

“生态+”业务持续推进，订单充足增强业绩弹性

■**事项：**公司发布2018年度报告和2019年1季报，1) 2018年公司实现营业收入12.64亿元，同比增长21.95%；实现归属于上市公司股东的净利润9993.07万元，同比增长-41.45%，基本每股收益0.3元/股。公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.3元（含税）。2) 2019年1季度实现营业收入2.53亿元，同比增长23.96%；实现归属于上市公司股东的净利润2409.15万元，同比增长51.98%，基本每股收益0.07元/股。

■**公司业务收入稳健增长，毛利率下降、资产减值损失、无形资产摊销等大幅增加拖累净利润增速。**公司2018年实现营收12.64亿元，较上年同期增加21.95%。营收增长主要由于市政园林板块、水利工程和管道销售等均呈现快速增长。从业务结构来看，工程收入仍为营收主要来源，实现营收8.45亿元（同比-0.17%），占比达66.84%（同比-14.80pct），其中市政园林、生态旅游景观分别实现营收5.47亿元（同比103.13%）和2.54亿元（-11.59%），占比分别为43.28%（同比17.30pct）和20.08%（同比-7.62pct），道路绿化实现营收0.43亿元（同比-84.82%），占比降至3.40%（同比-23.93pct），主要由于上期占比较高的“清丰县开州路生态绿化工程”本期施工占比较小；地产景观和养护营收规模持续萎缩，2018年合计营收规模仅为0.01亿元，占比为0.08%。期内公司水利工程、管道销售和 design 营收大幅增加，分别为1.68亿元（同比134.51%）、1.55亿元（同比78.47%）和0.11亿元（同比312.89%）。水利工程和 design 营收提升主要受益于2017年公司先后完成了中维国际80%股权和郑州水务60%股权的收购工作，在市政和水利领域培育新的业务增长点，同时增强公司设计领域实力。公司业务结构持续优化，业务重心由传统的地产园林转移至市政园林和生态景观园林，同时拓展至水利工程、文体文旅等多领域核心业务。**净利润增速方面**，报告期内公司归母净利润同比下滑41.45%，我们认为主要为本期主营业务毛利率下降、无形资产摊销费用、财务费用、应收账款坏账准备以及郑州水务商誉减值计提大幅提升所致。2018年公司主要施工项目毛利水平较低，整体毛利率水平下降约3个pct；期内公司取得水利二级、市政一级、公路二级资质等无形资产，相应摊销费用增加；由于借款增加和融资成本上浮，期内财务费用同比增加239.84%；公司资产减值损失为0.64亿元（同比+325.92%），主要包括计提坏账准备0.26亿元和商誉减值计提0.3亿元。分季度来看，2018Q1~Q4分别实现归

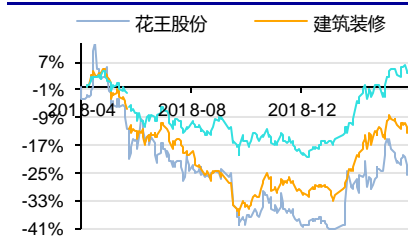
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**12.4元**
股价（2019-04-25）**9.54元**

交易数据

总市值(百万元)	3,253.87
流通市值(百万元)	1,854.21
总股本(百万股)	341.08
流通股本(百万股)	194.36
12个月价格区间	7.81/14.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.54	1.62	-28.01
绝对收益	-4.89	21.68	-27.82

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004

wangxin4@essence.com.cn

010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

- 花王股份：“生态+”模式顺利推进，全产业链布局业绩可期/王鑫 2019-03-01
- 花王股份：良好激励添动力，订单充足助高增/苏多永 2018-02-11

母净利润增速-44.75%、32.29%、241.10%和-98.06%。2019年Q1营收增速持续稳健，同比增速达23.96%，归母净利润增速大幅提升至51.98%。

