



高弹性业绩迎最黄金增长期

——杭州园林（300649）2018半年报点评

2018年08月20日

推荐/首次

杭州园林

财报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdxs@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120012 010-66554031
-----	-------------------------------	--

事件：

公司于2018.8.17发布2018半年报。2018年上半年公司实现营业收入3.42亿元，同比增加429.99%；实现归母净利润0.25亿元，同比增加90.7%。其中Q2收入同比增加317.89%，归母净利润同比增加21.85%；扣非归母同比增加91.5%。

表1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	54.02	26.47	38.03	30.39	88.69	183.02	158.78
增长率（%）	-	31.23%	23.89%	168.39%	64.18%	591.55%	317.54%
毛利率（%）	56.45%	54.61%	59.40%	55.08%	39.62%	16.89%	21.38%
期间费用率（%）	27.35%	29.42%	25.37%	33.91%	15.65%	6.12%	6.82%
营业利润率（%）	27.48%	24.72%	21.82%	19.62%	20.74%	9.91%	6.47%
净利润（百万元）	13.02	5.48	7.37	5.74	16.15	15.52	8.98
增长率（%）	-	21.42%	26.72%	202.76%	24.05%	183.53%	21.75%
每股盈利（季度，元）	0.27	0.11	0.12	0.04	0.13	0.12	0.07
资产负债率（%）	41.18%	37.37%	10.80%	9.53%	13.86%	13.24%	31.79%
净资产收益率（%）	7.34%	2.99%	2.52%	1.93%	5.14%	4.71%	2.74%
总资产收益率（%）	4.32%	1.88%	2.25%	1.75%	4.43%	4.09%	1.87%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 园林设计龙头，借势拓宽产业链，推动业绩如预期大幅增长

- ◆ **公司为园林设计知名企业。**系全国首批园林设计专项甲级资质企业，代表业绩包括西湖、西溪综合保护工程，G20杭州峰会、“厦门金砖国家领导人峰会”和“海南博鳌亚洲论坛”等重大会议的配套设施景观改造项目，引领行业发展、获得广泛社会认可；
- ◆ **公司致力于向下游拓宽产业链，借博鳌论坛之机遇大举承接EPC项目。**2017年公司提出“设计和生态环境业务”双轮驱动的发展战略，在巩固传统设计业务优势的同时，发挥设计在产业链先导地位优势，积极拓展EPC业务。博鳌亚洲论坛2018年年会于2018.4召开，公司紧抓市场机遇，于2017.9-2018.2连续承接博鳌三大公园建设及景观改造EPC项目，其中包括2.95亿大农业国家公园建设工程，有力践行了公司由“设计”向“总承包”拓展的战略；

- 当前公司在手订单充沛，EPC 订单受益博鳌论坛年会召开而快速释放，推动公司整体业绩如预期大幅增长。公司 2018.6 在手合同总额约 7 亿，包括 5 亿设计业务和 2 亿 EPC 业务，合计高达公司 2017 全年营收的 3.8 倍。其中 EPC 业务受益博鳌论坛年会召开而快速释放，推动公司 2018Q1/H1 整体营收增速高达 592%/430%，我们预计 2018 全年 EPC 业务营收同比增速将至 1003%，带动公司整体营收增速达 242%

表 2：公司主营业务收入及 2018 年预测/百万

分类	2016	2017	2018Q1	2018H1	2018E
1. 园林景观设计	116.2	142.2	35.5	74.1	173
同比增长	7.4%	22.4%	-	14.9%	21.6%
2.EPC 项目		41.3	147.6	267.7	455.7
同比增长		-	-	-	1003%
2.1 博鳌大农业国家公园一期工程项目		41.3	78	137.3	253.3
2.2 博鳌滨海大道绿化提升工程项目			15.5	15.5	22.6
2.3 博鳌道路景观改造提升工程			54.1	114.9	179.8
合计	116.2	183.5	183	341.8	628.7
同比增长	7.4%	58%	592%	430%	242%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 业务结构调整所带来的整体盈利水平下降、经营现金流恶化乃是正常现象，将趋平稳

- 我们认为在 EPC 业务占比迅速提升的业务结构调整初期，公司所面临的整体盈利水平下降和经营现金流恶化是正常现象，随着业务结构日渐成熟将趋于平稳。公司 EPC 业务 2017/2018H1 毛利率水平分别为 25.3%/7.8%，远低于设计业务，随着 2017 年底承接 EPC 业务并快速释放营收以来，公司整体毛利率呈现显著下降趋势，近 4 个季度分别为 55.08%/39.62%/16.89%/21.41%；同时，报告期内公司经营现金流净流出 2800 万，较去年同期 500 万大幅增长，主要系公司本期 EPC 项目实施过程中，资金回款时间晚于经营支出时间；
- 另一方面，公司传统设计业务保持高盈利水平、费率得到有效控制。报告期内公司传统园林设计业务毛利率 59.4%，较 2017 年度提升约 4.3 个百分点，保持业内领先水平，其中生态湿地、地产景观、休闲度假、市政园林细分领域毛利率分别为 64.9%/61.3%/57.3%/56.7%。公司期间费率为 6.44%，较 2017 年度显著降低约 16 个百分点，得到有效控制，远低于同期美尚生态（9.8%）、岭南股份（12.75%）、棕榈股份（15.68%）、东方园林（17.12%）、铁汉生态（18%）等同业公司；

3. 公司业绩高弹性，业务多机遇

- 业绩高弹性。**公司当前业务规模处于业内上市公司末位，2018H1 营收 3.42 亿，仅为同期东方园林的 1/19、铁汉生态的 1/14，具备更高成长可能性。
- 继博鳌之后，有望充分受益雄安市场。**公司已入选雄安白洋淀规划设计供应商名单，并于 2018.5 受邀参与新区启动区有关地块的相关设计工作以及《雄安新区街道树种选择与种植设计导则》的编制工作，未来将会积极争取新区项目，不排除未来在雄安新区设立分、子公司，开拓周边市场业务；
- 我们认为未来公司有可能涉足 PPP 领域，进一步扩展业绩规模。**原因在于公司积极拓展 EPC 业务以拓

宽产业链并取得重大突破，而 PPP 是基于 EPC 更进一步的工程模式市场化升级，更有利于公司业绩增长和业务结构优化，且当前 PPP 清库告一段落，政策利空基本出清，市场结构充分优化、项目落地率持续攀升，市场空间仍然辽阔，公司作为民企园林设计龙头有望受益政策和产业基金扶持在未来承担更多 PPP 项目。报告期末公司资产负债率为 31.79%，仍处于较低水平，并与 PPP 民企龙头东方园林战略合作开展生态环境综合治理项目，未来有望承接 PPP 项目进一步扩大业绩；

结论：

报告期内，公司进一步提升传统设计业务毛利率水平、有效控制期间费率，两项指标均位于业内领先水平。当前在手订单充沛，其中 EPC 订单受益博鳌论坛年会召开而快速释放，推动公司业绩如预期大幅增长，2018Q1/H1 总营收增速高达 592%/430%，归母净利润增速高达 184%/91%，我们预计 2018 全年 EPC 项目营收同比增速或将高达 1003%，推动公司营收/归母净利润增速至 242%/175%。我们认为随着业务结构调整所带来的整体盈利水平下降、经营现金流恶化乃是正常现象，将随业务结构日渐成熟而趋于平稳，公司未来有望充分受益雄安及 PPP 市场保持业绩高增长。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 6.29 亿元、8.49 亿元和 11.03 亿元；每股收益分别为 0.75 元、0.82 元和 0.92 元，对应 PE 分别为 37X、33X 和 30X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 3：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	116.20	183.57	628.67	848.71	1,103.32
增长率（%）	7.44%	57.98%	242.47%	35.00%	30.00%
净利润（百万元）	25.24	34.74	95.57	104.93	117.57
增长率（%）	79.63%	37.63%	175.08%	9.79%	12.05%
净资产收益率（%）	14.23%	11.07%	26.04%	24.06%	22.95%
每股收益(元)	0.53	0.30	0.75	0.82	0.92
PE	51.64	91.23	36.66	33.39	29.80
PB	7.41	11.16	9.54	8.03	6.84

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 4：公司主营业务分析

单位：亿元	本报告期	上年同期	同比增长	变动原因
营业收入	3.42	0.64	429.99%	主要系公司大力拓展 EPC 业务所致，EPC 业务贡献收入 2.67 亿元
营业成本	2.77	0.27	908.83%	主要系公司拓展业务，收入增长的同时，成本相应增长

销售费用	0.01	0.01	-4.49%	
管理费用	0.21	0.15	40.66%	主要系公司业务规模扩张，人力、资源投入增大，管理费用增加所致
财务费用	0.00	0.01	-106.23%	主要系公司本期不存在大额的长期贷款
所得税费用	0.04	0.02	89.82%	主要系公司业务规模增长，盈利水平提升，利润总额较上期大幅增长所致
研发投入	0.06	0.03	68.38%	主要系公司业务规模扩大，研发投入较多所致
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	-0.05	431.23%	主要系公司本期 EPC 项目实施过程中，资金回款时间晚于经营支出时间
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-0.01	3675.26%	主要系公司购置的新办公楼仍在装修，导致投资支出增加
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	0.18	-118.18%	主要系上年度公司募集资金到位后部分用于偿还银行贷款，整体筹集活动净现金流为正，本期公司存在分红支出，从而导致筹集活动净现金流为负。
现金及现金等价物净增加额	-0.52	0.12	-536.74%	主要系公司本期经营活动，投资活动产生较大现金净流出所致

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

风险提示：新业务拓展风险、回款风险

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
流动资产合计	118	184	630	881	1178	营业收入	116	184	629	849	1103			
货币资金	38	69	221	298	398	营业成本	52	95	451	620	816			
应收账款	74	97	367	494	623	营业税金及附加	1	1	4	6	8			
其他应收款	3	6	22	30	38	营业费用	2	3	3	4	6			
预付款项	0	10	19	44	89	管理费用	31	38	44	59	77			
存货	0	0	0	0	0	财务费用	1	1	10	32	56			
其他流动资产	2	0	0	13	27	资产减值损失	1.13	6.95	5.48	5.48	4.76			
非流动资产合计	184	181	195	419	650	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	13	12	165	350	572	营业利润	29	39	111	122	136			
无形资产	1	1	1	1	1	营业外收入	0.13	1.50	0.54	0.73	0.92			
其他非流动资产	158	0	0	39	49	营业外支出	0.11	0.10	0.12	0.11	0.11			
资产总计	302	364	825	1300	1828	利润总额	29	41	111	122	137			
流动负债合计	32	49	450	857	1309	所得税	4	6	16	17	19			
短期借款	0	0	374	770	1203	净利润	25	35	96	105	118			
应付账款	2	6	28	33	48	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	2	2	5	8	11	归属母公司净利润	25	35	96	105	118			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	105	49	122	155	194			
非流动负债合计	92	2	8	7	7	EPS(元)	0.53	0.30	0.75	0.82	0.92			
长期借款	90	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	124	51	458	864	1316	成长能力								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	7.44%	57.98%	242.47%	35.00%	30.00%			
实收资本(或股本)	48	128	128	128	128	营业利润增长	85.57%	34.20%	182.53%	9.92%	11.81%			
资本公积	37	67	67	67	67	归属于母公司净利润	79.63%	37.63%	175.08%	9.79%	12.05%			
未分配利润	74	98	72	65	57	获利能力								
归属母公司股东权	177	314	367	436	512	毛利率(%)	55.59%	48.39%	28.22%	26.92%	26.01%			
负债和所有者权益	302	364	825	1300	1828	净利率(%)	21.72%	18.93%	15.20%	12.36%	10.66%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)								
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	14.23%	11.07%	26.04%	24.06%	22.95%			
经营活动现金流	14	21	-154	-20	2	偿债能力								
净利润	25	35	96	105	118	资产负债率(%)	41%	14%	56%	66%	72%			
折旧摊销	75	9	-	2	2	流动比率								
财务费用	1	1	10	32	56	速动比率								
应付帐款的变化	0	0	-270	-127	-129	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	3	3	3	总资产周转率	0.47	0.55	1.06	0.80	0.71			
投资活动现金流	-133	-3	-161	-231	-238	应收账款周转率	2	2	3	2	2			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	33.68	47.57	36.94	27.41	27.18			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.30	0.75	0.82	0.92			
筹资活动现金流	82	12	467	329	336	每股净现金流(最新摊	-0.77	0.23	1.18	0.60	0.78			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.69	2.45	2.87	3.41	4.00			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	80	0	0	0	P/E	51.64	91.23	36.66	33.39	29.80			
资本公积增加	0	29	0	0	0	P/B	7.41	11.16	9.54	8.03	6.84			
现金净增加额	-37	29	152	77	99	EV/EBITDA	13.01	69.86	29.94	25.58	22.20			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。