

2017年05月30日

天域生态 (603717.SH)

公司深度分析

证券研究报告

建筑装饰

投资评级 **买入-A**

首次评级

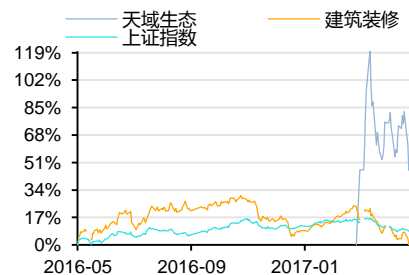
6个月目标价: **40.00元**

股价 (2017-05-26) **32.30元**

交易数据

总市值(百万元)	5,578.58
流通市值(百万元)	1,394.65
总股本(百万股)	172.71
流通股本(百万股)	43.18
12个月价格区间	21.07/46.32元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.29	3.67	-10.24
绝对收益	-12.7		

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

市政园林加速拓展, PPP 助力成长

■ **园林板块新股, 市政园林占比高:** 天域生态于 2017 年 3 月上市, 发行后总股本 1.73 亿股, 募集资金 6.32 亿元。公司第一大股东罗卫国及其一致行动人史东伟合计持有公司股权的 49.51%, 大股东持股比例较为集中。公司主营业务为市政园林及地产园林生态工程施工, 并提供从苗木种植到园林生态工程的设计、施工及养护产业链一体化服务; 2016 年公司实现营业收入 8.26 亿元, 其中市政园林、地产园林分别占比 82.01%/11.46%。

■ **在手订单充足, 布局 PPP+生态环保业务:** 截至 2016 年末, 公司园林生态工程施工业务在手未完工订单 23.68 亿元, 为 2015 年营业收入 8.2 亿元的 2.89 倍。2017 年 1-3 月, 公司及子公司新签项目合同 14 项, 合计金额为 1.34 亿元, 公司在手订单充足, 保障后续业绩释放。同时, 公司积极开拓 PPP 业务, 承接多项生态修复项目, 项目经验储备丰富, 在生态修复领域积累了设计施工、运营管理经验, 同时, 公司围绕水治理、土壤治理, 与国家环保土壤环境管理与污染控制重点实验室、国家高原湿地研究中心等多家机构建立了技术合作关系, 为公司主营业务扩围奠定良好基础。

■ **城镇化建设带动绿化需求, PPP 放量园林企业受益:** 2016 年, 我国城镇化率达到 57.35%, “十三五”规划 2020 年中国常住人口城镇化率目标达到 60%, 我国城市化率逐年增加, 带动市政园林产业需求。同时, 截至 2017 年 3 月末全国入库 PPP 项目共计 12,287 个, 累计投资额 14.6 万亿元, 其中, 生态环保相关项目数 1491 个, 占比 12.13%; 投资额 16427 亿元, 占比 11.25%, 生态相关 PPP 项目占比相对较高。从区域角度来看, 公司重点布局的西南地区入库项目数 3185 个, 占比 25.92%; 入库金额约 3.89 万亿元, 占比 26.79%, 西南地区为公司 PPP 战略提供市场。

■ **“大行业小公司”, 成长空间较大:** 园林行业属于典型的“大行业小公司”, 行业集中度低, 行业结构比较分散。目前我国园林企业数量合计已超过 16000 家, 共有园林规划设计院和设计公司超过 1200 家。截至 2016 年 6 月 30 日, 行业内具有城市园林绿化一级资质的企业 1348 家, 具有风景园林工程设计专项甲级资质的企业 292 家, 同时具有上述两项资质的公司约 100 家。截止 2017 年 5 月 26 日, 在 12 家园林上市公司中, 东方园林作为行业龙头企业, 市值约 428 亿元, 稳居第一位; 天域生态总市值较小, 约 56 亿元, 处于行业中下水平。公司顺利完成 IPO, 资金充裕将助力公司实现业务扩张。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 40 元。公司是园林工程板块 2017 年 3 月上市企业，目前市值约 56 亿元，在园林板块中市值规模较小，成长空间大。公司在手订单充裕，为明年业绩释放提供保障，同时公司发力 PPP，布局包含水治理在内的生态修复领域，进一步打开公司未来成长空间；我们看好公司成长，预计公司 2017-2019 年营业收入规模分别为 12.89 亿元、17.84 亿元和 23.04 亿元，同比分别增长 56.2%、38.4%、29.1%，同期净利润分别为 1.73 亿元、2.42 亿元、3.23 亿元，同比增速分别为 57.5%、40.0%、33.5%。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 40 元，相当于 2017 年 40 的动态市盈率。

■ **风险提示：**经济下行风险、城镇化建设推进不及预期风险、订单落地不及预期风险、PPP 推进不及预期风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	820.3	825.6	1,289.7	1,784.7	2,304.4
净利润	98.2	109.9	173.1	242.4	323.6
每股收益(元)	0.57	0.64	1.00	1.40	1.87
每股净资产(元)	2.84	3.48	4.85	7.03	8.91

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	59.0	52.7	33.5	23.9	17.9
市净率(倍)	11.8	9.6	6.9	4.8	3.8
净利润率	12.0%	13.3%	13.4%	13.6%	14.0%
净资产收益率	20.0%	18.3%	20.7%	20.0%	21.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	34.0%	20.0%	32.1%	28.6%	25.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：园林板块新股，加码市政园林	5
1.1. 公司简介：园林板块新贵，资质齐全成长较快	5
1.2. 股权结构：民营控股企业，持股比例较为集中	5
1.3. 收入规模逐步增长，业务占比向市政园林倾斜	6
2. 在手订单充足，积极布局 PPP+生态环保	7
2.1. 在手订单充足，战略布局 PPP 业务	7
2.2. 项目承接经验丰富，技术储备生态环保领域	8
2.3. 资质荣誉齐全，护航业务开拓	9
2.4. 上市充实营运资金，业绩快速释放可期	10
3. 城镇化建设带动绿化需求，园林企业直接受益	10
3.1. 城镇化进程加快，助推市政园林市场扩张	10
3.2. PPP 入库项目再创新高，生态环保占比较大	11
3.3. 大行业小公司，园林公司大有可为	12
4. 投资建议：园林板块新股，订单落地业绩高增可期	13
4.1. 盈利预测：在手订单充足，布局 PPP 业绩有望高增	13
4.2. 公司估值：园林板块新股，市值小、估值较高	13
4.3. 投资建议：首次覆盖，“买入-A”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	6
图 3：2012-2017Q1 营收及同比增长率	6
图 4：2012-2017Q1 归属于母公司净利润及同比增长率	6
图 5：公司 2012-2016 年营收业务构成（亿元）	7
图 6：公司 2012-2016 分业务毛利率	7
图 7：2016 营业收入区域分布	7
图 8：2012-2016 各区域营业收入变化	7
图 9：中国城市化率逐年提升	10
图 10：我国城市建成区面积逐年增长	10
图 11：我国城市园林绿地情况	11
图 12：我国公共园林绿化投资额和增长率	11
图 13：我国城市建成区绿化覆盖率区域分布（截至 2015 年）	11
图 14：生态环保相关项目入库数占比变化	12
图 15：生态环保相关项目入库金额占比变化	12
图 16：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额	12
图 17：财政部示范项目数量及其投资额	12
图 18：主要上市园林公司 2017 年 5 月 26 日总市值对比（亿元）	13

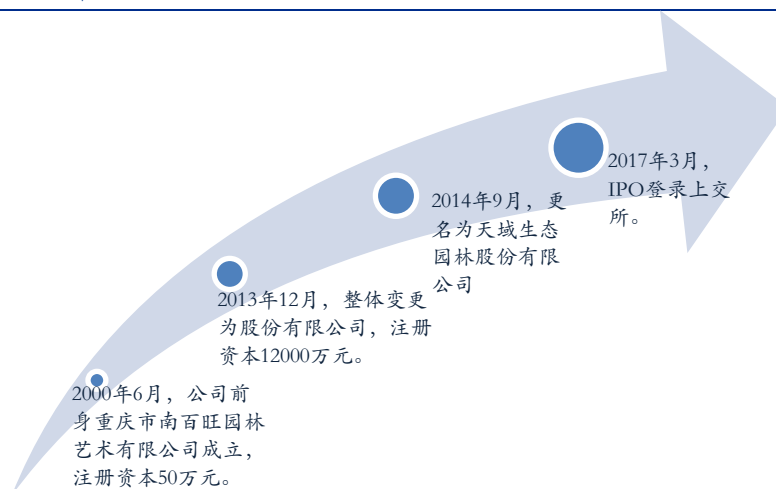
表 1: 截至到 2016 年末公司园林生态工程施工业务主要在建项目情况 (单位: 万元)	8
表 2: 公司承接完成的大中型生态修复项目	8
表 3: 公司部分资质证书	9
表 4: 公司营业收入增速及净利润预估	13
表 5: 上市园林类可比公司估值比较	14

1. 公司概况：园林板块新股，加码市政园林

1.1. 公司简介：园林板块新贵，资质齐全成长较快

天域生态园林股份有限公司（后称“天域生态”或“公司”）前身是重庆市南百旺园林艺术有限公司（后称“重庆南百旺园林”），重庆南百旺园林成立于 2000 年 6 月，注册资本为 50 万元。2013 年 12 月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本 1.2 亿元；并于 2014 年 9 月更名为天域生态园林股份有限公司。2017 年 3 月，公司 IPO 登录上交所，发行后总股本 1.73 亿股。经过近 20 年的发展，公司拥有住建部城市园林绿化施工一级和风景园林工程设计专项甲级资质，以及环境污染治理甲级、城乡规划乙级、市政公用总承包等多项资质，资质体系较为齐全。根据《中国园林绿化行业经营状况调查报告（2015-2016）》，公司在综合竞争力百强企业中名列第 11 位。

图 1：公司历史沿革



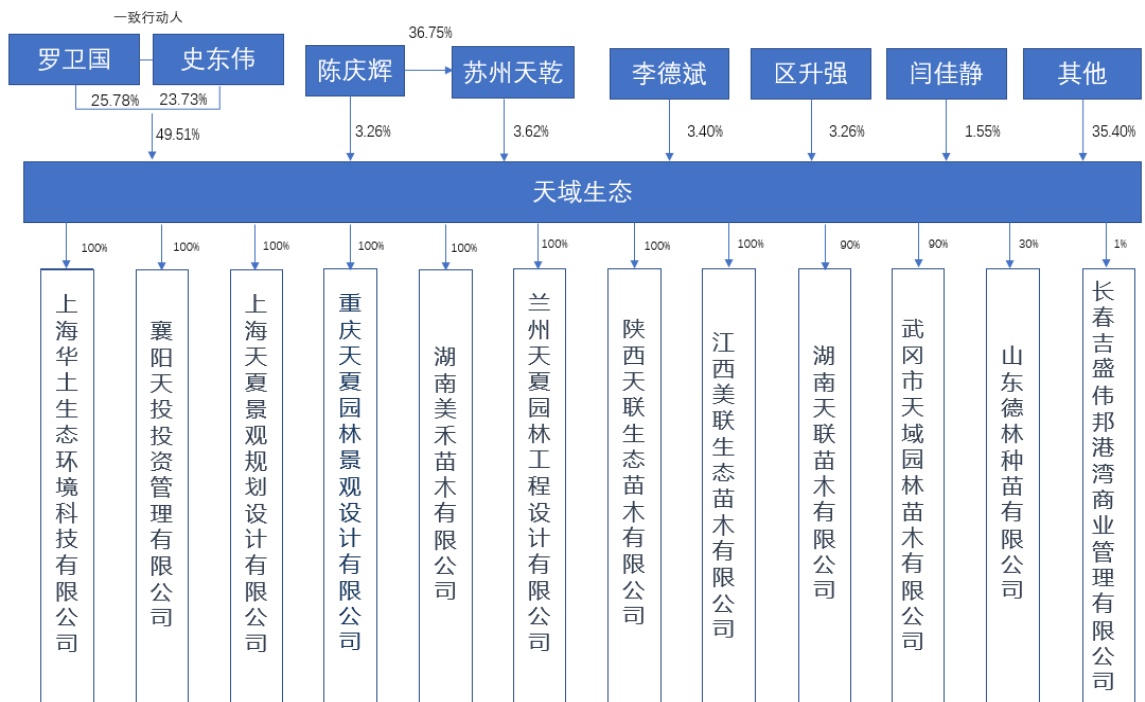
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股权结构：民营控股企业，持股比例较为集中

