

公司研究/首次覆盖

2017年05月14日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 17.49
合理价格区间(元): 21.6~25.2

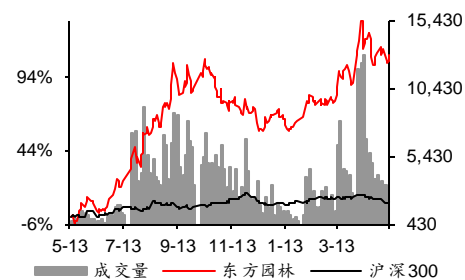
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

生态环保双布局, 千亿园林龙头起航

东方园林(002310)

国内民营园林 PPP 龙头, 品牌业绩卓越

公司是国内园林生态领域的龙头企业, 已拥有生态园林、市政公用、环境环保等领域多项高等级资质, 目前专注于水生态环境治理与固废危废环保两大业务。公司目前收入利润体量、市值规模均远超园林同行, 与环保龙头碧水源相当, 但预期业绩增速要比碧水源高。目前公司在手订单收入比高达 12 倍, 超过 2010 年高峰期的 9 倍, 进入第二轮高速增长阶段, 当前价格对应 2017 年 24 倍 PE, Peg 0.49 低于碧水源的 0.62。

六年成就九倍市值, 订单/模式/激励是主要驱动

自公司于 2009 上市以来, 公司市值从 58 亿元上升至今年 4 月历史最高值 522 亿元, 是上市首日的 9 倍; 同期公司收入增长了 14 倍, 归母净利润增长了 21 倍。订单/模式/激励是驱动公司市值增长最主要的三大驱动因素, 分别对应不同成长阶段对业绩成长、项目回款、人才战略的不同诉求。2010/2012 年公司订单超高速增长, 当年新签协议(订单)分别是前一年收入的 9/8 倍(3.7/2.3 倍)。2013 年之后, 公司通过土地保障、金融保障、PPP 投资等商业模式创新, 大幅改善回款质量。此外, 公司通过实施三期股票期权和两期员工持股, 既留住了人才, 也推动了业绩成长。

生态环保市场广阔, 挖掘细分市场分享市场红利

我们预计“十三五”期间水环境综合治理业务将迎来黄金发展期, 到 2020 年市场总规模将达 1.3 万亿元以上, 其中黑臭水体治理约 4000 亿元。海绵城市/水务行业投资需求均达到万亿元以上, 其中农村市场约 1500~2000 亿元。工业固废每年产生 30 亿吨以上, 综合利用率仅 50%; 危废每年产生量 0.4 亿吨以上, 综合利用率不足 40%。公司通过内生外延、成立环保产业基金的形式积极介入相关细分市场, 目前战略布局基本完成。

水系治理订单占比 90%, 在手订单收入比超过 2010 年高峰期

2015-2016 年水系治理订单占公司新签订单比约 90%, 2015 年至今公司累计中标 PPP 项目 958 亿元, 是 2016 年收入的 11.18 倍, SPV 公司已投股权款 19.15 亿元。2015 年至今公司累计新签合同约 1056 亿元, 我们预计公司当前在手未完工订单(含 2 个框架协议)约 1570 亿元, 合同工程量约 1020 亿元, 订单收入比高达 12 倍, 超过 2010 年高峰期的 9 倍。

订单保障度高业绩释放动力强, 首次覆盖给予“买入”评级

我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 0.72/0.96/1.21 元, CAGR 35.83%。目前园林/环保上市公司对应 2017 年平均 PE 为 25/34 倍, 公司为 24 倍 PE, 2017 年 peg 为 0.49, 低于碧水源的 0.62。我们认为公司在手 PPP 订单充足, 二三期股权激励和二期员工持股正在实施中, 未来业绩释放动力强, 因此可给予 2017 年 30-35 xPE (对应 17 年 0.62-0.72 倍 peg), 对应合理估值区间 21.6~25.2 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: PPP 模式风险, 资产整合与业务转型风险, 存货应收账款等财务风险等。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,677
流通 A 股(百万股)	1,420
52 周内股价区间(元)	11.10-26.33
总市值(百万元)	46,827
总资产(百万元)	23,960
每股净资产(元)	3.42

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,381	8,564	11,729	15,531	19,519
+/-%	14.98	59.16	36.95	32.42	25.68
归属母公司净利润(百万元)	601.97	1,296	1,927	2,574	3,247
+/-%	(7.07)	115.23	48.75	33.53	26.17
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.48	0.72	0.96	1.21
PE (倍)	75.97	35.30	23.73	17.77	14.08

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

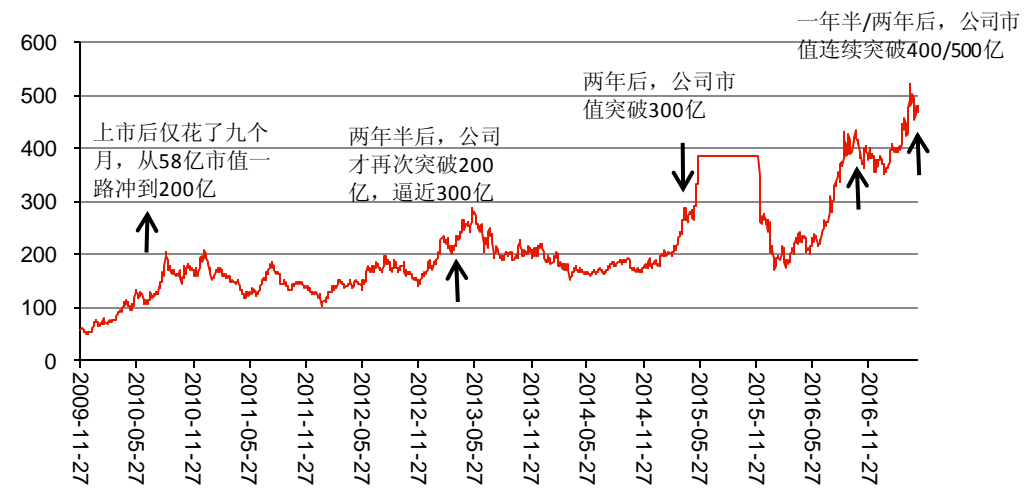
正文目录

历史复盘：九倍园林股的成长之路.....	3
生态环保民营龙头，财务表现持续改善.....	5
生态修复业内领先，环保布局初具雏形.....	5
盈利能力领先同行，营运能力趋于提升.....	6
转型生态修复，聚焦海绵城市和水系治理.....	10
海绵城市新政频出，水系治理市场广阔.....	10
“十三五”水环境治理市场规模超万亿.....	10
海绵城市试点示范效应强.....	11
农村污水处理市场快速崛起.....	12
一站式服务实力强，水系治理订单快速增长.....	14
外延并购强化水治理，海绵城市共振.....	17
中山环保：乡村污水治理工程典型服务商.....	17
上海立源：水处理系统研产销一体化企业.....	18
率先锁定危废处理市场，纵深布局环保业务.....	19
固废危废市场潜力大，外延并购抢先布局.....	19
设立多支环保产业基金，环保外延预期高.....	20
创新模式加速回款，股权激励激发动力.....	21
三重模式保障回款.....	21
三期激励两期员工持股激发业绩.....	22
盈利预测与估值.....	23
关键假设.....	23
盈利预测和投资建议.....	23
PE/PB - Bands.....	24
风险因素.....	24

历史复盘：九倍园林股的成长之路

公司作为民营园林上市龙头企业，其市值成长具有示范意义。自公司于2009年11月27日在深交所中小板上市以来，公司市值从上市首日的58亿元持续攀升，至今年4月11日达到历史最高值522亿元，是上市首日的9倍；而同期公司收入从2009年的5.84亿元增加为2016年的85.64亿元，增长了13.66倍，归母净利润从5920万元增加为2016年的12.96亿元，增长了20.90倍。

图表1：公司上市以来市值变化（亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

200/500 亿元市值是公司不同成长阶段的里程碑，订单/模式/激励是最主要的三大驱动。不同时期的市值对应公司不同的成长阶段，不同成长阶段的收入业绩增长来自于不同的驱动因素。就公司而言，我们认为订单增长/模式创新/股权激励是驱动公司市值增长最主要的三大要素，分别对应业绩成长、项目回款、人才战略。分阶段来看：

(1) 2011年之前是公司的成长初期，市值增长主要来自订单业绩的快速增长。公司刚上市时归母净利润不足一亿元，借助政府经济刺激和城镇化加速的机遇大力扩张市政园林业务，2010年收入同比增长149%，归母净利润增长208%，新签框架协议55亿元，新签施工订单20.87亿元，分别是2009年收入的9.36/3.57倍；同时通过实施首期股权激励计划，行权条件要求以2010年为基数，2011-2014年净利润增长率分别达到30%、80%、140%、230%，业绩释放动力得到快速提升，且有利于稳定公司核心员工和技术人才任职，多重利好因素使得公司市值于2010年8月快速突破200亿元；

(2) 2011年之后公司进入成长中期，市值成长主要来自商业模式创新。2011-2013年，虽然公司收入和业绩增速仍保持30%以上的正增长，但增速已显著下行，到2014年收入和净利润增速更是同为负增长。但2013年之后，公司已积极通过土地保障模式、金融保障模式、PPP投资模式等创新型的商业模式，大举进军生态工程和环保领域，2013年5月市值逼近300亿元。两年后，叠加牛市高涨的市场情绪，公司市值空间再度被打开，并于2015年5月逼近400亿元；

(3) 2016年以来公司通过PPP模式再次进入高速成长期，成为民营PPP企业龙头，市值/业绩/经营现金流均迎来显著的上升。2016年公司新中标PPP订单的投资总额为380亿元，同比增长9.91%；完成市政园林、水系治理、生态修复、土壤矿山修复以及固废处置等生态全产业链布局，2016年实现收入85.46亿元，同比增长59.16%；实现归母净利润12.96亿元，同比增长115.23%；2015年至今累计中标PPP项目949亿元，是2016年收入11.08倍。同时公司连续推出第二期和第三期股权激励以及第二期员工持股计划，为“十三五”期间业绩高速增长增添保障。

图表2: 公司市值成长与业绩增速匹配

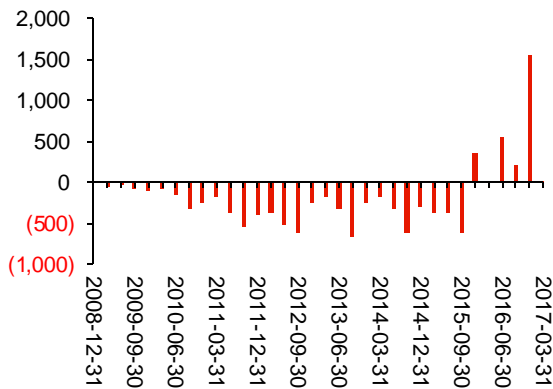
市值区间	主要时间段	近1年		近3年	
		收入增速	业绩增速	收入复合增速	业绩复合增速
0-200 亿元	2009.11~2010.08	148.86%	208.13%	123.21%	131.76%
200-300 亿元	2010.08~2015.05	-5.91%	-27.17%	35.28%	41.42%
300-400 亿元	2015.05~2016.09	14.98%	-7.05%	53.15%	82.99%
400-500 亿元	2016.09~2017.04	59.16%	115.23%	43.34%	48.80%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 近1年增速为市值突破时前一年数据, 近3年增速为市值突破时未来两年复合增速, 2017-18年数据为wind一致预期。

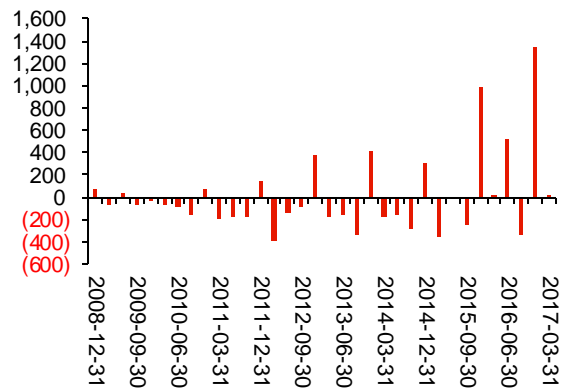
2016年以来, 公司经营现金流的改善最为显著。从累计数来看, 公司2015年年末经营现金净流入3.68亿元, 为上市以来首次正流入; 且从单季度数据来看, 除去年三季度净流出以外, 公司已实现近六个季度经营现金流持续净流入。相比于之前传统园林应收账款较高的特点, 公司回款已在新模式下呈现出显著好转。

