67		

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

相关报告

东珠景观：政策推动+PPP
项目释放，湿地修复龙头
扬帆起航
苏多永
2017/10/15

林行业痛点——要成长必须牺牲经营性现金流，订单放量+资金充足，公司有望迎来业绩和估值的“戴维斯”双击。我们看好公司未来在生态湿地领域的成长空间和整合能力，维持“买入-A”评级，6个月目标价55.5元，对应2018年30倍的PE。

■风险提示：固定资产投资增速放缓、PPP项目推进缓慢、工程回款不及时、核心员工流失等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	878.7	979.6	1,285.4	2,186.1	3,156.2
净利润	151.2	185.2	245.0	422.1	609.1
每股收益(元)	0.66	0.81	1.08	1.85	2.68
每股净资产(元)	4.55	5.36	8.11	10.68	14.52

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	62.1	50.7	38.3	22.3	15.4
市净率(倍)	9.1	7.7	5.1	3.9	2.8
净利润率	17.2%	18.9%	19.1%	19.3%	19.3%
净资产收益率	14.6%	15.2%	13.3%	17.4%	18.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	22.8%	37.6%	55.9%	34.2%	40.1%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	878.7	979.6	1,285.4	2,186.1	3,156.2	成长性					
减:营业成本	593.9	696.6	911.3	1,546.2	2,231.9	营业收入增长率	21.1%	11.5%	31.2%	70.1%	44.4%
营业税费	30.4	5.3	6.4	10.9	16.2	营业利润增长率	11.6%	16.7%	31.7%	72.2%	44.3%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	20.1%	22.5%	32.3%	72.3%	44.3%
管理费用	41.6	47.9	64.3	109.3	157.8	EBITDA 增长率	22.2%	20.7%	31.4%	72.5%	45.0%
财务费用	-3.8	3.4	4.5	10.1	19.6	EBIT 增长率	22.5%	21.0%	31.7%	73.0%	45.2%
资产减值损失	28.6	7.3	10.0	12.0	13.0	NOPLAT 增长率	32.0%	27.7%	31.6%	73.0%	45.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-22.5%	-11.6%	182.7%	24.1%	56.8%
投资和汇兑收益	-	0.4	0.2	0.2	0.3	净资产增长率	40.0%	17.8%	51.0%	31.7%	35.9%
营业利润	188.0	219.5	289.1	497.7	718.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	-1.6	-0.7	-0.9	-1.1	毛利率	32.4%	28.9%	29.1%	29.3%	29.3%
利润总额	187.6	217.9	288.4	496.8	716.9	营业利润率	21.4%	22.4%	22.5%	22.8%	22.7%
减:所得税	36.3	32.5	43.3	74.5	107.5	净利润率	17.2%	18.9%	19.1%	19.3%	19.3%
净利润	151.2	185.2	245.0	422.1	609.1	EBITDA/营业收入	21.2%	23.0%	23.0%	23.3%	23.4%
						EBIT/营业收入	21.0%	22.8%	22.8%	23.2%	23.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	8	6	5	2	1
货币资金	339.6	438.4	514.2	874.4	1,262.5	流动营业资本周转天数	229	168	234	230	228
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	675	709	722	701	701
应收帐款	857.1	905.9	913.1	2,554.6	2,496.6	应收帐款周转天数	278	324	255	286	288
应收票据	0.4	11.2	4.3	9.9	16.3	存货周转天数	316	240	332	300	290
预付帐款	0.0	1.0	0.4	1.9	1.5	总资产周转天数	808	861	833	763	746
存货	672.9	632.0	1,737.7	1,907.7	3,174.6	投资资本周转天数	237	175	239	233	229
其他流动资产	0.0	-0.0	-	0.0	-0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	106.6	164.5	90.8	120.6	125.3	ROE	14.6%	15.2%	13.3%	17.4%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	7.7%	7.0%	7.4%	8.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	22.8%	37.6%	55.9%	34.2%	40.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	17.9	17.0	15.2	13.4	11.5	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	4.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
无形资产	0.4	0.2	0.1	-	-	财务费用率	-0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
其他非流动资产	267.7	252.2	251.0	256.9	253.3	三费/营业收入	4.3%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%
资产总额	2,262.5	2,422.6	3,526.8	5,739.4	7,341.6	偿债能力					
短期债务	179.5	77.0	217.2	277.7	526.0	资产负债率	54.1%	49.5%	47.6%	57.6%	54.9%
应付帐款	891.9	894.9	1,282.0	2,586.6	2,960.4	负债权益比	117.8%	97.9%	90.8%	135.7%	121.9%
应付票据	41.3	107.1	21.7	215.8	162.2	流动比率	1.53	1.66	1.95	1.67	1.84
其他流动负债	110.9	119.3	106.1	120.4	125.0	速动比率	0.98	1.13	0.88	1.08	1.00
长期借款	-	-	51.0	104.4	260.0	利息保障倍数	-48.91	64.69	65.44	50.22	37.58
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,223.6	1,198.4	1,678.0	3,304.8	4,033.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	3.3	3.4	3.6	3.7	4.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	170.7	170.7	227.6	227.6	227.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	864.8	1,050.0	1,617.6	2,203.3	3,076.4						
股东权益	1,038.9	1,224.2	1,848.8	2,434.6	3,308.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.66	0.81	1.08	1.85	2.68
净利润	151.2	185.3	245.0	422.1	609.1	BVPS(元)	4.55	5.36	8.11	10.68	14.52
加:折旧和摊销	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	PE(X)	62.1	50.7	38.3	22.3	15.4
资产减值准备	28.6	7.3	-	-	-	PB(X)	9.1	7.7	5.1	3.9	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	33.8	66.6	-24.8	40.4	75.2
财务费用	12.3	6.2	4.5	10.1	19.6	P/S	10.7	9.6	7.3	4.3	3.0
投资损失	-	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	EV/EBITDA	-	-	29.8	16.7	11.6
少数股东损益	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	CAGR(%)	40.8%	48.7%	24.8%	40.8%	48.7%
营运资金的变动	64.8	44.0	-815.7	-311.6	-886.4	PEG	1.5	1.0	1.5	0.5	0.3
经营活动产生现金流量	279.3	246.4	-564.3	122.6	-255.8	ROIC/WACC	2.2	3.6	5.4	3.3	3.9
投资活动产生现金流量	-119.1	-38.9	73.9	-29.7	-4.4	REP	-	-	1.3	1.6	0.9
融资活动产生现金流量	102.1	-149.9	566.1	267.3	648.3						

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

苏多永、金嘉欣声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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