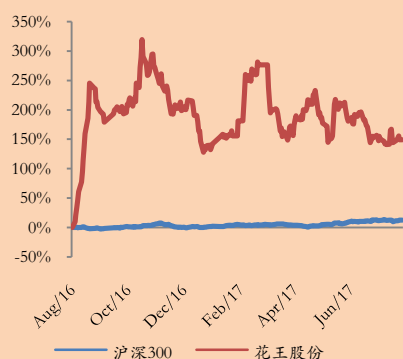




花王股份 (603007)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-08-28



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 高欣宇

0551-65161836

gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升

0551-65161836

neilyds@163.com

订单承接能力大幅提升, 业绩高弹性

主要观点:

□ 上市夯实资金实力, 业绩迎来上升期

公司 2016 年上市后资金实力获得夯实, 订单承接能力迎来大突破, 随着重大合同的签订落地, 及工程项目的顺利推进, 2017 年上半年公司业绩迎来高速增长。报告期内, 公司实现营收 4.58 亿元, 同比增速 47.19%, 为公司 16 年全年的 89.6%; 实现归母净利润 7285.21 万元, 同比增速 41.54%, 为公司 16 年全年的 101.26%。从公司半年报的公告数据来看, 目前公司重点项目推进相对顺利, 为全年营收的增长提供了充分保障。

□ 进军水生态, 借力收并购加速转型

在传统园林业务向全国拓展的同时, 公司目前还积极进军水生态领域。水生态业务与园林业务关联度高、协同性强, 公司业绩成长有望实现多元驱动。公司 6 月拟收购郑州水务 60% 股权, 我们认为, 收并购能够有效补充公司在新业务领域的资质及实力, 有助于加速公司转型。此外, 根据收购协议书中的承诺, 并购标的郑州水务在 2017、2018、2019 年度实现的扣非归母净利润分别不低于人民币 4,000 万元、4,700 万元和 5,540 万元, 对花王股份的归母净利润贡献率约为 wind 一致预测净利润值的 19.63%、15.38% 及 13.94%, 为公司净利润成长增添了保障。

□ 债权融资潜力足, 可转债预案获受理

公司目前负债率偏低, 偿债能力良好, 有进一步债权融资的空间, 同时, 公司抓住可转债发行提速这一机遇, 5 月份公布可转债发行预案, 目前已获证监会受理, 顺利落地则有望推进募投项目进程。公司目前资产负债率在 45% 左右, 低于行业 52.79% 的均值水平; 流动及速冻比率等指标在上市后大幅回升, 接近行业均值。公司整体债务结构较佳, 债权融资潜力足, 上半年末贷款利率均值为银行基准利率, 与各主要银行关系稳固, 后续业务扩张有保障。

□ 订单承接能力全面提升, 业绩弹性十足

报告期内, 公司新签订单迎来量与质的全面提升, 业绩高弹性特征突出, 订单/营收比行业内占优。公司 17 年上半年新签订单 13 个, 合同总额 12.88 亿元, 同比增长 376%, 新承接的丹北及内蒙巴彦淖尔工程订单体量分别为 7 亿、10 亿, 订单质量迈上新台阶。公司目前已签约订单/16 年营收比为 5.08 倍, 公告含框架协议在内的订单/16 年营收比为 10.92 倍, 订单/营收比在园林上市公司中位居前列, 为未来业绩的增长提供了较大空间。

□ 盈利预测与估值

公司作为江苏省老牌园林企业, 工程资质齐备, 项目经验丰富。2016 年上市后, 债务结构改善, 融资渠道升级, 订单承接能力显著增强。公司目前积极进军水生态领域, 收并购动作积极, 借助收购郑州水务, 新业务拓展

不断加速,有望实现盈利能力的多元化。我们认为,在订单/营收比较高,重点工程项目推进顺利的情况下,公司 2017 年营收高增长确定性较强,未来业绩成长弹性十足。我们预测,公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.37 元/股、0.52 元/股、0.67 元/股,对应的 PE 为 45 倍、32 倍、25 倍,给予“增持”评级。

盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	511	879	1274	1656
收入同比(%)	-5%	72%	45%	30%
归属母公司净利润	72	123	173	223
净利润同比(%)	6%	71%	41%	29%
毛利率(%)	32.3%	27.5%	27.7%	28.2%
ROE(%)	8.6%	10.7%	13.1%	14.4%
每股收益(元)	0.22	0.37	0.52	0.67
P/E	77.33	45.26	32.13	24.97
P/B	6.68	4.85	4.21	3.60
EV/EBITDA	59	32	22	17

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 公司发展现状：订单爆发，17 年 H1 业绩大幅增长.....	7
1.2 未来发展战略：生态工程成套方案解决商	8
2 园林为本，抓住机遇拓展全国市场	9
2.1 城市化建设深入推进，园林市场需求空间广阔	9
2.2 区域园林龙头，抓住机遇拓展全国市场	10
3 进军水生态，积极寻求利润新增长点.....	11
3.1 推进“生态+”模式，走向业务多元化	11
3.2 收购郑州水务，转型水生态治理有望加速	12
4 公司看点	13
4.1 工程资质禀赋佳，获高新企业扶持所得税下降	13
4.2 债权融资潜力足，可转债预案获受理	15
4.3 订单量、质齐升，业绩弹性十足	17
5 盈利预测	21
6 风险提示	22
附录：财务报表预测	23

图表目录

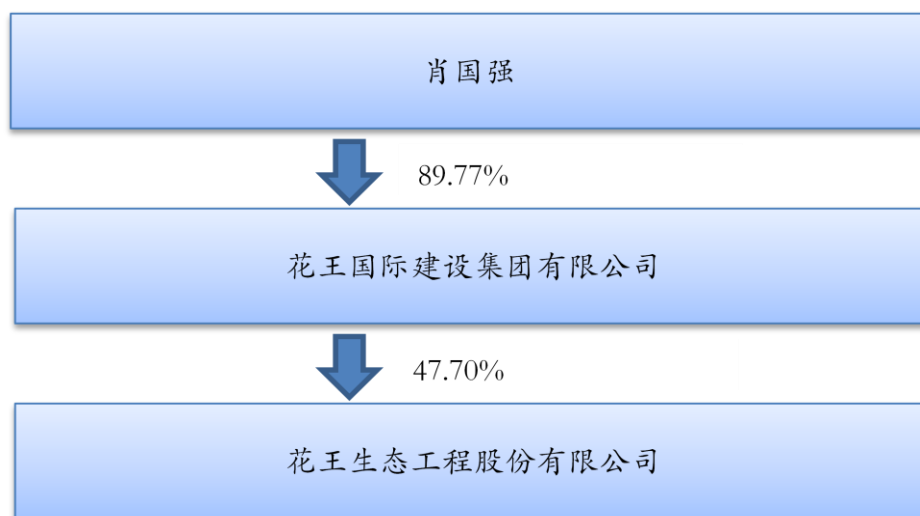
图表 1 花王股份控股股东关系	5
图表 2 花王股份重要发展脉络	6
图表 3 花王股份历年营业收入分业务一览（万元）	6
图表 4 花王股份历年营业收入各业务占比一览.....	6
图表 5 花王股份历年 ROE（摊薄）及毛利率一览	7
图表 6 花王股份历年营业收入一览（万元）	8
图表 7 花王股份历年净利润一览（万元）	8
图表 8 花王股份业务一览.....	8
图表 9 我国历年建成区面积及增速情况一览（平方公里）	9
图表 10 我国历年城市环境基础设施建设园林绿化投资完成额一览（亿元）	10
图表 11 我国历年建成区绿化覆盖率情况一览（%）	10
图表 12 花王股份历年营业收入分地区一览（万元）	10
图表 13 花王股份历年营业收入各地区占比一览.....	10
图表 14 花王股份承建工程项目足迹一览.....	11

