

双主业驱动业绩增高, “园林+旅游”前景广阔

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年年度报告。2017年实现营业收入38.9亿元, 同比增长31.8%, 归母净利润6.1亿元, 同比增长36.5%, EPS 0.8元。
- **业绩稳步增长, “园林+汽车配件”双主业驱动业绩增高:** 公司2017年营业收入同比增长31.8%, “园林+汽车配件”双主业贡献收入增量。汽车配件业务收入12.4亿元, 同比增长39.8%, 占比31.8%; 园林业务收入26.3亿元, 同比增长28.0%, 占比67.5%。公司未来将继续稳步发展“园林+汽车配件”双主业, 由于国家持续加大对环境保护治理的政策支持, 以及公司汽车配件市占率的提升, 预计未来几年双主业将持续为公司贡献可观的收入。
- **盈利能力显著提升, 现金流大幅改善:** 公司2017年毛利率34.2%, 同比上升0.8个百分点, 主要因PPP订单占比提升促使园林业务毛利率提升; 净利率15.9%, 同比上升0.8个百分点。期间费用率14.7%, 同比上升0.4个百分点, 其中, 因子公司赛石园林业务规模扩大、贷款增加, 财务费用率上升0.9个百分点; 因管理费用增速低于收入增速, 管理费用率下降0.7个百分点; 销售费用率与上年基本持平。经营性现金流-1.8亿元, 较上年-3.8亿元增加2.0亿元, 主要因为业务规模扩大、回款力度增大, 收到贷款增加所致。
- **外延并购完善园林产业布局, “园林+旅游”前景广阔:** 继收购赛石园林之后, 公司2017年先后收购法雅园林、唯宏环境, 完善园林产业布局。此外, 公司2017年增资赛石园林、杭州园林、法雅园林, 持续扩大园林产业规模。园林业务逐步成为公司的主要收入来源, 近三年园林占比均超过半数, 分别为67.0%、69.5%、67.5%。公司子公司赛石园林稳步推进“园林+旅游”PPP项目, 未来有望在景区酒店、特色小镇、文旅小镇等方面开展深度合作, 协同发力形成新增利润来源。截至2017年年底, 赛石园林在手订单56.0亿元, 约为公司2017年营业收入的1.4倍, 充裕的在手订单量为未来园林板块业绩释放提供了可靠保障。
- **实施多区域战略布局, 西北、西南地区业务快速增长:** 2017年, 公司华北、华东、华南、华中、西北、西南、东北、国外收入分别为4.8亿元、21.7亿元、1.6亿元、2.8亿元、6.5亿元、1.0亿元、0.2亿元、0.2亿元, 占比分别为12.2%、55.9%、4.2%、7.2%、16.6%、2.5%、0.4%、0.4%。受益于西北、西南市场订单充足、项目稳步推进, 西北、西南地区收入大幅增长, 增速分别为139.9%、148.3%。公司未来在稳步发展华东市场业务的同时, 将继续积极开拓西北、西南等地区市场。2017年至今, 公司子公司赛石园林和法雅园林与山东、新疆、宁夏、江西、贵州签署的长期框架协议合计达360亿元。重大框架协议的签署, 将进一步加强公司在华东、西北、西南地区承接订单的能力。
- **盈利预测与评级:** 预计2018-2020年EPS分别为1.04元、1.44元、1.95元, 对应PE为14倍、10倍、7倍。公司园林产业布局逐步完善, 在手订单饱满, 未来园林业务将持续放量, 参考园林行业估值(2018年平均估值为20倍), 同时, 结合公司业绩情况, 给予公司2018年18倍估值, 对应目标价18.72元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 工程进度或不及预期, 业务拓展或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3888.52	5359.42	7311.31	9882.88
增长率	31.81%	37.83%	36.42%	35.17%
归属母公司净利润(百万元)	609.48	836.13	1162.81	1571.28
增长率	36.46%	37.19%	39.07%	35.13%
每股收益EPS(元)	0.76	1.04	1.44	1.95
净资产收益率ROE	18.43%	20.78%	23.16%	24.69%
PE	19	14	10	7
PB	3.65	2.99	2.38	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

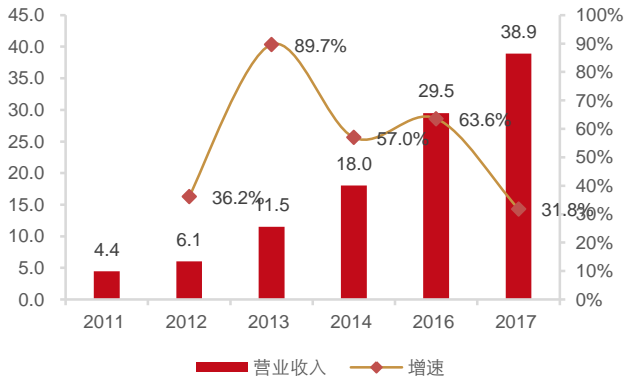
基础数据

总股本(亿股)	8.07
流通A股(亿股)	6.47
52周内股价区间(元)	12.05-19.69
总市值(亿元)	122.30
总资产(亿元)	81.07
每股净资产(元)	3.97

相关研究

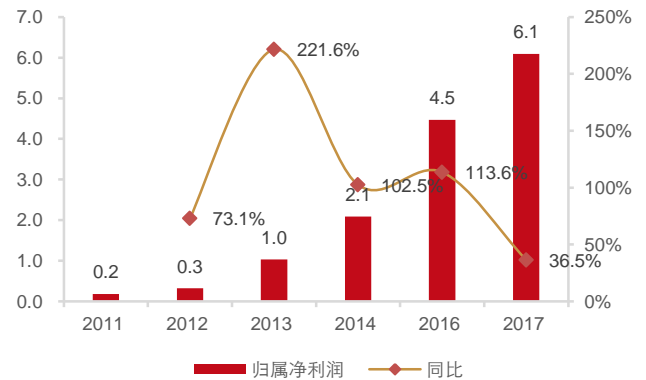
关键财务指标:

图 1: 2017 年实现营业收入 38.9 亿元, 同比增长 31.8%



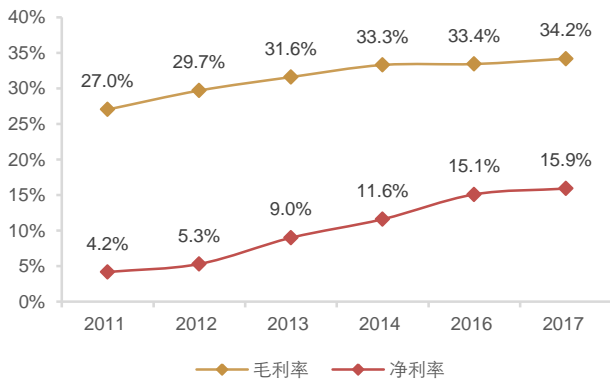
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2017 年实现归属净利润 6.1 亿元, 同比增长 36.5%



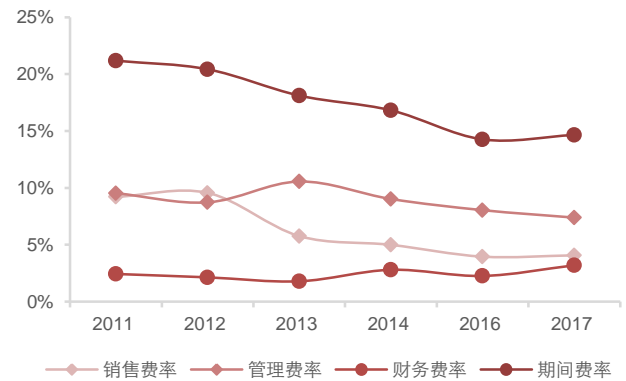
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2017 年毛利率 34.2%, 较上年提高 0.8 个百分点



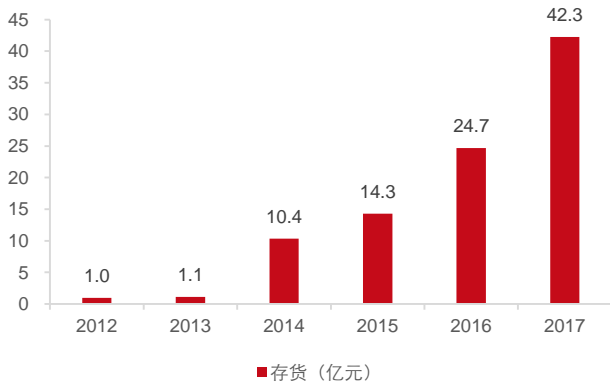
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2017 年期间费用率 14.7%, 较上年提高 0.4 个百分点



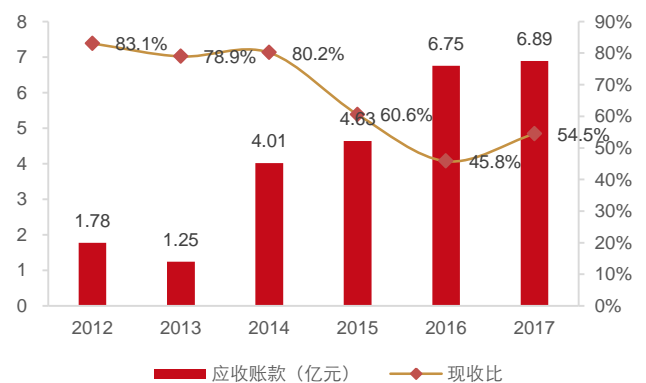
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2017 年存货 42.3 亿元, 较上年增加 17.6 亿元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2017 年现收比 54.5%, 较上年增加 8.7 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

关键假设：

假设 1：公司园林业务工程量保持稳定增长，2018-2020 年增速均为 40%；汽车配件业务量增速略有放缓，2018-2020 年增速分别为 35%、30%、25%；

假设 2：各项业务毛利率保持稳定，园林业务、汽车配件业务毛利率分别为 32%、38%；

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
园林	收入	2576	3607	5050	7070
	yoy	31%	40%	40%	40%
	毛利率	32%	32%	32%	32%
汽车配件	收入	1236	1669	2170	2712
	yoy	40%	35%	30%	25%
	毛利率	38%	38%	38%	38%
其他	收入	76	83	92	101
	yoy	-21%	10%	10%	10%
	毛利率	46%	40%	40%	40%
合计	收入	3889	5359	7311	9883
	yoy	32%	38%	36%	35%
	毛利率	34%	34%	34%	34%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3888.52	5359.42	7311.31	9882.88	净利润	618.48	848.47	1179.97	1594.46
营业成本	2559.76	3537.60	4834.17	6549.56	折旧与摊销	50.53	30.90	30.90	30.90
营业税金及附加	19.53	23.85	33.93	45.24	财务费用	124.25	137.81	146.47	177.87
销售费用	158.40	214.91	296.11	400.26	资产减值损失	32.86	20.00	30.00	30.00
管理费用	287.25	413.52	552.12	754.43	经营营运资本变动	-1184.07	-1369.18	-1534.25	-2043.76
财务费用	124.25	137.81	146.47	177.87	其他	179.87	-45.78	-62.22	-59.59
资产减值损失	32.86	20.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-178.08	-377.78	-209.14	-270.12
投资收益	45.26	30.00	30.00	30.00	资本支出	-397.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-207.84	-21.24	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-605.37	-21.24	-20.00	-20.00
营业利润	756.17	1041.72	1448.51	1955.52	短期借款	234.62	485.44	668.02	887.70
其他非经营损益	2.01	-1.61	-2.02	-0.92	长期借款	-58.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	758.17	1040.11	1446.49	1954.61	股权融资	-0.36	0.00	0.00	0.00
所得税	139.70	191.64	266.52	360.14	支付股利	-48.44	-121.90	-167.23	-232.56
净利润	618.48	848.47	1179.97	1594.46	其他	615.15	-57.68	-76.47	-107.87
少数股东损益	8.99	12.34	17.16	23.19	筹资活动现金流净额	742.12	305.87	424.33	547.27
归属母公司股东净利润	609.48	836.13	1162.81	1571.28	现金流量净额	-41.57	-93.15	195.19	257.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	629.10	535.94	731.13	988.29	成长能力				
应收和预付款项	1220.79	1899.32	2525.71	3391.00	销售收入增长率	31.81%	37.83%	36.42%	35.17%
存货	4225.33	5835.20	7977.64	10808.78	营业利润增长率	42.88%	37.76%	39.05%	35.00%
其他流动资产	146.52	138.22	170.34	212.67	净利润增长率	38.96%	37.19%	39.07%	35.13%
长期股权投资	314.90	314.90	314.90	314.90	EBITDA 增长率	46.51%	30.02%	34.32%	33.12%
投资性房地产	55.84	55.84	55.84	55.84	获利能力				
固定资产和在建工程	503.82	481.17	458.52	435.87	毛利率	34.17%	33.99%	33.88%	33.73%
无形资产和开发支出	616.36	608.33	600.29	592.25	三费率	14.66%	14.30%	13.60%	13.48%
其他非流动资产	393.86	443.64	493.43	543.22	净利率	15.91%	15.83%	16.14%	16.13%
资产总计	8106.51	10312.55	13327.80	17342.82	ROE	18.43%	20.78%	23.16%	24.69%
短期借款	1005.02	1490.46	2158.48	3046.19	ROA	7.63%	8.23%	8.85%	9.19%
应付和预收款项	2383.96	3236.22	4418.97	6006.27	ROIC	20.56%	19.21%	19.93%	20.61%
长期借款	306.65	306.65	306.65	306.65	EBITDA/销售收入	23.94%	22.59%	22.24%	21.90%
其他负债	1054.62	1196.32	1348.05	1526.17	营运能力				
负债合计	4750.25	6229.66	8232.16	10885.28	总资产周转率	0.56	0.58	0.62	0.64
股本	807.26	807.26	807.26	807.26	固定资产周转率	12.86	18.06	26.67	39.29
资本公积	938.52	938.52	938.52	938.52	应收账款周转率	5.70	5.95	5.66	5.75
留存收益	1457.15	2171.38	3166.96	4505.68	存货周转率	0.76	0.70	0.70	0.70
归属母公司股东权益	3202.86	3917.16	4912.74	6251.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.48%	—	—	—
少数股东权益	153.40	165.74	182.90	206.09	资本结构				
股东权益合计	3356.26	4082.90	5095.64	6457.54	资产负债率	58.60%	60.41%	61.77%	62.77%
负债和股东权益合计	8106.51	10312.55	13327.80	17342.82	带息债务/总负债	35.96%	35.21%	34.76%	34.44%
					流动比率	1.62	1.60	1.59	1.58
					速动比率	0.52	0.49	0.48	0.47
					股利支付率	7.95%	14.58%	14.38%	14.80%
					每股指标				
					每股收益	0.76	1.04	1.44	1.95
					每股净资产	3.97	4.85	6.09	7.74
					每股经营现金	-0.22	-0.47	-0.26	-0.33
					每股股利	0.06	0.15	0.21	0.29
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	930.95	1210.43	1625.88	2164.30					
PE	19.21	14.00	10.07	7.45					
PB	3.65	2.99	2.38	1.87					
PS	3.01	2.18	1.60	1.18					
EV/EBITDA	13.44	10.78	8.29	6.49					
股息率	0.41%	1.04%	1.43%	1.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn