

# 乾景园林 (603778)

证券研究报告

2019年08月30日

## 收入单季增速转正，与国资合作提供更多可能性

公司近日发布 2019 年半年报，报告期内实现收入 1.55 亿元，同比下降 3.36%；实现归母净利润 1266 万元，同比增长 5.83%。点评如下：

### 收入单季度增速转正，温室精品项目使毛利率提升

公司上半年新签合同额 3.00 亿元，较去年同期增长 167.46%；合同数量 12 个，也较去年同期大幅增加。其中上半年在四川雅安市签订了 2.5 亿规模的河道治理工程 PPP 合同，公司在世园会的万花筒项目将给公司带来持续积极的广告宣传效应，为以后新订单承接带来一定便利。公司上半年营业收入同比下降 3.36%，符合之前业绩快报的预期，二季度单季增速已回升至 7.01%（一季度单季增速为-27.70%），预计未来增速仍将回升。上半年毛利率为 23.67%，较去年同期上升 3.53 个百分点。公司结合自身温室景观优势承接精品项目，预计毛利率水平能够维持。

### 费用率提升较多，资产减值损失有所冲回

公司上半年期间费用率为 19.41%，较去年同期上升 5.31 个百分点。其中销售费用率 1.25%，与去年同期基本持平；管理费用率 17.62%，较去年同期上升 2.65 个百分点，主因子公司南京生态收购产生了一定人员费用；财务费用率 0.14%，较去年同期增加 2.23 个百分点，与当前融资环境有一定关系；研发费用和去年相比没有太大变化。本期坏账有部分转回，资产减值损失为-840 万。综合起来，上半年实现归母净利润 1266 万元，同比增长 5.83%。考虑到近期注销小额贷款公司后坏账转回、去年下半年的大额计提致基数较低、自身收入增速回升等因素，我们预计公司利润仍旧会恢复到 17 年的水平。

### 资产负债率持续下降，国资拟战略入股有望开拓更多领域

公司上半年收现比为 1.0121，较去年同期下降 37.31 个百分点；付现比为 0.8910，较去年同期也下降 83.61 个百分点，收付现比都回到了一个比较正常的水平。综合起来，经营净现金流为 5701 万元。公司目前的资产负债率持续下降，二季度环比一季度下降 0.40 个百分点，为 42.24%。

公司目前公告和中发展创投签署合作框架协议，中发展创投的控股股东为中关村发展集团股份有限公司，为北京国资委控股。未来双方将在战略入股公司、创新示范区园区建设、大健康、大环保等方面开展战略合作。公司借助这一平台有望开始向新的领域探索。

### 投资建议

公司半年报业绩基本符合之前预期，预计公司下半年收入增速将持续向上，利润也将恢复到 17 年的水平。和中发展创投签署合作框架协议将为未来提供更多可能性。我们维持 2019-2021 年 0.20、0.24、0.30 元/股的预测，对应目前 PE 为 24、19、16 倍，维持目标价 6.4 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**固定资产投资增速加速下滑、同业竞争加剧、行业回款风险、合作框架协议未及时落地

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	549.16	352.79	567.23	710.55	885.91
增长率(%)	3.39	(35.76)	60.79	25.27	24.68
EBITDA(百万元)	110.37	(12.72)	109.40	139.22	179.09
净利润(百万元)	89.66	(6.25)	100.03	121.18	151.93
增长率(%)	11.82	(106.97)	(1,700.75)	21.14	25.38
EPS(元/股)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30
市盈率(P/E)	26.32	(377.67)	23.59	19.48	15.53
市净率(P/B)	2.32	2.35	2.14	1.93	1.71
市销率(P/S)	4.30	6.69	4.16	3.32	2.66
EV/EBITDA	27.68	(138.34)	18.25	13.77	11.06

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	4.72 元
目标价格	6.4 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	500.00
流通 A 股股本(百万股)	500.00
A 股总市值(百万元)	2,360.00
流通 A 股市值(百万元)	2,360.00
每股净资产(元)	2.03
资产负债率(%)	42.24
一年内最高/最低(元)	5.68/3.70

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**肖文劲** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519040001  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《乾景园林-公司点评:业绩如期复苏,经营层面趋势向上》 2019-07-23
- 2 《乾景园林-首次覆盖报告:负债率低,项目小而精,未来有望厚积薄发》 2019-06-03



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	427.23	180.84	196.46	254.83	189.54
应收票据及应收账款	429.49	341.38	477.95	390.49	643.07
预付账款	13.26	30.25	8.09	46.68	29.96
存货	733.80	797.49	879.41	1,111.60	1,192.03
其他	89.90	139.02	142.71	205.49	233.59
<b>流动资产合计</b>	<b>1,693.68</b>	<b>1,488.98</b>	<b>1,704.62</b>	<b>2,009.09</b>	<b>2,288.19</b>
长期股权投资	0.00	37.73	37.73	37.73	37.73
固定资产	6.35	4.55	27.03	69.59	111.20
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	3.08	0.29	0.27	0.26	0.24
其他	101.15	279.02	248.89	266.57	264.45
<b>非流动资产合计</b>	<b>110.59</b>	<b>321.59</b>	<b>349.92</b>	<b>443.74</b>	<b>485.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,804.26</b>	<b>1,810.56</b>	<b>2,054.54</b>	<b>2,452.82</b>	<b>2,773.56</b>
短期借款	102.45	74.64	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	317.38	211.04	426.79	421.29	673.96
其他	366.03	486.71	441.60	728.46	648.90
<b>流动负债合计</b>	<b>785.85</b>	<b>772.39</b>	<b>918.40</b>	<b>1,199.75</b>	<b>1,372.86</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	1.07	0.36	0.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.07</b>	<b>0.36</b>	<b>0.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>785.85</b>	<b>772.39</b>	<b>919.47</b>	<b>1,200.11</b>	<b>1,373.34</b>
少数股东权益	(0.70)	34.82	31.91	28.38	23.95
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
资本公积	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
留存收益	519.11	503.14	603.16	724.34	876.27
其他	(24.32)	(24.10)	(24.32)	(24.32)	(24.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,018.41</b>	<b>1,038.17</b>	<b>1,135.07</b>	<b>1,252.72</b>	<b>1,400.22</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,804.26</b>	<b>1,810.56</b>	<b>2,054.54</b>	<b>2,452.82</b>	<b>2,773.56</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	87.41	(21.95)	100.03	121.18	151.93
折旧摊销	2.84	2.40	1.53	3.85	6.25
财务费用	2.28	2.29	(1.38)	(0.05)	2.00
投资损失	(0.67)	(2.92)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	(132.23)	(223.29)	1.83	16.87	(169.03)
其它	(35.79)	88.73	(2.91)	(3.53)	(4.43)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(76.16)</b>	<b>(154.73)</b>	<b>95.10</b>	<b>134.32</b>	<b>(17.28)</b>
资本支出	10.90	27.96	58.93	80.72	49.88
长期投资	0.00	37.73	0.00	0.00	0.00
其他	91.53	(167.48)	(114.93)	(156.72)	(95.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>102.42</b>	<b>(101.79)</b>	<b>(56.00)</b>	<b>(76.00)</b>	<b>(46.00)</b>
债权融资	102.45	74.64	50.00	50.00	50.00
股权融资	1.68	0.68	1.17	0.05	(2.00)
其他	(18.97)	(65.18)	(74.64)	(50.00)	(50.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>85.17</b>	<b>10.14</b>	<b>(23.47)</b>	<b>0.05</b>	<b>(2.00)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>111.43</b>	<b>(246.38)</b>	<b>15.62</b>	<b>58.37</b>	<b>(65.28)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>549.16</b>	<b>352.79</b>	<b>567.23</b>	<b>710.55</b>	<b>885.91</b>
营业成本	402.98	270.77	413.46	511.97	637.93
营业税金及附加	1.40	1.26	1.45	1.81	2.26
营业费用	3.50	5.59	3.40	3.55	4.43
管理费用	42.87	41.53	39.71	42.63	48.73
研发费用	8.06	7.62	11.34	14.21	17.72
财务费用	(0.50)	(0.47)	(1.38)	(0.05)	2.00
资产减值损失	(8.78)	51.24	(6.00)	5.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.67	2.92	4.00	4.00	4.00
其他	(1.41)	(6.08)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
<b>营业利润</b>	<b>100.37</b>	<b>(21.59)</b>	<b>109.25</b>	<b>135.41</b>	<b>170.84</b>
营业外收入	3.25	0.07	5.00	3.00	2.69
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>103.61</b>	<b>(21.52)</b>	<b>114.25</b>	<b>138.41</b>	<b>173.53</b>
所得税	16.21	0.43	17.14	20.76	26.03
<b>净利润</b>	<b>87.41</b>	<b>(21.95)</b>	<b>97.11</b>	<b>117.65</b>	<b>147.50</b>
少数股东损益	(2.25)	(15.70)	(2.91)	(3.53)	(4.43)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>89.66</b>	<b>(6.25)</b>	<b>100.03</b>	<b>121.18</b>	<b>151.93</b>
每股收益(元)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.39%	-35.76%	60.79%	25.27%	24.68%
营业利润	8.65%	-121.51%	-606.09%	23.94%	26.17%
归属于母公司净利润	11.82%	-106.97%	-1700.75%	21.14%	25.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.62%	23.25%	27.11%	27.95%	27.99%
净利率	16.33%	-1.77%	17.63%	17.05%	17.15%
ROE	8.80%	-0.62%	9.07%	9.90%	11.04%
ROIC	13.65%	-3.75%	14.04%	15.55%	18.80%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.56%	42.66%	44.75%	48.93%	49.52%
净负债率	-31.89%	-10.23%	-12.90%	-16.35%	-9.97%
流动比率	2.16	1.93	1.86	1.67	1.67
速动比率	1.22	0.90	0.90	0.75	0.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.54	0.92	1.38	1.64	1.71
存货周转率	0.74	0.46	0.68	0.71	0.77
总资产周转率	0.33	0.20	0.29	0.32	0.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.18	-0.01	0.20	0.24	0.30
每股经营现金流	-0.15	-0.31	0.19	0.27	-0.03
每股净资产	2.04	2.01	2.21	2.45	2.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.32	-377.67	23.59	19.48	15.53
市净率	2.32	2.35	2.14	1.93	1.71
EV/EBITDA	27.68	-138.34	18.25	13.77	11.06
EV/EBIT	28.33	-119.84	18.51	14.16	11.46

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