图表 15 花王股份“生态+”理念一览.....	12
图表 16 郑州水务承诺业绩一览（万元）	13
图表 17 郑州水务承诺业绩对 WIND 一致预测下上市公司归母净利润贡献一览（万元）	13
图表 18 花王股份施工设计部分资质一览.....	14
图表 19 花王股份历年研发支出及占营收比一览.....	14
图表 20 花王股份历年所得税支出占总营收比一览.....	15
图表 21 花王股份历年负债率一览（%）	15
图表 22 花王股份历年流动资产占比一览.....	15
图表 23 花王股份历年流动比率及速动比率一览.....	16
图表 24 园林行业上市公司历年负债率一览.....	16
图表 25 园林行业上市公司历年流动比率占比一览.....	16
图表 26 花王股份 IPO 募投项目一览（万元）	17
图表 27 花王股份可转债募投项目一览（万元）	17
图表 28 花王股份上市至今框架协议及落地情况一览.....	18
图表 29 花王股份上市至今公告重大已签合同一览.....	19
图表 30 花王股份 2017 年新增签约项目一览（万元）	20
图表 31 花王股份 2017 年新增签约项目分业务一览（万元）	21
图表 32 园林行业上市公司已签约订单/营收比一览（万元）	21
图表 33 园林行业上市公司公告订单（含框架）/营收比一览（万元）	21

1 公司概况

花王生态工程股份有限公司成立于 2003 年，于 2016 年 8 月 26 日于上海证券交易所上市。花王股份是全国第二家、也是江苏首家沪市主板上市的园林公司。公司的控股股东是花王国际建设集团有限公司，控股比例达 47.70%，而肖国强先生持有花王国际建设集团有限公司 89.77% 的股权，是花王生态工程股份有限公司的实际控制人。

图表 1 花王股份控股股东关系

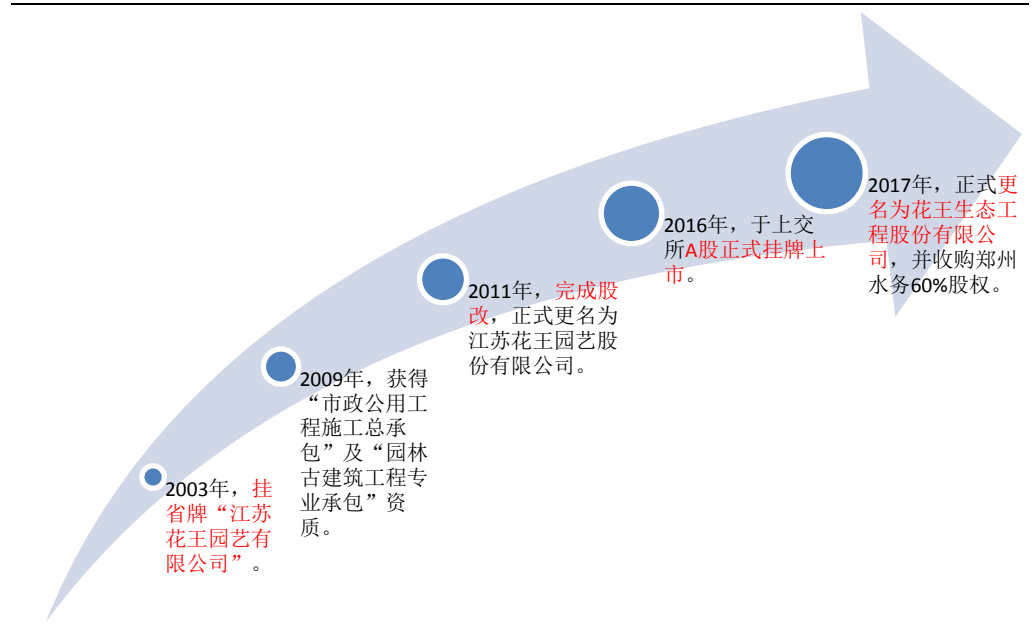


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.1 公司发展历程

公司前身“江苏花王园艺有限公司”于 2003 年在江苏省挂牌成立，2009 年获得“市政公用工程施工总承包”及“园林古建筑工程专业承包”资质。2011 年公司完成股改，更名为江苏花王园艺股份有限公司。2016 年 8 月 26 日完成上市，登陆上海证券交易所主板，成为全国第二家，也是江苏首家沪市主板上市的园林公司。2017 年，公司正式更名为花王生态工程股份有限公司，并收购郑州水务 60% 股权，向水生态治理领域进军。

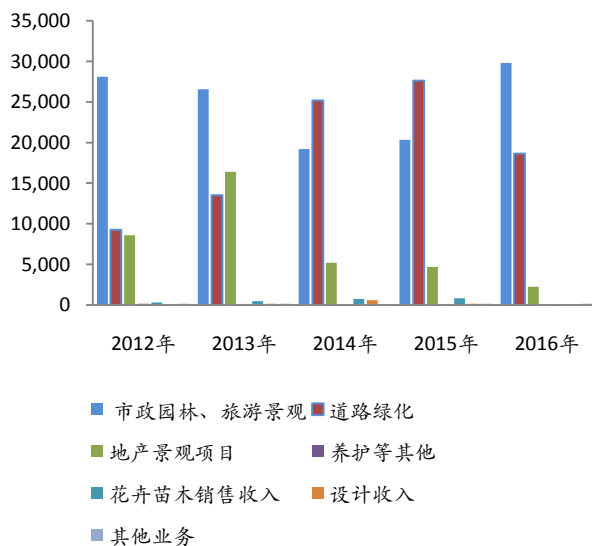
图表 2 花王股份重要发展脉络



资料来源：公司官网、公司公告、华安证券研究所

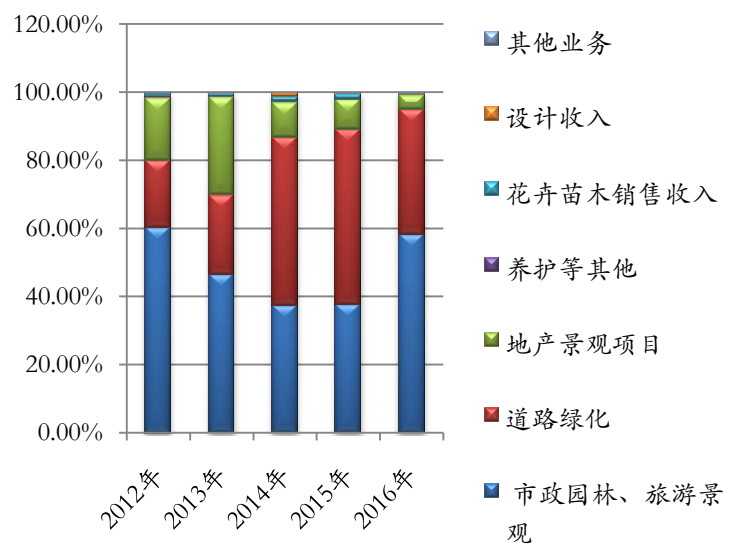
从公司历年营收分布来看，公司的主营一直为园林业务，其中具体分为市政园林及旅游景观、道路绿化和地产景观三块，其中市政旅游和道路绿化两项占比较大，地产景观占比则不断缩减。

图表 3 花王股份历年营业收入分业务一览（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 花王股份历年营业收入各业务占比一览

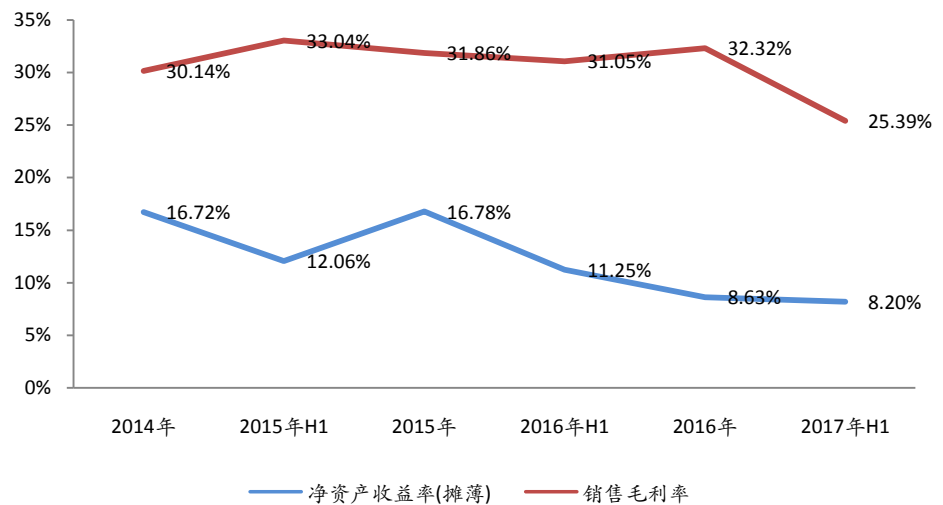


资料来源：wind、华安证券研究所

公司毛利率水平较稳定，2014-2016 年始终维持在 30%以上。或受到报告期结算项目中毛利率较低的市政园林类占比扩大影响，2017H1 公司毛利率有所下滑，而考虑到市场上市政园林类的毛利率基本维持在 25%以上，我们认为公司的毛利率继续走低的可能性不大，预测 2017 年公司毛利率将继续维持在 25%-30%之间。



