

强烈推荐-A (维持)

文科园林 002775.SZ

目标估值: 32 元
当前股价: 22.6 元
2017 年 03 月 10 日

PPP 新贵, 后来居上

基础数据

上证综指	3217
总股本(万股)	24800
已上市流通股(万股)	11372
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	43.4%
主要股东	深圳市万润实业有限
主要股东持股比例	20.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-15	13
相对表现	10	-18	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《文科园林(002775)一预中标大体量旅游项目, 未来业绩增长有保障》2017-03-02
- 2、《文科园林(002775)一营收和净利高增长, 加强回款促使现金流改善》2016-10-27
- 3、《文科园林(002775)一签署 20 亿框架合作协议, PPP 布局再下一城》2016-10-18

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

王彬鹏

021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

- 公司是园林工程综合性企业, 地产景观业务占据较大比重, 2014 年地产园林业务占比 79%, 市政园林占比 21%。但随着公司逐渐转向市政方向, 以及积极拥抱 PPP, 我们预计 17 年市政业务占比有望超过地产。
- 得益于充足的在手订单, 公司 2016 年业绩喜人。2016 年实现营收 15.17 亿元, 同比增长 45.04%, 实现归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 44%。业绩实现高速增长, 主要因为公司稳固地产园林业务的同时, 积极拓展市政园林及 PPP 等业务, 在手订单充足。分季度看, 16Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别增长 14.97%、35.56%、46.15%和 68.79%, 增速逐季提升; 净利润分别增长 6.88%、57.42%、49.47%和 34.48%, 业绩增速维持较高水平。
- 园林工程主要包括地产园林和市政园林, 我们保守估计地产园林投资额占房地产开发投资额比重为 2%, 我们预测未来 5 年, 房地产开发投资年均增长 3%, 到 2020 年, 地产园林投资额将达到 2300 亿元; 市政园林投资主要受两个因素的影响, 一个是城镇化进程, 一个是城市绿化覆盖率。我们预计 2020 年市政园林绿化投资额将达到 3600 亿元, 地产园林和市政园林总投资空间将近 6000 亿元。
- PPP 模式应用广泛, 截至 2016 年 12 月底, 财政部入库 PPP 项目总投资达 13.5 万亿元, 其中市政项目占比最大。公司在巩固地产园林业务的基础上, 积极开拓市政 PPP 等业务, 16 年公司公告签订了 6 个市政、旅游及生态景观建设框架协议, 总投资达 162.1 亿元, 是公司 2016 年营收的 10 倍多, 其中 102.1 亿元项目采用 PPP 模式进行; 另外, 公司签订了 4.76 亿元的 PPP 市政项目; 17 年至今, 公司公告签订 25.5 亿元 PPP 市政旅游框架协议, 中标 13.18 亿元市政旅游项目, 未来公司市政 PPP 业务将具有更大的发展。
- 公司实施的限制性股票激励计划, 激励人数多、覆盖范围广, 授予对象 212 人, 包括 12 名高管、4 位关键管理人员, 196 位核心业务(技术)人员, 授予价格较低, 为 9.44 元/股, 目前价格为 22.60 元/股。该激励计划的业绩考核目标为 2016 年、2017 年、2018 年扣非后净利润较 2015 年分别增长不低于 40%、82%、127.5%, 这体现公司对于业绩的信心, 也将加速公司业绩的释放。
- 公司在巩固地产园林业务的基础上, 积极拓展市政、PPP 等业务, 带来新的增长点, 同时, 股权激励计划将加速业绩释放, 我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 1.02、1.51 元, 对应 PE 分别为 22.1 和 14.9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 地产回暖不及预期; 市政投资不及预期; 回款风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1046	1517	2547	3798	5298
同比增长	11%	45%	68%	49%	40%
营业利润(百万元)	119	158	294	435	633
同比增长	4%	33%	86%	48%	45%
净利润(百万元)	97	140	254	375	546
同比增长	8%	44%	82%	48%	45%
每股收益(元)	0.81	0.56	1.02	1.51	2.20
PE	28.0	40.2	22.1	14.9	10.3
PB	2.5	4.6	3.9	3.2	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、订单充足，16 年业绩喜人.....	5
1、园林工程综合性企业	5
2、公司股权较为集中	6
3、公司发展历程	7
二、行业集中度低，未来发展空间大	7
1、行业集中度低，正在逐步提高	8
2、产业链一体化将成为趋势	8
3、园林市场空间巨大，2020 年总投资将近 6000 亿元	9
1)、地产园林在 2020 年投资额将达到 2200 亿元.....	9
2)、市政园林在 2020 年投资额将达到 3600 亿元.....	10
三、公司优势明显.....	12
1、品牌影响力出众.....	12
2、业务经营能力强.....	13
1)、资金实力强	13
2)、大中型项目承接能力强，施工经验丰富.....	13
3)、出色的跨区域经营能力	13
4)、强大的产业链一体化能力	14
5)、人力资源丰富.....	14
四、重点开拓市政 PPP 等业务，打造新增长点.....	14
1、PPP 模式应用广泛，财政部入库项目超 10 万亿	14
2、公司巩固地产园林业务，积极开拓市政 PPP 等领域	15
3、股权激励加速业绩释放.....	17
五、公司财务分析.....	18
(一) 盈利能力稳定，期间费用控制得当，行业内领先	18
(二) 营收和净利增速明显回升	19
(三) 营业周期短，总资产周转能力强	20
(四) 短期偿债能力逐渐提高，长期偿债能力较强	20
(五) 公司回款明显好转	21
六、风险提示	21

图表目录

图 1: 2016 年绿化施工业务占比达 97%	5
图 2: 2014 年公司地产园林业务占比达 79%	5
图 3: 2016 年营收增速大幅提升至 45.04%	5
图 4: 2016 年公司净利润增速大幅回升	5
图 5: 2016 年公司业务分布情况	6
图 6: 公司股权结构	6
图 7: 公司发展历程	7
图 8: 2008-2015 年园林行业 CR4 有所提升	8
图 9: 近两年园林行业 CR50 有所提升	8
图 10: 园林工程企业产业链一体化示意图	8
图 11: 2008-2016 年房地产投资增长迅速	10
图 12: 2008-2016 年商品房销售面积实现较大增长	10
图 13: 2016 年我国城镇化率达 57.35%	10
图 14: 2015 年我国城市建成区绿化覆盖率达 40.12%	10
图 15: 我国市政园林绿化投资额呈上升趋势	11
图 16: 城市建成区面积和城镇化率拟合结果	11
图 17: 市政园林投资额和城市建成区绿化面积拟合结果	11
图 18: 12 月末全国 PPP 库中各阶段项目数	15
图 19: 财政 PPP 项目库中项目落地率稳步提升	15
图 20: 12 月末各领域 PPP 项目数分布	15
图 21: 12 月末相比 1 月末, 各领域新增项目数占比	15
图 22: 16Q3 公司毛利率处于中间水平	18
图 23: 16Q3 公司净利率处于中间水平	18
图 24: 公司期间费用率低于其他公司	19
图 25: 16Q3 营收增速大幅提升至 35.52%	19
图 26: 15 年及 16Q3 公司净利润增速大幅回升	19
图 27: 公司营收增速处于中间水平	20
图 28: 公司净利增速处于中间水平	20
图 29: 16Q3 公司营业周期仅高于岭南园林	20

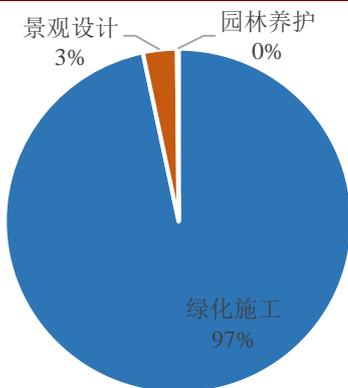
图 30: 公司总资产周转率与岭南园林持平, 高于其他家	20
图 31: 公司资产负债率低于其他对比公司	21
图 32: 公司短期偿债能力有所回升	21
图 33: 经营活动现金流持续为负, 但 16Q3 明显好转	21
图 34: 2016Q3 公司收现比大幅好转	21
表 1: 政策大力支持园林绿化行业发展	7
表 2: 上市公司积极完善产业链一体化	9
表 3: 2017-2020 年地产园林投资空间预测	10
表 4: 市政园林投资空间测算	11
表 5: 近年来公司所获荣誉奖项	12
表 6: 2013 年至今公司承接的主要大中型项目	13
表 7: 16 年至今公司公告的框架协议/订单	16
表 8: 限制性股票激励计划解锁条件	17
表 9: 此次限制性股票激励计划解锁安排	18
附: 财务预测表	22

