

东珠生态 (603359.SH)

基本面优质的生态园林公司

核心观点:

- **中报概况: Q2 业绩高增, 盈利能力提升。**公司 2020H1 实现营业收入 12.10 亿元, 同比去年增长 17.52%。归属于母公司股东的净利润 2.48 亿元, 同比去年增长 23.76%。主要原因系 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。分季度看, Q1/Q2 收入增速分别为 -4%/+33%, 归母净利润增速分别 -3%/+47%, 公司 Q2 收入及业绩均有明显回暖。公司 20H1 毛利率/净利率分别为 30.26%/20.94%, 较 19H1+2.1/+1.5pct, 盈利能力有一定提升。
- **下游需求: 专项债投向生态环保比例大幅提升, 生态湿地建设保持高增。**公司上半年订单同比有所下滑。但公司 19 年新签订单高增, 有助于支撑未来 2 年收入端的持续增长及利润的释放。今年专项债投向基建、环保领域大幅提高, 公司主业有望受益。在国内积极环保政策的推进下, 湿地建设迎来良好发展契机。14-19 年新增国家湿地公园个数同比增速分别为 130%/65%/11%/33%/41%, 有望带动公司下游需求。
- **横向对比: 财务稳健, 杠杆增量空间大, 期间费用把控严格, ROE 行业领先。**从资产结构层面看, 公司 19 资产负债率 49.7%, 明显低于行业均值, 且公司无有息负债, 没有长期债务压力, 未来加杠杆空间大。从短期偿债层面看, 公司在手现金充足, 净债务低, 现金比率、流动比率、速动比率三项指标均处于行业优势地位。从费用层面看, 公司无销售费用、财务费用为“负值”、管理费用行业倒数, 期间费用率位于行业极低水平。2013 年开始行业 ROE 处于下行状态, 2019 年公司 ROE 开始回暖, 杠杆增量空间助力 ROE 未来持续领跑。
- **盈利预测及投资建议。**前期公司新签订单高增, 支撑公司未来收入增长。预计 20-22 年归母净利润分别为 4.70/5.88/7.17 亿元。维持合理价值 25.16 元/股不变, 对应 21 年 PE 约 14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 融资环境持续紧张; 应收账款回款周期加长造成回款困难。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,594	2,017	2,626	3,282	4,102
增长率 (%)	30.2	26.5	30.2	25.0	25.0
EBITDA (百万元)	362	448	585	733	890
归母净利润 (百万元)	326	362	470	588	717
增长率 (%)	34.2	11.0	30.1	25.0	22.0
EPS (元/股)	0.87	1.13	1.48	1.84	2.25
市盈率 (P/E)	18.83	13.21	13.49	10.79	8.85
ROE (%)	12.47	12.35	13.81	14.72	15.21
EV/EBITDA	11.03	8.30	8.67	6.86	5.43

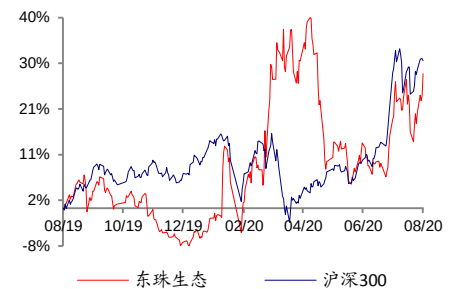
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格	19.91 元
合理价值	25.16 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-07

相对市场表现



分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630

xielu@gf.com.cn

请注意, 尉凯旋、邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东珠生态 (603359.SH) :Q4	2020-04-21
业绩回暖, 订单高增支撑未来增长	
东珠生态 (603359.SH) :新	2019-08-28
签订单高增, 员工持股彰显信心	

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、中报概况：Q2 业绩高增，盈利能力提升	4
二、下游需求：专项债投向生态环保比例大幅提升，生态湿地建设保持高增	6
三、横向对比：财务稳健，杠杆增量空间大，期间费用把控严格，ROE 行业领先	7
（一）财务结构稳健，零有息负债，短期偿债能力名列前茅	7
（二）毛利率逐渐拉开差距，净利率领先，期间费用把控严格	9
（三）净利率表现优异助力 ROE 领跑赛道	13
四、盈利预测及投资建议	16
五、风险提示	16

图表索引

图 1: 公司历年营业收入及同比增速	4
图 2: 公司历年归母净利润及同比增速	4
图 3: 公司历年毛利率及净利率	4
图 4: 公司历年费用率	4
图 5: 公司历年经营性现金流净额	5
图 6: 公司历年资产负债率	5
图 7: 公司资质情况	6
图 8: 每年新增国家湿地公园数量及其增速	6
图 9: 公司资产负债率及同行业对比 (2019/12/31)	7
图 10: 公司非流动负债及同行业对比 (2019/12/31) (单位: 亿元)	7
图 11: 公司非流动负债占比及同行业对比 (2019/12/31)	7
图 12: 公司净债务及同行业对比 (2019/12/31) (单位: 亿元)	8
图 13: 公司流动比率及同行业对比 (2019/12/31)	8
图 14: 公司速动比率及同行业对比 (2019/12/31)	8
图 15: 公司现金比率及同行业对比 (2019/12/31)	9
图 16: 公司毛利率及同行业对比 (2019)	10
图 17: 公司净利率及同行业对比 (2019)	10
图 18: 公司、行业毛利率趋势分析图	11
图 19: 公司、行业净利率趋势分析图	11
图 20: 公司销售费用率及同行业对比 (2019)	11
图 21: 公司财务费用率及同行业对比 (2019)	12
图 22: 公司管理费用率及同行业对比 (2019)	12
图 23: 公司期间费用率及同行业对比 (2019)	12
图 24: 公司 ROE 及同行业对比 (2019)	13
图 25: 公司净利率及同行业对比 (2019)	13
图 26: 公司资产周转率及同业对比 (2019)	14
图 27: 公司权益乘数及同行业对比 (2019)	14
图 28: 公司杜邦趋势分析图	15
图 29: 公司、行业 ROE 趋势分析图	15
图 30: 公司 ROE 下滑增速及行业均值对比	15
表 1: 公司净债务及同行业对比 (2019/12/31) (单位: 亿元)	9
表 2: 公司毛利率、净利率趋势分析	10
表 3: 公司杜邦分析及同行业对比 (2019)	14
表 4: 可比公司估值表 (2020/08/06)	16

一、中报概况：Q2 业绩高增，盈利能力提升

公司2020H1实现营业收入12.10亿元，同比去年增长17.52%。归属于母公司股东的净利润2.48亿元，同比去年增长23.76%。主要原因系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。

