

文科园林 (002775.SZ)

建筑施工行业

评级：买入 首次评级

公司研究

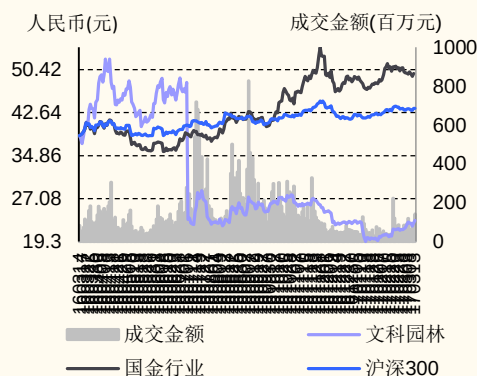
市场价格(人民币): 23.15 元

目标价格(人民币): 28.10-32.10 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	113.72
总市值(百万元)	5,741.20
年内股价最高最低(元)	52.36/19.30
沪深 300 指数	3456.69
深证成指	10531.73



百亿订单固业绩，股权激励诱动力

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.808	0.583	0.803	1.106	2.088
每股净资产(元)	9.18	4.96	6.55	7.56	9.54
每股经营性现金流(元)	-2.29	0.31	-4.81	5.09	1.83
市盈率(倍)	67.85	40.05	28.24	20.50	10.86
行业优化市盈率(倍)	32.45	32.97	34.83	34.83	34.83
净利润增长率(%)	7.51%	44.00%	42.63%	37.74%	88.83%
净资产收益率(%)	8.80%	11.35%	12.25%	14.63%	21.88%
总股本(百万股)	120.00	248.00	248.00	248.00	248.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **营收大幅增加，增速逐季递增：**16 年营收 15.17 亿元，同比增加 45%，单季度营收同比增速 14.9%/35.6%/46.2%/68.8%；16 年净利润 1.396 亿元，同比增加 44.07%，EPS0.5815 元。
- **三费占比降低，毛利率降低：**三费占比降低至 8.25%，同比-8.8%；毛利率约 20.9，同比-4.5%；应收账款约 4.58 亿元，同比-3.7%，占总资产比约为 21.1%，同比下降 5.7%；资产减值损失约 0.2 亿元，同比增加 31.0%。
- **经营现金流转正，收现比上升：**经营现金流为近五年首次转正现金流净流入约 0.77 亿元，现金流情况大幅好转主要是由于报告期内加强项目回款。14 至 16 年公司历年收现比分别为 69%/60%/82%。

主要投资看点

- **城市园林绿化领跑者，业绩稳步增长：**国家城市园林绿化一级资质。公司营收从 2.3 亿元（09 年）上升到 15.17 亿元（16 年），CAGR 达 30.90%；净利润从 0.81 亿元（11 年）上升到 1.396 亿元（16 年），CAGR 达 11.5%。
- **积极推进 PPP 业务，签署百亿元战略合作协议：**2016 年迎订单爆发，中标 3 个 PPP 项目，总投资金额为 4.76 亿元，中标 2 个 D+B 项目，总投资额为 3.6 亿元。新签署 6 个 PPP 框架协议，合计投资额 162.1 亿元。
- **旅游转型稳步进行：**16 年与巴东县以及安顺市西秀区人民政府签署战略合作协议，投资额分别约为 30 亿元和 10 亿元，布局旅游资源开发和配套基础设施建设。17 年中标遵义市中药材种植观光旅游区和水浒影视文化体验园项目，总投资额分别为 3.23 亿元和 7.3 亿元。公司通过参与旅游项目积极转型。
- **股权激励促公司积极性：**对核心人员以 19.08 元/股的价格授予 400 万股股份，锁定期一年，占总股本 3.33%，要求 17/18 年扣非后净利润同比增长不低于 30%/25%。

投资建议

我们认为文科园林业绩增长具有可持续性，预测公司 2017-2019 年 EPS 0.80/1.11/2.09 元，对应 2017-2019 年的 PE 分别为 29/21/11 倍，给予买入评级。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 28.1-32.1 元目标价位，对应 35-40X2017EPS。
- **风险：**新业务拓展不及预期；外延并购进展缓慢。