图表 5 花王股份历年 ROE（摊薄）及毛利率一览



资料来源：wind、华安证券研究所

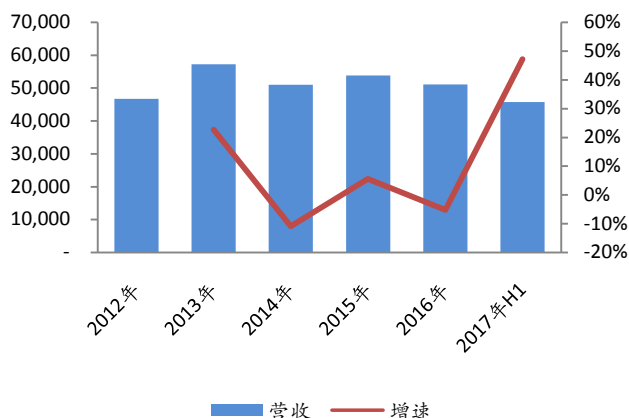
由于上市后公司资本金快速扩充，而 IPO 募投的项目主要为分公司及配套设计院的设立，短期内对公司净资产收益率贡献有限，因此，公司 2016 年 ROE 水平较前期出现下滑。我们认为，公司募投分公司主要是为区域项目的承接及配套融资提供长期助力，因此短期内 ROE 下降不可避免，但长期来看，公司 ROE 水平仍有望逐步回升。

1.2 公司发展现状：订单爆发，17 年 H1 业绩大幅增长

公司 2016 年上市后，订单承接能力迎来大突破，随着重点合同的签订落地，及工程项目的顺利推进，2017 年上半年公司业绩迎来爆发。报告期内，公司实现营收 4.58 亿元，同比增速 47.19%，为公司 16 年全年营收的 89.6%；实现归母净利润 7285.21 万元，同比增速 41.54%，为公司 16 年归母净利润的 101.26%。

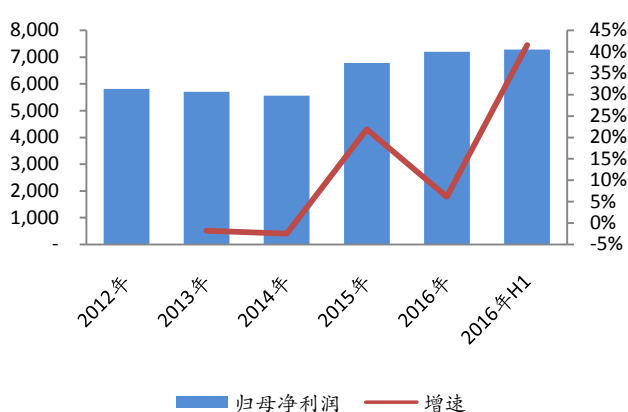
从公司半年报的公告数据来看，2017 年公司重点项目推进相对顺利，为全年营收的增长提供了充分保障。目前公司 2 月底签约的总额 9.89 亿的巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护工程 EPC 项目截止至 2017 年 6 月底已完成 54.66%，6 月初签订的总额 2.33 亿元的宏泰·石家庄市藁城产业园区项目截止至 2017 年 6 月底已完成 13.70%，若项目维持目前态势持续推进，下半年公司营收将大概率维持高增速。

图表 6 花王股份历年营业收入一览（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7 花王股份历年净利润一览（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 未来发展战略：生态工程成套方案解决商

在经过 2017 年的公司名称及业务范围变更后,公司目前的主营业务划分已由原本单一的园林业务,扩充为为生态环保工程建设这一较完整的产业链条。目前公司的业务细分为三大板块,一是设计类业务,主要涵盖生态景观的规划设计、城乡规划设计、旅游规划设计、建筑设计、市政工程设计等;二是工程施工类业务,主要涵盖园林景观绿化、市政公用工程、园林古建筑工程、城市及道路照明工程、公路工程、水利水电工程、空气净化工程、河湖整治工程、堤防工程、建筑工程、土石方工程等;三是新划分的环保业务,主要涵盖生态湿地开发修复与保护、土壤修复、水环境生态治理等。经过业务的持续拓展与积极布局,目前公司未来发展战略已日渐清晰,未来将成为一家生态工程建设企业,为客户提供从规划、设计到施工、运营的一整套解决方案。

图表 8 花王股份业务一览



资料来源：公司公告、华安证券研究所

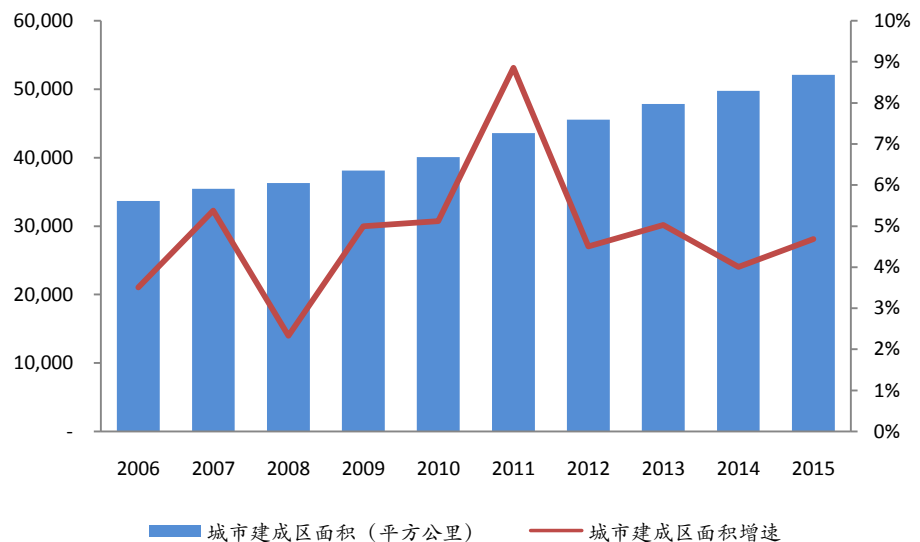
2 园林为本，抓住机遇拓展全国市场

公司作为传统园林企业，所在行业在国内经济起步后呈现需求稳步扩充的态势。我国园林业起步相对较晚，21 世纪前国内相关项目基本以园林建设及道路绿化为主，因此虽然市场需求增长迅猛，但总体体量仍相对有限。而进入 21 世纪后，我国经济增长步入快车道，城市化水平持续抬升。受益于此，一方面，传统的市政园林景观及道路绿化等产业的规模不断扩充，另一方面，地产景观及旅游景观园林绿化等新产业也迅速兴起，我国的园林绿化行业迎来高速、全面发展的黄金期。未来，随着国内经济实力的进一步提高，及居民对生态环境要求的不断抬升，我国园林绿化行业的市场需求有望稳步扩大。

2.1 城市化建设深入推进，园林市场需求空间广阔

近年来，我国城市化进程始终维持高速增长的态势。根据国家统计局数据，国内建成区面积在 2006 年为 33,660 平方公里，至 2015 年已达到 52,102 平方公里的规模，10 年增长率 54.79%。尤其是 2008 年开始，我国的城市化建设在广度意义上正处于由点到面、由重点核心区域向各地全面铺展发展的阶段，国内建成区面积呈逐年增长的态势。

