

## 资金充裕、项目充足，第二主业高速拓展

### 投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年中报，2022 年上半年实现营业收入 9.7 亿元，同比 -24.3%，实现归属股东净利润 1.8 亿元，同比 -35.8%，EPS 0.40 元。
- 受疫情反复影响，业绩下滑幅度较大。**公司 2022 年上半年实现营业收入 9.7 亿元，同比 -24.3%，实现归属股东净利润 1.8 亿元，同比 -35.8%；Q2 单季度实现营收 5.4 亿元，同比 -28.7%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比 -45.8%。上半年受疫情反复及各地疫情防控措施影响，项目进度、与政府方谈判进度和新签订单均有放缓，营收和归母净利润下降幅度较大。
- 财务费用高企拖累净利润，回款大幅改善。**2022 年上半年，实现毛利率 29.6%，同比 -1.7pp；实现净利率 18.3%，同比 -3.5pp；销售期间费用率 8.1%，同比 +2.7pp，主要系上半年银行贷款利息增加，财务费用支出 895.1 万元，比上年同期 +613.8%。计提资产减值损失 38.3 万元，信用减值损失 125.5 万元，同比减少 75.1%、65.6%。公司经营净现金流净额 -2.5 亿元，比上年同期增加 8.8%，主要系公司不断强化应收账款管理，优化业务人员在收款工作方面的绩效考评指标权重等，采取了多种措施加大工程款的回笼所致。收现比、付现比分别为 75.0%，63.4%，回款大幅改善。
- 上半年订单整体较为充裕，盈利能力向好。**上半年公司及子公司新签合同 6 项，其中生态修复类合同 2 项、市政景观类项目 4 项，金额合计 21.6 亿元，同比大增 85.4%；Q2 单季度新签合同 2 项，金额合计 3.5 亿元，同比 -49.3%，主要系二季度疫情反复、经济疲软、行业整体降温，但上半年订单整体较为充裕，盈利能力向好。
- 在手资金充裕，第二主业高速拓展，长期发展势头良好。**截至 2022 年 H1 公司货币资金 8 亿元，占总市值比重将近 15%，公司预计 2022 年度向银行申请计划授信额度不超过 40 亿元，流动资金贷款等融资额度不超过 15 亿元，用于项目投标建设与林业碳汇业务拓展。2022 年 7 月 23 日，公司与海东河湟新区管理委员会围绕林碳开发、基建建设、光伏发电等领域，签署项目战略合作框架协议，后期双方将加快项目立项、建设和推进，同时在林业碳汇、环保基础设施建设、光伏发电及运营等领域开展全方位、多模式、深层次合作。目前，公司与地方政府围绕林业碳汇共签署 5 份战略合作框架协议，涉及林地 3000 万亩，若国内 CCER 交易重启，按照每亩林地汇碳量 1 吨，2021 年 CCER 交易均价 45 元/吨，毛利率 60%，跟地方政府均分收益后，预计每年增厚公司利润 4 亿元，长期发展可期。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.1 亿元、7.5 亿元、9.1 亿元，对应 PE 分别为 9、8、6 倍。公司是我国园林行业第一股，经营稳健，第二主业拓展势头强劲，长期发展可期，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行风险、林业碳汇政策落地不及预期风险、基建投资不及预期风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春  
执业证号：S1250517090004  
电话：021-58351883  
邮箱：yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.46
流通 A 股(亿股)	4.46
52 周内股价区间(元)	9.38-15.96
总市值(亿元)	56.48
总资产(亿元)	82.45
每股净资产(元)	7.82

### 相关研究

- 东珠生态 (603359)：业绩稳定高增长，将受益 CCER 重启 (2022-04-29)

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2710.7	3253.2	3911.5	4705.2
增长率	15.9%	20.0%	20.2%	20.3%
归属母公司净利润 (百万元)	480.8	610.2	750.6	912.2
增长率	26.4%	26.9%	23.0%	21.5%
每股收益 EPS (元)	1.08	1.37	1.68	2.04
净资产收益率 ROE	13.0%	14.6%	15.5%	16.2%
PE	12	9	8	6
PB	1.6	1.4	1.2	1.0

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2710.75	3253.17	3911.53	4705.21	净利润	480.58	616.35	755.47	919.26
营业成本	1905.84	2309.44	2776.74	3340.03	折旧与摊销	19.47	12.50	12.50	12.50
营业税金及附加	1.53	2.02	2.35	2.86	财务费用	-84.69	-55.30	-19.56	-51.76
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	10.81	-36.00	-5.00	-20.50
研发管理费用	177.59	226.75	263.01	318.88	经营营运资本变动	-222.39	5488.92	924.52	1016.34
财务费用	-84.69	-55.30	-19.56	-51.76	其他	-612.11	48.00	5.70	17.00
资产减值损失	10.81	-36.00	-5.00	-20.50	经营活动现金流净额	-408.33	6074.46	1673.63	1892.84
投资收益	0.38	-12.00	1.30	2.50	资本支出	3.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.50	-303.28	-378.09	-450.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	16.93	-303.28	-378.09	-450.30
<b>营业利润</b>	<b>563.20</b>	<b>722.27</b>	<b>885.29</b>	<b>1077.20</b>	短期借款	355.00	-355.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07	长期借款	120.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>563.12</b>	<b>722.20</b>	<b>885.22</b>	<b>1077.13</b>	股权融资	-13.69	0.00	0.00	0.00
所得税	82.54	105.85	129.75	157.87	支付股利	-63.73	-90.31	-114.64	-131.65
<b>净利润</b>	<b>480.58</b>	<b>616.35</b>	<b>755.47</b>	<b>919.26</b>	其他	-47.74	54.03	19.56	51.76
少数股东损益	-0.21	6.13	4.90	7.02	筹资活动现金流净额	349.85	-391.29	-95.09	-79.89
归属母公司股东净利润	480.79	610.22	750.57	912.24	<b>现金流量净额</b>	-41.56	5379.90	1200.46	1362.65
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>财务分析指标</b>	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	946.06	6325.96	7526.41	8889.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1465.79	1635.32	1997.60	2413.33	销售收入增长率	15.95%	20.01%	20.24%	20.29%
存货	9.70	11.75	12.13	15.99	营业利润增长率	22.63%	28.24%	22.57%	21.68%
其他流动资产	4961.56	70.39	84.64	101.81	净利润增长率	22.47%	28.25%	22.57%	21.68%
长期股权投资	1.70	1.70	1.70	1.70	EBITDA 增长率	6.42%	36.44%	29.25%	18.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	26.12	23.97	21.82	19.68	毛利率	29.69%	29.01%	29.01%	29.01%
无形资产和开发支出	62.35	54.04	45.72	37.41	三费率	3.43%	5.27%	6.22%	5.68%
其他非流动资产	1793.95	2083.19	2460.54	2911.30	净利润率	17.73%	18.95%	19.31%	19.54%
<b>资产总计</b>	<b>9267.22</b>	<b>10206.31</b>	<b>12150.56</b>	<b>14390.29</b>	ROE	12.97%	14.57%	15.51%	16.24%
短期借款	355.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.19%	6.04%	6.22%	6.39%
应付和预收款项	4655.71	5335.40	6535.05	7862.07	ROIC	25.80%	-57.41%	-17.80%	-17.30%
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA/销售收入	18.37%	20.89%	22.45%	22.06%
其他负债	431.51	519.86	623.64	748.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5562.21</b>	<b>5975.27</b>	<b>7278.69</b>	<b>8730.81</b>	总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.35
股本	446.10	446.10	446.10	446.10	固定资产周转率	113.18	154.11	206.27	279.79
资本公积	919.25	919.25	919.25	919.25	应收账款周转率	2.76	2.74	2.83	2.80
留存收益	2247.30	2767.21	3403.14	4183.72	存货周转率	194.08	215.39	214.63	214.67
归属母公司股东权益	3612.64	4132.55	4768.48	5549.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	38.54%	—	—	—
少数股东权益	92.37	98.50	103.40	110.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3705.01</b>	<b>4231.05</b>	<b>4871.87</b>	<b>5659.48</b>	资产负债率	60.02%	58.54%	59.90%	60.67%
负债和股东权益合计	9267.22	10206.31	12150.56	14390.29	带息债务/总负债	8.54%	2.01%	1.65%	1.37%
					流动比率	1.36	1.38	1.35	1.33
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	速动比率	1.36	1.37	1.34	1.33
EBITDA	497.98	679.46	878.23	1037.94	股利支付率	13.25%	14.80%	15.27%	14.43%
PE	11.75	9.25	7.52	6.19	<b>每股指标</b>				
PB	1.56	1.37	1.18	1.02	每股收益	1.08	1.37	1.68	2.04
PS	2.08	1.74	1.44	1.20	每股净资产	8.10	9.26	10.69	12.44
EV/EBITDA	6.84	-3.86	-4.79	-5.80	每股经营现金	-0.92	13.62	3.75	4.24
股息率	1.13%	1.60%	2.03%	2.33%	每股股利	0.14	0.20	0.26	0.30

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
北京	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn