

2017年04月30日

乾景园林 (603778.SH)

收入利润同比微跌，订单充足业绩有望高增

■**事项：**公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 5.31 亿元，同比下降 12.57%，实现归属上市公司股东净利润 0.8 亿元，同比下降 14.09%；实现 EPS 0.4 元/股，同比下降 74.36%，拟每 10 股派发现金红利 0.78 元（含税），拟每 10 股转增 15 股。

公司发布 2017 年一季度报告，实现营业收入 0.64 亿元，同比下降 12.4%；实现归属上市公司股东净利润 0.07 亿元，同比下降 43.61%；实现 EPS 0.04 元/股，同比下降 75%。

■**收入利润同比微跌，净利率水平较好：**公司 2016 年实现营业收入、归属上市公司股东净利润同比下降 12.57%、14.09%；2017 年 Q1，公司营收、净利润分别同比下降 12.4%、43.61%。2016 年公司营收增速下滑主要原因为公司地产景观业务位于房地产产业链下游，受宏观房地产市场去库存影响，营业收入下滑 8.2%；同时，公司市政绿化业务由于前期立项程序复杂，项目落地周期较长，且公司运作 PPP 项目时间较短，运作流程较慢，公司市政绿化板块营收同比下滑 18.08%。2016 年公司毛利率同比减少 0.47%，其中园林工程毛利率同比减少 0.73%，与上期相比基本持平；但园林设计毛利率同比减少 9.25%，主要是公司将部分非本专业的的设计业务分包给其他设计公司导致。2016 年度公司净利润率为 15.07%，行业平均水平仅为约 13%，公司高出行业平均水平 2.07 个百分点，整体成本管控能力较强。

■**已完工未结算金额大幅增长，存量业务保障业绩增长：**公司 2016 年度存货期末金额为 7.44 亿元，均为已完工未结算项目余额；该项金额较 2015 年大幅增长 3.96 亿元，增幅达到 113.88%。公司 2016 年度已完工未结算余额大幅增长主要原因是公司本年度新发展了地产园林业务合作商--南京新浩宁地产，该公司要求在工程项目完工后才能竣工结算，进度付款时不进行结算，导致未结算工程款大幅增长；同时公司部分市政景观大型项目结算时间较长，导致 2016 年度存货大幅增加，预计相关工程项目未来将陆续进入结算程序，带来公司业绩放量。另外，由于公司近期新签订单增多，保证金支付增加等原因，公司 2016 年度经营活动现金流量净额仅为 7.28 万元，较上年同比减少 99.60%；公司本期预付款项同比增长 162.85%，主要原因为新项目开工预付款增加；预收款项同比增长 58.19%，主要来源为预收工程款。我们认为公司未来存量业务落地、结转将带来公司业绩增长。

■**订单充足扬帆起航，大型项目加速落地：**据 2016 年公告披露数据，我们加总 2016 年公司新签订单至少为 20.76 亿元；截止目前，公司 2017 年度新签订单金额为 2.21 亿元，上年同期并无重大工程订单公布，公司 2017 年拿单速度进一步加快。公司目前在手订单中有永修县马口生

公司快报

证券研究报告

园区

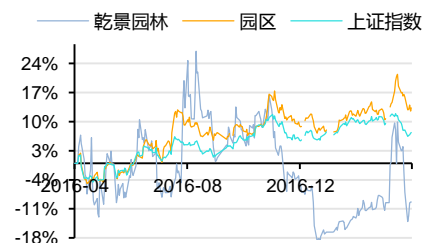
投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**29.4 元**
股价 (2017-04-28) **24.07 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,814.00
流通市值 (百万元)	2,177.89
总股本 (百万股)	200.00
流通股本 (百万股)	90.48
12 个月价格区间	21.48/70.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.28	8.81	-13.97
绝对收益	1.26	8.67	-6.87

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
suduy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

乾景园林：订单放量扬帆起航，有望受益雄安建设
2017-04-07

态园林式公墓建设项目等大型项目，是公司首次承接生态公墓建设工程，该项目合同金额达到7亿元，为公司2016年营业收入的1.32倍，大型项目经验积累将提升公司业务开拓竞争实力。

■大力拓展 PPP 项目+多元化经营战略，业绩增长可期：公司2016年度深度研究 PPP 项目融资、设计施工、资产证券化、运营服务等方面的运作模式，叠加近年承接2项 PPP 项目积累了项目经验，2017年公司拟紧抓国家目前加速推广 PPP 的机遇，大力拓展 PPP 项目。在市政综合项目、景观水处理项目等方面加强布局，进一步加速项目落地。在加速布局 PPP 项目的同时，公司拟积极开拓新业务领域，开展多元化经营，重点发展国内、外可再生资源开发；生态园林的建设与运营；文化旅游项目开发管理及股权投资等业务板块，在主业稳健发展的同时，大力发展多元化经营模式。我们认为公司2017年大力拓展 PPP 项目、开展多元化经营战略清晰，且已有长期经验沉淀，未来或将为公司业绩增长带来新的看点。另外，公司2017年3月公告称控股股东拟于6个月之内增持公司总股本1%-3%，目前已完成增持0.55%，凸显控股股东对于公司未来发展的强烈信心。

■投资建议：维持公司“增持-A”评级，6个月目标价29.4元。受益于国内园林绿化市场需求快速膨胀，公司2016年新签订单累计额达20.76亿元，截止目前2017年新签订单2.21亿元，呈进一步加速态势；2016年公司拟以资本公积金向全体股东每10股转增15股，彰显公司管理层对于未来发展的良好预期。我们看好公司市值小、订单放量加速未来成长，预计公司2017-2019年营业收入增速分别为95.0%、38.0%、28.0%，同期净利润同比增长108.5%、33.4%、29.5%，暂时维持公司“增持-A”评级，6个月目标价29.4元，对应2017动态PE35倍。

■风险提示：市政园林工程推进不及预期风险、PPP项目落地不及预期风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	607.5	531.1	1,035.7	1,429.3	1,829.5
净利润	93.3	80.2	167.2	223.1	288.9
每股收益(元)	0.47	0.40	0.84	1.12	1.44
每股净资产(元)	4.36	4.72	5.53	6.60	8.02
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.6	60.0	28.8	21.6	16.7
市净率(倍)	5.5	5.1	4.4	3.6	3.0
净利润率	15.4%	15.1%	16.1%	15.6%	15.8%
净资产收益率	10.7%	8.5%	15.1%	16.9%	18.0%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
ROIC	31.7%	19.4%	26.4%	26.3%	23.2%

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	607.5	531.1	1,035.7	1,429.3	1,829.5	成长性					
减:营业成本	435.4	384.5	745.2	1,021.9	1,308.1	营业收入增长率	0.7%	-12.6%	95.0%	38.0%	28.0%
营业税费	15.0	0.4	1.0	1.4	1.8	营业利润增长率	11.8%	-13.9%	111.6%	33.7%	29.7%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	14.8%	-14.1%	108.5%	33.4%	29.5%
管理费用	33.9	37.9	103.6	142.9	164.7	EBITDA 增长率	8.9%	-16.0%	101.4%	37.4%	33.1%
财务费用	4.7	1.6	-3.8	3.1	13.8	EBIT 增长率	8.9%	-16.0%	103.9%	37.9%	33.4%
资产减值损失	11.3	16.4	-4.0	-	4.1	NOPLAT 增长率	12.0%	-15.8%	101.2%	37.9%	33.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.6%	48.1%	38.3%	51.2%	24.3%
投资和汇兑收益	-	2.1	1.8	1.3	1.7	净资产增长率	96.0%	8.3%	17.1%	19.4%	21.4%
营业利润	107.3	92.4	195.5	261.2	338.7	利润率					
加:营业外净收支	1.4	0.5	1.1	1.0	0.9	毛利率	28.3%	27.6%	28.1%	28.5%	28.5%
利润总额	108.6	92.9	196.6	262.2	339.6	营业利润率	17.7%	17.4%	18.9%	18.3%	18.5%
减:所得税	15.3	12.9	29.5	39.3	50.9	净利润率	15.4%	15.1%	16.1%	15.6%	15.8%
净利润	93.3	80.2	167.2	223.1	288.9	EBITDA/营业收入	18.9%	18.1%	18.7%	18.6%	19.4%
						EBIT/营业收入	18.4%	17.7%	18.5%	18.5%	19.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	6	7	3	2	1
						流动资产周转天数	209	345	253	269	284
						流动负债周转天数	671	990	587	569	576
						应收账款周转天数	252	270	236	253	253
						存货周转天数	172	371	221	252	279
						总资产周转天数	698	1,012	598	578	581
						投资资本周转天数	213	351	256	270	285
						投资回报率					
						ROE	10.7%	8.5%	15.1%	16.9%	18.0%
						ROA	6.5%	5.2%	8.8%	8.3%	9.0%
						ROIC	31.7%	19.4%	26.4%	26.3%	23.2%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	5.6%	7.1%	10.0%	10.0%	9.0%
						财务费用率	0.8%	0.3%	-0.4%	0.2%	0.8%
						三费/营业收入	6.4%	7.4%	9.6%	10.2%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	39.6%	38.8%	41.7%	50.9%	50.2%
						负债权益比	65.7%	63.3%	71.6%	103.6%	100.8%
						流动比率	2.46	2.56	2.36	2.05	2.12
						速动比率	1.85	1.30	1.69	0.91	1.22
						利息保障倍数	23.83	57.34	-50.77	86.55	25.56
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	-	0.02	0.04	0.03
						分红比率	8.2%	0.0%	2.7%	3.7%	2.1%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	584.1	315.9	251.6	114.3	146.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	453.8	343.4	1,014.9	991.1	1,579.8
应收票据	0.5	-	0.6	0.5	0.9
预付账款	5.3	13.9	25.0	24.8	41.0
存货	348.7	744.7	525.9	1,476.8	1,360.9
其他流动资产	10.3	101.4	42.9	51.6	65.3
可供出售金融资产	0.4	1.4	0.6	0.8	0.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	10.6	11.1	9.0	6.9	4.7
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
其他非流动资产	29.7	9.1	26.4	22.0	19.0
资产总额	1,443.8	1,541.2	1,897.1	2,688.9	3,219.1
短期债务	110.0	-	-	14.3	43.6
应付账款	190.9	283.0	357.6	601.6	720.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	268.3	311.2	430.8	681.8	743.0
长期借款	-	-	-	67.6	106.2
其他非流动负债	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
负债总额	572.4	597.4	791.7	1,368.5	1,616.1
少数股东权益	-	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6
股本	80.0	200.0	200.0	200.0	200.0
留存收益	791.4	743.9	905.6	1,120.7	1,403.7
股东权益	871.4	943.7	1,105.4	1,320.4	1,603.0

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	93.3	80.1	167.2	223.1	288.9
加:折旧和摊销	2.6	2.3	2.2	2.2	2.2
资产减值准备	11.3	16.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	8.5	7.4	-3.8	3.1	13.8
投资损失	-	-2.1	-1.8	-1.3	-1.7
少数股东损益	-	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
营运资金的变动	-81.6	-178.3	-256.0	-434.7	-312.6
经营活动产生现金流量	18.0	0.1	-92.3	-207.8	-9.6
投资活动产生现金流量	-27.0	-80.2	-5.4	3.0	3.0
融资活动产生现金流量	388.4	-188.1	33.4	67.6	38.7

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.47	0.40	0.84	1.12	1.44
BVPS(元)	4.36	4.72	5.53	6.60	8.02
PE(X)	51.6	60.0	28.8	21.6	16.7
PB(X)	5.5	5.1	4.4	3.6	3.0
P/FCF	140.1	-16.6	-140.2	-35.6	141.4
P/S	7.9	9.1	4.6	3.4	2.6
EV/EBITDA	15.1	47.9	23.5	18.0	13.6
CAGR(%)	33.7%	53.3%	27.1%	33.7%	53.3%
PEG	1.5	1.1	1.1	0.6	0.3
ROIC/WACC	3.0	1.8	2.5	2.5	2.2
REP	1.4	4.0	2.1	1.5	1.4

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

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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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