公司董事长、总经理为罗卫国，持有公司总股本的 25.78%；公司副董事长、副总经理史东伟持有公司总股本的 23.73%，两人为一致行动人关系，合计持有公司股权的 49.51%，一致行动人持股比例较为集中。另外，公司前十大股东中，公司副总经理陈庆辉直接持股 3.26%，且通过苏州天乾投资管理中心（有限合伙）间接持股 1.33%，合计持有公司总股本的 4.59%；公司副总经理区升强持股 3.26%；自然人李德斌持股 3.40%。公司股权结构整体呈现高管持股的特点，前 10 大股东持股比例为 70.7%，股权较为集中。

截至 2016 年底，公司下设上海华土生态、上海天夏景观等 12 个子公司，分别分布于上海、湖北、湖南、陕西、江西等区域。

图 2：公司股权结构

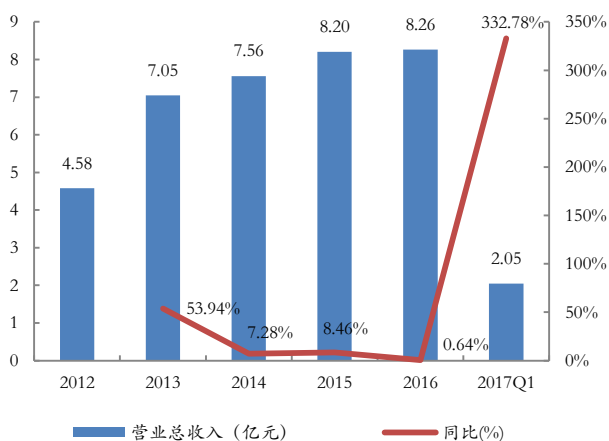


资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.3. 收入规模逐步增长，业务占比向市政园林倾斜

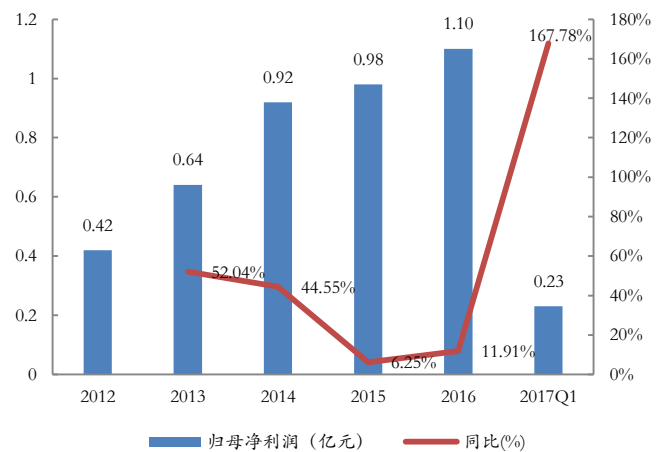
公司主营业务为市政园林及地产园林工程施工，并提供从苗木种植到园林生态工程的设计、施工及养护产业链一体化服务。2012-2016 年营收规模从 4.58 亿元增加至 8.26 亿元，复合增速为 15.89%；净利润从 0.42 亿元增长至 1.10 亿元，复合增长率为 27.21%，公司近年收入、利润增速较为平稳。2017 年一季度，公司实现营收 2.05 亿元，同比增长 332.78%，实现归母净利润 0.23 亿元，较上年同期-0.34 亿元扭亏为盈，同比增长 167.78%，一季度业绩增速较快。园林工程类公司业绩一般有很大的季节性，某些偏远地区一季度气候不适合种植，往往一季度产值会比较低。但公司 2017Q1 业务未受季节影响，主要有以下原因：（1）公司今年订单在贵州分布较多，气候温和，受季节因素影响较小；（2）公司今年项目包含部分景观配套设施，而非植被种植，不受季节影响。

图 3：2012-2017Q1 营收及同比增长率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

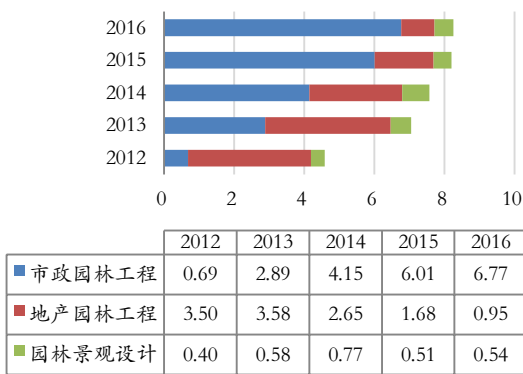
图 4：2012-2017Q1 归属于母公司净利润及同比增长率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

