

2020年10月27日

大千生态 (603955.SH)

业绩放缓不改成长趋势，订单资金充足未来可期

■事件：公司发布2020年三季报，2020年前三季度公司实现营业收入6.53亿元，同比增长10.69%；归属于母公司股东净利润0.70亿元，同比增长7.81%；基本每股收益0.57元。

■营收增速有所放缓，扣非业绩增速可观。2020年1-9月公司营业收入同比增长10.69%，相对于2020H1增速有所放缓，但较2019年同期营业收入增速同比提升3.05个pct。分季度看，2020Q1、Q2、Q3公司营收增速分别为-25.54%、43.11%和-6.25%，公司Q3单季度营收同比有所下滑。公司1-9月实现归母净利润0.70亿元，同比增速为7.81%，较2020H1增速水平有所下滑。期内公司少数股东损益同比增加261.83%，归母净利润增速低于营收增速水平。期内公司实现扣非业绩增速14.07%，超出营收增速和归母净利润增速，较2020H1增速有所放缓，但主营业务业绩较为客观的两位数增速水平。

■期间费用控制有效，资产负债率显著下降。报告期内，公司毛利率为24.80%，较2019年同期下滑3.15个pct；公司期间费用同比减少16.35%，期间费用率为10.18%，同比下降3.29个pct。其中管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为7.44%（同比-1.20个pct）、3.92%（同比-0.07个pct）、-1.31%（同比-2.09个pct），公司期间费用控制有效。期内公司净利率12.01%（同比+0.60个pct），为自2016年以来同期净利率最高水平；ROE（加权）为5.06%（同比-0.56个pct）。期内公司负债率显著下降。2020年2季度公司完成了定向增发，募集资金净额2.99亿元，公司股东权益显著增加。报告期内，公司资产负债率52.01%，同比下降5.29个百分点，公司负债率处于行业较低水平，未来财务杠杆提升空间充足。

■定增改善股东结构，订单充裕成长可期。2020年6月公司成功引进南京安居建设集团、兴证全球基金、紫金财产保险等机构股东，显著改善了公司股东结构。同时，公司订单增长强劲，2019年公司新签合同15.89亿元，同比增长71.97%；2020年1-9月公司累计中标项目3.07亿元，新签合同额5.5亿元，在手订单充裕，保障业绩释放。公司货币资金充足，截至2020年9月末，公司货币资金5.90亿元，占资产比重达16.73%，现金收入比相对较高，未来成长可期。期内公司经营性活动产生的现金流量净额为-1.73亿元，较上年同期同比流出增加7.29%，4季度通常是项目回款高峰期，预计随收现比的提高，公司

公司快报

证券研究报告

园区

投资评级 买入-A

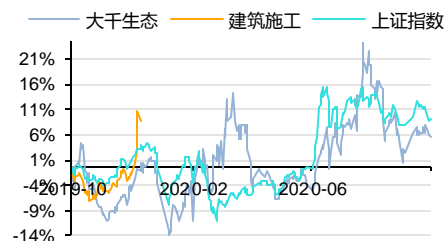
维持评级

6个月目标价：24元
股价（2020-10-27）16.86元

交易数据

总市值(百万元)	2,288.24
流通市值(百万元)	1,906.87
总股本(百万股)	135.72
流通股本(百万股)	113.10
12个月价格区间	14.15/20.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.73	1.58	-6.0
绝对收益	0.36	3.38	4.13

苏多永

分析师

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

相关报告

大千生态：营收规模快速提升，订单充足业绩释放可期/苏多永	2020-08-18
大千生态：定增完成助力业绩释放，战投+机构进驻彰显价值/苏多永	2020-06-08
大千生态：业绩增长符合预期，股权激励助力成长/苏多永	2020-04-14
大千生态：区域深耕成效显著，“园林+”战略引领成长/苏多永	2019-12-08

■ **投资建议：** 预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 11.95 亿元、15.00 亿元和 18.59 亿元，分别同比增长 30.0%、25.5%、24.0%；净利润分别为 1.20 亿元、1.50 亿元和 1.85 亿元，分别同比增长 27.2%、24.9%和 23.5%；每股收益为 0.88 元、1.10 元和 1.36 元。公司动态 PE 分别为 19.1 倍、15.3 倍和 12.4 倍，PB 分别为 1.4 倍、1.3 倍和 1.2 倍，公司估值优势显著，完成定增改善股东结构和资本结构，负债率显著下降，订单充足未来成长可期。看好公司的成长性，维持“买入-A”评级，目标价 24 元，对应 2020 年 27 倍的 PE。 ，

■ **风险提示：** PPP 项目推进缓慢、PPP 政策变动、工程回款不及时、新签订单不及预期等风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	801.8	919.1	1,194.8	1,499.5	1,859.3
净利润	90.1	94.1	119.8	149.6	184.8
每股收益(元)	0.66	0.69	0.88	1.10	1.36
每股净资产(元)	8.29	8.97	11.90	12.93	14.16
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	25.4	24.3	19.1	15.3	12.4
市净率(倍)	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
净利润率	11.2%	10.2%	10.0%	10.0%	9.9%
净资产收益率	8.0%	7.7%	7.4%	8.5%	9.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	0.4%	0.7%
ROIC	33.9%	20.7%	41.4%	26.7%	31.3%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	801.8	919.1	1,194.8	1,499.5	1,859.3	成长性					
减:营业成本	580.5	686.2	869.8	1,105.1	1,374.0	营业收入增长率	18.2%	14.6%	30.0%	25.5%	24.0%
营业税费	5.2	7.9	7.8	10.8	13.8	营业利润增长率	7.9%	5.6%	29.6%	34.3%	23.2%
销售费用	0.1	0.6	0.6	0.7	0.9	净利润增长率	15.0%	4.5%	27.2%	24.9%	23.5%
管理费用	67.4	70.0	98.0	135.0	171.1	EBITDA 增长率	29.3%	22.5%	25.3%	21.6%	21.9%
财务费用	2.8	-5.8	42.6	32.9	38.4	EBIT 增长率	28.3%	23.0%	26.2%	21.9%	22.3%
资产减值损失	24.5	-	12.0	13.0	13.0	NOPLAT 增长率	20.1%	3.3%	63.9%	15.8%	22.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-14.0	2.3	3.1	投资资本增长率	69.2%	-18.0%	79.7%	4.3%	38.4%
投资和汇兑收益	2.2	1.0	3.5	2.0	3.0	净资产增长率	12.0%	10.1%	28.5%	7.9%	8.9%
营业利润	112.2	118.5	153.5	206.2	254.2	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.7	-0.5	-3.8	-1.8	毛利率	27.6%	25.3%	27.2%	26.3%	26.1%
利润总额	112.1	117.8	153.0	202.4	252.3	营业利润率	14.0%	12.9%	12.9%	13.8%	13.7%
减:所得税	21.7	17.7	30.6	48.6	60.6	净利润率	11.2%	10.2%	10.0%	10.0%	9.9%
净利润	90.1	94.1	119.8	149.6	184.8	EBITDA/营业收入	16.2%	17.3%	16.7%	16.2%	15.9%
						EBIT/营业收入	15.8%	16.9%	16.4%	16.0%	15.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	7	8	7	5	3
						流动营业资本周转天数	158	128	109	127	132
						流动资产周转天数	698	733	664	650	616
						应收帐款周转天数	173	182	165	165	165
						存货周转天数	209	229	211	214	214
						总资产周转天数	1,140	1,228	1,043	940	860
						投资资本周转天数	165	165	160	167	164
						投资回报率					
						ROE	8.0%	7.7%	7.4%	8.5%	9.6%
						ROA	3.1%	3.0%	3.4%	3.6%	4.1%
						ROIC	33.9%	20.7%	41.4%	26.7%	31.3%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	8.4%	7.6%	8.2%	9.0%	9.2%
						财务费用率	0.3%	-0.6%	3.6%	2.2%	2.1%
						三费/营业收入	8.8%	7.0%	11.8%	11.2%	11.3%
						偿债能力					
						资产负债率	56.2%	58.0%	49.4%	54.2%	54.1%
						负债权益比	128.6%	138.0%	97.6%	118.1%	117.8%
						流动比率	1.69	1.49	2.10	1.86	1.88
						速动比率	1.14	1.05	1.40	1.25	1.19
						利息保障倍数	45.16	-26.59	4.60	7.26	7.61
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.18	0.07	0.12
						分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	6.7%	8.9%
						股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	0.4%	0.7%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	471.9	668.1	776.6	974.6	966.9
交易性金融资产	-	21.0	7.0	9.3	12.4
应收帐款	425.0	503.2	592.0	782.5	921.9
应收票据	0.5	-	2.2	0.7	7.1
预付帐款	2.3	5.7	3.0	8.8	4.9
存货	575.9	594.0	807.3	973.1	1,240.6
其他流动资产	288.8	188.0	237.2	238.0	221.1
可供出售金融资产	6.0	-	4.0	3.3	2.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	146.0	146.0	146.0	146.0
投资性房地产	17.7	11.1	11.1	11.1	11.1
固定资产	17.0	24.1	21.3	18.5	15.7
在建工程	-	0.6	0.6	0.6	0.6
无形资产	0.6	1.1	0.6	0.1	-
其他非流动资产	1,116.2	1,184.9	962.9	1,088.9	1,078.9
资产总额	2,921.8	3,348.0	3,572.0	4,255.8	4,629.7
短期债务	354.0	414.6	178.4	310.0	380.0
应付帐款	497.3	657.6	796.1	1,025.4	1,162.9
应付票据	26.6	69.4	27.2	87.7	74.9
其他流动负债	165.5	183.7	151.7	183.0	173.9
长期借款	600.0	615.7	610.5	698.4	712.4
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	1,643.5	1,941.0	1,763.9	2,304.5	2,504.2
少数股东权益	153.2	189.9	192.4	196.6	203.4
股本	113.1	113.1	135.7	135.7	135.7
留存收益	1,012.1	1,106.2	1,480.0	1,618.9	1,786.4
股东权益	1,278.4	1,407.0	1,808.1	1,951.3	2,125.5

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	90.3	100.1	119.8	149.6	184.8
加:折旧和摊销	3.7	3.8	3.3	3.3	2.9
资产减值准备	24.5	11.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-14.0	2.3	3.1
财务费用	16.2	51.7	42.6	32.9	38.4
投资损失	-2.2	-1.0	-3.5	-2.0	-3.0
少数股东损益	0.2	6.0	2.6	4.3	7.0
营运资金的变动	-747.6	40.7	-83.5	-158.6	-265.6
经营活动产生现金流量	-277.3	139.4	67.3	31.8	-32.3
投资活动产生现金流量	-179.7	6.0	46.5	-9.6	-3.6
融资活动产生现金流量	502.0	44.7	-5.3	175.9	28.1

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.66	0.69	0.88	1.10	1.36
BVPS(元)	8.29	8.97	11.90	12.93	14.16
PE(X)	25.4	24.3	19.1	15.3	12.4
PB(X)	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
P/FCF	5.9	9.0	-5.4	6.7	-587.3
P/S	2.9	2.5	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA	7.0	6.1	6.8	5.1	4.6
CAGR(%)	19.4%	24.2%	16.0%	19.4%	24.2%
PEG	1.3	1.0	1.2	0.8	0.5
ROIC/WACC	3.8	2.3	4.7	3.0	3.5
REP	0.5	1.1	0.4	0.6	0.4

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

苏多永声明，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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

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