



花王股份 (603007)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-03-28

股价走势:



研究员: 高欣宇

0551-65161836

gaoxy_pro@126.com

S0010517110002

研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 袁道升

0551-65161836

neilyds@163.com

业绩大幅超预期, 股权激励信心彰显

——2017 年年报点评

事件: 公司 2017 年实现营收 10.37 亿元, 同比增长 102.94%; 归母净利润 1.71 亿元, 同比增长 137.23%; EPS 为 0.51 元/股, 同比增长 96.15%。公司拟以 2017 年度末总股本 33,337.50 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.52 元(含税)。

主要观点:

□ 业绩高增, 费用率大幅改善

受益于生态工程业务的稳步推进, 以及郑州水务和中维国际的业绩并表, 2017 年公司营收大幅增长, 增幅达 102.94%。分业务来看, 占比较大的生态旅游景观/市政道路绿化/市政园林业务的营收分别为 2.87/2.83/2.69 亿元, 同比增幅 51.96%/30%/217%。2017 年公司录得毛利率 31.98%, 同比降 0.32pct。分业务来看, 生态旅游景观/市政道路绿化/市政园林业务毛利率受单个大体量项目收益影响有所波动; 地产景观业务毛利率同比下降 64.23pct 至 -6.30%, 公司后续将继续收缩该业务规模。2017 年公司期间费用率同比大幅下滑 5.98pct 至 8.92%, 其中管理费用占营收比较去年同期下降 1.79pct 至 7.12%, 主要是受益于营收的大幅增长; 财务费用占营收比去年同期下降 2.44pct 至 1.09%, 主要是报告期内公司以募集资金替代了银行借款, 利息支出减少所致。受益于业绩高增及费用率的显著改善, 2017 年公司归母净利润同比增 137.23%至 1.71 亿。

□ 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。报告期内公司完成了郑州水务 60%股权和中维国际工程设计 80%股权的收购, 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/中维国际在 2018 和 2019 年度实现的扣非归母净利润分别不低于人民币 4,700/1,950 万元和 5,540/2,535 万元。我们估算, 郑州水务/中维国际 2018、2019 年对公司归母净利润贡献率将分别为公司归母扣非净利润值的 15%/6%和 11%/5%, 为公司净利润成长增添了保障。

□ 股权激励添动力, 业绩考核彰显信心

公司近期发布了股权激励计划, 将员工利益与公司业绩进行深度捆绑, 高起点的股份解锁条件充分彰显了公司对未来业绩成长的信心。2 月公司公布股权激励计划, 拟向包括董事、高管、中层管理、核心人员在内合计 101 人, 授予 1000 万股, 占公司股本的 3.00%, 解锁期三年。激励计划将公司员工与公司未来发展进行了深度捆绑, 有助于未来三年公司业绩的稳



健成长。根据公司股权激励计划中的解锁条件，2018-2020 年间，公司扣非归母净利润需分别达到 3.04 亿、5.07 亿和 7.76 亿元，增速分别为 80%、70%和 50%，高起点的解锁条件充分彰显了公司对未来发展的信心。

□ 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 2017 年公司新签合同 26.44 亿元，18 年至今公告订单 11.94 亿元，新签约的丹北、内蒙巴彦淖尔及韶山 PPP 项目工程体量分别为 7 亿、10 亿、8 亿元，订单质量迈上新台阶。公司 2017 年至今订单/17 年营收比为 3.7 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，借助收购郑州水务和中维国际，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 2018 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 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89 元/股、1.47 元/股、2.12 元/股，对应的 PE 为 15 倍、9 倍、6 倍，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1037	1763	2732	3825
收入同比(%)	103%	70%	55%	40%
归属母公司净利润	171	298	491	707
净利润同比(%)	137%	75%	65%	44%
毛利率(%)	32.0%	31.9%	32.0%	32.1%
ROE(%)	17.8%	23.3%	28.7%	30.4%
每股收益(元)	0.51	0.89	1.47	2.12
P/E	25.57	14.63	8.89	6.17
P/B	4.42	3.53	2.60	1.89
EV/EBITDA	14	10	6	4

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请阅读末页信息披露及免责声明



华安证券
HUAAN RESEARCH

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。