

强烈推荐-A (维持)

文科园林 002775.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 22.46 元  
 2017年03月27日

配股募资保障项目落地, 业绩向上逻辑不变

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	24800
已上市流通股(万股)	11372
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	43.4%
主要股东	深圳市万润实业有限
主要股东持股比例	20.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-7	12
相对表现	11	-14	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《文科园林(002775)——PPP 新贵, 后来居上》2017-03-10
- 2、《文科园林(002775)——预中标大体量旅游项目, 未来业绩增长有保障》2017-03-02
- 3、《文科园林(002775)——营收和净利高速增长, 加强回款促使现金流改善》2016-10-27

卢平

021-68407841  
 luping@cmschina.com.cn  
 S1090511040008

研究助理

王彬鹏  
 021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理

李富华  
 lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

3月26日, 公司发布配股预案, 拟按每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售, 募集不超过12亿元, 用于文科生态技术与景观设计研发中心项目等及补充工程施工业务配套业务流动资金。

评论:

1、配股募集资金保障项目落地, 除权后估值仍相对较低

公司此次选择配股方式募集资金, 用于项目施工建设及补充流动资金, 一方面是因为再融资新规出台, 采取市价发行, 且发行股本数不超过总股本的20%, 而可转债发行的要求较苛刻, 且单次募集资金较少, 优先股发行标准较高, 且不能上市公开交易, 发行相对困难; 另一方面, 相比而言, 配股募集资金较多, 且发行较快, 发行时间短于定增(预计6-8个月)。

根据配股方案, 假设原有股东以30%的配售率足额认购, 根据12亿元的募集资金总额, 0.744亿股的配股数量, 配股价约为16.13元/股, 总股本将达到3.224亿股, 以17年净利润2.54亿元来进行计算, 预计17年EPS为0.79元/股, 对应PE为26.65倍, 估值相对较低, 以今日收盘价(22.46元/股)计算, 除权后价格为21.00元/股。

2、在手订单充足, 保障业绩增长

16年公司公告签订了6个市政、旅游及生态景观建设框架协议, 总投资达162.1亿元, 是公司2016年营收的10倍多, 其中102.1亿元项目采用PPP模式进行; 另外, 公司签订了4.76亿元的PPP市政订单; 17年至今公司公告签订25.5亿元PPP市政旅游框架协议, 中标13亿元市政旅游项目, 未来在PPP模式更广泛应用及公司努力下, 公司市政、旅游及生态景观等业务将有望实现更大的发展。

3、实施股权激励, 加速业绩释放

公司实施的限制性股票激励计划, 激励人数多、覆盖范围广, 授予对象212人, 包括12名高管、4位关键管理人员, 196位核心业务(技术)人员, 授予价格为9.44元/股, 利润空间大。该激励计划的业绩考核目标为2016年、2017年、2018年扣非后净利润较2015年分别增长不低于40%、82%、127.5%, 业绩考核要求严, 业绩增长目标高, 这体现了公司对未来发展强有力的信心, 将加速公司业绩的释放。

4、拓展市政、PPP等业务, 股权激励加速业绩释放, 维持“强烈推荐-A”评级

公司稳固传统地产园林业务, 并不断加大市政、生态治理、PPP等业务开拓力度; 配股资金到位将保障项目落地, 股权激励加速业绩释放。预计17、18年EPS为1.02、1.51元, 对应PE为22.0与14.9倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: 外延拓展不及预期。回款风险。投资风险

**表 1：配股前后部分指标对比**

配股前		配股后	
17 年预测净利润 (亿元)	2.54	17 年预测净利润 (亿元)	2.54
总股本 (亿股)	2.48	总股本 (亿股)	3.224
总市值	55.70	总市值	67.70
股价 (元/股)	22.46	除权后股价	21.00
EPS(2017)	1.03	EPS(2017)	0.79
PE (2017)	21.76	PE (2017)	26.65

资料来源：wind、招商证券

**表 2：16 年至今公司公告的框架协议/订单**

时间	订单/框架协议	项目内容	项目类型	总投资额(亿元)	采用模式
2016/01/13	与新民市人民政府签署了《战略合作框架协议》	新民市城乡基础设施、产业发展和生态环境建设,内容包括海绵城市建设项目,市政管网综合管廊建设项目,柳河流域综合治理项目等	市政	40	PPP 模式
2016/03/02	与遵义市林业局和园林绿化局签署《生态景观建设项目合作框架协议》	围绕遵义市规划建设 38 个山体森林公园、城市园林基础设施等生态景观建设领域的大型、特大型工程任务等方面展开建设合作	生态景观	60	
2016/08/18	与安顺市西秀区人民政府签署战略合作框架协议	围绕包括旅游景区、乡村旅游、文化产业、休闲农业、美丽乡村、生态旅游小镇、生态环境修复等项目开展整体合作	旅游、生态修复	10	PPP 模式
2016/08/19	绥阳县洛安江流域生态文明区项目(施工、设计一体化)		生态景观	3.06	
2016/08/19	绥阳县城市绿化提升工程项目(施工、设计一体化)		生态景观	0.60	
2016/09/06	《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》	盘锦市大洼县县城污水处理管网工程二期项目、泵站工程、唐家镇污水处理厂扩建工程	市政	2.10	PPP 模式
2016/09/29	《巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发战略合作框架协议》	为巴东县高铁小镇及周边旅游资源和旅游配套设施的投资开发、建设、运营、管理	旅游	30	PPP 模式等
2016/09/29	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		市政	1.50	PPP 模式
2016/09/29	哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目(三标段)		市政	1.55	PPP 模式
2016/10/17	与沈阳市沈北新区人民政府签署战略合作框架协议	在市政、生态环境修复、河流污染治理、生态景观等领域开展合作	市政、生态修复等	20	PPP 模式等
2016/11/08	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	昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施建设	市政	1.71	PPP 模式
2017/01/17	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区(百草园)建设项目	园林绿化及配套工程设计施工一体化	旅游	3.23	