贺国文

分析师 SAC 执业
编号：
S1130512040001
(8621)60230235
hegw @
gjzq.com.cn

内容目录

1.城市园林绿化领跑者	3
2.业绩爆发增长，现金流大幅好转	3
3.积极推进 PPP 业务，签署百亿元战略合作协议	4
4.积极与政府签订合作协议转型旅游可期	5
5.股权激励提升积极性	5

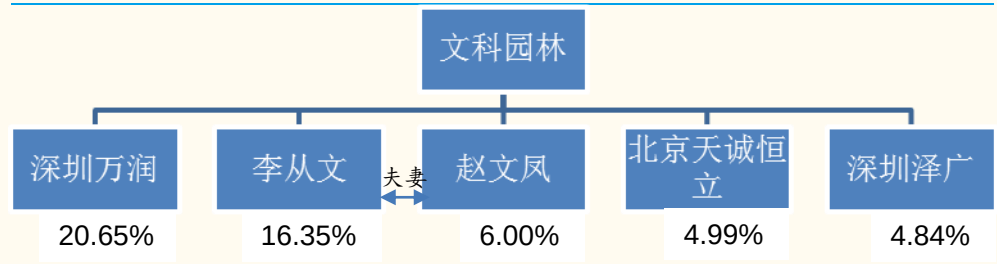
图表目录

图表 1：文科园林股权结构	3
图表 2：园林施工为绝对主营	3
图表 3：公司业绩爆发增长	3
图表 4：16 年单季度营收逐渐增加	3
图表 5：16 年 Q2 净利润最多	3
图表 6：财务费用降低管理费用增加（亿元）	4
图表 7：16 年应收账款有所减少（亿元）	4
图表 8：近三年年度经营现金流（亿元）	4
图表 9：单季度经营现金流（亿元）	4
图表 10：2016 年至今订单/协议（亿元）	4

1.城市园林绿化领跑者

- 公司成立于 1996 年，是国家城市园林绿化一级资质、风景园林工程专项设计甲级资质及市政公用工程施工总承包二级资质企业。公司于 2015 年 6 月在深圳证券交易所上市。
- 主营业务分为四个部分：园林绿化工程施工、园林景观设计、园林养护收入。园林绿化工程施工是公司的传统核心业务，从 2016 年报来看，营收占比 96.7%。
- 控股多家公司，涉及园林绿化工程、水环境治理、生态修复、生态环境与节能环保领域内的技术开发等多项业务。

图表 1：文科园林股权结构

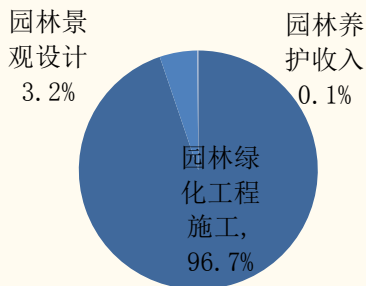


来源：wind，国金证券研究所

2.业绩爆发增长，现金流大幅好转

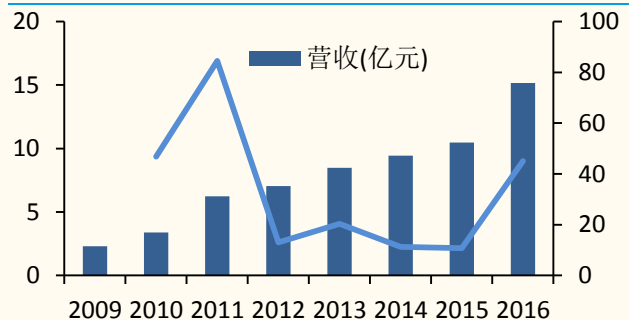
- 从 09 年底至 16 年底，营收从 2.3 亿元上升到 15.17 亿元，CAGR 达 30.90%；从 11 年底至 16 年底，净利润从 0.81 亿元上升到 1.396 亿元，CAGR 达 11.50%。从单季度来看，Q1 至 Q4 营收同比增速 14.9%/35.6%/46.2%/68.8%；16 年从 Q2 起，单季度净利润下降，主要原因是地产园林业务毛利率降低。

图表 2：园林施工为绝对主营



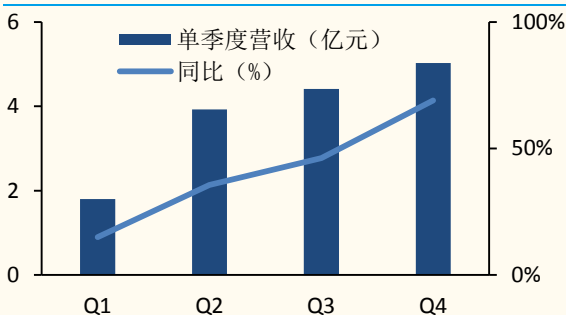
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司业绩爆发增长



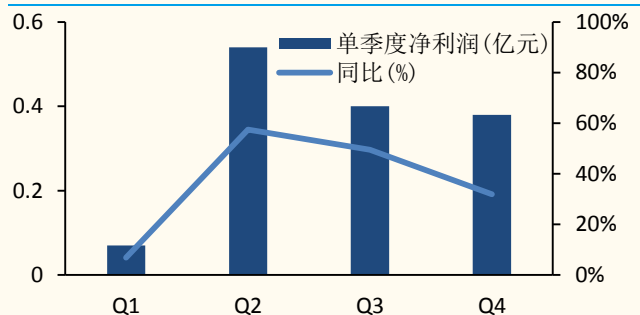
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：16 年单季度营收逐渐增加



来源：wind，国金证券研究所

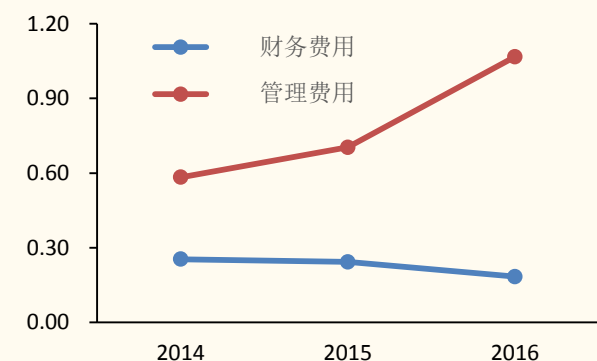
图表 5：16 年 Q2 净利润最多



来源：wind，国金证券研究所

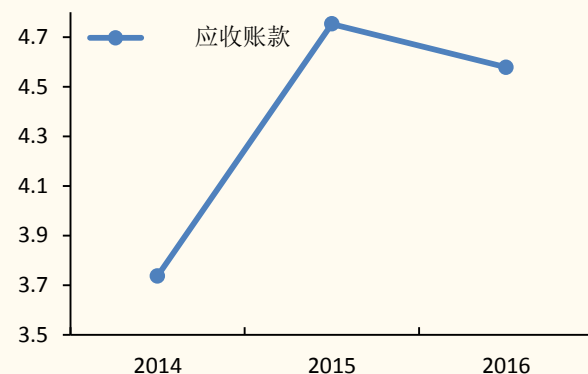
- 16 年财务费用下降 24.3%，管理费用上升 51.8%，主要由于上市后利息支付大幅减少导致财务费用降低，业务大幅增多导致管理费用增加。总体上，三费占比降低至 8.25%，同比-8.8%。

图表 6：财务费用降低管理费用增加（亿元）



来源：国金证券研究所

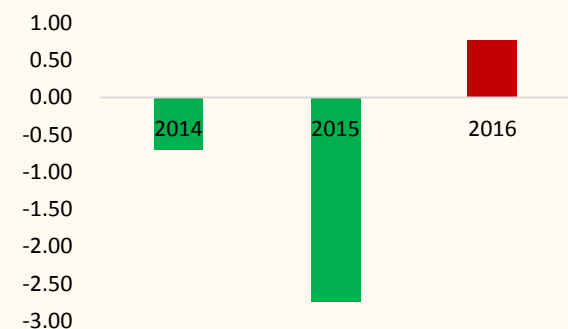
图表 7：16 年应收账款有所减少（亿元）



来源：国金证券研究所

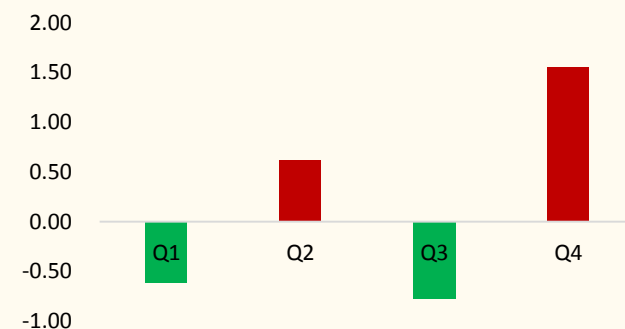
- 应收账款约 4.58 亿元，占总资产比约为 21.1%，同比下降 5.7%；资产减值损失约 0.2 亿元。
- 16 年，经营现金流为近五年来首次转正，约 0.77 亿元，现金流情况大幅好转，主要由于报告期内加强项目回款所致。14 至 16 年公司收现比分别为 69%/60%/82%。

