

拥抱PPP 驶向新蓝海

——铁汉生态（300197）深度报告

2016年10月10日

强烈推荐/上调

铁汉生态 深度报告

报告摘要:

一方面借助PPP机遇提升业绩，另一方面通过“外延+内生”增强核心竞争力，向综合性生态环保平台迈进的逻辑清晰：1) 短期内借助PPP机遇，业绩规模将有大幅提升；2) 中期来看，为快速切入目标市场、补齐所需资质技术，仍将保持积极外延并购的势头；3) 长期目标是打造涵盖环保、园林以及旅游等多业务板块的综合性环保生态平台：

- ◆ **生态园林龙头，亟待“转型升级”。** 11年上市之后公司实现跨越式发展，5年时间内营业收入增长6倍，成为行业龙头。但受困于园林行业景气度下降，近两年增长乏力，亟待转型升级。公司多年来在营销网络、技术研发和人才储备等方面具有深厚底蕴，为再次发展提供了坚实基础；
- ◆ **外部：借力PPP浪潮，迎来业绩高速增长。** 在相关政策高密度落地的大背景下，政府层面对PPP项目推进力度空前，截止到16年6月底，财政部PPP项目库总投资额已达10.6万亿，落地率稳步上升，达23.8%；公司16年已获得订单61.5亿，超过去年全年水平，同时主营业务与PPP主要投资领域高度重合，面对数万亿市场规模，业绩高速增长值得期待。
- ◆ **内部：通过“外延+内生”，增强核心竞争力。** 在借助PPP提升业绩的同时，公司注重自身硬实力培育，通过“外延并购+内生发展”在环保、园林和生态旅游领域多点布局，打造综合性环保生态平台。

公司盈利预测及投资评级。 公司16H1到手订单大概率在16H2及17年转化为营收，业绩加速兑现可期；在手现金充足，资产负债率低；实际控制人持股比例高，外延并购空间大；股权激励和员工持股计划提供了股价安全边际。预测公司16、17、18年营业收入分别为44.29亿元、59.28亿元、78.28亿元，归属净利润分别为7.10亿元、10.01亿元、13.23亿元，每股收益0.47元、0.66元、0.87元，目前股价对应P/E分别为25.39倍、18.02倍、13.63倍。采用P/E估值法，得到可比公司2016年平均P/E为40倍，据此计算公司合理目标价为18.8元。上调至“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,003.09	2,613.27	4,429.07	5,928.49	7,828.06
增长率(%)	34.44%	30.46%	69.48%	33.85%	32.04%
净利润(百万元)	243.59	304.10	712.72	1,004.25	1,327.53
增长率(%)	4.08%	24.84%	134.37%	40.90%	32.19%
净资产收益率(%)	12.07%	9.46%	13.90%	18.17%	21.91%
每股收益(元)	0.48	0.39	0.47	0.66	0.87
PE	24.73	30.44	25.39	18.02	13.63
PB	2.96	2.96	3.53	3.27	2.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojis@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

联系人：于洋

Tel:010-66555445 yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人：刘博

Tel:010-66555481 liubo_yjs@dxzq.net.cn

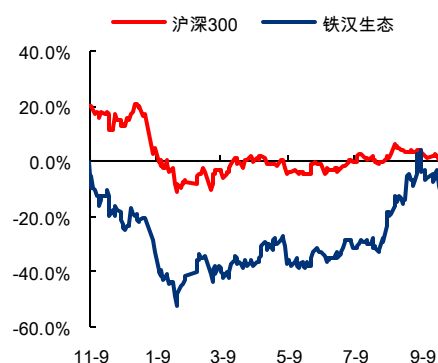
联系人：庞天一

Tel:010-66554128 pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	11.13-24.02
总市值(亿元)	169.14
流通市值(亿元)	87.78
总股本/流通A股(万股)	151965/78872
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.38

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《铁汉生态（300197）2016年中报点评：受益PPP业绩高速增长继续》
- 2、《水处理行业深度报告：海绵城市渐入佳境，膜法水处理大有可为》

目 录

1. 生态园林龙头，期待“转型升级”	4
1.1 经历十余年快速成长，现受困于行业增速放缓.....	4
1.2 公司底蕴深厚，为再次起航奠定坚实基础.....	6
1.3 万事俱备借 PPP 东风，二次发展值得期待.....	8
2. 把握 PPP 红利，迎来二次发展机遇	9
2.1 PPP 模式获政策青睐，项目推进加速.....	9
2.2 PPP 热潮背后的深层逻辑.....	11
2.3 公司主业与 PPP 项目投资领域高度一致.....	12
2.4 公司已经在 PPP 领域崭露头角.....	13
3. “外延并购+内生发展”巩固自身硬实力	15
3.1 通过高频率收购积极布局环保领域.....	16
3.2 通过行业并购及商业模式创新夯实园林主业.....	18
3.3 增资幸福天下，加码生态旅游.....	21
4. 综合性生态环保平台起航，驶入快速成长新蓝海	22
4.1 借 PPP 机遇转型升级逻辑清晰.....	22
4.2 “订单”逐步落地，“业绩”释放将加速.....	22
4.3 在手现金充足，资产负债率低.....	22
4.4 实际控制人持股比例高，未来融资并购空间大.....	23
4.5 定增及股权激励为股价提供安全边际.....	23
4.6 盈利预测及估值.....	24
5. 风险提示	25

表格目录

表 1: 公司在广东、湖南、贵州等省份具有很强的市场拓展能力和客户资源.....	6
表 2: PPP 相关政策一览.....	9
表 3: 公司 15 年、16 年重大项目信息统计.....	13
表 4: 广州环发环保领域专业资质及业绩项目.....	16
表 5: 广州环发并购业绩承诺.....	17
表 6: 北京盖雅在环保领域拥有多项技术和专利.....	18
表 7: 星河园林并购业绩承诺.....	19
表 8: 公司营业收入-成本预测.....	22
表 9: 公司资产负债率处于较低水平.....	23
表 10: 实际控制人持股比例较高，未来融资并购存较大空间.....	23
表 11: 2015 年至今定向增发情况.....	24
表 12: 16 年初员工持股计划情况.....	24
表 13: 采用 P/E 估值法得到可比公司平均 P/E 为 40 倍.....	24
表 14: 公司盈利预测表.....	26

插图目录

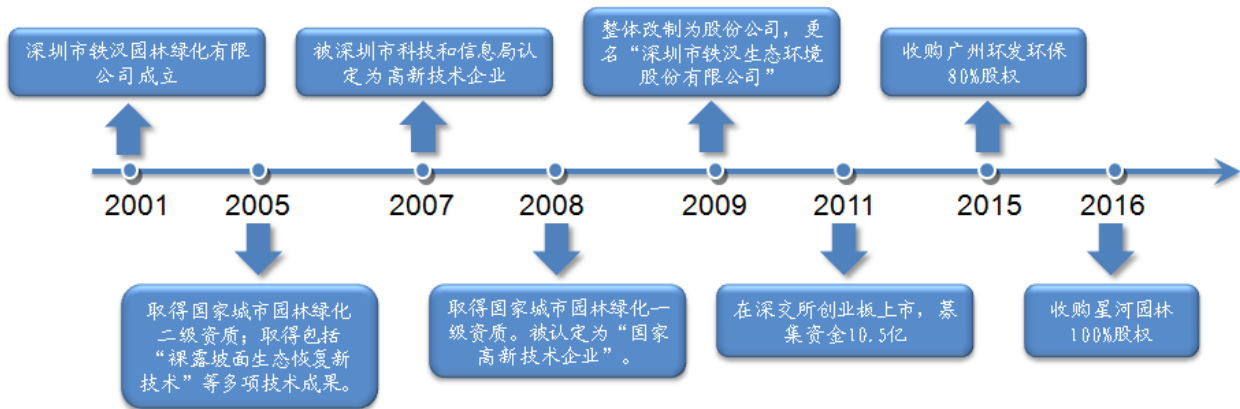
图 1: 铁汉生态发展大事记.....	4
图 2: 房地产开发投资完成额实际累计同比	5
图 3: 商品房销售面积和销售额累计同比	5
图 4: 房屋新开工面积累计同比.....	5
图 5: 40 大中城市土地购置面积累计同比	5
图 6: 受园林业务影响公司增长放缓.....	6
图 7: 全国设立 25 家分公司, 5 个苗木基地.....	7
图 8: 铁汉生态核心技术体系	7
图 9: 铁汉生态专家团队.....	8
图 10: 1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目数对比.....	10
图 11: 1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目投资额对比.....	10
图 12: 1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目落地率.....	11
图 13: GDP 年度增速持续放缓.....	11
图 14: 10 年期国债收益率持续下行.....	11
图 15: 进入 2016 年之后, 民间固定资产投资增速下降明显	11
图 16: 6 月末 PPP 项目投资额行业分布 (上) 与 6 月末市政工程类项目投资额分布 (下)	13
图 17: PPP 类项目对业绩拉动明显	15
图 18: “外延并购+内生发展” 巩固自身硬实力.....	16
图 19: 2015 年中国水业十大影响力企业	17
图 20: 星河园林主要项目案例	19
图 21: 爱淘苗苗木交易电子商务平台	20
图 22: 防篡改式二维码树牌	21
图 23: 铁汉一方垂直绿化项目案例	21
图 24: 幸福天下“玫瑰海岸”项目	21
图 25: 幸福天下“玫瑰小镇”项目	21
图 26: “订单” 逐步落地, 业绩兑现将加速	23
图 27: 在手现金充沛, 处于历史较高水平	23

1. 生态园林龙头，期待“转型升级”

1.1 经历十余年快速成长，现受困于行业增速放缓

公司成立于 2001 年，主要业务为园林绿化和生态修复。经过多年发展，公司先后取得园林绿化一级资质，被认定为国家高新技术企业，并于 2009 年 9 月整体改制为股份公司，更名“深圳市铁汉生态环境股份有限公司”。

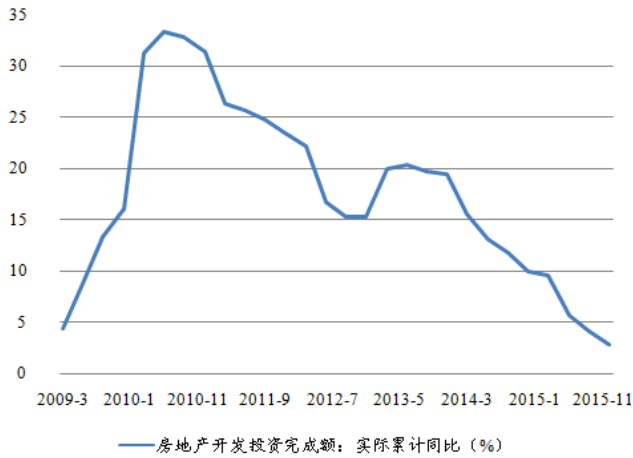
图 1：铁汉生态发展大事记



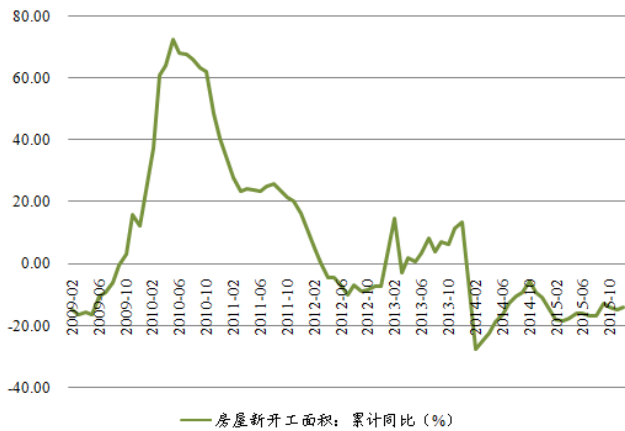
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司于 2011 年成功在深交所创业板上市后进入快速增长期。2011 年上市募集资金 10.5 亿，公司成长明显加速，营业收入自 2010 年的 4 亿迅速增长至 2015 年的 26 亿，增长 6 倍，归母净利润从 6500 万增长至 3 亿。凭借其资金、技术和施工经验优势，专注于园林绿化和生态修复两条主线，成长为生态园林行业的龙头企业，并塑造了优质的品牌形象。

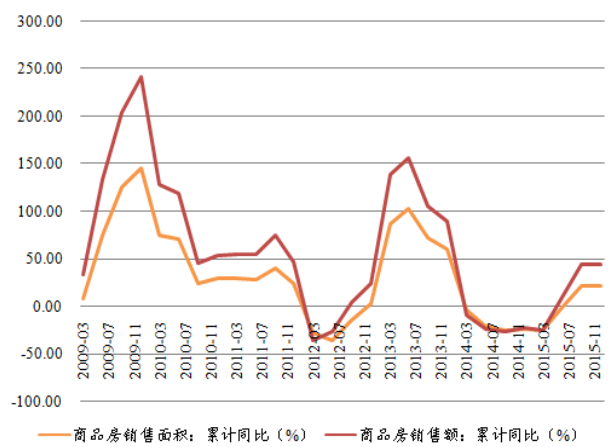
但近两年，由于房地产投资放缓，商品房销售面积及销售额、房屋新开工面积以及房地产企业土地购置面积等指标均呈下滑趋势，作为房地产的直接下游行业，园林行业景气度下降。公司园林绿化工程业务增幅出现显著下降，影响了整体业绩增速。

图 2：房地产开发投资完成额实际累计同比


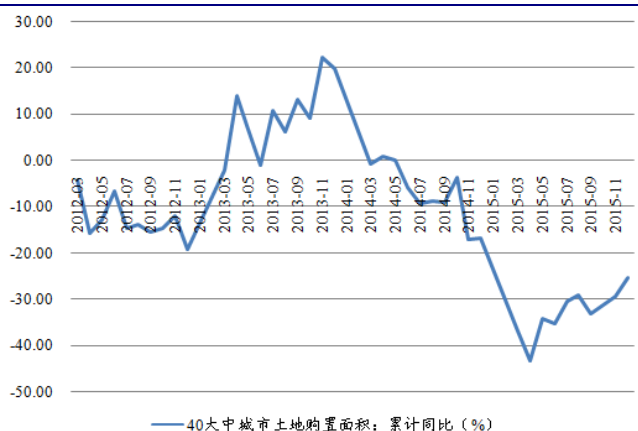
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：房屋新开工面积累计同比


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3：商品房销售面积和销售额累计同比


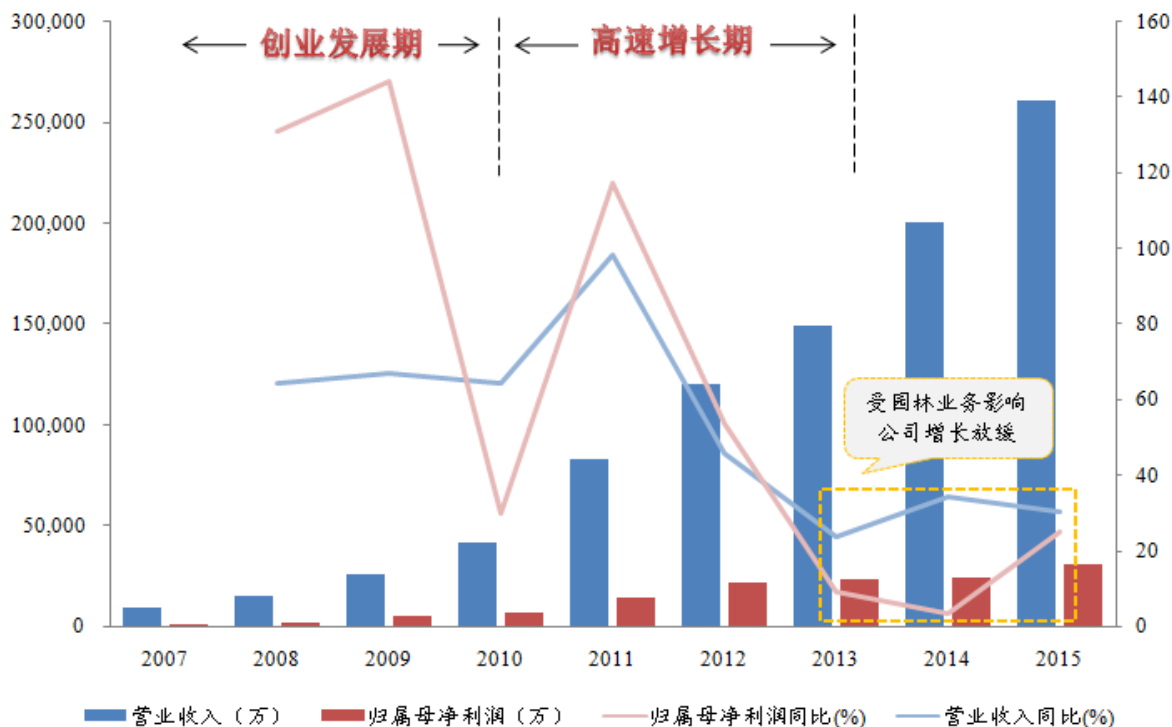
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：40 大中城市土地购置面积累计同比


资料来源：Wind、东兴证券研究所

概括起来，从 2001 公司成立至今的 15 年发展历程里，铁汉生态经历了踌躇满志的创业发展期和上市之后的快速增长期。但近两年由于受困于园林行业市场景气度下降，公司增长进入瓶颈时期，寻求新的增长机会成为当务之急。

图 6: 受园林业务影响公司增长放缓



资料来源: Wind、东兴证券研究所

1.2 公司底蕴深厚，为再次起航奠定坚实基础

虽然近两年发展增速有所放缓，但经过多年发展公司已经在营销网络、技术研发和人才储备等方面积累了丰富的资源，为公司的“转型升级”再次起航奠定了坚实基础。

- ◆ **营销网络:** 公司已经在全国 20 多个省份累计完成 800 多个园林与生态修复工程项目；设立了 25 家分公司，以及 5 个苗木基地，具备强大的跨区域施工能力和工程经验。之前的项目主要集中在市政园林领域，绝大多数客户是各级地方政府及主管部门，与 PPP 项目的目标客户高度重合。因此，我们认为 EPC 和 BT 时代积累的大量客户资源及营销渠道将为公司 PPP 项目的拓展提供有力支持。我们对 11 年到 16 年 9 月底公告的重大项目信息进行分类汇总，可以看出广东、湖南、贵州等省份的项目比较集中，公司在这些区域拥有强大的市场拓展能力和客户资源。

表 1: 公司在广东、湖南、贵州等省份具有很强的市场拓展能力和客户资源

省份	项目个数	项目金额(亿元)	地级行政单位	项目个数	项目金额(亿元)
广东	11	42.4	珠海	3	6.78
			梅州	5	24.29
			深圳	1	1.77
			汕尾	1	5.96
			肇庆	1	3.6
贵州	11	68.33	遵义	2	6.52

			黔东南州	4	33.2
			黔西南州	1	4.28
			六盘水	4	24.33
湖南	6	22.48	长沙	1	8.8
			衡阳	1	3.6
			郴州	3	8.38
			常德	1	1.7
江苏	2	10.8	南通	1	2.8
			宿迁	1	8
山东	2	13.56	潍坊	1	7.76
			滨州	1	5.8
海南	2	15.88	海口	2	15.88
云南	1	2.79	昆明	1	2.79
四川	1	1.55	雅安	1	1.55
新疆	1	2.5	伊宁	1	2.5
湖北	1	2.5	襄阳	1	2.5
北京	1	1.14	通州	1	1.14
甘肃	1	3.4	兰州	1	3.4

