

2020年06月08日

大千生态 (603955.SH)

公司快报

证券研究报告

园区

定增完成助力业绩释放，战投+机构进驻彰显价值

■事项：公司发布公告完成了2018年度非公开发行股票事宜，安居集团、兴证基金、大正投资和紫金财险等4家机构共获配2262万股，发行价格13.46元/股，募资总额3.04亿元，募资净额2.99亿元。

■定增夯实资本实力，降低负债增强后劲。2018年12月公司推出了非公开发行A股股票预案，2019年7月公司非公开发行A股股票申请获得证监会发审委审核通过，2020年2月公司根据证监会再融资新规调整发行预案，2020年6月完成本次非公开发行，发行价格13.46元/股，发行股数2262万股，募资总额3.04亿元，募资净额2.99亿元。定增完成将降低公司负债率，截止2020年3月末，公司资产负债率54.37%，假设其他条件不变，则公司净资产增加2.99亿元，资产负债率降至50.49%，负债率的显著下降增强公司发展后劲，有利于公司中长期健康成长。

■机构+战投积极参与，彰显公司投资价值。本次定向增发的参与对象主要为安居集团和兴证基金，分别获配金额分别为1.60亿元和1.04亿元，分别占本次非公开发行的52.63%和34.21%。安居集团南京最大的政策性住房建设集团，注册资本40亿元，总资产约628亿元，净资产225亿元，主要从事保障房建设和一级土地开发等业务，与公司业务具有协同效应，成为公司战投后有助于带动公司业务发展。兴证基金成立于2003年9月，始终以“基金持有人利益最大化”为首要经营原则，以风险控制、长期投资、价值投资的投资理念，公募产品规模已超过3300亿元，参与公司定增彰显对公司中长期投资价值的认可。

■新签订单快速增长，定增助力业绩释放。根据公司公告，2019年公司新签订单15.89亿元，同比增长71.97%；2020年1季度公司新签订单2.43亿元，同比增长121.5倍。公司新签订单的放量增长助力公司业绩的快速释放，而本次定增将再次增强公司的业绩弹性。截止2020年1季度末，公司货币资金3.74亿元，本次定增完成后公司增强权益资金2.99亿元，增强了公司资金实力，带动公司拿单能力和工程施工能力。按照最保守的30%自有资金率计算，本次定增募集的资金预计能够带来10亿元的工程施工量，助力公司业务加快发展，公司业绩释放有望提速。

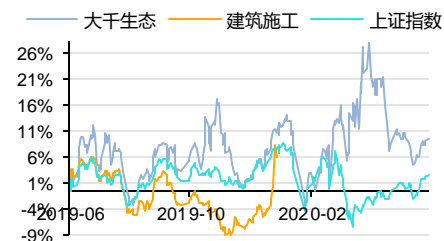
投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**24元**
股价(2020-06-08) **16.04元**

交易数据

总市值(百万元)	1,814.12
流通市值(百万元)	1,814.12
总股本(百万股)	113.10
流通股本(百万股)	113.10
12个月价格区间	14.15/18.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.36	-0.36	7.65
绝对收益	-1.05	-3.55	11.54

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：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

■ **经营性现金流明显好转，受益抗疫稳增长政策。**2019 年公司加大应收账款催收力度，将回款作为项目的重要考核指标，再加上国家出台政策规范和清理地方政府及国有企业的工程欠款，公司经营性现金流明显好转。2019 年公司收现比 0.91，较 2018 提高 0.43，经营性净现金流为 1.39 亿元，近三年首次转正。预计随着国家政策的持续发力，预计公司经营性现金流得到显著改善。同时，公司是生态园林行业主板上市公司，直接受益融资环境的变化——权益融资闸门的打开和融资成本的下降，受益抗疫背景下的稳增长政策。

■ **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 18.2 倍、14.6 倍和 11.8 倍，PB 分别为 1.3 倍、1.2 倍和 1.1 倍，公司估值优势显著。公司定增完成增强资本实力，助力业绩快速释放。同时，战略股东和机构股东的进驻彰显公司投资价值。另外，公司新签订单快速，现金流显著改善，且受益抗疫背景下的稳增长政策，公司未来成长性良好。我们上调公司评级至“买入-A”，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)	24.2	23.1	18.2	14.6	11.8
市净率(倍)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
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%	1.1%	0.5%	0.8%
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%
资产负债表						运营效率					
	1905年7月	1905年7月	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	7	8	7	5	3
货币资金	471.9	668.1	776.6	974.6	966.9	流动营业资本周转天数	158	128	109	127	132
交易性金融资产	-	21.0	7.0	9.3	12.4	流动资产周转天数	698	733	664	650	616
应收账款	425.0	503.2	592.0	782.5	921.9	应收帐款周转天数	173	182	165	165	165
应收票据	0.5	-	2.2	0.7	7.1	存货周转天数	209	229	211	214	214
预付帐款	2.3	5.7	3.0	8.8	4.9	总资产周转天数	1,140	1,228	1,043	940	860
存货	575.9	594.0	807.3	973.1	1,240.6	投资资本周转天数	165	165	160	167	164
其他流动资产	288.8	188.0	237.2	238.0	221.1	投资回报率					
可供出售金融资产	6.0	-	4.0	3.3	2.4	ROE	8.0%	7.7%	7.4%	8.5%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.1%	3.0%	3.4%	3.6%	4.1%
长期股权投资	-	146.0	146.0	146.0	146.0	ROIC	33.9%	20.7%	41.4%	26.7%	31.3%
投资性房地产	17.7	11.1	11.1	11.1	11.1	费用率					
固定资产	17.0	24.1	21.3	18.5	15.7	销售费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	-	0.6	0.6	0.6	0.6	管理费用率	8.4%	7.6%	8.2%	9.0%	9.2%
无形资产	0.6	1.1	0.6	0.1	-	财务费用率	0.3%	-0.6%	3.6%	2.2%	2.1%
其他非流动资产	1,116.2	1,184.9	962.9	1,088.9	1,078.9	三费/营业收入	8.8%	7.0%	11.8%	11.2%	11.3%
资产总额	2,921.8	3,348.0	3,572.0	4,255.8	4,629.7	偿债能力					
短期债务	354.0	414.6	178.4	310.0	380.0	资产负债率	56.2%	58.0%	49.4%	54.2%	54.1%
应付帐款	497.3	657.6	796.1	1,025.4	1,162.9	负债权益比	128.6%	138.0%	97.6%	118.1%	117.8%
应付票据	26.6	69.4	27.2	87.7	74.9	流动比率	1.69	1.49	2.10	1.86	1.88
其他流动负债	165.5	183.7	151.7	183.0	173.9	速动比率	1.14	1.05	1.40	1.25	1.19
长期借款	600.0	615.7	610.5	698.4	712.4	利息保障倍数	45.16	-26.59	4.60	7.26	7.61
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,643.5	1,941.0	1,763.9	2,304.5	2,504.2	DPS(元)	-	-	0.18	0.07	0.12
少数股东权益	153.2	189.9	192.4	196.6	203.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	6.7%	8.9%
股本	113.1	113.1	135.7	135.7	135.7	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	0.5%	0.8%
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						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	90.3	100.1	119.8	149.6	184.8	EPS(元)	0.66	0.69	0.88	1.10	1.36
加:折旧和摊销	3.7	3.8	3.3	3.3	2.9	BVPS(元)	8.29	8.97	11.90	12.93	14.16
资产减值准备	24.5	11.0	-	-	-	PE(X)	24.2	23.1	18.2	14.6	11.8
公允价值变动损失	-	-	-14.0	2.3	3.1	PB(X)	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
财务费用	16.2	51.7	42.6	32.9	38.4	P/FCF	5.6	8.6	-5.1	6.4	-558.8
投资损失	-2.2	-1.0	-3.5	-2.0	-3.0	P/S	2.7	2.4	1.8	1.5	1.2
少数股东损益	0.2	6.0	2.6	4.3	7.0	EV/EBITDA	7.0	6.1	6.2	4.7	4.2
营运资金的变动	-747.6	40.7	-83.5	-158.6	-265.6	CAGR(%)	19.4%	24.2%	16.0%	19.4%	24.2%
经营活动产生现金流量	-277.3	139.4	67.3	31.8	-32.3	PEG	1.2	1.0	1.1	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	-179.7	6.0	46.5	-9.6	-3.6	ROIC/WACC	3.8	2.3	4.7	3.0	3.5
融资活动产生现金流量	502.0	44.7	-5.3	175.9	28.1	REP	0.5	1.1	0.4	0.5	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
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@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
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@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

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