

推荐 (首次)

东珠生态 (603359) 研究报告

风险评级: 中风险

生态修复领先企业 定增实施提升经营实力值得期待

2020年4月14日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

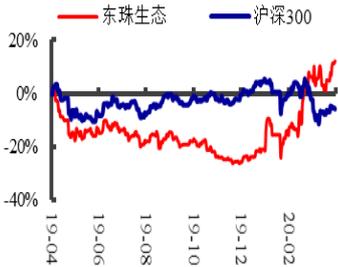
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2020年4月13日

收盘价(元)	21.99
总市值(亿元)	70.07
总股本(亿股)	318.64
流通股本(亿股)	240.68
ROE(TTM)	11.82%
12月最高价(元)	22.33
12月最低价(元)	14.30

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ **生态湿地修复优势突出 新业务发展提升综合实力。**公司主营业务涵盖生态湿地、市政绿化、地产景观、公园广场等场景的设计、施工和养护业务,是一家综合性生态环境建设与修复服务商。近年积极深入布局国家储备林和沙漠公园项目,主动把握文化旅游产业融合等政策机遇,切入各类型建设业务。公司业务类型进一步完善,业务版图进一步扩张,标志着公司产业布局迈入了新的征程。

■ **业绩实现持续较快增长 为投资者创造价值。**2016年公司实现营业收入9.8亿,同比增长11.48%;归属股东净利润1.85亿,同比增长22.48%。到2018年公司实现营收15.94亿,同比增长30.17%;归属净利润3.26亿,同比增长34.18%。营收及归属净利润复合增长率分别达27.5%和32.7%。

■ **公司盈利能力较强 定增实施后将进一步改善财务状况。**公司财务状况稳健,而生态景观行业是资金驱动型行业,资金实力是承揽项目过程中的重要考核指标。公司良好的财务状况意味着有较强的杠杆能力。相信非公开发行实施后可有效降低公司经营风险,保障公司工程建设的顺利实施,也有利于进一步改善财务状况,进一步扩大市场份额。

■ **新签中标项目增幅理想 经营风险得到降低。**公司2019年新签及中标项目中EPC占比显著提升;而随着近两年国家政策指向合规 PPP项目的健康可持续发展,目前 PPP 的合规清理工作已基本完成,财政部入库的项目都为合规的PPP项目,公司项目资金回收等风险将得到有效降低。

■ **总结与投资建议:**公司整体盈利能力理想,负债率水平在行业中偏低,财务稳健;近期拟对公司实际控制人及高管等进行非公开发行股票募资,将有效补充流动资金,进一步改善财务状况及扩大市场份额。同时,公司手持订单充足,业绩保障度较高。定增也彰显大股东及管理层对公司前景的看好,有效捆绑公司股东与管理层利益,提升公司发展动力。预测公司2019年——2021年EPS分别为1.24元和1.55元,对应当前股价PE分别为18倍和14倍。给予“推荐”投资评级。

■ **风险提示。**新签订单低于预期;现金回流情况转差;项目推进未如预期

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,594	2,096	2,662	3,354
增长率(%)	30.17%	31.50%	27.00%	26.00%
归属净利润(百万)	326	394	495	614
增长率(%)	34.18%	20.93%	25.72%	23.90%
毛利率(%)	28.16%	28.20%	28.20%	28.00%
ROE(%)	12.22%	13.33%	14.89%	16.20%
每股收益(元)	1.02	1.24	1.55	1.93
市盈率(倍)	21.51	17.78	14.15	11.42

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

目 录

1. 生态修复及景观建设领先企业 稳步发展成绩瞩目.....	3
2. 生态湿地修复优势突出 新业务发展提升综合实力.....	3
3. 深耕江苏 全国开拓持续完善.....	4
4. 业绩实现持续较快增长 为投资者创造价值.....	5
5. 政策及资金持续发力 行业前景理想.....	6
6. 公司盈利能力较强 定增实施后将进一步改善财务状况.....	7
7. 新签中标项目增幅理想 经营风险得到降低.....	8
8. 总结与投资建议.....	9
9. 风险提示.....	9