■**盈利能力有所下滑，期间费用大幅增加。**报告期内，公司综合毛利率为28.98%，较2017年同比下降3.01个pct。主要由于期内主要项目为毛利较低的土建为主基础设施项目，毛利较低的市政园林营收占比提升，毛利相对较高的道路绿化业务本期占比下降，同时由于原材料成本上升和合同变更等原因引起的水利工程毛利率下滑所致。公司市政园林、生态旅游景观、市政道路及绿化、水利工程、管道销售及设计业务毛利率分别为24.02%（同比+8.39个pct）、33.91%（同比+3.76个pct）、56.72%（同比+14.02个pct）、9.99%（同比-30.25个pct）、38.26%（同比-0.92个pct）和46.81%（同比-3.08个pct）。**期间费用方面**，2018年公司销售费用、管理费用、研发费用及财务费用率分别为1.41%（同比+0.70个pct）、8.96%（同比+2.20个pct）、3.91%（同比+3.55个pct）、3.05%（同比+1.95个pct），费用合计占比17.33%（同比+8.40个pct）。根据年报内容，报告期内销售费用（同比+142.80%）大幅增加主要系公司2018年公司合并了郑州水务及中维国际两家控股子公司的销售费用，而上年同期仅合并了2017年11-12月的销售费用所致；管理费用大幅增加（+61.57%）主要系郑州水务及中维国际在报告期内与上年同期的合并期限不一致，同时期内公司因取得水利二级、市政一级、公路二级资质等无形资产，相应摊销费用增加。研发费用增加（同比+1229.18%）是由于期内加大研发投入力度，且2018年之前工程项目研发投入费用在工程成本中归集，2018年将工程项目研发支出纳入研发费用中归集。财务费用大幅增加（同比+239.84%）主要是因为上年同期因募集资金投入使用，银行借款及利息支出较少，而2018年银行借款增加及年度平均融资成本上升所致。2018年净利率水平为8.95%（同比-9.35个pct），盈利能力有所下滑。

■**经营性现金流入增加，货币资金余额增加，应收账款增加，资产负债率提升。****现金流方面**，期内公司经营活动产生的现金流量回正，净额为1.46亿元，同比增加流入321.11%，主要是基于报告期内承接的业务相对毛利较上年同期下降，公司在年度中期调整发展思路，加强内部资金管理，加大了收款力度；投资活动产生的现金流量净额为-3.95亿元，同比增加流出944.33%，主要是期内为推进武汉网安项目实施，公司向联营企业支付资本金所致；筹资活动产生的现金流量净额为4.05亿元，较上年同期流入大幅提升，主要为期内银行借款增加所致。**货币资金方面**，期末公司货币资金余额为3.02亿元，较年初增加130.53%，主要是前述经营活动和筹资活动现金流入增加所致。**应收账款方面**，期内公司应收账款为4.21亿元，较年初增长40.73%，主要是业务规模增长所致。**资本结构方面**，报告期末公司资产负债率为65.85%，较去年同期提升了6.72个pct，主要由于期内公司银行借款增加所致；如考察剔除预收账款后的资产负债率，年末资产负债率为

■**外延并购拓展产业链，订单充足为业绩提供支撑。**2017 年公司先后完成了中维国际 80%股权和郑州水务 60%股权的收购工作，在市政和水利领域培育新的业务增长点，同时增强公司设计领域实力，拓展至产业链前端。公司自 2017 年起根据“生态+文旅”和“生态+文体”的战略理念，不断推进生态建设与文化旅游、体育产业的深度融合，承接了文体、文旅相关的优质 PPP 项目。截至 2018 年 12 月末，公司签订正式合同的重大 PPP 项目有 3 个，项目累计总投资额 127.54 亿元。2018 年新签合同额为 52.34 亿元，同比增加 97.97%，约为 2018 年总营收的 4 倍，公司业务承接能力较强，充足订单增强了公司业绩弹性。公司于 2018 年公布了限制性股票激励计划，并于 2018 年 6 月 5 日完成了限制性股票的首次授予登记工作，向公司 95 人授予 770.20 万股限制性股票，激励对象包括公司公告本激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心人员。限制性股票在 2018-2020 年分年度进行绩效考核解除限售，激励计划的解除限售考核年度为 2018-2020 年，解锁条件苛刻彰显公司的发展信心。

■**估值与投资建议。**预计 2019-2021 年实现营收分别为 16.34 亿元、20.42 亿元和 24.93 亿元，同比增速 29.2%、25.0%和 22.1%；归属于母公司股东的净利润分别为 1.57 亿元、2.05 亿元和 2.56 亿元，同比增速为 57.5%、29.9%和 25.0%；EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.75 元，对应动态 PE 分别为 20.7、15.9、12.7，PB 分别为 2.6、2.3、2.0。公司立足生态园林建设，积极布局文体、文旅市场，同时拓展产业链长度新增水利工程和设计业务，公司订单收入比较高，业绩增长的弹性大，有望借助“PPP”模式，受益生态文明建设政策红利，市占率有望持续增长。维持公司“增持-A”的评级，目标价 12.4 元，对应 2019 年约 26.9 倍 PE。

■**风险提示：**PPP 政策变动、利率上行、应收账款高企、市场调整等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,036.8	1,264.3	1,633.5	2,041.9	2,493.2
净利润	170.7	99.9	157.4	204.5	255.6
每股收益(元)	0.50	0.29	0.46	0.60	0.75
每股净资产(元)	2.89	3.14	3.63	4.19	4.89
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.1	32.6	20.7	15.9	12.7
市净率(倍)	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0
净利润率	16.5%	7.9%	9.6%	10.0%	10.3%
净资产收益率	17.3%	9.3%	12.7%	14.3%	15.3%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%
ROIC	80.6%	168.0%	89.7%	23.2%	43.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,036.8	1,264.3	1,633.5	2,041.9	2,493.2	成长性					
减:营业成本	705.1	897.9	1,168.0	1,462.0	1,785.1	营业收入增长率	102.9%	21.9%	29.2%	25.0%	22.1%
营业税费	7.6	8.1	10.6	13.3	16.2	营业利润增长率	149.7%	-49.8%	127.6%	30.0%	21.4%
销售费用	7.3	17.8	13.1	20.4	24.9	净利润增长率	137.2%	-41.5%	57.5%	29.9%	25.0%
管理费用	73.9	113.3	130.7	171.5	214.4	EBITDA 增长率	114.2%	-9.8%	47.8%	20.6%	17.7%
财务费用	11.3	38.6	43.9	33.0	29.8	EBIT 增长率	117.7%	-14.6%	49.5%	21.9%	18.6%
资产减值损失	15.0	64.0	20.0	20.0	30.0	NOPLAT 增长率	134.6%	-36.0%	73.2%	21.9%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-69.3%	224.6%	371.4%	-36.5%	20.2%
投资和汇兑收益	3.3	34.2	4.0	5.0	4.0	净资产增长率	28.0%	10.0%	15.0%	15.9%	17.0%
营业利润	220.1	110.4	251.3	326.7	396.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	21.4	-25.0	-24.9	-20.0	毛利率	32.0%	29.0%	28.5%	28.4%	28.4%
利润总额	219.9	131.8	226.3	301.8	376.7	营业利润率	21.2%	8.7%	15.4%	16.0%	15.9%
减:所得税	30.1	18.7	56.6	75.5	94.2	净利润率	16.5%	7.9%	9.6%	10.0%	10.3%
净利润	170.7	99.9	157.4	204.5	255.6	EBITDA/营业收入	22.7%	16.8%	19.2%	18.5%	17.9%
						EBIT/营业收入	22.3%	15.6%	18.1%	17.6%	17.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	15	19	13	9	6
货币资金	130.5	301.7	130.7	306.3	299.2	流动营业资本周转天数	32	-34	57	92	63
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	374	407	463	454	431
应收账款	345.1	592.2	633.0	955.2	983.9	应收帐款周转天数	92	133	135	140	140
应收票据	0.6	1.5	14.8	6.2	8.6	存货周转天数	185	186	243	247	226
预付帐款	5.6	6.3	14.4	5.9	20.9	总资产周转天数	715	861	759	666	629
存货	600.7	706.1	1,500.0	1,302.1	1,828.3	投资资本周转天数	56	46	155	168	117
其他流动资产	41.5	129.0	172.0	114.2	138.4	投资回报率					
可供出售金融资产	13.3	19.9	11.0	14.7	15.2	ROE	17.3%	9.3%	12.7%	14.3%	15.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	3.3%	4.9%	5.5%	6.1%
长期股权投资	-	159.4	159.4	159.4	159.4	ROIC	80.6%	168.0%	89.7%	23.2%	43.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	71.7	64.6	54.2	43.7	33.3	销售费用率	0.7%	1.4%	0.8%	1.0%	1.0%
在建工程	11.9	13.9	13.9	13.9	13.9	管理费用率	7.1%	9.0%	8.0%	8.4%	8.6%
无形资产	6.0	28.2	19.9	11.6	3.3	财务费用率	1.1%	3.0%	2.7%	1.6%	1.2%
其他非流动资产	1,383.8	1,414.0	732.4	1,165.4	1,103.9	三费/营业收入	8.9%	13.4%	11.5%	11.0%	10.8%
资产总额	2,610.6	3,436.7	3,455.7	4,098.7	4,608.3	偿债能力					
短期债务	96.5	204.1	386.9	343.6	173.5	资产负债率	59.1%	65.9%	60.9%	61.8%	60.3%
应付帐款	801.0	1,040.7	1,388.9	1,551.4	1,953.7	负债权益比	144.7%	192.9%	156.0%	161.9%	151.7%
应付票据	34.5	88.2	18.5	94.3	51.8	流动比率	0.89	0.94	1.21	1.12	1.22
其他流动负债	326.1	517.6	243.5	410.9	499.1	速动比率	0.42	0.56	0.47	0.58	0.54
长期借款	48.8	280.1	35.9	-	-	利息保障倍数	20.38	5.12	6.72	10.90	14.31
其他非流动负债	236.8	132.4	32.0	133.7	99.4	分红指标					
负债总额	1,543.6	2,263.2	2,105.7	2,533.9	2,777.4	DPS(元)	0.05	-	0.06	0.04	0.05
少数股东权益	79.6	101.1	113.4	135.3	162.2	分红比率	10.2%	0.0%	12.3%	7.5%	6.6%
股本	333.4	341.1	341.1	341.1	341.1	股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%
留存收益	642.9	766.4	895.6	1,088.4	1,327.5						
股东权益	1,066.9	1,173.5	1,350.0	1,564.7	1,830.8						
						现金流量表					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						净利润	189.8	113.2	157.4	204.5	255.6
						加:折旧和摊销	6.3	18.2	18.7	18.7	18.7
						资产减值准备	15.0	64.0	20.0	20.0	30.0
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	12.2	37.9	43.9	33.0	29.8
						投资损失	-3.3	-34.2	-4.0	-5.0	-4.0
						少数股东损益	19.1	13.2	12.3	21.9	27.0
						营运资金的变动	-474.5	-151.8	-274.4	-46.5	-136.6
						经营活动产生现金流量	-65.8	145.6	-26.1	246.5	220.4
						投资活动产生现金流量	46.8	-395.1	99.3	-26.2	-6.9
						融资活动产生现金流量	-74.5	405.5	-244.2	-44.7	-220.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.50	0.29	0.46	0.60	0.75
						BVPS(元)	2.89	3.14	3.63	4.19	4.89
						PE(X)	19.1	32.6	20.7	15.9	12.7
						PB(X)	3.3	3.0	2.6	2.3	2.0
						P/FCF	6.8	10.1	-3.4	5.2	-47.7
						P/S	3.1	2.6	2.0	1.6	1.3
						EV/EBITDA	13.7	8.9	10.1	6.8	5.6
						CAGR(%)	6.0%	35.7%	33.1%	6.0%	35.7%
						PEG	3.2	0.9	0.6	2.6	0.4
						ROIC/WACC	7.8	16.4	8.7	2.3	4.2
						REP	5.4	0.5	0.3	1.5	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
姜东亚		010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034