图表3: 公司累计经营活动现金净流量(百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 公司单季度经营活动现金净流量(百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

受市场利率、市值规模等因素影响, 公司突破400亿市值后估值提升有所趋缓。公司从60亿元市值到200亿元市值的提升阶段, 由于规模小和IPO发行溢价, PE(TTM)提升也最为迅速, 从70倍翻倍增长到150倍, 且快于同期市值涨幅, 成为2010年两市第一高价股; 2015年突破300亿市值后, PE估值一度接近90倍; 但随着市值规模和市场利率上行预期的影响, 公司市值在2016年9月突破400亿元后, PE估值提升有所趋缓。目前公司PE估值35倍, 低于历史中位数38.58和平均值49.86, 对应2017年24倍PE。

图表5: 上市以来公司市值与PE估值走势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

生态环保民营龙头，财务表现持续改善

生态修复业内领先，环保布局初具雏形

公司最早是成立于1992年7月的北京市海淀区东方园林艺术服务部（集体所有制），经改制后于2001年正式成立北京东方园林有限公司，主要经营市政园林业务，后于2009年在深交所上市后进入快速发展阶段。公司通过内生外延的方式，目前已拥有生态园林、市政公用、环境环保等领域的多项高等级资质，2015年1月更名为“北京东方园林生态股份有限公司”体现生态修复业务转型成功，2016年10月再次更名为“北京东方园林环境股份有限公司”打造环境大生态企业。目前公司主要从事以水环境治理为主的生态修复业务，包括生态湿地、园林建设和水利市政等设计施工，同时以危废处理、乡镇污水处理及综合资源利用为切入口，积极布局环保产业。

环境/环保板块齐头并进，公司战略转型初见成效。截止2016年末，公司共有23家子公司并表，当年新增合并6家，减少合并1家，其中主要的全资子公司有9家，包括2016年新增合并的中山环保、上海立源等。通过2013年开始实施的“二次创业、三箭齐发”战略，公司环境业务已形成设计、苗木、施工全产业链，生态城市规划、水利工程设计、市政工程施工一体化的综合服务体系；2015-16年通过外延并购方式，积极增设环保板块，环境/环保板块齐头并进，公司战略布局初步完成。

图表6：2016年末公司主要控参股公司

公司名称	直接持股比例	取得方式	所处行业	2016年收入(万元)	2016年净利润(万元)
北京东方利禾景观设计有限公司	100%	设立	环境景观设计	29886.71	3912.40
北京东方易地景观设计有限公司	100%	收购	环境景观设计	5731.56	2568.72
北京苗联网科技有限公司	100%	设立	苗木投资管理	15921.84	5225.46
中邦建设工程有限公司	100%	收购	市政、环保工程建设	36633.18	10379.33
杭州富阳金源铜业有限公司	100%	收购	有色金属固体危废资源化利用	75395.67	695.92
杭州富阳中能固废环保再生有限公司	60%	收购	危固废处置	75094.85	21523.32
苏州市吴中区固体废物处理有限公司	80%	收购	工业固体废物处理	2606.82	398.57
中山市环保产业有限公司	100%	收购	环境污染防治、市政、建筑工程建设	38867.43	10082.32
上海立源水处理技术有限责任公司	100%	收购	水处理技术	12855.15	4038.34

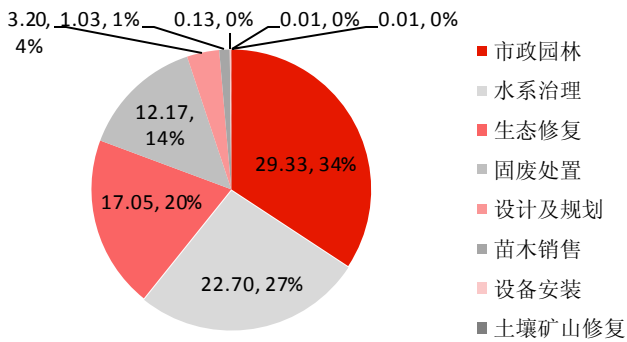
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：2017年4月28日，公司已公告拟以15.115亿元出售中能环保60%股权，公司于2015年11月以货币资金14.64亿元收购该60%股权。

2016年，公司两大主营业务工程建设和环保分别实现营收69.1和12.17亿元，同比增长40.14%和409.75%（主要是由于新合并了中山环保和上海立源），工程建设对营收贡献下降11个百分点，环保业务和设计规划对营收贡献分别上涨4.44/3.82个百分点。其中市政园林、水系治理、生态修复和固废处置营业收入分别为29.33、22.7、17.5和12.17亿元，分别占总营业收入的34%、27%、20%和14%。

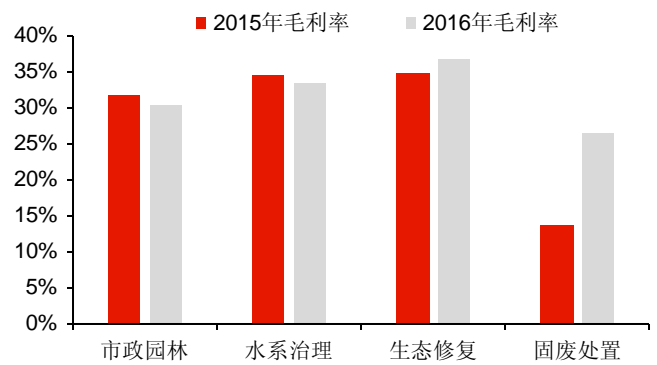
2016年，公司综合毛利率和净利率分别为32.83%和16.13%，较去年同期上升0.47、4.98个百分点，净利率的提升主要由于生态修复业务收入大幅增长和期间费用率的下降。其中生态修复和固废处置毛利率36.71%、26.38%，比上年同期增加1.84、12.88个百分点，其余产品受营改增等因素影响毛利率均有小幅下降。生态修复和水质治理业务毛利率高，营业收入占比高，是公司当前盈利的主要增长点；而新并购的中山环保、上海立源2016年净利率分别高达25.9%、31.4%，成为环保业务的重要盈利来源。

图表7: 2016年各项业务营业收入(亿元)及占比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

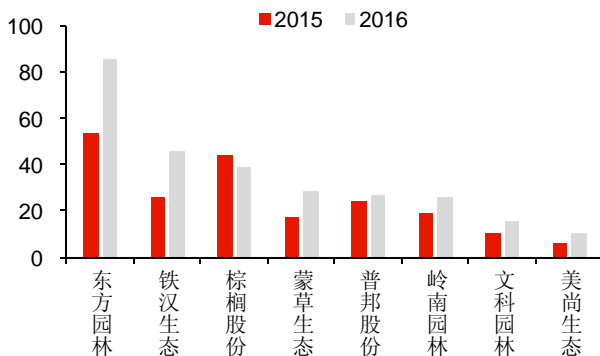
图表8: 2015-2016年各项业务毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

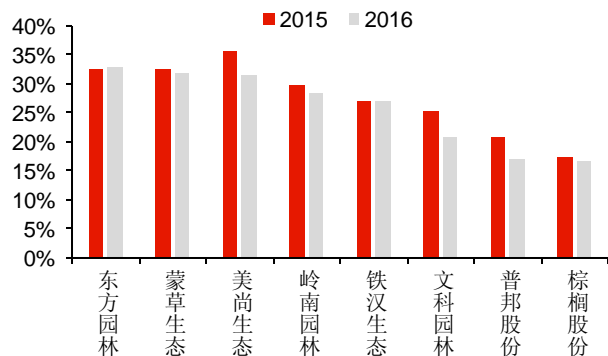
公司2015和2016年分别实现营业收入53.81/85.64亿元,收入规模居前八大园林工程上市公司首位,占园林工程上市公司总收入的比例由2015年的17.5%上升至2016年的25.22%。公司2015和2016年综合毛利率分别为32.36%、32.83%,2016年毛利率居八大园林上市公司之首,收入和盈利能力双第一,公司作为园林第一股龙头地位显著;营改增背景下,2016年公司综合毛利率同比增加0.47个百分点,是八大园林上市企业中唯一逆势上升的,彰显盈利提升潜力和战略转型的成功。

图表9: 公司收入规模居园林行业第一(亿元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 公司综合毛利率处于园林业前列



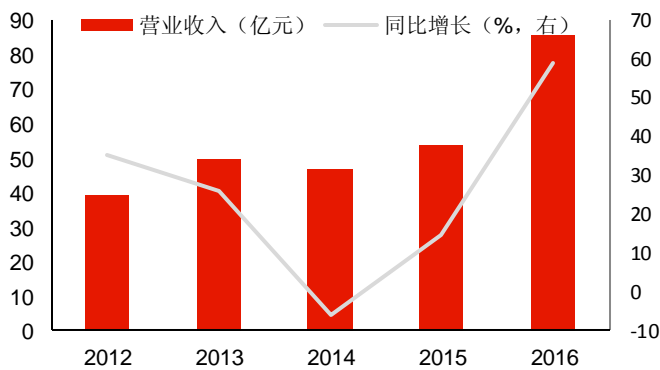
资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利能力领先同行, 营运能力趋于提升

2016年公司实现营业收入85.64亿元,同比上升59.16%;实现归属于上市公司股东的净利润12.96亿元,同比上升115.23%。自公司2013年提出“二次创业”积极转型生态修复/环保业务以来,公司于2014年经历收入和业绩低点后,2015-2016年营业总收入连续两年快速增长,2015年归母净利润同比下降7.07%,降幅较2014年的27.17%大幅收窄,2016年归母净利润同比翻倍增长。

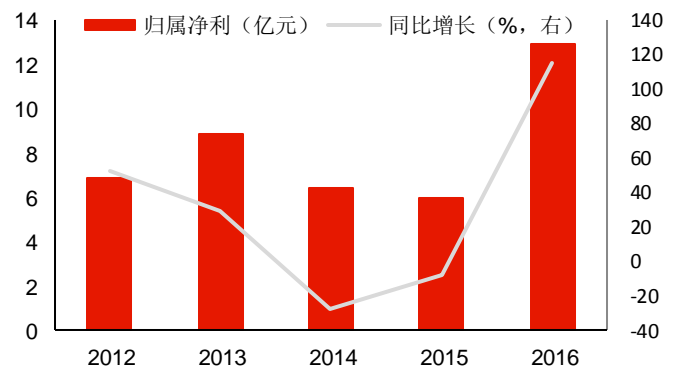
2016年是公司成功实现业务转型后的第一年,公司紧紧围绕以水环境治理为主的生态修复业务和以危废处理为主的环保业务齐头并进的战略方向,大力加快河道水域治理和海绵城市PPP项目的拿单速度,加强环保企业的扩张力度。公司2015年和部分2016年中标的项目逐步释放利润,致使公司2016年业绩出现较大幅度增长。

图表 11: 近五年公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

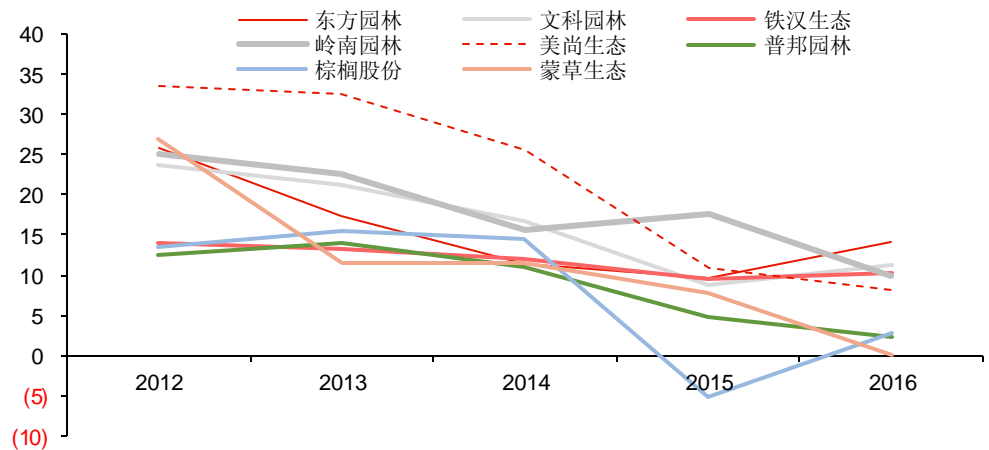
图表 12: 近五年公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利能力处于行业前茅，行业龙头地位显著。自 2012 年起，受政府调控地方债务和房地产新政的影响，市政园林和地产园林投资增速双双趋于减弱，园林行业 ROE 和销售净利率呈现下降趋势。受此影响，公司权益净利率自 2012 年起也逐年下降，但近两年降幅已显著放缓，公司 2016 加权净资产收益率达 18.13%，高于行业平均水平 8.91%。在园林行业 ROE 整体下降的背景下，公司率先回升，行业龙头示范效应凸显，其战略布局和转型方向对行业有着重要意义。

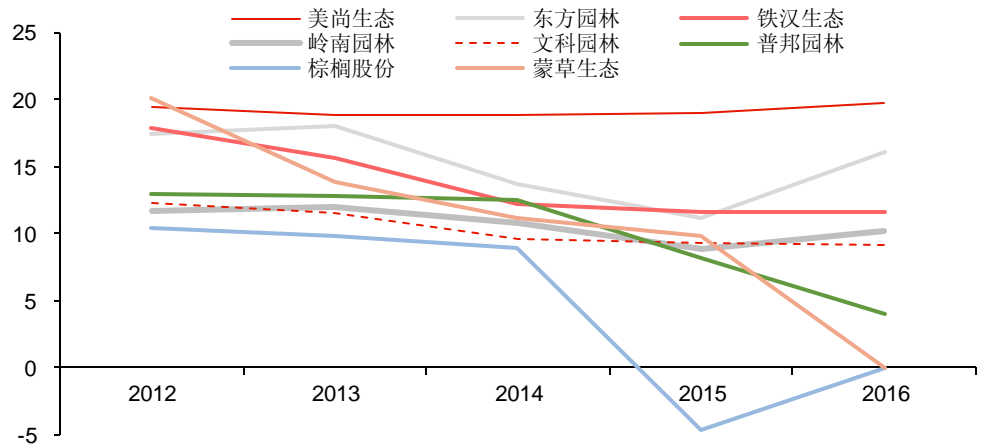
图表 13: 近五年园林上市公司 ROE 比较 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

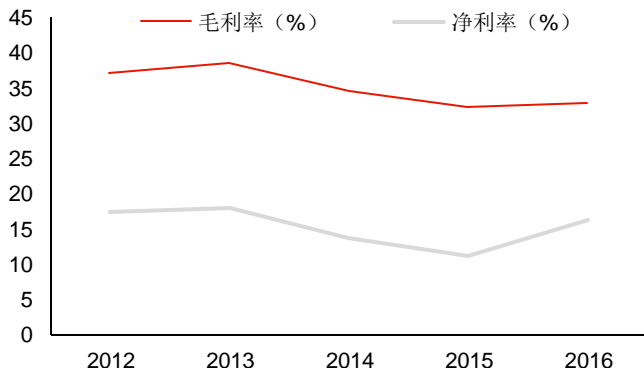
以净利率来看，园林行业受益于 PPP 机遇，销售净利率自 2015 年起呈现回暖迹象，绝大部分园林企业销售净利率都有不同程度的上升。相比较而言，2016 年公司销售净利率 16.13%，仅低于美尚生态的 19.80%。但公司净利率增幅近 5 个百分点，明显高于同行。我们认为主要是随着公司品牌效应的扩散和收入规模的扩大，期间费用率呈现下降。2016 年公司三费收入占比 11.93%，较 2015 年大幅下降 3.53 个百分点，其中管理费用率降幅最大，较 2015 年下降 2.91 个百分点。

图表14: 近五年园林上市公司销售净利率比较 (%)



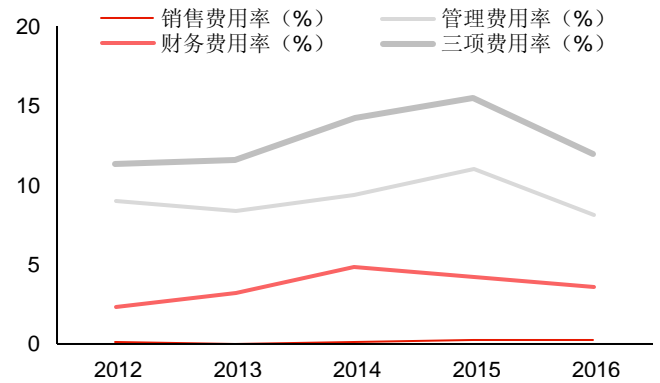
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 近五年公司毛利率情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

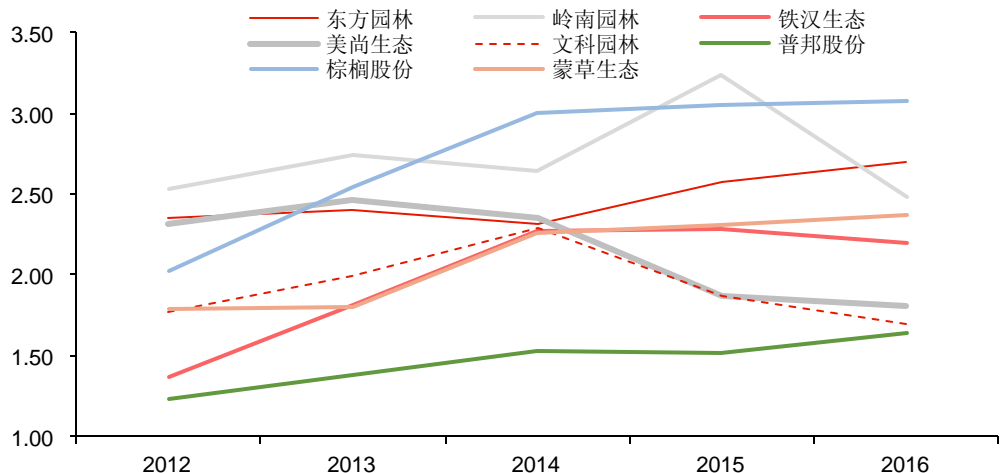
图表16: 近五年公司期间费用率情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

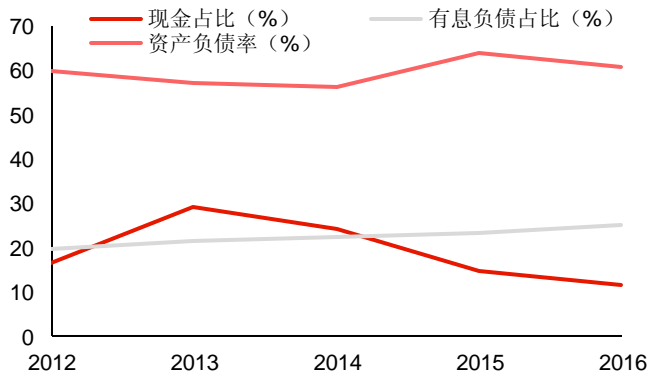
财务杠杆高，营运能力有所提升。公司的权益乘数一直位于行业偏上水平，2016 年达到 2.70，仅低于棕榈股份，财务杠杆水平较高；总资产周转率自 2012 年以来低于同行平均水平，我们预计主要是公司工程量大增，工程存货和应收款上升，但与行业平均水平的差距在缩小，显示金融保障模式和 PPP 投资在改善回款。2016 年公司总资产周转率 0.41，低于行业平均水平的 0.49，但行业差距 0.08 较 2015 年的 0.15 大幅收窄，周转效率提升。

图表17: 近五年园林上市公司权益乘数比较



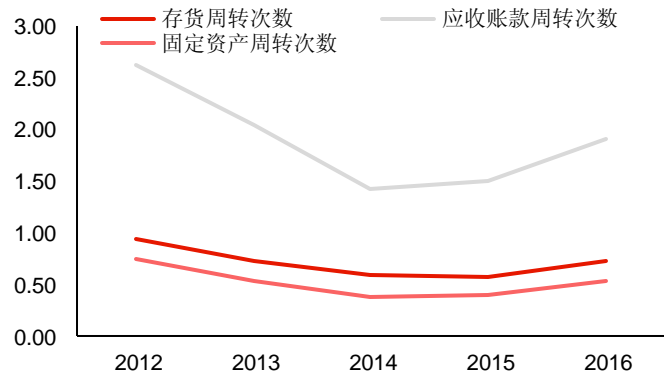
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 18: 近五年公司负债率情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

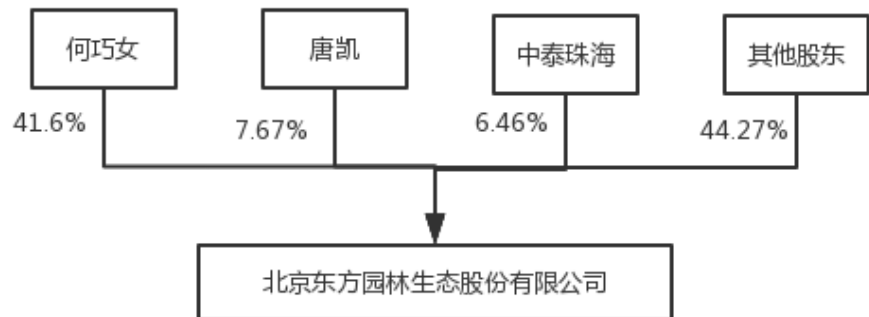
图表 19: 近五年公司营运指标变动



资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司股权结构较为稳定, 自设立以来实际控制人一直为何巧女、唐凯夫妇。截止 2017 年 3 月末, 公司总股本 26.77 亿股, 董事长何巧女持股 41.6%, 第二大股东唐凯持股 7.67%, 中泰珠海持股 6.46%。2015 年 3 月 10 日, 何巧女女士、唐凯先生分别将其持有的占公司总股本的 3.04%、1.96% 的股份以 18.62 元/股的价格转让给中泰珠海, 使其成为公司第三大股东。目前实际控制人持有股份质押比例较高, 截止 2017 年 3 月末共质押 7.39 亿股, 占其持股总数的 56%。

图表 20: 2017 年 3 月末公司股权结构



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

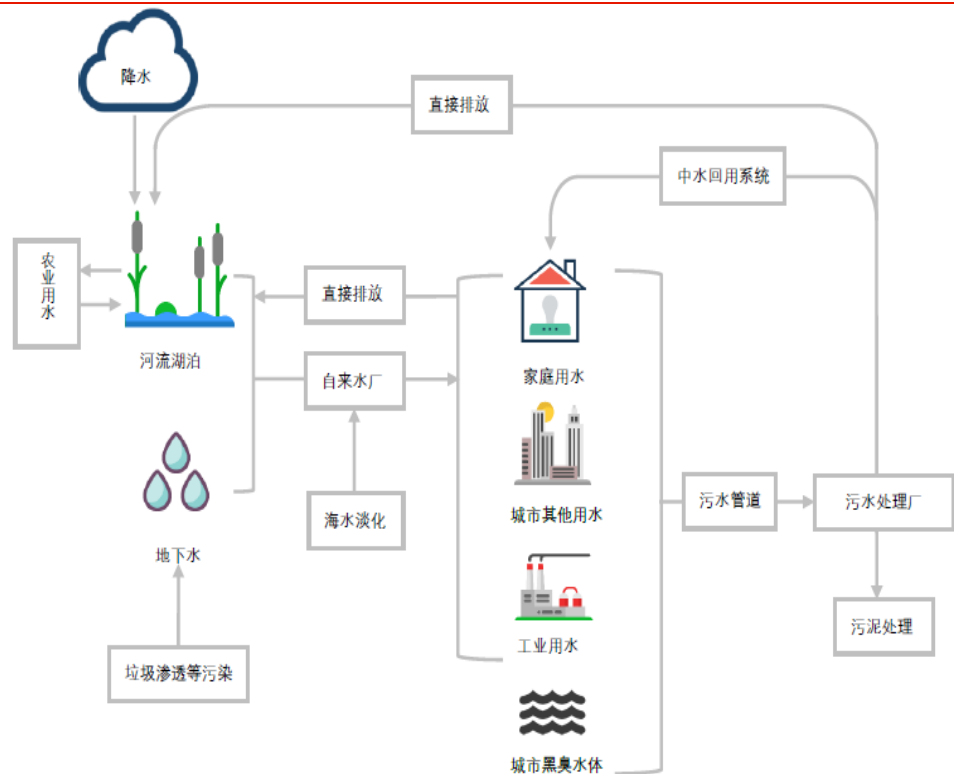
转型生态修复，聚焦海绵城市和水系治理

海绵城市新政频出，水系治理市场广阔

公司所处的生态修复行业主要包括水系治理、土壤矿山修复、其他生态修复等细分市场，其中水系治理业务涵盖城市黑臭水体治理、河道流域治理、海绵城市、乡镇污水处理等，是公司当前的主营业务之一，2015-16年新承接的PPP项目中，按项目投资总额口径统计，水系治理领域的项目金额占比约90%。

“十八大”以来，党中央、国务院把生态文明建设放在“五位一体”总体布局的重要位置，在国家多项涉水政策和规划推动下，我国水资源与环境业务迎来良好的发展前景，市场空间广阔。我们预计“十三五”期间水务行业（含工业废水治理、城镇生活污水处理、农村污水处理、污泥处理处置、再生水利用等）的投资需求将达到1.7万亿元以上，其中农村污水处理市场约1500~2000亿元；水环境治理业务在河湖水环境综合治理、重点河口海湾水环境综合整治、城市黑臭水体综合治理、地下水环境污染治理等业务领域将迎来黄金发展期，预计到2020年市场总规模将达1.3万亿元以上，其中黑臭水体治理约4000亿元。

图表21：水系治理产业链图



资料来源：华泰证券研究所

“十三五”水环境治理市场规模超万亿

水环境治理属于水生态修复的范畴，涵盖范围广，按水体形态划分主要包括河流湖泊、生态湿地、滨海滩涂等自然水流域的生态保持与治理。目前市场重点关注的主要有河湖流域治理、城市黑臭水体治理等。

我们预计2017水环境综合治理市场规模将超过8000亿元，2018年超过万亿。2015年全国财政用于污染防治支出1314.16亿元，其中水体污染防治支出534.61亿元，占比40.68%，同比增长13.32%。根据中国环境保护产业协会的统计，2015年水污染治理产业7000多家单位实现总收入2950亿元，同比增长18%，其中25家上市企业实现总收入

1034.73 亿元，占比 30%。财政部 PPP 信息中心数据显示，2016 年 1 月末入库项目中生态建设和环境保护行业（主要包括污水处理、综合治理、湿地保护等二级行业）PPP 项目共计 978 个，项目总投资需求 5264 亿元，2016 年新增约 1500 亿元，至年末总需求达 6534 亿元，至 2017 年 3 月末总投资需求进一步增长至 7441 亿元。2017 年是“水十条”细则公布后的第一个政策目标验收年，我们预计水环境综合治理仍将保持快速增长，今年全年新增规模将超过 2000 亿元，至年末入库需求将达 8500 亿元。若未来三年按每年新增 1500 亿元规模估算，2020 年末市场规模将超过一万亿元，达到约 1.3 万亿元。

以黑臭水体治理为例，我们预计“十三五”期间市场规模约为 4000 亿元。有机物污染是形成城市黑臭水体的直接原因，城市建成区是黑臭水体的重灾区，而河湖管理保护又是一项复杂的系统工程。2016 年 12 月，中共中央、国务院印发《关于全面推行河长制的意见》，要求由党政领导担任河长，依法依规落实地方主体责任，协调整合各方力量，加快推进水资源保护、水域岸线管理、水污染防治、水环境治理等工作。依据住建部全国城市黑臭水体整治监管平台 4 月末最新披露数据，全国已认定责任人的水体数量合计 2082 个，其中完成治理的 726 个，治理中的 592 个，正在制定方案的 718 个，尚未启动的 46 个。

从现有上市公司接单来看，2016 年已拉开治理黑臭水体投资的序幕，2015 年公布的《水污染防治行动计划》要求：到 2020 年，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内；到 2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。而根据生态环保规划“十三五”规划，我们预计 2017 年将是黑臭水体治理达标期限的高峰年，假设我国尚未完成的 1356 个水体全部在“十三五”期间完成治理，每个水体平均投入 3 亿元计算，2017 年到 2020 年，全国黑臭水体治理市场规模为 4068 亿。

图表 22：全国城市黑臭水体整治区域清单

类别	全部	完成治理	治理中	方案制定	未启动
华北	214	79	72	55	8
东北	180	17	62	96	5
华东	693	242	160	281	10
中南	776	272	253	231	20
西南	156	79	32	42	3
西北	63	37	13	13	0
合计	2082	726	592	718	46

资料来源：全国城市黑臭水体整治监管平台、华泰证券研究所

海绵城市试点示范效应强

海绵城市是一种新型城镇化的发展理念和模式，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。从中央层面，自从国家高层领导在 2013 年的中央城镇化工作会议上明确指出建设生态海绵城市后，海绵城市已成为新型城镇化战略重要组成部分，各部门政策支持力度不断超预期。2015 年和 2016 年，财政部、住房城乡建设部、水利部分两批确定了 30 个试点城市，根据自然地理条件和水文状况不同，试点内容各有侧重。

图表 23: 海绵城市重要政策梳理

时间	政策文件名称	主要内容概述
2012年4月	2012 低碳城市与区域发展科技论坛	“海绵城市”概念首次被提出
2013年12月	中央城镇工作会议	明确建设自然存积、自然渗透、自然净化的海绵城市,计划用10年左右的时间完善城市排水防涝工程
2014年12月	关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作专项资金补助具体数额一定三年按每年的通知	直辖市6亿元,省会城市5亿元,其他城市4亿元的标准,对采用PPP模式达到一定比例的,将按上述补助基数奖励10%
2015年4月	关于开展2015年海绵城市建设试点城市名单公示	首批16个试点城市:迁安、白城、镇江、嘉兴、池州、厦门、萍乡、济南、鹤壁、武汉、常德、南宁、重庆、遂宁、贵安新区和西咸新区
2015年10月	关于推进海绵城市建设的指导意见	将70%的降雨就地消纳和利用,提出明确的目标即到2020年,城市建成区20%以上的面积达到目标要求,2030年为80%
2016年2月	关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	明确提出在城市新区、各类园区、成片开发区全面推进海绵城市建设
2016年4月	2016年海绵城市试点竞争性评审	第二批14城市入选:福州、珠海、宁波、玉溪、大连、深圳、上海、庆阳、西宁、三亚、青岛、固原、天津、北京
2016年8月	关于提高城市排水防涝能力推进城市地下综合管廊建设的通知	要求将城市排水防涝与城市地下综合管廊、海绵城市建设协同推进
2016年12月	“十三五”生态环境保护规划	推进海绵城市建设列入“十三五”规划。要求转变城市规划建设理念,保护和恢复城市生态。加强城镇节水,公共建筑必须采用节水器具,鼓励居民家庭选用节水器具。到2020年,地级及以上缺水城市全部达到国家节水型城市标准要求,京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2017年3月	住建部《关于加强生态修复城市修补工作的指导意见》	要求编制城市生态修复专项规划,统筹协调城市绿地系统、水系统、海绵城市等专项规划。开展水体治理和修复。全面落实海绵城市建设理念,系统开展江河、湖泊、湿地等水体生态修复

资料来源:各部门官网、华泰证券研究所

两批试点城市规划项目不断取得进展,“十三五”海绵城市建设规模超万亿。2015年4月,第一批试点城市公布,试点城市生态地貌环境差异性显著、代表性突出。目前已有11个城市公布了项目进展情况,平均近30%的项目已在进行前期招投标、开工或已完工。2015-2017年规划累计投资额1330亿元,建设面积473.29平方公里,平均每平方公里投资2.81亿元。2016年4月,第二批试点城市公布,大多分布在经济发达的一二线城市,投资规模较第一批城市进一步扩大。

国务院《关于推进海绵城市建设的指导意见》提出,到2020年20%以上的全国城市建成区达到70%的降雨就地消纳和利用的标准,而2015年全国城市建成总面积为5.2万平方公里,根据住建部的估计,每平方公里建设成本约为1-1.5亿元,因此“十三五”期间预计市场规模达到1.04-1.56万亿元。

图表 24: 2015-2017年部分试点城市地规划投资额统计

城市	投资额(亿元)	建设面积		城市	投资额(亿元)	建设面积	
		(平方公里)				(平方公里)	
河北迁安	40.93	20		河南鹤壁	32.87	29.8	
吉林白城	43.5	22		湖北武汉	134	38.5	
江苏镇江	80	22		湖南常德	250	42	
浙江嘉兴	40	18.44		广西南宁	95.19	54.6	
安徽池州	211.62	18.5		重庆	70	18.67	
福建厦门	55.7	20		四川遂宁	35.27	15.7	
江西萍乡	46	32.98		贵州贵安新区	46.7	19.1	
山东济南	148.75	101		西咸新区	-	-	
总计				1330.53		473.29	

资料来源:住建部、华泰证券研究所

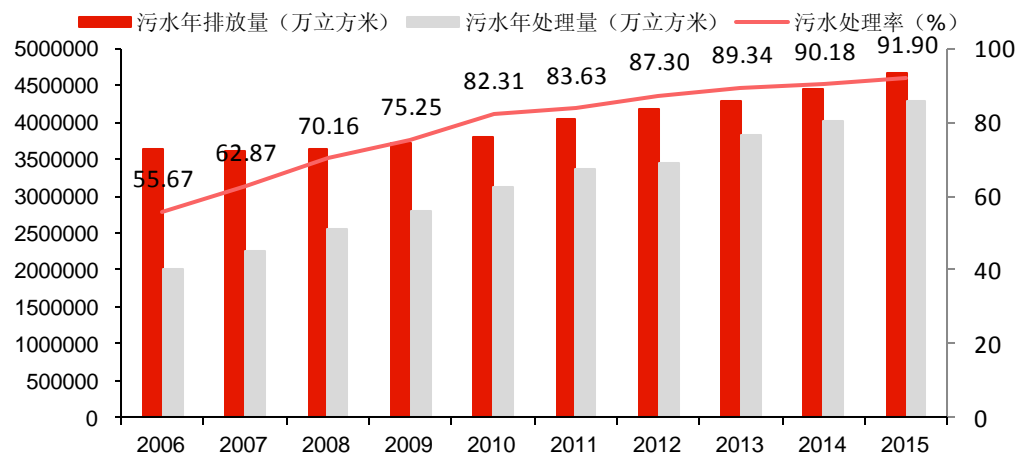
农村污水处理市场快速崛起

我国污水排放总量和年处理量持续呈现增长趋势,污水处理需求不断增长。根据住建部发布的数据,2006至2015年期间,城市污水排放总量由362.53亿立方米增至466.62亿立方米,增幅达到了28.72%,年复合增长率为2.84%。2006至2015年期间,城市污水年

处理量由 202.62 亿立方米增至 428.83 亿立方米，增幅达到了 111.64%，年复合增长率为 8.69%。截至 2015 年末，我国城镇化率为 56.1%，相比中等发达国家的 80% 左右仍有较大差距。随着国内城镇化、工业化的继续推进，用水量、废水排放量仍将持续增加，其中废水排放量的较快增长对水环境改善构成制约。

城市污水治理领域竞争充分，水环境质量要求的不断提高和污水处理设备升级带动更新改建需求上升。“水十条”确定的工作目标：到 2030 年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75% 以上，城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体为 95% 左右。随着我国大批污水处理厂需要进行升级改造，增加脱氮除磷功能，大多数按二级标准设计的污水处理厂需要提升到一级 A 或一级 B 排放标准；部分按一级 B 标准设计的污水处理厂需要提升到一级 A 标准，更新改建需求大。

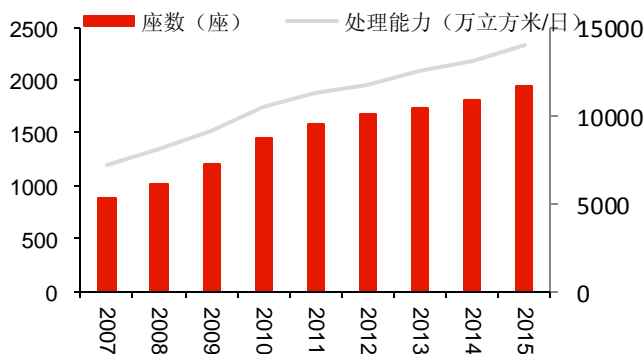
图表 25： 2006-2015 年全国城市污水排放量及处理量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

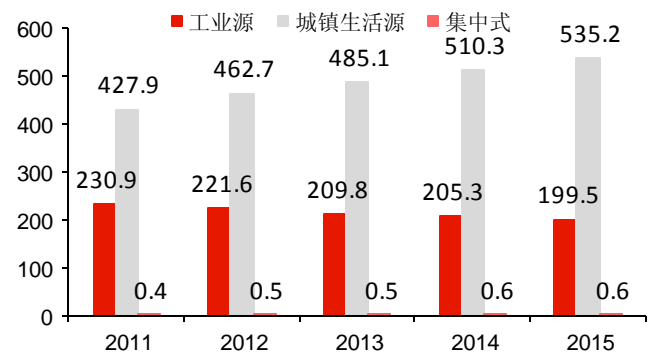
经过几十年的发展，我国城市污水处理市场竞争格局相对稳定。根据 2015 年全国环境统计公报，全国废水排放源主要有工业、城镇生活和集中式三种，其中城镇生活源是首要来源且占比不断增长。2015 年，城镇生活废水排放的占比由 2011 年 65% 增加到 73%，也是当前是废水处理的关键领域。而 2015 年城市污水处理厂已达 1944 座，日处理能力达 14038 万立方米，行业内主要企业已基本实现上市，竞争格局相对稳定。

图表 26： 城市污水处理厂数及日处理能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 27： 全国废水不同排放源分类 (万吨)

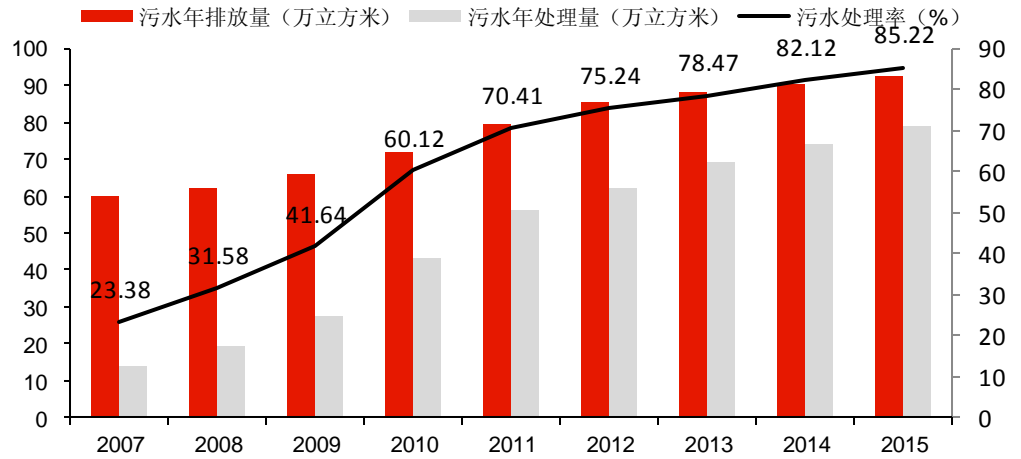


资料来源：全国环境统计公报 2015、华泰证券研究所

乡镇农村污水处理短板显现，是下一个重点机遇市场。伴随着城市化及工业化进程的推进，全国污水处理取得了显著的成就，但发展不均衡。我国城市的平均污水处理厂数量接近县城的 3 倍，是建制镇的 17.4 倍，是乡的 98 倍。我国城市平均每个污水处理厂的处理能力是县城的 3.8 倍，是建制镇的 15.7 倍，是乡的 144 倍。2015 年城市污水处理率达 91.9%，

县城污水处理率达 85.22%。但小城镇、农村受限于人口分散、管网不健全、地方财力有限等因素，污水治理难度较大，污水处理率仅为 50.95%和 11.46%。我国城市的污水处理能力正在不断接近发达国家水平，但县城方面仍然需要加强污水处理的基础设施建设。随着国家政策扶持力度的不断加强，小城镇、农村污水处理行业预计将迎来重要发展机遇。

图表 28: 2007-2015 年全国县城污水排放量及处理量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

其中农村污水治理市场约 1500~2000 亿元。根据住建部统计和规划，2016 年全国农村污水治理率仅为 22%，2020 年将完成农村黑水(即厕所污水)全面治理的目标。目前我国有 1700 多个县、4 万多个乡镇、60 多万个行政村，根据桑德集团的估计，2016 年我国村镇污水处理行业产值超过 400 亿元，到 2020 年有望超过 800 亿元，而 2025 年或将超过 1300 亿元。若按此估算，“十三五”期间农村污水处理市场年均规模超过 400 亿元，五年累计超过 2000 亿元。而根据 E20 环境平台的估计，“十三五”期间，农村污水处理市场将达到 1400 亿元。

图表 29: 2015 年不同行政级别污水处理情况

	数量	污水处理厂个数 (个)	平均污水处理厂个数	平均每个污水处理		污水处理率 (%)
				厂处理能力 (万立方米/日)	厂处理能力 (万立方米/日)	
城市	656	1944	2.96	14038	7.22	91.90
县城	1568	1599	1.02	2999.1	1.88	85.22
建制镇	17800	3076	0.17	1423.65	0.46	50.95
乡	11500	361	0.03	19.30	0.05	11.46

资料来源: 住建部、华泰证券研究所

一站式服务实力强，水系治理订单快速增长

公司自 2013 年起就创新性地提出了水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念，把水利安全、景观、环保截污治污、雨洪收集、雨污分流结合起来，充分运用了海绵城市的建设理念“渗、蓄、滞、净、用、排”。目前，公司已从设计到施工形成了生态城市规划、水利工程设计、市政工程一体的全产业链，能够提供水系治理一站式综合服务。

图表 30: 公司“海绵城市”建设理念

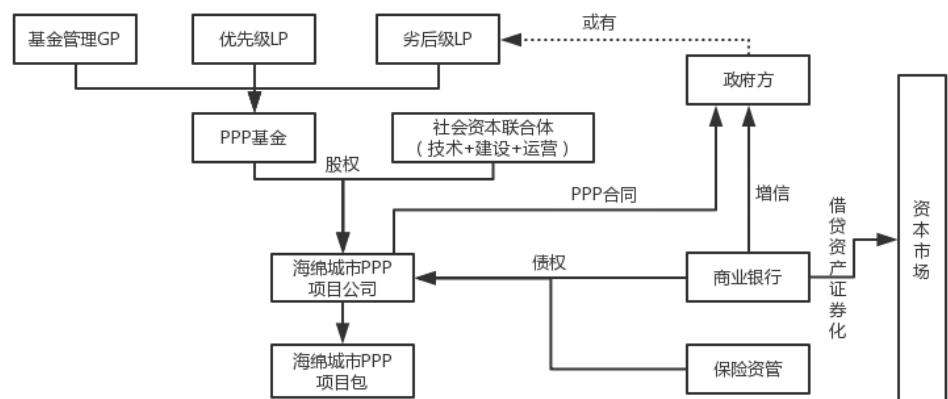
渗	加强自然的渗透，通过土壤来渗透雨水
蓄	把降雨蓄起来，蓄是为了利用，同时也是为了调蓄和错峰
滞	主要作用是延缓短时间内形成的雨水径流量，防止内涝
净	通过土壤的渗透，通过植被、绿地系统、水体等，都能对水质产生净化作用
用	通过渗透涵养，把水留在原地，再通过净化把水用在原地
排	采取人工措施，排掉过多降雨

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

与 Tetra Tech 强强合作，借鉴海外海绵城市建设经验。Tetra Tech 是国际知名的环保集团和生态技术公司，常年稳居 ENR 流域治理领域第一，曾主导过巴拿马运河扩建、西雅图海堤、切萨皮克湾修复等大型经典项目，成功规划了洛杉矶、匹兹堡、圣地亚哥、达勒姆等多个城市的海绵城市项目。公司在进入“海绵城市”行业领域后，与其合资设立了 TT.Orient 设计院，未来几年有望借鉴吸收国际先进技术，打造综合型海绵城市龙头。此外，为了配合公司水生态技术研发，公司还与其共同成立了北京东方德聪生态科技有限公司。注册资本 50 万美元，公司持股 60%。

“海绵城市+PPP+金融保障”改善公司投融资模式和盈利模式。随着 PPP 模式的渐渐成熟，项目收益模式的逐步明晰，法律法规和顶层设计的不断完善，参与和退出渠道进一步明确，公司经营现金流改善显著。公司通过“海绵城市+PPP”延长产业链，不仅获得建设端的收益，还可以获得投资收益和未来运营端稳定的现金流。

图表 31: 社会资本参与海绵城市 PPP 项目的投融资结构



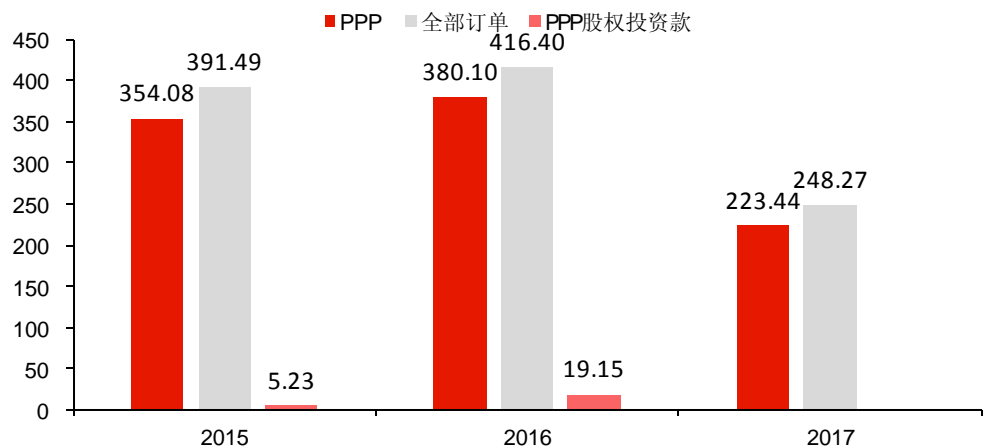
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

海绵城市和水系治理 PPP 订单持续快速增长，超过 2010-2011 年高峰期。2016 年，公司中标的 PPP 订单的投资总额为 380.10 亿元，同比增长 9.91%；项目合计中标金额为 416.40 亿元，同比增长 6.01%，涵盖了水系治理（含城市黑臭水体治理、河道流域治理和海绵城市等）、公园建设和土壤矿山修复等领域，其中以水系治理为主。2015 年至今公司累计中

标 PPP 项目 957.62 亿元，是 2016 年收入的 11.18 倍。截止 2016 年末，公司已投出的 PPP 项目公司股权款为 19.15 亿元，是 2015 年末的 3.66 倍，PPP 项目落地显著加速。

此外，公司于 2015 年 1 月与北京房山区政府签订框架协议，计划未来 3-5 年总投资 200 亿元，目前已中标 21.75 亿元琉璃河湿地公园项目；2016 年 4 月与四川雅安市签订框架协议，计划未来 10 年总投资 100 亿元。2014 年末，公司已签约未完工框架及订单为 486.04 亿元，2015 年至今累计新签合同约为 1056 亿元，加上上述两个框架剩余 278 亿元，扣除累计确认收入及工程存货约 250 亿元，我们预计公司当前在手订单总额（含框架协议，PPP 项目为总投资额）约 1570 亿元，按 PPP 合同平均 65% 的建安占比估算，在手工程量约 1020 亿元，是 2016 年收入的 12 倍，未来收入成长保障度高。

图表 32： 2015-2017 年公司中标项目与 PPP 股权投资（亿元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：2017 年为 2017 年 1 月 1 日 2017 年 5 月 10 日公司累计新中标金额

4 月 1 日中共中央、国务院决定设立河北雄安新区。按照“打造优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市”的要求，园林企业在新区建设中将扮演重要角色。新区所在的河北三县基础设施薄弱，但白洋淀水生态资源丰富，根据 2016 年 8 月末公布的《河北省白洋淀和衡水湖综合整治专项行动方案》，我们预计方案中 10 类 156 个项目总投将超过 250 亿元。公司是国内最大的园林生态上市企业，承接过通州水环境治理（北运河生态带）项目和正定新区部分生态绿化工程项目，未来有望深度受益新区生态建设。

图表 33： 2017 年以来公司公告中标的 PPP 项目统计

公告日期	项目名称	金额 (亿元)
2017.1.12	玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程项目	33.68
2017.1.3	单县东舜河生态修复及综合整治（A 段）PPP 项目	6.84
2017.1.5	襄阳市鱼梁洲环岛景观带 PPP 项目	13.85
2017.2.10	独山县九十九滩水环境综合治理工程 PPP 项目	45.65
2017.2.15	济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理 PPP 项目	24.07
2017.2.21	霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目	10.5
2017.2.27	庆云县生态景观综合治理工程项目	8.77
2017.3.13	钟山区汪家寨城市棚户区综合整治 PPP 项目	14.88
2017.3.9	随州高新技术产业园区漂水及府河流域水环境综合整治 PPP 项目	16.36
2017.4.7	淄博高新区四宝山区域生态建设工程 PPP 项目	17.09
2017.4.11	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（D 包）PPP 项目	3.6
2017.4.11	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（A 包）PPP 项目	2.54
2017.4.14	民权县生态城市建设及水系综合治理 PPP 项目	19.99
2017.4.21	昌宁县右甸河城镇核心段流域综合治理 PPP 项目	5.62
	合计	223.44