插图目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司各项业务收入占比.....	4
图 3：公司各区域业务占比情况.....	5
图 4：公司近年营收增长情况.....	5
图 5：公司近年净利润增长情况.....	5
图 6：公司近年毛利率净利润率变化情况.....	7
图 7：公司负债率水平低于行业平均.....	7
图 8：公司新中标金额增长.....	8
图 9：公司新签订项目金额增长.....	8

表格目录

表 1：公司盈利预测（截至 2020/4/13）.....	10
-------------------------------	----

1. 生态修复及景观建设领先企业 稳步发展成绩瞩目

公司创立于 2001 年，2010 年开始将业务重心从传统的景观建设转移到生态环境修复及改造领域，2017 年公司成功在 A 股主板上市。

2018 年公司名称由“江苏东珠景观股份有限公司”变更为“东珠生态环保股份有限公司”，体现了公司业务重心由传统的景观建设转移到生态环境修复，同时也由一个地方性企业进化为拥有跨区域运营能力的综合型企业。

经过多年的发展积淀，公司已发展成为具有江南园林特色的集大型生态湿地开发修复与保护，景观规划设计、园林工程施工、市政工程施工、绿化养护及苗木产销等为一体的国内大型园林龙头企业。其中生态湿地建设与修复领域在国内竞争优势突出，占据龙头地位，也为公司第一大业务。同时近年积极深入布局沙漠公园和国储林项目，力图逐步实现生态修复大行业的全面覆盖、提升公司的综合实力和品牌效应。

公司目前在江苏、北京、上海、山东、福建、河南、安徽、江西、河北、湖北等区域设立了超 30 家分支机构，业务版图迅速扩大，跨区域经营能力持续提升。同时自上市以来主营业务稳步增长，2016 年至 2018 年主营业务收年复合增长率达 27.55%。未来继续以生态湿地、生态修复项目为核心，借力 PPP、EPC 项目模式寻找产业链深度价值，持续提升经营规模及业绩值得期待。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 生态湿地修复优势突出 新业务发展提升综合实力

公司主营业务涵盖生态湿地、市政绿化、地产景观、公园广场等场景的设计、施工和养护业务，是一家综合性生态环境建设与修复服务商，拥有集苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护为一体的全产业链集成运营能力。

其中公司生态湿地业务营收占比达 57.57%（2018 年年报数据），为公司第一大业务；市政道路绿化占总收入比例 39.59%，为第二大主营业务；地产景观、公园广场绿化及其他项目收入占比则分别为 0.4%、0.61%和 1.84%。

图2：公司各项业务收入占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

除了上述四大业务外，公司近年积极深入布局国家储备林和沙漠公园项目，主动把握文化旅游产业融合等政策机遇，切入各类型建设业务。公司业务类型进一步完善，业务版图进一步扩张，标志着公司产业布局迈入了新的征程。

经过多年的发展积淀，公司打造出淮安白马湖湿地公园、杭州钱塘江沿江生态景观工程、南通老洪港湿地公园、无锡宛山湖湿地公园、洪泽湖国家湿地公园等一系列标志性项目。目前公司青海省德令哈市蓄集乡陶斯图村草原恢复治理工程、漯河市郾城区国储林项目均按计划正常建设推进中。2019 年与广水市吴店镇人民政府、江西省鹤栖绣谷旅游发展有限公司签订文旅项目框架协议，并中标蒙山县夏宜瑶族乡特色小镇建设项目。

公司各项业务协同发展、共融共赢，有助于进一步实现公司生态建设大行业的全面覆盖、提升公司的综合实力和品牌效应。

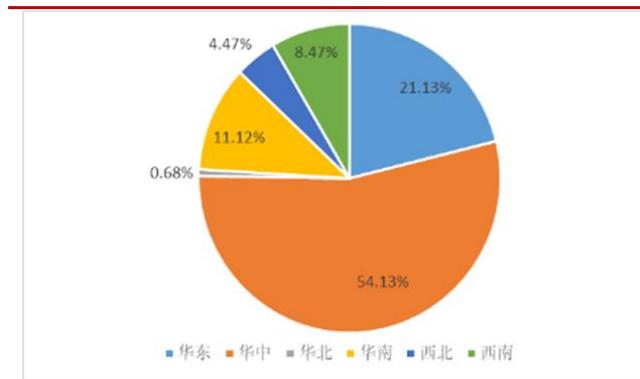
3. 深耕江苏 全国开拓持续完善

区域布局方面，公司始终贯彻执行扎根江苏、布局全国的战略规划，充分利用跨区域管理运营优势，在全国范围广泛积极地开拓业务。分支机构遍布江苏、北京、上海、山东、浙江、广西、广东、云南、福建、新疆、河北等 17 个省区市，业务范围从华东地区延伸至华北、华中、华南、西北和西南，全国性战略布局进一步完善，并且积累了针对不同区域环境、土壤特性的植物种植和养护的先进技术，跨区域运营能力得到进一步提高。

根据 2018 年年报数据，公司在华中区域业务占比最大，整体收入占总收入 54.13%；其次分别是华东区域及华南区域，收入占比分别为 21.13%和 11.12%。西南、西北、华北占比较小，分别为 8.47%、4.47%和 0.68%。

2018 年公司新签订单主要位于华中、华南、西南地区，公司业务版图覆盖面稳步增加，公司市场占有率、品牌影响力进一步提高值得期待。

图3：公司各区域业务占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2019 年截止 7 月底，公司及公司所属联合体中标了河南长葛双泊河国家湿地公园建设项目、雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第四标段、河池市宜州区环城道路及景观提升建设工程(EPC)、江东大道提升改造工程(滨江二路西段-河庄大道)及地下综合管廊、江东大道提升改造工程(青六路东-苏绍高速)及地下综合管廊 EPC 项目等湿地、市政类项目，累计金额逾 80 亿元，较去年同期增长约 280%，订单情况良好。

4. 业绩实现持续较快增长 为投资者创造价值

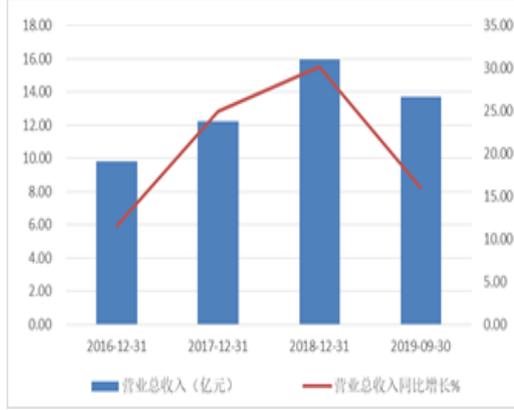
公司业绩持续录得理想增幅，营收规模逐步提升。2016 年公司实现营业收入 9.8 亿，同比增长 11.48%；归属股东净利润 1.85 亿，同比增长 22.48%。到 2018 年公司实现营收 15.94 亿，同比增长 30.17%；归属净利润 3.26 亿，同比增长 34.18%。营收及归属净利润复合增长率分别达 27.5%和 32.7%。

2019 年前三季度，公司实现营业收入 13.69 亿元，比上年同期增长 16.05%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.47 亿元，与上年同期相比增长 2.47%；而扣非归属净利润为 2.43 亿，同比增长 13%。公司上市以来经营情况理想，业绩及规模持续提升，为投资者创造价值。

截至 2019 年三季度末，公司总资产为 53.4 元，较上年末增长 13.07%；归属股东净资产 28.12 元，比去年末增长 7.64%。

图4：公司近年营收增长情况

图5：公司近年净利润增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 政策及资金持续发力 行业前景理想

近年来，生态文明建设战略高度不断提升。十九大报告将“加大生态系统保护力度，建设美丽中国”列为要准确贯彻落实的基本理论、基本路线、基本方略，中央经济工作会议明确将“加快生态文明建设”列入高质量发展 8 项重点工作之一。而“到 2035 年，我国生态环境根本好转，美丽中国目标基本实现”的目标，预示着国家未来将在生态环境保护、水污染治理等领域加大投入，生态环保业投资将保持高速增长的态势。