图表 9 我国历年建成区面积及增速情况一览（平方公里）

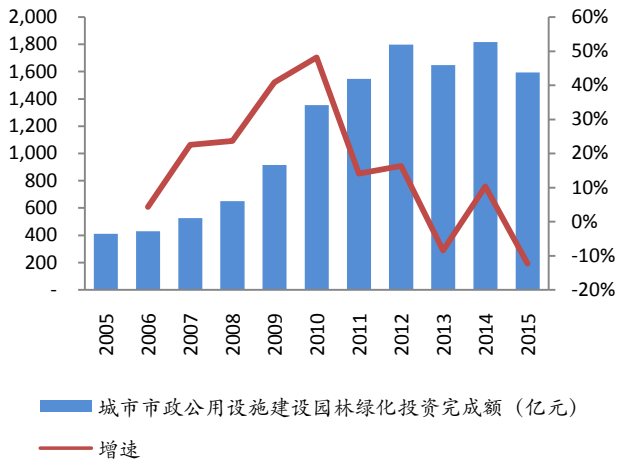


资料来源：wind、华安证券研究所

作为城市化建设的基本组成部分，以美化城市道路、建设市政广场和公园为服务内容的市政园林行业，其市场需求正随着中国城镇化规模的加速扩张而呈稳步增长的趋势。根据住建部公布数据，我国历年城市环境基础设施建设园林绿化投资完成额从 2005 年的 411.30 亿元增长到 2015 年的 1594.70 亿元，年均复合增长率为 14.51%。未来，随着中国国民经济实力的不断增强、城市化建设广度

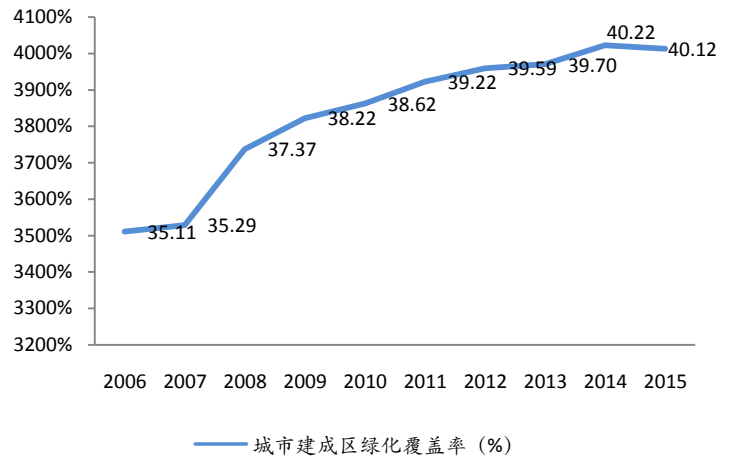
和深度的不断推进以及人民生活水平的不断提高，我国市政园林景观建设的市场需求将保持高位运行态势。

图表 10 我国历年城市环境基础建设园林绿化投资完成额一览（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 11 我国历年建成区绿化覆盖率情况一览 (%)

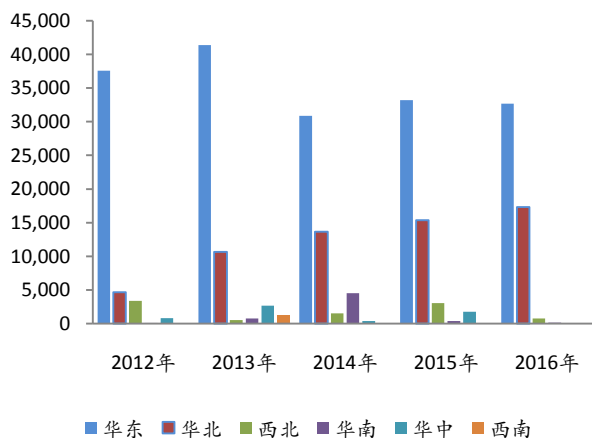


资料来源：wind、华安证券研究所

2.2 区域园林龙头，抓住机遇拓展全国市场

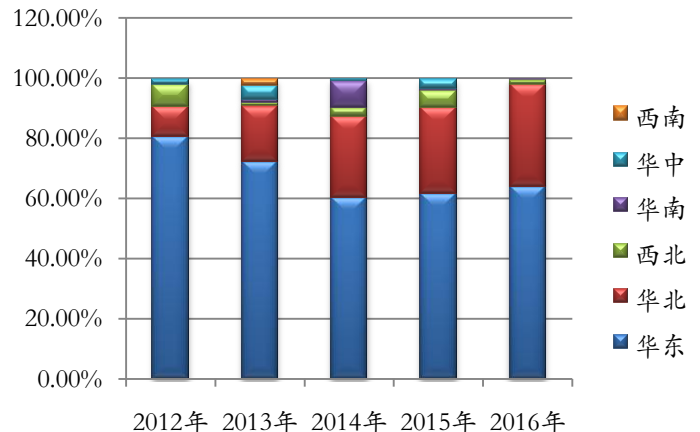
公司起步于园林行业较发达的江苏省，是省内老牌园林企业，从营收的区域分布来看，华东市场始终是公司的最主要收入来源。近年来，公司不断尝试走出省内，在全国领域不断拓展市场，其中在华北地区业务扩张较为成功，区域营收实现了持续增长，16 年已占总营收的近 2 成。

图表 12 花王股份历年营业收入分地区一览（万元）



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 13 花王股份历年营业收入各地区占比一览



资料来源：wind、华安证券研究所

近年来，园林绿化行业产业升级、市场竞争环境日益改善的态势初成，公司



也完成了 IPO 上市，资金实力大幅提升。面对市场及自身实力的双重变化，公司把握机遇，积极进取，进一步谋求区域拓展，布局新兴区域市场。公司前期业务已涉及华东、华北、华中、华南、西北和西南等各大区域，工程足迹遍布江苏、福建、海南、河北、内蒙、陕西、宁夏、重庆、西安等全国大部分省市，跨区域经营和供应商协调管理已初具经验、实力。借助 IPO 融资，公司募投了天津、三亚及成都三家分公司，加上公司传统势力范围内的南京分公司，实现了对全国重点市场的基本覆盖。我们认为，公司三大分公司的成立将有助于该区域内的市场调研、项目承接及资源调配，公司未来园林业务的区域拓展进程值得期待。

图表 14 花王股份承建工程项目足迹一览



资料来源：官司官网、华安证券研究所

3 进军水生态，积极寻求利润新增长点

公司 2016 年上市以来资金实力愈发雄厚，在寻求利润新增长点，实现业务多元化方面的意识不断增强。在传统园林业务向全国拓展的同时，公司目前积极进军水生态领域，水生态业务与园林业务关联度高、协同性强，公司业绩成长有望实现多元驱动。伴随“生态+”理念的落地，公司向水生态治理工程整体处理商迈进的步伐加快，在工程模式向 PPP、EPC 等新类型倾斜的同时，通过收并购迅速扩充在水生态领域的经验及实力，提升相关工程总包资质，为未来业绩的进一步成长奠定了根基。

3.1 推进“生态+”模式，走向业务多元化

公司上市后多区域、多领域发展的进程加快，不断创新自身发展理念，充分利用“生态+”模式，促进业务领域的横向延伸拓展，实现自身盈利的多元化，

维持业绩长期健康成长。未来，公司将推进生态与农业、城建、旅游、教育、文体、康养等产业的深度融合和相关业务的整体打包，打造建设项目综合体，我们认为，在 PPP、EPC 等投融资模式获国家政策不断扶持的情况下，越来越多的生态工程项目与当地旅游、文体及教育等产业相结合，并以工程总包的模式出现，公司顺应趋势积极提升总包实力，推进生态产业融合，有助于后期项目的承接。