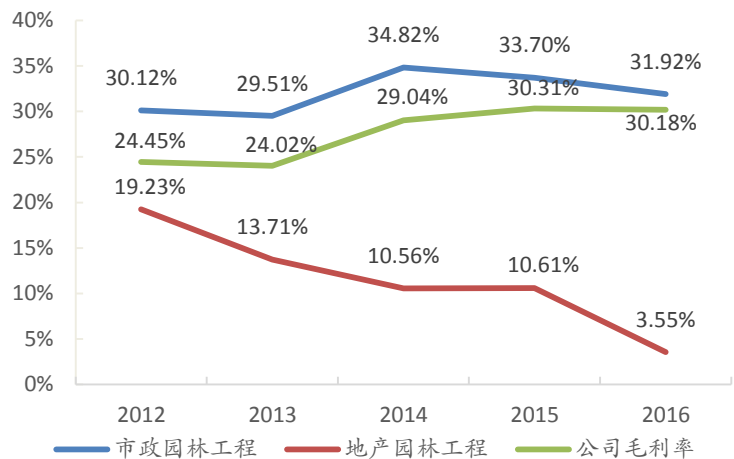
公司 2016 年度实现营收 8.26 亿元，其中市政园林生态工程 6.77 亿元，占比 81.97%；地产园林 0.95 亿元，占比 11.51%，园林景观设计收入 0.54 亿元，占比 6.52%，市政园林生态工程是公司主要收入来源。从 2013 年起，由于房地市场景气度下滑，公司业务开始从地产园林向市政园林倾斜。2012-2016 年，公司市政园林实现营业收入由 0.69 亿元增长至 6.77 亿元，复合增长率达 77%，占营业收入比重由 14.96% 增加至 82.01%。未来，公司地产园林业务将进一步缩窄。2012-2016 年，公司市政园林工程业务毛利率呈现稳健上升趋势，而地产园林工程业务毛利率持续下滑，由于公司市政园林工程业务占比逐年增长，带动公司整体毛利率水平稳健上升，由 2012 年的 24.45% 爬升至 2016 年的 30.18%，提升 6.36 个百分点。

图 5：公司 2012-2016 年营收业务构成（亿元）



资料来源：WIND、安信证券研究中心

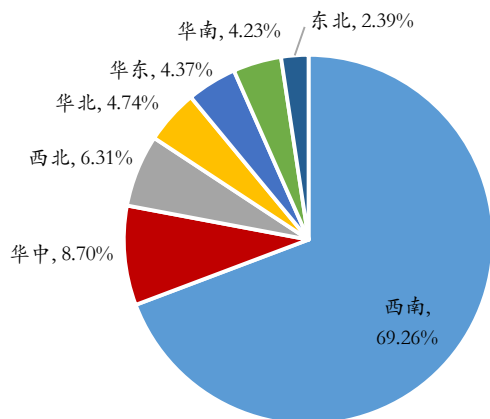
图 6：公司 2012-2016 分业务毛利率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

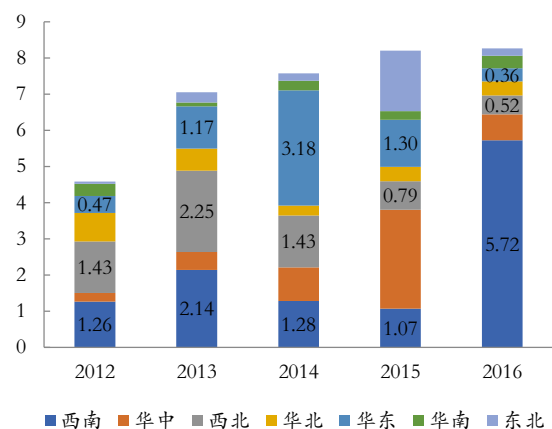
公司总部设在上海，注册地、大本营为重庆，并在贵州、广东、湖北、四川、湖南、甘肃、陕西等十多个省市设有分、子公司、办事处，逐步形成了全国性的业务网络。公司立足重庆辐射西南，2016 年，公司在西南、华中、西北分别实现营业收入 5.72、0.72、0.52 亿元，分别占比 69.26%、8.7%、6.31%，西南地区业务占比最高，较上年同期大幅增长 56.25 个百分点，为公司收入主要来源区域。2012-2016 年，公司西南地区业务营业收入由 1.26 亿元增长至 5.72 亿元，复合增长率达到 45.97%，公司深耕西南地区，业务量增幅较大。

图 7：2016 营业收入区域分布



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 8：2012-2016 各区域营业收入变化



资料来源：WIND、安信证券研究中心

2. 在手订单充足，积极布局 PPP+生态环保

2.1. 在手订单充足，战略布局 PPP 业务

在手订单充足，保障未来业绩释放。2015 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告显示，截至 2016 年末，公司园林生态工程施工业务在手未完工订单 23.68 亿元，为 2015 年营业收入 8.2 亿元的 2.89 倍，其中市政类项目 22.24 亿元、地产类项目 1.44 亿元。2017 年 1-3 月，公司及子公司新签项目合同 14 项，合计金额为 1.34 亿元。公司在手订单充足，为未来业绩释放提供充分保障。

表 1：截至到 2016 年末公司园林生态工程施工业务主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	预计总投资	已投资
1	新蒲新区洛安改善农村人居环境建设项目乡村旅游工程（二期）	36,085.03	24,930.41
2	衡阳市滨江新区来水以南基础设施项目工程	24,599.76	7,176.82
3	桐梓县县城河道治理工程天门河河道治理工程（少帅桥至五七四桥）	17,633.69	1,124.82
4	衡阳市湘江西岸北段（青草桥至外环北路）风光带及道路工程	12,071.50	5,254.45
5	吉林省四平市东南生态新城生态湿地公园	10,276.39	10,105.16
6	格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 A 区	9,604.38	5,789.18
7	尼姑山河（含西绕山河）、新民河生态综合治理工程	8,829.91	7,052.91
8	遵义经济技术开发区高坪河河道治理及生态环境改造一期工程	8,025.92	5,994.56
9	格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 B 区景观	4,781.50	3,714.72
10	湖北宜昌点军大道绿化工程	3,241.36	1,552.21
11	格尔木小島村湿地水涵养和保护工程 B 区绿化	3,022.28	2,860.63
12	张家口迎宾廊道绿化三期（下花园区段）工程	2,039.11	1,727.31
13	施甸永关荷塘景观工程项目	1,663.68	949.88
	合计	141,874.51	78,233.06

资料来源：2015 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告、安信证券研究中心

积极开拓 PPP 业务：由于传统园林施工项目需要垫资，仅少数合同条件较好，采用进度款支付模式；而 BT 项目结算时间在工程项目建设完工后，回购周期较长，园林公司现金流普遍面临压力，PPP 模式能很好解决这一难题。在 PPP 项目开拓方面，目前公司正在建设 PPP 运营中心，采用项目经理负责制，由项目经理与技术部门、咨询公司、以及公司管理层沟通，从而支援前方销售团队承接订单。此外，PPP 经营中心可以根据项目的不同阶段和可行性评价项目的重要程度，必要时调用公司高管组成临时谈判团，支援项目承接。公司承接 PPP 项目将深耕原有项目地，预计未来项目主要分布在贵州、湖北、湖南等地。

2.2. 项目承接经验丰富，技术储备生态环保领域

承接多项生态修复项目，项目经验储备丰富：公司在 10 余年的经营过程中，先后承接完成包括格尔木小島村湿地水涵养和保护工程、张家港西二环路（小河坝路至景巷花园）东侧滨水湿地建设工程设计、青岛蓝色硅谷核心区综合服务区启动区温泉河生态景观治理工程等多项大中型生态景观综合项目的设计和施工，在生态修复领域积累了设计施工、运营管理经验，为未来承接大型生态环境治理项目储备了项目经验和人才。

表 2：公司承接完成的大中型生态修复项目

序号	项目名称
1	格尔木小島村湿地水涵养和保护工程
2	张家港西二环路（小河坝路至景巷花园）东侧滨水湿地建设工程设计
3	青岛蓝色硅谷核心区综合服务区启动区温泉河景观治理工程
4	双山岛核心水系生态修复项目景观规划设计
5	黄陂区滢水河前川段环境综合整治工程

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

成立全资子公司，技术储备生态环保领域：2014 年 5 月，公司成立了全资子公司上海华土生态环境科技有限公司，主要从事环保科技领域内的技术开发及施工等。同时，公司围绕水治理、土壤治理，与国家环保土壤环境管理与污染控制重点实验室、国家高原湿地研究中心等多家知名机构建立了技术合作关系，开展河湖生态修复、土壤修复、矿山绿色可持续修复、园林智慧生态技术的研发和技术交流，在技术方面进行了储备。其中，公司尤其

看好水治理领域，国务院《关于推进海绵城市建设的指导意见》政策文件称：到 2020 年，城市建成区 20% 以上的面积将达到 70% 的降雨就地消纳和利用的目标要求，公司看好水治理方向的市场潜力，将深入研究、挖掘相关市场需求。

表 5：公司主要技术合作单位及科研平台情况

合作单位名称	合作研发方向
国家环境保护土壤环境管理与污染控制重点实验室	土壤污染治理与生态修复
国家高原湿地研究中心	湿地生态保护、生物多样性、退化湿地恢复技术研究
云南省林业科学院	林业生态退化修复技术、生态涵养林建设研究
中新苏州工业园区清城环境发展有限公司	污染场地风险评估、生态监测数字化系统研发
上海市院士专家工作站建站	院士专家工作站目前已聘请多位专家，在生态、环保、园林、景观、地理信息等领域进行新技术研发及应用探索，已取得阶段性研发成果

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

2.3. 资质荣誉齐全，护航业务开拓

公司及下属全资子公司目前拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质、市政公用工程施工总承包叁级资质、环保工程专业承包叁级资质和重庆市造林绿化施工单位乙级等多项资质证书。公司资质包含园林工程、环境污染治理等多种类型，资质体系齐全，利于公司将业务从园林工程向生态环保方向延伸，为公司承接园林绿化、海绵城市和生态修复等 PPP 项目建设打下了良好基础。

表 3：公司部分资质证书

资质主体	资质等级/认证类型	有效期至
重庆天夏	园林景观规划设计资质甲级(暂定)	2017 年 3 月
天域生态	城市园林绿化一级	2017 年 4 月
天域生态	重庆市环境污染治理资质证	2017 年 5 月
天域生态	城市园林绿化管护贰级	2017 年 7 月
天域生态	环境艺术企业艺术等级甲级(设计类)	2017 年 12 月
天域生态	环境艺术企业艺术等级一级(总承包类)	2017 年 12 月
上海天夏	环境艺术企业艺术等级甲级(设计类)	2017 年 12 月
上海天夏	城乡规划编制资质乙级	2019 年 12 月
上海天夏	风景园林工程设计专项甲级	2020 年 1 月
天域生态	市政公用工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级、建筑工程施工总承包叁级	2020 年 12 月
天域生态	风景园林工程设计专项乙级	2021 年 8 月

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

根据《中国园林绿化行业经营状况调查报告（2015-2016）》，公司在综合竞争力百强企业中名列第 11 位，在业内处于排名靠前。公司同时还获得了全国十佳园林工程企业、全国十佳园林科技创新企业等荣誉。

表 2：公司所获部分荣誉奖项

荣誉奖项	获奖时间
2014-2015 年度合同信用 AAA 级	2016 年
2015 年度重庆市建筑业先进企业	2016 年
中国城市园林绿化综合竞争力百强企业(2013-2014)	2015 年
全国十佳园林科技创新企业	2015 年
全国十佳园林工程企业	2015 年
中国园林绿化 AAA 级信用企业	2015 年
中国园林绿化综合竞争力百强企业(2012-2013)	2014 年
全国十佳园林工程企业	2014 年
全国十佳园林科技创新企业	2014 年

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

2.4. 上市充实营运资金，业绩快速释放可期

公司首次公开发行股票 4317.19 万股，募资总额约 6.32 亿元，扣除发行费用后募资净额 5.70 亿元，其中 2.41 亿资金用于苗木基地建设，3.29 亿资金用于补充园林绿化工程配套营运资金。公司募投苗木基地建设项目包括湖南美禾里旺苗木基地建设项目、湖南美禾鹏江苗木基地建设项目和江西美联鄱阳苗木基地建设项目，其建设期均为 12 个月，假设本项目苗木全部对外进行销售，预计未来每年可产生收入合计 1.55 亿元，净利润合计 0.8 亿元，平均投资回收期为 4.95 年。经公司测算，由自有苗圃供应苗木成本更低，公司本次拟通过募集资金投资建设苗木基地，将扩大公司自有苗木供应能力，为公司带来成本优势，形成苗木生产、景观设计和绿化施工的产业链，提高公司盈利能力。

另外，公司募投资金 3.29 亿元用于补充园林绿化工程配套营运资金，营运资金充足，利于公司未来承接大型工程订单。公司通过 IPO 实现了权益融资，并积极布局 PPP 业务，未来有望借助财务杠杆撬动更大的工程体量，助力公司业绩的释放。

表 6：公司 IPO 计划募投项目

序号	项目名称	预计投入资金(万元)	募集资金投资额(万元)	立项单位
1	湖南美禾里旺苗木基地建设项目	9,983.00	9,378.41	枚县发展和改革局
2	湖南美禾鹏江苗木基地建设项目	8,006.05	7,521.20	枚县发展和改革局
3	江西美联番阳苗木基地建设项目	7,712.10	7,245.05	番阳县发展和改革委员会
4	补充园林绿化工程配套营运资金项目	33,158.21	32,873.95	
合计		58,859.36	57,018.61	

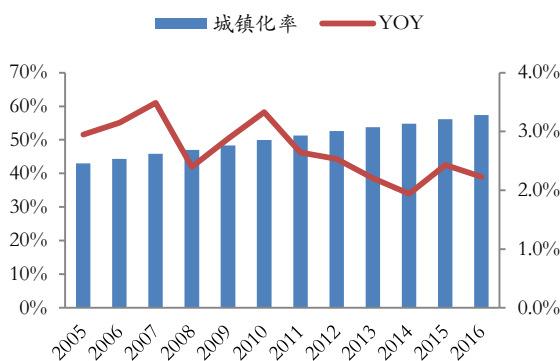
资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

3. 城镇化建设带动绿化需求，园林企业直接受益

3.1. 城镇化进程加快，助推市政园林市场扩张

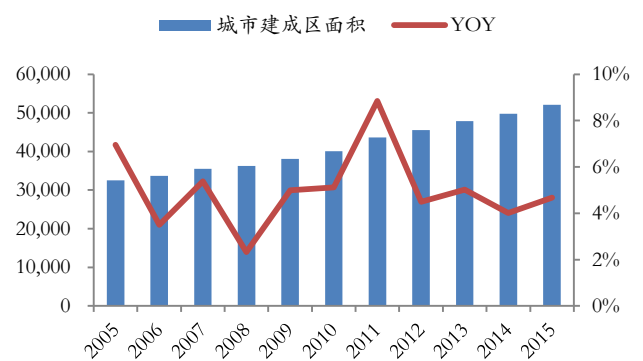
随着城镇化的推进，城市绿化配套设施建设需求增加，全民生态意识逐渐增强，公共环境改善需求上升，将推动市政园林市场的长足发展。根据 wind 数据统计，2016 年，我国城镇人口总量达到 79298 万人，城镇化率达到 57.35%，较 2015 年上升 1.25 个百分点，较 2006 年 44.34% 提升约 13 个百分点，城市化进程显著。“十三五”规划纲要提出，到 2020 年中国常住人口城镇化率目标达到 60%，未来随着政府城市化建设的不断深入，预计我国城市化率逐年增加，城市建成区面积不断扩大。

图 9：中国城市化率逐年提升



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 10：我国城市建成区面积逐年增长

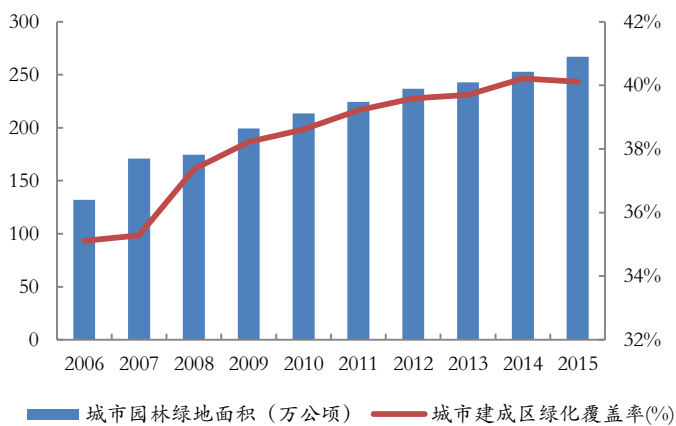


资料来源：WIND、安信证券研究中心

同时，城市化进程也带动了城市绿化建设。1992 年，国务院颁布《城市绿化条例》，明确了城市绿化工作在城市建设、社会发展中的重要地位，完善了行业发展的政策环境。2001 年，国务院召开全国城市绿化工作会议，并专门下发了《关于加强城市绿化建设的通知》，

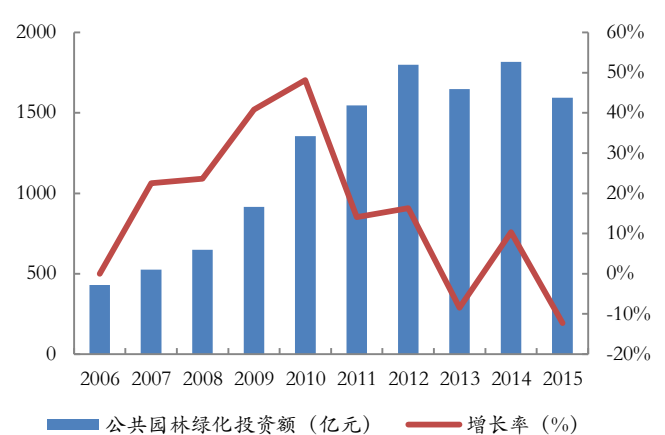
再次提升了城市绿化工作在城市建设中的定位。2011年3月发布的《十二五规划纲要》已明确提出了“十二五”期间我国城镇化率提高4个百分点的目标。此外，党的“十八大”报告中提出的建设“美丽中国”的目标，将进一步拓展城市园林绿化行业的市场空间。根据《中国城市建设统计年鉴》和《城乡建设统计公报》数据显示，我国城市绿地面积从2006年的132.12万公顷增长至2015年的266.96万公顷，增长了102.06%；城市建成区绿化覆盖率从2006年的35.11%提高到2015年的40.12%，增长了5个百分点。我国公共园林绿化投资金额从2006年的429亿元增加到2015年的1594.65亿元，年均复合增长率达15.71%。我国城市园林绿地面积不断上升，公共园林绿化投资额不断增加，为市政园林工程企业提供了广阔的市场空间。