另一方面，自 2018 年下半年以来，国常会多次部署推进基建补短板，并出台一系列鼓励措施。而近一阶段，为应对新冠疫情对我国经济的影响，政治局常委会强调要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新基建建设。而环保基建、民生基建，以及特色小镇、文旅配套设施等作为传统基建的新兴细分子行业，代表着基建“补短板”的重要结构性方向，后续获得政策及资金支持，提速发力值得期待。

2019 年全国生态保护及环境治理业固定资产投资额约 7499 亿元，同比快速增长 37%，远高于整体固定资产投资增速。预计公司所处生态环保行业将得到持续有力的政策支持及资金投入，湿地保护、沙漠公园和国储林领域市场空间巨大，迎来快速发展的黄金时期。公司实现生态修复大行业的全面覆盖值得期待。

在**湿地保护**方面，国家林业局“十三五”生态湿地规划明确目标，至 2020 年湿地面积不低于 8 亿亩，新增湿地面积 300 万亩，湿地保护率提高到 50%以上。根据相关测算，仅现有已批国家湿地公园建设带来的市场空间将超过 2880 亿元。

在**沙漠公园**方面，我国土地沙漠化形式严峻，沙漠治理与开发亟待加强，目前我国已建沙漠公园仅 55 个，待建沙漠公园超 300 个。根据已建沙漠公园投资强度估算，沙漠公园建设市场空间将达 3000 亿元。

在**国储林**方面，林业局规划 2035 年建成 2000 万公顷国储林，投入规模预计将超 5000 亿元。在 2018 年 4 月国家林业局最新印发的《国家储备林建设规划（2018-2035 年）》中，进一步明确了至 2020 年建设 700 万公顷国储林、至 2035 年建成 2000 万公顷国储

林的目标，国储林市场规模年均增加 260-380 亿元，有望呈爆发式增长。

可见公司所处生态环保行业得到持续有力的政策支持和资金投入，迎来快速发展的黄金时期，有助于公司实现生态修复大行业的全面覆盖。

6. 公司盈利能力较强 定增实施后将进一步改善财务状况

公司毛利率及净利润率均高于园林工程板块整体水平。其中公司 2019 年三季度末毛利率为 27.75%，高于行业平均水平 3.08 个百分点；净利润率为 18.52%，大幅高于行业 16.05 个百分点。公司盈利能力突出。

图6：公司近年毛利率净利润率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

从负债率水平来看，公司 2016 年资产负债率为 49.47%，2017 年由于股权融资影响，负债率下降到 37.4%。近两年随着公司业务持续增长，负债率水平有所上升。公司 2018 年资产负债率为 43.62%，2019 年截止前三季度资产负债率上升 2.5 个百分点至 46.13%，但整体负债率仍明显低于行业整体 66.43%的水平。

图7：公司负债率水平低于行业平均



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

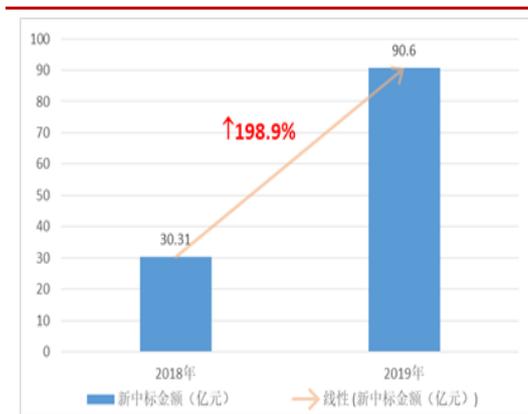
整体看，公司财务状况稳健，而生态景观行业是资金驱动型行业，资金实力是承揽项目过程中的重要考核指标。公司良好的财务状况意味着有较强的杠杆能力。同时上市以来，公司直接融资和间接融资能力均进一步增强，可承接业务体量及在手订单的转换能力大幅提升。资本平台也有助于公司业务拓展水平的提高，为公司进一步发展奠定了基础。

3月3日公司发布公告称，拟向包括公司控股股东、实际控制人之一席惠明及其一致行动人席晨超、谈劲扬，共三名特定对象非公开发行股票。全部发行对象均以现金方式认购股票，发行价格拟定为14.69元/股，发行股票数量为35,050,400股，占发行期总股数11%。预计募集资金5.1亿，将用于补充公司流动资金。相信非公开发行实施后可有效降低公司经营风险，保障公司工程建设的顺利实施，也有利于进一步改善财务状况，进一步扩大市场份额。假设按照5.1亿的发行规模，以2019年9月末的财务数据为基数，本次发行完毕后，公司的资产负债率将降低至36.49%。另外大股东积极参与定增，也凸显其对公司后续经营发展的信心。

7. 新签中标项目增幅理想 经营风险得到降低

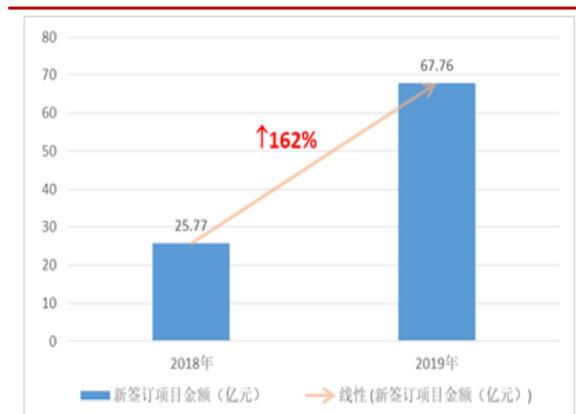
公司2019年新中标项目21个，其中园林绿化生态工程施工业务19个，规划设计类业务2个，新中标金额90.6亿，同比增长198.9%；新签订项目金额67.76亿，同比增长162%。公司新签订单高速增长，未来业绩有保障。其中2019年公司新签合同中金额在2亿元以上的中大型项目合同数量较2018年上升了60%，其中更承接了中华大道建设工程总承包（EPC）项目（合同金额16亿元）、江东大道提升改造及地下综合管廊EPC项目（联合体中标，其中公司所对应合同金额20.18亿元）等大型项目。可见随着公司不断发展，客户及商业合作伙伴资源提升明显，将对公司未来业务质量的提升及经营风险的降低带来积极作用。

图8：公司新中标金额增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：公司新签订项目金额增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

另一方面，公司2019年新签及中标项目中，EPC项目占比显著提升；而随着近两年国

家政策指向合规 PPP 项目的健康可持续发展，目前 PPP 的合规清理工作已基本完成，财政部入库的项目都为合规的 PPP 项目，公司项目资金回收等风险将得到有效降低。

8. 总结与投资建议

整体来看，公司作为生态湿地修复龙头企业，并且积极深入布局国家储备林、沙漠公园等板块，业务类型持续完善；区域布局也从江苏拓展至全国，运营能力及综合实力明显提升。在国家推进基建“补短板”、加快生态文明建设等政策配合，行业迎来快速发展期值得期待。

公司整体盈利能力理想，负债率水平在行业中偏低，财务稳健；近期拟对公司实际控制人及高管等进行非公开发行股票募资，将有效补充流动资金，进一步改善财务状况及扩大市场份额。同时，公司手持订单充足，业绩保障度较高。定增也彰显大股东及管理层对公司前景的看好，有效捆绑公司股东与管理层利益，提升公司发展动力。

预测公司 2019 年——2021 年 EPS 分别为 1.24 元和 1.55 元，对应当前股价 PE 分别为 18 倍和 14 倍。给予“推荐”投资评级。

9. 风险提示

- 1) 新签订单低于预期
- 2) 现金回流情况转差
- 3) 项目推进未如预期

表 1：公司盈利预测（截至 2020/4/13）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,594	2096	2,662	3354
营业总成本	1,242	1652	2,103	2656
营业成本	1,145	1,505	1,911	2,415
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	0	0	0	0
管理费用	400	430	550	670
财务费用	-5	4	5	7
研发费用	567	663	714	663
其他经营收益	29	17	21	21
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	22	12	15	15
其他收益	7	5	6	6
营业利润	381	461	580	719
加 营业外收入	0	0	0	0
减 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	381	461	580	719
减 所得税	56	67	84	104
净利润	325	394	496	614
减 少数股东损益	(1)	0	0	1
归母公司所有者的净利润	326	394	495	614
基本每股收益(元)	1.02	1.24	1.55	1.93

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn