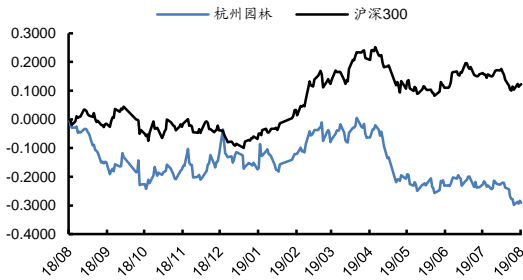


研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：任春阳 S0350517100002
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

业绩符合预期，积极拓展文旅业务 ——杭州园林（300649）2019 半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
杭州园林	-7.0	-10.5	-28.8
沪深 300	-3.4	-0.9	12.2

市场数据

	2019-08-15
当前价格（元）	19.40
52 周价格区间（元）	19.00 - 27.87
总市值（百万）	2483.20
流通市值（百万）	620.80
总股本（万股）	12800.00
流通股（万股）	3200.00
日均成交额（百万）	33.28
近一月换手（%）	41.65

相关报告

- 《杭州园林（300649）事件点评：投资漫梦文化，提升设计能力》——2019-07-19
- 《杭州园林（300649）事件点评：业绩符合预期，订单充足高增长可持续》——2019-07-15
- 《杭州园林（300649）事件点评：EPC 项目再下一城，订单充足保障业绩增长》——2019-06-25
- 《杭州园林（300649）2018 年报点评：业绩符合预期，成长逻辑不断兑现》——2019-04-25
- 《杭州园林（300649）事件点评：中标 EPC 大项目，成长逻辑不断兑现》——2018-12-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司 8 月 15 日晚发布 2019 年半年报：上半年公司实现营收 3.66 亿元，同比增长 6.99%，实现归属于上市公司股东的净利润 3209.21 万元，同比增长 30.98%，实现扣非后净利润 3031.01 万元，同比增长 23.68%，对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 净利润增长 30.98%符合预期，在手项目稳步推进

上半年公司实现营收 3.66 亿元，同比增长 6.99%，实现归属于上市公司股东的净利润 3209.21 万元，同比增长 30.98%，符合市场预期。业绩增长的原因是公司项目稳步推进，设计和 EPC 业务双增长，其中设计业务实现营收 3921.81 万元，同比增长 36.85%，毛利率为 49.49%，同比减少 7.23pct，EPC 业务实现营收 2.86 亿元，同比增长 6.65%，毛利率 12.72%，同比提高 4.93pct。期间费用方面：销售费用 94.58 万元，同比减少 5.06%；管理费用（不含研发）1894.09 万元，同比增长 24.35%，主要因为公司新招部分员工等导致员工薪酬增加的缘故；财务费用 6.62 万元，同比去年的 -8.57 万元有所增长，主要由于新增短期借款 1500 万元的影响，但财务费用整体不大；研发投入 1634.24 万元，同比增长 177.51%，是因为公司研发投入加大，以及扩大委外研发比例造成的。应收账款 2.09 亿元，占总资产的比例由去年同期的 51.20% 下降到 31.08%，应收账款有所好转，经营活动现金流净额 -2780.89 万元，与去年基本持平。

■ 在手订单充足业绩增长有保障，投资漫威文化涉足文旅行业

2019 年上半年公司相继获得良渚遗址公园旅游基础设施配套工程总承包项目（2.17 亿元）、石龙山南区块环境提升工程及灵山路提升改造工程 EPC 总承包项目（1.81 亿元），目前在手合同项目超过 7 亿元，是公司 2018 年营收的 133%，在手订单充足保障未来业绩增长。2019 年 7 月，公司以 4000 万元投资上海漫梦文化，其主营业务为取得动漫形象 IP 授权使用许可后将其用于酒店、旅游形象改造，目前已经取得“龙猫”、“熊本熊”、“面包超人”、“uglydoll”及安徒生童话系列人物等版权，与凯悦、洲际、绿地、锦江、亚朵等签订了协议，已经累计改造或授权酒店客房数约 500 间，2020 年目标是改造 5000-6000 间酒店客房。公司投资漫威文化涉足文旅行业，一方面可以提高公司在动漫领域的设计能力，将动漫元素融入到公司湿地公园、风景名胜区等领域的设计中，另一方面漫梦文化在酒店的运营经验可以为公司拓展运营业务带来协同，增厚公司业绩。

■ **从设计走向 EPC，成长逻辑不断兑现**

公司拥有风景园林和建设设计双甲级资质，凭借西湖综合保护工程、西溪国家湿地公园、“G20 杭州峰会”、“厦门金砖国家领导人会议”核心景观设计等作品塑造了良好的品牌形象，是风景园林景观设计行业龙头企业。公司在巩固设计业务的同时，充分发挥设计业务把握着项目的全局的入口优势，积极向下游 EPC、工程等业务拓展，优势明显（设计业务一般只占工程项目总承包规模的 3-5%左右，拓展 EPC 业务能够大幅提升营收水平，打开新的成长空间）。公司 EPC 业务的毛利占比从 2017 年的 11.75% 提高到 2019H 的 45.70%，EPC 业务拓展顺利。

■ **盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。**结合公司半年报情况，我们下调公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 EPS 分别为 0.61、0.74、0.88 元，对应当前股价 PE 为 32、26、22 倍，我们看好公司 EPC 业务带来的业绩弹性以及拓展文旅业务带来估值提升，因此维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：**项目拓展不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、向工程领域拓展的不确定性风险、利率上行风险、合同执行低于预期风险、与漫威文化协同效应低于预期风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	523	730	922	1096
增长率(%)	185%	39%	26%	19%
净利润（百万元）	52	78	95	113
增长率(%)	51%	49%	22%	19%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.61	0.74	0.88
ROE(%)	14.70%	18.12%	18.33%	18.09%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 杭州园林盈利预测表

证券代码:	300649.SZ				股价:	19.40	投资评级:	增持		日期:	2019-08-15
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	18%	18%	18%	EPS	0.41	0.61	0.74	0.88		
毛利率	25%	22%	22%	21%	BVPS	2.78	3.35	4.05	4.89		
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值						
销售净利率	10%	11%	10%	10%	P/E	47.46	31.92	26.10	21.94		
成长能力					P/B	6.98	5.78	4.78	3.97		
收入增长率	185%	39%	26%	19%	P/S	4.75	3.40	2.69	2.27		
利润增长率	51%	49%	22%	19%							
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
总资产周转率	0.99	0.96	0.93	0.88	营业收入	523	730	922	1096		
应收账款周转率	3.06	3.04	3.04	3.04	营业成本	390	568	723	861		
存货周转率	5.15	4.15	4.06	4.06	营业税金及附加	3	4	5	5		
偿债能力					销售费用	2	3	4	4		
资产负债率	32%	44%	48%	50%	管理费用	36	51	63	72		
流动比	1.88	1.61	1.86	2.03	财务费用	0	2	6	10		
速动比	1.43	1.19	1.43	1.61	其他费用 / (-收入)	(12)	(15)	(15)	(15)		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	59	87	107	128		
现金及现金等价物	69	151	292	471	营业外净收支	(0)	1	1	1		
应收款项	171	240	303	360	利润总额	59	88	108	129		
存货净额	76	138	179	214	所得税费用	7	11	13	15		
其他流动资产	2	2	3	3	净利润	52	78	95	113		
流动资产合计	318	531	777	1048	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	194	175	157	141	归属于母公司净利润	52	78	95	113		
在建工程	0	0	0	0							
无形资产及其他	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
长期股权投资	0	40	40	40	经营活动现金流	40	77	46	86		
资产总计	527	762	990	1245	净利润	52	78	95	113		
短期借款	0	50	100	150	少数股东权益	0	0	0	0		
应付款项	92	157	179	214	折旧摊销	3	19	18	16		
预收帐款	14	60	76	90	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	64	64	64	64	营运资金变动	(15)	(243)	(144)	(141)		
流动负债合计	169	330	419	517	投资活动现金流	(30)	(21)	17	16		
长期借款及应付债券	0	0	50	100	资本支出	(27)	19	17	16		
其他长期负债	2	2	2	2	长期投资	0	(40)	0	0		
长期负债合计	2	2	52	102	其他	(2)	0	0	0		
负债合计	171	332	471	619	筹资活动现金流	71	46	95	94		
股本	128	128	128	128	债务融资	0	50	100	100		
股东权益	356	429	519	626	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	527	762	990	1245	其它	71	(4)	(5)	(6)		
					现金净增加额	82	102	158	195		

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。