一、订单充足，16 年业绩喜人

1、园林工程综合性企业

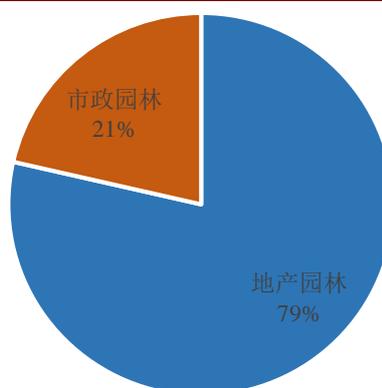
公司是专业从事园林景观设计、绿化苗木种植、园林绿化工程施工及园林养护的综合性园林绿化企业，其中施工业务占据绝对比重，2016 年占比达 97%。公司主要客户是房企和市政单位，其中地产景观业务占据较大比重，2014 年地产园林占比 79%，市政园林占比 21%；但随着公司逐渐转向市政方向，以及积极拥抱 PPP，我们预计 17 年市政业务占比有望超过地产。

图 1：2016 年绿化施工业务占比达 97%



资料来源：Wind、招商证券

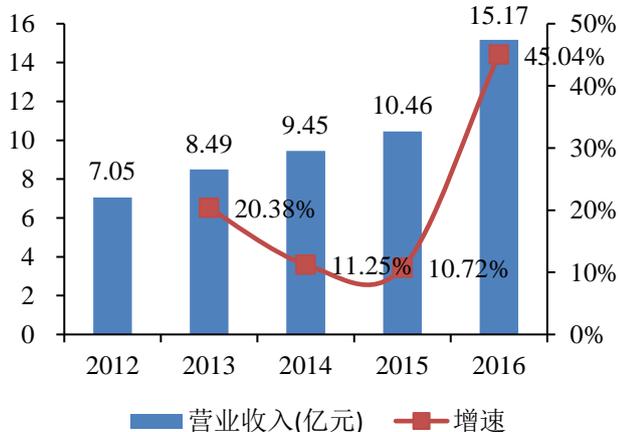
图 2：2014 年公司地产园林业务占比达 79%



资料来源：Wind、招商证券

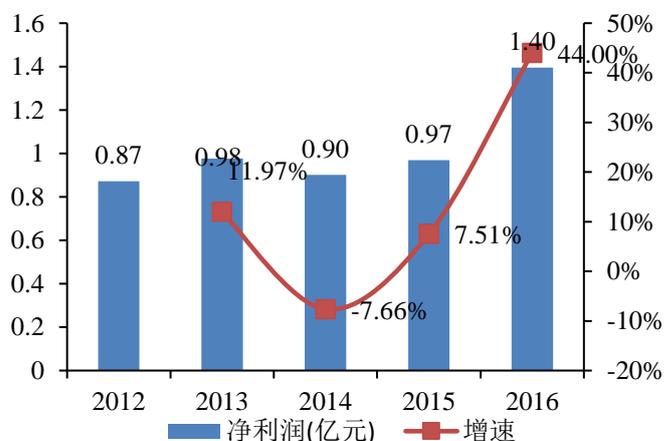
公司业务在近几年取得长足发展，2016 年实现营收 15.17 亿元，同比增长 45.04%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 44%。公司业绩实现高增长，主要因为公司稳固地产园林业务的同时，积极拓展市政园林及 PPP 等业务，在手订单充足。分季度看，16Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别增长 14.97%、35.56%、46.15%和 68.79%，增速逐季提升；净利润分别增长 6.88%、57.42%、49.47%和 34.48%，业绩增速维持较高水平。

图 3：2016 年营收增速大幅提升至 45.04%



资料来源：Wind、招商证券

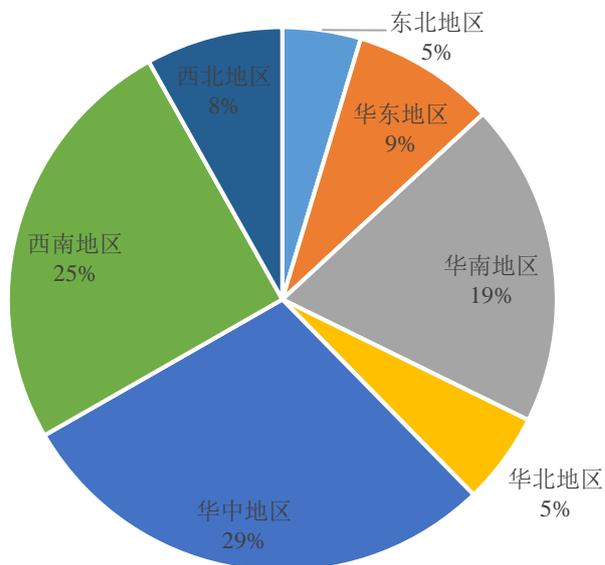
图 4：2016 年公司净利润增速大幅回升



资料来源：Wind、招商证券

公司业务分布广泛，在华东、华中、华南、华北、东北、西北、西南地区均有业务开展，2016 年数据显示，华中地区业务占比最大达 31%，华南和西南地区占比也较大，分别为 22%和 21%。公司业务在逐渐向华中和西南倾斜，相比 2015 年，两地的业务占比分别提升 8 和 20 个 pp。

图 5: 2016 年公司业务分布情况

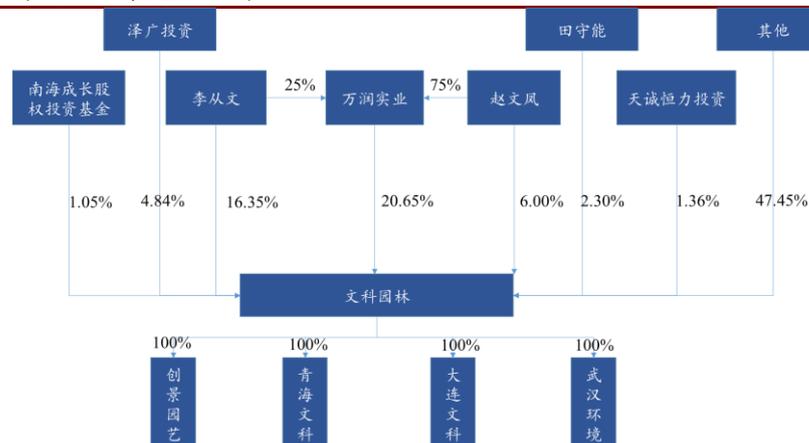


资料来源: Wind、招商证券

2、公司股权较为集中

公司实际控制人为李从文和赵文凤夫妇，他们直接持有公司 16.35%和 6.00%股权，同时万润实业持有公司 20.65%股权，其中李从文和赵文凤分别持有万润实业 25%和 75%的股权，他们二人直接及间接持有公司 43.00%股权；天诚恒立投资有限公司持有公司 1.36%股权；南海成长股权投资基金持有公司 1.05%股权；公司总经理田守能持有公司 2.30%股权；泽广投资为公司员工持股公司，持有公司 4.84%的股权，其中赵文凤的姐姐和弟弟分别持有其 17.5%和 5%股权，李从文的兄长和妹夫分别持有其 10%和 6.67%股权，公司总经理田守能的妻子持有其 6.67%股权；剩余的股权由其他公司和个人持有，单个个体持有公司股权均未超过 5%。