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

◆ **技术研发:** 公司一直以来将微观的生态修复技术与大维度的工程施工能力相结合形成了独特优势。另外, 公司以抗逆植物研发为抓手, 以关键技术为切入点, 从最初的边坡和矿山修复, 扩展到市政园林建设, 逐步建立了以边坡修复、矿山修复、水环境修复、场地污染修复、立体绿化、海绵城市建设和资源循环利用为核心的技术体系。我们认为公司在技术研发方面的优势与“海绵城市”、“黑臭水体治理”、“综合水环境治理”等当下 PPP 项目的重点投资方向高度重合, 为项目承接打下坚实基础。

图 7: 全国设立 25 家分公司, 5 个苗木基地



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 8: 铁汉生态核心技术体系



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

◆ **人才储备:** 公司主要创始人刘水、张衡、陈阳春均为景观生态学相关专业毕业, 既是技术专家, 也是管理团队核心成员, 自创业以来铁汉生态已经打造了一支高素质的管理团队, 这为公司的长期稳定发展提供了保证; 同时, 公司还通过完善的薪酬体制以及自身品牌形象, 吸引行业内一流专家以多种形式加盟公司、参与项目合作, 保证了项目质量和公司研发能力; 在人才培养方面, 通过“雏鹰计划”、“技能比武”、“设计大赛”、“MTP”、“EDP”分别为实习生、项目基层员工、设计师、中层干部及高管人员量身定制其培训和成长计划, 打造适应公司长远发展的人才梯队, 为持续稳定发展提供了人才保障。

图 9: 铁汉生态专家团队

 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 1977年毕业于北京大学地质地理系, 1981年、1984年获美国堪萨斯大学硕士、博士学位。 ◆ 北京大学城市与环境学院副院长、教育部长江特聘教授, 中国地理学会环境地理专业委员会主任、国际环境毒理与化学学会亚太分会主席、ES&T顾问编委、IEAM副主编及EP、JEGH等国际刊物编委。 ◆ 合作领域: 有机污染物控制 							
 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态科研专家 ◆ 长江学者、国家杰出青年基金获得者 ◆ 合作领域: 环境微生物资源开发与污染治理 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态科研专家 ◆ 美国犹他大学环境工程博士, 北京大学工学院院长和环境学院特聘研究员 ◆ 合作领域: 土壤污染治理 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态科研专家 ◆ 合作领域: 植物筛选、边坡修复 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态科研专家 ◆ 北京林业大学教授、博导, 中国南方水保研究会副理事长 ◆ 合作领域: 水土保持 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计院首席规划师 ◆ 代表作: 深圳锦环中学、雅安碧峰峡提升设计 (受到宋德基总理的好评)、安徽大通乡村世界、四川大英死海、山东威海度假区等。 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计院首席设计师 景观游憩分院院长 ◆ 代表作: 香港海洋公园、深圳东部华侨城、深圳世界之窗、珠海圆明新园等。 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计院首席设计师 ◆ 代表作: 法国勒阿弗尔市海滨公园、Pantin市公园、Dunkerque市滨海景观、青岛北岭山森林公园等。 	
 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态副总兼景观设计院长 ◆ 代表作: 中海华庭、中海怡翠、阳光棕榈园、蔚蓝海岸、深业花园、皇御国际、观澜高尔夫大宅、翡翠湾、地王大厦、麒麟山庄、海上田园、观澜湖深圳酒店会所、东莞酒店会所、紫光会所、海南酒店会所、海南火山矿度假区、深圳大通、惠州市后花园... 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计院副院长 ◆ 代表作: 深圳湾滨海大道及红树林海滨生态公园景观设计, 龙涛十六号湾畔景观提升, 今日中央公园概念性规划设计, 广州科学城中心公园 (首期) 一期湿地公园环境景观设计, 东莞市东莞大道、珠海市2013年景观绿化提升... 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态北京分院院长 ◆ 代表作: 河南嵩山少林寺风景区核心区景观设计, 山东日照海滨公园景观设计, 中国海洋馆参观馆中心环境景观设计, 新疆伊宁市后滩湿地公园景观设计, 威海石家湾景区规划, 北京顺义区大北河新农村景观规划设计... 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计总监、资深游憩设计师 ◆ 经典作品: 香港礼顿山、香港迪士尼、北京棕树岭、青岛中轴公园、杭州千岛湖开元度假村、深圳黄埔雅苑、深圳星河系列 (星河丹堤、coco park) 等。 	 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 铁汉生态设计总监 ◆ 经典作品: 菲律宾宿务岛度假村—波罗点、菲律宾宿务岛度假村—黎刹、梅里外外国语学校、扬中滨江大道概念景观、苏州太湖国家旅游度假区绿廊景观、云浮西江新城水景中轴及滨江公园城市 (景观) 等。 			

资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

1.3 万事俱备借 PPP 东风, 二次发展值得期待

虽然近年来园林市场景气度下降, 但公司一直凭借其深厚底蕴和品牌优势, 积极寻找新突破口, 谋求“转型升级”。自 2015 年下半年开始, 凭借在营销、技术和人才方面的积淀, 公司在 PPP 项目领域迅速发力, 订单数量和数额快速增长, 项目范围也扩展至“水环境综合治理”等领域。我们认为公司借助 PPP 机遇, 进行转型升级、打造综合性生态环保平台的意图明显、思路清晰, 同时发展方向与国家积极倡导的“海

绵城市建设”、“黑臭水体治理”等高度契合，二次发展值得期待。

2. 把握 PPP 红利，迎来二次发展机遇

2.1 PPP 模式获政策青睐，项目推进加速

PPP 模式推进力度空前，相关政策高密度出台。2014 年财政部正式提出 PPP 概念，15 年相关政策进入高密度发布期，顶层设计逐步完善，进入 2016 年之后，项目操作、融资机制、财政预算、项目评价等方面的详细指导规范逐步落地，相关立法稳步推进，PPP 模式进入加速落地时期。

表 2：PPP 相关政策一览

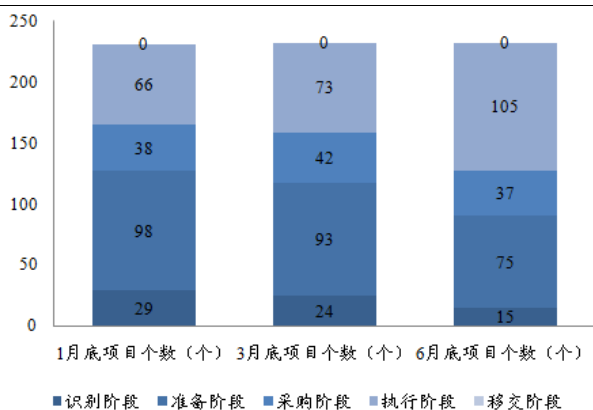
发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2014 年 9 月	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》 财金[2014]76 号	正式提出“政府和社会资本合作（Public-Private Partnership,PPP）”的标准说法，就 PPP 模式发布的框架性指导意见。
2014 年 10 月	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》 国发〔2014〕43 号	推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。
2014 年 11 月	财政部	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》 财金〔2014〕113 号	对于投资较大、需求稳定、价格调整机制灵活、市场化程度较高的基建及公共服务类项目，宜采用政府和社会资本合作模式。
2014 年 11 月	国务院	《国务院关于加强重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》 国发〔2014〕60 号	在生态环保、农业和水利工程、市政基础设施、交通、能源设施、信息和民用空间基础设施、社会事业等七大领域引入社会资本。
2014 年 12 月	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》 发改投资[2014]2724 号	PPP 模式主要适用于政府负有提供责任又适宜市场化运作的公共服务、基础设施类项目。各地的新建市政工程以及新型城镇化试点项目，应优先考虑采用 PPP 模式建设。
2015 年 2 月	财政部	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》 财建〔2015〕29 号	规范 PPP 项目在项目发起、物有所值评价、财政承受能力验证、合作伙伴选择、收益补偿机制确立、项目公司组建、合作协议签署、绩效评价等操作过程。加强与开发银行等金融机构的沟通合作，及时共享 PPP 信息。各地发改委要加强协调，积极引入各类市场主体，灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立期限匹配、成本适当以及多元可持续发展的 PPP 项目资金保障机制。
2015 年 3 月	发改委、国开行	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》 发改投资[2015]445 号	要求财政部门在识别和测算 PPP 项目全生命周期过程的财政支出责任后，采用定量和定性分析方法进行财政承受能力评估。“通过论证”的项目，各级财政部门应当在编制年度预算和中期财政规划时，将项目财政支出责任纳入预算统筹安排。
2015 年 4 月	财政部	《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》 财金[2015]21 号	

2015年4月	发改委、财政部、住建部、交通运输部、水利部、人民银行	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》 第25号	界定了特许经营的定义、适用范围、合作形式和期限,重点强调了财政预算制度对于特许经营活动的约束、项目前期融资方案的制定和创新融资渠道,并规定绩效评价强化对项目运营的监管。
2015年5月	财政部、发改委、人民银行	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》 国办发〔2015〕42号	对实施过程中的总体要求、制度体系、实施路径、政策保障、组织实施进行了详细的说明,放开了融资平台参与地方政府PPP项目的限制。
2015年12月	财政部	《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》 财库〔2014〕215号	出台示范项目以奖代补政策。
2015年12月	财政部	《PPP物有所值评价指引(试行)》 财金〔2015〕158号	规定拟采用PPP模式实施的项目应在项目识别或准备阶段开展物有所值评价。
2016年7月	财政部	《政府和社会资本合作项目财政管理办法》(征求意见稿)	对PPP的投资、国有土地、国有资产与资源、PPP纳入预算支出、以及对地方政府监督都做了详细的规定。
2016年7月	发改委	《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》 发改投资〔2016〕1744号	对抓好项目准备、加强项目联审、扎实做好项目决策、建立合理投资回报机制、促进项目规范实施、构建多元化退出机制、积极发挥金融机构作用、鼓励引导民间投资和外商投资、优化信用环境等9个方面做出具体工作部署。

资料来源: 国务院、国家发改委、财政部网站, 东兴证券研究所

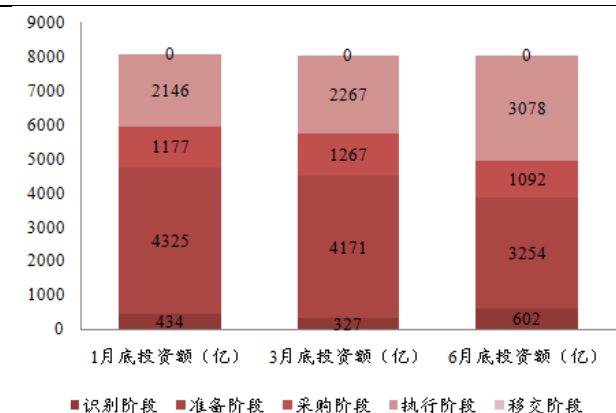
PPP项目推进逐渐加速。财政部PPP项目平台数据显示,截止到6月底,财政部两批示范项目共232个,总投资8025亿,其中执行阶段项目105个,总投资额3078亿元,落地率48.4%(项目落地率,指执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交4个阶段项目数总和的比值),**项目落地呈加速趋势。**从全国情况来看,地方PPP项目需求不断加大,6月底全部入库项目9285个,总投资10.6万亿,其中执行阶段项目619个,总投资额已达1万亿元,落地率23.8%,与3月末相比,入库项目正在加速落地,落地率稳步提升。

图 10: 1月末、3月末、6月末各阶段示范项目数对比

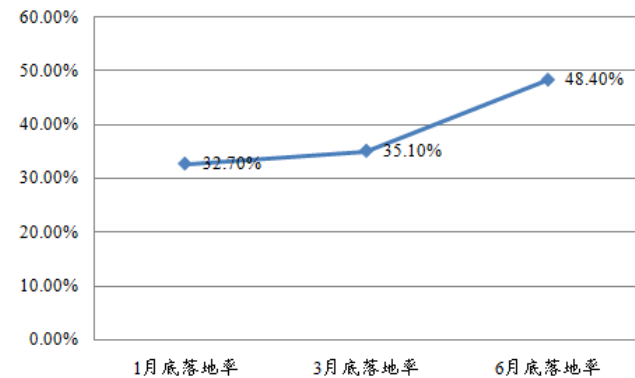


资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

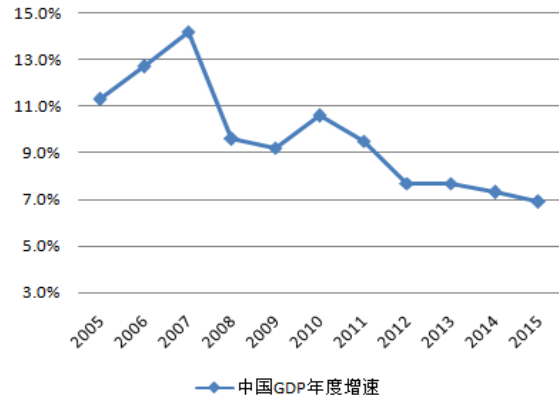
图 11: 1月末、3月末、6月末各阶段示范项目投资额对比



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 12: 1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目落地率


资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 13: GDP 年度增速持续放缓


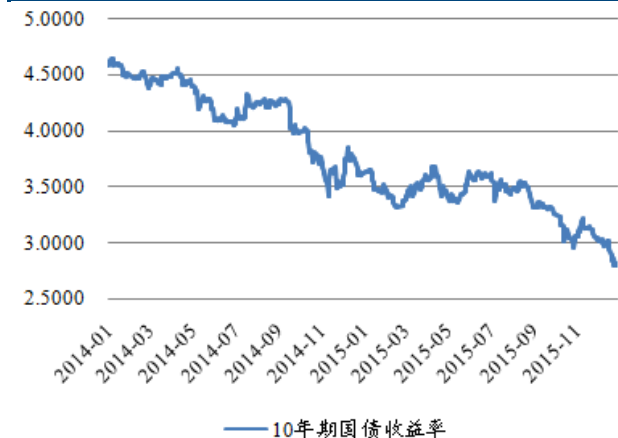
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2.2 PPP 热潮背后的深层逻辑

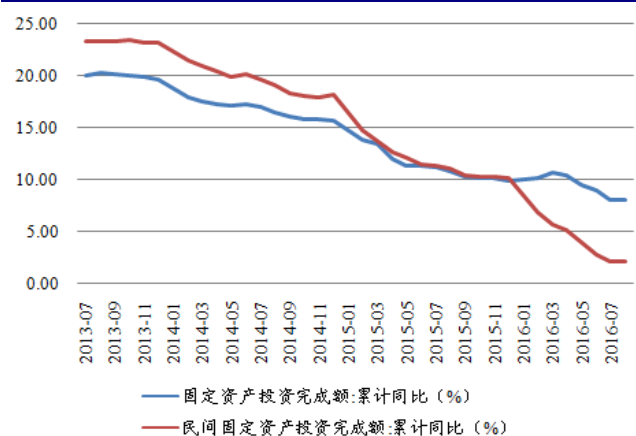
随着相关政策高密度落地, 项目加速推进, 进入 6 月之后资本市场的关注度也大幅提升, PPP 相关板块表现活跃。我们认为 PPP 热潮背后有以下几条逻辑主线作为支撑:

基建投资是缓解经济下行的重要抓手。 目前经济下行压力仍然较大, 在 GDP 增速持续走低, 老百姓消费欲望不强, 出口不景气的大背景下, 作为三驾马车中最后一驾, “投资”搞基建仍然是政府拉动经济的主要手段。而 PPP 模式由于具有将流动性直接引导至项目层, 以及降低地方政府债务风险的优点, 仍将获得政府层面的全力推进。

政府层面期待通过 PPP 激活民间投资。 从数据来看, 进入 2016 年之后, 民间固定资产投资增速下降明显, 与固定资产投资增速形成剪刀差。究其原因, 除了传统制造业和房地产行业不景气外, 民间投资领域受限制难逃其咎。采用 PPP 模式可以在基建领域引入民间资本, 既可以解决地方政府资金不足的问题, 又可以扩大民间投资目标范围。

图 14: 10 年期国债收益率持续下行


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 15: 进入 2016 年之后, 民间固定资产投资增速下降明显


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

PPP 肩负地方政府融资任务。 截止至 2015 年底, 全国地方政府负有偿还责任债务余

额约 15.6 万亿，省均负债 5042 亿元，而 2014 年全年的全国地方财政收入仅为 7.6 万亿，地方政府债务压力巨大；另一方面，国务院 43 号文要求“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。”长久以来地方政府城市基建项目所依仗的城投公司模式面临“断奶”。PPP 将成为地方政府融资的重要方式。

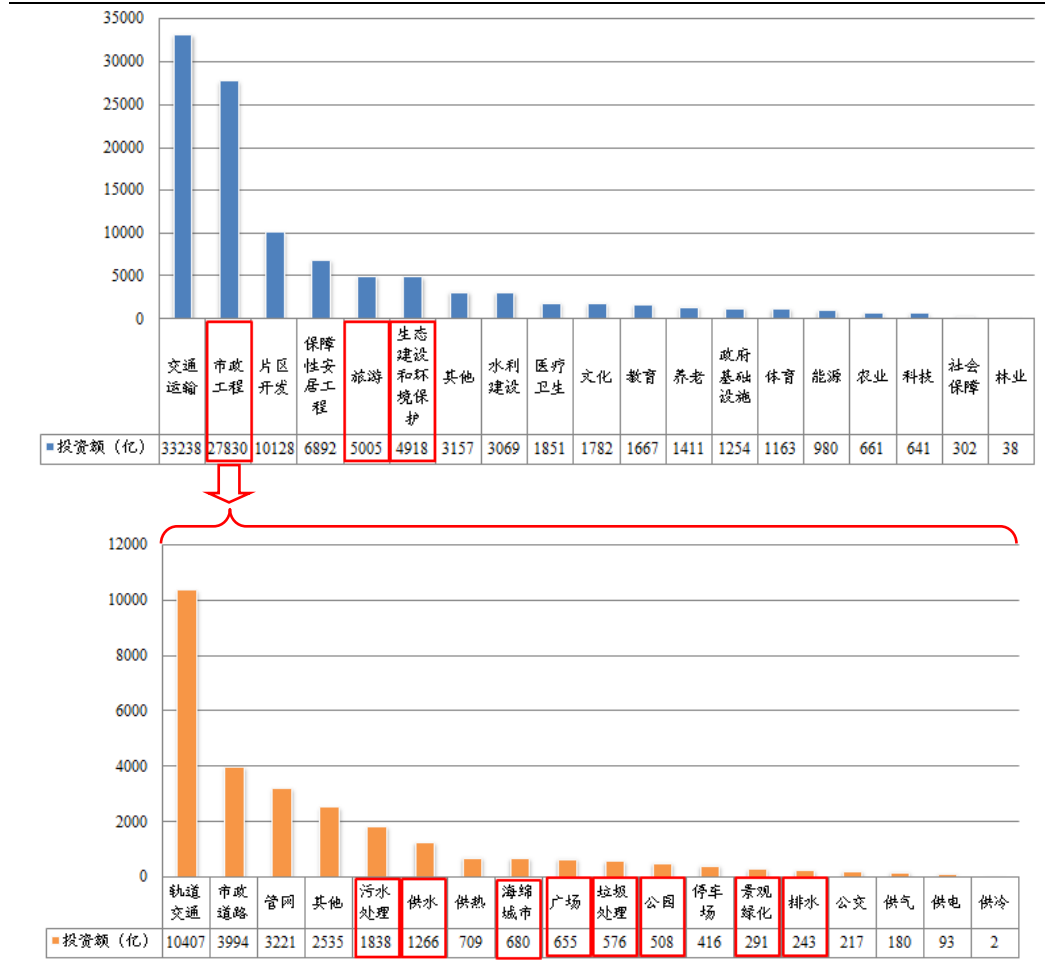
无风险利率下行，PPP 项目获投资者青睐。PPP 项目推行初期，由于其投资周期长、收益率低、配套政策较少等因素，出现了“上热下冷”的情况，民间资本的参与热情不高。但在当前的宏观经济背景下，无风险利率持续走低使得投资者更加青睐收益确定的低风险标的。而目前进行中的 PPP 项目大多数为基建类项目，符合投资者低风险偏好的需求，同时再加上政府信用作为背书，其配置价值逐渐显露。

2.3 公司主业与 PPP 项目投资领域高度一致

对财政部 PPP 项目平台数据进行梳理，截止到 16 年 6 月底，从项目投资额角度统计，交通运输、市政工程、片区开发、保障性安居工程、旅游、生态建设和环境环保等几个一级行业类别分别以 31%、26%、9%、6%、5%、5% 的占比位居前列；从项目数量角度进行统计，占比前 5 位的一级行业类别是市政工程、交通运输、片区开发、旅游和生态建设和环境保护，所占比例分别为 35%、12%、6%、5%、5%。另外，还可以对市政工程类 PPP 项目进一步进行细分，可以看出污水处理、市政道路、供水、垃圾处理、供水等二级行业类别是其主要组成部分。综上所述，目前 PPP 项目库中的项目所属行业集中度较高，市政、交通、生态、环保等基础设施和社会公用事业领域是 PPP 项目的主要投资方向。

铁汉生态主营业务涵盖园林绿化、生态修复、水环境治理、土壤修复以及海绵城市建设等，与目前 PPP 项目的重点投资领域高度重合，我们认为这将为公司业绩高速增长带来充足空间。将相关类型 PPP 项目（图中红色方框标出）6 月末的投资额进行加总匡算，可以看出公司主业所涉及领域的 PPP 项目总投资额约为 1.6 万亿，市场空间巨大。

图 16: 6 月末 PPP 项目投资额行业分布 (上) 与 6 月末市政工程类项目投资额分布 (下)



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

2.4 公司已经在 PPP 领域崭露头角

迅速抢占 PPP 市场, 订单数额大幅提升。15 年年底公司与广东梅州嘉应新区管委会就剑英湖片区改造项目签订了第一个 PPP 类项目合同, 自此之后在 PPP 领域的推进速度逐步加快。受益于在 PPP 领域的良好表现, 公司 16H1 中标项目大幅增加。对所公告的项目中标信息进行梳理可以看出, 整个 2016H1 公司中标项目总金额为 57.5 亿, 这一数据基本上与 15 年全年中标金额 58.9 亿持平。与此同时, 15H2, 16H1 中标的 PPP 项目金额分别占当期中标总金额的 85% 和 69%, PPP 类项目对公司业绩拉动效应显著。

表 3: 公司 15 年、16 年重大项目信息统计

省份	地级行政区划	项目模式	中标时间	签约时间	工期	金额 (亿)	项目名称
贵州	六盘水	融资	2015.1.1 3	2015.11. 3	365 日历天	5.18	贵州六盘水钟山区大河经济开发区鱼塘西路建设工程

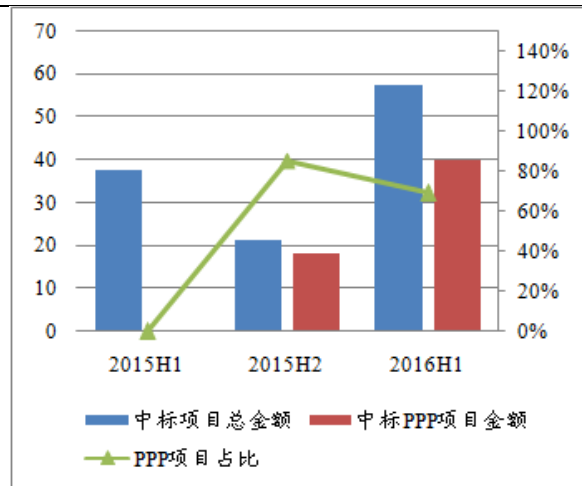
贵州	黔西南	融资	2015.1.1 6	2015.1.2 8	180 日历天	4.28	兴义市北环线道路工程(二标段)施工项目
贵州	黔南州	融资	2015.2.3	尚未签署	3 年	23	贵州省瓮安县环境工程项目
湖南	常德	施工	2015.4.1 5	2015.6.2 5	300 日历天	1.7	湖南常德桃花源坑水溪故道水利综合整治工程—故渊湖、龙潭园林景观工程
甘肃	兰州	施工	2015.4.2 1	2015.7.1 7	720 天	3.4	兰州高新技术产业开发区七里河区彭家坪中央生态公园项目设计施工总承包
贵州	黔南州	施工	2015.7.2 0	2015.8.1 0	90 日历天	3.1	杉木湖中央公园建设项目、都匀经济开发区环西线北段(K3+400~K4+900)建设工程设计施工一体化
广东	珠海	PPP	2015.10. 19	2016.1.1 5	120 日历天	1.44	珠海市斗门区环境保护局莲洲镇、乾务镇农村湿地生态园及其配套管网工程(设计、施工、运营)总承包
广东	梅州	PPP	2015.11. 11	2015.12. 8	2 年	8	梅州市江南新城棚改区剑英湖片区改造项目“PPP+政府购买服务”
湖南	长沙	PPP	2015.12. 2	尚未签署	4 年	8.8	湖南长沙现代农业成果展示区 PPP 项目
广东	梅州	ppp	2016.1.1 2	2016.6.1 3	2 年	8.82	梅县新城棚户区改造和大沙河唇亲水公园二期工程 PPP 项目
广东	汕尾	PPP	2016.1.4	2016.3.1 8	487 天	5.96	深汕特别合作区汕美生态文化谷开发、建设和运营 PPP 项目
广东	深圳	PPP	2016.2.2 3	2016.3.2 6	265 日历天	1.77	香蜜公园建设工程-园区建筑安装和园区建设工程
四川	雅安	ppp	2016.2.2 9	2016.4.2 9	18 个月	1.55	四川省雅安市汉源县城乡规划建设和社会保障局汉源县环湖路边坡生态修复工程 PPP 项目
广东	肇庆	施工	2016.4.8	尚未签署	24 个月	3.6	鼎湖区河涌水环境综合整治项目勘测设计采购施工总承包(EPC)
山东	滨州	ppp	2016.5.1 1	2016.7.2 6	10 年(含建设期)	5.8	滨州经济技术开发区狮子刘片区及黄河古村风情带乡村旅游 PPP 项目合同
贵州	黔南州	施工	2016.5.2 5	2016.6.1 6	180 日历天	2.1	贵州省黔南州长顺县麻线河河道治理工程(一期)设计施工总承包
海南	海口	PPP	2016.5.3 0	尚未签署	18 个月	6.3	海口市响水河、红城湖等 4 个水体水环境综合治理 PPP 项目
海南	海口	PPP	2016.5.3 0	尚未签署	18 个月	9.58	海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目
贵州	黔南州	EPC	2016.5.4	2016.7.2 0	120 日历天	5	贵州省黔南州平塘县克度天文科普旅游特色小镇建设工程设计施工总承包
贵州	六盘水	施工		2016.5.5	30 个月	4.5	六盘水大河经济开发区天源洞市政公园和湖景观道及德湖景观大建设工程项目

贵州	遵义	施工	2016.6.2 3	2016.7.2 9	12 个月	2.52	凤冈县龙潭河县城河段治理工程勘测设计施工总承包
贵州	遵义	施工	2016.9.2 0	尚未签署	365 日历天	4	遵义市新蒲新城人民公园附属道路及中轴线市政景观工程一标段

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

经营范围逐渐拓展。另外, 从项目类型上来看, 公司中标项目类型也逐渐从相对单一的“边坡修复”、“道路景观”类项目拓展至“水环境综合治理”、“生态公园”等综合性更强的大型生态环保项目。我们认为随着在并购领域的动作逐步落实, 公司项目承接能力将会进一步加强, 借助 PPP 尝试新型项目拓展经营空间的意图明显。

图 17: PPP 类项目对业绩拉动明显



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

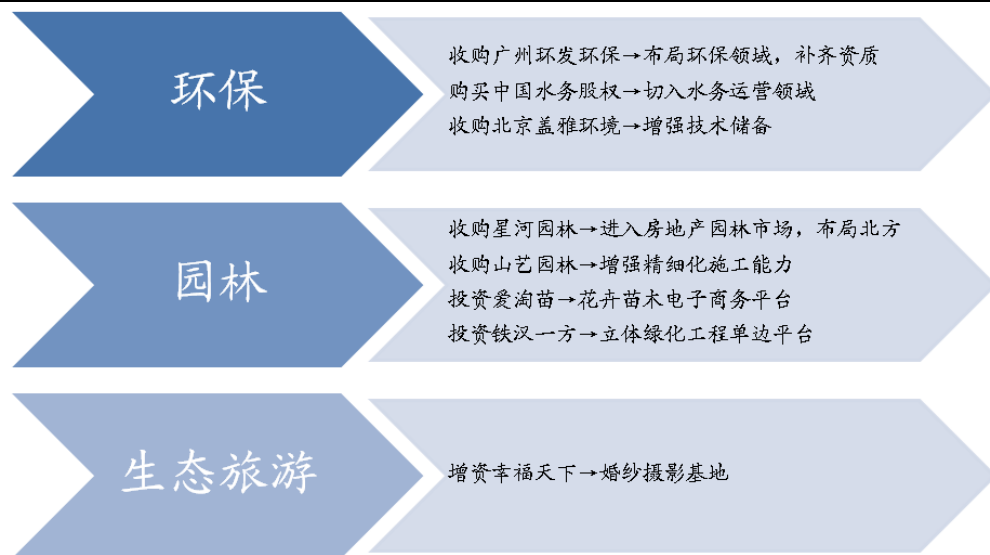
借力 PPP 浪潮, 培育自身实力, 高速增长值得期待。公司利用营销、技术和人才等方面积累的行业龙头优势在 PPP 大潮兴起之时打了一场漂亮的开局之仗。对于未来的发展, 除了借力 PPP 模式这一外部机遇以外, 公司同样注重自身综合实力培育, 通过“外延+内生”打造综合性生态环保治理平台, 为高速增长打下坚实基础, 下文将对这一部分内容进行介绍。

3. “外延并购+内生发展”巩固自身硬实力

公司在 PPP 项目领域顺应趋势快速推进的同时, 同样注重自身硬实力建设, 通过“外延并购+内生发展”巩固主营业务:

- ◆ 1) 通过收购环保领域公司以期获得所需资质和技术, 迅速切入环保领域;
- ◆ 2) 通过商业模式创新以及行业并购, 巩固公司在园林领域的龙头地位;
- ◆ 3) 通过与商业伙伴合作, 进行生态旅游领域的投资布局。

图 18：“外延并购+内生发展”巩固自身硬实力



资料来源：公司公告，公司官网，网络资料，东兴证券研究所

3.1 通过高频率收购积极布局环保领域

收购广州环发，打响布局环保板块第一枪。公司于 2015 年 8 月以自筹资金 9600 万收购广州环发环保 80% 股权。广州环发是一家集环评咨询、环保工程设计施工运营于一体的综合性环保公司，也是目前广州地区资质最齐全的环保企业之一，拥有上百项工业污水处理、市政污水处理、废气治理以及土壤修复领域工程业绩。**本次收购补齐了公司在环保领域的资质和技术短板，实现了优势互补。**

表 4：广州环发环保领域专业资质及业绩项目

专业资质	专业承包壹级资质
	废水甲级工程设计资质
	废水、噪声乙级工程设计资质
	环保乙级资质
	工业废水运营甲级资质
	生活污水运营乙级资质
业绩项目	佛山市三水纺织工业园印染废水治理工程
	广州市兴华电镀工业园废水治理及中水回用工程
	河南省黄泛区绿原化工有限公司废水治理工程
	广州白云山化学制药厂高浓度有机废水治理工程
	广州市第八人民医院废水治理工程
	广州市红十字医院废水治理工程
	山东省莘县朝城镇污水处理厂工程
	广州石化厂有机废气生物法处理工程
	广州石化有机废气生物处理工程
	韶关市仁化县扶溪镇稀土矿遗址土壤修复工程

莲香楼有限公司番禺地块重金属污染土壤修复工程

资料来源: 广州环发公司网站, 公司公告, 东兴证券研究所

此次收购中广州环发做出了 2015、2016 年度实现扣非后净利润分别不低于 1200 万、1700 万元的业绩承诺, 其中 2015 年业绩承诺已兑现。另外, 结合 2016 年 4 月份公司与广州环发等五家公司组成联合体中标肇庆市鼎湖区河涌水环境综合整治 3.6 亿项目, 2016 年业绩承诺达成概率较大。

表 5: 广州环发并购业绩承诺

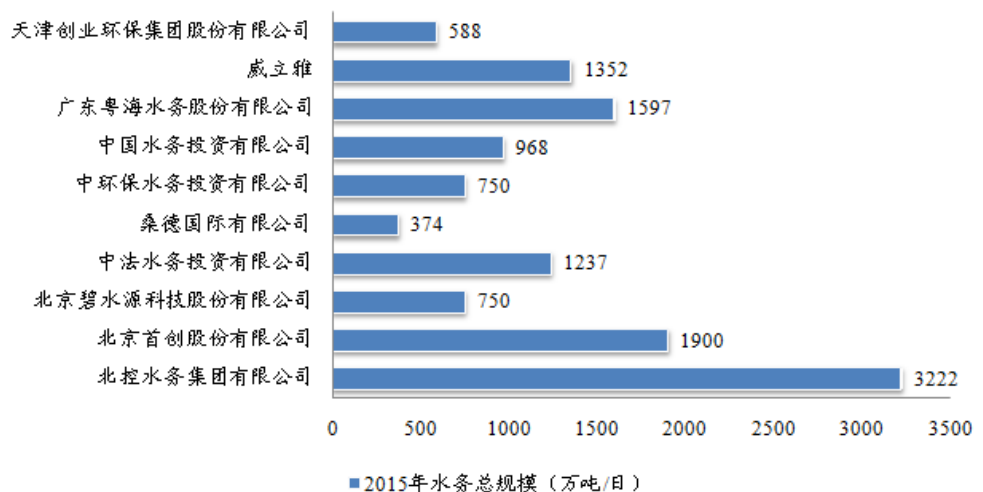
时间	业绩承诺指标名称	承诺额	完成额	是否完成
2015 年	扣非后净利润	≥1200 万元	1365 万元	是
2016 年	扣非后净利润	≥1700 万元	尚未公布	尚未公布

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

购买中国水务股权, 切入水务运营领域。2016 年 5 月, 公司发布公告, 宣布与全资子公司铁汉资管、浙银伯乐、华汉投资及新东吴优胜共同设立浙商铁汉(深圳)生态产业并购基金, 收购中国水务投资有限公司 6.42% 以及新疆昌源水务 10% 股权。

中国水务投资有限公司是由水利部综合事业局联合战略投资者发起成立的专业水务投资和运营公司, 目前拥有水处理能力 960 万吨/日, 在水务运营领域具有重要市场地位, 曾连续入选 E20 环境平台评选的“中国水业十大影响力企业”榜单, 昌源水务是其控股子公司。此次收购具有较强的战略意义, 交易之后公司获得中国水务 1 个监事席位以及昌源水务 1 个董事席位, 有利于公司对公司水利政策的掌握, 对公司未来在“水环境综合治理项目”领域拿单以及项目实施具有积极影响。

图 19: 2015 年中国水业十大影响力企业



资料来源: E20 网站, 东兴证券研究所

控股北京盖雅环境, 增强环保技术储备。2016 年 7 月公司以现金形式向北京盖雅环境科技有限公司增资人民币 8200 万元, 增资完成后成为持有盖雅环境 70% 股权的控股股东。北京盖雅是一家注册在中关村科技园区的国家级高新技术企业, 一直以来注

重与高校和科研机构的合作以及学术成果产业化，在环保领域拥有多项技术和专利。我们认为此次收购大大丰富了公司环保领域技术储备，对公司进一步拓展业务范围有所助益。

表 6：北京盖雅在环保领域拥有多项技术和专利

工业废水处理	电絮凝技术、絮凝脱色技术、强化混凝技术、重金属捕收技术、多相催化氧化技术、油田压返液处理技术、DSD 酸络合萃取技术
城镇污水处理	微生物强化技术、厌氧氨氧化技术、分散式农村污水处理
清洁生产技术	黄姜皂素生产技术、绿色环保清洗技术
资源再生技术	重金属废渣回收、重金属废水回用
环保材料	阻垢缓蚀剂、固定化载体、微生物制剂、高效破胶剂、高效破氰剂、钨碱性萃取剂、碳酸钙分散剂、混凝土减水剂

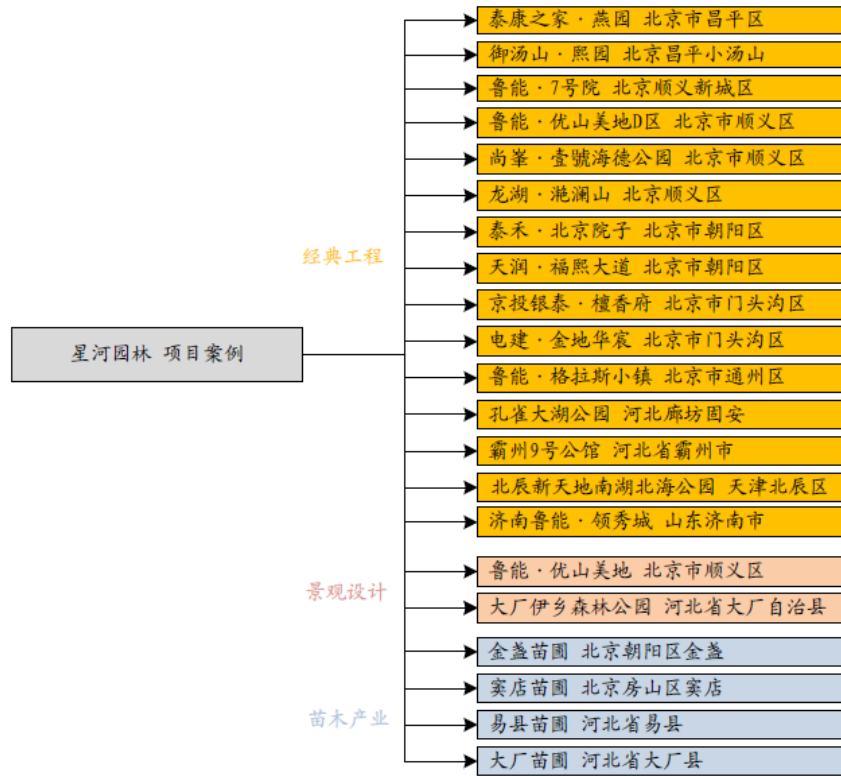
资料来源：北京盖雅环境公司网站，东兴证券研究所

环保布局对业绩促进作用已经显现。通过重大项目信息梳理可以发现，进入 2016 年之后，铁汉生态已经中标“肇庆鼎湖区河涌水环境综合整治项目”、“海口市水环境综合治理 PPP 项目”等多个“水环境综合治理项目”。此类项目与公司擅长的“边坡修复”和“市政道路景观”等传统项目相比具有更高的复杂性，通常涵盖“园林景观”、“污水处理”和“水利工程”等多个组成部分，对承接单位综合实力有较高要求。公司通过并购陆续获得环境治理相关资质和技术，环保领域布局对主营业务的促进作用已经显现。

3.2 通过行业并购及商业模式创新夯实园林主业

通过收购星河园林布局房地产园林市场。2016 年 2 月，公司通过以现金支付 1.69 亿元，并定向发行股份支付 6.76 亿元的方式取得北京星河园林 100% 股权。星河园林是活跃在华北地区的知名园林景观企业，与铁汉生态侧重市政园林不同，其主要业务是房地产园林。通过本次收购，铁汉生态将园林业务从市政领域拓展至房地产领域，增加了利润增长点；同时在华北地区建立了战略支点，对公司在全国范围内进行业务布局将产生积极影响。

图 20: 星河园林主要项目案例



资料来源: 星河园林网站, 东兴证券研究所

收购过程中交易对手方做出业绩承诺, 2015、2016 和 17 年承诺净利润分别为人民币 6,500 万元、8,450 万元、10,985 万元, 其中 2015 年业绩承诺已经兑现, 预计 2016、2017 年业绩承诺兑现概率较大。

表 7: 星河园林并购业绩承诺

时间	业绩承诺指标名称	承诺额	完成额	是否完成
2015 年	净利润	≥6500 万元	6562 万元	是
2016 年	净利润	≥8450 万元	未到期	未到期
2017 年	净利润	≥10985 万元	未到期	未到期

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

收购山艺园林, 提升精细化施工水平。近期公司以现金 3850 万元购买原股东 63% 股权, 同时进一步增资 5190 万的方式成为持有山艺园林 80% 股权的控股股东。山艺园林在华南地区拥有较高知名度, 作为振业集团、华润置地等知名房企的首选承建商, 曾打造出华侨城生态广场、深圳翠竹公园园林景观等诸多优质项目, 旗下拥有六支经验丰富的高水平精细化施工队伍。通过此次收购, 公司将山艺园林的施工队伍进行整合, 可以大幅提升自身工程建设能力。

图 21：爱淘苗苗木交易电子商务平台



资料来源：爱淘苗网站，东兴证券研究所

商业模式创新，园林业务迸发新活力。公司在园林行业沉淀多年，拥有丰富行业经验，近年来积极尝试在传统业务之上进行商业模式创新，寻找新的增长点：

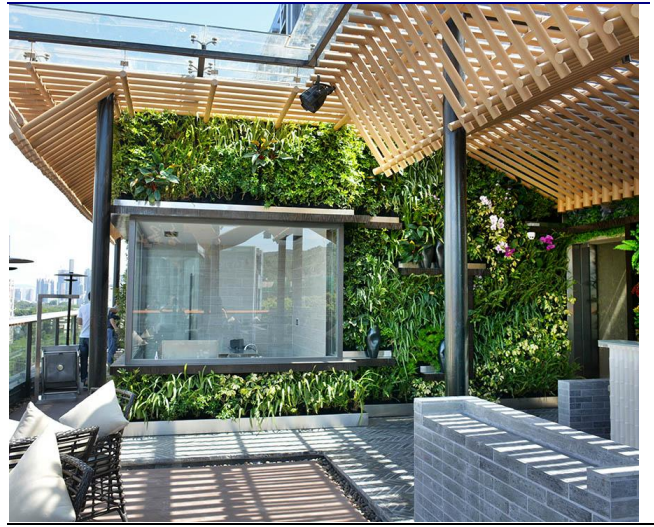
- ◆ **爱淘苗：**为解决苗木交易过程中信息不对称、标准化程度低的痛点，公司与岭南园林发起成立横琴花木交易中心股份有限公司（公司占股 29%），后者成立全资子公司深圳爱淘苗电子商务科技有限公司。爱淘苗专注于运用 IT 技术打造苗木、花卉行业网络交易平台，规范交易机制。目前的主要产品有爱淘苗手机 APP、防篡改式二维码树牌和爱淘苗电商平台。
- ◆ **铁汉一方：**铁汉一方是铁汉生态投资成立的控股子公司，以打造立体绿化创新服务平台为宗旨。目前的主要业务是为客户提供生态绿墙、生态屋顶、生态阳台、生态庭院设计等高品质、标准化、灵活化的绿化服务。这种富有创意的业务模式填补了园林绿化市场的空白。

图 22：防篡改式二维码树牌



资料来源：爱淘苗网站、东兴证券研究所

图 23：铁汉一方垂直绿化项目案例

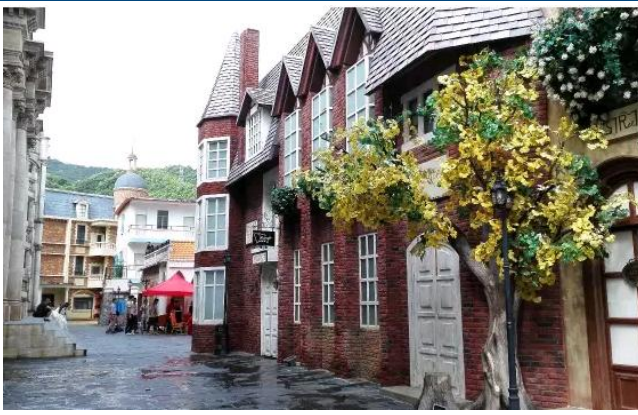


资料来源：铁汉一方公司网站、东兴证券研究所

3.3 增资幸福天下，加码生态旅游

2016 年 9 月，公司出资 7046 万元与李建齐、深圳鹏腾旅游共同增资深圳幸福天下投资有限公司，增资后公司占股 30%。深圳幸福天下以婚庆旅游项目投资运营为主营业务，建设的深圳玫瑰小镇项目已成为全国最大的婚纱摄影基地之一。此次增资之后，深圳幸福天下的又一个大型项目——大鹏国际婚博园项目将开始建设，预计投资 2.25 亿元，总占地 40 万平方米。对幸福天下的投资标志着公司正式切入可以与其生态园林主业产生良好协同作用的生态旅游领域。

图 24：幸福天下“玫瑰海岸”项目



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 25：幸福天下“玫瑰小镇”项目



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

幸福天下在婚庆旅游领域拥有丰富投资运营经验，目前已经拥有两个成功案例：

- ◆ 玫瑰海岸：全国第一个婚庆主题基地，于 2009 年创立，第二年即成为文博会分会场；2014 年该项目接待了 13 万对新人进行婚纱摄影。
- ◆ 玫瑰小镇：总面积 12 万平米，包括 5 万平米玫瑰小镇和 7 万平米园林花海，是集婚纱摄影、影视拍摄、婚礼庆典为一体的婚庆生态旅游景观。目前“玫瑰小镇”模

式已经开始在全国范围内进行复制，横店、福州、昆明等地的“玫瑰小镇”将陆续开业。

4. 综合性生态环保平台起航，驶入快速成长新蓝海

4.1 借 PPP 机遇转型升级逻辑清晰

我们认为公司借助 PPP 机遇，积极增强综合实力，向综合性生态环保平台转型升级的思路逻辑清晰：

- ◆ 短期内将借助 PPP 模式迅速提升业绩规模，并通过承接“水环境综合治理”“海绵城市”等新型业务扩充经营范围；
- ◆ 从中期来看，外延并购势头仍将保持，通过并购公司可以快速切入目标市场，补齐所需资质及技术；
- ◆ 从长期来看，公司的目标是打造涵盖环保、园林以及旅游等多业务板块的综合性环保生态平台。

4.2 “订单”逐步落地，“业绩”释放将加速

通过调研我们了解到，目前生态环保类 PPP 项目自“项目中标”到“开始施工”之间具有较大时间跨度，往往需要半年甚至一年时间。因此造成了“业绩转化”相对于“订单落地”的滞后性。根据 2016 年中报，公司 2016H1 取得营业收入 14.49 亿，同比增长 31.49%，归母净利润 1.77 亿，同比增长 47.58%，该部分增长主要来自于以前项目的收入确认以及星河园林和广州环发并表，而非上半年中标订单的确认。我们认为 2016H1 由于中标大量 PPP 项目带来的订单规模扩张，将大概率在 2016H2 以及 17 年转化为收入，业绩兑现加速值得期待。

表 8：公司营业收入-成本预测

营业收入-成本预测	历史数据				预测区	
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,489.90	2,003.09	2,613.27	4,429.07	5,928.49	7,828.06
营业收入增长率（%）		34%	30%	70%	34%	32%
营业成本（百万元）	1,039.58	1,382.98	1,910.48	3,169.14	4,193.88	5,468.60
毛利（百万元）	450.31	620.11	702.79	1,259.93	1,734.61	2,359.46
毛利增长率（%）		38%	13%	79%	38%	36%
综合毛利率（%）	30%	31%	27%	28%	29%	30%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

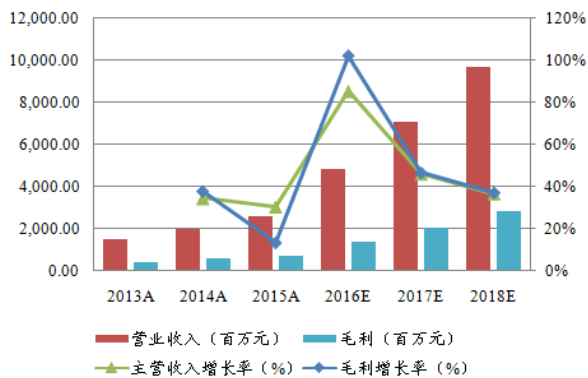
4.3 在手现金充足，资产负债率低

在 2016 年中报中，公司在手货币资金为 14.60 亿元，处于历史较高水平；同时，与同行业公司进行对比，目前的资产负债率仅为 48.89%，处于较低水平。以上数据说明公司目前财务状况良好，未来 PPP 项目推进以及外延并购“弹药”充足。

