

东珠生态 (603359)

证券研究报告

2020年08月07日

Q2 营收快速增长，EPC 比重增加毛利率有望提升

公司近期公布了 2020 年半年度报告，上半年实现营业收入 12.10 亿元，同比增长 17.52%；归属母公司净利润 2.48 亿元，同比增长 23.76%。点评如下：

公司在手订单金额充沛，克服疫情影响订单逐渐恢复

2020 公司及子公司累计新签订项目合同 9 项，合计金额为人民币 9.02 亿元，较 2019 年同期减少 84.77%。虽然由于疫情影响复工复产，公司 2020 年上半年新签订单有所下滑，但 3 月以来公司在各地招标工作已陆续恢复，5 月份签署江油市靛池湿地公园 EPC 项目合同，订单额为 5.00 亿元，占上半年新签订单额的 55.43%。我们预计随着各地复工及招标的正常化，目前公司在手订单金额充沛，能够为未来公司持续增长提供支撑。

疫情影响下营收稳定正增长，毛利率开始回升

Q2 单季度实现营收 7.97 亿元，同比增长 33.06%，带动上半年实现营收 12.10 亿元，同比增长 17.52%，基本消除疫情带来的不利影响。主要是 2019 年承接的大量大型项目落地施工并实现收入，经济效益逐渐释放所致。从业务结构来看，2018 年以来公司承接项目模式逐渐转向 EPC 项目，报告期内公司已成功中标或签约靛池湿地公园等 4 项 EPC 项目，EPC 项目所占比重明显增加。结合公司高在手订单金额，公司 2020 年营收有望维持稳健增长。公司毛利率为 30.26%，同比增长 2.12 个百分点，随着 EPC 项目比重的增加，公司 2020 年利润水平有望进一步提升。

管理费用略有下降，利润水平持续稳健提升

上半年期间费用率为 4.99%，同比增长 0.32 个百分点。其中管理费用为 2.80%，同比下降 0.71 个百分点，在疫情下公司很好地控制了管理费用的支出；财务费用为-0.15%，同比增长 0.2 个百分点，主因公司无财务借款，存在财务利息；研发费用为 2.34%，同比增长 0.82 个百分点，主要由报告期内公司业务增长以及以前年度部分研发费用在成本中列支所致。公司报告期内共计提 0.12 亿元信用减值损失。Q2 单季度净利润同比增长 47.48%，带动整个上半年获取净利润 2.53 亿，同比增长 26.80%。

现金流净流出额有所减少，定向增发激发业绩提升动力

公司收现比 0.1662，同比下降 1.19 个百分点，付现比为 0.3929，同比下降 4.31 个百分点。付现比降幅较大，使得经营现金流流出增速慢于流入，上半年经营性现金流量净额为-2.85 亿元，较去年同期少流出 0.30 亿元。公司资产负债率上升至 52.98%，较 2019 年年末增加 3.27 个百分点，主要系报告期内公司存货大幅减少所致。2020 年 4 月公司公告非公开发行 A 股股票预案，拟定向增发股票，募资总额 5.1489 亿元，若顺利完成，公司资产负债表有望加速修复，有助于未来盈利增长预期的显著提升。

投资建议：2020 年上半年公司克服疫情影响订单逐渐恢复，毛利率开始回升，公司前期高在手订单有望如期落地，助力 2020 年公司业绩保持稳增。我们小幅上调 2020-2022 年 EPS 为 1.48、1.98、2.20 元/股（原 EPS 为 1.47、1.77、2.04 元/股）。对应 PE 为 13、10、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下半年疫情复发；新项目承接不及预期；项目回款不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,593.79	2,016.69	2,439.44	3,294.90	3,655.08
增长率(%)	30.17	26.53	20.96	35.07	10.93
EBITDA(百万元)	401.91	507.09	559.10	753.74	839.56
净利润(百万元)	325.81	361.51	470.63	631.48	700.67
增长率(%)	34.18	10.96	30.19	34.18	10.96
EPS(元/股)	1.02	1.13	1.48	1.98	2.20
市盈率(P/E)	19.47	17.55	13.48	10.05	9.05
市净率(P/B)	2.43	2.17	1.87	1.57	1.34
市销率(P/S)	3.98	3.15	2.60	1.93	1.74
EV/EBITDA	7.78	5.63	7.11	4.93	2.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	318.64
流通 A 股股本(百万股)	152.95
A 股总市值(百万元)	6,344.12
流通 A 股市值(百万元)	3,045.24
每股净资产(元)	9.67
资产负债率(%)	52.98
一年内最高/最低(元)	22.33/14.30

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

股价走势

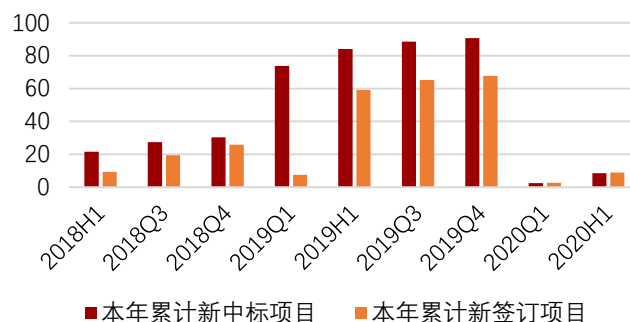


资料来源：贝格数据

相关报告

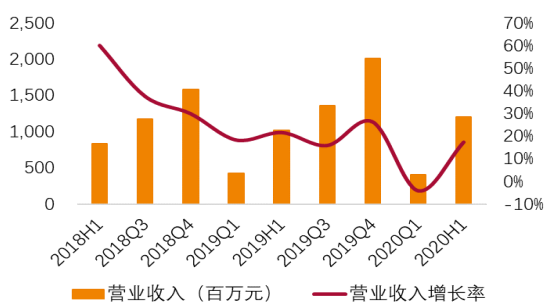
- 《东珠生态-半年报点评报告:业绩持续稳健增长，管理层认购定增份额彰显发展信心》2020-04-22
- 《东珠生态-公司点评:订单强势增长，拟员工持股共享发展红利》2019-07-05
- 《东珠景观-首次覆盖报告:湿地修复全产业链优势，净利率行业领先》2018-07-05

图 1：公司订单情况（亿元）



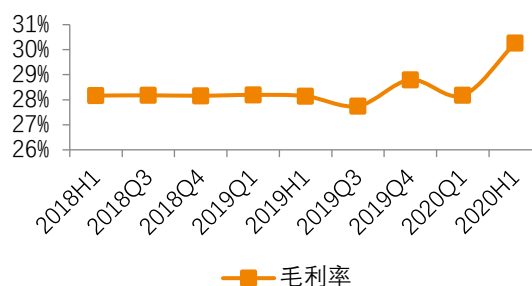
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：营业收入及增长率



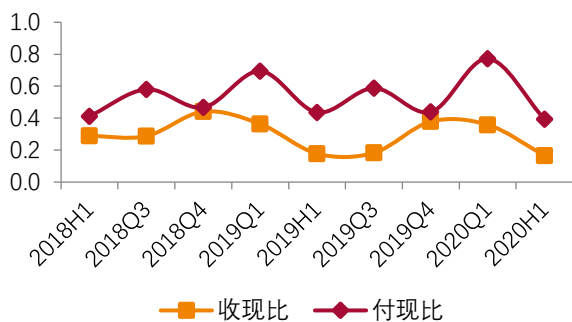
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率



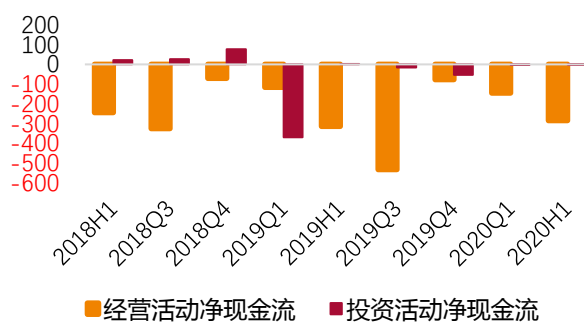
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：收现比和付现比



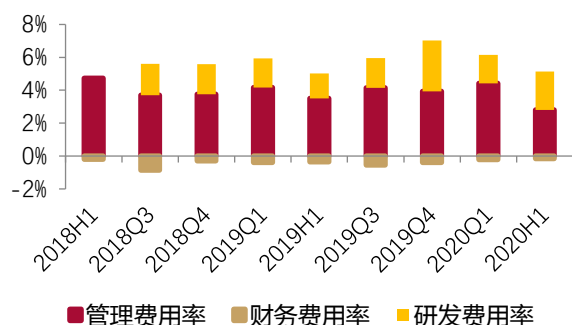
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：经营净现金流和投资活动净现金流（亿元）



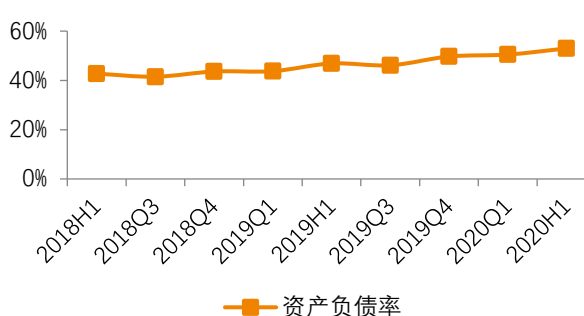
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：期间费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,227.24	1,059.07	1,706.97	1,876.22	3,299.81
应收票据及应收账款	636.32	679.16	1,895.81	824.95	2,193.23
预付账款	1.73	5.51	2.44	5.12	4.49
存货	1,700.34	2,981.10	1,324.58	4,993.10	1,569.63
其他	191.71	262.14	181.85	441.85	246.45
流动资产合计	3,757.33	4,986.99	5,111.65	8,141.24	7,313.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19.58	19.76	22.18	24.96	27.85
在建工程	3.93	3.93	5.36	6.22	6.73
无形资产	25.62	19.84	14.64	9.44	4.24
其他	916.40	938.70	741.13	844.08	841.20
非流动资产合计	965.53	982.24	783.30	884.69	880.02
资产总计	4,722.87	5,969.23	5,894.96	9,025.94	8,193.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,807.72	2,691.51	2,135.02	4,576.81	3,033.77
其他	252.56	275.95	281.78	329.00	323.16
流动负债合计	2,060.28	2,967.46	2,416.80	4,905.81	3,356.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2,060.28	2,967.46	2,416.80	4,905.81	3,356.93
少数股东权益	50.01	75.48	81.24	91.72	107.61
股本	318.64	318.64	318.64	318.64	318.64
资本公积	1,060.39	1,060.39	1,060.39	1,060.39	1,060.39
留存收益	2,293.94	2,607.65	3,078.28	3,709.76	4,410.43
其他	(1,060.39)	(1,060.39)	(1,060.39)	(1,060.39)	(1,060.39)
股东权益合计	2,662.59	3,001.77	3,478.16	4,120.12	4,836.68
负债和股东权益总计	4,722.87	5,969.23	5,894.96	9,025.94	8,193.62

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	325.29	376.05	470.63	631.48	700.67
折旧摊销	3.74	9.48	6.36	6.57	6.79
财务费用	0.26	0.00	(4.08)	(3.06)	(4.86)
投资损失	(21.75)	3.01	(24.00)	(28.80)	(34.56)
营运资金变动	(676.98)	(542.96)	170.15	(474.28)	705.24
其它	299.02	76.73	6.06	10.66	16.25
经营活动现金流	(70.41)	(77.69)	625.12	142.57	1,389.53
资本支出	27.54	3.86	5.00	5.00	5.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.96	(57.56)	14.00	18.80	24.56
投资活动现金流	76.50	(53.71)	19.00	23.80	29.56
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.81	8.04	4.08	3.06	4.86
其他	(150.29)	(53.14)	(0.30)	(0.18)	(0.36)
筹资活动现金流	(145.48)	(45.10)	3.78	2.88	4.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(139.39)	(176.49)	647.89	169.25	1,423.59

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,593.79	2,016.69	2,439.44	3,294.90	3,655.08
营业成本	1,144.98	1,435.95	1,736.96	2,346.08	2,602.54
营业税金及附加	1.73	0.79	0.95	1.29	1.43
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.95	79.31	85.38	115.32	127.93
研发费用	29.00	62.33	75.40	101.84	112.98
财务费用	(4.81)	(8.04)	(4.08)	(3.06)	(4.86)
资产减值损失	10.69	0.00	12.00	12.00	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.75	(3.01)	24.00	28.80	34.56
其他	(50.55)	9.83	(48.00)	(57.60)	(69.12)
营业利润	381.06	439.53	556.83	750.23	837.64
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.24	0.00	0.12	0.18
利润总额	381.06	439.28	556.83	750.11	837.46
所得税	55.76	63.23	80.15	107.96	120.54
净利润	325.29	376.05	476.69	642.15	716.92
少数股东损益	(0.51)	14.55	6.06	10.66	16.25
归属于母公司净利润	325.81	361.51	470.63	631.48	700.67
每股收益(元)	1.02	1.13	1.48	1.98	2.20

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.17%	26.53%	20.96%	35.07%	10.93%
营业利润	32.80%	15.34%	26.69%	34.73%	11.65%
归属于母公司净利润	34.18%	10.96%	30.19%	34.18%	10.96%
获利能力					
毛利率	28.16%	28.80%	28.80%	28.80%	28.80%
净利率	20.44%	17.93%	19.29%	19.17%	19.17%
ROE	12.47%	12.35%	13.85%	15.68%	14.82%
ROIC	52.15%	71.18%	47.13%	62.10%	50.93%
偿债能力					
资产负债率	43.62%	49.71%	41.00%	54.35%	40.97%
净负债率	-46.09%	-35.28%	-49.08%	-45.54%	-68.22%
流动比率	1.82	1.68	2.12	1.66	2.18
速动比率	1.00	0.68	1.57	0.64	1.71
营运能力					
应收账款周转率	2.14	3.07	1.89	2.42	2.42
存货周转率	1.19	0.86	1.13	1.04	1.11
总资产周转率	0.37	0.38	0.41	0.44	0.42
每股指标(元)					
每股收益	1.02	1.13	1.48	1.98	2.20
每股经营现金流	-0.22	-0.24	1.96	0.45	4.36
每股净资产	8.20	9.18	10.66	12.64	14.84
估值比率					
市盈率	19.47	17.55	13.48	10.05	9.05
市净率	2.43	2.17	1.87	1.57	1.34
EV/EBITDA	7.78	5.63	7.11	4.93	2.75
EV/EBIT	7.85	5.74	7.20	4.97	2.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com