图 6: 公司股权结构

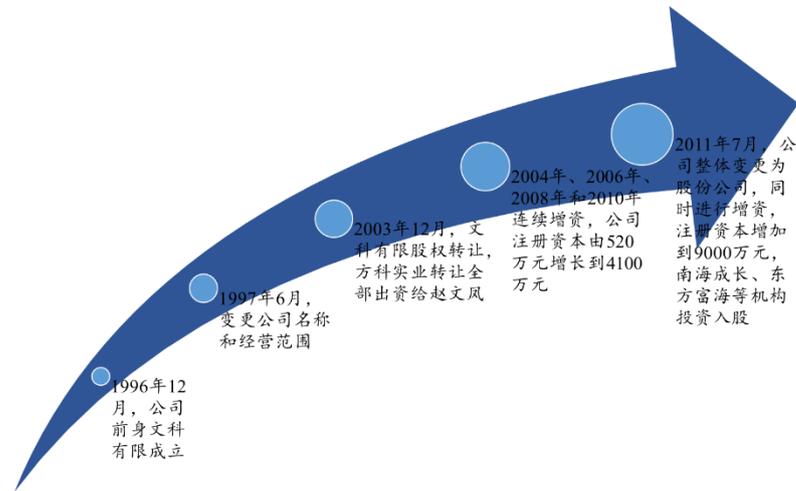


资料来源: wind、招商证券

3、公司发展历程

1996年12月,公司前身文科有限成立;1997年6月,变更公司名称和经营范围,由“财务电脑软件的购销”变更为“花卉盆景的购销”;2003年12月,文科有限股权转让,方科实业转让全部出资给赵文凤;2004年、2006年、2008年和2010年连续增资,公司注册资本由520万元增长到4100万元;2011年7月,公司整体变更为股份公司,同时进行增资,注册资本增加到9000万元,南海成长、东方富海等机构投资入股。

图 7: 公司发展历程



资料来源: 招股说明书、招商证券

二、行业集中度低, 未来发展空间大

公司主要从事园林景观设计,绿化施工等,园林绿化行业经过10多年的发展,如今在国民经济中具有不可或缺的地位。1992年,国务院颁布《城市绿化条例》,正式标志着我国城市园林绿化行业步入了法制化轨道;2001年以来,各种行业鼓励政策相继出台,园林绿化行业进入了蓬勃发展时期。我国城市建成区城市绿化覆盖率由2006年35.11%增长到2015年40.12%。

表 1: 政策大力支持园林绿化行业发展

时间	政策名称	政策意义及内容
1992年	国务院颁布《城市绿化条例》	我国园林绿化事业步入法制化轨道
1994年	《城市绿化规划建设指标的轨规定》出台	提出了人均公共绿地面积、城市绿化覆盖率、新建居住区绿地占比等指标
2001年	国务院下发《关于加强城市绿化建设的通知》	明确提出未来10年国家城市绿化工作目标和主要任务
2002年	建设部发布《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	明确提出以市场化为主线,全面推进市政公用事业改革
2007年	建设部发布《关于建设节约型城市园林绿化的意见》	加快建设节约型社会,促进城市建设健康发展,建设节约型城市园林绿化

资料来源：招商证券

产业链一体化将是未来的趋势，主要因为：**1）降低并控制整体成本**，园林施工企业，完善苗木资源，可以更好地控制施工中的原料的成本及质量，免受外部苗木价格的影响，更好地控制成本；**2）便于后期养护**，企业掌握了绿化苗木种植经验和相关技术，在养护方面将更具优势，能够快速高质量地完成养护；**3）减少时间成本，提升项目品质**，兼具设计和施工能力的企业，可以减少设计和施工间的沟通障碍，将设计理念更好地执行下去，提高设计和施工效率以及客户满意度。

目前，国内有实力的园林企业都在完善一体化布局，东方园林收购上海尼塔建筑设计公司 75% 股权，棕榈股份收购贝尔高林国际（香港）公司 30% 股权，蒙草生态收购厦门鹭路兴等。

表 2：上市公司积极完善产业链一体化

公司名称	业务范围	完善产业链
棕榈股份	拥有园林绿化工程完整产业链，苗木基地规模质量俱佳，在地产景观市场、跨区域布局上有先发优势	收购贝尔高林国际（香港）公司 30% 股权
东方园林	从事园林设计、施工等业务企业	收购上海尼塔建筑设计公司
普邦股份	拥有业界领先的“设计—工程—苗木—养护”全产业链一体化综合服务	
文科园林	经营范围包括花卉苗木种植和新品种开发，风景园林的规划设计、园林绿化的施工与养护、植树造林的规划设计与施工。	
蒙草生态	从事自然生态环境建设工程与城市园林景观建设工程施工。拥有蒙草研发--苗木种植-工程设计及施工的完整产业链，形成了独具特色的“蒙草抗旱低碳绿化”节约型生态环境建设的发展模式。	收购鹭路兴
岭南园林	从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护和苗木产销等业务，具有业务发展均衡、大项目经验丰富的优势。	

资料来源：公司公告、招商证券

3、园林市场空间巨大，2020 年总投资将近 6000 亿元

园林工程主要包括地产园林和市政园林，地产园林和房地产市场息息相关，市政园林和市政投资联系紧密。经过综合测算，我们预计 2020 年地产园林和市政园林投资空间将近 6000 亿元。

1)、地产园林在 2020 年投资额将达到 2200 亿元

地产园林和房地产市场息息相关，房地产行业的兴衰直接关系着地产园林的发展。我国房地产经过多年的发展，年投资额由 2008 年的 3.12 万亿元增长到 2016 年的 10.26 万亿元，年复合增长率达 16.04%。商品房年销售面积由 2008 年的 65970 万平方米增长到 2016 年的 157348 万平方米，年复合增速达 11.48%。

图 11: 2008-2016 年房地产投资增长迅速



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 2008-2016 年商品房销售面积实现较大增长



资料来源: Wind、招商证券

目前,地产园林绿化支出占房地产总投资比重较低,根据园林工程行业经验,其所占比重约为 1%-4%,其中高层、小高层住宅投资比例为 1%-3%,别墅类和酒店的比例略高,约为 2%-4%,我们保守估计地产园林投资额占房地产总开发投资额比重为 2%。房地产开发投资方面,一方面由于房地产投资基数较大,另一方面由于经济结构调整,GDP 增速下移,我们预测未来 5 年,房地产开发投资年均增长 3%,到 2020 年,地产园林投资额将达到 2309.11 亿元。

表 3: 2017-2020 年地产园林投资空间预测

时间	房地产开发投资 (亿元)	地产园林投资额 (亿元)
2015A	95978.85	1919.58
2016A	102580.61	2051.61
2017E	105658.03	2113.16
2018E	108827.77	2176.56
2019E	112092.60	2241.85
2020E	115455.38	2309.11

资料来源: Wind、招商证券

2)、市政园林在 2020 年投资额将达到 3600 亿元

市政园林投资主要受两个因素的影响,一个是城镇化进程,一个是城市绿化覆盖率。2015 年城镇化率达到 56.10%,城市建成区绿化覆盖率为 40.12%,市政园林绿化投资额为 1595 亿元。

图 13: 2016 年我国城镇化率达 57.35%

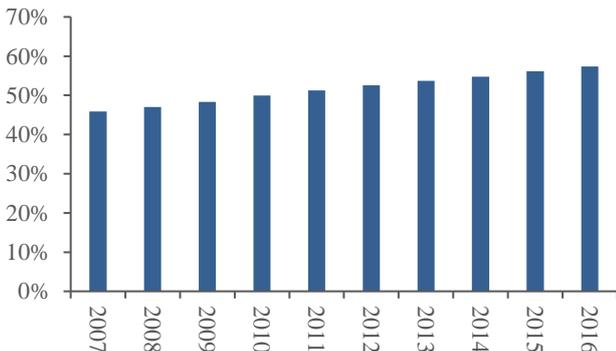


图 14: 2015 年我国城市建成区绿化覆盖率达 40.12%



资料来源：国家统计局、招商证券

资料来源：国家统计局、招商证券

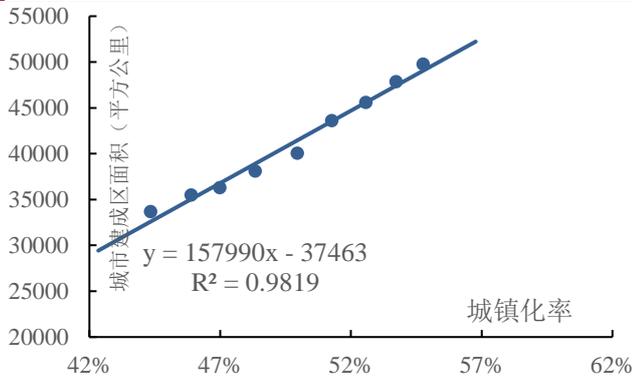
图 15: 我国市政园林绿化投资额呈上升趋势



资料来源：Wind、招商证券

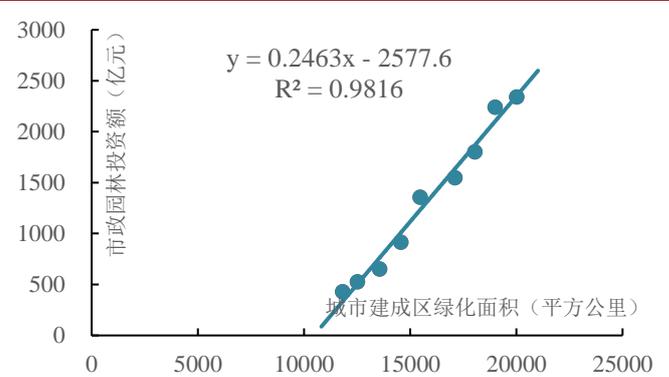
市政园林投资和城市建成区绿化面积直接相关，根据我们拟合测算，市政园林投资额和城市建成区绿化面积回归拟合度达 0.9816，每形成 100 平方公里城市绿化面积，带来 24.63 亿绿化投资额。城市绿化面积由城市建成区面积和绿化覆盖率决定，城市建成区面积和城镇化率息息相关，根据拟合结果来看，两者回归拟合度达 0.9819，城镇化率每提高 1%，城市建成区面积增加 1579.90 平方公里。

图 16: 城市建成区面积和城镇化率拟合结果



资料来源：招商证券

图 17: 市政园林投资额和城市建成区绿化面积拟合结果



资料来源：招商证券

2016 年我国城镇化率为 57.35%，根据《国家新型城镇化规划》规定，到 2020 年我国城镇化率达到 60%左右，平均每年提高 0.7 个百分点。根据 07-14 年均新增绿化覆盖率来看，每年平均增加 0.64 个百分点，我们认为未来对绿化环保重视程度及要求提高之后，保守估计城市建成区绿化覆盖率年均增加 0.7 个百分点，到 2020 年将达到 43.62%，与此同时，城市建成区绿化面积将达到 25111.16 平方公里。结合上述预测数据及拟合指标，我们预计到 2020 年市政园林绿化投资额将达到 3607 亿元。

表 4: 市政园林投资空间测算

时间	城市建成区面积 (平方公里)	城市建成区绿化覆盖率 (%)	城市建成区绿化面积 (平方公里)	市政园林绿化投资额 (亿元)	城镇化率
2006	33,659.80	35.11	11,817.96	429	44.34%

敬请阅读末页的重要说明

时间	城市建成区面积 (平方公里)	城市建成区绿化覆盖 率 (%)	城市建成区绿化面积 (平方公里)	市政园林绿化投资额 (亿元)	城镇化率
2007	35,469.65	35.29	12,515.71	526	45.89%
2008	36,295.30	37.37	13,563.55	650	46.99%
2009	38,107.26	38.22	14,564.59	915	48.34%
2010	40,058.01	38.62	15,470.40	1355	49.95%
2011	43,603.23	39.22	17,101.19	1546	51.27%
2012	45,565.76	39.59	18,039.48	1799	52.57%
2013	47,855.28	39.70	18,998.55	1647	53.73%
2014	49,772.63	40.22	20,018.55	1818	54.77%
2015	51,169.39	40.12	20,529.16	1595	56.10%
2016	53,144.27	40.82	21,693.49	2766	57.35%
2017E	54,250.20	41.52	22,524.68	2970	58.05%
2018E	55,356.13	42.22	23,371.36	3179	58.75%
2019E	56,462.06	42.92	24,233.51	3391	59.45%
2020E	57,567.99	43.62	25,111.16	3607	60.15%

资料来源：国家统计局、招商证券

综上所述，我们预计 2017-2020 年地产园林和市政园林年投资空间将近 6000 亿元。

三、公司优势明显

园林工程行业未来的发展趋势必然是分散走向集中，小企业被大企业兼并。企业能否在行业竞争中脱颖而出，主要看公司能否有效拓展增量市场，而这主要取决于公司的综合实力。公司的综合实力体现在两个方面，其一是品牌影响力，其二是业务经营能力。

1、品牌影响力出众

公司打造精品项目，品牌影响力出众。公司自 1996 年成立以来一直注重品牌建设，凭借着良好的诚信度、优质的工程质量、高水平的专业服务在市场赢得了良好口碑。公司连续 5 年被授予“广东省二十强优秀园林企业”称号；2011 年获得机构评选的“中国房地产园林领先品牌”称号等。近年来公司完成的多项精品园林绿化工程更是进一步在下游客户群中打响品牌知名度，为公司未来业务拓展打下坚实基础。

表 5：近年来公司所获荣誉奖项

序号	颁发时间	荣誉名称	颁发机构	该荣誉被授予的企业家数
1	2014 年 11 月	广东园林绿化行业诚信评价 5A 级信用	广东省风景园林协会	36
2	2013 年 12 月	第八届中国最具投资价值企业 50 强	清科集团	50
3	2013 年 10 月	2011-2012 年度广东省二十强优秀园林企业	广东省风景园林协会	20
4	2011 年 9 月	2011 中国房地产园林领先品牌	国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院	2
5	2011 年 8 月	2009-2010 年度广东省二十强优秀园林企业	广东省风景园林协会	20

序号	颁发时间	荣誉名称	颁发机构	该荣誉被授予的企业家数
6	2011年4月	2010年全国城市园林绿化企业50强	中国风景园林学会园林工程分会、中国建筑业协会园林与古建筑施工分会、《中国花卉报》	50

资料来源：招股说明书、招商证券

2、业务经营能力强

园林工程企业的业务经营能力主要包括资金实力、跨区域经营能力、大中型项目的施工能力、产业链一体化能力、人力资源等多方面，这主要是取决于园林项目的性质。地产园林注重项目工期和施工质量等，这对园林工程企业的跨区域经营能力、产业链一体化能力、项目管理能力等提出了高要求；市政园林回款慢，业务体量大，对园林工程企业的资金实力和大型项目施工能力和经验提出了挑战。

1)、资金实力强

作为上市公司，相比非上市公司具有更多的融资渠道，更低的融资成本，更迅速的融资模式，这对于园林企业来讲是一个巨大的优势。公司2015年6月29日上市，募资5.08亿元，后续融资主要通过吸收投资来获取，公司每年均握有一定的在手现金及现金等价物，2016年公司在手现金及现金等价物余额达4.55亿元。

2)、大中型项目承接能力强，施工经验丰富

公司在建及完工的合同金额在1000万元以上的大中型工程施工项目超80余个，其中包括遵义市红花岗区湘江生态景观整治工程(三期一标段)项目、广州万达城示范区景观工程项目等，遍布全国各地。

表6：2013年至今公司承接的主要大中型项目

年份	项目名称
2017	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区(百草园)建设项目
2016	遵义市红花岗区湘江生态景观整治工程(三期一标段) 绥阳县洛安江流域生态文明区项目(施工、设计一体化) 昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施PPP项目 哈密市伊州区西区道路建设PPP项目(三标段)
2014	广州万达城示范区景观工程 东莞万科松湖中心项目景观工程 安徽世界徽商论坛永久会址园林景观工程 盐坝高速措仔角段沿线边坡绿化覆绿工程
2013	恒大海上威尼斯首二期园建工程 龙门富力南昆山温泉养生谷园林绿化工程 武汉泛海国际居住区香海园、兰海园园林景观工程

资料来源：公司公告、招商证券

3)、出色的跨区域经营能力

公司是目前少数已初步完成全国范围业务布局及具备跨区域经营的企业。截至2016年，

公司已经在重庆、湖北、海南、辽宁、新疆等 14 个省市注册设立分公司；在东莞、西宁、大连、武汉注册成立了 4 家子公司。而且，公司不仅稳步发展华南和华中地区业务，还向外拓宽经营范围，布局东北、华东、华北甚至西北、西南一带的业务发展。2013 年-2016 年上半年华北、西北和西南区域营收占比由 19.2% 增长到 34.29%。

4)、强大的产业链一体化能力

公司具有以“绿化苗木种植-园林景观设计-园林工程施工-园林养护”为一体的产业链经营模式。通过拥有的绿化苗木种植基地，公司不仅可以自产自销苗木原材料，同时在了解绿化苗木种植经验和技术的基础上，能充分掌握原材料采购成本和产品质量，对后续设计和养护业务方面都具备突出的竞争优势。**苗木生产能力方面**，2015 年岳阳苗木基地产出 2150 万元，咸宁苗木基地产出 2235 万元，公司苗木自给率达 18.70%；**设计实力方面**，公司曾获得设计资质如风景园林工程设计专项甲级、城市园林绿化一级资质及市政公用工程施工总承包二级资质，而且公司直属的景观规划设计院为国内领先的园林规划设计院，目前拥有 200 余名优秀园林景观设计人才，设计团队强大。

5)、人力资源丰富

公司致力于“外才引进，量才录用，育才备用”的人才战略，因此拥有一支结构合理且素质良好的人才队伍。截至 2016 年 12 月 31 日，公司员工 874 人，其中本硕学历以上的员工占 56.06%，专科员工占 26.77%，高中及以下占 17.17%。同时，企业拥有专业的景观规划设计院，各类工种设计人才配备完整。

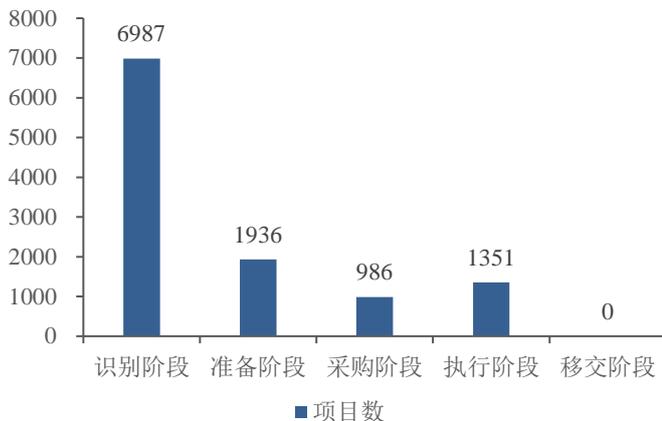
四、重点开拓市政 PPP 等业务，打造新增长点

1、PPP 模式应用广泛，财政部入库项目超 10 万亿

截至 2016 年 12 月末，全国入库项目为 11260 个，总投资达 13.5 万亿元，其中识别阶段项目 6987 个，总投资 6.7 万亿元；准备阶段项目 1936 个，总投资 3 万亿元；采购阶段项目 986 个，总投资 1.5 万亿元；执行阶段项目 1351 个，总投资 2.2 万亿元，没有移交阶段项目。

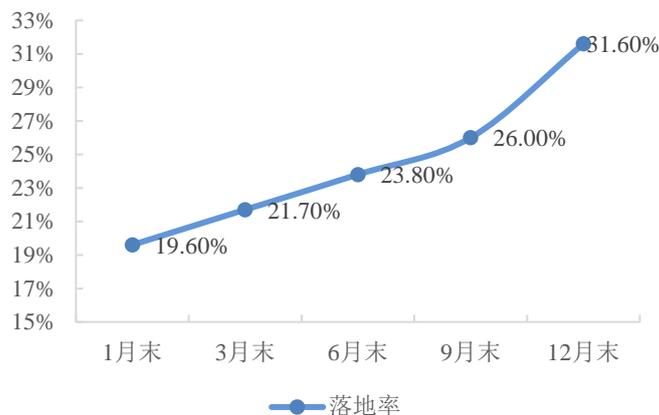
由此可以看出，12 月末落地率达 31.6%，与 1 月末、3 月末、6 月末、9 月末的 19.6%、21.7%、23.8%、26.0% 的落地率相比，呈稳步提升态势。

图 18: 12 月末全国 PPP 库中各阶段项目数



资料来源: 财政部、招商证券

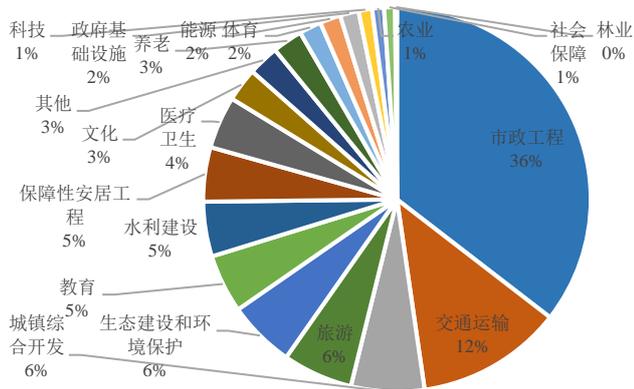
图 19: 财政 PPP 项目库中项目落地率稳步提升



资料来源: 财政部、招商证券

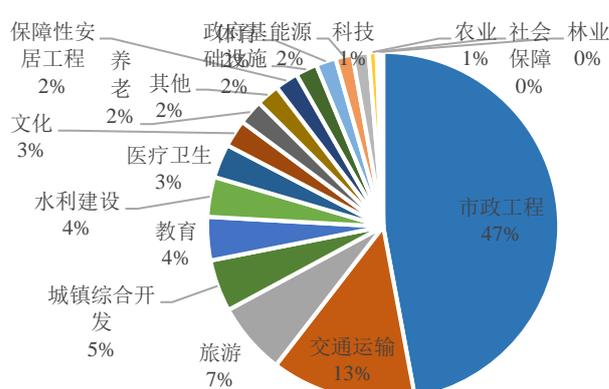
从项目分布领域来看, 市政工程、交通运输、城镇综合开发、旅游、生态建设和环境保护项目数占比靠前, 分别为 35.5%、12.2%、6.1%、5.9%、5.6%; 与 1 月末对比, 其中市政工程、交通运输和旅游新增项目数较多, 占比分别为 47%、13%、7%; 生态建设和环境保护项目数明显下降 345 个。

图 20: 12 月末各领域 PPP 项目数分布



资料来源: 公开信息、招商证券

图 21: 12 月末相比 1 月末, 各领域新增项目数占比



资料来源: 公开信息、招商证券

2、公司巩固地产园林业务, 积极开拓市政 PPP 等领域

公司在巩固地产园林业务的基础上, 积极发力市政 PPP 等业务, 一方面由于房地产行业度过了黄金时期, 地产投资增速开始下移; 另一方面, 由于经济稳增长考虑, 基建投资开始加大, 市政相关投资也开始回暖, 此外, 受益于 PPP 模式的应用, 市政业务体量也明显增加。

2016 年 1 月 13 日, 公司与新市人民政府签署了《战略合作框架协议》, 协议总投资额为 40 亿元, 双方采用 PPP 模式合作成立合资公司, 共同推动新民市城乡基础设施、产业发展和生态环境建设, 内容包括海绵城市建设项目, 市政管网综合管廊建设项目, 柳河流域综合治理项目等。2016 年 3 月 2 日, 公司与遵义市林业局和园林绿化局签署《生态景观建设项目合作框架协议》, 重点围绕遵义市规划建设 38 个山体森林公园、

城市园林基础设施等生态景观建设领域的大型、特大型工程任务等方面展开建设合作，总投资额为 60 亿元。16 年公司公告签订了 6 个市政、旅游及生态景观建设框架协议，总投资达 162.1 亿元，是公司 2016 年营收的 10 倍多，其中 102.1 亿元项目采用 PPP 模式进行；另外，公司签订了 4.76 亿元的 PPP 市政项目；17 年至今公司公告签订 25.5 亿元 PPP 市政旅游框架协议，中标 13.18 亿元市政旅游项目，未来在 PPP 模式的更广泛应用及公司的努力下，公司市政、旅游及生态景观等业务将有望实现更大的发展。

表 7：16 年至今公司公告的框架协议/订单

时间	订单/框架协议	项目内容	项目类型	总投资额(亿元)	采用模式
2016/01/13	与新民市人民政府签署了《战略合作框架协议》	新民市城乡基础设施、产业发展和生态环境建设，内容包括海绵城市建设项目，市政管网综合管廊建设项目，柳河流域综合治理项目等	市政	40	PPP 模式
2016/03/02	与遵义市林业局和园林绿化局签署《生态景观建设项目合作框架协议》	围绕遵义市规划建设 38 个山体森林公园、城市园林基础设施等生态景观建设领域的大型、特大型工程任务等方面展开建设合作	生态景观	60	
2016/08/18	与安顺市西秀区人民政府签署战略合作框架协议	围绕包括旅游景区、乡村旅游、文化产业、休闲农业、美丽乡村、生态旅游小镇、生态环境修复等项目开展整体合作	旅游、生态修复	10	PPP 模式
2016/08/19	绥阳县洛安江流域生态文明区项目(施工、设计一体化)		生态景观	3.06	
2016/08/19	绥阳县城市绿化提升工程项目(施工、设计一体化)		生态景观	0.60	
2016/09/06	《盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设框架协议》	盘锦市大洼县县城污水处理管网工程二期项目、泵站工程、唐家镇污水处理厂扩建工程	市政	2.10	PPP 模式
2016/09/29	《巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发战略合作框架协议》	为巴东县高铁小镇及周边旅游资源和旅游配套设施的投资开发、建设、运营、管理	旅游	30	PPP 模式等
2016/09/29	哈密市伊州区西部片区新建核心区中心景观轴建设 PPP 项目		市政	1.50	PPP 模式
2016/09/29	哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目(三标段)		市政	1.55	PPP 模式
2016/10/17	与沈阳市沈北新区人民政府签署战略合作框架协议	在市政、生态环境修复、河流污染治理、生态景观等领域开展合作	市政、生态修复等	20	PPP 模式等
2016/11/08	昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目(二期)第十八标段	昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施建设	市政	1.71	PPP 模式
2017/01/17	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区(百草园)建设项目	园林绿化及配套工程设计施工一体化	旅游	3.23	

时间	订单/框架协议	项目内容	项目类型	总投资额(亿元)	采用模式
2017/01/25	《抚远市滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作框架协议书》	实施滨江公园项目与南山公园项目建设	市政	5.5	PPP 模式
2017/02/16	《枝江市旅游资源开发暨金湖湿地公园项目战略合作框架协议》	枝江市旅游资源的投资、建设和运营	市政、旅游	20	PPP 模式等
2017/03/01	水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工(EPC)总承包项目	水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工(EPC)	旅游	7.3	
2017/03/03	深圳桂湾片区景观工程（一期）项目	桂湾片区景观工程建设	市政	2.65	

资料来源：公司公告、招商证券。注：截止日期为 2017/3/8

此外，为积极探索其他市政业务，公司全资子公司文科投资与公司董事长及总经理投资入股江西贝融循环材料有限公司，文科投资持股 2%。标的公司主要生产和销售商品混凝土，并以资源再生及循环利用等方式，从事绿色节能建筑材料及制品的研发、设计、生产、销售、运输和安装，为国家海绵城市建设、市政建设等提供整体解决方案。随着公司越来越多地参与海绵城市、河道生态治理等政府 PPP 项目，标的公司生产的材料可以为公司业务开展提供材料及技术支撑，同时进行项目信息共享，产生协同效应，为公司拓展市政项目积极助力。

3、股权激励加速业绩释放

2016 年 7 月 9 日公司向董事、高级管理人员、关键管理人员、核心技术人员等 212 人授予 800 万股限制性股票，约占授予前公司总股本的 3.33%。

公司此次限制性股票激励计划，具有几大特点：

- **激励人数之多，覆盖范围之广。**公司此次授予激励的对象共 212 人，包括了董事长、总经理、副总经理、财务总监、董秘等 12 位公司高管，4 位关键管理人员，196 位核心业务（技术）人员。公司及子公司员工总人数 860 人，其中高管 21 人，销售和技术人员 235 人，除去独立董事、监事外，高管基本全部覆盖，绝大部分核心业务、技术人员也都享受到此次激励，可以看出公司此次激励覆盖范围非常广泛。
- **激励力度之大。**公司此次激励股票数占总归本的比例为 3.33%，同时，授予价格较低，为 9.44 元/股，目前股价为 22.60 元/股，成本低，显示出此次激励力度大。
- **业绩目标要求之高。**公司此次激励计划的业绩考核目标为 2016 年、2017 年、2018 年扣非后净利润较 2015 年分别增长不低于 40%、82%、127.5%，业绩目标要求高，能够充分调动员工的积极性，发挥最大的潜力，加速公司的业绩释放。

表 8：限制性股票激励计划解锁条件

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	相比 2015 年，2016 年扣非后净利润增长率不低于 40%
第二个解锁期	相比 2015 年，2017 年扣非后净利润增长率不低于 82%
第三个解锁期	相比 2015 年，2018 扣非后年净利润增长不低于 127.5%

资料来源：公司公告、招商证券

此次激励计划中激励对象自限制性股票授予之日起 12 个月内为锁定期，三次分别解锁 50%、30%、20%，其中，公司董事和高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%；在离职后半年内，不得转让其所持有的股份。

表 9: 此次限制性股票激励计划解锁安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	20%

资料来源：公司公告、招商证券

公司激励计划中还规定：如果第一、第二个解锁期内未达到公司业绩考核目标时，这部分限制性股票在下一年达到业绩考核目标时一起解锁；若下一年仍未达到公司业绩考核目标时，该部分限制性股票不得解锁，由公司回购注销。第三个解锁期内未达到公司业绩考核目标时，该部分限制性股票不得解锁，由公司回购注销，这也避免了短期因行业大的变动，导致业绩无法达标，激励无法完成的情况发生，体现出公司对于中长期激励的重视。

公司此次激励计划，覆盖范围广、涉及人员多、激励力度强、业绩要求高，将充分调动管理、业务、技术等多方面人员的积极性，较大程度挖掘公司的潜力，加速业绩释放。

五、公司财务分析

（一）盈利能力稳定，期间费用控制得当，行业内领先

公司毛利率下降，净利率有所提升，16Q3 毛利率和净利率处于中间水平。公司主营地产园林，在巩固原有业务的基础上，加大力度拓展市政业务，公司和同行业其他公司毛利率均出现下滑，但净利率有所提升。

公司费用控制得当，期间费用率明显低于同行业其他公司。公司具有顺应经济和行业发展趋势，适时进行管理、经营模式改进的传统和能力，16Q3 期间费用率为 8.53%，明显低于东方园林（15.56%）、棕榈股份（14.62%）、普邦股份（10.54%）、岭南园林（15.50%）。

图 22: 16Q3 公司毛利率处于中间水平

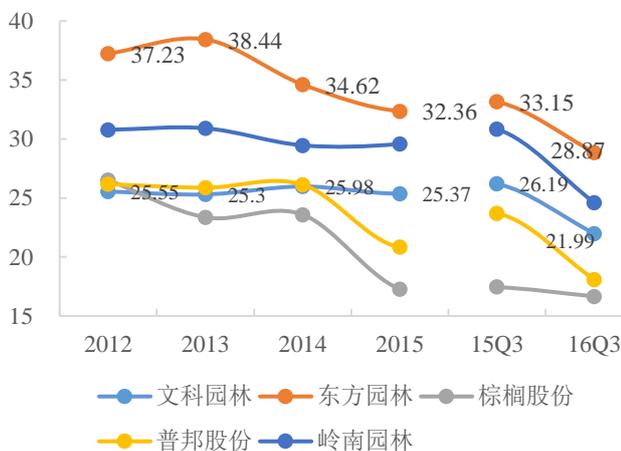
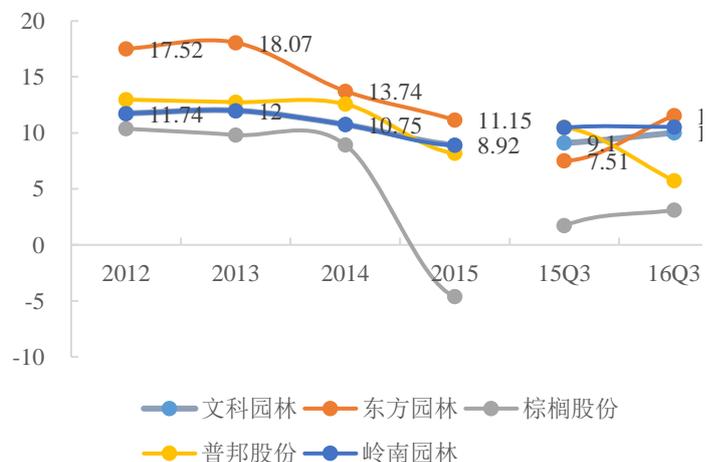


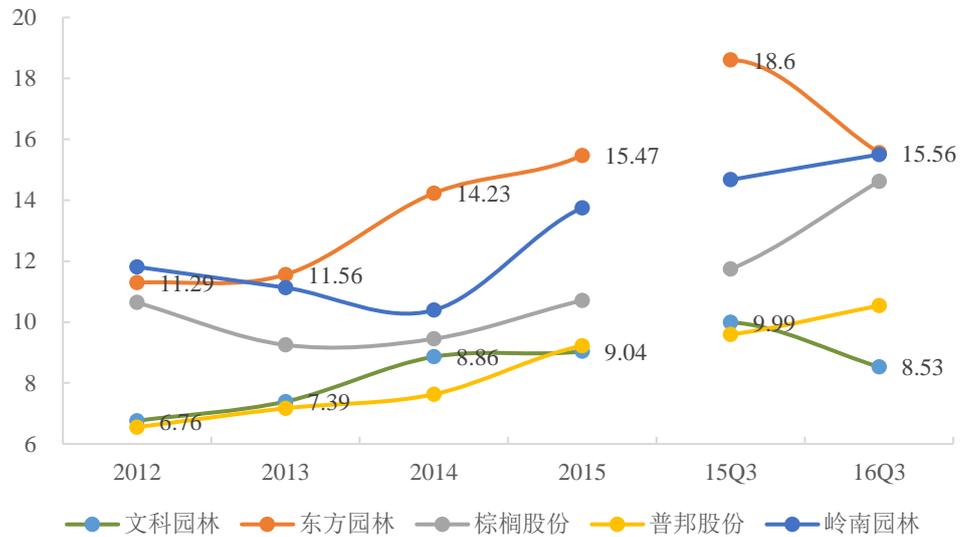
图 23: 16Q3 公司净利率处于中间水平



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

图 24: 公司期间费用率低于其他公司



资料来源: Wind、招商证券

(二) 营收和净利增速明显回升

受益于地产及市政投资回暖, 16Q3 公司营收增速大幅提升至 35.52%; 由于业务发展加之精细化管理及首发上市募集资金, 降低财务费用, 公司净利润增速回升, 15 年和 16Q3 分别增长 7.51% 和 49.13%。

公司近期发布的 16 年业绩快报显示, 16 年实现营收 15.17 亿元, 同比增长 45.04%, 实现归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 44%, EPS 为 0.58 元。公司业绩实现高增长, 主要因为公司稳固地产园林业务的同时, 积极拓展市政园林及 PPP 等业务。

与其他园林公司相比, 公司营收和净利增速处于中间水平。2016 年三季度, 公司营收增速为 35.52%, 高于普邦股份 (5.28%)、棕榈股份 (-11.59%), 低于东方园林 (46.39%)、岭南园林 (46.92%); 2016 年三季度公司净利增速为 49.13%, 低于棕榈股份 (123.15%)、东方园林 (97.02%), 高于普邦股份 (-42.24%)、岭南园林 (47.6%)。

图 25: 16Q3 营收增速大幅提升至 35.52%



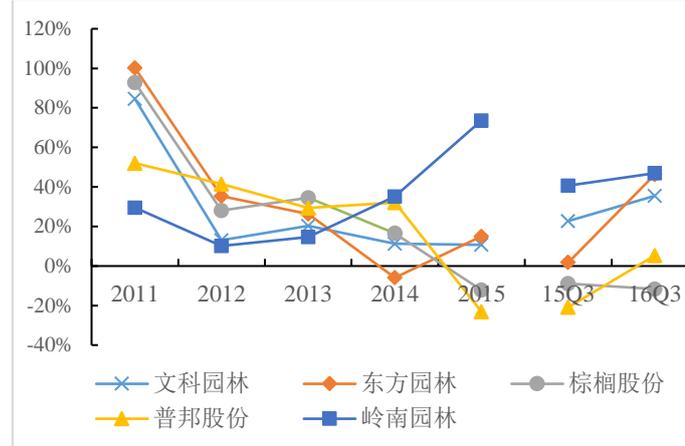
资料来源: Wind、招商证券

图 26: 15 年及 16Q3 公司净利润增速大幅回升



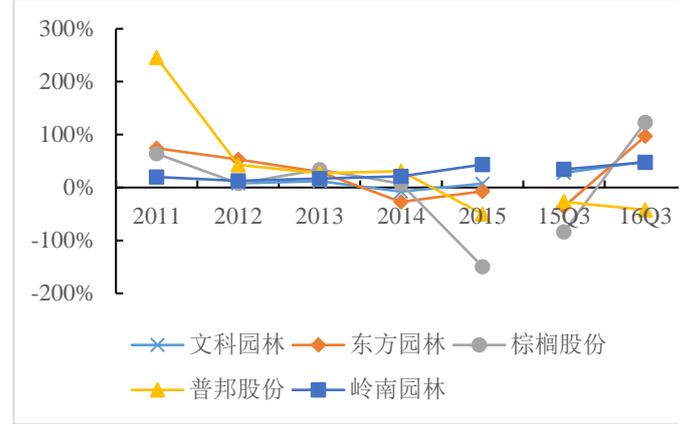
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 公司营收增速处于中间水平



资料来源: Wind、招商证券

图 28: 公司净利增速处于中间水平

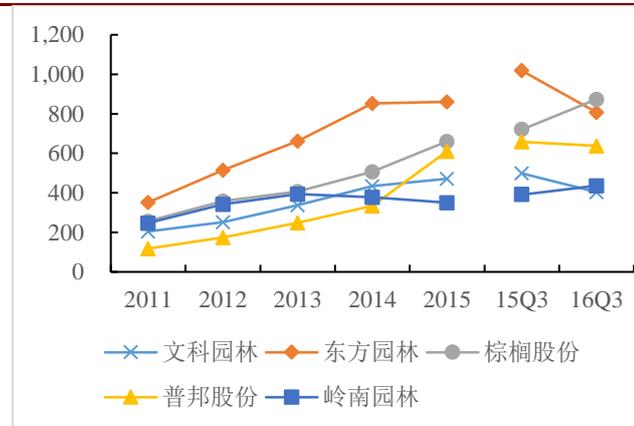


资料来源: Wind、招商证券

(三) 营业周期短, 总资产周转能力强

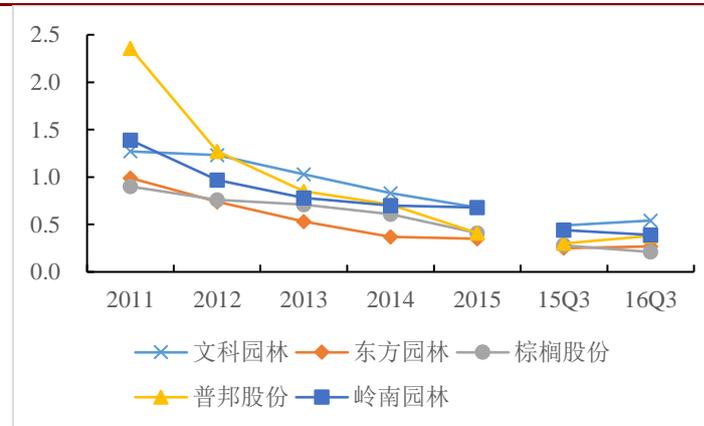
公司营业周期短, 总资产周转率高, 周转能力较强。公司 2015 年营业周期为 472 天, 仅多于岭南园林(350 天), 总资产周转率为 0.68, 与岭南园林持平, 高于东方园林(0.35)、棕榈股份(0.41)、普邦股份(0.41)。

图 29: 16Q3 公司营业周期仅高于岭南园林



资料来源: Wind、招商证券

图 30: 公司总资产周转率与岭南园林持平, 高于其他家

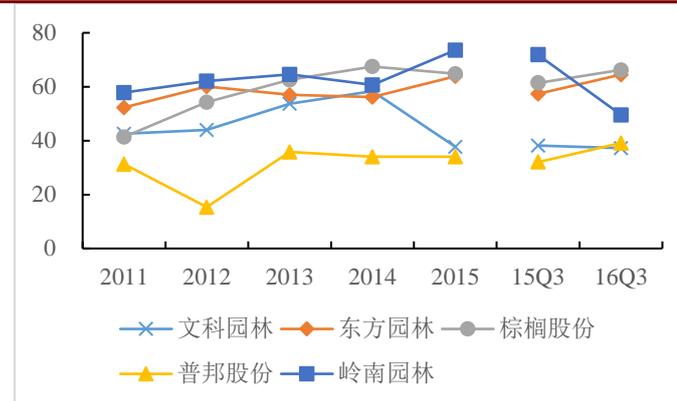


资料来源: Wind、招商证券

(四) 短期偿债能力逐渐提高, 长期偿债能力较强

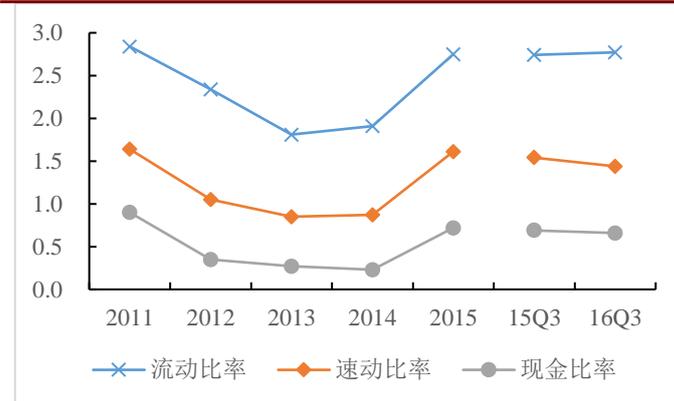
公司资产负债率相对较低, 长期偿债能力强, 短期偿债能力也明显提升。2016 年三季度, 公司资产负债率为 37.22%, 低于普邦股份(39.13%)、岭南园林(49.60%)、棕榈股份(66.21%)、东方园林(64.50%)。除此以外, 公司流动比率、速动比率也出现有所回升, 公司短期偿债能力显著增强。

图 31: 公司资产负债率低于其他对比公司



资料来源: Wind、招商证券

图 32: 公司短期偿债能力有所回升

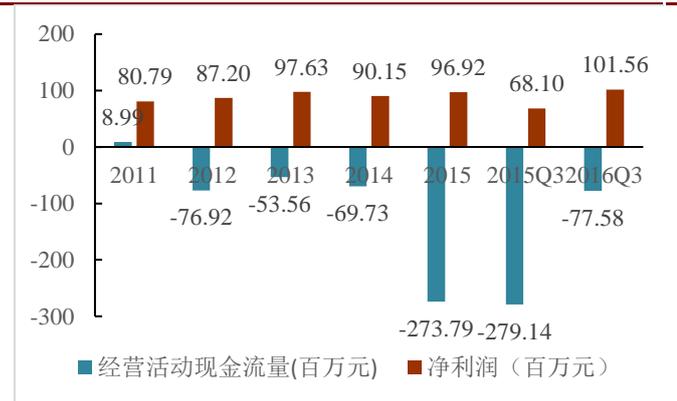


资料来源: Wind、招商证券

(五) 公司回款明显好转

公司经营现金流量净额持续为负, 但 16 年三季度出现好转。2016 年三季度, 公司经营现金流量净额为-0.78 亿元, 较 2015 年明显好转, 且收现比提高至 80.55%。

图 33: 经营活动现金流持续为负, 但 16Q3 明显好转



资料来源: Wind、招商证券

图 34: 2016Q3 公司收现比大幅好转



资料来源: Wind、招商证券

六、风险提示

地产回暖不及预期; 市政投资不及预期; 回款风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1728	1912	2571	3827	5380
现金	299	455	188	280	466
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	154	106	177	264	369
应收款项	475	458	737	1098	1532
其它应收款	59	73	122	182	254
存货	720	809	1326	1971	2715
其他	22	13	21	31	43
非流动资产	42	263	263	264	265
长期股权投资	0	16	16	16	16
固定资产	18	24	27	31	34
无形资产	1	12	11	10	9
其他	23	211	209	207	206
资产总计	1770	2175	2834	4091	5644
流动负债	628	869	1323	2250	3325
短期借款	206	380	534	1095	1746
应付账款	234	324	537	798	1099
预收账款	41	54	89	132	182
其他	146	111	163	226	299
长期负债	40	76	77	77	77
长期借款	40	0	0	0	0
其他	0	76	77	77	77
负债合计	668	945	1400	2327	3402
股本	120	248	248	248	248
资本公积金	562	446	422	422	422
留存收益	420	536	765	1094	1573
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1102	1230	1434	1764	2242
负债及权益合计	1770	2175	2834	4091	5644

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(274)	77	(339)	(366)	(307)
净利润	97	140	254	375	546
折旧摊销	5	5	6	6	6
财务费用	20	17	25	47	82
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(396)	(79)	(644)	(819)	(969)
其它	1	(5)	20	24	28
投资活动现金流	(16)	(46)	(9)	(9)	(9)
资本支出	(16)	(16)	(9)	(9)	(9)
其他投资	0	(30)	0	0	0
筹资活动现金流	455	123	82	468	502
借款变动	59	113	154	560	652
普通股增加	30	128	0	0	0
资本公积增加	435	(115)	(25)	0	0
股利分配	(45)	(60)	(25)	(46)	(68)
其他	(24)	57	(23)	(47)	(82)
现金净增加额	164	154	(267)	92	186

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1046	1517	2547	3798	5298
营业成本	781	1201	1989	2955	4071
营业税金及附加	36	13	22	33	46
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	70	107	191	285	397
财务费用	24	18	25	47	82
资产减值损失	16	20	26	42	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	119	158	294	435	633
营业外收入	1	6	3	3	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	120	163	296	437	636
所得税	23	23	42	62	91
净利润	97	140	254	375	546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	97	140	254	375	546
EPS (元)	0.81	0.56	1.02	1.51	2.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	45%	68%	49%	40%
营业利润	4%	33%	86%	48%	45%
净利润	8%	44%	82%	48%	45%
获利能力					
毛利率	25.4%	20.9%	21.9%	22.2%	23.2%
净利率	9.3%	9.2%	10.0%	9.9%	10.3%
ROE	8.8%	11.3%	17.7%	21.3%	24.3%
ROIC	8.3%	9.4%	13.9%	14.5%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	43.4%	49.4%	56.9%	60.3%
净负债比率	16.4%	17.5%	18.9%	26.8%	30.9%
流动比率	2.8	2.2	1.9	1.7	1.6
速动比率	1.6	1.3	0.9	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转率	1.1	1.6	1.9	1.8	1.7
应收帐款周转率	2.5	3.3	4.3	4.1	4.0
应付帐款周转率	3.0	4.3	4.6	4.4	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.81	0.56	1.02	1.51	2.20
每股经营现金	-2.28	0.31	-1.37	-1.48	-1.24
每股净资产	9.18	4.96	5.78	7.11	9.04
每股股利	0.50	0.10	0.18	0.27	0.40
估值比率					
PE	28.0	40.2	22.1	14.9	10.3
PB	2.5	4.6	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA	-36.5	-29.8	-16.4	-10.9	-7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

王彬鹏，上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华，上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。