

业绩低于预期或受 PPP 调控影响，现金回笼加快

季报点评

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 事件:

公司发布 2018 年三季报, 2018 年前三季度实现营收 26.24 亿元, 同比增长 4.14%; 归母净利润 3.87 亿元, 同比增长 5.45%。

● 点评:

● 毛利率上升, 经营性现金流大幅提升, 现金回笼加快:

公司 2018 年前三季度实现毛利率 14.86% (2017Q3 为 14.55%), 同比上升 0.31 个百分点; 实现净利率 32.33% (2017Q3 为 33.27%), 同比下降 0.94 个百分点; 期间费用率 15.47% (2017Q3 为 14.27%), 同比上升 1.20 个百分点, 主要系资金需求增加, 同时受国家金融去杠杆影响, 财务成本增加所致。公司前三季度经营性现金流净额 0.50 亿元, 相比 2017 年同期-4.41 亿元, 同比大幅增长 111.30%, 主要系报告期内客户回款力度增加所致。

● 在手订单充足, 保障业绩持续增长:

公司在手订单充足, 公司园林板块全资子公司赛石园林第三季新签项目订单额 6.85 亿元, 已中标未签约订单 0.65 亿元, 截至三季度末, 赛石园林累计已签约未完工订单额 70.41 亿元, 其中工程订单 69.51 亿元, 设计订单 0.90 亿元。对应 2017 年园林板块营收 26.26 亿元, 订单收入保障比约 2.7 倍, 为后续业绩持续增长提供保障。

● 去杠杆之下稳健经营, 业绩低于预期或受 PPP 调控影响:

公司自收购赛石园林以来, 积极投身生态园林业务与生态环保业务, 致力于成为国内领先的“苗木-设计-施工-运营”一体化全产业链综合开发商。同时, 国家对 PPP 实施一系列监管调控及金融去杠杆的背景之下, 公司审慎考虑项目风险, 筛选实施优质低风险项目, 受此影响公司经营趋于稳健, 业绩增长有所放缓。

● 引入国资背景股东潍坊城投, 促进公司可持续发展:

公司控股股东张磊与潍坊城投于 2018 年 09 月 05 日签署《股份转让协议》, 将以协议转让的方式将其持有的无限售流通股 145,307,251 股 (占公司总股数的 10%) 转让给潍坊城投, 每股转让价格 6.201 元。此次引入国资背景的股东有利于优化公司股权结构, 提高公司融资能力, 缓解资金压力, 促进业务可持续发展。

● 财务预测与估值:

预计公司 2018-2020 年实现归母净利由 8.79/12.30/16.59 亿元下调至 6.73/7.43/9.32 亿元, 同比增长 10.3%/10.5%/25.5%, 对应 EPS 为 0.46/0.51/0.64 元, 当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 11.9/10.8/8.6 倍。公司在手订单充足, 引入国资保障经营可持续发展, 维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: PPP 业务模式风险, 外延拓展不达预期, 回款风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	2950	3,889	4,275	4,700	6,019
增长率(%)	63.6	31.8	9.9	9.9	28.1
净利润(亿元)	446.7	609	673	743	932
增长率(%)	113.6	36.5	10.3	10.5	25.5
毛利率(%)	33.4	34.2	33.1	32.9	32.5
净利率(%)	15.1	15.7	15.7	15.8	15.5
ROE(%)	16.9	19.0	18.3	17.7	19.2
EPS(摊薄/元)	0.55	0.75	0.46	0.51	0.64
P/E(倍)	9.99	7.3	11.9	10.8	8.6
P/B(倍)	1.69	1.4	2.2	1.9	1.7

强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2018.10.12

收盘价(元):	5.53
一年最低/最高(元):	5.53/16.7
总股本(亿股):	14.53
总市值(亿元):	80.35
流通股本(亿股):	11.67
流通市值(亿元):	64.54
近 3 月换手率:	21.37%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.43	-21.07	-21.13
绝对	-18.56	-31.32	-41.66

相关报告

《融资环境边际改善+低估值高成长, 又现高管增持显信心》2018-09-05

《园林+汽车零部件双发力, 业绩保持较快成长》2018-08-21

《可转债发行申请获审核通过, 助力主业可持续发展》2018-07-16

《园林与汽车板块经营向好, 中报预告高增长》2018-07-05

《汽车零部件业务渐入臻境, 园林板块谋时而动》2018-05-25

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4316	6222	6869	7510	9476	营业收入	2950	3889	4275	4700	6019
现金	607	629	650	650	650	营业成本	1964	2560	2862	3154	4065
应收账款	675	689	757	832	1066	营业税金及附加	10	20	21	24	30
其他应收款	229	238	262	288	369	营业费用	117	158	174	191	245
预付账款	11	23	17	18	24	管理费用	237	287	321	352	451
存货	2466	4225	4724	5206	6711	财务费用	67	124	53	47	60
其他流动资产	327	418	460	515	657	资产减值损失	44	33	35	35	35
非流动资产	1563	1885	1885	1874	1864	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	318	315	315	315	315	投资净收益	18	45	25	25	25
固定资产	297	308	511	505	499	营业利润	529	756	834	921	1157
无形资产	53	75	68	61	55	营业外收入	8	5	9	9	9
其他非流动资产	895	1187	992	993	995	营业外支出	16	3	6	6	6
资产总计	5879	8107	8754	9384	11340	利润总额	521	758	837	924	1160
流动负债	2693	3840	4014	4101	5379	所得税	76	140	154	170	214
短期借款	770	1005	1223	1021	1463	净利润	445	618	682	754	946
应付账款	1474	1935	2163	2384	3073	少数股东损益	-2	9	10	11	14
其他流动负债	449	900	628	696	843	归属母公司净利润	447	609	673	743	932
非流动负债	505	910	903	915	927	EBITDA	633	927	948	1041	1288
长期借款	366	307	307	307	307	EPS (元)	0.55	0.75	0.46	0.51	0.64
其他非流动负债	140	603	596	608	620						
负债合计	3198	4750	4917	5016	6306	主要财务比率					
少数股东权益	38	153	163	174	188	成长能力					
股本	807	807	1453	1453	1453	营业收入(%)	63.6	31.8	9.9	9.9	28.1
资本公积	939	939	293	293	293	营业利润(%)	121.4	42.9	10.2	10.5	25.6
留存收益	896	1457	1928	2448	3100	归属于母公司净利润(%)	113.6	36.5	10.3	10.5	25.5
归属母公司股东权益	2642	3203	3674	4194	4846	获利能力					
负债和股东权益	5879	8107	8754	9384	11340	毛利率(%)	33.4	34.2	33.1	32.9	32.5
						净利率(%)	15.1	15.7	15.7	15.8	15.5
						ROE(%)	16.9	19.0	18.3	17.7	19.2
						ROIC(%)	13.0	14.5	13.5	13.9	14.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.4	58.6	56.2	53.5	55.6
						净负债比率(%)	21.0	19.8	17.5	14.1	15.6
						流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
						速动比率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	5.2	5.7	5.9	5.9	6.3
						应付账款周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.55	0.75	0.46	0.51	0.64
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	-0.22	0.27	0.35	-0.05
						每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.97	2.53	2.89	3.34
						估值比率					
						P/E	9.99	7.32	11.95	10.82	8.62
						P/B	1.69	1.39	2.19	1.92	1.66
						EV/EBITDA	17.67	12.1	11.8	10.7	8.7
现金流量表(亿元)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	-378	-178	390	505	-78						
净利润	0	609	673	743	932						
折旧摊销	0	46	61	73	72						
财务费用	0	124	53	47	60						
投资损失	0	-45	-25	-25	-25						
营运资金变动	0	-1163	-380	-342	-1130						
其他经营现金流	-378	249	9	10	13						
投资活动现金流	-185	-605	-60	-70	-60						
资本支出	0	-225	-60	-60	-60						
长期投资	-294	60	0	0	0						
其他投资现金流	-479	-770	-120	-130	-120						
筹资活动现金流	273	742	-309	-435	138						
短期借款	0	0	218	-202	442						
长期借款	340	132	-290	0	0						
普通股增加	0	0	646	0	0						
资本公积增加	0	-0	-646	0	0						
其他筹资现金流	-66	610	-237	-234	-304						
现金净增加额	-290	-41	21	0	0						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>