时间	订单/框架协议	项目内容	项目类型	总投资额(亿元)	采用模式
2017/01/25	《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》	实施滨江公园项目与南山公园项目建设	市政	5.5	PPP 模式
2017/02/16	《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》	枝江市旅游资源的投资、建设和运营	市政、旅游	20	PPP 模式等
2017/03/01	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	水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工(EPC)	旅游	7.3	
2017/03/03	桂湾片区景观工程（一期）项目	桂湾片区景观工程施工建设	市政	2.65	

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1728	1912	2228	3316	4672
现金	299	455	188	280	467
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	154	106	177	264	369
应收款项	475	458	590	880	1228
其它应收款	59	73	122	182	254
存货	720	809	1129	1678	2312
其他	22	13	21	31	43
<b>非流动资产</b>	42	263	263	264	265
长期股权投资	0	16	16	16	16
固定资产	18	24	27	31	34
无形资产	1	12	11	10	9
其他	23	211	209	207	206
<b>资产总计</b>	<b>1770</b>	<b>2175</b>	<b>2491</b>	<b>3580</b>	<b>4937</b>
<b>流动负债</b>	628	869	980	1740	2622
短期借款	206	380	191	585	1043
应付账款	234	324	537	798	1099
预收账款	41	54	89	132	182
其他	146	111	163	226	299
<b>长期负债</b>	40	76	77	77	77
长期借款	40	0	0	0	0
其他	0	76	77	77	77
<b>负债合计</b>	<b>668</b>	<b>945</b>	<b>1057</b>	<b>1817</b>	<b>2699</b>
股本	120	248	248	248	248
资本公积金	562	446	422	422	422
留存收益	420	536	765	1093	1569
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1102	1230	1434	1763	2238
<b>负债及权益合计</b>	<b>1770</b>	<b>2175</b>	<b>2491</b>	<b>3580</b>	<b>4937</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(274)	77	(4)	(221)	(141)
净利润	97	140	254	374	543
折旧摊销	5	5	6	6	6
财务费用	20	17	17	25	54
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(396)	(79)	(292)	(647)	(767)
其它	1	(5)	11	20	24
<b>投资活动现金流</b>	(16)	(46)	(9)	(9)	(9)
资本支出	(16)	(16)	(9)	(9)	(9)
其他投资	0	(30)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	455	123	(254)	323	337
借款变动	59	113	(189)	394	458
普通股增加	30	128	0	0	0
资本公积增加	435	(115)	(25)	0	0
股利分配	(45)	(60)	(25)	(46)	(67)
其他	(24)	57	(16)	(25)	(54)
<b>现金净增加额</b>	<b>164</b>	<b>154</b>	<b>(267)</b>	<b>93</b>	<b>187</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1046	1517	2547	3798	5298
营业成本	781	1201	1989	2955	4071
营业税金及附加	36	13	22	33	46
营业费用	0	0	3	4	5
管理费用	70	107	196	304	424
财务费用	24	18	17	25	54
资产减值损失	16	20	26	42	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	119	158	294	434	630
营业外收入	1	6	3	3	4
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	120	163	296	436	633
所得税	23	23	42	62	90
<b>净利润</b>	97	140	254	374	543
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	97	140	254	374	543
<b>EPS (元)</b>	0.81	0.56	1.02	1.51	2.19

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	11%	45%	68%	49%	40%
营业利润	4%	33%	86%	48%	45%
净利润	8%	44%	82%	48%	45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.4%	20.9%	21.9%	22.2%	23.2%
净利率	9.3%	9.2%	10.0%	9.9%	10.2%
ROE	8.8%	11.3%	17.7%	21.2%	24.2%
ROIC	8.3%	9.4%	16.4%	16.8%	17.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.7%	43.4%	42.4%	50.8%	54.7%
净负债比率	16.4%	17.5%	7.7%	16.3%	21.1%
流动比率	2.8	2.2	2.3	1.9	1.8
速动比率	1.6	1.3	1.1	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	1.0	1.1	1.1
存货周转率	1.1	1.6	2.1	2.1	2.0
应收帐款周转率	2.5	3.3	4.9	5.2	5.0
应付帐款周转率	3.0	4.3	4.6	4.4	4.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.81	0.56	1.02	1.51	2.19
每股经营现金	-2.28	0.31	-0.01	-0.89	-0.57
每股净资产	9.18	4.96	5.78	7.11	9.02
每股股利	0.50	0.10	0.18	0.27	0.39
<b>估值比率</b>					
PE	27.8	39.9	22.0	14.9	10.3
PB	2.4	4.5	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA	2.5	2.0	1.2	0.8	0.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**王彬鹏：**上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

**李富华：**上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。