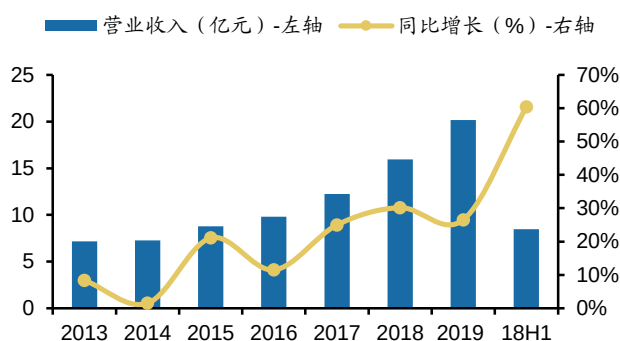
分季度看，公司Q1/Q2收入增速分别为-4%/+33%，归母净利润增速分别-3%/+47%，扣非归母净利润增速分别为-5%/+45%，公司Q2收入及业绩均有明显回暖。

公司20H1毛利率/净利率分别为30.26%/20.94%，较19H1变化+2.11/+1.53pct，公司盈利能力有一定提升。

费用率方面，公司20年H1期间费用率为4.99%，较19H1上升0.32pct，管理费用率/财务费用率分别为5.14%/-0.15%，同比分别变化+0.11/+0.20pct。

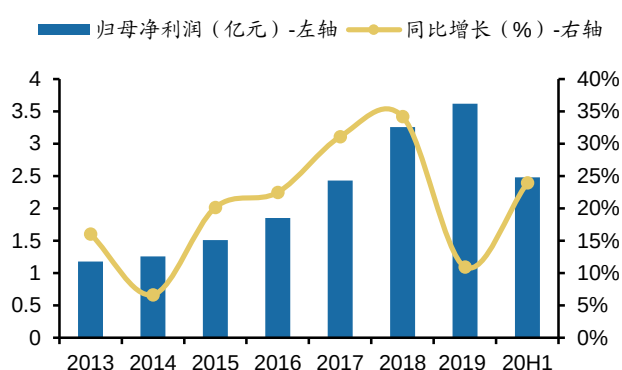
现金流方面，公司20H1经营性现金流净额为-2.85亿元，同比增加+0.30亿元，其中Q2经营性现金流量净额-1.40亿元，同增+0.59亿元。此外，公司20H1资产负债率为52.98%，较19H1提升6.09pct。

图 1：公司历年营业收入及同比增速



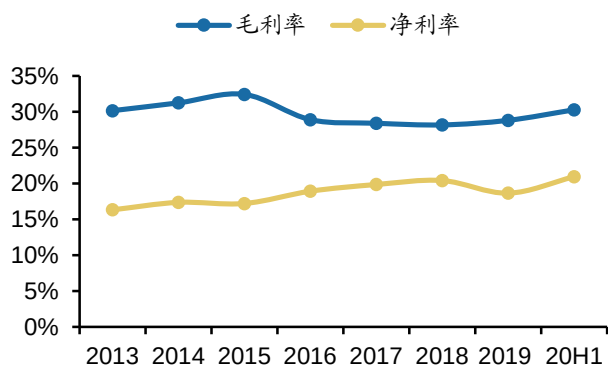
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



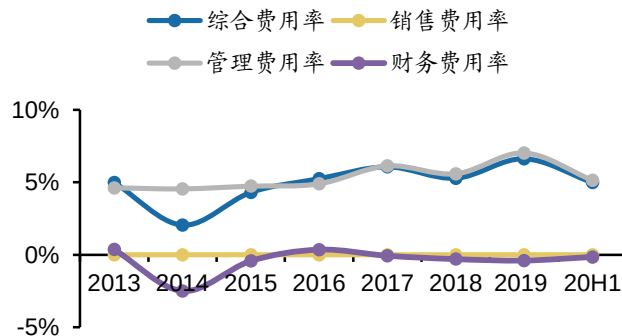
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 3：公司历年毛利率及净利率



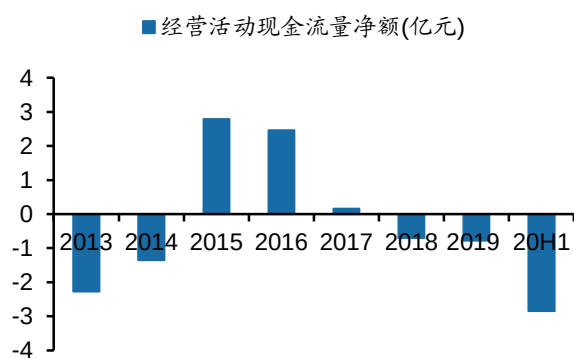
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：公司历年费用率



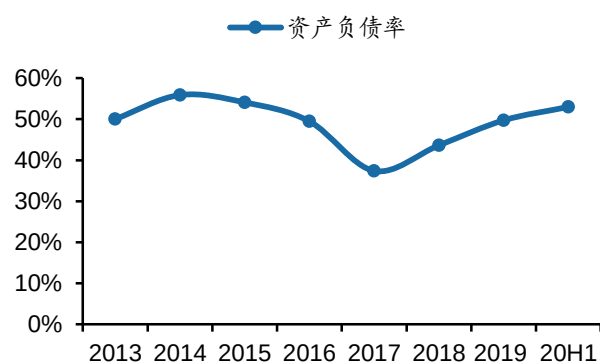
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司历年资产负债率



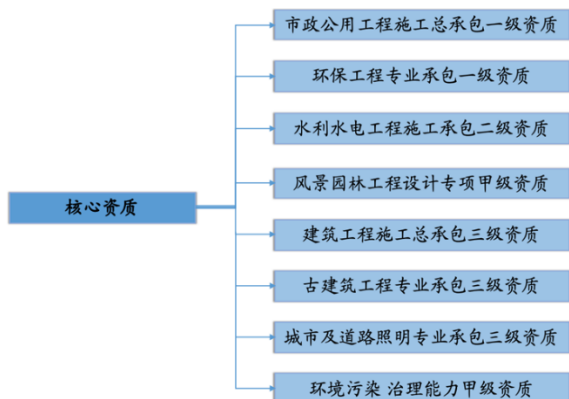
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、下游需求：专项债投向生态环保比例大幅提升，生态湿地建设保持高增

根据公司经营数据公告，2020年至今，公司及子公司累计新中标项目 8 项，合计 8.61 亿元；累计新签订项目合同 9 项，合计 9.02 亿元，订单同比有所下滑。但公司 19 年新签订单高增，有助于支撑未来 2 年收入端的持续增长及利润的释放。今年专项债投向基建、环保领域大幅提高，公司主营业务有望受益。

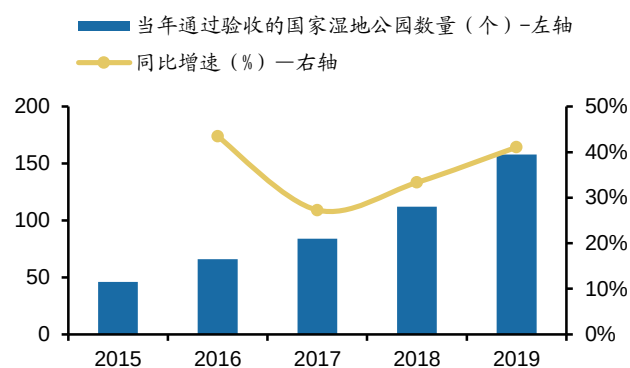
政策加持下，湿地公园数量高速增长。在国内积极环保政策的推进下，湿地建设迎来良好发展契机。根据林业局数据，2015-2019 年每年新增湿地公园数分别为 46/66/84/112/158 个，同比增速分别为 130.0%/65.2%/10.5%/33.3%/41.1%，前期增速呈下滑趋势，近两年增速逐渐上升。

图 7：公司资质情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：每年新增国家湿地公园数量及其增速



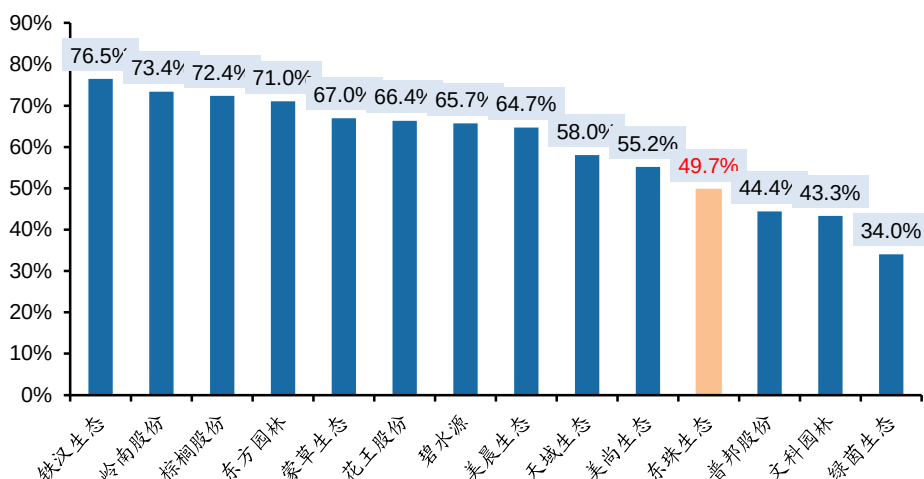
数据来源：林业局，广发证券发展研究中心

三、横向对比：财务稳健，杠杆增量空间大，期间费用把控严格，ROE 行业领先

（一）财务结构稳健，零有息负债，短期偿债能力名列前茅

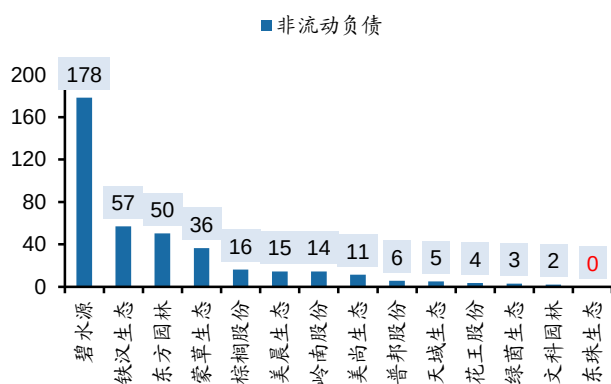
低资产负债率，零有息负债，无长期偿债压力，杠杆增量空间大。2019年公司资产总计59.69亿元，负债总计29.67亿元，资产负债率为49.7%，而行业资产负债率均值为60.1%，公司资产负债率明显低于行业均值。且公司负债均为流动负债，在行业中仅东珠一家无有息负债，也因此公司的财务费用较低，未来尚有较大加杠杆空间。对建筑施工企业而言，充足的“潜在资金”就是未来业绩增长的无限可能。

图 9：公司资产负债率及同行业对比（2019/12/31）



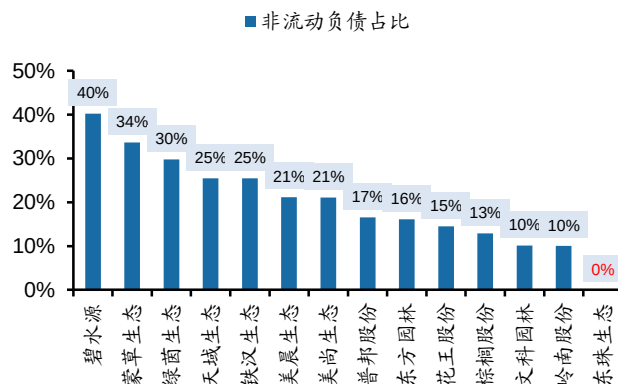
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：公司非流动负债及同行业对比（2019/12/31）（单位：亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

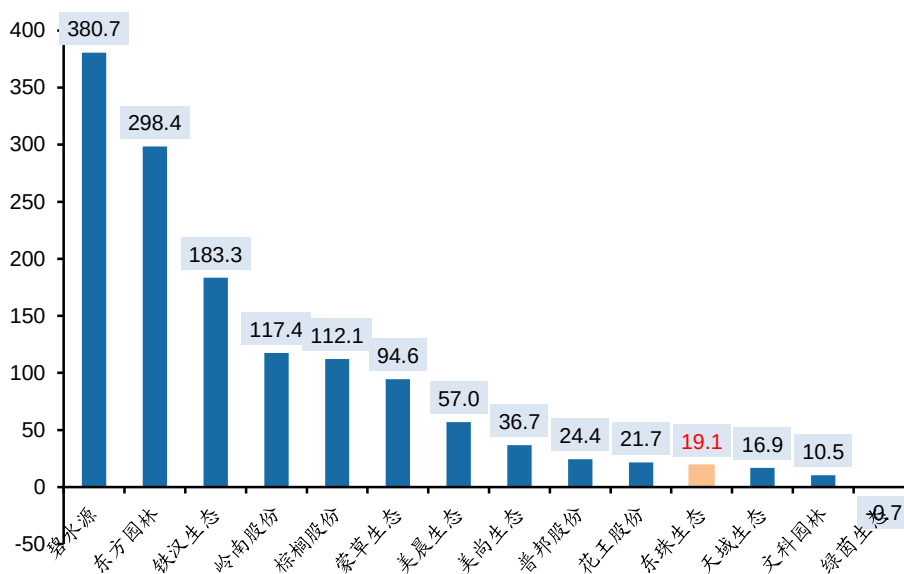
图 11：公司非流动负债占比及同行业对比（2019/12/31）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

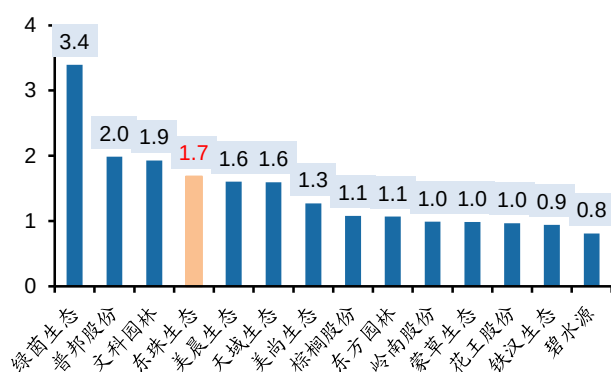
公司在手现金充足，净债务低，从资本结构看短期偿债能力名列前茅。公司2019年末有货币资金10.59亿元，负债总额29.67亿元，净债务19.08亿元，净债务远低于行业均值98.00亿元，在14家上市公司中处于较低水平，只有绿茵生态、文科园林、天域生态三家比东珠净债务情况更优。从资本结构看短期偿债能力，公司流动比率1.7，行业均值1.4，公司的货币资金、应收款项、存货等流动性较强的资产足以覆盖流动负债；公司速动比率0.7，行业均值0.9，公司略低于行业，主要原因系绿茵生态速冻比率太高大幅拉高行业速度比率所致；公司现金比率0.4，行业均值为0.4，公司现金比率排名位居行业前列。综合来看，以上三项指标公司均处于行业优势地位，短期偿债能力名列前茅。

图 12：公司净债务及同行业对比（2019/12/31）（单位：亿元）



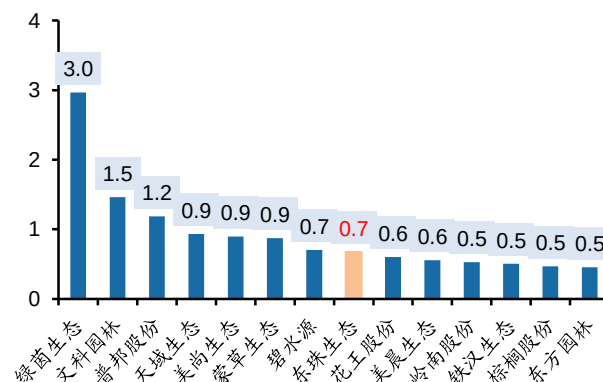
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：公司流动比率及同行业对比（2019/12/31）



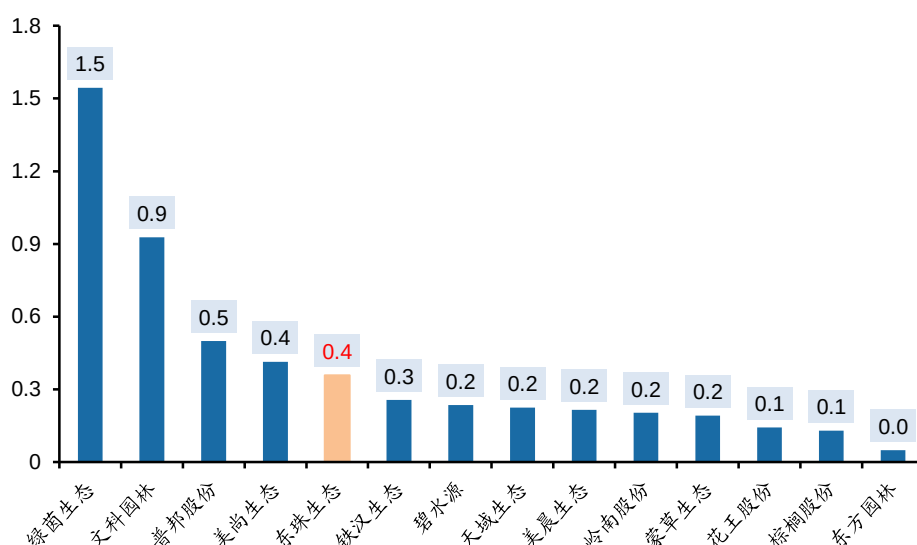
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 14：公司速动比率及同行业对比（2019/12/31）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15: 公司现金比率及同行业对比 (2019/12/31)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 公司净债务及同行业对比 (2019/12/31) (单位: 亿元)

公司名称	净债务	负债总额	货币资金
碧水源	380.68	442.76	62.08
东方园林	298.39	311.22	12.84
铁汉生态	183.34	224.34	41.00
岭南股份	117.39	143.45	26.07
棕榈股份	112.08	124.43	12.35
蒙草生态	94.55	108.36	13.80
美晨生态	56.95	68.46	11.51
美尚生态	36.74	53.72	16.98
普邦股份	24.44	33.93	9.49
花王股份	21.72	24.74	3.02
东珠生态	19.08	29.67	10.59
天域生态	16.86	20.06	3.21
文科园林	10.49	19.96	9.47
绿茵生态	-0.74	10.09	10.83
行业均值	98.00	115.37	17.37

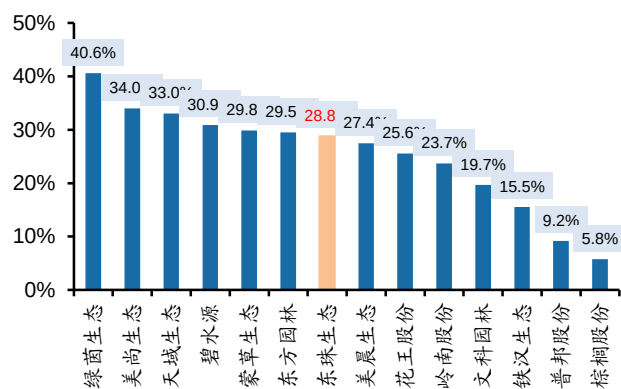
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 毛利率逐渐拉开差距, 净利率领先, 期间费用把控严格

毛利率与行业均值拉开差距, 净利率领先。公司毛利率在2016-2019年分别为28.9%/28.4%/28.2%/28.8%, 行业均值分别为28.4%/28.1%/27.4%/25.2%, 两者在2016-2018年均呈下降趋势且差距不大, 公司领先行业不到1pct, 2019年公司毛利率开始回暖, 同比增加0.6pct, 而行业均值大幅下降2.2pct, 两者差距拉开, 公司毛利率领先行业3.6pct。公司在2016-2019年的净利率分别为18.9%/19.9%/20.4%/18.6%,

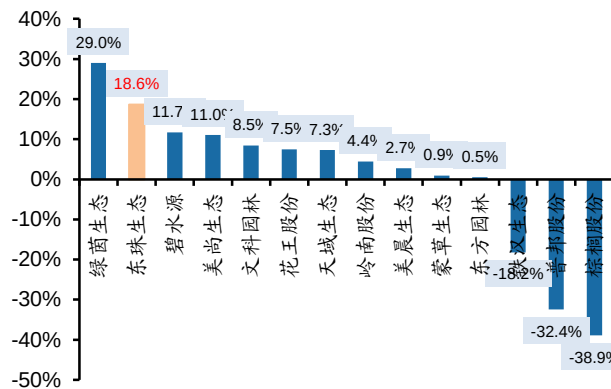
行业均值水平分别为13.9%/13.9%/10.7%/0.9%，从2016年开始公司净利率就一直大比分领先行业，且从2017年开始行业净利率下行趋势明显，到2019年已经降低到0.9%，主要原因系铁汉生态、普邦股份、棕榈股份三家净利率为负，然而即使剔除这三个极端因素，行业净利率依然呈下降趋势，而公司净利率在行业下行背景下，基本维持在19%左右，遥遥领先行业均值。

图 16: 公司毛利率及同行业对比 (2019)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 公司净利率及同行业对比 (2019)



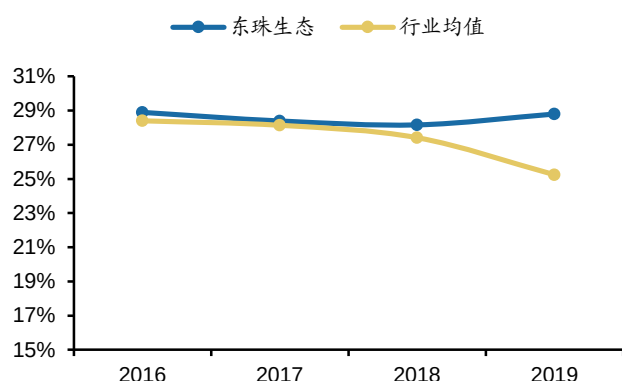
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司毛利率、净利率趋势分析

公司名称	2019		2018		2017		2016	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
绿茵生态	40.6%	29.0%	39.1%	30.4%	40.3%	25.7%	36.3%	25.2%
美尚生态	34.0%	11.0%	34.3%	16.8%	27.3%	12.3%	31.5%	19.8%
天域生态	33.0%	7.3%	30.7%	8.7%	31.1%	12.8%	30.2%	13.3%
碧水源	30.9%	11.7%	29.8%	11.7%	29.0%	18.8%	31.4%	20.8%
蒙草生态	29.8%	0.9%	29.8%	6.3%	32.5%	15.8%	31.7%	12.9%
东方园林	29.5%	0.5%	34.1%	12.0%	31.6%	14.6%	32.8%	16.1%
东珠生态	28.8%	18.6%	28.2%	20.4%	28.4%	19.9%	28.9%	18.9%
美晨生态	27.4%	2.7%	31.6%	10.9%	34.2%	15.9%	33.4%	15.1%
花王股份	25.6%	7.5%	29.0%	9.0%	32.0%	18.3%	32.3%	14.1%
岭南股份	23.7%	4.4%	25.0%	9.0%	28.7%	10.8%	28.3%	10.2%
文科园林	19.7%	8.5%	19.3%	8.8%	18.7%	9.4%	20.5%	8.9%
铁汉生态	15.5%	-18.2%	25.8%	3.9%	25.2%	9.3%	26.8%	11.6%
普邦股份	9.2%	-32.4%	11.2%	1.3%	14.3%	4.9%	16.8%	3.9%
棕榈股份	5.8%	-38.9%	15.9%	1.0%	20.7%	6.1%	16.7%	3.2%
行业均值	25.2%	0.9%	27.4%	10.7%	28.1%	13.9%	28.4%	13.9%

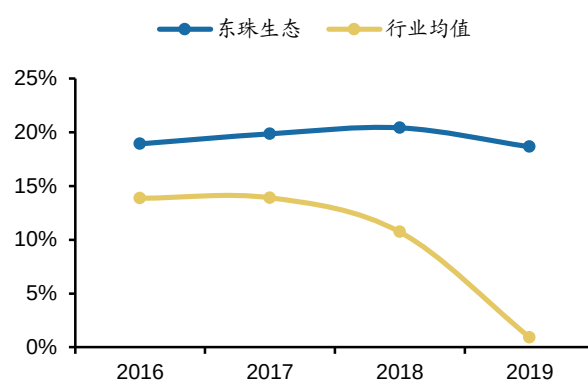
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 公司、行业毛利率趋势分析图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

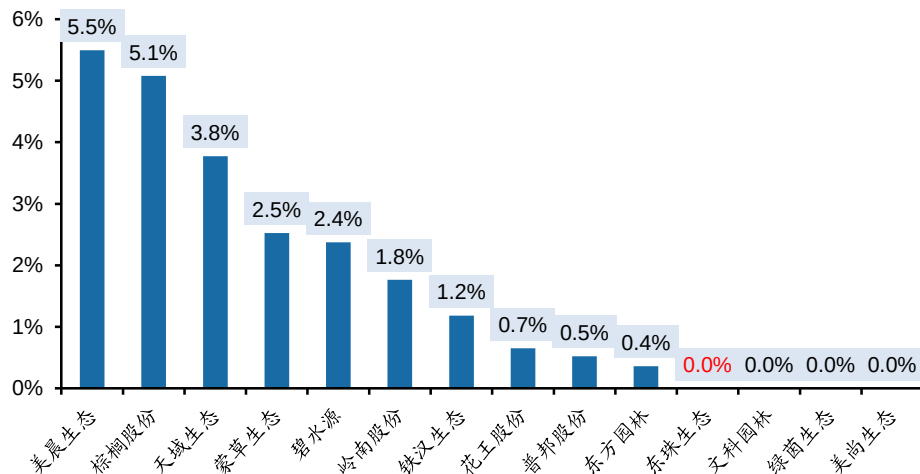
图 19: 公司、行业净利率趋势分析图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

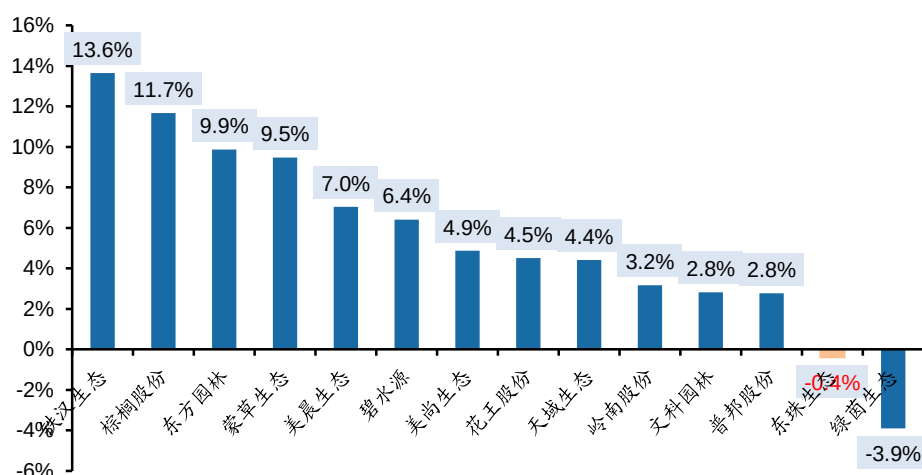
销、管、财把控严格，期间费用行业领先。销售费用方面，公司多年来承接大中型项目积累了一定的品牌优势，因此公司并无销售费用，行业内仅四家公司做到；财务费用方面，公司自上市以来就不存在有息负债，所以公司利息支出较低，同时还有投资理财带来利息的收入抵减部分期间费用，行业内仅东珠、绿茵两家做到；管理费用方面，公司多年累积的项目运营管理能力也使之处于较低水平，行业内仅文科园林比公司略低。综合以上三者，公司期间费用率为6.6%，在同行业可比的14家上市公司中处于极低水平，只有绿茵一家比东珠更优。

图 20: 公司销售费用率及同行业对比 (2019)



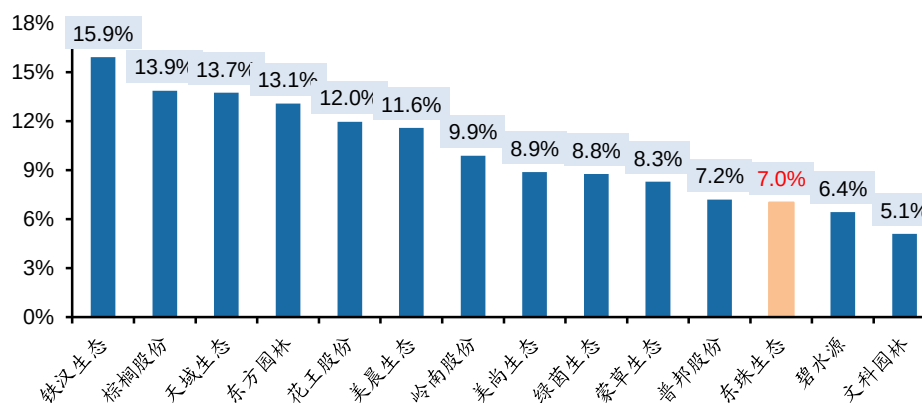
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 21: 公司财务费用率及同行业对比 (2019)



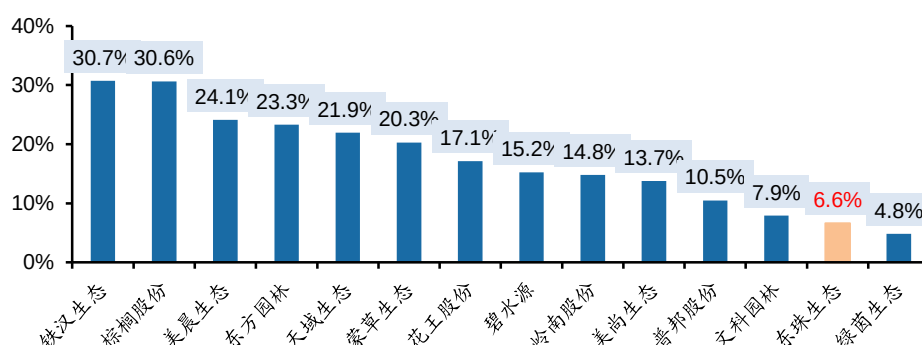
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 22: 公司管理费用率及同行业对比 (2019)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 23: 公司期间费用率及同行业对比 (2019)



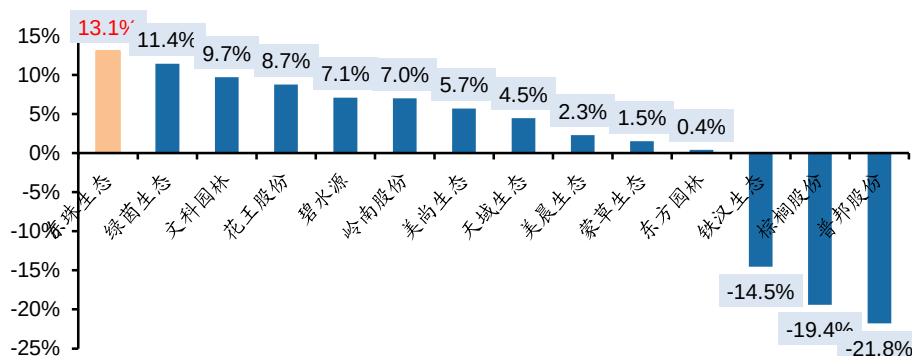
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

（三）净利率表现优异助力 ROE 领跑赛道

ROE位居赛道第一，且有望持续领跑。公司2019年ROE为13.1%，而同行业市值规模、收入水平具有可比性的14家上市公司2019年年报的ROE均值仅有1.1%，尽管主要原因系铁汉、普邦、棕榈三家ROE为负值所致，剔除异常值后，11家公司ROE均值为6.5%，只有公司ROE的一半不到，由此可见公司ROE明显优于行业其他公司。继而通过将ROE进行拆分，我们发现，公司ROE的良好表现主要来自于大幅度领先12家可比公司的净利率，相比之下，公司资产周转率有一定优势，处于行业前列；权益乘数位居行业下游处于劣势地位。权益乘数较低主要原因系公司多年来没有有息负债，财务压力远远小于园林板块其他公司，基于此公司未来ROE仍有较大增长空间，有望持续领跑赛道。

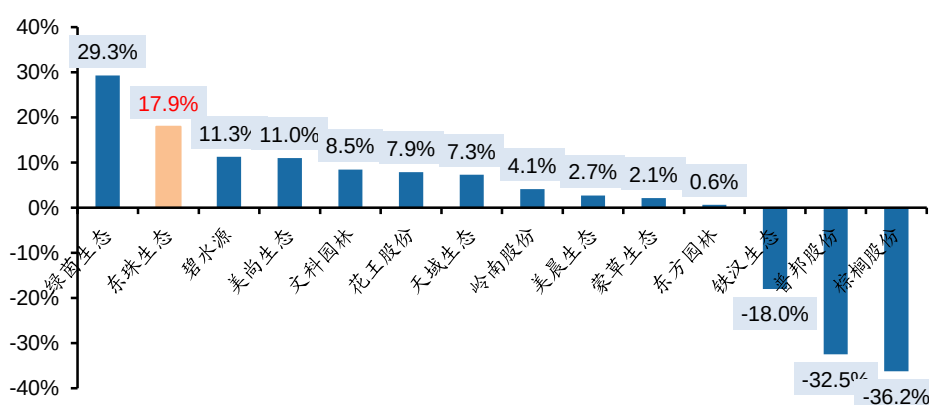
从杜邦分析看，公司净利率表现出众，资产周转率行业前列、权益乘数位居下游。净利率方面，公司净利率为17.9%，剔除铁汉、普邦、棕榈后的行业均值为9.3%，公司净利率表现出众，近乎行业均值两倍，只有绿茵生态一家比公司净利率更好；资产周转率方面，公司资产周转率为37.7%，行业均值为29.9%，公司处于行业前三，明显优于行业均值；权益乘数方面，公司权益乘数为1.9，行业均值为2.8，行业均值明显优于公司水平。

图 24：公司ROE及同行业对比（2019）



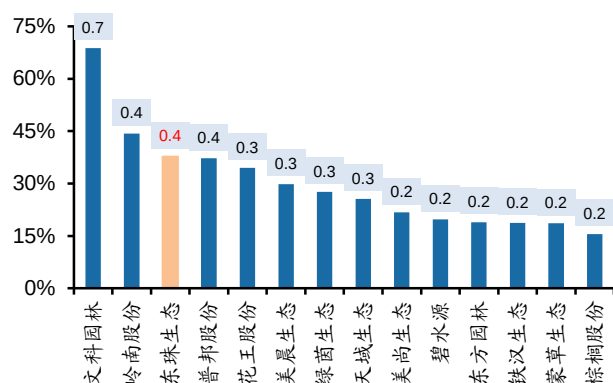
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 25：公司净利率及同行业对比（2019）



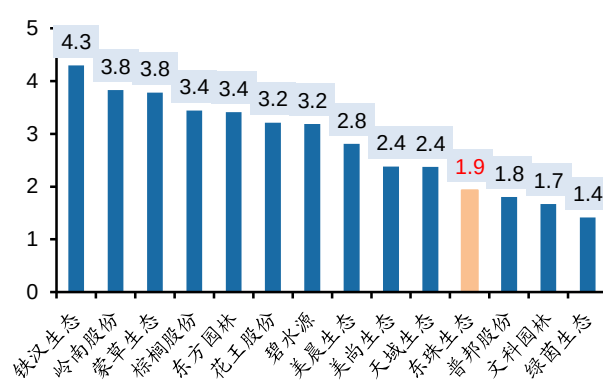
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 26: 公司资产周转率及同业对比 (2019)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司权益乘数及同行业对比 (2019)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司杜邦分析及同行业对比 (2019)

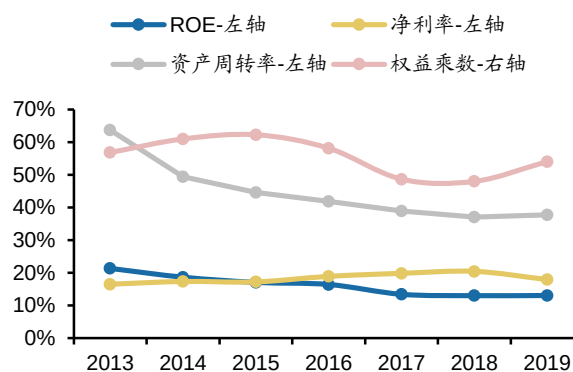
公司名称	ROE	净利率	权益乘数	资产周转率
东珠生态	13.1%	17.9%	1.9	37.7%
绿茵生态	11.4%	29.3%	1.4	27.6%
文科园林	9.7%	8.5%	1.7	68.8%
花王股份	8.7%	7.9%	3.2	34.5%
碧水源	7.1%	11.3%	3.2	19.8%
岭南股份	7.0%	4.1%	3.8	44.3%
美尚生态	5.7%	11.0%	2.4	21.7%
天域生态	4.5%	7.3%	2.4	25.6%
美晨生态	2.3%	2.7%	2.8	29.8%
蒙草生态	1.5%	2.1%	3.8	18.6%
东方园林	0.4%	0.6%	3.4	18.9%
铁汉生态	-14.5%	-18.0%	4.3	18.8%
棕榈股份	-19.4%	-36.2%	3.4	15.6%
普邦股份	-21.8%	-32.5%	1.8	37.2%
行业均值	1.1%	1.1%	2.8	29.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业净资产收益率下行, 公司ROE下行增速低于行业, 且未来有望上涨。2013年公司ROE为21.3%, 行业均值ROE为21.0%, 两者差距甚微, 尽管行业ROE处于下行状态, 2014年两者ROE水平依旧保持在同一水平线上。2015年、2016年公司ROE大幅领先行业均值3.7pcts/2.7pcts, 仅有2017年公司ROE落后行业均值1.7pcts, 2018年公司ROE为13.0%, 行业均值为9.0%, 公司净资产收益率大幅反超行业均值, 2019年差距再次明显拉大, 公司ROE领先行业12.0pcts。整体来看, 2013年开始行业净资产收益率就处于下行趋势, 在此背景下公司ROE虽然也在逐年下降, 但是下降趋势明显低于行业均值。并且在2015、2016、2018、2019年, 公司ROE均领先行业均值, 依托于公司稳定出众的净利率以及自身财务结构的加杠杆空间, 预计未来公司

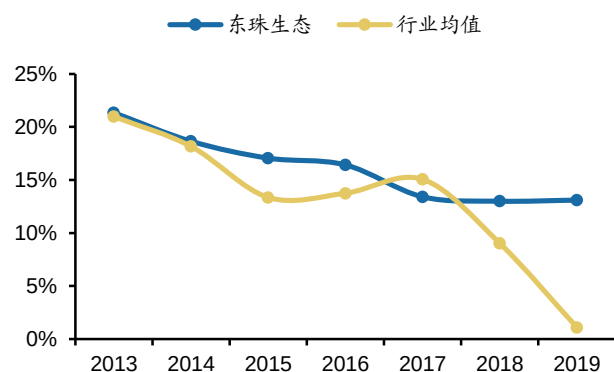
ROE有望持续保持行业领跑状态。

图 28: 公司杜邦趋势分析图



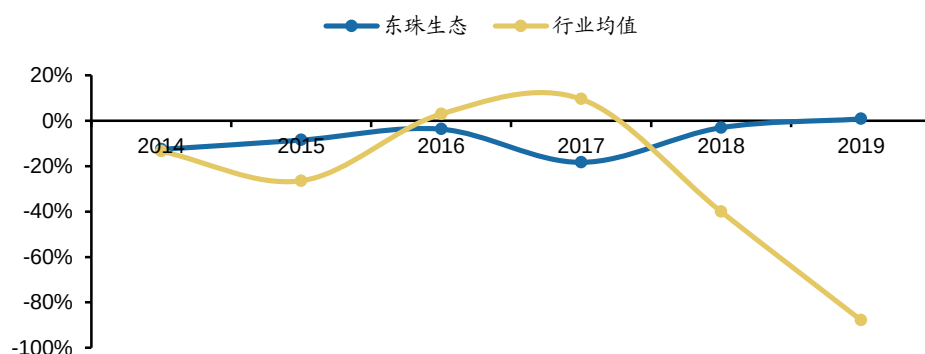
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 公司、行业ROE趋势分析图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司ROE下滑增速及行业均值对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

在前期融资环境较差的大环境下，公司业绩仍然实现稳健增长，彰显了公司对项目风险的控制。近期公司新签订单高增，支撑公司未来收入及业绩增长。预计公司20-22年归母净利润分别为4.70/5.88/7.17亿元，维持合理价值25.16元/股的观点不变，对应21年PE约14倍，维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表 (2020/08/06)

证券代码	公司名称	每股收益 (元/股)		PE (倍)		收盘价 (元/股)
		2020EPS	2021EPS	2020PE	2021PE	
002887.SZ	绿茵生态	0.88	1.11	16.7	13.3	14.74
300495.SZ	美尚生态	0.38	0.47	22.2	18.0	8.50

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 公司盈利预测均为 Wind 一致预期。

五、风险提示

融资环境持续紧张; 借债加杠杆力度不及预期; 应收账款回款周期加长造成回款困难风险等。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,757	4,987	5,819	6,874	8,219	经营活动现金流	-70	-84	240	85	222
货币资金	1,227	1,059	1,268	1,319	1,515	净利润	325	376	490	612	747
应收及预付	638	689	940	1,263	1,467	折旧摊销	4	9	6	8	9
存货	1,700	2,981	3,269	3,893	4,740	营运资金变动	-387	-471	-276	-558	-555
其他流动资产	192	258	342	398	498	其它	-12	2	20	23	20
非流动资产	966	982	1,017	1,041	1,062	投资活动现金流	76	-54	-41	-31	-30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-30	-46	-11	-13	-18
固定资产	20	20	20	21	22	投资变动	-3	-17	-30	-18	-12
在建工程	4	4	5	5	5	其他	109	9	0	0	0
无形资产	26	20	24	29	36	筹资活动现金流	-145	-45	10	-2	4
其他长期资产	916	939	969	987	999	银行借款	-37	0	0	0	0
资产总计	4,723	5,969	6,837	7,914	9,281	股权融资	7	11	0	0	0
流动负债	2,060	2,967	3,335	3,802	4,418	其他	-115	-56	10	-2	4
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-139	-183	209	51	195
应付及预收	1,816	2,692	3,013	3,446	4,017	期初现金余额	1,331	1,192	1,059	1,268	1,319
其他流动负债	244	276	321	357	401	期末现金余额	1,192	1,016	1,268	1,319	1,515
非流动负债	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	2,060	2,967	3,335	3,802	4,418						
股本	319	319	319	319	319						
资本公积	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060						
留存收益	1,234	1,547	2,018	2,605	3,322						
归属母公司股东权益	2,613	2,926	3,407	3,992	4,713						
少数股东权益	50	75	95	120	149						
负债和股东权益	4,723	5,969	6,837	7,914	9,281						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,594	2,017	2,626	3,282	4,102	成长能力(%)					
营业成本	1,145	1,436	1,864	2,329	2,933	营业收入增长	30.2%	26.5%	30.2%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	2	1	1	1	2	营业利润增长	32.8%	15.3%	30.2%	25.0%	22.3%
销售费用	0	0	0	0	0	归母净利润增长	34.2%	11.0%	30.1%	25.0%	22.0%
管理费用	60	79	102	128	164	获利能力(%)					
研发费用	29	62	79	98	123	毛利率	28.2%	28.8%	29.0%	29.0%	28.5%
财务费用	-5	-8	-9	-10	-11	净利率	20.4%	18.6%	18.7%	18.7%	18.2%
资产减值损失	11	0	20	23	20	ROE	12.5%	12.4%	13.8%	14.7%	15.2%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	22.6%	19.3%	22.5%	22.6%	22.9%
投资净收益	22	-3	0	0	0	偿债能力(%)					
营业利润	381	440	572	715	874	资产负债率	43.6%	49.7%	48.8%	48.0%	47.6%
营业外收支	0	0	0	0	0	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	381	439	572	715	874	流动比率	1.82	1.68	1.74	1.81	1.86
所得税	56	63	82	103	128	速动比率	1.00	0.67	0.76	0.78	0.79
净利润	325	376	490	612	747	营运能力					
少数股东损益	-1	15	20	24	30	总资产周转率	0.37	0.38	0.41	0.44	0.48
归属母公司净利润	326	362	470	588	717	应收账款周转率	2.14	3.06	2.81	2.61	2.81
EBITDA	362	448	585	733	890	存货周转率	0.85	0.61	0.57	0.60	0.62
EPS (元)	0.87	1.13	1.48	1.84	2.25	每股指标 (元)					
						每股收益	0.87	1.13	1.48	1.84	2.25
						每股经营现金流	-0.22	-0.26	0.75	0.27	0.70
						每股净资产	8.20	9.18	10.69	12.53	14.79
						估值比率					
						P/E	18.83	13.21	13.49	10.79	8.85
						P/B	2.00	1.63	1.86	1.59	1.35
						EV/EBITDA	11.03	8.30	8.67	6.86	5.43

广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。