图表 15 花王股份“生态+”理念一览



资料来源：公司官网、华安证券研究所

3.2 收购郑州水务，转型水生态治理有望加速

为加快公司的业务拓展进程，完善自身在水生态治理上的布局，公司拟以自筹资金人民币 25,200.00 万元收购自然人于春延等股东持有的郑州水务 60%股权。我们认为，这次收购能够有效补充公司在新业务领域的资质及实力，有助于加速公司转型。目前，公司已与本次拟向公司转让股权的郑州水务股东签署了《花王生态工程股份有限公司收购郑州水务建筑工程股份有限公司之支付现金购买资产协议书》。本次股权收购顺利完成后，公司成为郑州水务控股股东，持有其 60% 股权。

郑州水务经营地址在河南省省会郑州市，是郑州市唯一一家水利水电工程施工总承包壹级企业，在河南省南水北调工程中承接了大量工程，是郑州市的水利工程施工领军企业，公司收购郑州水务能够有效补充了自身在水利水电工程以及水污染控制等方面的业务实力及相关资质，有助于公司水生态业务拓展，加速提升上市公司的盈利能力。目前，郑州水务具有水利水电工程施工总承包壹级、房屋建筑工程施工总承包贰级、土石方工程专业承包贰级、混凝土预制构件专业承包贰级资质，具有多年的施工经验。另外，郑州水务还在 2017 年 3 月收购了河南省正大环境科技咨询工程有限公司，正大环境主营为以水污染控制工程为主的环保业务及建设项目环境影响评价业务。

图表 16 郑州水务承诺业绩一览（万元）

列 1	2017	2018	2019
承诺最低扣非归母净利润	4000	4700	5540
扣非归母净利润增速	55.02%	17.50%	17.87%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

在公司与郑州水务签订的购买资产协议书中，郑州水务承诺在 2017 年度、2018 年度、2019 年度实现的扣非归母净利润分别不低于人民币 4,000 万元、4,700 万元和 5,540 万元，即同比增速为 55.02%、17.50%及 17.87%，合计承诺净利润 13,240 万元。同时郑州水务还承诺，在业绩承诺期间至少有 2 个年度的经营性现金流量净额为正数。在业绩承诺期间的各年度，若郑州水务累计实现净利润低于累计承诺的净利润，将向公司进行现金补偿。

我们认为郑州水务提供的承诺业绩较高，对上市公司的贡献显著，我们采用 wind 一直预期下的公司 2017-2019 年归母净利润进行测算，郑州水务若实现承诺业绩，则当年对母公司贡献的净利润分别 2400 万、2820 万、3324 万，占母公司归母净利润比重分别为 19.63%、15.38%及 13.94%，在郑州水务的业绩贡献下，上市公司未来三年的净利润增长具备保障，经营性现金流也有望得到补充。

图表 17 郑州水务承诺业绩对 wind 一致预测下上市公司归母净利润贡献一览（万元）

	2017E	2018E	2019E
WIND 一致预测下归母净利润（万元）	¥12,226.40	¥18,339.60	¥23,841.48
郑州水务归母净利润贡献（万元）	¥2,400.00	¥2,820.00	¥3,324.00
贡献比例	19.63%	15.38%	13.94%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 公司看点

4.1 工程资质禀赋佳，获高新企业扶持所得税下降

近年来，公司通过申请及收并购等方式不断扩充自身建筑资质，目前在园林及生态建设工程领域资质齐备，具备全国范围内承接园林生态工程，并实现从设计到施工到后期运营的能力。公司目前拥有旅游规划设计、城乡规划编制、市政行业（道路）工程设计、建筑行业（建筑）工程设计、风景园林设计专项等一批甲级设计资质，及城市园林绿化、水利水电工程施工总承包、建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包等一批施工一级资质，为公司在全国领域拓展业务提供了基础。

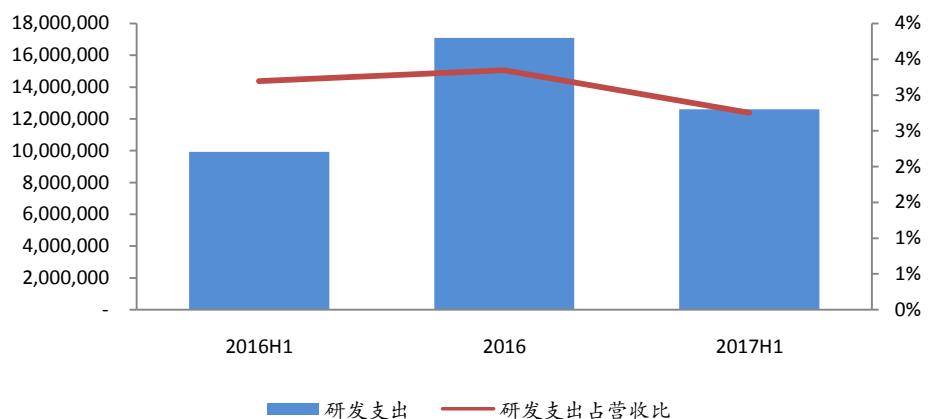
图表 18 花王股份施工设计部分资质一览

设计类	施工类
旅游规划设计甲级	城市园林绿化一级
城乡规划编制甲级	水利水电工程施工总承包一级
市政行业（道路）工程设计甲级	建筑工程施工总承包一级
建筑行业（建筑）工程设计甲级	市政公用工程施工总承包一级
风景园林设计专项甲级	地基与基础工程专业承包一级
市政行业给水工程专业乙级	建筑装修装饰工程专业承包一级
市政行业排水工程专业乙级	港口与航道工程施工总承包二级
市政行业桥梁工程专业乙级	建筑机电安装工程专业承包二级
	园林古建筑工程专业承包二级
	钢结构工程专业承包二级
	土石方工程专业承包二级
	混凝土预制构件工程专业承包二级

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司作为老牌园林企业，技术实力雄厚，近年来愈发重视自身科研实力，维持研发高投入，不断提升自身技术优势。我们认为，较高的研发投入有助于公司在行业竞争中占得先机，维持公司主营业务的快速稳定发展。从上市后的财报来看，公司研发支出维持在总营收的 3%-4% 之间，领先于一般园林企业。通过自主创新、加强自身研发力度、校企合作等多种方式，公司目前已掌握多项园林景观、市政工程的先进施工工艺和生态修复治理的先进技术，在生态环境设计和建设、土壤修复和治理、海绵城市系统的设计和建设、景观环境提升工程的设计和建设等领域的技术水平尤为突出，创新研发出盐碱地绿化的土壤改良、缺水地区园林集水灌溉技术、高温条件下植物种植养护技术和园区整体地形改造、节能环保型城市绿化设施、城市集水和水循环系统的设计建设等多项工艺技术。截至 2016 年 12 月 31 日，公司共申报专利 63 项，其中授权专利 7 项，包括发明专利 4 项和实用新型专利 3 项。

图表 19 花王股份历年研发支出及占营收比一览

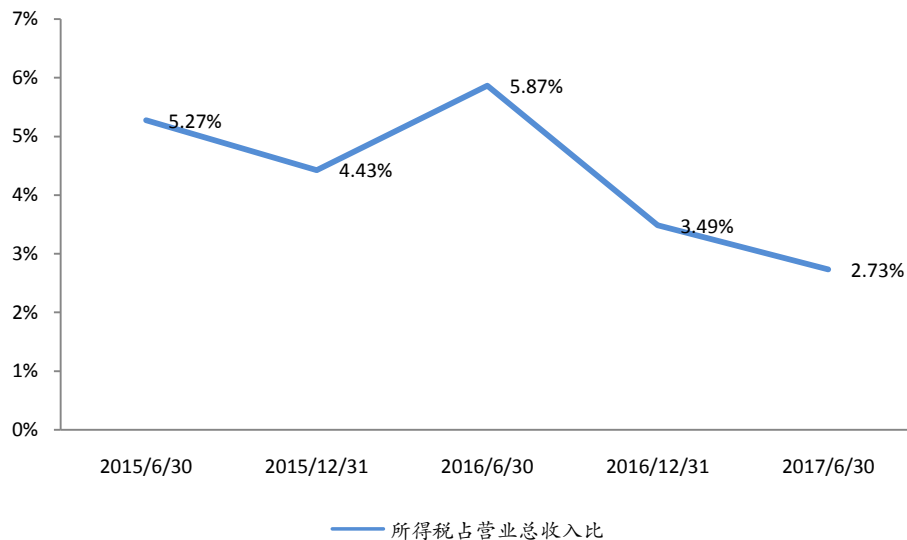


资料来源：wind、华安证券研究所

受益于对研发的持续投入，经江苏省批准，2015 年公司被认定为高新技术企业

业，现持有有效期为 3 年的高新技术企业证书。按照地方政府对高新企业的政策扶持，自 2016 年度起，公司企业所得税税率减按 15% 计征，因此，从财报上来看，公司 2016 年至今所得税支出占总营收比出现明显下降。

图表 20 花王股份历年所得税支出占总营收比一览

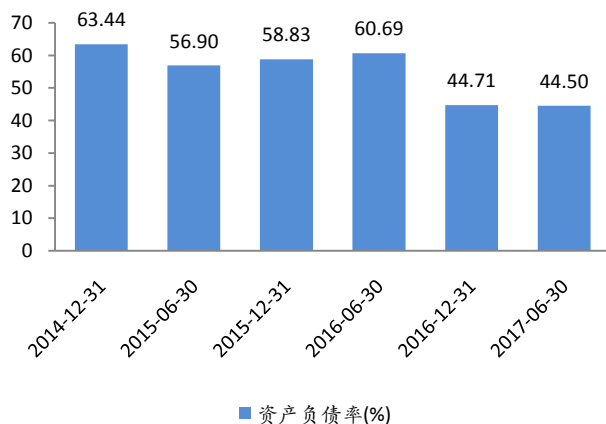


资料来源：wind、华安证券研究所

4.2 债权融资潜力足，可转债预案获受理

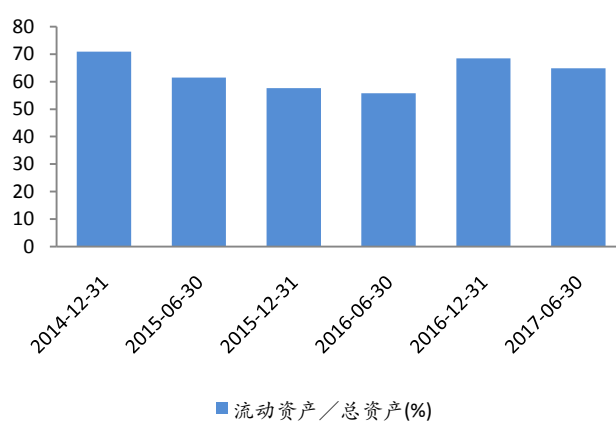
公司上市后自身偿债能力大幅改善，负债率低于行业均值，资产流动性高，为后续业务扩张所需的再融资提供了充足空间。目前，公司的负债率维持在 45% 左右，相较于行业上市公司均值的 52%，明显处于较低水平，因此从负债率出发，公司具备进一步加杠杆的基础。

图表 21 花王股份历年负债率一览 (%)



资料来源：wind、华安证券研究所

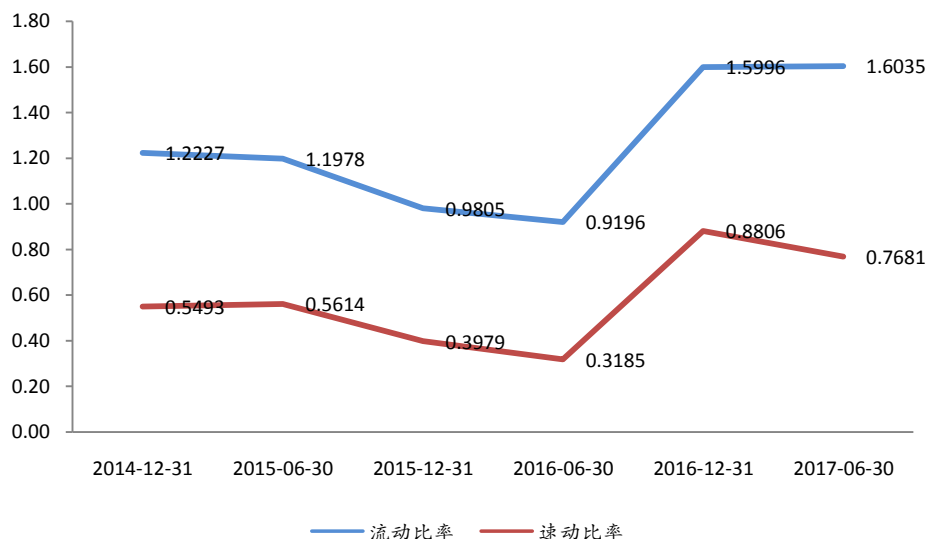
图表 22 花王股份历年流动资产占比一览



资料来源：wind、华安证券研究所

而由于园林工程行业的特征，公司资产流动率也一直维持在较高水平，这主要是公司大型设备等固定资产及长期应收款占比相对较低，而工程项目占款等流动性资产占比较高。2016 年上市后，公司流动资产占比结束高位缓降的趋势，回升至 65%-70% 的高位，整体资产流动性较高，公司应对风险的能力较强，有利于债权融资。

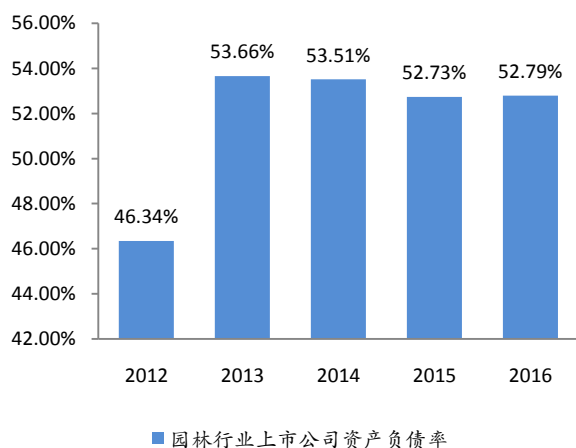
图表 23 花王股份历年流动比率及速动比率一览



资料来源：wind、华安证券研究所

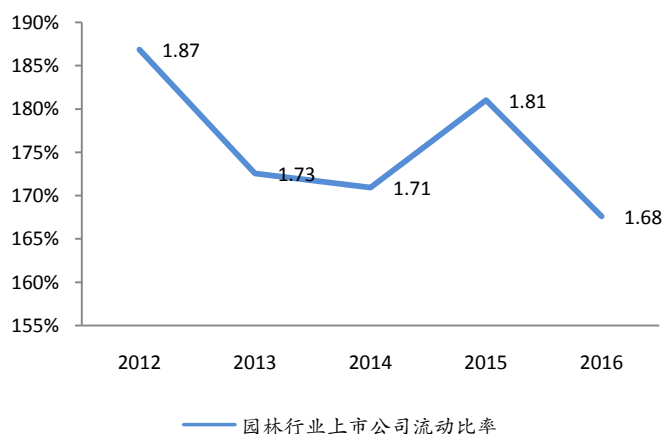
而偿债指标方面，2016 年下半年，公司流动比率实现大幅回升，已接近行业均值，偿债指标的大幅改善，同样有助于公司的债权融资。

图表 24 园林行业上市公司历年负债率一览



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 25 园林行业上市公司历年流动比率占比一览



资料来源：wind、华安证券研究所

公司投融资实力的改善不仅仅体现在上述偿债能力数据上，2016 年上市后，借助资本市场平台，公司融资渠道也在不断拓宽，为公司的项目承接及收并购提供了较为充分的资金保障。

公司上市阶段募得 3.89 亿元，主要投入了分公司及配套设计院的设立，来助力公司业务在相关地区的拓展。截止至 2017 年 6 月，募投资金已完成投入 2.20 亿元，完成情况比较好。

图表 26 花王股份 IPO 募投项目一览（万元）

项目	项目地址	项目拟投入募集资金总额	本报告期实际投入金额	实际累计投入金额
分公司配套设计院	天津	3423.96		
	成都			
	三亚			
景观工程分公司	天津	34557.31	21952.1	26516.02
	成都			
	三亚			
合计		37981.27	21952.1	26516.02

