

2017年04月07日

乾景园林 (603778.SH)

订单放量扬帆起航,有望受益雄安建设

■ **市政园林双轮驱动,整体盈利能力较强:** 乾景园林北京民营控股公司,实际控制人回全德、杨静夫妇,合计持股 55.31%,股权结构集中。公司主要从事园林施工及景观设计,公司市政园林和地产园林业务占比分别约为 56%和 42%,2015 年公司市政园林、地产园林业务毛利率均超 26%,净利润率达 15.4%,整体盈利能力较强。

■ **深耕华北、华东区域,有望受益雄安新区建设:** 公司业务主要在华东、华北区域布局,2016 年 6 月华东、华北区域业务收入分别为 46.45%、27.6%,合计占比 74.05%,占公司整体收入比例较大。公司是北京本土园林公司,又在华北长期布局,华北区域业务收入占比逐年增长,未来有望受益于雄安新区的发展建设,业绩实现高速增长。同时公司具备城市园林绿化企业资质证书壹级、风景园林工程设计专项甲级资质,公司项目及成本管控能力显著,2016 年 Q3 净利润率提升至 16%,高于行业均值 3 个百分点,华北布局先发优势+资质认证齐全+卓越的管控能力助力公司业务开拓。

■ **订单充足加快公司成长,大型项目经验提升竞争实力:** 公司 2015 年报显示年末在手订单 13 亿元,截止 2016 年 10 月累计签订合同金额 12.24 亿元,加总公司 2016 年 10 月份以后新签合同公告 8.52 亿元,2016 年新签订单至少为 20.76 亿元,是公司 2015 年营业收入的 3.41 倍;综合公司 2015 年末在手订单及 2016 年收入和新签订单情况,我们预计公司目前在手订单超 30 亿元,在手订单充足,保障公司业绩释放;公司目前在手订单中有北京世博园景观、银川花博会及兰州科技产业园等大型项目,项目经验积累进一步提升业务开拓竞争实力。

■ **城镇化建设带动绿化需求,“海绵城市+特色小镇”园林受益:** 我国 2016 年城镇化率为 57.35%,较 2006 年 44.34%提升约 13 个百分点,城市化进程显著,但与西方发达国家 80%左右水平相比仍有空间。城镇化建设推动园林绿化投资需求,利好园林工程企业市场扩大。根据 2015 年国务院 2020 年海绵城市建设目标,我们预计未来 5 年海绵城市投资规模预计达到 1.56-1.87 万亿元,同时,据住建部推行特色小镇试点 2020 年全国达到 1000 个的总体,静态预计纳入住建部全国特色小镇目标特色小镇资产投入将超 3 万亿元,海绵城市建设及特色小镇建设中国园林业务是重中之重,园林企业市场蛋糕再扩大。

■ **投资建议:** 受益于国内园林绿化市场需求快速膨胀,公司 2016 年新签订单累计额达 20.76 亿元,是 2015 年营业收入的 3.41 倍,2017 年新

公司深度分析

证券研究报告

园区

投资评级 **增持-A**
首次评级

6 个月目标价: **29.4 元**
股价 (2017-04-06) **26.63 元**

交易数据

总市值(百万元)	5,326.00
流通市值(百万元)	2,409.53
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	90.48
12 个月价格区间	21.48/71.92 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.72	3.32	18.95
绝对收益	10.18	7.34	26.5

金嘉欣

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

签订单呈加速态势；公司近年来园林业务深耕华北、华东区域，作为北京本土公司，有望受益于雄安新区建设；公司市值较小，项目管理和费用控制有序，订单放量助力未来成长，我们预计公司 2016-2018 年营业收入规模分别为 6.74 亿元、8.77 亿元和 10.96 亿元，增速分别为 11%、30%和 25%，同期净利润分别为 1.33 亿元、1.67 亿元和 2.04 亿元，同比增长分别为 42.6%、25.6%和 21.8%，对应 2017 年 4 月 6 日收盘，公司 2017 年动态 PE 为 31.9 倍，首次覆盖给予公司“增持-A”评级，6 个月目标价 29.4 元，对应 2017 动态 PE35 倍。

■风险提示：经济下行风险、海绵城市推进不及预期风险、订单落地不及预期风险等。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	603.3	607.5	674.4	876.7	1,095.8
净利润	81.3	93.3	133.1	167.1	203.5
每股收益(元)	0.41	0.47	0.67	0.84	1.02
每股净资产(元)	2.22	4.36	5.60	6.41	7.38
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	65.5	57.1	40.0	31.9	26.2
市净率(倍)	12.0	6.1	4.8	4.2	3.6
净利润率	13.5%	15.4%	19.7%	19.1%	18.6%
净资产收益率	18.3%	10.7%	11.9%	13.0%	13.8%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
ROIC	42.8%	31.7%	31.1%	77.3%	29.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 股权结构清晰，市政地产双轮驱动	5
1.1. 园林绿化后起之秀	5
1.2. 民营控股企业，股权较为集中	5
1.3. 市政地产双轮驱动，整体盈利能力较强	6
2. 管控有效利润率高，订单放量加速成长	7
2.1. 深耕华北、华东区域，有望获益雄安新区建设	7
2.2. 资质荣誉护航业务开拓，高新企业享税收优惠	8
2.3. 市值小负债率低，期间费用控制严格	9
2.4. 在手订单充足，新签订单加速	10
3. 城镇化带动绿化需求，“海绵+特色”园林受益	11
3.1. 城市化率逐年提升，带动园林市场需求	11
3.2. 海绵城市加速，园林市场迎蓝海	11
3.3. 特色小镇试点推行，园林公司最为受益	12
4. 投资建议：订单放量加快成长，首次覆盖“增持”评级	13
4.1. 公司收入预测：受益订单放量，公司成长加快	13
4.2. 公司估值：公司估值处于板块中位，相对合理	13
4.3. 投资建议：首次覆盖，“增持”评级	14
4.4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构（截至 2017 年 3 月 21 日）	6
图 3: 公司营业收入构成（2016H1）	6
图 4: 公司毛利润构成（2016H1）	6
图 5: 公司历年营业收入及增速	7
图 6: 公司历年净利润及增速	7
图 7: 公司各项业务历年营业收入占比变化情况	7
图 8: 公司市政、地产园林业务收入及毛利率水平	7
图 9: 公司历年来业务区域分布变化	8
图 10: 公司 2016H1 营业收入区域分布	8
图 11: 园林上市公司市值（2017-3-31；亿元）	9
图 12: 园林上市公司资产负债率（2016Q3）	9
图 13: 园林上市公司费用率（2016Q3）	10
图 14: 园林上市公司净利率（2016Q3）	10
图 15: 中国城市化率逐年提升	11
图 16: 我国城市建成区面积逐年增长	11
图 17: 我国城市园林绿地面积	11
图 18: 我国园林绿化占比	11

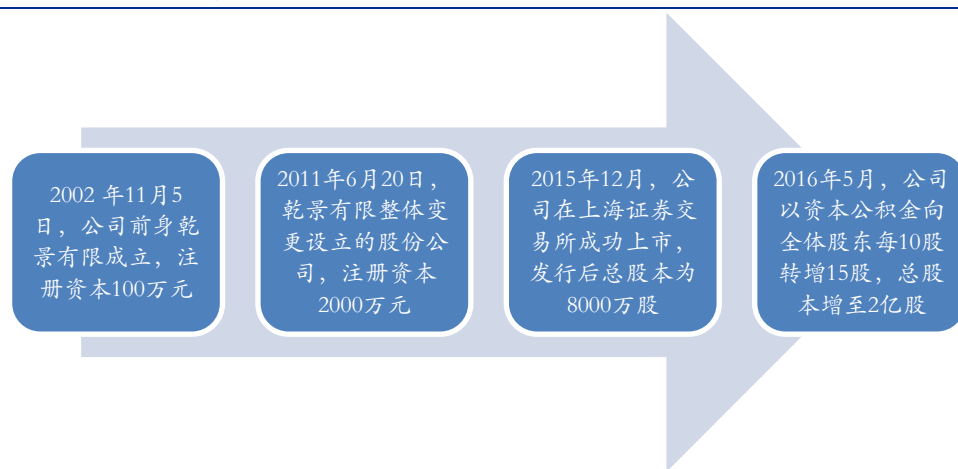
表 1: 公司相关资质	8
表 2: 公司历史荣誉	8
表 3: 公司近年标志性工程	9
表 4: 公司 2016 年新签合同汇总	10
表 5: 公司 2017 年新签合同汇总	10
表 6: 海绵城市相关政策整理	12
表 7: 特色小镇建设政策推进	12
表 8: 住建部及地方政府特色小镇建设目标	13
表 9: 公司营业收入增速及净利润预估	13
表 10: 同类园林公司估值情况 (wind 一直预测数据截止 2017.4.6; 单位: 亿元, %)	14
表 11: 公司重点估值指标汇总	14

1. 股权结构清晰，市政地产双轮驱动

1.1. 园林绿化后起之秀

北京乾景园林股份有限公司（后称“乾景园林”，或“公司”）前身为北京乾景园林工程有限公司，成立于2002年11月5日。2011年6月20日，公司整体变更设立的股份公司，注册资本为2000万元。2015年12月，公司在上海证券交易所成功上市，发行后总股本为8000万股；并于2016年5月以资本公积金向全体股东每10股转增15股，总股本增至2亿股。目前公司主要从事园林工程施工、园林景观设计、苗木种植和园林绿化养护等业务，公司主营业务近7成在华北、华东区域布局，有望受益雄安新区建设；另外，2016年公司与中微小（成都）投资有限公司（以下简称“中微小”）在北京签署《印度中国工业园项目战略合作协议》，布局一带一路，随着一带一路战略推进，公司在印度市场或有斩获。

图1：公司历史沿革

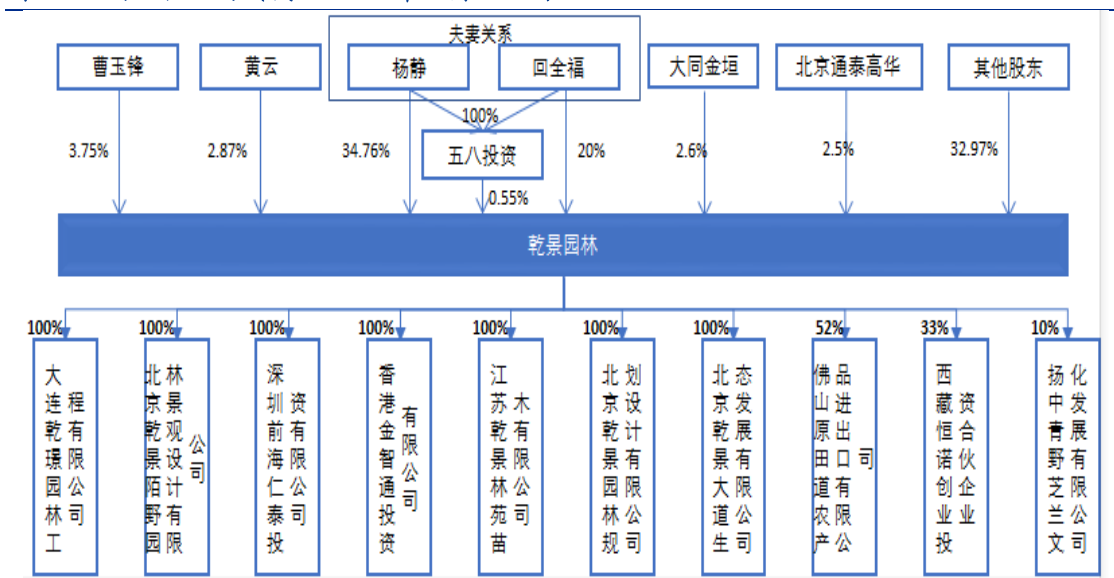


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 民营控股企业，股权较为集中

截至2017年3月21日，公司控股股东及实际控制人为回全德、杨静夫妇，合计持有公司总股本的55.31%。回全福现任公司董事长、总经理，杨静现任公司副董事长。公司在大连、北京、深圳、香港、江苏等地设有子公司，同时在佛山、西藏和扬中三地有三个控股、参股子公司。2017年3月21日，公司发布公告称，公司控股股东回全福、杨静夫妇拟通过夫妻控股公司北京五八投资控股有限公司增持公司股份，在未来6个月内增持比例为1%-3%。3月21日，已通过五八投资增持公司110万股，占公司总股本的0.55%。