图表 8：近三年年度经营现金流（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：单季度经营现金流（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

3.积极推进 PPP 业务，签署百亿元战略合作协议

- 2016 年已正式中标 3 个 PPP 项目，总投资金额为 4.76 亿元，中标 2 个 D+B 项目，总投资额为 3.6 亿元，5 个项目合计占公司 2015 年营收的 80%。随着大量项目中标，未来业绩看好。
- 新签署 6 个 PPP 框架协议，合计投资额 162.1 亿元，为 2015 年营收的 15.5 倍，随着大量的框架协议逐步落地，未来业绩值得期待。
- 新 2016 年至今所签框架协议金额达 187.6 亿元，其中 ppp 协议 107.6 亿元，57.4%；中标金额达 23.04 亿元，其中 ppp 协议 8.91 亿元，38.6%。

图表 10：2016 年至今订单/协议（亿元）

项目名称	性质	金额	公告时间
新民市人民政府 PPP 项目战略合作		40	2016.1.15
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
安顺市西秀区人民政府 PPP 项目战略合作		10	2016.8.22

盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设	2.1	2016.9.8
巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发 (PPP 项目)	30	2016.9.30
沈阳市沈北新区人民政府 PPP 项目战略合作	20	2016.10.18
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	5.5	2017.1.25
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	20	2017.2.18
绥阳县城市绿化提升工程项目 (施工、设计一体化)	0.6	2016.8.22
绥阳县洛安江流域生态文明区项目 (施工、设计一体化)	3	2016.8.22
哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目 (三标段)	1.55	2016.9.30
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	1.5	2016.9.30
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)	1.71	2016.10.21
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)	3.23	2017.1.5
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	7.3	2017.3.2
桂湾片区景观工程 (一期)	2.65	2017.3.4
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	1.5	2017.3.7
框架协议合计	187.6	
项目中标合计	23.04	

来源: wind, 国金证券研究所

4. 积极与政府签订合作协议转型旅游可期

- 公司在 16 年年报中首次提及未来将向旅游方向拓展。16 年与巴东县人民政府签署战略合作协议, 合作内容主要为巴东县高铁小镇及周边旅游资源和旅游配套基础设施的投资开发、建设、运营、管理, 总投资约为人民币 30 亿元, 巴东县位于湖北恩施, 15 年生产总值 88.8 亿元, 增速 9.1%; 与安顺市西秀区人民政府战略合作协议, 重点围绕包括旅游景区、乡村旅游、文化产业、休闲农业、美丽乡村、生态旅游小城镇、生态环境修复等项目在内的总体打包项目开展整体合作, 总投资规模约为人民币 10 亿元, 安顺市 15 年 GDP 为 625.41 亿元, 增速 21.1%。
- 17 年中标遵义市中药材种植观光旅游区 (百草园) 建设项目 (金额 3.23 亿元) 以及水浒影视文化体验园建设项目 (金额 7.3 亿元)。公司参建的观光旅游区和文化体验园均是大型旅游主题项目, 将对公司旅游方向的业务探索具有积极的影响。