资料来源：公司公告、华安证券研究所

此外，近期国内可转债发行迎来明显提速，外部融资环境转好，公司也抓住机遇，5 月公布可转债预案，募集 3.3 亿投向丹北项目，7 月份预案更新后，目前已受到证监会的正式受理。2017 年 2 月和 5 月再融资新规及减持新规相继发布，市场即出现可转债市场供给有望显著增加的一致预期。5 月以来证监会可转债受理数量显著增加，从股东大会通过到证监会受理间隔天数缩短。根据统计，2016 年可转债从股东大会通过到证监会受理平均间隔 89 天，2017 年 1 至 4 月平均间隔 52 天，而 5 月以来平均间隔进一步缩小至 40 天以内。目前 5 月公布预案的水晶光电、济川药业的可转债已在 8 月份过会，若证监会维持目前的审批速度，公司可转债在年内过会的可能性较大，募投项目进程有望加速。

图表 27 花王股份可转债募投项目一览（万元）

项目名称	项目预计需投入金额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
丹北镇城镇化基础设施建设及生态环境提升项目	518,000.00	33,000.00
合计	518,000.00	33,000.00

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司目前与各主要银行建立了长期、稳固的战略合作关系，在银行贷款利率方面具有一定优势。17 年上半年末，公司平均融资成本控制基本在银行基准利率附近。

4.3 订单量、质齐升，业绩弹性十足

根据公告统计，公司上市以来累计签订框架协议约 39 亿元，其中已落地 4.73 亿元。我们认为，公司上市后自身投融资实力有所扩充，已有拓展建筑业务模式，

转向承接 EPC 及尝试 PPP 项目的意向,框架内后续项目的签约可能以 EPC、PPP 等投融资建设模式展开。PPP 这类新兴投融资建设模式有效地帮助地方政府摆脱了融资渠道收窄与投资热情不减的两难困境,重新激发了地方政府投建热情,而目前中央为吸引民间投资,也在政策上不断扶持这种新兴投融资建设模式。因此,我们认为在自身实力壮大与外部环境优越的叠加之下,公司未来的订单落地将有充分保障。

图表 28 花王股份上市至今框架协议及落地情况一览

签约时间	协议名称	协议项目地点	协议内容	计划投资额	已披露中标/合约 签订项目金额(亿元)
2017/8/16	《叶县市政基础设施及生态环境建设项目战略合作框架协议》	河南省平顶山市叶县	1、一期项目总投资额为人民币 2.5 亿元,项目建设范围包括:城雕公园项目:建设内容包括土方、景观绿化、园路、广场、雕塑、水生态系统及配套设施的建设等;叶公大道和城河绿化项目:建设内容包括道路两侧景观绿化、海绵城市基础设施、雨水公园、下沉广场、河道水系、综合治理、景观配套等;广安路北延项目:建设内容包括市政道路、绿化及其配套附属设施;车站路中段项目:建设内容包括市政道路、绿化及其配套附属设施;叶舞路拓宽改造工程(绿化部分);叶县商业一条街升级改造改造工程。 2、二期项目总投资额为人民币 3.5 亿元,项目建设范围包括:昆北二期水系治理、基础设施及景观绿化工程项目:建设内容包括土方、水系治理、新城基础设施配套景观绿化等。	预计总投资额为人民币 6 亿元	
2017/2/17	清丰县仁孝文化森林公园、开州路绿化工程项目施工建设框架协议	河南省濮阳市清丰县	1、项目一:仁孝文化森林公园,主要包括:土方、景观绿化、水系、园路、广场、小品及配套设施等生态环境项目施工建设。 2、项目二:开州路绿化工程,全长约 7.5KM,主要包括:道路两侧各 50 米的绿化、中分带绿化、道路交叉口的节点景观绿化及其配套设施的施工建设。 3、该建设项目由甲方提供计划,仁孝文化森林公园由乙方负责施工总承包,开州路的绿化项目,由乙方负责设计-施工总承包。	暂定人民币:3 亿元,其中:仁孝文化森林公园的造价估算约:2 亿元,开州路绿化工程的造价估算约:1 亿元	2.4 亿元
2017/1/27	《镇江文化旅游产业集团有限责任公司与花王生态工程股份有限公司之 PPP 项目合作意向框架协议》	镇江市	甲、乙双方拟采用政府和社会资本合作(PPP)方式,共同打造示范项目。三大板块项目名称分别为:“金山湾滨江公园旅游配套项目”、“征润州岛湿地项目”、“南山有关景点建设项目,”预计总投资约人民币 10 亿元,其中金山湾滨江公园项目预计投资额约人民币 3 亿元,南山有关景点建设项目预计投资额约人民币 2 亿元,征润州岛湿地项目预计投资额约人民币 5 亿元	预计总投资额约人民币 10 亿元	

2017/1/25	产业市镇基础设施配套建设项目战略合作框架协议	河北省石家庄市藁城区	1、建设范围为各个园区的生态环境及基础设施等景观市政和配套工程项目，包含石家庄市藁城区中兴大道和天山大街景观绿化工程；石家庄藁城市公园建设；张家口高新技术产业园区基础设施配套工程；承德市航空产业园、高端商务度假区基础设施配套工程及鄂州市、南京市、南通市、其他地区项目等基础设施和配套工程；	，按照甲方投资计划约每年 2 亿元，分 5 年实施，工程量总计约人民币 10 亿元
			2、施工包括土方地形、园林景观、园林小品、园林种植、栈道、广场、假山、河岸、市政管网道路工程、生态环境工程等基础设施建设等；	
2016/10/12	与巴马瑶族自治县人民政府签订战略合作框架协议	广西河池市巴马瑶族自治县	市政基础设施建设、生态环境整治项目，预计合作项目投资为壹拾亿圆人民币（¥10 亿元），合作方式包括但不限于传统项目建设模式、设计-施工一体化总承包模式（EPC）、PPP 投融资建设模式等。具体运作模式需根据项目的具体情况和特点，由双方依法执行。	人民币（¥10 亿元）
上市至今公告总金额				总计 39 亿元 4.73 亿元
2017 年至今公告总金额				总计 29 亿元 4.73 亿元

资料来源：公司公告、华安证券研究所

从现阶段数据上来看，公司 17 年上半年新签订单 13 个，合同额 12.88 亿元，同比增长 376%，充分展现了公司上市后订单承接能力的大幅提升。公司 2017 年新承接的丹北镇（7 亿元）及内蒙巴彦淖尔（9.89 亿元）两项工程订单体量已显著超越 16 年公司总营收（5 亿元），公司订单质量也迈上新台阶。我们认为，在公司借助上市平台资金实力大增，收并购及分公司铺设顺利完成后，传统业务的区域拓展及向水生态治理领域的战略转型都将步入快车道，后期公司项目承接有保障，新签订单增长值得期待。

图表 29 花王股份上市至今公告重大已签合同一览

公告日期	项目名称	地点	工程内容	项目期限	项目金额	公告工程进度
2017/7/11	丹北镇城镇化基础设施建设和生态环境提升项目	江苏省丹阳市	丹北城镇化基础设施及生态环境等市政、景观和配套工程项目，本项目投资额暂估 7 亿元人民币，主要包含：沃得大道绿化景观工程、中心大街及平行道路改造工程、育才路改造工程、上游路提升改造工程、新巷路改造工程、万家广场和向阳广场建设工程、丹北镇文化生态园建设工程、埠后路改造工程、建埠路改造工程以及相应的管线、桥涵等附属工程、其它的道路基础设施、水利、民生保障类工程和配套工程等。	建设期 2 年。 计划开工日期：2017 年 7 月 11 日。	暂定 7 亿元	

				设计工期 20 日历天；施工		
2017/7/4	清丰县开州路生态绿化工程	河南省濮阳市	全程约 8.5km, 主要包括: 开州路道路两侧各 100 米的景观绿化、中分带绿化, 道路交叉口的节点景观绿化、景石、自行车骑行道、雕塑及其配套设施的设计、施工建设, 绿化苗木的养护。	工期 12 个月; 绿化养护期 12 个月。施工计划开工日期: 2017 年 7 月 3 日。	暂定 2.4 亿元	
2017/2/24	巴彦淖尔市临河区湿地恢复与保护工程 EPC 项目	内蒙古巴彦淖尔市	本项目的设计、采购、施工, 包含地形测绘、勘察、设计、施工总承包。	工期总日历天数: 730 天。计划开工日期: 2017 年 1 月 16 日。	9.89 亿元	截止至 2017 年 6 月底完成 54.66%
2017/1/4	东阿县建设路和子建路地下管廊、道路建设和车站路道路建设项目	东阿县	付款方式: 工程完工验收合格后年底付合同价款 30%, 第二年年底付合同价款的 20%, 第三年年底付合同价款的 20%, 第四年年底付合同价款的 20%, 第五年年底按审计结论无息付清余款。	合同签订后 270 日历天。	1.37 亿元	
2017/6/6	宏泰·石家庄市藁城产业园区项目	河北省石家庄市藁城区	项目先行开工建设高铁站广场及公交枢纽、兴华公园、新一中公园和东城街南延绿化工程项目, 双方以此为切入点, 陆续展开洽谈园区内其他工程合作的可能性, 具体建设内容以甲、乙双方最终签订的施工总承包合同为准。	2017 年 6 月至 2018 年 5 月。	工程预算总计约 2.33 亿元 (暂估金额)	截止至 2017 年 6 月底完成 13.70%
2016/12/30	安顺市平坝区白水龙国际旅游度假区项目 (一期北区工程) 投资建设合同	贵州省安顺市	合同主要施工内容为公园、广场等景观及配套设施的建设	工期暂定: 7 个月	暂定为 3 亿元	
2017 年至 今公告总 金额					22.99 亿元	
上市至今 公告总金额					25.99 亿元	

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 30 花王股份 2017 年新增签约项目一览 (万元)

列 1	2017/3/31	2017/6/30
累计新签合同数	5	13
累计新签合同金额 (万元)	¥101,702.72	¥128,836.61
累计合同额同比增幅	1773%	376%

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 31 花王股份 2017 年新增签约项目分业务一览 (万元)

分业务	2017 年新签订单	2017/3/31	2017/6/30
生态旅游景观	累计合同数	1	3
	累计合同金额 (万元)	98923.39	122303.39
道路绿化	累计合同数	4	7
	累计合同金额 (万元)	2779.33	6428.22
地产景观	累计合同数	0	3
	累计合同金额 (万元)	0	105

资料来源：公司公告、华安证券研究所

而从业绩弹性来看，公司目前已签订订单/16 年营收比为 5.08 倍，公告含框架内订单/16 年营收比为 10.92 倍，订单与营收的比值较高，为未来业绩增长提供了较大空间。此外，通过对行业内上市公司不完全统计数据的观察，我们可以发现公司的订单/营收比在同类公司中位居前列，公司业绩弹性在行业内占优。

图表 32 园林行业上市公司已签订订单/营收比一览 (万元)

股票代码	上市公司	2016 年营收(亿元)	17 年至今公告已签订单总额不完全统计(亿元)	订单/2016 营收比
603007.SH	花王股份	4.58	23.28	5.08 倍
002775.SZ	文科园林	15.17	45.5	3 倍
002431.SZ	棕榈股份	39.06	90.26	2.31 倍
300197.SZ	铁汉生态	45.73	98.13	2.15 倍
002717.SZ	岭南园林	25.68	50	1.95 倍
300237.SZ	美晨科技	29.5	21.14	0.72 倍
603778.SH	乾景园林	5.31	2.21	0.42 倍
603955.SH	大千生态	5.98	1.2	0.2 倍

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 33 园林行业上市公司公告订单 (含框架) /营收比一览 (万元)

股票代码	上市公司	2016 年营收(亿元)	16 年至今公告订单总额(含框架协议)不完全统计(亿元)	框架/2016 营收比
300355.SZ	蒙草生态	28.61	400	13.98 倍
603007.SH	花王股份	4.58	60	10.92 倍
002200.SZ	云投生态	10.1	60	5.94 倍
300495.SZ	美尚生态	10.55	54 (17 年至今)	5.12 倍
002374.SZ	丽鹏股份	17.49	63.8 (至 17Q1)	3.65 倍

资料来源：公司公告、华安证券研究所

5 盈利预测

公司作为江苏省老牌园林企业，工程资质齐备，项目经验丰富。2016 年上市后，债务结构改善，融资渠道升级，订单承接能力显著增强。公司目前积极进军



水生态领域，收并购动作积极，借助收购郑州水务，新业务拓展不断加速，有望实现公司盈利能力的多元化。我们认为，在订单/营收比较高，重点工程项目推进顺利的情况下，公司 2017 年营收高增长确定性较强，未来业绩成长弹性十足。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.37 元/股、0.52 元/股、0.67 元/股，对应的 PE 为 45 倍、32 倍、25 倍，给予“增持”评级。

6 风险提示

- 2017 年 8 月 27 日 IPO 限售股解禁
- 郑州水务未实现承诺业绩
- 水生态治理业务拓展放缓

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E	会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
流动资产	1,032	1,678	1,935	2,768	营业收入	511	879	1,274	1,656
现金	224	496	255	549	营业成本	346	637	921	1,189
应收账款	187	310	441	588	营业税金及附加	2	11	17	22
其他应收款	9	29	36	44	销售费用	3	4	5	7
预付账款	2	16	48	62	管理费用	46	71	105	136
存货	464	691	1,027	1,404	财务费用	18	30	50	75
其他流动资产	146	136	129	122	资产减值损失	13	8	8	10
非流动资产	475	509	848	594	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	4	5	5
固定资产	14	13	12	11	营业利润	88	123	173	222
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资	461	496	836	582	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,507	2,187	2,783	3,362	利润总额	90	123	173	223
流动负债	645	994	1,428	1,782	所得税	18	0	0	0
短期借款	128	126	256	255	净利润	72	123	173	223
应付账款	375	555	859	1,145	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	142	314	312	383	归属母公司净利润	72	123	173	223
非流动负债	28	45	34	36	EBITDA	110	154	224	298
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.37	0.52	0.67
其他非流动负	28	45	34	36					
负债合计	674	1,039	1,462	1,818					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	133	333	333	333					
资本公积	378	378	378	378					
留存收益	314	437	610	833					
归属母公司股东	833	1,148	1,321	1,544					
负债和股东权益	1,507	2,187	2,783	3,362					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E	会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
经营活动现金流	31	95	(316)	381	成长能力				
净利润	72	123	173	223	营业收入	-5.18%	72.00%	45.00%	30.00%
折旧摊销	6	1	1	1	营业利润	-4.24%	39.29%	40.74%	28.71%
财务费用	18	30	50	75	归属于母公司净利	6.11%	70.88%	40.86%	28.67%
投资损失	(5)	(4)	(5)	(5)	获利能力				
营运资金变动	(228)	(62)	(544)	78	毛利率(%)	32.32%	27.50%	27.70%	28.20%
其他经营现金	168	8	8	10	净利率(%)	14.08%	13.99%	13.59%	13.45%
投资活动现金流	(79)	(6)	8	6	ROE(%)	8.63%	10.71%	13.11%	14.43%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	49.34%	60.27%	48.65%	40.19%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(79)	(6)	8	6	资产负债率(%)	44.71%	47.51%	52.53%	54.08%
筹资活动现金流	260	201	75	(84)	净负债比率(%)	17.32%	4.34%	47.35%	40.73%
短期借款	(31)	(2)	131	(2)	流动比率	1.60	1.69	1.36	1.55
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.88	0.99	0.64	0.77
普通股增加	33	200	0	0	营运能力				
资本公积增加	321	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.48	0.51	0.54
其他筹资现金	(63)	3	(56)	(82)	应收账款周转率	3.08	3.83	3.72	3.49
现金净增加额	212	290	(233)	303	应付账款周转率	1.49	1.89	1.80	1.65

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.37	0.52	0.67	P/E	77.3	45.3	32.1	25.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.29	(0.95)	1.14	P/B	6.7	4.8	4.2	3.6
每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.44	3.96	4.63	EV/EBITDA	59.22	31.73	22.23	16.81

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。