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

外延并购强化水治理，海绵城市共振

2016年11月，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式，完成购买中山环保、上海立源100%股权。中山环保主要从事污水处理设备制造、污水处理工程施工、污水处理设施运营，上海立源专注于水处理工艺、技术、设备的研发、制造与应用，公司通过对中山环保和上海立源的收购，进一步优化公司在水处理方面的技术优势，未来在客户资源共享、技术融合、产品多元化、项目实施、原材料采购等方面均存在较强的协同效应，有利于公司加快拓展水系治理领域的业务，进一步提高公司在水系治理领域的市场占有率。

图表 34： 2016 年新并购标的业绩实现情况

并购标的	比例	交易价值		业绩承诺 (万元)				2016 年实现的扣非净利润 (万元)	承诺的 2016 年扣非净利润 (万元)	差异额 (万元)	是否完成比例	业绩承诺
		(万元)	2015	2016	2017	2018						
中山环保	100%	95000		8520	10224	12269	8014.14	8,520	-505.86	94.06%	否	
上海立源	100%	32462	3000	3900	5070		4179.90	4169.29	10.61	100.25%	是	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

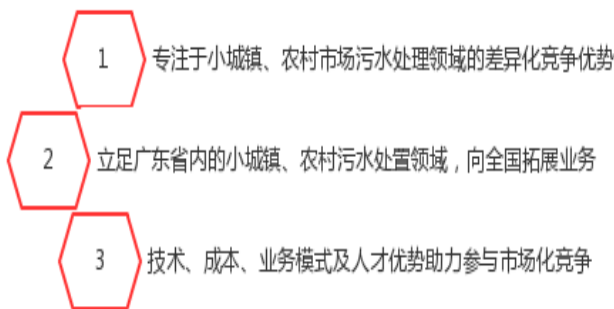
注：上海立源业绩承诺为 2015 年度净利润不低于 3,000 万元，2016 年度及 2017 年度的净利润每年比上年增长 30%，三年净利润总额 11,970 万元。

中山环保：乡村污水处理工程典型服务商

中山环保主要承接水污染防治工程、市政工程、建筑工程、环境污染治理设施运营，为城市提供生活污水处理、工业污水处理及生活垃圾填埋等工程服务。目前，中山环保重点经营工业废水污水处理及生活污水水处、人工湿地生态环境构建、河涌水治理等水处理项目。公司承接工程项目时，主要通过 BOT、BT、EPC、PPP 等模式实施。

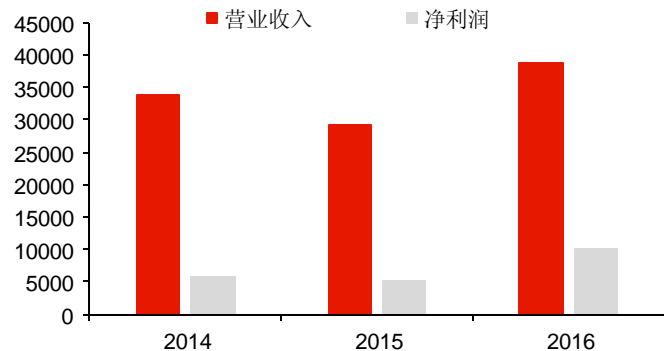
中山环保在工业、生活污水尤其是目前渗透率较低的小城镇、农村污水处理领域积累了较强的技术实力、丰富的项目经验和良好的品牌影响力，形成了与同行业可比公司差异化的竞争优势；公司立足于广东地区的区位优势，逐渐将业务拓展至周边流域及国内其他地区；中山环保通过理论研究及产业实践积累的低成本技术、业务优势、强大的技术（形成了 30 项污水处理专利）及管理团队、设计、施工、运营一体化的全产业链服务能力（多项环境治理资质认证），是其参与行业市场化竞争、把握市场机遇、适应市场环境的有力保证。

图表 35： 中山环保竞争优势



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

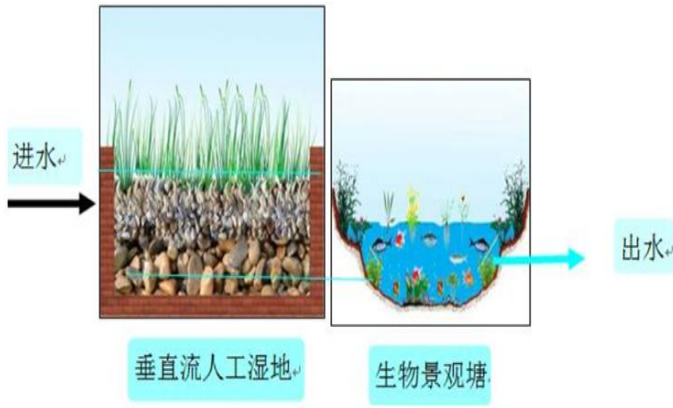
图表 36： 近三年中山环保营收利润情况 (万元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

产品核心技术齐备，业务拓展空间大。“一体化自回流技术+新型垂直流入人工湿地技术”是中山环保利用自身技术搭配组合形成的新型业务模式，重点打造具有污水处理功能的生态湿地。人工湿地污水处理技术采用自然净化原理，具有低投资、低能耗、低运行费用的特点，污水在经过污水处理设施处理后，再流经公司自主设计的人工湿地，通过特别培育的植物和净化水质菌进行净化，使最终净化的水质达到地表水Ⅲ类的标准，甚至达到可饮用水的标准。同时，中山环保将传统曝光式的改良型氧化沟设计为地理式氧化沟，使得人造湿地景观更具观赏性，也解决了传统湿地易堵塞或脱硝氮氨效果差的缺点。

图表 37: 一体化自回流技术和新型垂直流入人工湿地技术相结合



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 38: 乡村污水治理实体工程效果图

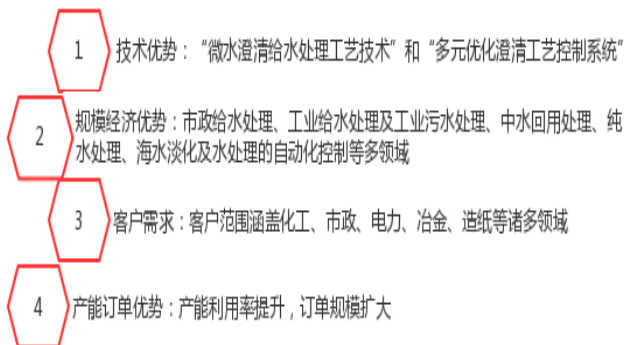


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

上海立源: 水处理系统研产销一体化企业

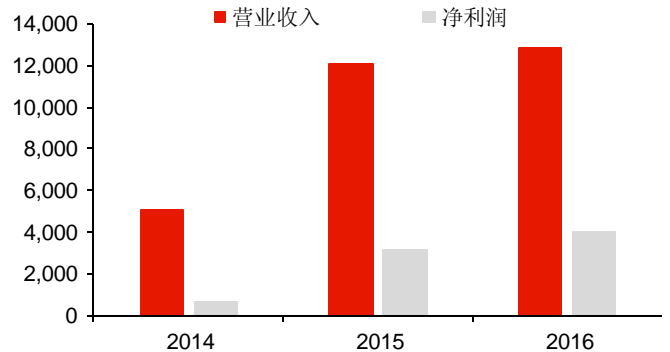
上海立源是一家专业从事水处理系统研发、设计、生产及销售的企业。自成立以来, 上海立源秉承“以技术为导向”的业务发展战略, 充分利用其强大的技术实力, 以水处理系统设计为切入口, 现已形成集咨询设计、系统集成、设备供应、安装调试于一体的水处理系统业务产业链。

图表 39: 上海立源竞争优势



资料来源: 公司公告 华泰证券研究所

图表 40: 近三年上海立源营收利润情况 (万元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

微水澄清给水处理工艺技术过硬, 获多项技术专利。公司的微水澄清给水处理技术是传统絮凝沉淀技术的发展与创新。絮凝沉淀工艺过程包含混合、絮凝、沉淀三大要素, 是目前给水处理、原水预处理的核心工艺, 是去除原水中绝大部分杂质和胶体的核心技术。公司的多元优化澄清工艺控制系统包括两大部分: 多元混凝自动投药系统、多元自动排泥控制系统。公司通过授权许可方式已取得 8 项中国境内专利使用权, 其中发明专利 2 项, 目前是上海高新技术企业。

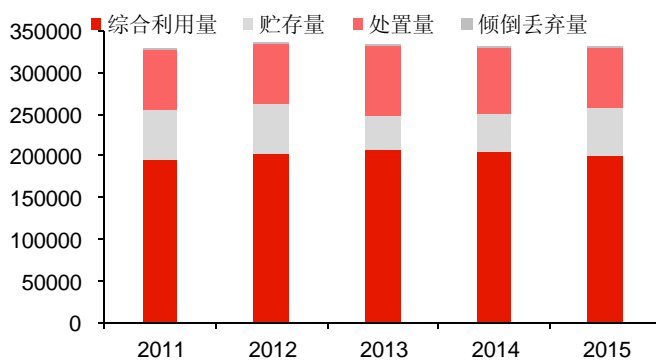
率先锁定危废处理市场，纵深布局环保业务

我国固废处理行业已进入高速成长期，并逐步成为环保行业核心组成部分。公司未来将在巩固水资源与环境市场的同时，加大固废危废市场的开拓力度，培养新的收入业绩增长点。2015年，公司支付现金收购金源铜业100%股权、吴中固废80%股权、中节能环保60%股权，在增厚公司业绩的同时也加速了公司的产业链布局，加上对中山环保、上海立源的收购及整合，公司目前已基本实现水环境治理为主的生态修复业务、危废处理为主的环保业务齐头并进的战略布局。

固废危废市场潜力大，外延并购抢先布局

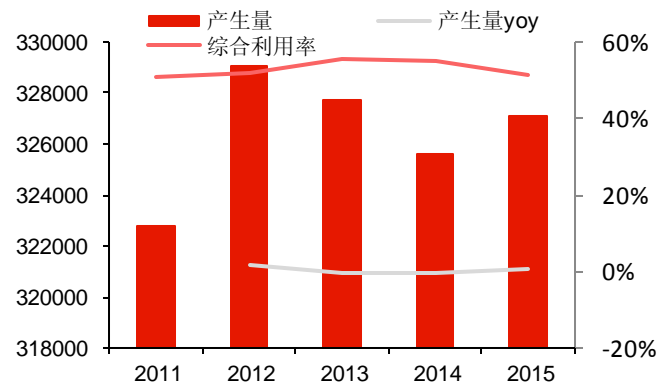
工业固废产生量趋于稳定，综合利用率下降。2015年，全国一般工业固体废物产生量32.7亿吨，比2014年增加0.4%。综合利用量为19.9亿吨，比2014年减少2.7%，综合利用率（工业固体废物综合利用率=工业固体废物综合利用量/（工业固体废物产生量+综合利用往年贮存量））为51.58%。贮存量为5.8亿吨，比2014年增加29.6%；处置量为7.3亿吨，比2014年减少9.1%；倾倒丢弃量为55.8万吨，比2014年减少6.1%。工业固废回收利用率仍然不高，市场空间依然较大。

图表41：2015年全国一般工业固体废物处理情况（万吨）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

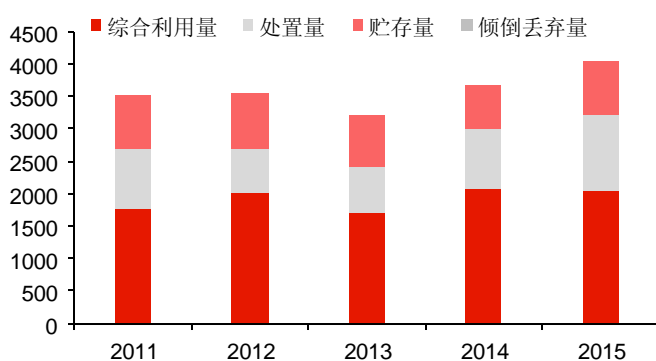
图表42：2015年全国一般工业固体废物产生及综合利用率（万吨）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

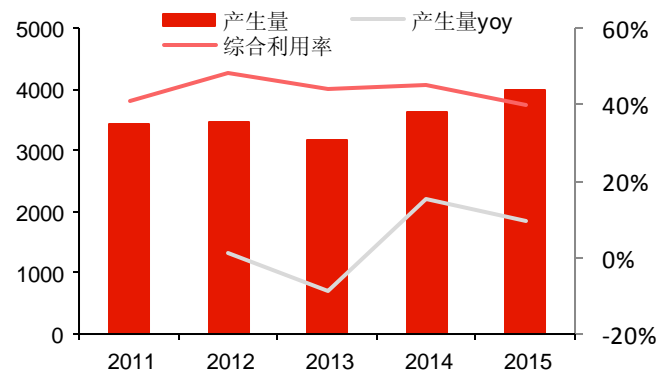
危废产生量逐步增加，综合利用率低于固废。2015年，全国工业危险废物产生量为3976.1万吨，比2014年增加9.4%；综合利用量为2049.7万吨，比2014年下降0.6%；处置量为1174.0万吨，比2014年增加26.4%；贮存量为810.3万吨，比2014年增加17.3%。工业危险废物综合利用率39.80%，远低于固废52%的利用率，未来仍有待提升。

图表43：2015年全国工业危险废物处理情况（万吨）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表44：2015年全国工业危险废物产生及综合利用率（万吨）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

吴中固废——苏州吴中区专业固废处置企业。公司以自有资金1.416亿元收购的吴中固废主要从事危险废物焚烧、废旧线路板综合利用和废旧物资回收业务，是吴中区唯一一家具有危险废物焚烧设备的许可经营单位。公司成为股东后，吴中固废承诺自2015年5月1日至2018年4月30日的累计净利润不低于5000万元。

金源铜业——含铜危险废物及一般工业废物回收处理企业。金源铜业拥有一套完整的生产流程与生产设备，主要业务是以含铜废物为原料通过阳极铜冶炼回收再利用，最终产出电解铜，实现危险废物资源化。公司以2000万元收购金源铜业后，增资1亿元，以推动其后续生产经营。

图表45：环保标的业绩基本情况

并购标的	比例	交易价值 (万元)	业绩承诺(万元)			2016年营业		2016年净利润	
			2015	2016	2017收入(万元)	2016年营业收入(万元)	yoy	2016年净利润(万元)	yoy
金源铜业	100%	12000		1000	1000	75395.67	424.60%	695.92	-
吴中固废	80%	14160	1111	1667	1667	2606.82	652.30%	398.57	151.29%
中能环保	60%	146400	18000	20700	23800	75094.85	720.67%	21523.32	695.61%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：金源铜业交易价值含收购100%股权后增资1亿元，业绩承诺为2016-2017年每年净利润不低于东方园林累计增资额的10%。

此外，公司此前收购的中能环保主营业务为含金属危险废物无害化处置以及再生金属资源化回收与销售业务，主要服务于冶炼、铸造、加工、电镀行业产生的废渣、废泥、废灰等固体废物处置，并在无害化处置固体废物的同时，富集、回收其中的各类金属，生产出合金金属，并伴生水渣及熔炼渣等副产品，是国内多金属危险废物综合利用企业中的综合回收金属元素最多、富集率、回收率最高的企业之一。

设立多支环保产业基金，环保外延预期高

尽管因为经营战略的分歧，公司于今年4月出售了中能环保的股权，但公司持续的环保外延显示公司扩大环保布局的思路未变。2016年12月，公司以货币资金4800万元收购了苏州海锋笙环保投资有限公司60%的股权，苏州海锋笙主要从事环保和新能源项目投资以及环保项目管理。

此外，公司还成立了多支环保产业基金，规模累计达25亿元，主要投向环保产业。公司对东方久有环保产业基金、华西东方环保产业基金拟投资标的无一票否决权，对中赢东方环保产业基金有一票否决权。我们预计该种产业基金的模式能够更好的发挥产业资本和金融资本相结合的优势，增加公司利润增长点，实现良好的投资效益。

图表46：东方园林环保基金

时间	名称	基金规模	基金存续期	合作方	收入分配	投资方向
2016年7月14日	华西东方环保产业基金	5亿	3年	华西金智投资有限责任公司	以项目为单位	环保产业
2016年7月14日	东方久有环保产业基金	10亿	5年	上海久有股权投资基金管理合伙企业		
2016年7月13日	中赢东方环保产业基金	10亿	5年	中银国际投资有限责任公司		

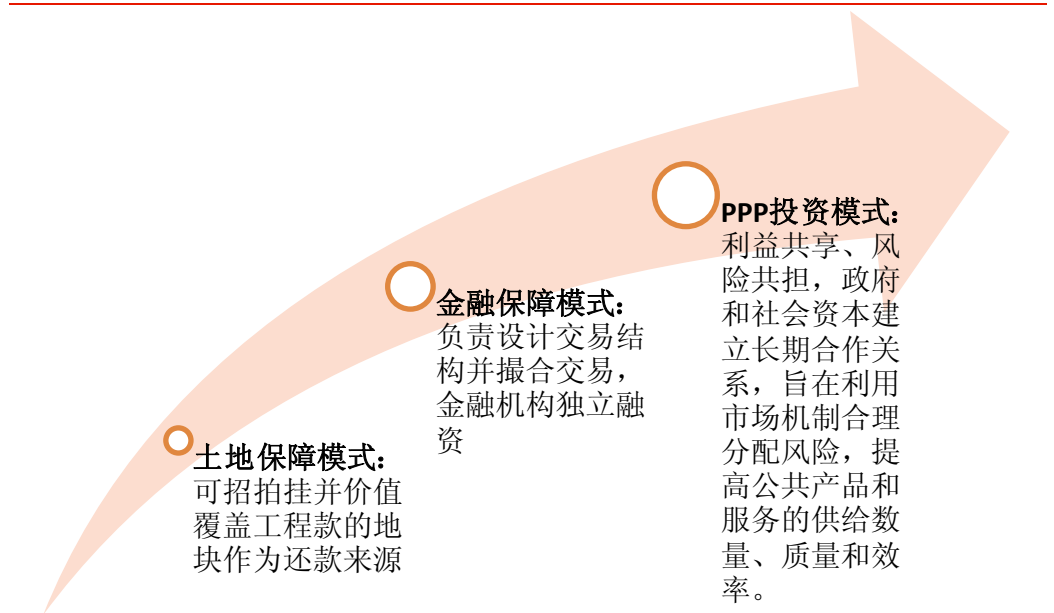
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

创新模式加速回款，股权激励激发动力

三重模式保障回款

上市以来，公司积极通过土地保障模式、金融保障模式和 PPP 模式等加快回款，提升估值。应收款问题一直是压制园林行业估值的一个重要因素，公司自 2011 年起，便逐步引入土地保障模式，2014 年起，公司又创新性地引入生态金融概念，探索发展了金融保障模式和 PPP 投资模式。2015 年公司工程建设收入 49.31 亿元，其中无保障模式收入占比 34.96%，土地/金融保障模式占比 45.27%，PPP 模式占比 19.76%；而到 2016 年上半年，土地和金融保障模式的业务收入占比下降至 27.57%，PPP 模式上升至 40.39%。截止 2016 年 6 月末，公司应收账款中土地保障模式的占比 33.27%，金融保障模式占比 7.13%，我们预计随着新签订单中 PPP 模式的广泛应用，PPP 投资模式收入占比将进一步上升，而金融保障模式将主要应用于传统景观业务，土地保障模式则将进一步减少。

图表 47：公司三种回款保障模式演变

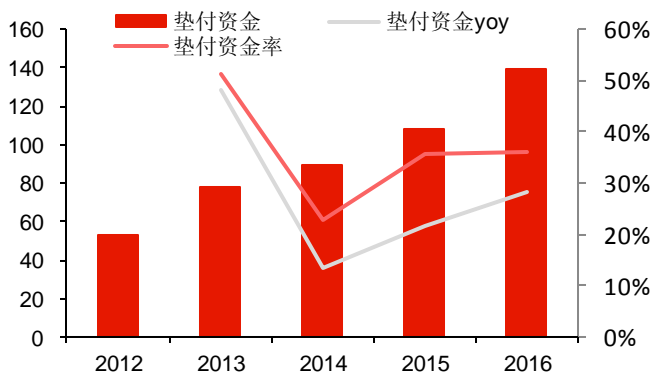


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

金融保障/PPP 模式成为今后最主要的保障模式，公司已组建金融团队，加强和银行合作，解决投融资和回款问题。公司于 2014 年与银行、保险、信托等多种金融机构合作推出金融保障模式，该模式为针对目标项目，金融机构向企业提供专项贷款，在结算时点金融机构直接向企业付款，企业对相应的工程款贷款给予贴息或金融服务费。2015 年开始，公司正式组建了金融中心，充实了金融团队，主要的任务就是针对 PPP 项目的投融资问题。目前公司与金融机构开展了多方面的深入合作，构建了多个稳健有效的金融平台，公司先后与中国民生银行股份有限公司、上海爱建信托有限责任公司、南京银行股份有限公司北京分行、华澳国际信托有限公司等多家机构签署了框架协议，内容涉及景观建设、合作设立生态产业并购基金、传统项目应收账款回收等多方面。

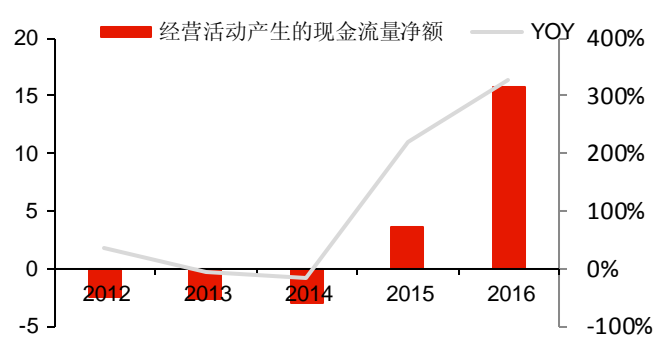
在前述多种模式保障下，公司垫付资金增长率变缓，回款能力增强。目前公司海绵城市项目采用 PPP+EPC 模式时，建设期内由 SPV 负责项目贷款，公司不需要垫资，且是按工程进度付款结算，结算周期大为缩短。根据累计收入=应收账款余额+存货余额+累计收款，可以以（应收账款余额+存货余额）的变化量估算当期垫付资金，垫付资金率=当期垫付资金/当期营业收入。垫付资金率越低，回款能力越高。2016 年公司资金垫付率 35.94%，远低于公司 2014 年转型之前 51.31%，回款能力提升显著。

图表48: 公司垫付资金(亿元)及垫付资金率(%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 公司经营活动净现金流(亿元)及增长率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

三期激励两期员工持股激发业绩

目前公司已分别于2010年、2014年和2016年连续推出了三期股权激励计划。由于公司2014-2015年连续两年业绩增长不达标,2014年实现扣非净利润5.61亿元,比2010年增长118.10%低于230%,扣非ROE为10.36%低于15%,因此首期激励计划第四个行权期(2015年)不符合行权条件;2015年实现扣非净利润5.96亿元,比2014年增长6.17%低于35%,扣非ROE为10.10%低于14%,因此第二期激励计划首个行权期(2016年)不符合行权条件。

根据公司2016年年报,公司2016年实现扣非归母净利润12.45亿元,比2014/2015年增长122%/109%,大于可行权条件90%/105%,扣非ROE为17.43%,也大于可行权条件15%,因此公司第二期激励计划第二个行权期和第三期激励计划首个行权期均符合行权条件。按照公司第二期激励计划的行权条件计算,公司2017-2018年扣非净利润将分别达到14.59、20.20亿元;按照公司第三期激励计划的行权条件计算,公司2017-2019年扣非净利润将分别达到16.68、23.12、30.09亿元。尽管公司股权激励计划存在因业绩不达标不可行权的风险,但我们认为公司较高的业绩解锁条件主要基于公司在手订单及对行业机遇的深入把握,对未来业绩高增长有充足的信心,我们保守预计公司2017-2019年扣非归母净利润复合增速30%以上。

此外,公司首期员工持股计划于2016年1月13日完成购买1095.54万股公司股票(占股比1.09%),成交均价27.31元/股,锁定期一年;2017年4月8日,公司公告第二期员工持股计划草案,拟募集资金总额15亿元,目前针对该计划的集合资金信托合同已签订,我们预计近期将通过二级市场完成股票购买。通过多层次激励计划,彰显了管理层对未来成长的充足信心,有利于公司完善员工利益共享机制和改善公司治理结构,吸引和保留优秀业务骨干,能够有效调动员工的积极性,促进公司持续、稳定、健康发展。

图表50: 三期股权激励计划基本情况

首次预告公告时间	授予日	行权价格(元)	授予数量(万份)	占股比	业绩解锁条件	
首期	2010.4.13	2011.1.27	64.89	378.98	2.52%	以2010年为基数,2011-2014年净利润增长率达到30%、80%、140%、230%,扣非ROE分别达到12%、13%、14%、15%
第二期	2014.8.18	2014.12.18	18.20	862.17	0.85%	以2014年为基数,2015-2018年净利润增长率达到35%、90%、160%、260%,扣非ROE分别达到14%、15%、16%、17%
第三期	2016.5.25	2016.8.15	22.28	1044.45	0.41%	以2015年为基数,2016-2019年净利润增长率达到105%、180%、288%、405%,扣非ROE分别达到15%、16%、17%、18%

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

结合公司发展战略和并购标的业绩承诺情况，我们对公司的盈利预测主要基于以下几点核心假设：

- 1、环境板块，主要包括市政园林、水系治理、生态修复，由于公司 2015-2016 年新签 PPP 订单中 90% 为水系治理订单，未来将进一步加快实施由传统市政园林向水生态业务转型，因此我们预计 2017-2019 年水系治理和生态修复业务收入增速仍保持 30% 以上，其中水系治理毛利率保持在 32% 左右，生态修复毛利率保持在 35% 左右，收入利润占比仍保持 85%~90%；
- 2、环保板块，由于出售了申能环保 60% 股权，原收购产生的 12.75 亿元商誉和长期股权投资进行相应会计处理，对 2017 年环保收入有一定影响，但随着环保基金新投资项目的逐渐落地，我们预计公司环保业务将在 2018-2019 年继续保持增长，收入利润占比约 10~15%；
- 3、公司收购的金源铜业、吴中固废、中山环保、上海立源等均能实现相应的业绩承诺；
- 4、由于二、三期股票期权分期实施，每期对当年管理费用影响小，且考虑到激励计划对公司业绩的激励作用，我们预计 2017-2019 年期间费用率保持相对稳定。

盈利预测和投资建议

我们预测公司 2017-19 年 EPS 为 0.72/0.96/1.21 元，YoY+48.75%/33.53%/26.17%，未来三年净利润 CAGR 35.83%。由于公司为国内园林行业龙头，收入规模、市值均位列国内园林企业第一。我们选取业内较大市值的企业进行比较，目前园林上市公司对应 2017 年平均 PE 为 24.51 倍，环保上市公司对应 2017 年平均 PE 为 34.35 倍，公司当前股价对应 2017 年 24.29 倍 PE，与环保龙头碧水源估值相当，但我们认为公司在手 PPP 订单充足，订单收入比高达 10 倍，且市场预期未来三年业绩成长要高于碧水源，公司 2017 年 peg 为 0.49，低于碧水源的 0.62。公司二三期股权激励和二期员工持股正在实施中，未来业绩释放动力强，因此可给予 2017 年一定估值溢价 30-35 xPE（对应 17 年 0.62-0.72xPeg），对应合理估值区间 21.6~25.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 51：相关上市企业估值比较

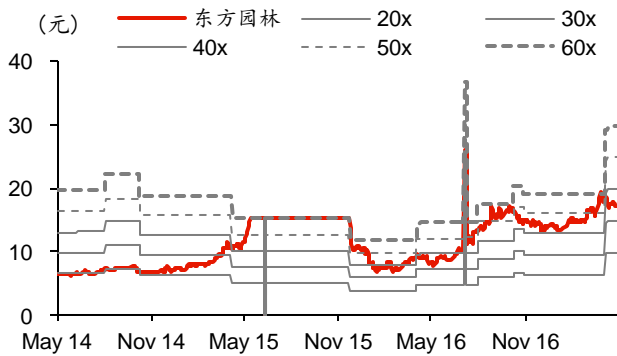
证券代码	证券简称	当前价格(元/股)	总市值(亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
园林板块									
300197.SZ	铁汉生态	13.58	206.37	0.35	0.56	0.79	38.80	24.35	17.21
300355.SZ	蒙草生态	15.09	151.30	0.35	0.57	0.80	43.11	26.47	18.86
300237.SZ	美晨科技	16.84	135.94	0.55	0.84	1.20	30.62	19.97	14.02
002431.SZ	棕榈股份	10.55	145.27	0.09	0.37	0.52	117.22	28.72	20.28
002717.SZ	岭南园林	24.97	103.39	0.67	1.07	1.49	37.27	23.39	16.73
300495.SZ	美尚生态	15.79	94.93	1.03	0.65	0.89	15.39	24.15	17.78
平均值							47.07	24.51	17.48
环保板块									
300070.SZ	碧水源	19.09	598.22	0.60	0.82	1.12	31.82	23.16	17.07
600008.SH	首创股份	7.15	344.67	0.13	0.16	0.19	56.43	44.52	37.81
000826.SZ	启迪桑德	32.11	274.31	1.25	1.57	2.00	25.71	20.40	16.04
300266.SZ	兴源环境	52.88	268.93	0.37	0.68	0.93	142.92	77.30	57.16
000685.SZ	中山公用	10.47	154.44	0.65	0.80	0.91	16.11	13.01	11.53
002672.SZ	东江环保	16.71	135.84	0.62	0.60	0.74	26.95	27.71	22.52
平均值							49.99	34.35	27.02

资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：表中价格为 2017 年 5 月 12 日收盘价，EPS 取自 wind 一致预期。

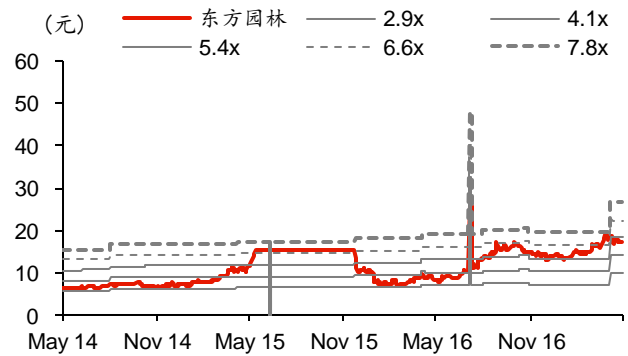
PE/PB - Bands

图表 52: 东方园林历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 53: 东方园林历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险因素

PPP 模式风险:

PPP 风险主要表现为竞争加剧和政府履约。一方面,随着园林企业纷纷转型向生态环保、文化旅游等关联领域,业务边界尽管得到了拓展,但竞争者也相对增加了。竞争的加剧有可能导致行业盈利水平的下降;另一方面,我国 PPP 模式尚处于起步阶段,PPP 模式发展的政策环境、信用环境还有待完善,政府换届能否影响履约情况有待考察。

资产整合与业务转型风险:

公司在拓展环保业务时主要采用外延并购的方式进行,通过快速收购中能环保、金源铜业、吴中固废等进入固废危废领域,由单一的园林绿化工程建造商逐步转型为环境与环保综合运营商。但今年 4 月公司已出售中能环保全部股权,公告披露主要基于对未来发展战略的分歧,我们认为若原有收购不能发挥协同效应,对公司业务转型和战略布局产生一定的风险。

存货应收账款等财务风险:

公司主营业务主要与地方政府合作,回款受地方政府财政预算、资金状况、地方政府债务水平等的影响,存在结算延期带来的潜亏风险、存货减值风险和应收账款回收风险等。截止到 2016 年 12 月 31 日,公司应收账款余额 51.24 亿元,工程存货(已完工未结算)余额 77.75 亿元,存在减值风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,433	17,303	22,665	30,013	37,723
现金	2,655	2,789	3,819	5,057	6,356
应收账款	3,789	5,124	7,017	9,292	11,678
其他应收账款	473.02	387.53	530.73	702.79	883.24
预付账款	69.06	45.77	63.02	83.64	105.28
存货	7,040	8,783	11,027	14,635	18,422
其他流动资产	406.20	174.27	208.49	241.72	279.02
非流动资产	3,263	6,703	6,119	6,163	6,201
长期投资	45.29	168.37	168.37	168.37	168.37
固定资产投资	851.76	883.25	887.75	878.95	861.20
无形资产	81.75	539.28	625.52	711.77	798.01
其他非流动资产	2,284	5,112	4,437	4,404	4,374
资产总计	17,696	24,006	28,784	36,176	43,924
流动负债	9,687	10,906	13,964	18,353	22,472
短期借款	2,006	1,236	1,569	2,649	3,370
应付账款	3,462	4,914	6,766	8,980	11,303
其他流动负债	4,220	4,755	5,630	6,724	7,798
非流动负债	1,608	3,662	3,328	3,779	4,206
长期借款	68.00	852.63	1,157	1,499	1,874
其他非流动负债	1,540	2,809	2,170	2,280	2,332
负债合计	11,295	14,568	17,292	22,133	26,677
少数股东权益	150.06	252.58	379.76	549.59	763.85
股本	1,009	2,677	2,677	2,677	2,677
资本公积	1,726	1,758	1,758	1,758	1,758
留存公积	3,515	4,751	6,678	9,059	12,048
归属母公司股	6,250	9,185	11,113	13,494	16,483
负债和股东权益	17,696	24,006	28,784	36,176	43,924

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	367.76	1,568	736.25	251.50	805.18
净利润	600.08	1,381	2,054	2,743	3,461
折旧摊销	60.26	104.04	111.58	118.43	122.87
财务费用	226.30	302.72	159.67	194.39	239.09
投资损失	0.37	(29.13)	(29.13)	(29.13)	(29.13)
营运资金变动	(645.65)	(385.61)	(1,844)	(3,149)	(3,374)
其他经营现金	126.39	194.85	284.03	373.77	385.00
投资活动现金	(1,637)	(2,644)	455.87	(156.66)	(158.36)
资本支出	120.06	344.06	60.00	60.00	60.00
长期投资	576.30	1,513	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(940.27)	(787.10)	515.87	(96.66)	(98.36)
筹资活动现金	706.72	1,053	(161.64)	1,143	651.65
短期借款	855.21	(769.20)	332.06	1,081	721.02
长期借款	(102.00)	784.63	304.85	341.53	374.79
普通股增加	0.00	1,669	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13.84	31.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(60.34)	(662.82)	(798.55)	(278.74)	(444.15)
现金净增加额	(562.16)	(23.79)	1,030	1,238	1,298

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,381	8,564	11,729	15,531	19,519
营业成本	3,639	5,752	7,920	10,512	13,232
营业税金及附加	164.28	51.13	70.37	93.19	117.11
营业费用	11.91	21.51	29.32	38.83	48.80
管理费用	594.06	696.61	996.94	1,320	1,659
财务费用	226.30	302.72	159.67	194.39	239.09
资产减值损失	50.24	202.09	145.27	148.79	148.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.37)	29.13	29.13	29.13	29.13
营业利润	694.09	1,567	2,436	3,253	4,104
营业外收入	18.00	71.63	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.32	0.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	710.77	1,638	2,436	3,253	4,104
所得税	110.69	256.49	381.54	509.48	642.80
净利润	600.08	1,381	2,054	2,743	3,461
少数股东损益	(1.89)	85.50	127.18	169.83	214.27
归属母公司净利润	601.97	1,296	1,927	2,574	3,247
EBITDA	980.66	1,973	2,707	3,566	4,466
EPS(元)	0.22	0.48	0.72	0.96	1.21

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.98	59.16	36.95	32.42	25.68
营业利润	(4.32)	125.70	55.50	33.53	26.17
归属母公司净利润	(7.07)	115.23	48.75	33.53	26.17
获利能力(%)					
毛利率	32.36	32.83	32.47	32.32	32.21
净利率	11.19	15.13	16.43	16.57	16.63
ROE	9.63	14.10	17.34	19.07	19.70
ROIC	10.78	16.14	20.38	21.43	22.08
偿债能力					
资产负债率(%)	63.83	60.68	60.07	61.18	60.73
净负债比率(%)	23.37	22.55	22.68	24.15	24.14
流动比率	1.49	1.59	1.62	1.64	1.68
速动比率	0.76	0.78	0.83	0.83	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.41	0.44	0.48	0.49
应收账款周转率	1.32	1.69	1.69	1.67	1.63
应付账款周转率	1.23	1.37	1.36	1.34	1.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.48	0.72	0.96	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.59	0.28	0.09	0.30
每股净资产(最新摊薄)	2.33	3.43	4.15	5.04	6.16
估值比率					
PE(倍)	75.97	35.30	23.73	17.77	14.08
PB(倍)	7.32	4.98	4.12	3.39	2.77
EV_EBITDA(倍)	47.18	23.45	17.09	12.98	10.36

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com