



东兴证券
DONGXING SECURITIES

资金足负债低订单加速扩张，前瞻布局大生态有望多极增长

——东珠生态（603359）2018 年报点评

2019 年 04 月 19 日

推荐/首次

东珠生态

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 15.94 亿，同增 30.17%，实现归母净利润 3.26 亿，同增 34.18%，实现扣非 3.02 亿，同增 33.57%；
- **Q4 业绩环比改善，全年提速增长。**Q4 营收/归母增速为 12.35%/24.08%，环比分别增加 10.6pp/40.7pp。全年为 30% (+5.2pp) /34% (+3.1pp)，增速同比有所提升，其中湿地收入 9.2 亿 (YOY+24%)，占比 58% (-3pp)，市政收入 6.3 亿 (YOY+92%)，占比 40% (+13%)；
- **资金充裕且无带息债务、负债率提升仍处在较低水平。费率显著下降，盈利能力稳步提升。经营投资现金流此消彼长。**公司期末在手资金 12.27 亿较为充裕，且无带息债务，负债率 43.62% (+6.2pp)，距园林板块龙头企业 70% 左右负债率水平仍有较大差距，扩张空间较大；毛利率 28.17% (-0.2pp)，管理/财务/期间费率为 5.58% (-0.5pp) /-0.31% (-0.2pp) /5.27% (-0.8pp)，净利率 20.39% (+0.5pp)；收付现比为 44.1% (-11.5pp) /46.64% (-13.8pp)，经营/投资现金流净额此消彼长，分别为-0.7 亿 (同减 0.86 亿) /0.76 亿 (同增 0.77 亿)，系工程项目投入增加/所购结构性理财到期所致；筹资现金流净额-1.45 亿 (同减 11 亿)，系上期公司 IPO 所致；
- **湿地龙头 IPO 以来加速扩张，订单强势增长。项目结构较优：EPC 占比显著提升，在手 PPP 项目多为国家级湿地公园项目、资金无虞。**公司前瞻布局湿地市场，打造了洪泽湖国家湿地公园、贡湖湾国家湿地公园等一系列代表性金奖项目，在业内享有较高声誉。2017 年上市以来，订单增速较快，报告期内新中标 30.3 亿 (对应当期收入 1.9 倍)、新签 25.8 亿，2019 年迄今新中标 73.8 亿，对应 2018 全年收入的 4.6 倍，其中 EPC 金额约 50 亿规模、占比显著提升，将极大支撑公司业务增长、提高施工利润水平。此外，公司在手 PPP 项目多为国家级湿地公园项目，有专项拨款和中长期贷款明确支持，回款基本无虞，且多数已接近完工进入运营期、未来将对整体盈利和现金流给予持续贡献，包括：淮安白马湖湿地公园 (10 亿) 进度 82.1%；钱江世纪城沿江公园 (7.38 亿) 进度 99.9%；湖州经开区绿化 (3.02 亿) 进度 98%；梁山县龟山河治理 (1.24 亿) 进度 95.2%；广西东兰坡豪湖湿地公园 (2.45 亿) 进度 82.6%；湍河国家湿地公园和防护林 (5.4 亿) 进度 46.22%；洪江市清江湖湿地公园 (2.06 亿) 进度 66.9%；
- **市政业务加速扩张，“市政+生态”双主业格局渐显。**报告期内市政收入大幅同增 92%，占比提升 13pp 至 40%。全年新承接 12 亿市政类项目，进入 2019 年以来中标市政项目逾 50 亿，对应 2018 年市政收入比高达 8 倍，呈加速扩张趋势。我们认为公司“市政+生态”双主业格局将逐步趋成熟；
- **政策持续加码环保，相关市场逾万亿规模。判断公司湿地业务将稳健增长，国储林、沙漠公园业务有望崛起。**近年来生态文明建设战略高度不断提升，报告期内中央发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》持续加码环保。粗略测算公司所涉湿地、国储林和沙漠公园市场规模将超万亿，公司凭借湿地业务优势和国储林沙漠公园前瞻布局将充分受益：(1) 湿地方面，根据《全国湿地保护“十三五”实施规划》，林业局明确 2020 年湿地面积不低于 8 亿亩，仅现有已批国家湿地公园建设市场即达到 2880 亿以上；(2) 国储林方面，根据《国家储备林建设规划 (2018-2035 年)》，林业局明确了至 2020 年建设 700 万公顷、至 2035 年建成 2000 万公顷的目标，投入规模预计将超 5000 亿，估算市场规模年均增加 260-380 亿；(3) 沙漠公园方面，根据《国家沙漠公园发展规划 (2016-2025)》等文件，我国待建沙漠公园超 300 个，估算市场空间在 3000 亿以上。报告期内公司拓展国储林和沙漠公园市场见成效，与镇平县政府签署合作协议 (40 亿)，顺利推进漯河市郾城区国储林、青海德令哈市陶斯图村草原恢复治理工程等；
- **引进大批人才、实施高管增持及员工持股计划，进一步释放业务活力加码**

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

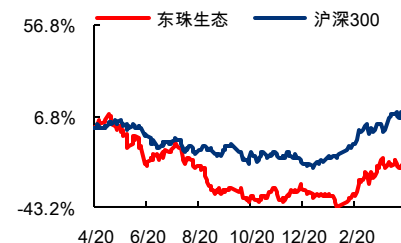
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	19.98-34.03
总市值 (亿元)	63.66
流通市值 (亿元)	30.56
总股本/流通 A 股 (万股)	31864/15295
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.23

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

扩张。报告期内公司引进管理及技术人员达 120 人（公司总人数在 400 左右），推出第一期员工持股激励计划，累计买入 2,216,128 股（占总股本 0.7%），同时部分高管累计增持 596,529 股彰显公司经营层面信心；

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 26.02 亿元、35.87 亿、45.05 亿元；归母净利润分别为 4.84 亿元、6.72 亿元和 8.27 亿元；EPS 分别为 1.52 元、2.11 元和 2.6 元，对应 PE 分别为 13.2X、9.5X 和 7.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**1、投资不及预期；2、市场竞争风险；3、财务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,224.38	1,593.79	2,602.00	3,586.89	4,504.90
增长率（%）	24.99%	30.17%	63.26%	37.85%	25.59%
净利润（百万元）	243.06	325.29	483.32	671.17	826.57
增长率（%）	31.15%	33.83%	48.58%	38.87%	23.15%
净资产收益率（%）	10.11%	12.47%	16.53%	19.97%	21.20%
每股收益(元)	1.31	1.02	1.52	2.11	2.60
PE	15.25	19.59	13.16	9.48	7.70
PB	1.89	2.44	2.18	1.89	1.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3366	3757	4551	5784	8979	营业收入	1224	1594	2602	3587	4505				
货币资金	1365	1227	792	554	2489	营业成本	877	1145	1862	2561	3206				
应收账款	856	621	1069	1474	1851	营业税金及附	1	2	3	4	5				
其他应收	62	171	279	384	482	营业费用	0	0	0	0	0				
预付款项	0	2	3	4	6	管理费用	75	60	177	237	270				
存货	978	1700	2295	3157	3952	财务费用	-1	-5	-10	-7	51				
其他流动	104	21	88	176	155	资产减值损失	6	11	14	16	14				
非流动资产	504	966	1277	1446	1576	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	0	0	0	0	0	投资净收益	9	22	11	11	9				
固定资产	21	20	21	22	23	营业利润	287	381	567	787	969				
无形资产	0	26	28	31	33	营业外收入	0	-	0	0	0				
其他非流	0	0	0	0	0	营业外支出	1	0	1	1	1				
资产总计	3870	4723	5828	7230	10555	利润总额	286	381	566	786	968				
流动负债	1448	2060	2851	3818	6606	所得税	43	56	83	115	142				
短期借款	37	0	0	0	1882	净利润	243	325	483	671	827				
应付账款	1185	1770	2550	3508	4391	少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1				
预收款项	0	8	0	-20	-28	归属母公司净	243	326	484	672	827				
一年内到	0	0	0	0	0	EBITDA	337	497	609	842	1093				
非流动负	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.31	1.02	1.52	2.11	2.60				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	1448	2060	2851	3818	6606	成长能力									
少数股东	22	50	49	49	48	营业收入增长	24.99%	30.17%	63.26%	37.85%	25.59%				
实收资本	228	319	319	319	319	营业利润增长	30.74%	32.80%	48.77%	38.77%	23.14%				
资本公积	1151	1060	1060	1060	1060	归属于母公司	31.09%	34.18%	48.53%	38.81%	23.14%				
未分配利	923	1102	1223	1411	1618	获利能力									
归属母公	2401	2613	2927	3364	3901	毛利率(%)	28.19%	28.32%	28.46%	28.60%	28.84%				
负债和所	3870	4723	5828	7230	10555	净利率(%)	19.85%	20.41%	18.57%	18.71%	18.35%				
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	6.27%	6.90%	8.30%	9.29%				
						ROE(%)	10.11%	12.47%	16.53%	19.97%	21.20%				
经营活动	16	-70	83	227	602	偿债能力									
净利润	243	325	483	671	827	资产负债率(%)	37%	44%	49%	53%	63%				
折旧摊销	51	121	125	131	140	流动比率	2.33	1.82	1.60	1.52	1.36				
财务费用	-1	-5	-10	-7	51	速动比率	1.65	1.00	0.79	0.69	0.76				
应收账款	12	235	-448	-405	-377	营运能力									
预收账款	-20	8	-8	-20	-9	总资产周转率	0.39	0.37	0.49	0.55	0.51				
投资活动	-1	76	-373	-244	-220	应收账款周转	1.42	2.16	3.08	2.82	2.71				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.20	1.08	1.20	1.18	1.14				
长期股权	0	0	-308	-166	-127	每股指标 (元)									
投资收益	9	22	11	11	9	每股收益(最新)	1.31	1.02	1.52	2.11	2.60				
筹资活动	953	-145	-151	-228	1542	每股净现金流	4.25	-0.44	-1.38	-0.77	6.04				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	10.55	8.20	9.19	10.56	12.24				
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增	57	91	0	0	0	P/E	15.25	19.59	13.16	9.48	7.70				
资本公积	880	-91	0	0	0	P/B	1.89	2.44	2.18	1.89	1.63				
现金净增	967	-139	-440	-246	1924	EV/EBITDA	9.54	10.33	9.16	6.90	5.27				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。