

2019年09月19日

东珠生态 (603359.SH)

公司分析

主营生态湿地、市政道路绿化，业务稳步发展

投资要点

◆ **主营生态湿地、市政道路绿化，业务稳步发展。**公司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。2014-2018 年营业收入及归母净利润年复合增速分别为 21.73%、26.84%，2019 上半年公司继续保持良好的增长，实现营业收入 10.29 亿元，同比增长 21.81%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比增长 11.43%。主要收入来源于生态湿地、市政道路绿化两大业务，2018 年该两项主要业务收入占比分别为 58%、40%。公司在华东地区具有较高的知名度，随着公司逐渐进入规模发展阶段，开始全国性区域的经营格局，战略布局逐渐完善。

◆ **园林行业营收增速放缓，行业竞争激烈。**园林行业流动性逐步收紧，政府对 PPP 项目持续严监管，前期园林公司新签订或中标项目较高，在手订单处于高位，垫资也逐渐进入高峰期，业绩受到较大的影响，2018 年园林工程行业收入增速由 2017 年的 51.46% 下降至 0.64%；归母净利润增速也由 2017 年的 64.92% 下降至 -28.52%。2019 年以来业绩增速延续下滑，园林行业仍处于下行周期。细分子行业来看，近年来，随着国内资源过度消耗、环境污染、生态破坏等问题日益突出，为应对日益严峻的生态问题，近年来，国家加大了生态修复、环境治理领域的投入，生态园林景观建设行业景气度持续提升，园林公司相关业务收入也表现持续增长。从竞争来看，园林工程行业进入壁垒低，竞争日趋激烈，且园林绿化企业多集中于浙江、广东、江苏、北京和福建等地区，区域发展不平衡，园林行业整体呈现“大行业、小公司”的特点。未来受合同竞标资质所限，行业内中小企业生存越来越困难，资源向较大型园林企业集中，行业集中度有望提升。

◆ **公司在手订单充足，低杠杆+严格的费用管控有效抵抗风险。**公司拥有园林绿化一级资质、风景园林工程设计甲级资质、江苏省环境污染治理甲级资质（生态修复）等核心资质，成功实施了淮安白马湖湿地公园、杭州钱江世纪城沿江 PPP 项目等一系列标志性项目，标杆性项目经验丰富，行业美誉度较高，为持续新项目的中标奠定了良好的基础。截至 2019 年 7 月底，公司及子公司累计新中标项目 16 项，合计金额约为 84 亿元；累计新签订项目合同 12 项，合计金额约为 59 亿元，目前项目中 PPP 项目基本完工，2019 年以来 EPC 项目比重显著提升，现金流压力相对较小。公司采取低杠杆模式，2019 年上半年公司资产负债率为 46.89%，在同行中处于较低水平，财务状况稳健。费用管控严格，在业务快速发展阶段，员工人数控制在 400 人左右，人数以及期间费用率在行业中处于低位，净利率显著高于行业。

◆ **投资建议：**公司通过严格的费用管控、低杠杆财务操作、业务结构优化等方式，在行业下行时仍保持了稳健的财务状况和持续的业绩增长，目前在手订单充足，有效支撑业绩成长，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.08、5.20、6.64 亿元，按照 2019 年 9 月 18 日收盘价计算，对应的 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍，估值处于行业平均水平，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**信贷环境持续紧缩的风险；市场竞争加剧；应收账款坏账损失风险；业

投资评级

增持-A(首次)

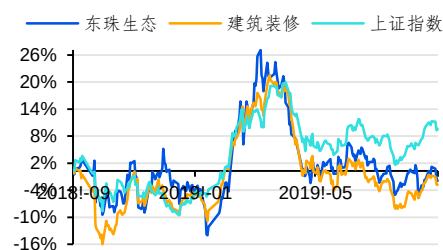
股价(2019-09-18)

16.23 元

交易数据

总市值（百万元）	5,171.53
流通市值（百万元）	2,482.38
总股本（百万股）	318.64
流通股本（百万股）	152.95
12 个月价格区间	13.80/21.67 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.37	-6.58	-9.01
绝对收益	-1.64	-3.28	1.57

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsc.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维

SAC 执业证书编号：S0910519080004
 yangweiwei@huajinsc.cn
 0755-83231652

相关报告

务结算模式导致的营运资金风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,224.4	1,593.8	2,141.2	2,809.3	3,568.1
同比增长(%)	25.0%	30.2%	34.3%	31.2%	27.0%
营业利润(百万元)	286.9	381.1	480.5	611.1	779.8
同比增长(%)	30.7%	32.8%	26.1%	27.2%	27.6%
净利润(百万元)	242.8	325.8	408.3	519.9	664.4
同比增长(%)	31.1%	34.2%	25.3%	27.3%	27.8%
每股收益(元)	0.76	1.02	1.28	1.63	2.09
PE	21.9	16.3	13.0	10.2	8.0
PB	2.2	2.0	1.9	1.6	1.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、主营生态湿地、市政道路绿化，业务稳步发展	5
（一）保持稳健的财务状况，业绩稳步增长	5
（二）主营生态湿地、市政道路绿化，主营业务毛利率有所下滑	6
（三）跨区域经营，华中地区收入占比快速提升	6
（四）股权结构较为集中，实际控制人为席惠明家族	7
二、园林行业营收增速放缓，行业竞争激烈	8
（一）行业营收增速放缓，生态园林景气度相对较高	8
（二）“大行业，小公司”，竞争激烈	10
三、公司在手订单充足，低杠杆+严格的费用管控有效抵抗风险	10
（一）标杆性项目经验丰富，主营业务毛利率高于同行	11
（二）在手订单充足，PPP 重大项目基本完工	11
（三）低杠杆，财务状况稳健	12
（四）期间费用管控严格，净利率显著高于行业	13
四、投资建议	14
（一）盈利预测	14
（二）估值	14
五、风险提示	14

图表目录

图 1：公司营业收入（单位：万元）	5
图 2：公司归母净利润（单位：万元）	5
图 3：公司整体毛利率、净利率	6
图 4：公司期间费用率	6
图 5：公司收入结构	6
图 6：主要业务毛利率	6
图 7：公司营业收入按地区划分	7
图 8：主要地区毛利率	7
图 9：2019H1 公司股权结构	8
图 10：园林工程行业营收（单位：亿元）	9
图 11：园林工程行业归母净利润（单位：亿元）	9
图 12：园林工程行业财务费用率	9
图 13：园林工程行业资产减值损失/营业收入	9
图 14：相关上市公司生态园林业务收入	10
图 15：2018 年园林生态行业上市公司营收（单位：亿元）	10
图 16：2018 年园林生态行业上市公司归母净利润（单位：亿元）	10
图 17：公司标杆性项目	11
图 18：公司毛利率优于行业	11
图 19：公司新中标情况	12
图 20：公司新签订项目合同情况	12
图 21：资产负债率	13
图 22：经营性现金流净额/营业收入	13
图 23：员工人数处于行业较低水平	13

图 24: 人均收入处于行业领先水平	13
图 25: 期间费用率管控优异	14
图 26: 公司净利率水平高于行业水平	14
表 1: 股权激励计划	8
表 2: 2018 年在建重大 PPP 项目情况	12
表 3: 可比公司估值	14

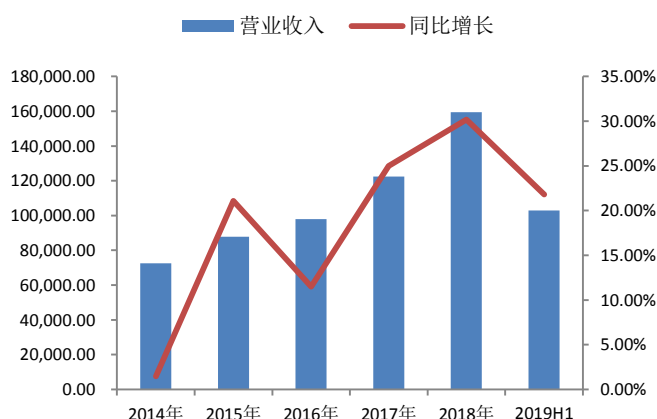
一、主营生态湿地、市政道路绿化，业务稳步发展

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。

（一）保持稳健的财务状况，业绩稳步增长

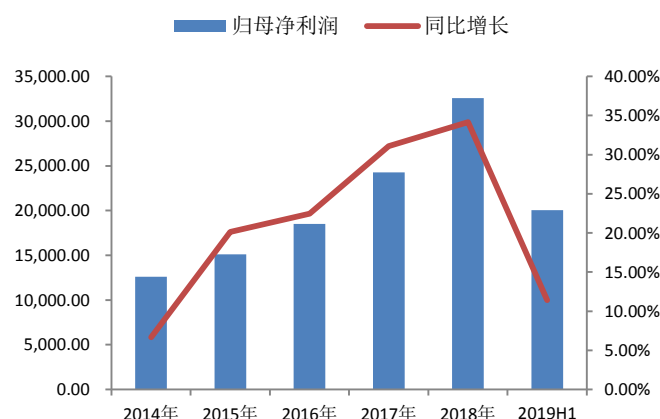
保持稳健的财务状况，业绩稳步增长。公司 2017 年上市，上市前在手订单相对较低，上市前收入的增长低于行业增速。上市后，公司持续中标新项目，不断优化业务结构，积极开拓市场，在业务拓展的同时，不断完善风险控制机制，保持稳健的财务状况，公司业绩保持高增长，2014-2018 年营业收入及归母净利润年复合增速分别为 21.73%、26.84%。2019 上半年公司继续保持良好的增长，实现营业收入 10.29 亿元，同比增长 21.81%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比增长 11.43%。

图 1：公司营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

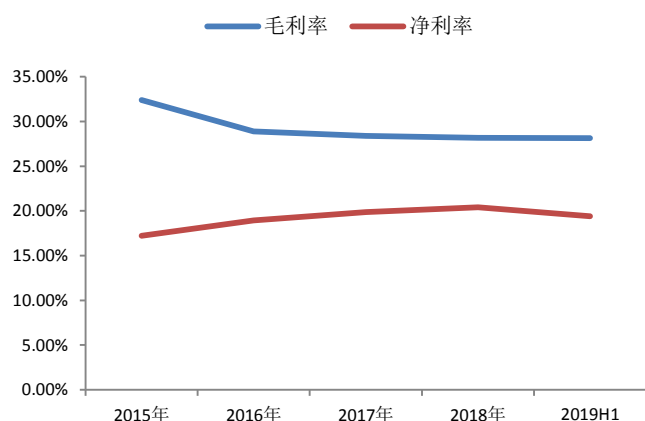
图 2：公司归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

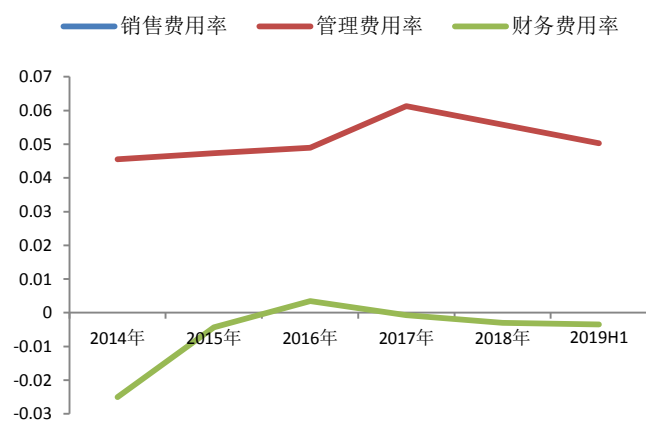
毛利率略有下滑，净利率保持稳中有升。由于市政道路绿化收入占比的提升以及毛利率下降，公司整体毛利率略有下滑，毛利率由 2014 年的 31.23% 下降至 2019H1 的 28.15%；净利率受益于期间费用率的降低，净利率近几年保持上升的态势，整体净利率由 2014 年的 17.36% 上升到 2019H1 的 19.41%。期间费用管控良好，期间费用率基本保持低位，2019H1 公司期间费用率为 4.67%，主要期间费用来源于管理费用、财务费用，2019H1 公司管理费用率、财务费用率分别为 5.03%、-0.35%。财务状况较为稳健。

图 3：公司整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司期间费用率

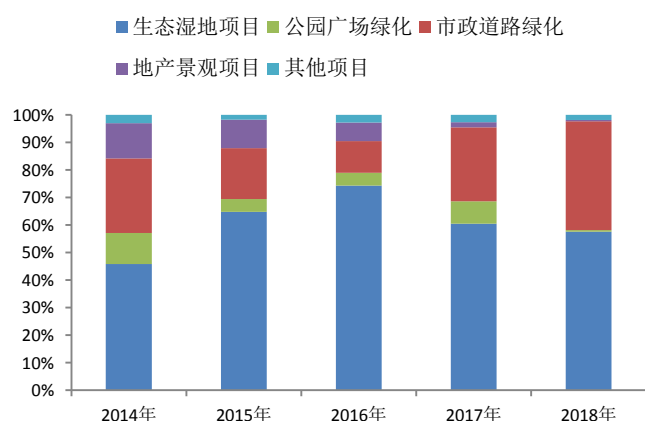


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）主营生态湿地、市政道路绿化，主营业务毛利率有所下滑

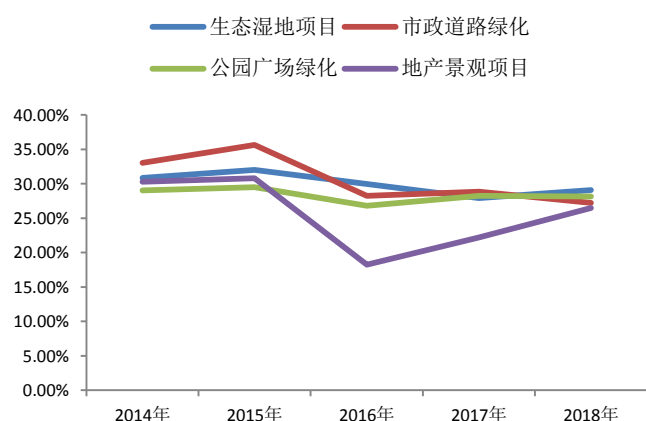
主营生态湿地、市政道路绿化业务，主营业务毛利有所下滑。公司集苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护为一体的全产业链集成运营能力，受各业务板块工程项目进度影响，公司收入结构有所变动，但整体上，主要收入来源于生态湿地、市政道路绿化两大业务，2018 年公司生态湿地项目、市政道路绿化等两项主要业务收入占比分别为 58%、40%，公园广场、地产景观等非主要业务收入占比分别不高于 1%。毛利率方面，公司主营业务毛利率略有下滑，生态湿地项目、市政道路绿化业务毛利率分别由 2014 年的下降到 30.84%、33.05% 下降至 2018 年的 29.08%、27.21%，生态湿地项目毛利率基本保持平稳略有下滑，市政道路绿化业务毛利率下降较快。

图 5：公司收入结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：主要业务毛利率



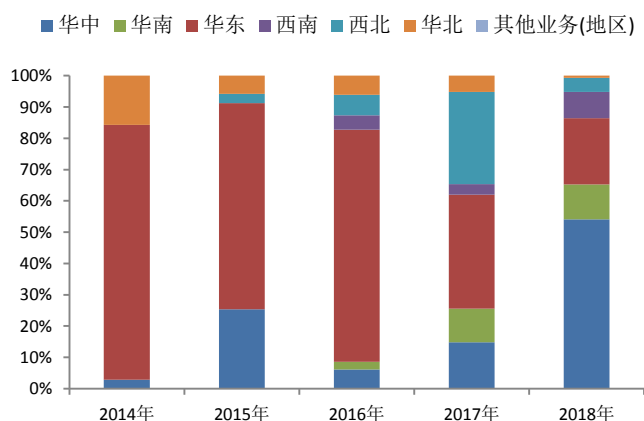
资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）跨区域经营，华中地区收入占比快速提升

跨区域经营，华中地区收入占比快速提升。公司办公地址在无锡，自成立以来，以无锡作为大本营，承接了江苏省内大量的生态湿地、道路绿化和公园广场绿化项目，经过多年的发展，公

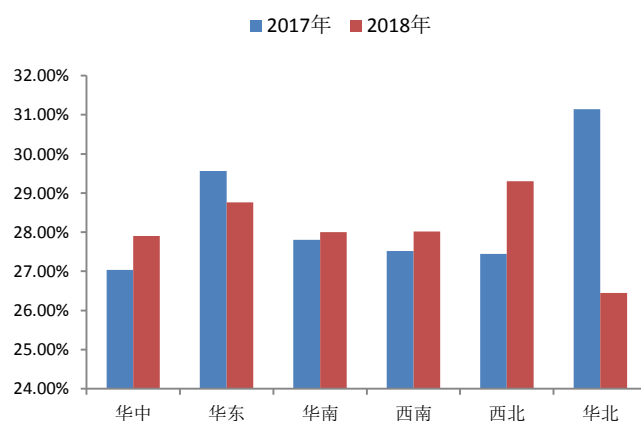
公司在华东地区具有较高的知名度，随着公司逐渐进入规模发展阶段，公司开始全国性区域的经营格局，近两年来公司新签项目主要分布于华中、华南、华北等地区，2018 年由于华中地区“汝南县 G328 国道城区段提升项目”、“邓州市湍河国家湿地公园和防护林建设项目”、“邓州穰邓大道绿化项目”等工程完成产值较多，占营业收入比重快速提升。2018 年公司华中、华东、华南地区收入占比分别为 54%、21%、11%；毛利率分别为 27.91%、28.76%、28.00%。全国性战略布局逐渐完善。

图 7：公司营业收入按地区划分



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8：主要地区毛利率

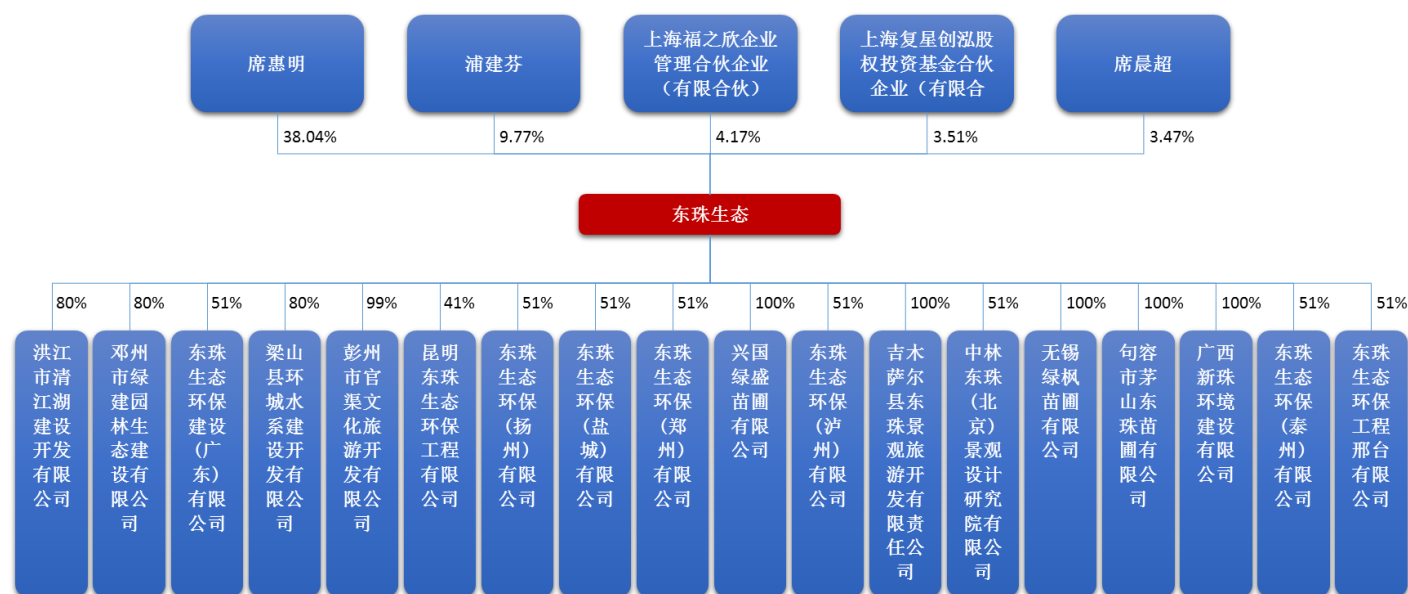


资料来源: Wind, 华金证券研究所

（四）股权结构较为集中，实际控制人为席惠明家族

股权结构较为集中，实际控制人为席惠明家族。公司实际控制人为席惠明和浦建芬夫妇，截至 2019 年半年报，席惠明家族（席惠明、浦建芬、席晨超等）直接持有公司 51.28% 的股权，股权结构较为集中。公司旗下拥有 18 家控股子公司，主要业务涉及苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护等业务，产业链布局较为全面。

图 9：2019H1 公司股权结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

为完善员工与公司全体股东的利益分享和风险共担机制，建立长效激励机制，公司推出员工持股计划，充分调动员工的积极性和创造性，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。2019 年 7 月 24 日，公司发布员工持股计划草案，计划持有对象为不超过 100 人的公司及下属公司员工（不包括董监高），计划筹资金额不超过 5000 万元，锁定期 12 个月。

表 1：股权激励计划

日期	名称	持有人	筹资金额	锁定期
2019.7.24	2019 年第一期员工持股计划	公司和下属公司（含分公司、全资或控股子公司）员工，合计不超过 100 人（不包括董监高）	不超过 5000 万元	12 个月
2018.10.30	2018 年第一期员工持股计划	董监高及其他员工，不超过 200 人	不超过 10000 万元	12 个月

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

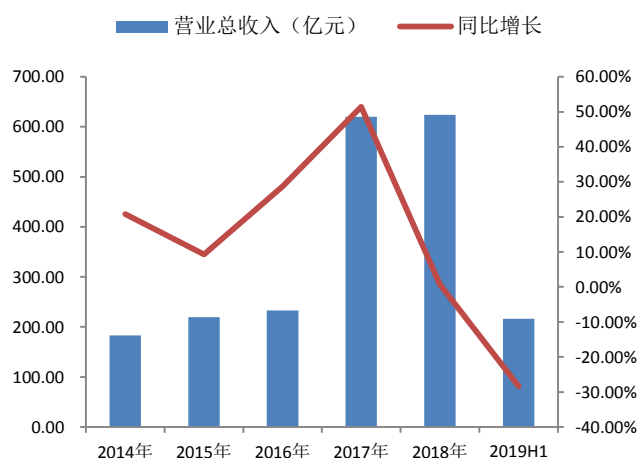
二、园林行业营收增速放缓，行业竞争激烈

（一）行业营收增速放缓，生态园林景气度相对较高

园林行业流动性逐步收紧，上市公司发债遇冷，政府对 PPP 项目持续严监管，在前几年快速发展带来的高基数下，2018 年园林工程行业营收增速放缓，随着前期园林公司新签订或中标项目较高，在手订单处于高位，垫资也逐渐进入高峰期，利润端受到较大的影响，2018 年园林工程行业收入增速由 2017 年的 51.46% 下降至 0.64%，增速明显下滑；加上财务费用以及资产减值损失增加对利润端影响较大，归母净利润增速也由 2017 年的 64.92% 下降至 -28.52%。

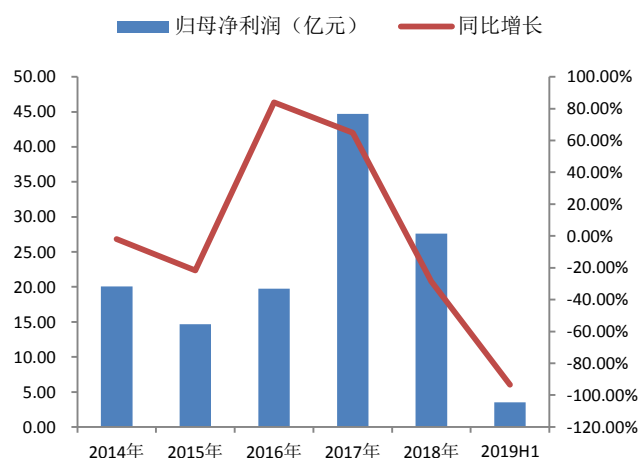
2019H1 营收 216.41 亿元，同比下降 28.37%；归母净利润 3.52 亿元，同比下降-93.37%，园林行业仍处于下行周期。

图 10: 园林工程行业营收（单位：亿元）



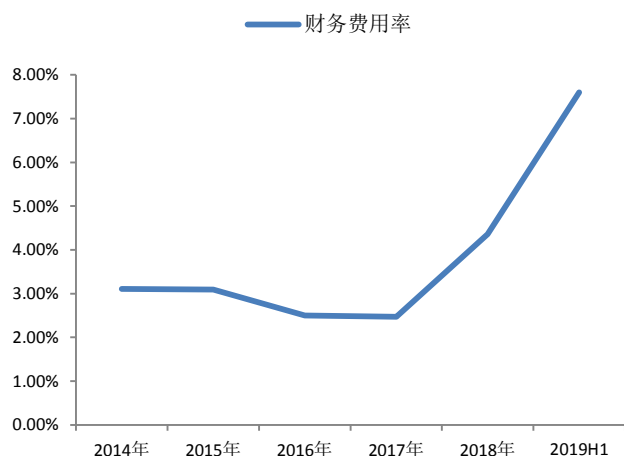
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 园林工程行业归母净利润（单位：亿元）



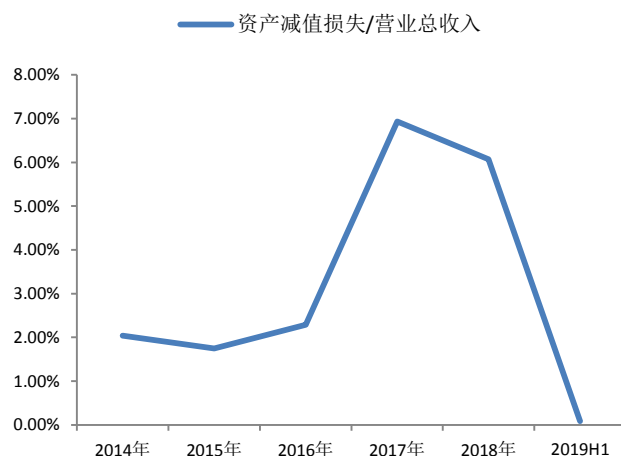
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 园林工程行业财务费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

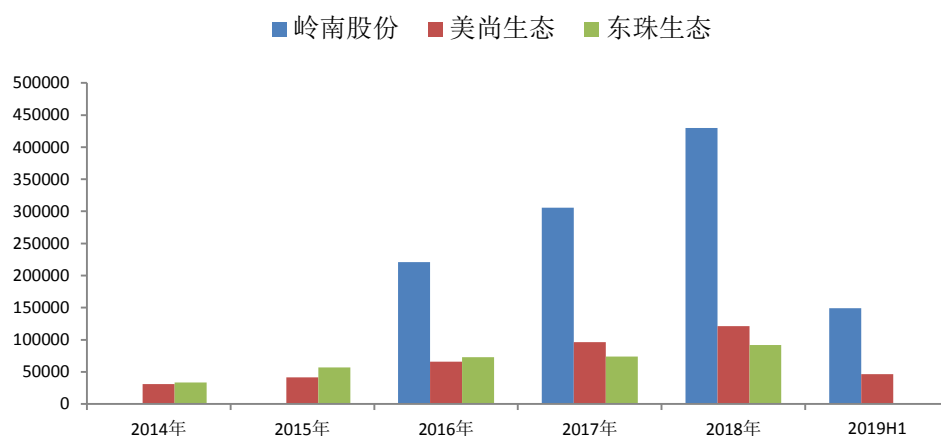
图 13: 园林工程行业资产减值损失/营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

生态园林景观行业景气度较高。近年来，随着国内资源过度消耗、环境污染、生态破坏等问题日益突出，土地荒漠化、沙尘暴、水资源短缺等生态危机频发，已严重威胁社会经济发展。为应对日益严峻的生态问题，近年来，国家加大了生态修复、环境治理领域的投入，生态园林景观建设行业景气度持续提升。从各大园林上市公司来看，生态园林景观业务呈现较高的发展。

图 14：相关上市公司生态园林业务收入

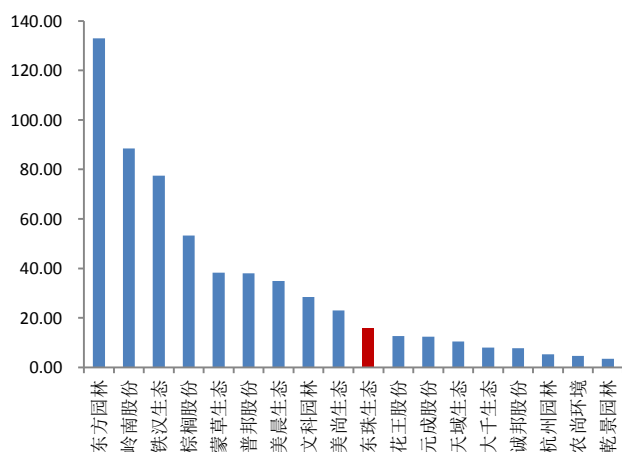


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）“大行业，小公司”，竞争激烈

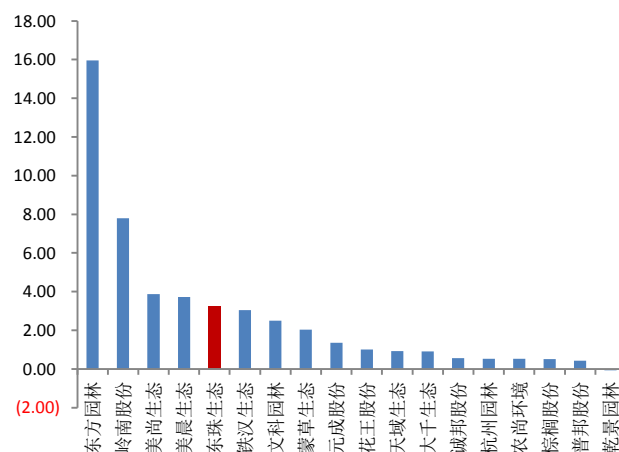
“大行业，小公司”，竞争激烈。园林工程行业进入壁垒低，近年来随着我国生态环保市场需求的增长，国内生态环保企业逐渐增多，竞争日趋激烈，园林绿化行业的地域性强，园林绿化企业多集中于浙江、广东、江苏、北京和福建等地区，区域发展不平衡，因此，园林工程施工领域仍以区域性竞争为主。从上市公司业绩表现来看，东方园林收入以及净利润规模遥遥领先，但园林行业尾部公司相对较多，2018 年园林工程行业上市公司收入体量低至 3.5 亿元，行业公司规模较小，整体而言，我国园林行业呈现“大行业、小公司”的特点。未来受合同竞标资质所限，行业内中小企业生存越来越困难，资源向较大型园林企业集中，行业集中度有望提升。

图 15：2018 年园林生态行业上市公司营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：2018 年园林生态行业上市公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、公司在手订单充足，低杠杆+严格的费用管控有效抵抗风险

（一）标杆性项目经验丰富，主营业务毛利率高于同行

标杆性项目经验丰富，行业美誉度较高。公司拥有园林绿化一级资质、风景园林工程设计甲级资质、江苏省环境污染治理甲级资质（生态修复）、市政公用工程施工总承包二级资质、城市及道路照明工程专业承包三级资质、古建筑工程专业承包三级资质、环保工程专业承包三级资质及旅游规划设计乙级资质。公司核心资质等级高，其他各项资质覆盖范围广，有利于公司承接大型综合性生态景观工程。自 2010 年起，公司顺应生态湿地景观行业发展趋势，开始将业务重心从传统的景观建设上转移到生态环境修复及改造领域。经过多年的发展积淀，公司成功实施了淮安白马湖湿地公园、杭州钱江世纪城沿江 PPP 项目等一系列标志性项目，其中，杭州钱江世纪城沿江公园 PPP 项目是 G20 峰会重点项目，项目优质。

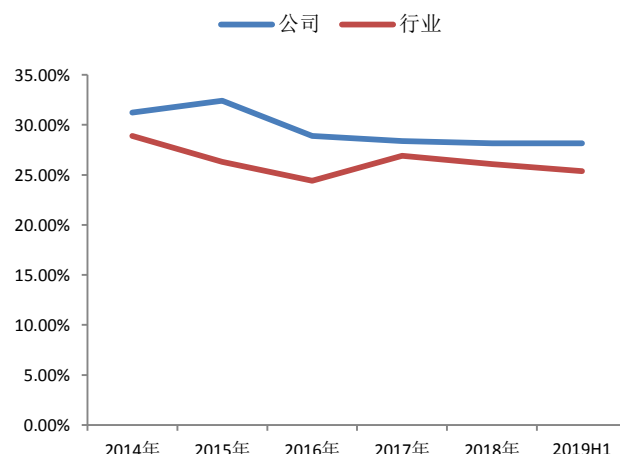
主营业务毛利率相对较高，优于园林行业水平。由于市政园林与生态湿地类项目一般具有项目规模大、周期长、需要中标企业大量垫资施工、工程款回收期长、行业进入门槛较高等特点，毛利率相对较高；其次，公司执行项目较为优质，工程款回收情况较好，从整体上来看，公司毛利率水平持续处于高位并优于行业水平，2018 年公司及园林行业毛利率分别为 28.16%、26.08%。

