

乾景园林 (603778)

证券研究报告

2019年07月23日

业绩如期复苏，经营层面趋势向上

公司近日公布2019年上半年业绩快报，报告期实现营业收入1.55亿元，较去年同期下降3.36%；实现扣非归母净利润1359万元，较去年同期上升15.97%。点评如下：

收入逐季回升，经营层面趋势向上

公司上半年营业收入虽然同比下降3.36%，但从单季度来看已出现回升趋势，去年下半年签署的订单陆续进入实施阶段，一季度单季增速为-27.70%，而二季度单季增速已回升至7.01%。受益于公司高毛利率水平的项目增加和资产减值损失部分转回，公司扣非归母净利润较去年增长15.97%，虽然较一季度有所下降（一季度由于利润基数小波动较大），我们仍认为公司经营持续向好，经营层面趋势向上。去年由于恶化的经营环境公司年末计提了较多的减值损失，今年环境逐渐转好，预计不会再有更多计提，未来两个季度增速仍有提升空间。另外，相较于子行业其他园林公司，公司业绩表现已十分优秀，目前资产负债率也处于行业较低水平，公司资产负债表扩张空间仍存。

世园会中国馆万花筒温室将给公司带来良好的广告宣传效应

公司实施差异化发展战略，走特色优势发展道路，以在温室景观建设中积累的核心技术、施工能力，形成技术壁垒，占领了细分市场。公司承接了北京世园会的世园会万花筒项目温室景观工程和世界园艺博览会园区公共绿化景观一期园林绿化工程三标段，即重点场馆中国馆的温室建造。该温室景观有1000种珍贵植物，截至端午长假，一个半月时间来园参观的人数已突破200万人次。公司万花筒项目预计将给公司带来积极的广告宣传效应，为以后新订单承接带来一定便利。

民营企业在当前经济形势下纷纷引入战略投资者

根据我们在报告《行业半年度投资策略：政策托底概率提升，基建链条布局正当时》里所做的统计，建筑行业这一年期间已有13家公司转让了部分股权，而这其中又以园林行业较为普遍，有6家园林公司转让了股权。随着去杠杆持续推进，这些民营企业向国企或者国资平台转让部分股权，以获得融资上的支持。在园林行业公司纷纷引入战投的背景下，公司目前定增预案也存在一定的想象空间。

投资建议

公司公布的业绩快报基本符合我们的预期，目前营业收入逐季回升；目前正在举办的世园会也给公司带来了良好的广告宣传效应。总之，公司业绩趋势得到确认，预计未来经营将持续向好。我们维持2019-2021年EPS为0.20元、0.24、0.30元/股的预测，对应PE为24、20、16倍，维持对公司的“增持”评级和6.4元的目标价。

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、项目推进不及预期

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)	27.05	(388.07)	24.24	20.01	15.96
市净率(P/B)	2.38	2.42	2.20	1.98	1.76
市销率(P/S)	4.42	6.87	4.28	3.41	2.74
EV/EBITDA	27.68	(138.34)	18.84	14.24	11.42

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	4.85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)	2,425.00
流通A股市值(百万元)	2,425.00
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	42.64
一年内最高/最低(元)	5.75/3.70

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-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	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	427.23	180.84	196.46	254.83	189.54	营业收入	549.16	352.79	567.23	710.55	885.91
应收票据及应收账款	429.49	341.38	477.95	390.49	643.07	营业成本	402.98	270.77	413.46	511.97	637.93
预付账款	13.26	30.25	8.09	46.68	29.96	营业税金及附加	1.40	1.26	1.45	1.81	2.26
存货	733.80	797.49	879.41	1,111.60	1,192.03	营业费用	3.50	5.59	3.40	3.55	4.43
其他	89.90	139.02	142.71	205.49	233.59	管理费用	42.87	41.53	39.71	42.63	48.73
流动资产合计	1,693.68	1,488.98	1,704.62	2,009.09	2,288.19	研发费用	8.06	7.62	11.34	14.21	17.72
长期股权投资	0.00	37.73	37.73	37.73	37.73	财务费用	(0.50)	(0.47)	(1.38)	(0.05)	2.00
固定资产	6.35	4.55	27.03	69.59	111.20	资产减值损失	(8.78)	51.24	(6.00)	5.00	6.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.08	0.29	0.27	0.26	0.24	投资净收益	0.67	2.92	4.00	4.00	4.00
其他	101.15	279.02	248.89	266.57	264.45	其他	(1.41)	(6.08)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
非流动资产合计	110.59	321.59	349.92	443.74	485.37	营业利润	100.37	(21.59)	109.25	135.41	170.84
资产总计	1,804.26	1,810.56	2,054.54	2,452.82	2,773.56	营业外收入	3.25	0.07	5.00	3.00	2.69
短期借款	102.45	74.64	50.00	50.00	50.00	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	317.38	211.04	426.79	421.29	673.96	利润总额	103.61	(21.52)	114.25	138.41	173.53
其他	366.03	486.71	441.60	728.46	648.90	所得税	16.21	0.43	17.14	20.76	26.03
流动负债合计	785.85	772.39	918.40	1,199.75	1,372.86	净利润	87.41	(21.95)	97.11	117.65	147.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(2.25)	(15.70)	(2.91)	(3.53)	(4.43)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	89.66	(6.25)	100.03	121.18	151.93
其他	0.00	0.00	1.07	0.36	0.48	每股收益(元)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30
非流动负债合计	0.00	0.00	1.07	0.36	0.48						
负债合计	785.85	772.39	919.47	1,200.11	1,373.34	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(0.70)	34.82	31.91	28.38	23.95	成长能力					
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	营业收入	3.39%	-35.76%	60.79%	25.27%	24.68%
资本公积	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32	营业利润	8.65%	-121.51%	-606.09%	23.94%	26.17%
留存收益	519.11	503.14	603.16	724.34	876.27	归属于母公司净利润	11.82%	-106.97%	-1700.75%	21.14%	25.38%
其他	(24.32)	(24.10)	(24.32)	(24.32)	(24.32)	获利能力					
股东权益合计	1,018.41	1,038.17	1,135.07	1,252.72	1,400.22	毛利率	26.62%	23.25%	27.11%	27.95%	27.99%
负债和股东权益总	1,804.26	1,810.56	2,054.54	2,452.82	2,773.56	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%
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						市盈率	27.05	-388.07	24.24	20.01	15.96
						市净率	2.38	2.42	2.20	1.98	1.76
						EV/EBITDA	27.68	-138.34	18.84	14.24	11.42
						EV/EBIT	28.33	-119.84	19.11	14.64	11.83

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)
经营活动现金流	(76.16)	(154.73)	95.10	134.32	(17.28)
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)
投资活动现金流	102.42	(101.79)	(56.00)	(76.00)	(46.00)
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)
筹资活动现金流	85.17	10.14	(23.47)	0.05	(2.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	111.43	(246.38)	15.62	58.37	(65.28)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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