5. 股权激励提升积极性

- 公司实施限制性股票激励计划, 授予高管及核心人员合计 400 万股限制性股票, 每股 19.08 元, 锁定期为 12 个月, 占公司现有总股本 3.33%。解锁该激励计划的业绩考核目标为 2017 年、2018 年扣非后净利润较 2015 年分别增长不低于 82%、127.5%, 体现了公司对于业绩的信心, 也将加速公司业绩的释放。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	945	1,046	1,517	1,910	2,283	2,737
增长率		10.7%	45.0%	25.9%	19.5%	19.9%
主营业务成本	-699	-781	-1,201	-1,478	-1,746	-1,943
%销售收入	74.0%	74.6%	79.1%	77.4%	76.5%	71.0%
毛利	245	265	317	432	537	794
%销售收入	26.0%	25.4%	20.9%	22.6%	23.5%	29.0%
营业税金及附加	-32	-36	-13	-19	-23	-27
%销售收入	3.4%	3.5%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-58	-70	-107	-134	-148	-164
%销售收入	6.2%	6.7%	7.0%	7.0%	6.5%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	155	159	197	279	366	602
财务费用	-25	-24	-18	-50	-49	-2
%销售收入	2.7%	2.3%	1.2%	2.6%	2.2%	0.1%
资产减值损失	-16	-16	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	114	119	158	229	317	601
营业利润率	12.1%	11.4%	10.4%	12.0%	13.9%	21.9%
营业外收支	2	1	5	3	3	3
税前利润	117	120	163	232	320	604
利润率	12.3%	11.4%	10.7%	12.2%	14.0%	22.1%
所得税	-26	-23	-23	-33	-45	-86
所得税率	22.7%	19.0%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	90	97	140	199	274	518
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	90	97	140	199	274	518
净利率	9.5%	9.3%	9.2%	10.4%	12.0%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	90	97	140	199	274	518
非现金支出	20	19	24	6	8	10
非经营收益	11	21	12	-1,133	1,174	84
营运资金变动	-191	-411	-99	-264	-194	-157
经营活动现金净流	-70	-275	76	-1,192	1,262	455
资本开支	-2	-16	-16	-17	-100	74
投资	0	0	-30	-12	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-16	-46	-29	-100	74
股权募资	0	473	76	0	0	0
债权募资	102	-3	89	929	-1,082	-302
其他	-33	-15	-42	137	-80	-35
筹资活动现金净流	69	455	123	1,066	-1,162	-337
现金净流量	-3	163	153	-155	0	192

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	135	299	455	300	300	492
应收款项	430	687	636	801	957	1,148
存货	692	720	809	931	1,100	1,224
其他流动资产	8	22	13	129	19	21
流动资产	1,266	1,728	1,912	2,161	2,377	2,886
%总资产	97.6%	97.6%	87.9%	59.4%	84.1%	90.9%
长期投资	0	0	197	209	208	208
固定资产	19	28	32	39	131	45
%总资产	1.5%	1.6%	1.5%	1.1%	4.6%	1.4%
无形资产	4	6	22	27	31	35
非流动资产	31	42	263	1,475	449	291
%总资产	2.4%	2.4%	12.1%	40.6%	15.9%	9.1%
资产总计	1,297	1,770	2,175	3,636	2,826	3,176
短期借款	198	251	380	1,385	303	0
应付款项	392	311	465	518	613	689
其他流动负债	71	66	24	109	36	119
流动负债	662	628	869	2,012	952	809
长期贷款	95	40	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	76	0	0	0
负债	757	668	945	2,012	952	810
普通股股东权益	540	1,102	1,230	1,624	1,874	2,367
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,297	1,770	2,175	3,636	2,826	3,176

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.002	0.808	0.563	0.803	1.106	2.088
每股净资产	6.004	9.182	4.960	6.550	7.556	9.543
每股经营现金净流	-0.780	-2.290	0.306	-4.805	5.090	1.834
每股股利	0.200	0.200	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	16.68%	8.80%	11.35%	12.25%	14.63%	21.88%
总资产收益率	6.95%	5.48%	6.42%	5.47%	9.70%	16.30%
投入资本收益率	14.39%	9.23%	10.47%	7.96%	14.42%	21.82%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	10.72%	45.05%	25.90%	19.53%	19.88%
EBIT 增长率	14.54%	2.23%	23.94%	42.01%	31.04%	64.65%
净利润增长率	-7.66%	7.51%	44.00%	42.63%	37.74%	88.83%
总资产增长率	30.98%	36.44%	22.90%	67.21%	-22.29%	12.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	125.8	148.1	112.2	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	313.9	330.1	232.3	230.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	126.1	121.7	84.9	84.9	84.9	84.9
固定资产周转天数	7.3	6.1	5.8	5.0	4.5	3.9
偿债能力						
净负债/股东权益	29.26%	-0.76%	-6.05%	66.77%	0.16%	-20.76%
EBIT 利息保障倍数	6.1	6.5	10.7	5.6	7.4	337.4
资产负债率	58.34%	37.74%	43.44%	55.33%	33.69%	25.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD