

东珠生态 (603359.SH) 年报一季报点评

强烈推荐-A (维持)

21年净利略超预期、22Q1有所下滑，静待业绩恢复

- **新签订单增速稳定，跨区域运营能力逐渐提升。**2021年公司新签订单23.54亿元，同比增长24.81%。公司2021年新签订单主要位于华东、华中、西南地区等生态建设重点地区，公司已基本形成全国性的战略布局。2022年Q1公司新签订单金额为17.27亿元，同比增长261.84%，其中公司2022年1月新签订秦岭防洪渠提升改造项目EPC金额7.96亿元等大单。
- **Q4收入增长亮眼，毛利率增速平稳。**2021年公司实现收入27.11亿元，同比增长15.95%。得益于新签订单金额增长，Q4单季收入增速大幅提升，同增57.54%。毛利率为29.69%，同比增长0.73个百分点，主因材料成本与人工劳务费成本略有下跌。2022年一季度，公司实现营业收入4.3亿元，同比下降17.91%，或受疫情影响，工程进度受阻。2022年Q1毛利率实现同增1.83个百分点至29.74%。
- **期间费用率下降，净利润增长稳定，略超预期。**公司2021年的期间费用率为3.43%，同比下降2.77个百分点。其中，管理费用率为3.43%，同比增长0.31个百分点，主因无形资产摊销及员工激励股份支付增加；研发费用率为3.14%，同比略降0.07个百分点；财务费用率为-3.12%，同比下降2.98个百分点，主因投融资项目建设期利息和投资回报增加。报告期内，公司共计提信用减值损失1.6亿元，同比增加0.3亿元。综合起来，公司2021年实现归母净利润4.81亿元，同比增长26.4%，Q4单季大增280%。2022年Q1实现归母净利润0.82亿元，同比下降18.07%，静待后续业绩恢复。
- **受疫情扰动经营性现金流减少，发力碳汇业务寻求新增长点。**公司2021年收现比为0.3855，同比增长0.53个百分点；付现比为0.6385，同比增长24.05个百分点，主因购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加。综合来看，经营净现金流出4.08亿元，同比减少流入4.31亿元；投资活动净流入0.17亿元，同比增加流入1.03亿元。资产负债率同比上升4.62个百分点至60.02%。公司积极开拓林业碳汇业务，目前已新设全资子公司东珠碳汇，并与多个地方政府签订《战略合作协议》共同开发相关区域内的林业资源。未来CCER交易重启将使得林业资源有额外的价值，碳汇业务有望成为公司新的增长点。
- **投资建议：**公司2021年全年新签订单增速稳定，净利润大幅完成持股计划考核要求，略超预期。Q1业绩受疫情拖累，但新签订单增速强势，静待业绩恢复。预计2022-2024年公司的EPS为1.22、1.41、1.64元/股，对应PE8、7、6倍。维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**公司项目回款不达预期、CCER交易重启不确定风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2338	2711	3036	3491	4015
同比增长	16%	16%	12%	15%	15%
营业利润(百万元)	459	563	636	739	854
同比增长	4%	23%	13%	16%	16%
归母净利润(百万元)	380	481	543	631	730
同比增长	5%	26%	13%	16%	16%
每股收益(元)	0.85	1.08	1.22	1.41	1.64
PE	11.2	8.9	7.8	6.7	5.8
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

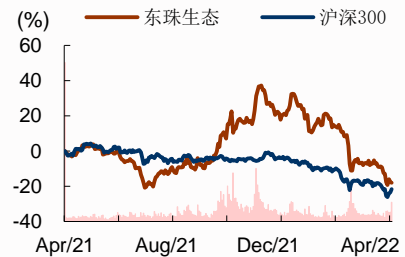
中游制造/建筑工程
当前股价：9.54元

基础数据

总股本(万股)	44610
已上市流通股(万股)	44610
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	12.5
资产负债率	59.9%
主要股东	席惠民
主要股东持股比例	38.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-26	-16
相对表现	-6	-6	7



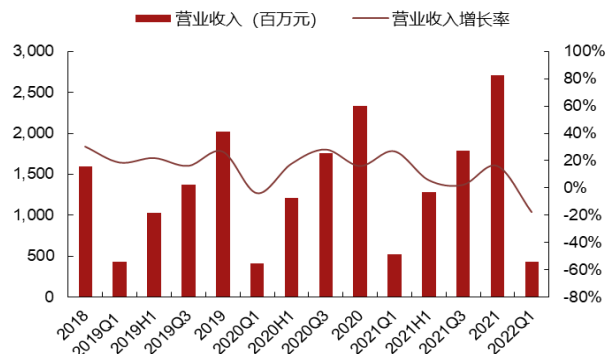
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《东珠生态(603359)——深耕生态修复细分领域，积极布局林业碳汇》2021-12-20

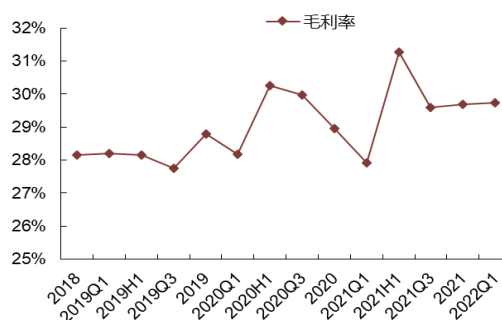
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入和收入增速



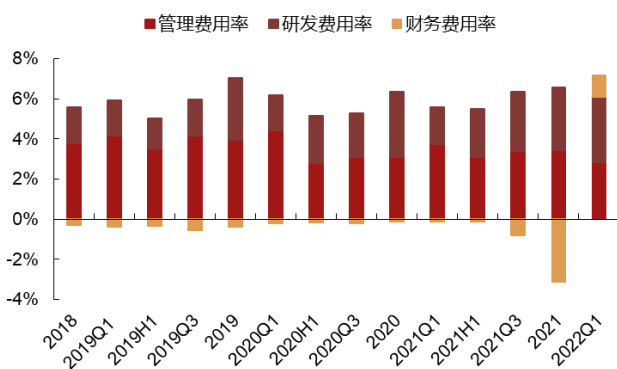
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率情况



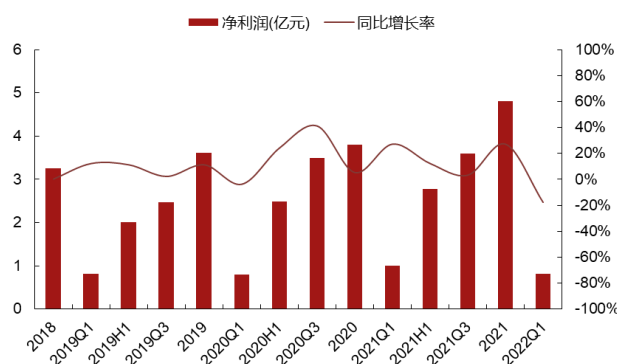
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司各项费用率



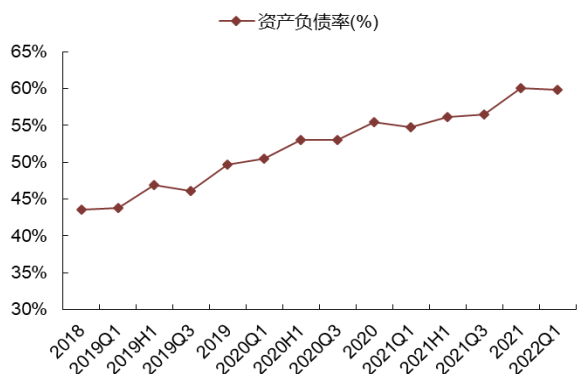
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司净利率情况



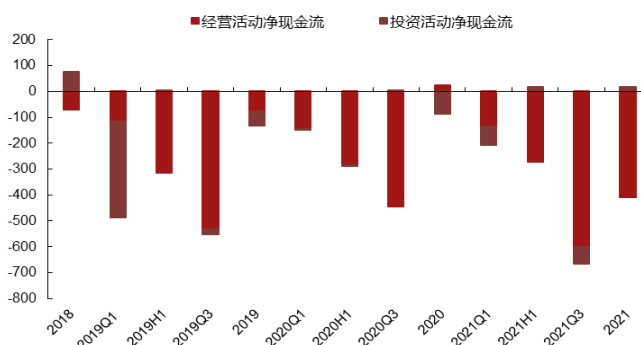
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司资产负债率



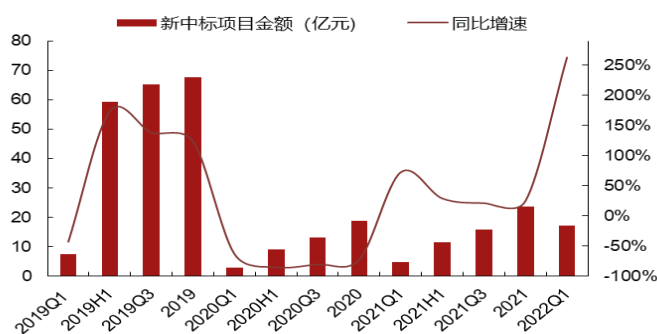
资料来源：iFind、招商证券

图 6 经营活动净现金流和投资活动净现金流（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司新签合同总额（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6256	7383	8484	9602	11007
现金	942	946	1002	999	1115
交易性投资	80	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	833	1128	1242	1428	1642
其它应收款	265	0	0	0	0
存货	10	10	7	9	11
其他	4124	5299	6233	7166	8239
非流动资产	1147	1884	1872	1950	2038
长期股权投资	2	2	2	2	1
固定资产	26	22	21	19	19
无形资产商誉	15	62	56	51	45
其他	1105	1798	1794	1878	1972
资产总计	7403	9267	10356	11552	13045
流动负债	4102	5435	5981	6710	7663
短期借款	0	355	355	355	355
应付账款	3743	4533	5054	5812	6683
预收账款	0	0	0	0	0
其他	359	548	573	543	624
长期负债	0	127	127	127	127
长期借款	0	120	120	120	120
其他	0	7	7	7	7
负债合计	4102	5562	6108	6837	7790
股本	319	446	446	446	446
资本公积金	1060	919	919	919	919
留存收益	1830	2247	2790	3258	3798
少数股东权益	92	92	92	92	92
归属于母公司所有者权益	3209	3613	4156	4623	5164
负债及权益合计	7403	9267	10356	11552	13045

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	23	(408)	29	229	384
净利润	392	481	543	630	729
折旧摊销	12	21	16	14	13
财务费用	0	4	(29)	(20)	(20)
投资收益	14	(0)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(386)	(890)	(495)	(396)	(339)
其它	(9)	(23)	(4)	3	3
投资活动现金流	(86)	17	(1)	(89)	(98)
资本支出	(7)	(60)	(3)	(3)	(4)
其他投资	(78)	77	2	(85)	(94)
筹资活动现金流	(73)	350	28	(143)	(169)
借款变动	(76)	272	(1)	0	0
普通股增加	0	127	0	0	0
资本公积增加	0	(141)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(163)	(189)
其他	3	92	29	20	20
现金净增加额	(136)	(42)	56	(3)	116

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2338	2711	3036	3491	4015
营业成本	1661	1906	2125	2444	2810
营业税金及附加	2	2	2	2	2
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	73	93	94	105	118
研发费用	75	85	91	105	120
财务费用	(3)	(85)	(29)	(20)	(20)
资产减值损失	(60)	(150)	(120)	(120)	(132)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	2	2	2
投资收益	(14)	0	0	0	0
营业利润	459	563	636	739	854
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	459	563	636	739	854
所得税	67	83	93	108	125
少数股东损益	12	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	380	481	543	631	730

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	16%	12%	15%	15%
营业利润	4%	23%	13%	16%	16%
归母净利润	5%	26%	13%	16%	16%
获利能力					
毛利率	29.0%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	16.3%	17.7%	17.9%	18.1%	18.2%
ROE	12.4%	14.1%	14.0%	14.4%	14.9%
ROIC	12.4%	10.9%	11.6%	12.4%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	60.0%	59.0%	59.2%	59.7%
净负债比率	0.0%	5.1%	4.6%	4.1%	3.6%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.1	194.1	249.0	300.9	288.5
应收账款周转率	3.1	2.8	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
每股资料(元)					
EPS	0.85	1.08	1.22	1.41	1.64
每股经营净现金	0.05	-0.92	0.06	0.51	0.86
每股净资产	7.19	8.10	9.32	10.36	11.58
每股股利	0.00	0.00	0.37	0.42	0.49
估值比率					
PE	11.2	8.9	7.8	6.7	5.8
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	20.5	19.5	15.2	12.9	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。