



# 小挫无碍远景，行稳方能致远

## ——文科园林（002775）2018半年报点评

2018年08月24日

推荐/首次

文科园林 财报点评

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

### 事件：

公司于 2018.8.21 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 13.8 亿元，同比增加 20.02%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增加 25.48%，扣非归母同比增加 18.17%。其中 Q2 实现营业收入 9.66 亿，同增 12.17%；实现归母净利润 1.14 亿，同增 22.8%。

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）	503.31	288.99	861.05	780.36	635.04	414.45	965.86
增长率（%）	68.98%	60.60%	118.97%	77.09%	26.17%	43.41%	12.17%
毛利率（%）	18.62%	16.24%	19.31%	16.63%	21.82%	16.96%	19.48%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	7.13%	4.29%	13.01%	10.50%	12.70%	4.64%	13.87%
净利润（百万元）	38.01	10.72	92.81	69.54	71.13	15.94	113.97
增长率（%）	31.89%	44.21%	71.63%	73.60%	87.14%	48.61%	22.80%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.04	0.37	0.28	0.29	0.06	0.36
资产负债率（%）	43.44%	47.56%	48.77%	48.13%	43.98%	48.27%	34.76%
净资产收益率（%）	3.09%	0.86%	7.04%	4.87%	4.73%	1.05%	4.70%
总资产收益率（%）	1.75%	0.45%	3.61%	2.52%	2.65%	0.54%	3.06%

资料来源：公司公告、东兴证券

### 观点：

#### 1. 业绩增速下滑，无碍我们对公司长期看好的判断

- ◆ **业绩增速下滑。**报告期内实现营收 13.8 亿，同增 20.02%，实现归母净利润 1.3 亿，同增 25.48%，扣非同增 18.17%，较 2017 年营收/利润分别同增 69%/75% 的水平显著下滑，我们判断是在一定程度上受到梁山影视基地 EPC 项目影响。该项目于 2017 年中签订，合同额 7.3 亿，占当年收入比重为 28.5%，截至报告期末仍未开工，预计将停止实施；
- ◆ **仍看好公司长期发展。**原因包括：

- (1) 在手订单充沛。公司秉持稳健风格，重点选择资金回收预期较好的项目，目前占用资金较大的且资金到位有不确定性的项目，在公司业务选择中做了主动放弃，仅对优质的大型项目（包括 EPC、PPP 项目）保持继续跟进。在此背景下，近 4 个季度新签合同额为 6.7 亿/13.7 亿/13.7 亿/17.7 亿，仍保持环比递增。报告期末在手已签约未完工订单合计 59.7 亿，占 2017 年收入比为 2.3 倍，

对年内业绩形成有力支撑。此外，政策不断加码生态、文旅领域，市场空间仍然辽阔，公司未来业绩有望持续受益市场发展；

- (2) 资产负债率仍有较大空间。报告期末公司资产负债率 34.76%，较 2017H1/2017 分别降低 14 个 /9.2 个百分点，在上市园林公司中属于较低水平，在已披露中报的 13 家园林公司中仅高于绿茵生态（22%）和杭州园林（32%），为未来加速承接 PPP/EPC 业务预留充裕空间；
- (3) 全国布局、多个区域业绩增速迅猛。公司 2015 年上市后加速全国布局，2015-2018H1 华南区业务占比从 32%降至 15%，西南/华中/华北等区域业务占比提升显著。报告期内华中/华东/华北/东北收入同增分别高达 41%/42%/364%/235%，

## 2. 经营稳健，盈利水平稳中有升，业务发展致经营性现金流出加大，

- **经营稳健，毛利率、期间费率同比略有提高，整体盈利水平稳中有升：**报告期内上半年毛利率为 18.73% 同增 0.2 个 pct，销售/管理/财务分别为 0%/5.03%/1.98%，其中管理费率同减 0.4 个 pct，财务费率同增 1.1 个 pct，主要因为利息及手续费支出。合计期间费率 7.00 %，较 2017H1/2017 全年分别增加 0.70/0.81 个 pct。净利率 9.41%同增 0.41 个 pct，稳中有升，反映公司经营稳健；
- **收付现比显著降低，经营性现金流出加大：**报告期内公司收付现比分别为 58.9%/67.4%，较上年同期分别同减近 9.3 个/12 个 pct。经营性现金流净额-1.28 亿较上年同期-0.71 亿流出加大，主要系购买商品及劳务所致。投资活动现金流净额为-1.10 亿，与上年同期的-1.08 亿基本持平。筹资活动现金流量净额 8.59 亿，较去年同期 1.71 亿大幅增加，主要系 2018.4 公司募集 8.22 亿资金所致。

图 1: 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化

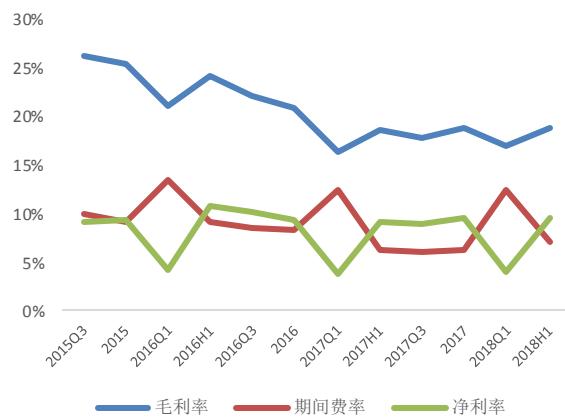


图 2: 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 结论：

报告期内，或因基数较大叠加项目停滞影响，公司业绩增速显著下滑。经营保持稳健，毛利率、期间费率同比略有提高，整体盈利水平稳中有升，收付现比显著降低，经营性现金流出因业务增长而加大。我们认为公司在手订单充沛、资产负债率仍有较大空间、跨区发展有成效，继续看好公司长期发展。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 34.66 亿元、46.74 亿元和 62.96 亿元；每股收益分别为 0.6 元、0.82 元和 1.13

元，对应 PE 分别为 11.9X、8.6X 和 6.3X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### 风险提示：管理风险、财务风险、项目执行不及预期

**表 2：公司财务指标预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,517.13	2,565.44	3,466.25	4,673.75	6,295.90
增长率（%）	45.05%	69.10%	35.11%	34.84%	34.71%
净利润（百万元）	139.57	244.19	305.80	422.07	578.86
增长率（%）	44.00%	74.96%	25.23%	38.02%	37.15%
净资产收益率（%）	11.35%	16.23%	14.99%	17.85%	20.56%
每股收益(元)	0.57	0.98	0.60	0.82	1.13
PE	12.34	7.19	11.88	8.60	6.27
PB	1.43	1.16	1.78	1.54	1.29

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**表 3: 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			
<b>流动资产合计</b>	1912	2054	3277	4238	5592	<b>营业收入</b>	1517	2565	3466	4674	6296			
货币资金	455	312	844	1024	1210	<b>营业成本</b>	1201	2084	2818	3799	5119			
应收账款	458	522	819	1053	1441	营业税金及附加	13	11	20	29	35			
其他应收款	73	91	123	166	224	营业费用	0	0	0	0	0			
预付款项	13	8	25	20	25	管理费用	107	134	210	285	369			
存货	809	869	1175	1584	2134	财务费用	18	25	31	43	67			
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	20.30	29.61	32.57	27.49	29.89			
<b>非流动资产合计</b>	263	632	707	746	788	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	16	19	28	31	34	<b>投资净收益</b>	0.05	2.63	3.16	3.47	3.82			
固定资产	24	25	26	27	29	<b>营业利润</b>	158	287	357	494	679			
无形资产	12	115	104	92	81	营业外收入	5.91	0.03	2.32	2.75	1.70			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.19	0.33	0.59	0.70	0.54			
<b>资产总计</b>	2175	2686	3984	4984	6380	<b>利润总额</b>	163	287	359	496	680			
<b>流动负债合计</b>	869	1098	1759	2344	3244	<b>所得税</b>	23	43	53	74	101			
短期借款	380	500	695	1007	1542	<b>净利润</b>	140	244	306	422	579			
应付账款	324	339	679	845	1064	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	54	65	126	173	240	归属母公司净利润	140	244	306	422	579			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	262	435	404	553	763			
<b>非流动负债合计</b>	76	83	184	276	320	<b>EPS(元)</b>	0.57	0.98	0.60	0.82	1.13			
长期借款	0	50	110	137	154	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
<b>负债合计</b>	945	1181	1944	2620	3564	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	45.05%	69.10%	35.11%	34.84%	34.71%			
实收资本(或股本)	248	247	513	513	513	营业利润增长	32.95%	81.66%	24.50%	38.12%	37.48%			
资本公积	522	534	534	534	534	归属于母公司净利润	44.00%	74.96%	25.23%	38.02%	37.15%			
未分配利润	478	674	795	959	1197	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权	1230	1504	2041	2364	2815	毛利率(%)	20.87%	18.77%	18.69%	18.71%	18.69%			
<b>负债和所有者权益</b>	2175	2686	3984	4984	6380	净利率(%)	9.20%	9.52%	8.82%	9.03%	9.19%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	1.50%	6.42%	9.09%	7.68%	8.47%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE(%)</b>	11.35%	16.23%	14.99%	17.85%	20.56%			
<b>经营活动现金流</b>	77	-129	127	17	-116	<b>偿债能力</b>								
净利润	140	244	306	422	579	资产负债率(%)	43%	44%	49%	53%	56%			
折旧摊销	86	123	-	16	17	流动比率	2.20	1.87	1.86	1.81	1.72			
财务费用	18	25	31	43	67	速动比率	1.27	1.08	1.19	1.13	1.07			
应付帐款的变化	0	0	-297	-234	-388	<b>营运能力</b>								
预收帐款的变化	0	0	60	47	67	总资产周转率	0.77	1.06	1.04	1.04	1.11			
<b>投资活动现金流</b>	-46	-129	-89	-78	-86	应收账款周转率	3	5	5	5	5			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.43	7.74	6.81	6.13	6.59			
长期股权投资减少	0	0	-55	-48	-52	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	0	3	3	3	4	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.98	0.60	0.82	1.13			
<b>筹资活动现金流</b>	123	121	467	241	388	每股净现金流(最新摊	0.62	-0.55	0.98	0.35	0.36			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.96	6.08	3.98	4.61	5.49			
长期借款增加	0	0	5	28	16	<b>估值比率</b>								
普通股增加	128	-1	265	0	0	P/E	12.34	7.19	11.88	8.60	6.27			
资本公积增加	-40	13	0	0	0	P/B	1.43	1.16	1.78	1.54	1.29			
<b>现金净增加额</b>	154	-136	505	179	187	EV/EBITDA	6.41	4.57	8.89	6.79	5.40			

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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看高：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。