图 2：公司股权结构（截至 2017 年 3 月 21 日）

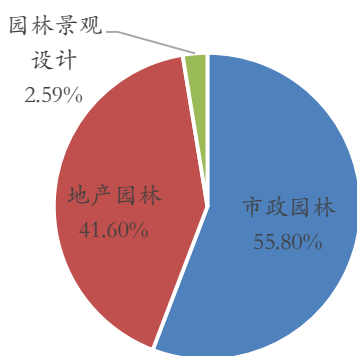


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 市政地产双轮驱动，整体盈利能力较强

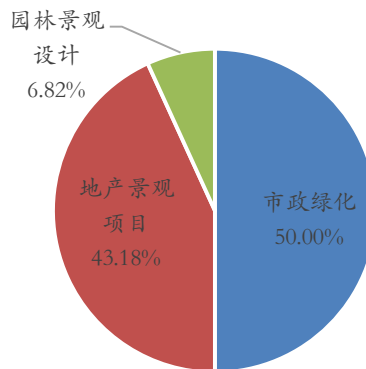
目前市政、地产园林各占半壁江山，迅速成长国内排名靠前。公司主要从事包括园林工程施工、园林景观设计、苗木种植和园林绿化养护等在内的产业链一体化园林绿化业务，是一家综合性园林绿化企业。据中国风景园林网联合中国城市出版社、世界园林杂志社等有关单位共同发布《中国园林绿化行业经营状况调查报告（2014-2015）》内容显示，乾景园林全国综合排名第 18 位。从 2016 年半年报数据来看，公司市政园林营业收入占比 55.8%、利润占比 50%；地产园林收入占比 41.6%、利润占比 43.18%；两项业务合计占公司收入的 97.41%，利润贡献合计占比 93.18%，园林景观设计业务对公司收入及利润影响较小。

图 3：公司营业收入构成（2016H1）



资料来源：WIND,安信证券研究中心

图 4：公司毛利润构成（2016H1）

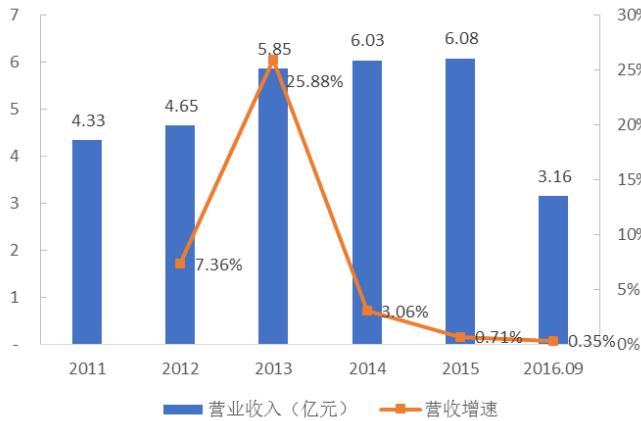


资料来源：WIND,安信证券研究中心

近年来业务规模保持相对平稳，利润快速增长。2014 年以来，公司整体业务规模相对稳定，营收规模略超 6 亿元，市政占比提升至 55%左右，同时加强地产园林优势订单开拓，双管齐下使得公司净利润呈快速增长态势，2014 年-2016 年 Q3，公司净利润增速分别为 7.54%、14.81%和 46.65%。2016 年 Q3,公司实现营业收入 3.16 亿元，同比增长 0.35%，与 2015 年增速基本持平；实现净利润 0.5 亿元，同比增幅达到 46.65%，较 2015 年大幅增长 31.84 个百分点，受益营业税金、财务成本下降及资产减值准备冲回，公司 2016 年前三季度业绩

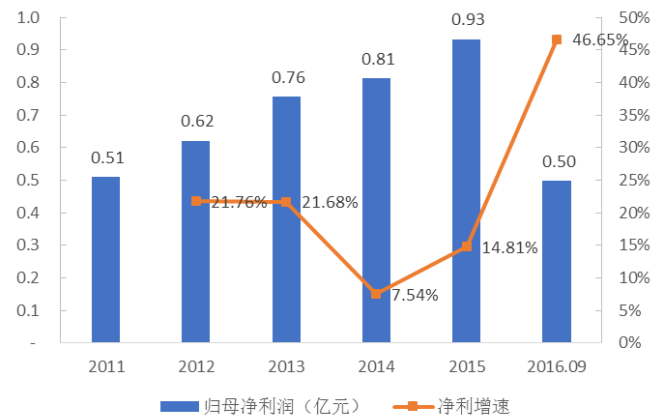
增速大幅超过业务收入增长。

图 5：公司历年营业收入及增速



资料来源：WIND,安信证券研究中心

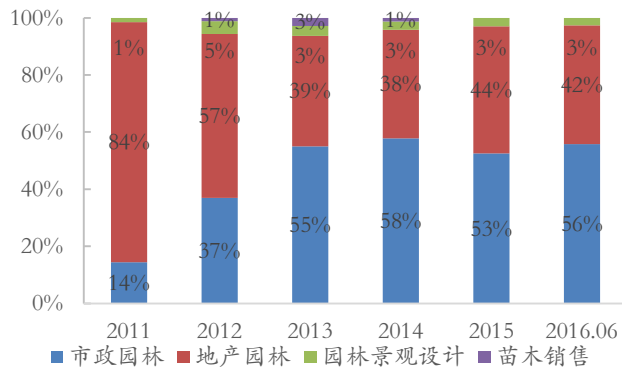
图 6：公司历年净利润及增速



资料来源：WIND,安信证券研究中心

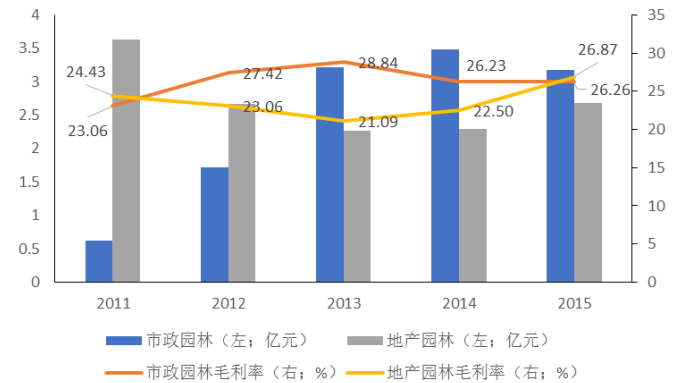
市政园林利润率较高，地产园林利润率快速提升，公司整体盈利能力强。2013 年以来公司加大市政园林开拓，目前市政园林业务占比约 55%，地产园林略超 4 成。2013-2015 年，公司市政园林业务毛利率分别为 28.84%、26.23%和 26.26%，平均利润率水平高于地产园林，高毛利业务规模扩大助力公司盈利改善；同时，自 2013 年以来，公司地产园林利润率呈明显爬坡提升，毛利率水平从 21.09%提升至 2015 年的 26.87%，利润率首次赶超市政园林板块。

