

## 业务布局优化, 业绩靓丽超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年年度报告。2017年实现营业收入10.4亿元, 同比增长102.9%, 归母净利润1.7亿元, 同比增长137.2%, EPS 0.5元。剔除并表的郑州水务、中维国际, 公司2017年实现营业收入8.6亿元, 同比增长67.8%, 归母净利润1.4亿元, 同比增长92.8%。
- **业绩大幅增长, 生态旅游景观业务推动业绩增长:** 公司2017年营业收入同比增长102.9%, 生态旅游景观业务贡献收入增量。生态旅游景观收入2.9亿元, 同比大幅增长217.2%, 占比27.7%; 市政园林收入2.7亿元, 同比略微增长29.8%, 占比26.0%; 道路绿化收入2.8亿元, 同比小幅增长52.0%, 占比27.3%; 由于并表郑州水务新增水利工程、管道销售类、咨询服务业务收入合计1.6亿元, 占比15.4%; 由于并表中维国际增加设计收入0.2亿元。公司积极向生态景观建设转型, 受益于生态文明建设, 预计未来几年生态旅游景观将继续为公司贡献可观的收入增量。
- **盈利能力显著提升, 现金流大幅流出:** 公司2017年毛利率32.0%, 同比下降0.3个百分点; 净利率18.3%, 同比上升4.2个百分点。期间费用率8.9%, 同比下降4.1个百分点, 其中, 因管理费用低于收入增速, 管理费用率下降1.8个百分点, 因使用募集资金增加代替银行借款, 财务费用率下降2.4个百分点, 销售费用率与上期基本持平。经营性现金流-0.7亿元, 较去年同期0.3亿元减少1.0亿元, 主要因工程规模扩大, 支付的工程采购款及保证金增加所致。
- **生态环境建设产业链逐步完善, 跨区经营能力进一步提高:** 2017年, 公司完成收购郑州水务60%的股权, 取得水利水电工程施工总承包一级资质, 生态环境建设布局进一步完善。且郑州水务与公司生态环境的建设主业具有较强的协同作用, 对公司对外扩张业务具有积极影响。公司跨区经营能力进一步提高, 因收购郑州水务、中维国际, 华中、西南地区分别新增收入3.6亿元、0.04亿元。公司未来将继续通过外延并购加快全产业链布局、及全国化战略纵深布局, 业务领域及范围将进一步扩大。
- **新签订单大幅增长, 业务结构持续优化:** 2017年, 公司新签订单26.4亿元, 同比大幅增长354.8%, 全年新签订单是公司2017年营收的2.6倍。充裕的新签订单将对公司未来业绩形成较好的支撑。公司业务结构持续优化, 新签生态旅游景观、市政园林项目合计占比达97.5%。在建设美丽中国大背景下, 预计项目所在细分领域将持续保持景气。
- **盈利预测与评级:** 公司近期发布股权激励计划草案, 解锁条件为2018-2020年业绩增速分别为80%、70%、50%, 充分彰显了公司对未来业绩的信心。预计2018-2020年EPS分别为0.92元、1.59元、2.40元, 对应PE为14倍、8倍、5倍。参考园林行业平均估值水平, 给予公司2018年18倍估值, 对应目标价16.56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, 外延并购风险, 并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

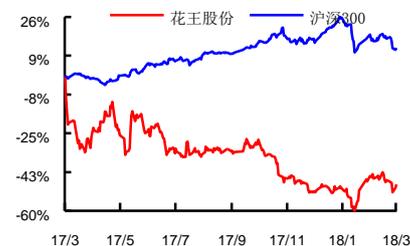
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1036.78	1882.57	3247.02	5052.44
增长率	102.94%	81.58%	72.48%	55.60%
归属母公司净利润(百万元)	170.68	307.45	528.71	800.69
增长率	137.23%	80.13%	71.96%	51.44%
每股收益EPS(元)	0.51	0.92	1.59	2.40
净资产收益率ROE	17.79%	25.07%	31.10%	33.29%
PE	25	14	8	5
PB	4.28	3.39	2.46	1.75

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)	3.33
流通A股(亿股)	1.94
52周内股价区间(元)	10.12-63.15
总市值(亿元)	43.64
总资产(亿元)	26.11
每股净资产(元)	2.96

### 相关研究

关键财务指标:

图 1: 2017 年实现营业收入 10.4 亿元, 同比增长 102.9%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2017 年实现归属净利润 1.7 亿元, 同比增长 137.2%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2017 年毛利率 32.0%, 较上年下降 0.3 个百分点



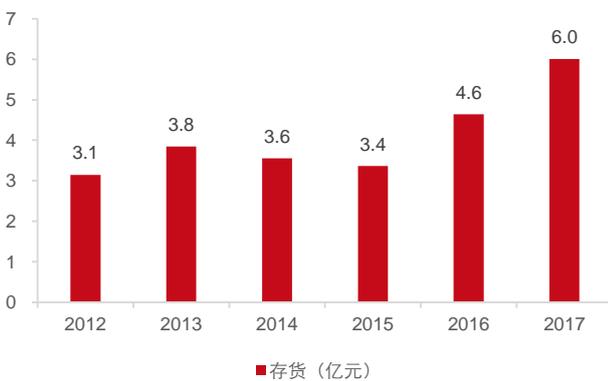
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2017 年期间费用率 8.9%, 较上年下降 4.1 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2017 年存货 6.0 亿元, 较上年增加 1.4 亿元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2017 年现收比 46.8%, 较上年下降 20.0 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

**关键假设：**

假设 1：公司积极向生态景观建设转型，生态旅游景观业务工程量增速明显，2018-2020 年增速分别为 120%、100%、70%；由于收购郑州水务、中维国际，管道销售、水利工程、咨询服务业务、设计业务工程增量明显，2018-2020 年增速均分别为 120%、120%、80%。

假设 2：各项业务毛利保持稳定。

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
工程收入	收入	559.3	839	1091	1309
	yoy	-	50%	30%	20%
	毛利率	29%	30%	30%	30%
生态旅游景观	收入	287.15	632	1263	2148
	yoy	-	120%	100%	70%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
管道销售	收入	86.78	191	420	756
	yoy	-	120%	120%	80%
	毛利率	39%	35%	35%	35%
水利工程	收入	71.61	158	347	624
	yoy	-	120%	120%	80%
	毛利率	40%	35%	35%	35%
咨询服务收入	收入	1.54	3	7	13
	yoy	-	120%	120%	80%
	毛利率	72%	60%	60%	60%
设计收入	收入	20.61	45	100	180
	yoy	-	120%	120%	80%
	毛利率	50%	40%	45%	45%
花卉苗木收入	收入	9.42	14	18	22
	yoy	-	50%	30%	20%
	毛利率	81%	50%	50%	50%
其他业务	收入	0.38	1	1	1
	yoy	-	50%	30%	20%
	毛利率	53%	40%	40%	40%
合计	收入	1036.8	1883	3247	5052
	yoy	103%	82%	72%	56%
	毛利率	32%	31%	32%	32%

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	1036.78	1882.57	3247.02	5052.44	净利润	189.79	341.87	587.89	890.32
营业成本	705.12	1291.94	2213.64	3432.26	折旧与摊销	6.29	6.05	6.05	6.05
营业税金及附加	7.61	13.93	26.63	45.98	财务费用	11.34	17.12	23.20	32.46
销售费用	7.33	13.55	23.70	37.89	资产减值损失	15.03	35.00	35.00	45.00
管理费用	73.85	135.54	256.51	414.30	经营营运资本变动	342.38	24.87	98.01	104.78
财务费用	11.34	17.12	23.20	32.46	其他	-630.67	-65.00	-63.00	-76.00
资产减值损失	15.03	35.00	35.00	45.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-65.83</b>	<b>359.90</b>	<b>687.15</b>	<b>1002.60</b>
投资收益	3.33	30.00	30.00	30.00	资本支出	-369.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	416.63	-441.84	-470.00	-470.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>46.80</b>	<b>-441.84</b>	<b>-470.00</b>	<b>-470.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>220.08</b>	<b>405.48</b>	<b>698.34</b>	<b>1074.55</b>	短期借款	-31.50	18.54	-49.04	14.00
其他非经营损益	-0.14	-9.31	-17.07	-42.82	长期借款	48.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>219.93</b>	<b>396.17</b>	<b>681.27</b>	<b>1031.73</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	30.15	54.30	93.38	141.42	支付股利	-19.34	-34.14	-61.49	-105.74
净利润	189.79	341.87	587.89	890.32	其他	-72.42	155.27	376.80	467.54
少数股东损益	19.11	34.42	59.18	89.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-74.45</b>	<b>139.67</b>	<b>266.27</b>	<b>375.80</b>
归属母公司股东净利润	170.68	307.45	528.71	800.69	<b>现金流量净额</b>	<b>-93.49</b>	<b>57.74</b>	<b>483.42</b>	<b>908.40</b>
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	130.52	188.26	671.67	1580.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	351.35	653.49	1131.50	1749.86	销售收入增长率	102.94%	81.58%	72.48%	55.60%
存货	600.71	1100.63	1883.84	2923.01	营业利润增长率	149.67%	84.24%	72.23%	53.87%
其他流动资产	41.50	24.21	41.76	64.98	净利润增长率	163.78%	80.13%	71.96%	51.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	112.57%	80.32%	69.74%	52.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	83.50	78.42	73.35	68.27	毛利率	31.99%	31.37%	31.83%	32.07%
无形资产和开发支出	308.94	308.30	307.66	307.02	三费率	8.92%	8.83%	9.34%	9.59%
其他非流动资产	1094.04	1593.71	2093.38	2593.05	净利率	18.31%	18.16%	18.11%	17.62%
<b>资产总计</b>	<b>2610.56</b>	<b>3947.03</b>	<b>6203.16</b>	<b>9286.27</b>	ROE	17.79%	25.07%	31.10%	33.29%
短期借款	96.50	115.04	66.00	80.00	ROA	7.27%	8.66%	9.48%	9.59%
应付和预收款项	863.01	1549.42	2690.40	4160.53	ROIC	82.19%	607.08%	-251.50%	-147.72%
长期借款	48.80	48.80	48.80	48.80	EBITDA/销售收入	22.93%	22.77%	22.41%	22.03%
其他负债	535.34	870.13	1507.93	2322.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1543.65</b>	<b>2583.40</b>	<b>4313.13</b>	<b>6611.66</b>	总资产周转率	0.50	0.57	0.64	0.65
股本	333.38	333.38	333.38	333.38	固定资产周转率	24.23	27.24	50.71	85.70
资本公积	177.62	177.62	177.62	177.62	应收账款周转率	4.34	4.28	4.11	3.97
留存收益	465.29	738.60	1205.82	1900.77	存货周转率	1.32	1.52	1.48	1.43
归属母公司股东权益	987.30	1249.60	1716.82	2411.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	46.83%	—	—	—
少数股东权益	79.61	114.03	173.21	262.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1066.91</b>	<b>1363.63</b>	<b>1890.03</b>	<b>2674.60</b>	资产负债率	59.13%	65.45%	69.53%	71.20%
负债和股东权益合计	2610.56	3947.03	6203.16	9286.27	带息债务/总负债	9.41%	6.34%	2.66%	1.95%
					流动比率	0.89	0.98	1.12	1.23
					速动比率	0.42	0.43	0.55	0.66
					股利支付率	11.33%	11.10%	11.63%	13.21%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	237.71	428.64	727.59	1113.06	每股收益	0.51	0.92	1.59	2.40
PE	24.79	13.76	8.00	5.28	每股净资产	2.96	3.75	5.15	7.23
PB	4.28	3.39	2.46	1.75	每股经营现金	-0.20	1.08	2.06	3.01
PS	4.08	2.25	1.30	0.84	每股股利	0.06	0.10	0.18	0.32
EV/EBITDA	13.76	6.10	2.18	0.17					
股息率	0.46%	0.81%	1.45%	2.50%					

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