图 17：公司标杆性项目

重点工程项目	项目类型	取得方式	合同签署时间	合同金额	实施期
淮安白马湖湿地公园景观工程	PPP 项目	招投标	2014.06.04 (PPP 协议)； 2014.07.01 (施工合同)	10 亿元	建设期 3 年；运营期 3 年
杭州钱江世纪城沿江公园 PPP 项目	PPP 项目	招投标	2015.11.05 (PPP 合同)； 2015.12 (施工合同、承包协议)	16.57 亿元 (PPP 项目)； 7.38 (施工合同、承包协议)	建设期 300 天；运营期 10 年
南通老洪港湿地公园景观工程	BT 项目	招投标	2013.12.27	1 亿元	建设期 172 天

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 18：公司毛利率优于行业

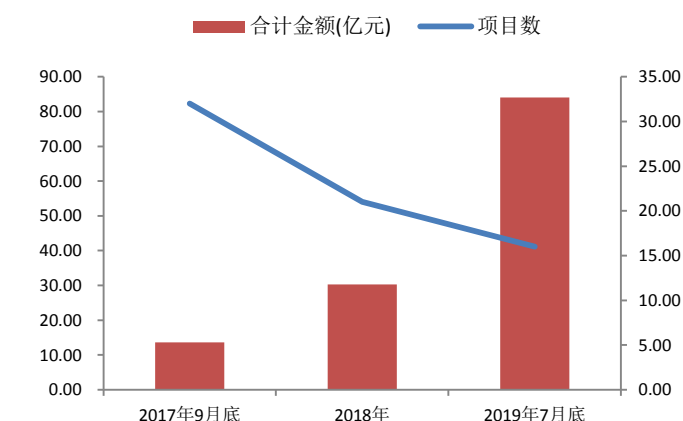


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）在手订单充足，PPP 重大项目基本完工

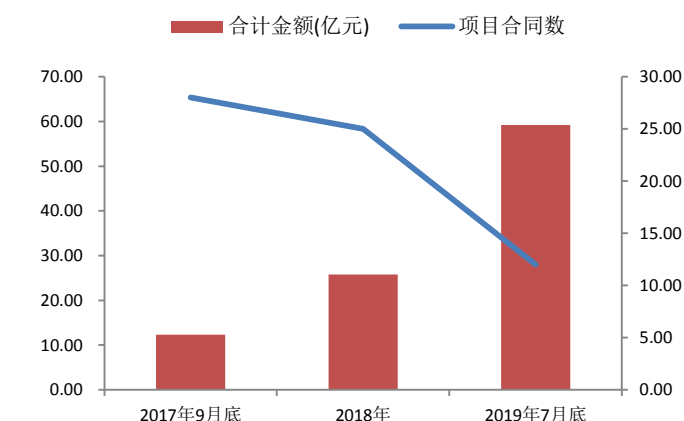
在手订单充足，PPP 重大项目基本完工。一系列标志性大型项目的建设为公司生态湿地领域积累了丰富的管理施工经验，为持续新项目的中标奠定了良好的基础。截至 2019 年 7 月底，公司及子公司累计新中标项目 16 项，合计金额约为 84 亿元，同比增长约 288%；累计新签订项目合同 12 项，合计金额约为 59 亿元，同比增长约 539%。在手订单充足，行业美誉度较高，保障了公司业务快速发展。公司目前项目中 PPP 项目基本完工，2019 年以来公司中标项目均为 EPC 项目，EPC 项目比重显著提升，现金流压力相对较小。

图 19: 公司新中标情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 20: 公司新签订项目合同情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 2: 2018 年在建重大 PPP 项目情况

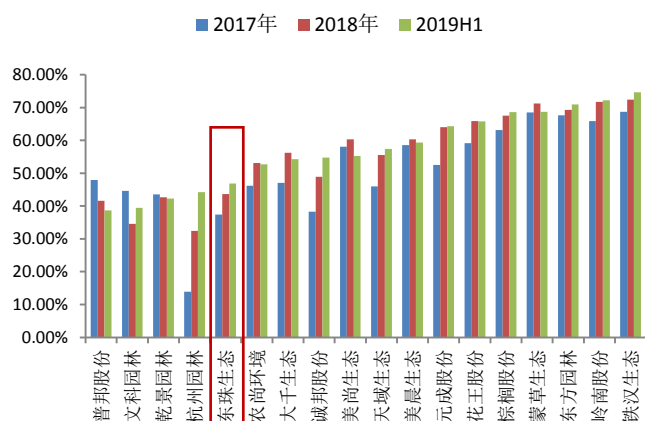
项目名称	项目金额 (亿元)	工期	完工百分比	累计确认收入 (亿元)
白马湖湿地公园项目	10.00	3 年	82.09%	8.07
杭州钱江世纪城沿江公园 PPP 项目	7.38	300 天	99.85%	7.25
湖州经济技术开发区绿化工程 PPP 项目	3.02	180 天	97.97%	2.91
梁山县龟山河综合治理 PPP 项目	1.24	1 年	95.16%	1.63
广西东兰坡豪湖国家湿地公园	2.45	547 天	82.61%	1.74
邓州市湍河国家湿地公园和防护林建设项目	5.40	2 年	46.22%	2.25

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 低杠杆, 财务状况稳健

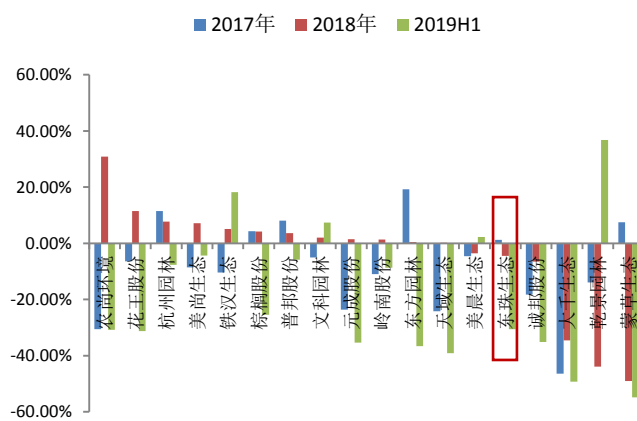
低杠杆, 财务状况稳健。公司资产负债率 2018 年提升了 6.22 个百分点至 43.62%, 2019 年上半年公司资产负债率为 46.89%, 上升了 3.27 个百分点。从行业对比来看, 公司近几年资产负债率虽有提升, 但在同行中处于较低水平。公司积极与多个银行积极开展合作, 获得了工商银行、招商银行、浦发银行、华夏银行、兴业银行及中信银行多个银行的大金额授信。财务情况相对稳健, 2018 年公司经营活动产生的现金流量净额/营业总收入为 -4.42%, 2019 年上半年由于工程项目处于投入阶段以及保证金增加等原因, 经营活动产生的现金流量净额/营业总收入为 -30.59%, 公司 2017 年上市以来新签项目较多, 支付的工程采购款及保证金增加, 经营活动产生的现金流净额走低, 经营活动产生的现金流量净额/营业总收入也相应的由正转负, 但整体上仍处于行业中等水平。

图 21: 资产负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 经营性现金流净额/营业收入

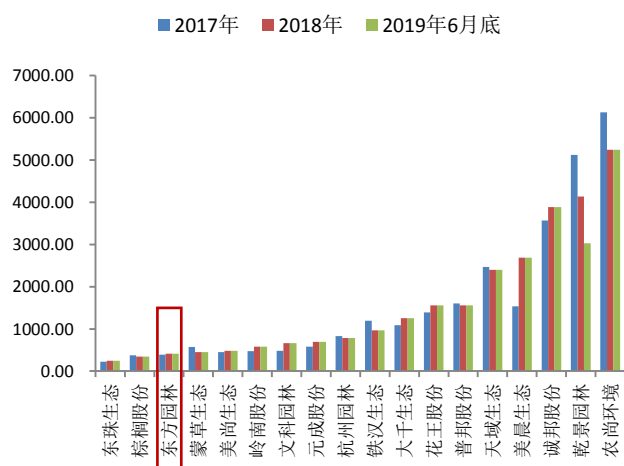


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 期间费用管控严格, 净利率显著高于行业

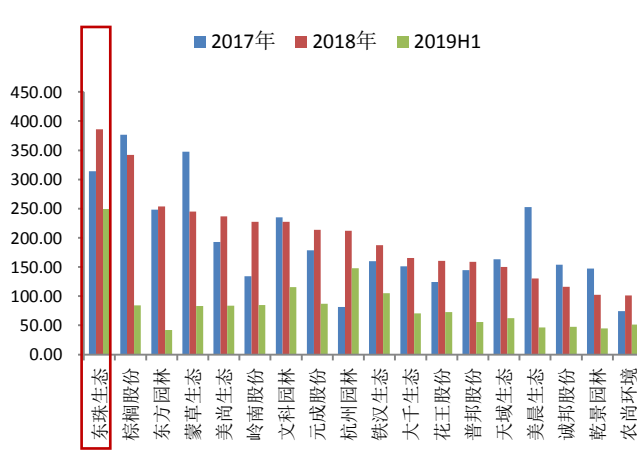
期间费用管控严格, 净利率显著高于行业。公司收入规模快速发展, 但是员工人数未进行大规模的扩招, 员工总数从 2016 年的 368 人仅上升到 2019 年 6 月底的 413 人, 员工总数在行业中处于较低水平。公司期间费用率中主要为职工薪酬, 在员工总数的控制下, 公司期间费用率也管控较好, 期间费用率在行业中处于低位, 2018 年公司期间费用率仅为 5.28%, 远低于行业 14% 的平均水平, 有效保障了公司净利率水平, 从行业对比来看, 2018 年公司净利率水平为 20.41%, 远高于行业 4.57% 的净利率。

图 23: 员工人数处于行业较低水平



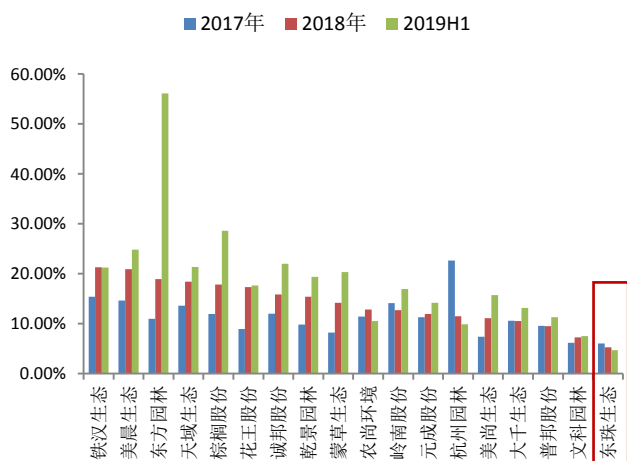
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 人均收入处于行业领先水平



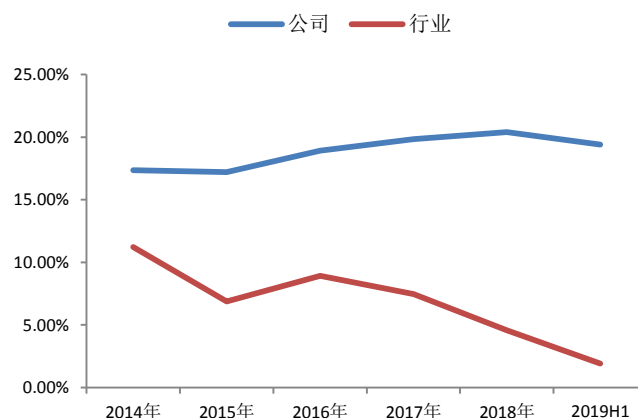
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25：期间费用率管控优异



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 26：公司净利率水平高于行业水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、投资建议

（一）盈利预测

公司 2017 年上市，通过严格的费用管控、低杠杆财务操作、业务结构优化等方式，在行业下行时仍保持了稳健的财务状况以及持续的业绩增长，目前在手订单充足，有效支撑公司业绩成长，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.08、5.20、6.64 亿元，按照 2019 年 9 月 18 日收盘价计算，对应的 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍，估值处于行业平均水平，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

（二）估值

表 3：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PB (MRQ)	PE			EPS		
					18A	19E	20E	18A	19E	20E
002310.SZ	东方园林	5.37	144.21	1.24	9.04	10.77	7.76	0.59	0.50	0.69
300495.SZ	美尚生态	13.21	89.07	2.13	23.03	18.48	14.89	0.65	0.71	0.89
300197.SZ	铁汉生态	3.51	82.36	1.28	27.06	15.95	9.76	0.13	0.22	0.36
002717.SZ	岭南股份	4.88	75.01	1.66	9.63	8.15	6.43	0.77	0.60	0.76
300237.SZ	美晨生态	3.25	47.22	1.31	12.69	11.72	10.11	0.26	0.28	0.32
	平均值			1.52	16.29	13.01	9.79	0.48	0.46	0.60
603359.SH	东珠生态	16.23	51.72	1.87	16.34	13.04	10.24	1.02	1.28	1.63

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：日期为 2019/9/18

五、风险提示

（1）信贷环境持续紧缩的风险。在去杠杆、强监管的宏观环境下，表外融资回表困难，社会融资规模存量增速回落，资金面紧张。信用紧缩使市场的风险偏好大幅下降，信贷更倾向于信誉度更好的国企，民营企业的融资环境持续紧张。

（2）市场竞争加剧。园林行业准入门槛相对较低，企业数量众多，同时国家已取消了在园林绿化工程招标过程中对资质方面的要求和限制，因此，园林行业市场竞争较为激烈，或对公司市场份额和经营业绩带来一定的影响。

（3）应收账款坏账损失风险。随着公司生态景观施工业务规模逐年增长，特别是大型项目的承接比例逐渐提高，未来应收款项可能继续保持在较高的水平，相应的坏账损失风险增加。

（4）业务结算模式导致的营运资金风险。由于生态景观的工程施工业务采取“前期垫付、分期结算、分期收款”的模式，业务规模的扩张能力在一定程度上依赖于资金的周转状况，若客户不能按时结算或及时付款，将影响公司的资金周转及使用效率，从而影响公司业务的持续发展。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,224.4	1,593.8	2,141.2	2,809.3	3,568.1
减:营业成本	876.8	1,145.0	1,548.0	2,052.4	2,615.6
营业税费	1.2	1.7	5.3	4.3	6.0
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	75.1	60.0	107.3	139.6	163.4
财务费用	-0.8	-4.8	-1.9	1.2	1.4
资产减值损失	5.6	10.7	10.0	8.8	9.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	9.4	21.7	8.0	8.0	8.0
营业利润	286.9	381.1	480.5	611.1	779.8
加:营业外净收支	-0.5	-0.0	-0.7	-0.4	-0.4
利润总额	286.4	381.1	479.8	610.7	779.5
减:所得税	43.3	55.8	71.5	90.9	115.4
净利润	242.8	325.8	408.3	519.9	664.4

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,365.2	1,227.2	1,648.8	2,163.2	2,747.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	918.0	620.8	925.6	1,025.3	1,808.0
应收票据	-	15.5	6.4	20.8	14.4
预付帐款	0.4	1.7	0.8	2.6	1.8
存货	978.4	1,700.3	2,642.6	3,172.6	3,783.7
其他流动资产	104.2	191.7	257.0	184.3	211.0
可供出售金融资产	65.1	82.5	-	-	-
持有至到期投资	-	-	80.0	80.0	80.0
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	21.2	19.6	16.5	13.4	10.3
在建工程	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
无形资产	0.2	25.6	24.1	22.7	21.2
其他非流动资产	413.3	833.9	886.2	891.2	870.4
资产总额	3,870.0	4,722.9	6,492.0	7,580.1	9,552.3
短期债务	37.0	-	891.5	869.3	1,417.0
应付帐款	1,226.8	1,807.7	2,132.2	3,077.9	3,665.2
应付票据	64.7	-	240.3	38.7	264.5
其他流动负债	118.9	252.6	300.9	225.3	271.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	1,447.5	2,060.3	3,564.9	4,211.2	5,618.3
少数股东权益	21.9	50.0	50.0	49.9	49.5
股本	227.6	318.6	318.6	318.6	318.6
留存收益	2,173.0	2,293.9	2,558.5	3,000.4	3,565.9
股东权益	2,422.5	2,662.6	2,927.1	3,368.9	3,934.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	243.1	325.3	408.3	519.9	664.4
加:折旧和摊销	2.2	3.7	4.6	4.6	4.6
资产减值准备	5.6	10.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.9	0.3	-1.9	1.2	1.4
投资损失	-9.4	-21.7	-8.0	-8.0	-8.0
少数股东损益	0.3	-0.5	0.0	-0.1	-0.4
营运资金的变动	-474.1	-769.7	-741.6	90.3	-533.1
经营活动产生现金流量	15.5	-70.4	-338.6	607.8	128.8
投资活动产生现金流量	-1.2	76.5	10.5	8.0	8.0
融资活动产生现金流量	952.8	-145.5	749.6	-101.4	447.5

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	25.0%	30.2%	34.3%	31.2%	27.0%
营业利润增长率	30.7%	32.8%	26.1%	27.2%	27.6%
净利润增长率	31.1%	34.2%	25.3%	27.3%	27.8%
EBITDA 增长率	23.3%	44.9%	20.2%	27.7%	27.4%
EBIT 增长率	23.4%	44.7%	20.2%	27.9%	27.6%
NOPLAT 增长率	28.0%	32.3%	26.8%	27.9%	27.7%
投资资本增长率	38.1%	-15.7%	131.9%	-8.3%	49.8%
净资产增长率	97.9%	9.9%	9.9%	15.1%	16.8%
盈利能力					
毛利率	28.4%	28.2%	27.7%	26.9%	26.7%
营业利润率	23.4%	23.9%	22.4%	21.8%	21.9%
净利润率	19.8%	20.4%	19.1%	18.5%	18.6%
EBITDA/营业收入	22.6%	25.2%	22.6%	22.0%	22.0%
EBIT/营业收入	22.5%	25.0%	22.4%	21.8%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	37.4%	43.6%	54.9%	55.6%	58.8%
负债权益比	59.8%	77.4%	121.8%	125.0%	142.8%
流动比率	2.33	1.82	1.54	1.56	1.52
速动比率	1.65	1.00	0.80	0.81	0.85
利息保障倍数	-324.75	-82.83	-254.47	520.29	577.68
营运能力					
固定资产周转天数	6	5	3	2	1
流动营业资本周转天数	150	120	137	142	135
流动资产周转天数	787	805	777	772	764
应收帐款周转天数	268	174	130	125	143
存货周转天数	237	303	365	373	351
总资产周转天数	925	970	943	902	864
投资资本周转天数	156	128	145	148	139
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	6.1%	3.8%	5.0%	5.0%	4.6%
财务费用率	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	6.1%	3.5%	4.9%	5.0%	4.6%
投资回报率					
ROE	10.1%	12.5%	14.2%	15.7%	17.1%
ROA	6.3%	6.9%	6.3%	6.9%	7.0%
ROIC	54.4%	52.2%	78.5%	43.3%	60.3%
分红指标					
DPS(元)	0.36	0.15	0.19	0.24	0.31
分红比率	46.9%	14.7%	15.0%	15.0%	14.9%
股息收益率	2.1%	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.76	1.02	1.28	1.63	2.09
BVPS(元)	7.53	8.20	9.03	10.42	12.19
PE(X)	21.9	16.3	13.0	10.2	8.0
PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.6	1.4
P/FCF	161.4	13.8	8.7	8.9	8.0
P/S	4.3	3.3	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.3	8.0	7.6	5.0	3.9
CAGR(%)	28.8%	26.9%	30.1%	28.8%	26.9%
PEG	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	5.9	5.7	8.6	4.7	6.6

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn