

# 东珠生态 (603359)

证券研究报告

2021年04月16日

## 减值拖累当期利润，后续稳健增长可期

### 20年收入稳健增长，减值拖累利润，维持“买入”评级

4月15日晚公司发布20FY年报，20年实现营收23.38亿元，yoy+15.93%，归母净利润3.8亿元，yoy+5.22%，扣非净利润yoy+7.73%，业绩增速低于收入增速，主要受减值损失影响，其余盈利指标相对稳健。20FY公司CFO净流入0.23亿元，而18/19年均均为净流出。20FY末公司在手现金9.42亿元，负债率55.4%，财务仍然较为稳健。公司同时公告21年第一期员工持股计划，解锁条件对应21-23年的归母净利润增速达20%/15%/15%，我们认为员工持股计划有望进一步激发员工动力，公司业务后续亦有望受益于碳中和及生态环保相关政策，维持“买入”评级。

### 疫情后业务恢复状况良好，减值对利润产生拖累

公司20Q1-4单季度营收同比增速-4%/33%/61%/-10%，归母净利润同比增速-3.3%/42.5%/121.2%/-72.3%，Q4营收下滑或因19Q4基数较高，而利润下滑较多则主要因为单季毛利率波动及20Q4减值损失明显增加。20FY公司毛利率28.96%，同比升0.16pct，管理/研发/财务费用率3.11%/3.22%/-0.14%，同比变动-0.82/+0.13/+0.26pct，成本和费用端体现了较好的经营效率，但公司20FY资产/信用减值损失合计0.6亿元，19FY仅0.06亿元，减值大幅增加对净利率影响较为显著。我们认为20FY公司已完工未结算存货记为合同资产，加大计提金额体现了较为谨慎的会计政策。

### 经营净现金流回正，“两金”仍有较大改善空间

20FY公司CFO净额回正，收现比38%，同比小幅改善。资产负债表角度，公司通过较好的上下游收付款管理，使收付现相对匹配，公司无有息负债，但应付账款的增加使得公司负债率逐步提升，20年底负债率55.4%，同比提升5.7pct。20年公司总资产周转率0.35次，同比降0.03次，我们认为应收账款和合同资产较快增长或是主要原因。我们认为随着行业环境进一步好转，及公司EPC业务逐步进入收款期，公司现金流有望持续改善，同时资产周转水平也有望逐步提高。

### 有望受益于碳中和政策环境，维持“买入”评级

公司主业涵盖湿地、森林公园及国储林类项目，EPC服务能力行业领先，且财务状况较好，我们认为后续碳中和政策有望不断深化，公司在生态修复、林业碳汇等领域有望抓住行业发展先机，稳健扩张可期。考虑到20年公司收入/利润增速低于我们此前预期，综合公司股权激励目标，我们调低公司盈利预测，预计21-23年EPS1.46/1.72/1.99元(21-22年前值2.19/2.56元)，参考可比公司估值，给予公司21年13倍PE，目标价18.98元，维持“买入”评级。

**风险提示：**应付账款支付刚性超预期；EPC项目回款不及预期；盈利能力下行幅度超预期；新签订单增长不及预期。

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,016.69 | 2,337.91 | 2,798.35 | 3,268.00 | 3,752.84 |
| 增长率(%)      | 26.53    | 15.93    | 19.69    | 16.78    | 14.84    |
| EBITDA(百万元) | 507.09   | 645.28   | 710.01   | 831.78   | 949.50   |
| 净利润(百万元)    | 361.51   | 380.37   | 464.50   | 547.45   | 634.72   |
| 增长率(%)      | 10.96    | 5.22     | 22.12    | 17.86    | 15.94    |
| EPS(元/股)    | 1.13     | 1.19     | 1.46     | 1.72     | 1.99     |
| 市盈率(P/E)    | 14.90    | 14.16    | 11.59    | 9.84     | 8.48     |
| 市净率(P/B)    | 1.84     | 1.68     | 1.49     | 1.31     | 1.14     |
| 市销率(P/S)    | 2.67     | 2.30     | 1.92     | 1.65     | 1.43     |
| EV/EBITDA   | 5.63     | 4.75     | 4.90     | 4.02     | 3.47     |

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  | 16.9元     |
| 目标价格  | 18.98元    |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 318.64      |
| 流通A股股本(百万股) | 318.64      |
| A股总市值(百万元)  | 5,385.02    |
| 流通A股市值(百万元) | 5,385.02    |
| 每股净资产(元)    | 10.07       |
| 资产负债率(%)    | 55.40       |
| 一年内最高/最低(元) | 22.60/14.80 |

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

### 股价走势



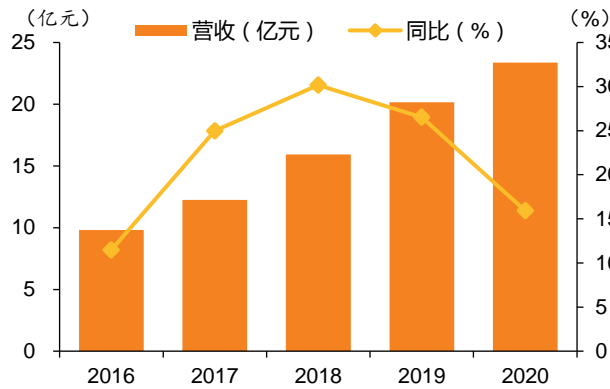
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东珠生态-季报点评:Q3营收、净利润同比大增，毛利率同比上升》2020-10-20
- 《东珠生态-半年报点评:Q2营收快速增长，EPC比重增加毛利率有望提升》2020-08-07
- 《东珠生态-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

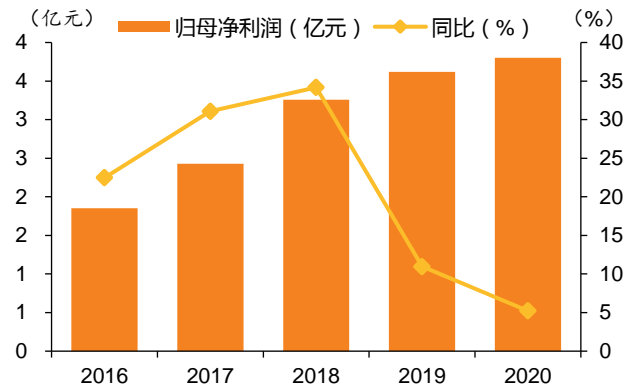
## 公司历年经营情况

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

| 证券代码      | 证券名称 | 总市值<br>(亿元) | 当前价格<br>(元) | EPS (元) |        |       |       | PE (倍) |         |       |       |
|-----------|------|-------------|-------------|---------|--------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|
|           |      |             |             | 2019    | 2020E  | 2021E | 2022E | 2019   | 2020E   | 2021E | 2022E |
| 002717.SZ | 岭南股份 | 46.47       | 3.04        | 0.21    | (0.30) | 0.18  | 0.30  | 14.48  | (10.13) | 16.89 | 10.13 |
| 002775.SZ | 文科园林 | 24.20       | 4.72        | 0.48    | 0.31   | 0.41  | 0.47  | 9.83   | 15.23   | 11.51 | 10.04 |
| 300495.SZ | 美尚生态 | 37.49       | 5.56        | 0.32    | 0.10   | 0.28  | 0.41  | 17.38  | 55.66   | 19.86 | 13.56 |
| 002887.SZ | 绿茵生态 | 36.35       | 11.65       | 1.00    | 0.90   | 1.15  | 1.45  | 11.65  | 12.94   | 10.13 | 8.03  |
| 603955.SH | 大千生态 | 18.59       | 13.70       | 0.24    | 0.88   | 1.10  | 1.36  | 57.08  | 15.57   | 12.45 | 10.07 |
|           | 平均   |             |             |         |        |       |       | 22.08  | 17.85   | 14.17 | 10.37 |
| 603359.SH | 东珠生态 | 53.85       | 16.90       | 1.13    | 1.19   | 1.53  | 1.93  | 14.90  | 14.16   | 11.02 | 8.74  |

注：数据截至 20210415 收盘，除东珠生态 21-22 年 EPS 为天风预测外，其余公司为 Wind 一致预测。

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)       | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 货币资金             | 1,059.07        | 941.58          | 965.86          | 1,062.63        | 1,124.45         |
| 应收票据及应收账款        | 679.16          | 836.27          | 858.29          | 1,066.20        | 914.47           |
| 预付账款             | 5.51            | 5.63            | 3.37            | 9.24            | 5.59             |
| 存货               | 2,981.10        | 9.94            | 3,571.28        | 3,999.09        | 4,610.80         |
| 其他               | 262.14          | 4,462.94        | 1,664.94        | 2,323.94        | 2,856.96         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,986.99</b> | <b>6,256.35</b> | <b>7,063.75</b> | <b>8,461.09</b> | <b>9,512.27</b>  |
| 长期股权投资           | 0.00            | 1.70            | 1.70            | 1.70            | 1.70             |
| 固定资产             | 19.76           | 25.72           | 49.03           | 91.74           | 133.09           |
| 在建工程             | 3.93            | 3.93            | 38.36           | 71.02           | 72.61            |
| 无形资产             | 19.84           | 14.63           | 10.10           | 5.58            | 1.06             |
| 其他               | 938.70          | 1,100.72        | 1,023.00        | 1,073.01        | 1,065.59         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>982.24</b>   | <b>1,146.70</b> | <b>1,122.19</b> | <b>1,243.04</b> | <b>1,274.05</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,969.23</b> | <b>7,403.05</b> | <b>8,185.93</b> | <b>9,704.13</b> | <b>10,786.32</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 应付票据及应付账款        | 2,691.51        | 3,742.53        | 4,061.01        | 5,033.77        | 5,476.23         |
| 其他               | 275.95          | 359.10          | 393.48          | 425.09          | 452.07           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,967.46</b> | <b>4,101.63</b> | <b>4,454.49</b> | <b>5,458.86</b> | <b>5,928.29</b>  |
| 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             |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>      |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,967.46</b> | <b>4,101.63</b> | <b>4,454.49</b> | <b>5,458.86</b> | <b>5,928.29</b>  |
| 少数股东权益           | 75.48           | 92.16           | 107.69          | 125.89          | 146.71           |
| 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             | 2,607.65        | 2,890.63        | 3,305.11        | 3,800.75        | 4,392.67         |
| 其他               | (1,060.39)      | (1,060.39)      | (1,060.39)      | (1,060.39)      | (1,060.39)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,001.77</b> | <b>3,301.42</b> | <b>3,731.44</b> | <b>4,245.28</b> | <b>4,858.02</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5,969.23</b> | <b>7,403.05</b> | <b>8,185.93</b> | <b>9,704.13</b> | <b>10,786.32</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019            | 2020            | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 376.05          | 392.42          | 464.50         | 547.45         | 634.72         |
| 折旧摊销           | 9.48            | 11.97           | 6.79           | 9.16           | 11.58          |
| 财务费用           | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资损失           | 3.01            | 13.65           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 营运资金变动         | (542.96)        | (4,624.92)      | (405.86)       | (337.34)       | (500.64)       |
| 其它             | 76.73           | 4,229.79        | 16.35          | 18.51          | 21.30          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(77.69)</b>  | <b>22.91</b>    | <b>81.78</b>   | <b>237.78</b>  | <b>166.96</b>  |
| 资本支出           | 3.86            | 12.11           | 60.00          | 80.00          | 50.00          |
| 长期投资           | 0.00            | 1.70            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (57.56)         | (99.46)         | (66.67)        | (168.89)       | (111.85)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(53.71)</b>  | <b>(85.65)</b>  | <b>(6.67)</b>  | <b>(88.89)</b> | <b>(61.85)</b> |
| 债权融资           | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 股权融资           | 8.04            | 3.33            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (53.14)         | (76.47)         | (50.83)        | (52.12)        | (43.28)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(45.10)</b>  | <b>(73.14)</b>  | <b>(50.83)</b> | <b>(52.12)</b> | <b>(43.28)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(176.49)</b> | <b>(135.88)</b> | <b>24.28</b>   | <b>96.77</b>   | <b>61.83</b>   |

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,016.69</b> | <b>2,337.91</b> | <b>2,798.35</b> | <b>3,268.00</b> | <b>3,752.84</b> |
| 营业成本             | 1,435.95        | 1,660.85        | 1,989.57        | 2,325.37        | 2,672.03        |
| 营业税金及附加          | 0.79            | 1.71            | 2.06            | 2.29            | 2.71            |
| 营业费用             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用             | 79.31           | 72.65           | 86.75           | 99.67           | 112.59          |
| 研发费用             | 62.33           | 75.35           | 86.75           | 98.04           | 112.59          |
| 财务费用             | (8.04)          | (3.33)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 资产减值损失           | 0.00            | (46.57)         | (70.00)         | (80.00)         | (85.00)         |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | (3.01)          | (13.65)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 9.83            | 131.60          | 140.00          | 160.00          | 170.00          |
| <b>营业利润</b>      | <b>439.53</b>   | <b>459.28</b>   | <b>563.22</b>   | <b>662.63</b>   | <b>767.93</b>   |
| 营业外收入            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营业外支出            | 0.24            | 0.04            | 0.50            | 0.30            | 0.20            |
| <b>利润总额</b>      | <b>439.28</b>   | <b>459.24</b>   | <b>562.72</b>   | <b>662.33</b>   | <b>767.73</b>   |
| 所得税              | 63.23           | 66.82           | 81.88           | 96.37           | 111.70          |
| <b>净利润</b>       | <b>376.05</b>   | <b>392.42</b>   | <b>480.85</b>   | <b>565.96</b>   | <b>656.02</b>   |
| 少数股东损益           | 14.55           | 12.05           | 16.35           | 18.51           | 21.30           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>361.51</b>   | <b>380.37</b>   | <b>464.50</b>   | <b>547.45</b>   | <b>634.72</b>   |
| 每股收益(元)          | 1.13            | 1.19            | 1.46            | 1.72            | 1.99            |

| 主要财务比率      | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入        | 26.53% | 15.93% | 19.69% | 16.78% | 14.84% |
| 营业利润        | 15.34% | 4.49%  | 22.63% | 17.65% | 15.89% |
| 归属于母公司净利润   | 10.96% | 5.22%  | 22.12% | 17.86% | 15.94% |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 28.80% | 28.96% | 28.90% | 28.84% | 28.80% |
| 净利率         | 17.93% | 16.27% | 16.60% | 16.75% | 16.91% |
| ROE         | 12.35% | 11.85% | 12.82% | 13.29% | 13.47% |
| ROIC        | 71.18% | 38.81% | 40.82% | 33.00% | 31.64% |

| 偿债能力           | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 资产负债率          | 49.71%  | 55.40%  | 54.42%  | 56.25%  | 54.96%  |
| 净负债率           | -35.28% | -28.52% | -25.88% | -25.03% | -23.15% |
| 流动比率           | 1.68    | 1.53    | 1.59    | 1.55    | 1.60    |
| 速动比率           | 0.68    | 1.52    | 0.78    | 0.82    | 0.83    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 3.07    | 3.09    | 3.30    | 3.40    | 3.79    |
| 存货周转率          | 0.86    | 1.56    | 1.56    | 0.86    | 0.87    |
| 总资产周转率         | 0.38    | 0.35    | 0.36    | 0.37    | 0.37    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.13    | 1.19    | 1.46    | 1.72    | 1.99    |
| 每股经营现金流        | -0.24   | 0.07    | 0.26    | 0.75    | 0.52    |
| 每股净资产          | 9.18    | 10.07   | 11.37   | 12.93   | 14.79   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 14.90   | 14.16   | 11.59   | 9.84    | 8.48    |
| 市净率            | 1.84    | 1.68    | 1.49    | 1.31    | 1.14    |
| EV/EBITDA      | 5.63    | 4.75    | 4.90    | 4.02    | 3.47    |
| EV/EBIT        | 5.74    | 4.82    | 4.94    | 4.06    | 3.51    |

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