

2017年04月07日

文科园林 (002775.SZ)

# 跑马圈地再下一城，园旅一体拭目以待

■**事项：**文科园林发布公告，与湖北省孝感市双峰山旅游度假区管委会、天星（深圳）投资基金管理有限公司签署了《孝感市双峰山旅游度假区项目综合投资开发建设战略合作框架协议》（后称“双峰山旅游度假区项目”），协议项目总投资暂定20亿元。

■**跑马圈地再下一城，框架协议加速落地：**公司与湖北省孝感市双峰山旅游度假区管委会、天星投资基金签订战略框架协议，主要内容为合作推进双峰山景区的发展，以5A级景区标准将双峰山旅游度假区打造为集生态体验、乡村度假、文化体验、生态养老等于一体的国家级休闲旅游景区。依据双峰山旅游总体规划，首批将启动青龙洞、仙女湖、白云古寨3个旅游项目的开发，框架协议总体投资额暂定为20亿元。公司通过框架协议跑马圈地再下一城，预计后续协议将加速落地，对公司业绩2017年产生一定积极影响。

■**订单放量业绩高增，业务优化利润率提升：**2016年以来新签订单（含框架协议）229.12亿元；2017年1月至今新签订单继续加速，新签订单13.15亿元，新签框架协议金额合计45.5亿元，订单及框架协议合计58.65亿元，为公司2016年营业收入15.17亿元的3.87倍；高额订单后续落地有望带动业绩放量高增。同时，公司传统业务以地产园林为主，2015年公司地产园林与市政园林收入比例约为8:2，2016年新签订单以市政园林项目为主，2017年新签订单均为市政园林相关订单，公司业务结构将持续优化，利润率有较大的提升空间，进一步提供业绩弹性。

■**地产市政双轮驱动，园旅一体加速推进：**自2016年起，公司制定了积极向旅游、生态等方向布局的战略方向，借助相关PPP项目订单及框架协议快速跑马圈地，意在以PPP为载体向生态、旅游及环保等新兴领域延伸。此次公司再次签订双峰山旅游度假区项目框架协议，预计将进一步推进公司“园林+旅游”的战略布局。公司2016年承接的重大项目（含框架协议）中的30%是园林与生态一体项目，70%是园林与旅游一体项目；且公司近期签署的贵州安顺、湖北巴东、黑龙江抚远等一系列战略合作框架协议，以及顺利取得遵义百草园观光旅游区项目、水浒影视文化体验园项目，均为公司持续推进园林旅游一体战略之体现，预计未来公司战略转型将加速推进。

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：29.05元

股价（2017-04-07） 24.16元

交易数据

总市值(百万元)	5,991.68
流通市值(百万元)	2,747.44
总股本(百万股)	248.00
流通股本(百万股)	113.72
12个月价格区间	19.30/52.36元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.55	1.25	-0.06
绝对收益	6.48	6.81	-1.91

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004  
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

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

相关报告

文科园林：推出配股公开方案，股权融资助力高速增长	2017-03-27
文科园林：乘PPP东风扬帆直上，战略转型提上日程	2017-03-15
文科园林：PPP助力高速增长，旅游布局值得期待	2017-03-10
文科园林：市政园林屡中大单，业绩释放有望加速	2017-03-06

■ **投资建议：园旅一体拭目以待，维持买入-A 评级：**公司自 2016 年以来加速布局“园林+生态”、“园林+旅游”项目，与公司现有项目协调发展、资源共享，截止目前 2017 年新签订单（含框架协议）合计 58.65 亿元，为公司 2016 年营业收入 15.17 亿元的 3.87 倍，我们暂不调整公司业绩预估，预计公司 2017-2019 年营业收入增速分别为 33%、31.8% 和 36.07%，同期净利润增速分别为 46.88%、28.7% 和 29.61%，我们看好公司高成长，维持买入-A 评级，6 个月目标价为 29.05 元，相当于 2017 年 35 的动态市盈率。

■ **风险提示：**PPP 项目执行低于预期；公司参与市政园林项目推进低于预期；房地产投资放缓，地产园林需求下滑风险；坏账风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,045.9	1,517.1	2,175.6	2,893.5	3,813.6
净利润	96.9	139.6	205.0	263.9	342.0
每股收益(元)	0.39	0.56	0.83	1.06	1.38
每股净资产(元)	4.44	4.96	5.57	6.64	7.96

