

公司研究/年报点评

2017年03月16日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 23.75
合理价格区间(元): 27.6~32.2

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

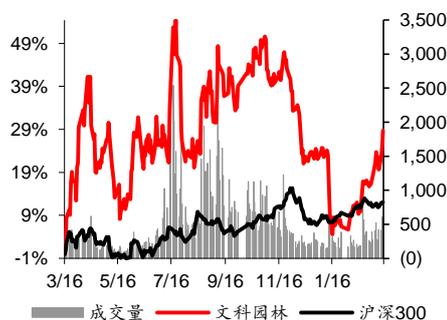
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

1 《文科园林(002775):海绵城市新秀,全产业链拓展 PPP》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

园林 PPP 新秀, 订单充足加速成长

文科园林(002775)

单季度营收持续加速上涨, PPP 市政加速业绩释放

公司 2016 年实现营收 15.17 亿元, YoY+45.05%; 实现归母净利润 1.40 亿元, YoY+44% (扣非后 YoY+40.74%), 略超我们此前预计的 1.37 亿元, EPS 0.58 元。其中 Q4 实现营收 5.03 亿元, YoY+68.98%, 大于此前 Q1-Q3 的 14.97%、35.56%、46.15%; 实现归母净利润 0.38 亿元, YoY+27.41%。分项来看, 公司 16 年园林工程收入占比 96.69%, YoY+47.01%, 是工程、设计、养护三大业务中增长最快的, 其次是园林养护, YoY+33.17%, 但占比仅有 0.15%。我们预计公司传统业务地产园林将保持基本稳定, 随着 PPP 项目的加速落地, 公司收入业绩有望实现持续较高增长。

营改增影响工程毛利率, 新型业务预计将促盈利回升

公司 2016 年综合毛利率为 20.87%, 较 15 年下滑 4.50pct, 主要是园林工程受营改增影响较大; 净利率 9.20%, 较 15 年小幅下滑 0.07pct, 加权 ROE 为 11.91%, 较 15 年提升 0.11pct, 主要是公司期间费用控制良好, 公司 2016 年期间费用率 8.25%, 较 15 年下降 0.79pct, 其中财务费用率大幅下降 1.11pct。经营净现金净流入 0.77 亿元, 是近五年来首次为正, 投资现金净流出 0.46 亿元, 我们预计随着公司生态治理、海绵城市等新业务的持续落地, 以及营改增效应的逐渐消化, 公司盈利水平有望回升。

市政园林与地产园林齐头并进, PPP 订单加速落地

公司加大生态治理、基础设施等市政业务的开拓力度, 加快 PPP/EPC 模式业务的落地进程, 2016 年市政业务订单量已与地产业务订单量持平。2016 年以来, 公司已公告正式中标 10 个重大市政项目, 总投资金额为 27.49 亿元, 是 2016 年营收的 1.81 倍。公司累计新签 8 个 PPP 框架协议, 合计投资额 215.10 亿元, 其中遵义市部分项目已落地实施。随着公司市政工程经验的丰富和品牌的快速树立, 我们预计上述框架协议将加快落地。

看好公司市政业务落地和文旅环保拓展, 维持增持评级

公司新签 PPP/EPC 订单呈现加速且单体合同趋于上升, 生态治理、园林一体化等新型业务订单占比已超过传统地产园林, 参考相同业态企业毛利率约 30%, 因此我们在公司激励承诺业绩基础上小幅上调公司未来两年盈利预测。我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 0.92/1.28/1.74 元, 未来三年 CAGR 45%。公司当前股价对应 17 年 26x PE, 我们认为公司在手订单饱满, 未来 2-3 年业绩高成长确定性较高, 且积极拓展生态治理、海绵城市、市政管廊、旅游景区及特色小镇等新业务领域, 认可给予 17 年 30x-35x 估值, 对应合理估值区间 27.6-32.2 元, 维持“增持”评级。

风险提示: PPP 项目落地进度缓慢, 环保旅游等新业务投资风险, 应收账款回收风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	248.00
流通 A 股 (百万股)	113.72
52 周内股价区间 (元)	19.30-52.36
总市值 (百万元)	5,890
总资产 (百万元)	2,175
每股净资产 (元)	4.96

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,046	1,517	2,092	2,707	3,373
+/-%	10.72	45.05	37.86	29.41	24.63
净利润 (百万元)	96.92	139.57	227.38	317.69	430.45
+/-%	7.51	44.00	62.91	39.72	35.49
EPS (元)	0.39	0.56	0.92	1.28	1.74
PE (倍)	60.77	42.20	25.90	18.54	13.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

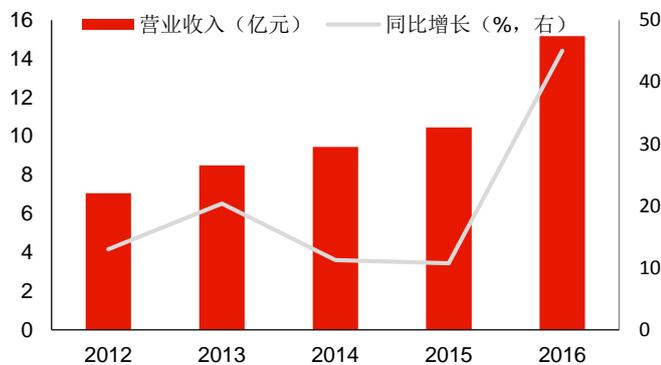
截止2017年3月15日，公司2016年以来公告累计新签PPP/EPC重大合同10单，合计金额27.49亿元，是2016年收入的1.81倍；累计新签框架协议8个，合计金额215.10亿元，其中新义市框架协议服务内容推进速度较慢，遵义市部分项目已落地实施。

图表1：2016年以来公司公告新签重大项目及协议（亿元）

编号	项目名称	性质	金额	公告时间
1	新义市人民政府 PPP 项目战略合作	框架协议	40	2016.1.15
2	遵义市林业局、遵义市园林绿化局生态景观建设项目	框架协议	60	2016.3.7
3	绥阳县城市绿化提升工程项目（施工、设计一体化）	项目中标	0.6	2016.8.22
4	绥阳县洛安江流域生态文明区项目（施工、设计一体化）	项目中标	3	2016.8.22
5	安顺市西秀区人民政府 PPP 项目战略合作	框架协议	10	2016.8.22
6	盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设	框架协议	2.11	2016.9.8
7	巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发（PPP 项目）	框架协议	30	2016.9.30
8	哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目（三标段）	项目中标	1.55	2016.9.30
9	哈密市伊州区西部片区新建核心区中心景观轴建设 PPP 项目	项目中标	1.5	2016.9.30
10	沈阳市沈北新区人民政府 PPP 项目战略合作	框架协议	20	2016.10.18
11	昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目（二期）第十八标段	项目中标	1.71	2016.10.21
12	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目	项目中标	3.23	2017.1.17
13	《抚远市滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作框架协议书》	框架协议	5.5	2017.1.25
14	《枝江市旅游资源开发暨金湖湿地公园项目战略合作框架协议》	框架协议	20	2017.2.16
15	水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC）总承包项目	项目中标	3.3	2017.3.1
16	深圳桂湾片区景观工程（一期）项目	项目中标	2.65	2017.3.3
17	水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC 总承包）项目	项目中标	7.3	2017.3.10
18	桂湾片区景观工程（一期）	项目中标	2.65	2017.3.10
项目中标合计（不含框架协议）			27.49	

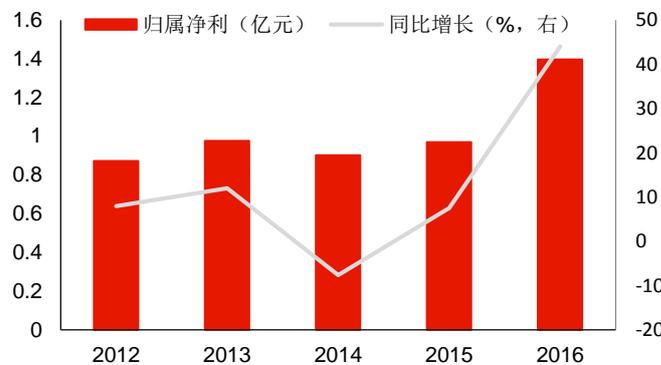
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2：公司近五年营收稳中有升



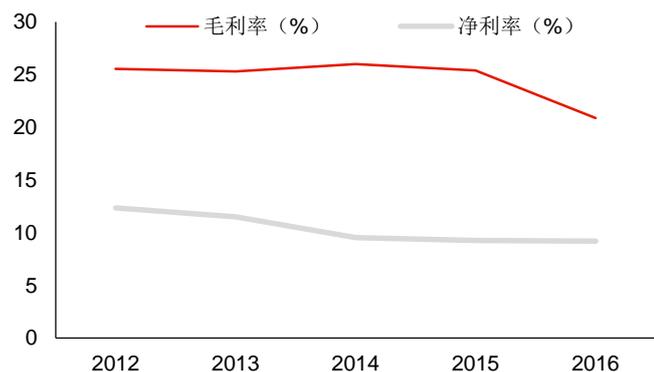
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：公司近三年归母净利润加速上升



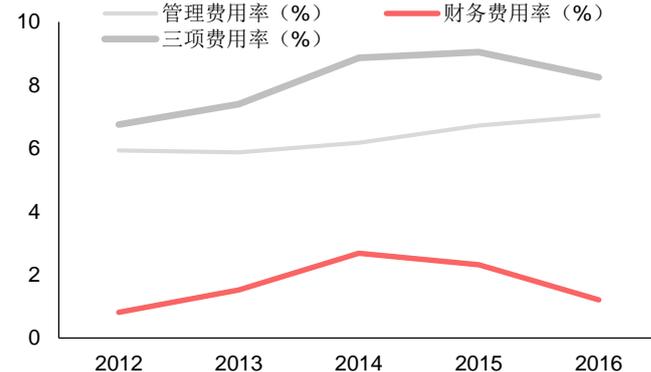
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：公司近五年毛利率与净利率基本平稳



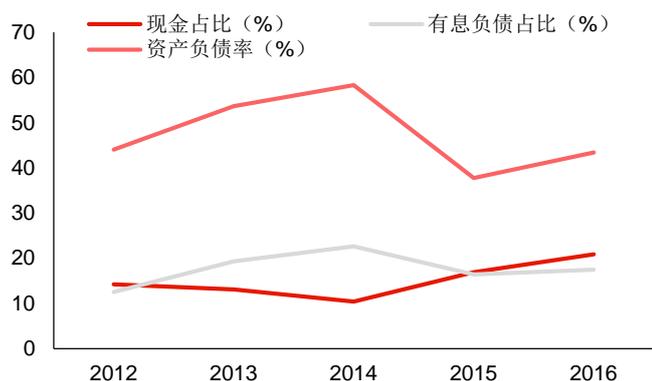
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：公司近三年期间费用率持续下降



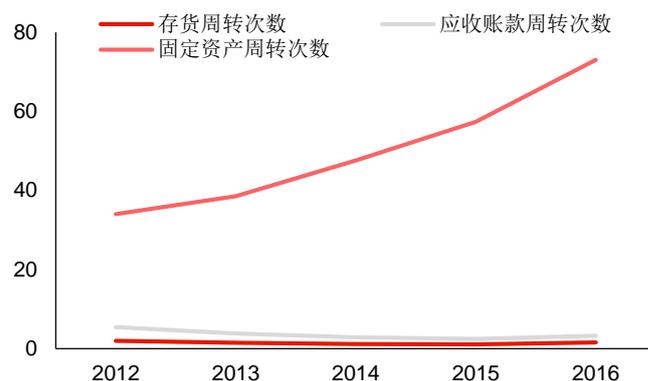
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6: 公司近五年资产负债率趋于降低



资料来源: Wind、华泰证券研究所

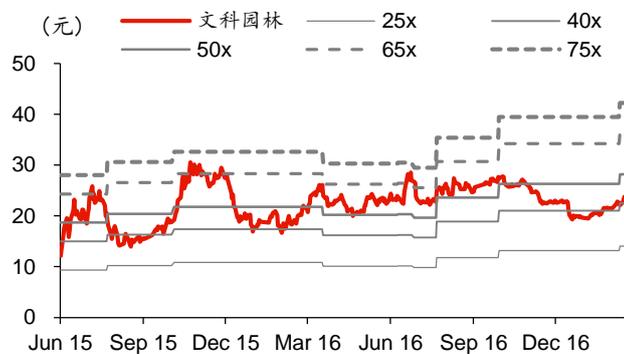
图表7: 公司近五年营运能力整体提升



资料来源: Wind、华泰证券研究所

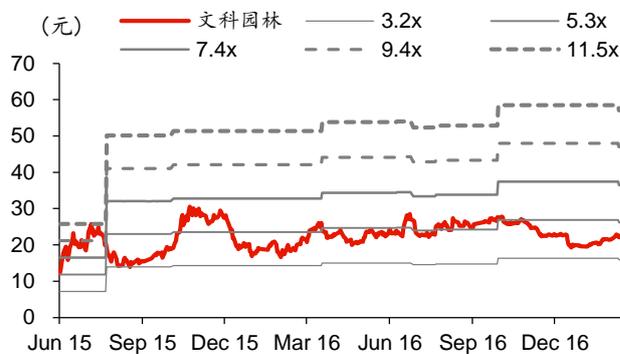
PE/PB - Bands

图表8: 文科园林历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 文科园林历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,728	1,912	2,624	3,378	4,188
现金	299.17	454.55	626.65	810.92	1,011
应收账款	475.26	457.84	631.19	816.79	1,018
其他应收账款	58.52	72.83	100.41	129.93	161.93
预付账款	21.67	12.59	17.17	21.95	27.02
存货	719.62	808.67	1,103	1,410	1,735
其他流动资产	153.54	105.62	145.61	188.42	234.82
非流动资产	41.83	262.67	274.60	285.99	296.46
长期投资	0.00	16.05	16.05	16.05	16.05
固定投资	17.62	23.92	28.57	29.85	29.03
无形资产	0.89	11.80	22.09	32.39	42.68
其他非流动资产	23.33	210.90	207.88	207.70	208.69
资产总计	1,770	2,175	2,899	3,664	4,484
流动负债	627.82	869.12	1,290	1,738	2,128
短期借款	205.75	380.10	636.26	911.14	1,117
应付账款	234.47	324.01	441.90	564.97	695.35
其他流动负债	187.59	165.01	211.79	261.71	315.11
非流动负债	40.00	75.52	75.52	75.52	75.52
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	75.52	75.52	75.52	75.52
负债合计	667.82	944.64	1,365	1,813	2,203
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	248.00	248.00	248.00	248.00
资本公积	561.60	521.88	521.88	521.88	521.88
留存公积	420.20	535.78	763.15	1,081	1,511
归属母公司股	1,102	1,230	1,533	1,851	2,281
负债和股东权益	1,770	2,175	2,899	3,664	4,484

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(273.79)	77.09	(136.33)	(63.04)	21.42
净利润	96.92	139.57	227.38	317.69	430.45
折旧摊销	4.52	4.64	6.39	7.69	8.73
财务费用	24.30	18.36	5.65	10.45	10.55
投资损失	0.00	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
营运资金变动	(411.41)	(112.01)	(402.30)	(427.31)	(459.12)
其他经营现金	11.88	26.58	26.61	28.49	30.87
投资活动现金	(16.44)	(45.90)	(17.11)	(17.11)	(17.11)
资本支出	16.44	15.59	5.00	5.00	5.00
长期投资	0.00	30.31	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	(12.11)	(12.11)	(12.11)
筹资活动现金	454.69	122.64	325.53	264.43	195.38
短期借款	67.28	174.35	256.16	274.88	205.92
长期借款	(55.00)	(40.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	30.00	128.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	434.55	(39.72)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22.14)	(100.00)	69.37	(10.45)	(10.55)
现金净增加额	164.46	153.83	172.10	184.27	199.69

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,046	1,517	2,092	2,707	3,373
营业成本	780.57	1,201	1,637	2,093	2,576
营业税金及附加	36.44	13.24	18.25	23.62	29.44
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.29	106.74	144.95	188.52	234.55
财务费用	24.30	18.36	5.65	10.45	10.55
资产减值损失	15.50	20.30	20.30	20.30	20.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05
营业利润	118.84	158.00	265.10	370.40	501.86
营业外收入	1.00	5.91	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.24	1.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	119.61	162.72	265.10	370.40	501.86
所得税	22.68	23.15	37.72	52.70	71.41
净利润	96.92	139.57	227.38	317.69	430.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	96.92	139.57	227.38	317.69	430.45
EBITDA (倍)	147.66	181.01	277.14	388.53	521.13
EPS (元)	0.39	0.56	0.92	1.28	1.74

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.72	45.05	37.86	29.41	24.63
营业利润	4.03	32.95	67.78	39.72	35.49
归属母公司净利润	7.51	44.00	62.91	39.72	35.49
获利能力 (%)					
毛利率	25.37	20.87	21.72	22.66	23.62
净利率	9.27	9.20	10.87	11.74	12.76
ROE	8.80	11.35	14.83	17.17	18.87
ROIC	10.62	12.62	14.64	16.36	18.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.74	43.44	47.11	49.49	49.13
净负债比率 (%)	43.54	40.24	46.60	50.25	50.71
流动比率	2.75	2.20	2.03	1.94	1.97
速动比率	1.61	1.27	1.18	1.13	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.77	0.82	0.82	0.83
应收账款周转率	2.25	2.88	3.34	3.25	3.19
应付账款周转率	3.00	4.30	4.28	4.16	4.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.56	0.92	1.28	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.10)	0.31	(0.55)	(0.25)	0.09
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.96	6.18	7.46	9.20
估值比率					
PE (倍)	60.77	42.20	25.90	18.54	13.68
PB (倍)	5.35	4.79	3.84	3.18	2.58
EV_EBITDA (倍)	39.18	31.96	20.87	14.89	11.10

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com