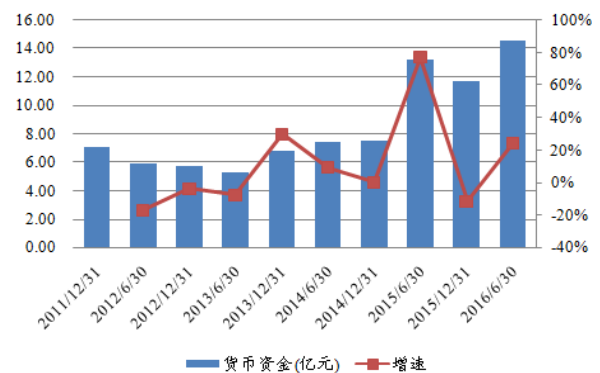
表 9: 公司资产负债率处于较低水平

证券代码	证券简称	资产负债率 (%) 2016 中报
300197.SZ	铁汉生态	48.89
300237.SZ	美晨科技	49.49
002717.SZ	岭南园林	51.08
300355.SZ	蒙草生态	57.20
002310.SZ	东方园林	63.49
002431.SZ	棕榈股份	63.78

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 26: “订单”逐步落地, 业绩兑现将加速


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 27: 在手现金充沛, 处于历史较高水平


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

4.4 实际控制人持股比例高, 未来融资并购空间大

目前公司实际控制人为创始人刘水, 其持股比例为 44.68%, 该数值与同行业其他上市公司相比处于较高水平, 还有较大稀释空间, 为将来通过增发股票方式进行融资以及外延并购提供了充足空间。

表 10: 实际控制人持股比例较高, 未来融资并购存较大空间

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	实际控制人名称	实际控制人控股比例
300197.SZ	铁汉生态	15.20	180.38	刘水	44.68%
002310.SZ	东方园林	25.22	393.90	唐凯; 何巧女	52.31%
300355.SZ	蒙草生态	10.03	117.11	王召明	23.87%
002717.SZ	岭南园林	4.01	117.92	尹洪卫	40.01%
002431.SZ	棕榈股份	13.77	150.64	吴建昌; 吴汉昌; 吴桂昌	17.59%
300237.SZ	美晨科技	8.07	113.02	李晓楠; 张磊	34.24%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所注: 总股本和总市值计算时点为 2016 年 9 月 30 日

4.5 定增及股权激励为股价提供安全边际

公司在 2015 年之后进行了 3 次非公开发行股票发行, 进行整理可以得到复权之后的成本

价分别为 11.90 元、6.85 元和 10.35 元；另外公司在 2016 年 3 月份进行了员工持股计划，前复权之后的买入价格为 8.16 元。以 9 月 30 日收盘价 11.89 元为基础，可以得到该价格针对以上几次增发以及员工持股计划成本价的溢价率分别为 0.1%、73.6%、14.9% 和 45.7%。综合来看，安全边际仍可以为股价提供较好的支撑。

表 11: 2015 年至今定向增发情况

上市日	定价基准日	增发价 格(元)	前复权价 格(元)	股价溢 价率	募集资金 总额(亿)	定向增发目的	限售股份解 禁日
2015/6/15	2015/5/22	29.60	11.90	0.1%	9.80	补充工程项目配套资金；云南滇池 晋宁东大河片区湿地公园生态建 设 BT 项目；信息化建设项目。	2018/6/15 2016/6/15
2016/3/22	2016/2/24	11.41	6.85	73.6%	8.45	支付收购星河园林的现金对价；梅 州市剑英湖公园片区改造项目、珠 海市斗门区湿地生态园及其配套 管网工程 PPP 项目、兰州彭家坪 中央生态公园工程项目；补充上市 公司流动资金。	2017/3/22
2016/3/14	2015/10/31	17.18	10.35	14.9%	6.76	收购星河园林股权。	2019/3/14 2018/3/14

资料来源：公司公告、东兴证券研究所 注：前复权价格以及当前股价的计算时点为 2016 年 9 月 30 日

表 12: 16 年初员工持股计划情况

买入日期	买入股数 (万股)	买入价格 (元)	前复权价格(元)	股价溢价率	锁定期
2016/3/3	1409	13.57	8.16	45.7%	12 个月

资料来源：公司公告、东兴证券研究所 注：前复权价格以及当前股价的计算时点为 2016 年 9 月 30 日

4.6 盈利预测及估值

公司 PPP 订单落地会带来业绩加速释放，预计 2016 年全年落地项目贡献营收 35 亿；高频率并购将帮助核心竞争力及营收规模提升，预计星河园林和广州环发 16 年贡献营收 9 亿。

综上所述，我们预测公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 44.29 亿元、59.28 亿元、78.28 亿元，归属净利润分别为 7.10 亿元、10.01 亿元、13.23 亿元，每股收益 0.47 元、0.66 元、0.87 元，目前股价对应 P/E 分别为 25.39 倍、18.02 倍、13.63 倍。采用 P/E 估值法，选取东方园林、蒙草生态、岭南园林和美晨科技作为可比公司，得到可比公司 2016 年平均 P/E 为 40 倍，据此计算公司合理目标价为 18.8 元，上调至“强烈推荐”评级。

表 13: 采用 P/E 估值法得到可比公司平均 P/E 为 40 倍

证券代码	证券简称	总市值(亿)	净利润 2016E(亿元)	PE 2016E(倍)
002310.SZ	东方园林	393.90	12.13	32
300355.SZ	蒙草生态	117.11	2.18	54

002717.SZ	岭南园林	117.92	2.56	46
300237.SZ	美晨科技	113.02	3.88	29
平均值				40

资料来源: Wind, 东兴证券研究所 注: 相关数据来自 Wind 一致预期, 股价计算基础为 9 月 30 日收盘价

5. 风险提示

PPP 项目推进不达预期。

表 14: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2902	4069	6029	7778	9975	营业收入	2003	2613	4429	5928	7828
货币资金	749	1173	1772	2371	3131	营业成本	1383	1910	3169	4194	5469
应收账款	140	250	364	487	643	营业税金及附加	56	57	89	119	157
其他应收款	74	65	111	149	196	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	13	11	43	85	140	管理费用	256	296	443	534	705
存货	1385	1745	2865	3792	4944	财务费用	110	144	68	99	156
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	6.65	9.84	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	2162	2869	3374	3595	3467	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	120	178	178	178	178	投资净收益	103.32	132.06	134.40	135.00	135.86
固定资产	321.68	317.18	822.13	1059.32	946.51	营业利润	294	329	785	1109	1468
无形资产	1	1	234	213	194	营业外收入	4.02	10.00	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	13	34	31	31	31	营业外支出	2.53	2.45	3.00	3.00	3.00
资产总计	5064	6938	9403	11373	13442	利润总额	296	336	792	1116	1475
流动负债合计	2628	2309	2898	4464	6000	所得税	52	32	79	112	148
短期借款	815	1050	1131	2273	3277	净利润	244	304	713	1004	1328
应付账款	631	651	1129	1494	1948	少数股东损益	-1	-2	2	3	4
预收款项	86	66	110	169	248	归属母公司净利润	244	306	710	1001	1323
一年内到期的非	335	239	239	239	239	EBITDA	430	503	934	1344	1758
非流动负债合计	391	1368	1368	1368	1368	EPS (元)	0.48	0.39	0.47	0.66	0.87
长期借款	354	820	820	820	820	主要财务比率					
应付债券	0	496	496	496	496		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	3019	3677	4266	5832	7368	成长能力					
少数股东权益	21	25	28	31	35	营业收入增长	34.44%	30.46%	69.48%	33.85%	32.04%
实收资本(或股	505	808	1520	1520	1520	营业利润增长	10.17%	11.76%	138.74%	41.27%	32.39%
资本公积	688	1341	2219	2219	2219	归属于母公司净利润增	132.10%	40.92%	132.10%	40.92%	32.19%
未分配利润	749	972	1078	1228	1427	获利能力					
归属母公司股东	2025	3236	5110	5510	6040	毛利率(%)	30.96%	26.89%	28.45%	29.26%	30.14%
负债和所有者权	5064	6938	9403	11373	13442	净利率(%)	12.16%	11.64%	16.09%	16.94%	16.96%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.83%	4.41%	7.55%	8.80%	9.84%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.07%	9.46%	13.90%	18.17%	21.91%
经营活动现金流	-242	-57	-78	394	593	偿债能力					
净利润	244	304	713	1004	1328	资产负债率(%)	60%	53%	45%	51%	
折旧摊销	25.41	30.80	0.00	112.81	112.81	流动比率	1.10	1.76	2.08	1.74	1.66
财务费用	110	144	68	99	156	速动比率	0.58	1.01	1.09	0.89	0.84
应收账款减少	0	0	-114	-123	-156	营运能力					
预收帐款增加	0	0	44	59	78	总资产周转率	0.46	0.44	0.54	0.57	0.63
投资活动现金流	-357	-872	-485	-237	114	应收账款周转率	16	13	14	14	14
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.17	4.08	4.98	4.52	4.55
长期股权投资减	0	0	-17	0	0	每股指标(元)					
投资收益	103	132	134	135	136	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.39	0.47	0.66	0.87
筹资活动现金流	660	1350	1162	443	53	每股净现金流(最新摊	0.12	0.52	0.39	0.39	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.01	4.01	3.36	3.63	3.97
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	189	302	712	0	0	P/E	24.73	30.44	25.39	18.02	13.63
资本公积增加	-159	653	878	0	0	P/B	2.96	2.96	3.53	3.27	2.99
现金净增加额	61	421	598	600	760	EV/EBITDA	15.71	21.89	20.28	14.51	11.23

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014 年（暨 2013 年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名，最高涨幅第 1 名。2015 年“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第 3 名。

联系人简介

联系人：于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

联系人：庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。