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.8	40.2	27.3	21.2	16.4
市净率(倍)	5.1	4.6	4.1	3.4	2.8
净利润率	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%	9.0%
净资产收益率	8.8%	11.3%	14.8%	16.0%	17.3%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%
ROIC	16.9%	14.0%	26.6%	11.9%	22.7%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,045.9	1,517.1	2,175.6	2,893.5	3,813.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	780.6	1,200.5	1,657.8	2,230.9	2,955.6	营业收入增长率	10.7%	45.0%	43.4%	33.0%	31.8%
营业税费	36.4	13.2	56.1	66.9	73.3	营业利润增长率	4.0%	33.0%	51.0%	29.0%	29.7%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	7.5%	44.0%	46.9%	28.7%	29.6%
管理费用	70.3	106.7	146.2	197.5	261.6	EBITDA 增长率	2.0%	22.5%	67.9%	27.2%	32.3%
财务费用	24.3	18.4	59.8	72.9	105.9	EBIT 增长率	2.5%	23.2%	69.2%	27.6%	32.6%
资产减值损失	15.5	20.3	17.1	17.6	18.4	NOPLAT 增长率	7.5%	30.4%	67.6%	27.6%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.2%	-11.8%	186.4%	-30.8%	114.9%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	103.9%	11.6%	12.3%	19.2%	19.9%
<b>营业利润</b>	<b>118.8</b>	<b>158.0</b>	<b>238.6</b>	<b>307.7</b>	<b>399.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.8	4.7	2.6	2.7	3.3	毛利率	25.4%	20.9%	23.8%	22.9%	22.5%
<b>利润总额</b>	<b>119.6</b>	<b>162.7</b>	<b>241.2</b>	<b>310.4</b>	<b>402.3</b>	营业利润率	11.4%	10.4%	11.0%	10.6%	10.5%
减:所得税	22.7	23.2	36.2	46.6	60.3	净利润率	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>96.9</b>	<b>139.6</b>	<b>205.0</b>	<b>263.9</b>	<b>342.0</b>	EBITDA/营业收入	14.0%	11.8%	13.9%	13.3%	13.3%
						EBIT/营业收入	13.7%	11.6%	13.7%	13.2%	13.2%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	6	5	4	3	2
						流动资产周转天数	296	240	303	284	280
						流动营业资本周转天数	296	240	303	284	280
						流动资产周转天数	515	432	483	448	441
						应收帐款周转天数	162	126	160	150	145
						存货周转天数	243	181	236	222	214
						总资产周转天数	528	468	516	466	456
						投资资本周转天数	304	241	305	287	281
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	8.8%	11.3%	14.8%	16.0%	17.3%
						ROA	5.5%	6.4%	5.0%	7.7%	5.5%
						ROIC	16.9%	14.0%	26.6%	11.9%	22.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	6.7%	7.0%	6.7%	6.8%	6.9%
						财务费用率	2.3%	1.2%	2.7%	2.5%	2.8%
						三费/营业收入	9.0%	8.2%	9.5%	9.3%	9.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	37.7%	43.4%	66.0%	51.9%	68.3%
						负债权益比	60.6%	76.8%	194.1%	107.9%	215.8%
						流动比率	2.75	2.20	1.90	1.88	2.52
						速动比率	1.61	1.27	0.91	1.00	1.27
						利息保障倍数	5.89	9.60	4.99	5.22	4.77
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	-	-	-	0.07
						分红比率	24.8%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	96.9	139.6	205.0	263.9	342.0	EPS(元)	0.39	0.56	0.83	1.06	1.38
加:折旧和摊销	4.5	4.6	3.5	3.5	3.5	BVPS(元)	4.44	4.96	5.57	6.64	7.96
资产减值准备	15.5	20.3	-	-	-	PE(X)	57.8	40.2	27.3	21.2	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.6	4.1	3.4	2.8
财务费用	19.5	16.5	59.8	72.9	105.9	P/FCF	-18.7	15.7	-20.7	20.8	52.6
投资损失	-	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	5.4	3.7	2.6	1.9	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	44.7	29.6	23.0	15.2	15.1
营运资金的变动	-415.6	-249.4	-1,664.6	819.8	-2,196.9	CAGR(%)	39.6%	34.8%	31.5%	39.6%	34.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-273.8</b>	<b>77.1</b>	<b>-1,396.4</b>	<b>1,160.0</b>	<b>-1,745.5</b>	PEG	1.5	1.2	0.9	0.5	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-16.4</b>	<b>-45.9</b>	<b>9.6</b>	<b>-1.6</b>	<b>-2.1</b>	ROIC/WACC	1.8	1.5	2.9	1.3	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>454.7</b>	<b>122.6</b>	<b>1,186.8</b>	<b>-906.6</b>	<b>1,813.3</b>	REP	3.3	3.7	0.9	2.4	0.8

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

金嘉欣、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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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