

2022年02月07日

ST云投 (002200.SZ)

## 聚焦“生态+”打造四大板块，股东变更助力快速成长

■事项：公司于2022年1月28日发布业绩预告，预计2021年公司实现营业收入3.9亿元至4.2亿元，同比增长45.68%-56.88%；归属于上市公司股东的净利润-0.37亿元至-0.45亿元，同比下降52.30%-60.78%；扣非后净利润-0.52亿元至0.60亿元，同比下降67.44%-71.78%。

■聚焦“生态+”战略，打造四大业务板块。根据公告，公司按照“国企背景、市场运作”的企业理念，秉承“铸国企品质、拓大美空间”的企业宗旨，以“1（云南）+4（西南省市市区）+N（其他重点区域）”为布局，聚焦“生态+”战略定位，整合形成“生态景观、生态环保、生态苗花、生态人居”四大业务板块。同时，公司聚焦主业，出售低效资产。公司将旗下的土地、房地产、苗木基地等公司股权悉数出售，退出相关业务领域，将更多的资源投向“生态+”业务领域。公司业务经历了四年收缩之后，2021年迎来转机，全年预计实现营业收入3.9亿元-4.2亿元，同比增长45.68%-56.88%，业务规模呈现较快增长；归母净利润-0.37亿元至-0.45亿元，同比下降52.30%-60.78%，减亏幅度相对较大。

■股东变更短暂影响业务，云南交投助力快速成长。根据公告，2021年11月云投集团所持股权无偿划转至云南交投，并于2021年末完成股份变更登记，股东变更在一定程度上影响了公司四季度业务。从历史来看，四季度是公司业务“旺季”，2019-2020年四季度公司分别实现营业收入约2.00亿元和1.85亿元，分别占当年全年业务的29.32%和69.03%，而2021年四季度预计实现营业收入0.4亿元-0.7亿元，预计占全年业务的10.26%-16.67%，显著低于过去两年四季度业务占比。2022年1月公司完成了董事会变更，管理层到位有利于公司业务正常开展。同时，云南交投为公司提供了不超过10.72亿元的股东借款，除10.22亿元用于借新还旧，0.5亿元用于公司日常经营，并且云南交投的股东借款利率相对较低，股东的大力支持助力公司快速成长。

■诉讼风险即将结束，整体影响相对有限。公司因合同纠纷引发了两起影响较大的民事诉讼——南充代建中心项目合同纠纷民事诉讼和六盘水外国语项目合同纠纷民事诉讼，诉讼金额较大，对公司影响较为明显，公司已经全额计提了预计负债。目前，公司正在积极通过诉讼等方式向项目业主主张权利，南充代建中心项目合同纠纷民事诉讼四川高院已经判决公司胜诉，目前双方均向最高院上诉，若判决公司胜诉并最终执行，公司将能够冲回此前计提的预计负债，增加公司利润。

## 公司快报

证券研究报告

林木及加工

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：9.92元  
股价（2022-01-28）7.63元

### 交易数据

总市值(百万元)	1404.93
流通市值(百万元)	1404.93
总股本(百万股)	184.13
流通股本(百万股)	184.13
12个月价格区间	4.00/8.82元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.66	14.22	99.97
绝对收益	-2.18	6.71	90.27

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

六盘水外国语项目已经终审判决，公司已于2020年全额计提了预计负债，对公司未来业绩不会产生压力。公司两大项目合同纠纷民事诉讼整体影响有限，且控股股东曾出具兜底承诺，控股股东将督促公司就可能造成的损失通过起诉业主单位等方式进行弥补，若最终造成公司利益损失部分将在12个月内予以补偿。

**■盈利预测与投资建议：**公司控股股东发生变更，对公司影响可能较大，公司业绩预测相对较难。基于公司现有订单、业务团队和股东支持，暂不考虑预计负债回冲，预计2021-2023年公司营业收入分别为4.05亿元、5.86亿元和7.92亿元，分别同比增长51.10%、44.94%和35.09%，归母净利润分别为-0.40亿元、0.23亿元和0.32亿元，分别同比增长-57.3%、156.0%和42.9%，EPS分别为-0.22元、0.12元和0.18元，对应的动态PE分别为-34.8倍、62.2倍和43.5倍。公司受益于云南国企改革，通过股权划转成为云南交投旗下唯一上市平台，股东有望加大管理、资金和业务支持，同时公司通过“瘦身”计划和业务聚焦，主业已经出现经营性拐点，预计未来业绩快速释放。我们看好公司平台价值、与云南交投的协同效应，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价9.92元。

**■风险提示：**民事诉讼败诉、股东支持不及预期、项目回款缓慢、新签订单增长缓慢等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	682.2	267.7	404.6	586.4	792.1
净利润	35.9	-94.3	-40.3	22.6	32.3
每股收益(元)	0.19	-0.51	-0.22	0.12	0.18
每股净资产(元)	1.07	0.55	0.33	0.45	0.63

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	39.2	-14.9	-34.8	62.2	43.5
市净率(倍)	7.1	13.9	23.0	16.8	12.1
净利润率	5.3%	-35.2%	-10.0%	3.9%	4.1%
净资产收益率	18.2%	-93.0%	-66.0%	27.0%	27.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.2%	-2.8%	13.0%	12.0%	15.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	682.2	267.7	404.6	586.4	792.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	461.8	200.2	297.4	395.8	538.7	营业收入增长率	-10.2%	-60.8%	51.1%	44.9%	35.1%
营业税费	5.7	2.4	3.6	4.1	6.3	营业利润增长率	-181.2%	-193.1%	-73.1%	-229.7%	78.1%
销售费用	23.7	32.2	24.3	23.5	43.6	净利润增长率	-114.0%	-362.9%	-57.3%	156.0%	42.9%
管理费用	75.8	61.7	56.6	58.6	83.2	EBITDA 增长率	1045.7%	-117.0%	-261.3%	192.5%	5.3%
研发费用	3.8	3.4	1.4	1.8	2.8	EBIT 增长率	2514.4%	-122.7%	-186.1%	266.7%	1.9%
财务费用	168.4	69.9	66.6	92.7	64.3	NOPLAT 增长率	2102.0%	-118.9%	-177.9%	266.7%	1.9%
资产减值损失	-5.5	-1.7	-1.8	-2.1	-2.2	投资资本增长率	15.4%	-83.2%	297.4%	-18.5%	-31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	27.2%	-26.2%	-14.9%	11.1%	13.2%
投资和汇兑收益	67.4	-11.4	13.0	27.6	15.0						
<b>营业利润</b>	122.0	-113.7	-30.5	39.6	70.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-29.9	-14.7	-26.9	-3.2	-22.5	毛利率	32.3%	25.2%	26.5%	32.5%	32.0%
<b>利润总额</b>	92.1	-128.3	-57.4	36.4	48.0	营业利润率	17.9%	-42.5%	-7.5%	6.8%	8.9%
减:所得税	26.4	-13.5	-8.8	5.6	7.4	净利润率	5.3%	-35.2%	-10.0%	3.9%	4.1%
<b>净利润</b>	35.9	-94.3	-40.3	22.6	32.3	EBITDA/营业收入	28.2%	-12.3%	13.1%	26.4%	20.6%
						EBIT/营业收入	27.0%	-15.7%	8.9%	22.6%	17.0%
<b>资产负债表</b>	126.7	196.1	348.8	558.3	779.0	<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	28	42	22	16	9
货币资金	93.3	392.7	80.9	117.3	142.6	流动营业资本周转天数	542	952	586	541	318
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,331	2,937	1,670	1,293	1,101
应收帐款	574.1	268.6	479.4	849.4	780.8	应收帐款周转天数	324	567	333	408	370
应收票据	1.0	2.5	9.3	5.9	12.2	存货周转天数	674	963	515	604	457
预付帐款	39.3	16.4	29.0	43.0	67.1	总资产周转天数	1,893	4,426	2,537	1,850	1,526
存货	1,246.1	186.3	970.9	997.3	1,015.9	投资资本周转天数	685	1,093	518	518	290
其他流动资产	503.8	1,043.9	273.7	355.7	457.5						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	18.2%	-93.0%	-66.0%	27.0%	27.8%
长期股权投资	41.3	37.5	37.5	37.5	37.5	ROA	1.8%	-3.9%	-1.8%	0.9%	1.2%
投资性房地产	12.3	11.9	11.9	11.9	11.9	ROIC	17.2%	-2.8%	13.0%	12.0%	15.0%
固定资产	38.8	23.0	26.5	24.3	16.5	<b>费用率</b>					
在建工程	288.5	-	-	-	-	销售费用率	3.5%	12.0%	6.0%	4.0%	5.5%
无形资产	14.6	7.7	7.4	7.1	6.8	管理费用率	11.1%	23.0%	14.0%	10.0%	10.5%
其他非流动资产	760.9	977.5	806.5	844.8	873.0	研发费用率	0.6%	1.3%	0.4%	0.3%	0.4%
<b>资产总额</b>	3,614.1	2,968.1	2,732.9	3,294.0	3,421.7	财务费用率	24.7%	26.1%	16.5%	15.8%	8.1%
短期债务	1,979.0	1,400.3	1,431.7	1,371.7	1,161.4	四费/营业收入	39.8%	62.4%	36.8%	30.1%	24.5%
应付帐款	595.3	614.2	513.3	1,193.3	1,346.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	96.8	16.6	91.9	58.7	176.9	资产负债率	87.8%	89.0%	89.8%	90.6%	89.8%
其他流动负债	259.2	239.9	243.1	247.5	252.7	负权益比	717.4%	809.5%	884.0%	967.5%	879.9%
长期借款	190.0	180.0	74.5	-	-	流动比率	0.84	0.84	0.81	0.82	0.84
其他非流动负债	51.6	190.7	100.8	114.4	135.3	速动比率	0.41	0.76	0.38	0.48	0.50
<b>负债总额</b>	3,172.0	2,641.7	2,455.2	2,985.5	3,072.5	利息保障倍数	1.09	-0.60	0.54	1.43	2.10
少数股东权益	244.7	224.9	216.6	224.9	233.2	<b>分红指标</b>					
股本	184.1	184.1	184.1	184.1	184.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	13.3	-82.7	-123.0	-100.5	-68.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	442.1	326.3	277.7	308.6	349.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	65.7	-114.8	-40.3	22.6	32.3	EPS(元)	0.19	-0.51	-0.22	0.12	0.18
加:折旧和摊销	14.1	11.1	16.8	22.5	28.1	BVPS(元)	1.07	0.55	0.33	0.45	0.63
资产减值准备	23.9	76.8	-	-	-	PE(X)	39.2	-14.9	-34.8	62.2	43.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	13.9	23.0	16.8	12.1
财务费用	156.2	124.1	66.6	92.7	64.3	P/FCF	-542.2	3.7	-1.8	21.2	31.1
投资损失	-67.4	11.4	-13.0	-27.6	-15.0	P/S	2.1	5.2	3.5	2.4	1.8
少数股东损益	29.8	-20.4	-8.3	8.2	8.3	EV/EBITDA	12.7	-31.7	43.0	13.4	11.1
营运资金的变动	-312.9	-599.4	-522.0	131.2	202.9	CAGR(%)	-22.3%	-170.7%	-40.2%	-22.3%	-170.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-106.3	114.5	-500.1	249.6	320.9	PEG	-1.8	0.1	0.9	-2.8	-0.3
投资活动产生现金流量	200.4	902.6	293.8	7.6	-5.0	ROIC/WACC	2.2	-0.4	1.6	1.5	1.9
融资活动产生现金流量	-248.7	-696.2	-105.5	-220.9	-290.6	REP	0.8	-12.5	1.5	1.8	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034