图 7：公司各项业务历年营业收入占比变化情况



资料来源：WIND,安信证券研究中心

图 8：公司市政、地产园林业务收入及毛利率水平



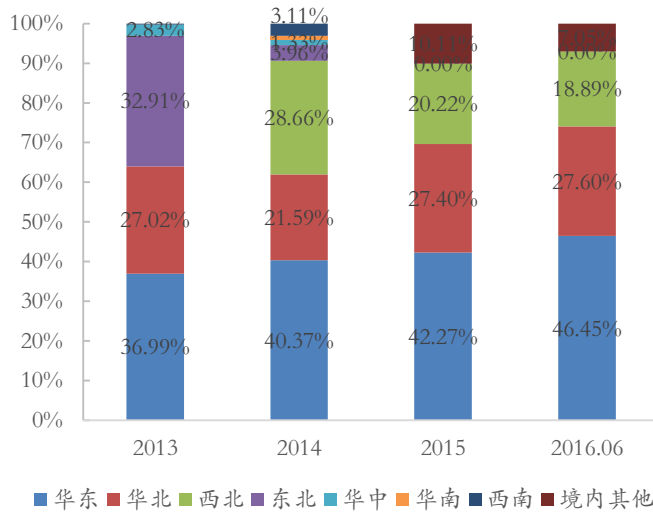
资料来源：WIND,安信证券研究中心

2. 管控有效利润率高，订单放量加速成长

2.1. 深耕华北、华东区域，有望获益雄安新区建设

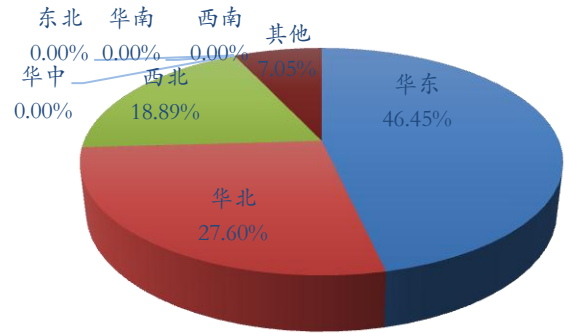
华东、华北区域布局，有望受益雄安新区建设。公司深耕华北、华东区域，两区域业务占比超 7 成。公司 2016 年中报显示，华东、华北区域业务收入占比 46.45%、27.6%，合计占比 74.05%。从公司历年营业收入区域分布变化情况来看，公司位于华东、华北区域的业务占比呈现逐年增长的趋势，由 2013 年合计占比 64.01%，增加至 2016.6 月合计占比 74.05%，增长 10.04 个百分点。公司是北京本土园林公司，又在华北长期布局，区域布局先发优势有望助力公司在雄安新区打开局面。

图 9：公司历年业务区域分布变化



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 10：公司 2016H1 营业收入区域分布



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.2. 资质荣誉护航业务开拓，高新企业享税收优惠

公司拥有城市园林绿化企业资质证书壹级、风景园林工程设计专项甲级等园林工程顶尖资质；并于 2010~2015 年连续 6 年获得北京市园林绿化行业评定 AAAA 守信企业、2006~2009 年连续四年获得北京市园林绿化行业评定守信企业荣誉；与此同时，公司施工的《棠溪人家绿化工程》、《滨湖假日 F-3 景观绿化工程》分别荣获园冶杯住宅景观工程金奖和铜奖等。公司资质等级较高，企业信誉较好，具有一定竞争优势。

2017 年 3 月 7 日，公司及全资子公司北京乾景园林规划设计有限公司分别收到北京市财政局、北京市国家税务局等联合颁发的《高新技术企业证书》，三年内将享受相关税收优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。

表 1：公司相关资质

证书名称	授予方/认定方	证书编号	有效期至
城市园林绿化企业资质证书壹级	住建部	CYLZ·京·0043·壹	2017.4
风景园林工程设计专项甲级	住建部	A111013631	2019.1.20
质量管理体系认证证书	北京兴国环球认证有限公司	01712Q10905R2M	2015.6.7
环境管理体系认证证书	北京兴国环球认证有限公司	01712E20289R2M	2015.6.7
职业健康安全管理体系认证证书	北京兴国环球认证有限公司	01712S10205R2M	2015.6.7

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司历史荣誉

时间	荣誉情况
2015	中国园林绿化综合竞争力百强
2015	全国十佳园林工程企业
2015	全国十佳科技创新企业
2014	北京市优秀园林企业
2013	北京市 2013 年度精品工程
2013	国家高新技术企业
2012	北京市农业产业化重点龙头企业
2011	2011 年度中国园林绿化行业优秀百强企业
2011	2011 年度中国园林绿化施工企业 50 强
2010~2015	北京市园林绿化行业评定 AAAA 守信企业
2006~2009	北京市园林绿化行业评定守信企业

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：公司近年标志性工程

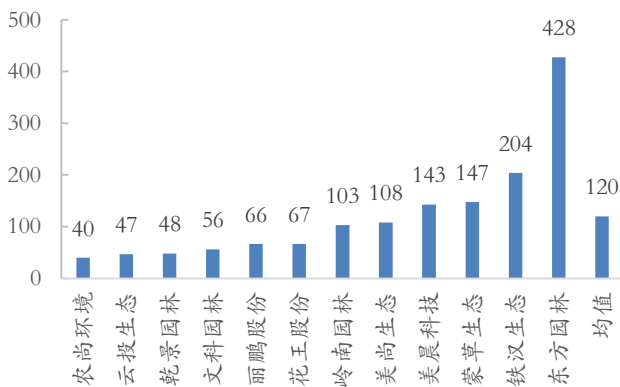
序号	项目
1	棠溪人家景观绿化工程
2	合肥湖苑景观绿化工程
3	长白山国际旅游度假区
4	徐州植物园温室生态自然馆景观绿化工程
5	顺义区 2012 年平原造林—第七标段：汉石桥湿地工程
6	宋庄航空走廊景观生态林
7	通州新城滨河森林公园南区十三标段园林绿化工程
8	北京市海淀区玉泉郊野公园建设工程
9	辽宁东戴河新区金丝河景观及水利工程
10	北京植物园樱桃沟景观提升工程
11	景山景观提升工程
12	南沙河滨水绿廊景观改造工程二标段工程
13	甘肃兰州秦王川国家湿地公园工程施工项目

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 市值小负债率低，期间费用控制严格

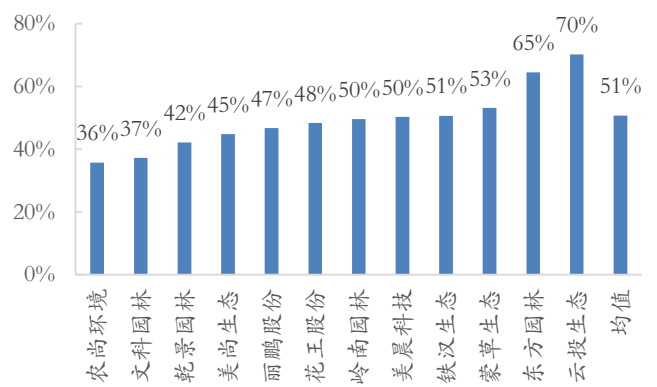
公司市值较小，负债率较低：截至 2017 年 3 月 31 日，对比 12 家园林类上市公司，东方园林上市较早，市值最大，达到 429 亿元；公司市值仅为 48 亿元，在我们提取的 12 家园林公司市值仅高于农尚环境和云投生态。上市园林公司行业平均市值为 120 亿元，为公司市值的 2.5 倍，公司市值较小，成长空间较大。另外，12 家公司资产负债率平均水平 51%，公司目前资产负债率 42%，低于平均水平 9 个百分点，负债率水平略高于农尚环境和文科园林，公司负债结构有较大的调整空间，以满足日益增长的业务需求。

图 11：园林上市公司市值（2017-3-31；亿元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

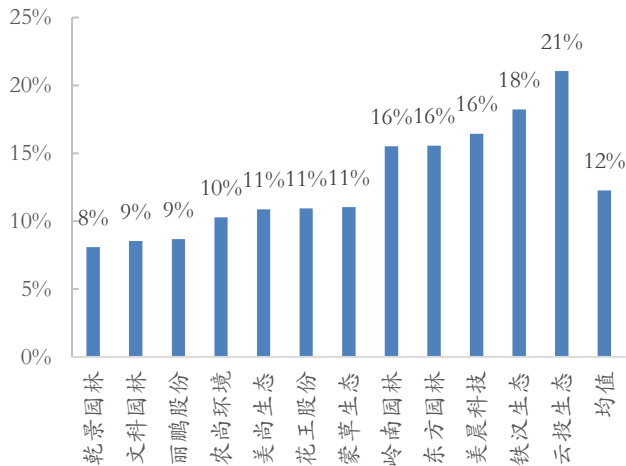
图 12：园林上市公司资产负债率（2016Q3）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

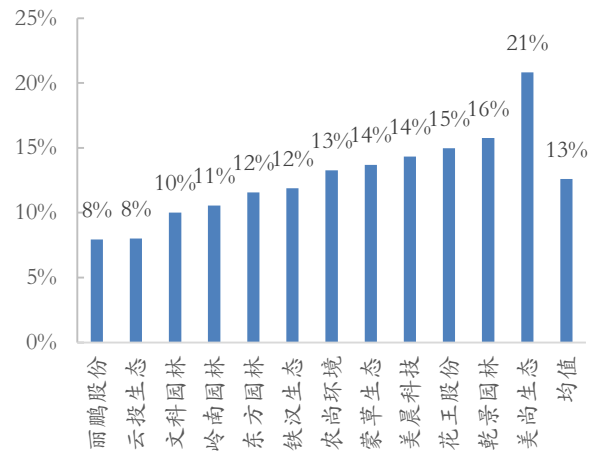
期间费用控制很好，净利率水平位居第二：在园林类 12 家上市公司中，公司期间费用率仅为 8%；行业平均期间费用率水平为 12%，公司低于行业平均水平 4 个百分点；期间费用率控制严格，保障整体净利率水平，2016 年三季度公司净利率水平达到 16%，超出行业平均水平 3 个百分点，仅低于美尚生态。

图 13: 园林上市公司费用率 (2016Q3)



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 14: 园林上市公司净利率 (2016Q3)



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2.4 在手订单充足, 新签订单加速

公司 2015 年报显示年末在手订单 13 亿元, 2016 年 10 月 27 日公司公告披露, 公司累计签订合同 13 项, 合计金额 12.24 亿元, 加总公司 2016 年 10 月份以后新签合同公告 8.52 亿元, 2016 年新签订单至少为 20.76 亿元, 是公司 2015 年营业收入的 3.41 倍; 综合公司 2015 年末在手订单及 2016 年收入和新签订单情况, 我们预计公司目前在手订单超 30 亿元, 在手订单充足, 保障公司业绩释放。

表 4: 公司 2016 年新签合同汇总

公告时间	项目名称	项目金额 (万元)	项目工期
2016/4/29	赤峰新区绿化工程和改造提升 PPP 建设项目	9491	3 年
2016/11/25	紫金华府景观工程 B 区	7549.9	4 个月
2016/11/25	紫金华府景观工程 C 区	7694.5	10 个月
2016/12/10	永修县马口生态园林式公墓建设项目	70000	3 年
合计		94735	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2017 年公司新签订单呈加速态势。截至 2017 年 3 月底, 公司连续发布 3 项重大订单公告, 合计签署订单 2.21 亿元; 上年同期公司无重大工程订单公告, 进入 2017 年公司拿单速度进一步加快。

表 5: 公司 2017 年新签合同汇总

公告时间	项目名称	项目金额 (万元)	项目工期
2017/3/1	兰州科天水性科技产业园健康科技体验馆景观工程项目	7848	203 天
2017/3/1	北京世界园艺博览会园址公共绿化景观一期园林绿化工程三标段	7637.34	700 天
2017/3/23	2017 年第九届中国 (银川) 花博会四季馆热带植物景观展陈项目	6598	260 天
合计		22083.34	

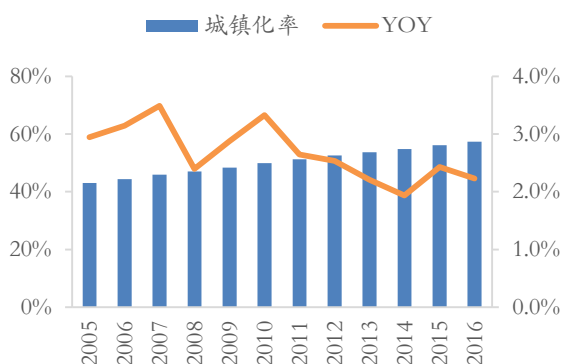
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 城镇化带动绿化需求，“海绵+特色”园林受益

3.1. 城市化率逐年提升，带动园林市场需求

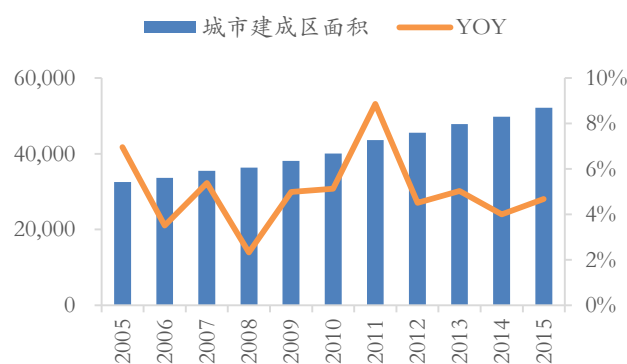
我国城市化率逐年提升，新型城镇化建设推动园林市场需求：最新数据显示，我国 2016 年城镇化率为 57.35%，较 2006 年 44.34% 提升约 13 个百分点，城市化进程显著，就目前水平与西方发达国家相比，仍有较大差距。2014 年联合国《世界城市化发展展望》显示，西方发达国家城市化水平处于 80% 左右。我国城市化率与西方发达国家相比仍有较大提升空间，未来随着政府城市化建设的不断深入，预计我国城市化率逐年增加。

图 15：中国城市化率逐年提升



资料来源：WIND，安信证券研究中心

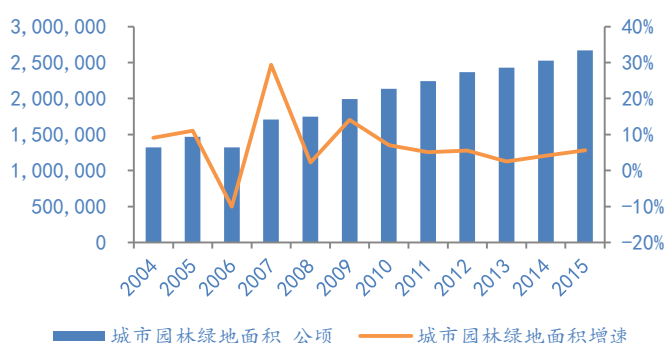
图 16：我国城市建成区面积逐年增长



资料来源：WIND，安信证券研究中心

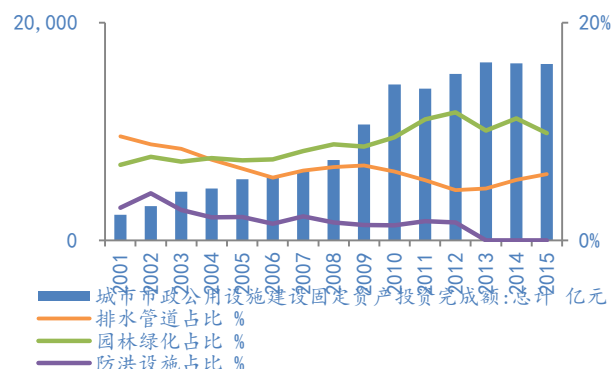
随着城市化的不断发展，我国城市建成区面积不断扩大，而在政府发布的《国家新型城镇化发展规划》中，政府要求提高现有城市化质量，推动城市环境质量和居民居住质量的发展，规划中有加大城区绿化覆盖率的要求，同时随着人们生活质量的逐步提高，群众有了公共环境改善需求带动。这两者带动了我国市政园林绿化建设快速进行，WIND 显示，2015 年我国城市园林绿地面积约 266.95 万公顷，较 2014 年增长 5.6%；2013-2015 城市园林绿地面积增速分别为 2.51%、4.15% 和 5.6%，城镇化建设推动园林绿化投资需求，利好园林工程企业市场扩大。

图 17：我国城市园林绿地面积



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 18：我国园林绿化占比



资料来源：WIND，安信证券研究中心

3.2. 海绵城市加速，园林市场迎蓝海

海绵城市政策陆续出台，带动园林绿化需求庞大。近年来城市内涝问题受到社会广泛关注，城市内涝除了会造成城镇居民生产生活不便以外，还会直接带来较大的经济损失。为解决城市内涝问题，建立生态城市，政府近年来提出了建设海绵城市的政策。海绵城市是指通过加

强城市规划建设管理，充分发挥建筑、道路和绿地、水系等生态系统对雨水的吸纳、蓄渗和缓释作用，有效控制雨水径流，实现自然积存、自然渗透、自然净化的城市发展方式。

近年来政府出台了多项政策支持海绵城市的建设和发展：从《海绵城市建设指南（试行）》、《海绵城市专项规划暂行规定》等操作准则的不断公布使得建设标准初步确立，专项补贴，信贷支持文件不断出台标志着资金支持不断落地，一批试点城市建设投资全面展开，二批试点城市正式公布，海绵城市建设正加速推进，逐步从概念层面落地到规划、建设、投资。

2015年10月，国务院办公厅印发的《关于推进海绵城市建设的指导意见》要求到**2020年20%的城市城建区面积需有能力将70%降雨就地消纳和利用**。2015年全国城市建成总面积为5.2万平方公里，根据住建部预计，海绵城市每平方公里建成本约为1.6-1.8亿元，**因此未来5年预计海绵城市投资规模预计达到1.56-1.87万亿元**。市政园林及绿化业务是海绵城市建设必不可少的重要组成部分，预计市政园林业务将在海绵城市建设的带动下实现高速增长。

表 6：海绵城市相关政策整理

时间	政策名称
2015年12月	《国家开发银行关于推进开发性金融支持海绵城市建设的通知》
2015年12月	《中国农业发展银行关于推进政策性金融支持海绵城市建设的通知》
2016年2月	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》
2016年2月	《关于深入推进新型城镇化发展的若干意见》
2016年2月	《关于开展2016年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》
2016年3月	《海绵城市专项规划编制暂行规定》
2016年3月	《城市管网专项资金绩效评价暂行办法》
2016年3月	《关于印发海绵城市专项规划编制暂行规定的通知》
2016年8月	《国务院关于印发“十三五”国家科技创新规划的通知》
2016年12月	《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》
2016年12月	《关于加强京津冀交界地区规划建设管理的指导意见》

资料来源：各政府部门官网

3.3. 特色小镇试点推行，园林公司最为受益

住建部牵头推动特色小镇培育，休闲旅游、美丽宜居等关键词凸显园林绿化建设需求。2016年7月1日，住建部联合发改委、财政部发布《关于开展特色小镇培育工作的通知》，通知要求到2020年，培育1000个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，引领带动全国小城镇建设，不断提高建设水平和发展质量。国家发展改革委等有关部门支持符合条件的特色小镇建设项目申请专项建设基金，中央财政对工作开展较好的特色小镇给予适当奖励。此后发改委、住建部陆续推进金融机构支持特色小镇建设的意见与建议，推动特色小镇建设落地。

表 7：特色小镇建设政策推进

时间	文件	发布部门	名称
2016.7.1	建村[2016]147号	住建部、发改委、财政部	关于开展特色小镇培育工作的通知
2016.10.8	发改规划[2016]2125号	国家发改委	《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》
2016.10.10	建村[2016]220号	住房城乡建设部	中国农业发展银行关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知
2016.8.3	建村建函[2016]71号	住房城乡建设部	《关于做好2016年特色小镇推荐工作的通知》
2017.1.13	发改规划[2017]102号	国家发改委 国开行	关于开发性金融支持特色小（城）镇建设促进脱贫攻坚的意见

资料来源：住建部、发改委官网

预计 2017-2020 年间特色小镇静态投入 3 万亿元，园林企业承接优势突出。住建部推行 Res 特色小镇试点总体目标是 2020 年全国达到 1000 个，当前浙江、河北、山东等省市已经陆续推出特色小镇建设规划，从小镇规划固定投资额均值在 30 亿元/个，静态预计纳入住建部特色小镇目标特色小镇资产投入将超 3 万亿元，实际建设规模将远超这个规模。住建部发布特色小镇数量分配表，下放指标 159 个，目前地方推荐获得认可的国家第一批特色小镇共 127 个，其中属于浙江省的有 8 个，占比最高。据初步测算，有 71 个小镇主业为旅游产业，占比 55.9%，主导产业非旅游业的有 28 个，占比 22%，综合型城镇有 28 个，占比 22%；园林企业在以旅游产业为主导的特色小镇建设中具有承接优势，同时特色小镇建设引入产业的运营模式，延长项目生命周期，激活项目运营和维护功能，增强承接商项目运作盈利能力。

表 8：住建部及地方政府特色小镇建设目标

	2020 年目标 (个)	固定资产投资 (亿元)	总投资规模 (亿元)
全国	1000	30	30000
浙江	100	50	5000
河北	100	20	2000
山东	100	30	3000
湖北	50	20	1000
江苏	100	30	3000
陕西	100	30	3000
西藏	20	30	600

资料来源：住建部及地方政府官网，安信证券研究中心

4. 投资建议：订单放量加快成长，首次覆盖“增持-A”评级

4.1. 公司收入预测：受益订单放量，公司成长加快

从公司 2016 年三季报看，公司 2016 年受益于营业税金下降、资产减值准备冲回及财务成本下降综合因素，公司当年净利润增速大幅高于营业收入增速；受益于公司 2016 年新签订单高速增长，当年累计新签订单约为 20.76 亿元，是 2015 年营业收入的 3.41 倍，2017 年新签订单呈加速态势，助力公司未来两年业绩快速增长，我们预计公司 2016-2018 年营业收入规模分别为 6.74 亿元、8.77 亿元和 10.96 亿元，增速分别为 11%、30%和 25%，同期净利润分别为 1.33 亿元、1.67 亿元和 2.04 亿元，同比增长分别为 42.6%、25.6%和 21.8%。

表 9：公司营业收入增速及净利润预估

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	607.5	674.4	876.7	1,095.8
同比增速	0.7%	11.0%	30.0%	25.0%
净利润 (百万元)	93.3	133.1	167.1	203.5
同比增速	14.8%	42.6%	25.6%	21.8%

资料来源：WIND、安信证券研究中心

4.2. 公司估值：公司估值处于板块中位，相对合理

根据我们对公司 2017 年的业绩预估，对应公司 2017 年 4 月 6 日收盘价，2017 年动态 PE31.9 倍，我们选取园林板块内市值相对接近的 5 家公司 WIND 一致预期进行比较，花王股份 WIND 一致预期 2017 年净利润增速 28.56%，动态 PE47.36 倍，估值最高，岭南园林 WIND 一致预期净利润增速 52.91%，动态 PE25.91 倍，估值最低；乾景园林估值居于我们选取的 5 家

标的公司估值中位数，相对合理。

表 10：同类园林公司估值情况 (wind 一直预测数据截止 2017.4.6；单位：亿元，%)

股票代码	证券简称	当前市值	营业收入 17E	同比增速 (%) 17E	净利润 17E	同比增速 (%) 17E	市盈率 PE
603778	乾景园林	53.26	8.77	30	1.67	25.6	31.9
002775	文科园林	59.57	21.34	40.68	2.12	51.79	28.12
603007	花王股份	67.25	6.02	34.39	1.42	28.56	47.36
002717	岭南园林	103.34	40.69	58.47	3.99	52.91	25.91
300495	美尚生态	119.40	22.87	116.76	3.94	88.48	30.31
300355	蒙草生态	158.92	26.23	79.45	5.69	97.86	27.93

资料来源：WIND，安信证券研究中心

4.3. 投资建议：首次覆盖，“增持-A”评级

公司是园林板块 2015 年 12 月上市企业，公司当前市值约 53 亿元；公司市政园林、地产园林业务并驾齐驱，项目管理及成本控制严格，使得公司净利润率水平达到 16%，处于行业较高水平；同时，受益于国内园林绿化市场需求快速膨胀，公司 2016 年新签订单累计额达 20.76 亿元，是 2015 年营业收入的 3.41 倍，2017 年新签订单呈加速态势，助力公司成长加快；公司近年来园林业务深耕华北、华东区域，作为北京本土公司，有望受益于雄安新区建设；公司市值较小，项目管理和费用控制有序，订单放量助力未来成长，我们预计公司 2016-2018 年营业收入规模分别为 6.74 亿元、8.77 亿元和 10.96 亿元，增速分别为 11%、30%和 25%，同期净利润分别为 1.33 亿元、1.67 亿元和 2.04 亿元，同比增长分别为 42.6%、25.6%和 21.8%，对应 2017 年 4 月 6 日收盘，公司 2017 年动态 PE 为 31.9 倍，首次覆盖给予公司“增持-A”评级。

表 11：公司重点估值指标汇总

(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	607.5	674.4	876.7	1,095.8
净利润	93.3	133.1	167.1	203.5
每股收益(元)	0.47	0.67	0.84	1.02
每股净资产(元)	4.36	5.60	6.41	7.38

盈利和估值	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	57.1	40.0	31.9	26.2
市净率(倍)	6.1	4.8	4.2	3.6
净利润率	15.4%	19.7%	19.1%	18.6%
净资产收益率	10.7%	11.9%	13.0%	13.8%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
ROIC	31.7%	31.1%	77.3%	29.1%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

4.4. 风险提示

经济下行风险、城镇化建设、海绵城市等推进不及预期风险、订单落地不及预期风险、坏账风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	603.3	607.5	674.4	876.7	1,095.8	成长性					
减:营业成本	445.3	435.4	490.2	637.5	792.9	营业收入增长率	3.1%	0.7%	11.0%	30.0%	25.0%
营业税费	16.7	15.0	-0.7	4.4	10.5	营业利润增长率	-3.0%	11.8%	45.0%	25.6%	21.9%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	7.5%	14.8%	42.6%	25.6%	21.8%
管理费用	33.5	33.9	37.3	48.7	60.9	EBITDA 增长率	-2.5%	8.9%	35.5%	22.5%	22.3%
财务费用	6.9	4.7	-2.9	-7.9	-8.2	EBIT 增长率	-3.0%	8.9%	36.3%	22.8%	22.7%
资产减值损失	8.1	11.3	-4.0	-	2.4	NOPLAT 增长率	6.6%	12.0%	34.9%	22.8%	22.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.0%	37.6%	-50.5%	225.3%	-27.2%
投资和汇兑收益	3.2	-	1.1	1.4	0.8	净资产增长率	22.4%	96.0%	28.6%	14.4%	15.1%
营业利润	96.0	107.3	155.5	195.3	238.1	利润率					
加:营业外净收支	1.4	1.4	1.1	1.3	1.2	毛利率	26.2%	28.3%	27.3%	27.3%	27.6%
利润总额	97.3	108.6	156.6	196.6	239.4	营业利润率	15.9%	17.7%	23.1%	22.3%	21.7%
减:所得税	16.0	15.3	23.5	29.5	35.9	净利润率	13.5%	15.4%	19.7%	19.1%	18.6%
净利润	81.3	93.3	133.1	167.1	203.5	EBITDA/营业收入	17.4%	18.9%	23.0%	21.7%	21.2%
						EBIT/营业收入	17.0%	18.4%	22.6%	21.4%	21.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	6	6	5	3	1
货币资金	205.0	584.1	940.5	623.7	1,006.1	流动营业资本周转天数	146	209	163	178	190
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	466	671	743	686	645
应收账款	395.6	453.8	238.3	772.7	534.1	应收帐款周转天数	186	252	185	208	215
应收票据	-	0.5	0.1	0.2	0.3	存货周转天数	125	172	137	145	151
预付帐款	13.8	5.3	26.3	10.0	33.7	总资产周转天数	487	698	763	700	656
存货	230.7	348.7	165.6	540.1	381.5	投资资本周转天数	150	213	166	180	190
其他流动资产	17.0	10.3	10.0	12.4	10.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	0.4	0.1	0.2	0.2	ROE	18.3%	10.7%	11.9%	13.0%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	6.5%	9.4%	8.4%	10.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	42.8%	31.7%	31.1%	77.3%	29.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	10.2	10.6	8.1	5.7	3.2	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.6%	5.6%	5.5%	5.6%	5.6%
无形资产	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	财务费用率	1.1%	0.8%	-0.4%	-0.9%	-0.7%
其他非流动资产	38.2	29.7	24.0	30.6	28.1	三费/营业收入	6.7%	6.4%	5.1%	4.7%	4.8%
资产总额	910.9	1,443.8	1,413.4	1,995.9	1,998.2	偿债能力					
短期债务	10.0	110.0	-	-	-	资产负债率	51.2%	39.6%	20.7%	35.8%	26.2%
应付帐款	124.1	190.9	111.9	303.9	220.9	负债权益比	104.8%	65.7%	26.1%	55.7%	35.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.14	2.46	4.77	2.76	3.78
其他流动负债	268.9	268.3	177.8	407.2	298.9	速动比率	1.57	1.85	4.20	2.00	3.05
长期借款	60.0	-	-	-	-	利息保障倍数	14.96	23.83	-53.18	-23.83	-28.05
其他非流动负债	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	分红指标					
负债总额	466.2	572.4	292.9	714.3	523.0	DPS(元)	-	0.04	0.02	0.03	0.05
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	8.2%	2.7%	3.7%	4.9%
股本	60.0	80.0	200.0	200.0	200.0	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
留存收益	384.7	791.4	920.5	1,081.6	1,275.2						
股东权益	444.7	871.4	1,120.5	1,281.6	1,475.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.41	0.47	0.67	0.84	1.02
净利润	81.3	93.3	133.1	167.1	203.5	BVPS(元)	2.22	4.36	5.60	6.41	7.38
加:折旧和摊销	4.0	2.6	2.6	2.6	2.6	PE(X)	65.5	57.1	40.0	31.9	26.2
资产减值准备	8.1	11.3	-	-	-	PB(X)	12.0	6.1	4.8	4.2	3.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-254.1	155.0	23.0	-17.7	13.7
财务费用	7.2	8.5	-2.9	-7.9	-8.2	P/S	8.8	8.8	7.9	6.1	4.9
投资损失	-3.2	-	-1.1	-1.4	-0.8	EV/EBITDA	-	15.1	28.4	24.8	18.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	27.2%	29.7%	20.7%	27.2%	29.7%
营运资金的变动	-187.4	-81.6	213.7	-473.8	182.1	PEG	2.4	1.9	1.9	1.2	0.9
经营活动产生现金流量	-51.1	18.0	345.4	-313.4	379.2	ROIC/WACC	4.1	3.0	3.0	7.4	2.8
投资活动产生现金流量	-0.7	-27.0	3.7	-1.3	1.7	REP	-	1.4	7.2	1.0	3.2
融资活动产生现金流量	-8.5	388.4	7.3	-2.1	1.5						

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

金嘉欣、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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@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
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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