图 11：我国城市园林绿地情况



资料来源：WIND、安信证券研究中心

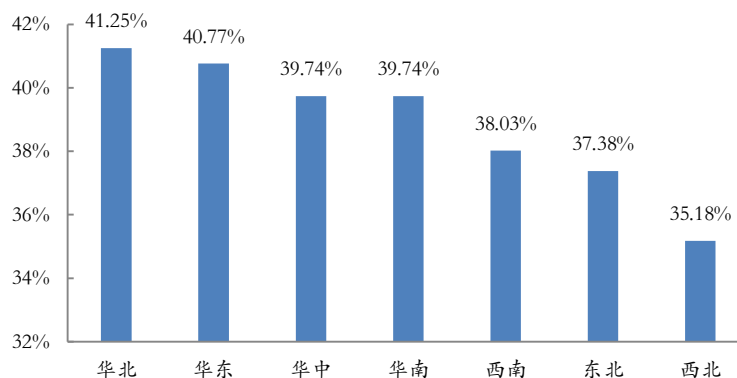
图 12：我国公共园林绿化投资额和增长率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

区域化分布不均，西南地区需求量较大。在我国城市绿地建设总体在大幅增长的背景下，也呈现明显的不平衡格局，华北、华东地区平均绿化覆盖率分别为41.25%、40.77%，西南、西北地区绿化覆盖率较低，分别为38.03%、35.18%，西部地区市场潜力较大。公司园林工程业务深耕西部地区，2016年西南、西北地区合计收入占比为75.57%，公司业务发展潜力较大。

图 13：我国城市建成区绿化覆盖率区域分布（截至2015年）



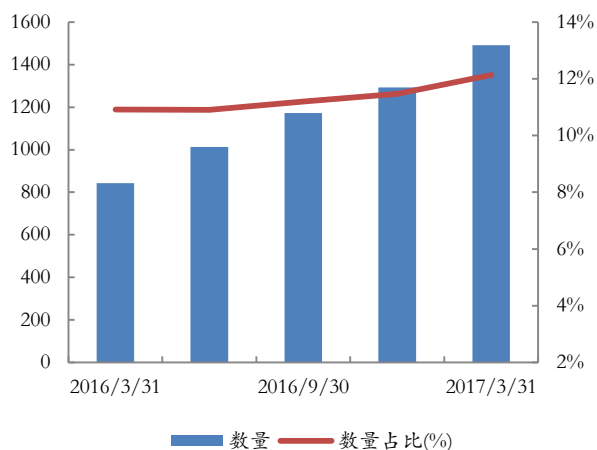
资料来源：WIND、安信证券研究中心

3.2. PPP 入库项目再创新高，生态环保占比较大

《全国PPP综合信息平台项目库第六期季报》显示，截至2017年3月末全国入库项目共计12,287个，累计投资额14.6万亿元，入库项目数、入库项目金额再创新高。其中，已

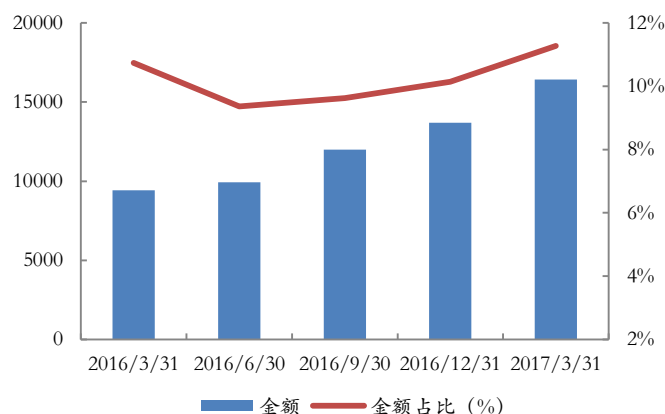
签约落地项目 1,729 个，投资额 2.9 万亿元，落地率 34.5%，比上月增加 1.4 个百分点。从项目行业分布来看，截止 2017 年一季度生态环保相关项目数 1491 个，占比 12.13%，比 2016 年年末提高 0.66 个百分点；投资额 16427 亿元，占比 11.25%，比上年末提高 1.14 个百分点，呈现稳步上升态势。

图 14: 生态环保相关项目入库数占比变化



资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

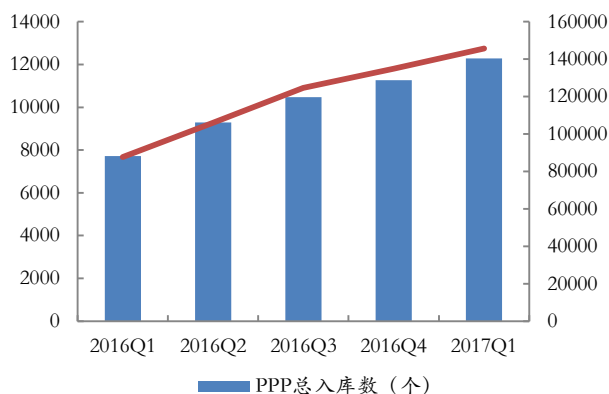
图 15: 生态环保相关项目入库金额占比变化



资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

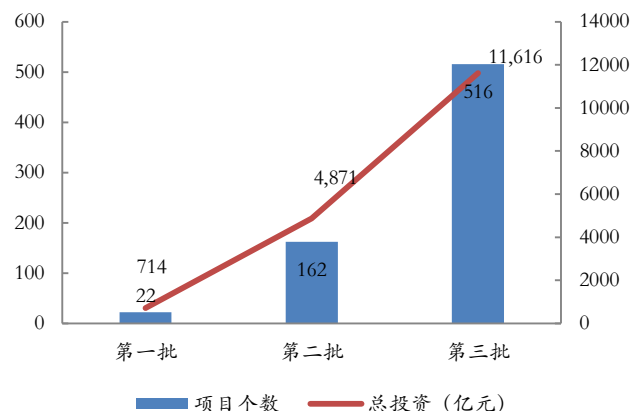
从地区分布来看，入库项目数前五位是贵州、山东、新疆、内蒙古、四川省，分别为 1805、1132、1050、1005、873 个，项目数合计占入库项目总数的 47.73%；入库项目投资额前五位是贵州省、山东、云南、河南、四川，分别为 16195、12468、11037、10253、9465 亿元，合计占入库项目总投资额 40.7%。其中西南地区入库项目数 3185 个，占比 25.92%；入库金额 38935 亿元，占比 26.79%，西南地区 PPP 项目数量、金额均占比较高，项目资源丰富。公司深耕西南地区，在贵州、湖南、湖北等地区项目经验丰富，预计后续拿单能力较强。

图 16: 全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额



资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 17: 财政部示范项目数量及其投资额



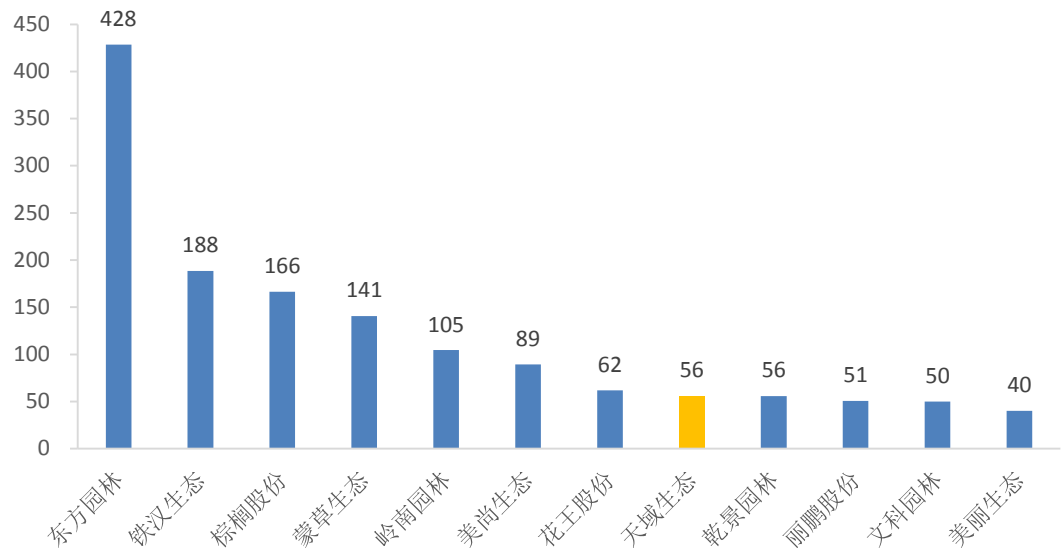
资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

3.3. 大行业小公司，园林公司大有可为

园林行业属于典型的“大行业小公司”，行业集中度低，行业结构比较分散，企业数量众多，但单一企业的实力和经营规模偏小，全国范围内跨区域经营企业较少。根据住建部公布的信息及中国园林网统计，目前我国园林企业数量合计已超过 16000 家，共有园林规划设计院和设计公司超过 1200 家。截至 2016 年 6 月 30 日，行业内具有城市园林绿化一级资质

的企业 1348 家，具有风景园林工程设计专项甲级资质的企业 292 家，同时具有上述两项资质的公司约 100 家。我们比较了 12 家园林上市公司的最新总市值，截止 2017 年 5 月 26 日收盘，东方园林作为行业龙头企业，市值 428 亿元，稳居第一位，天域生态总市值较小，约 56 亿元左右，处于行业中下水平，具有较大成长空间。

图 18: 主要上市园林公司 2017 年 5 月 26 日总市值对比 (亿元)



资料来源: WIND、安信证券研究中心

4. 投资建议：园林板块新股，订单落地业绩高增可期

4.1. 盈利预测：在手订单充足，布局 PPP 业绩有望高增

截至 2016 年年末，公司在手施工订单合计 23.68 亿元，尚未确认收入的合同金额较高，我们预计今年结转金额较大。同时，公司具备园林设计施工、市政建设的多项资质及多年项目经验，为公司承接园林绿化、生态修复等 PPP 项目打下了良好基础。随着 PPP 模式的迅速推广，以 PPP 模式承建园林绿化工程已逐渐成为行业趋势，公司拟抓住机遇积极布局，预计年内将有首单 PPP 订单落地。我们预计公司 2017-2019 年营业收入规模分别为 12.89 亿元、17.84 亿元和 123.04 亿元，同比分别增长 56.2%、38.4%、29.1%，同期净利润分别为 1.73 亿元、2.42 亿元、3.23 亿元，同比分别增长 57.5%、40.0%、33.5%。

表 4: 公司营业收入增速及净利润预估

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	825.6	1,289.7	1,784.7	2,304.4
增长率(%)	0.6%	56.2%	38.4%	29.1%
净利润(百万元)	109.9	173.1	242.4	323.6
增长率(%)	11.9%	57.5%	40%	33.5%

资料来源: WIND、安信证券研究中心

4.2. 公司估值：园林板块新股，市值小、估值较高

公司是园林行业 2017 年 3 月上市新股，当前市值约为 56 亿元，与园林行业 11 家上市公司对比，当前市值处于较小区间，不足行业龙头东方园林的七分之一。公司当前总股本为 1.73 亿股，在可比公司中股本最小。公司作为园林板块新股，从 2017 年 wind 一致预期来看，公司 2017 年一致预期 PE 为 39.38 倍，预测估值在园林板块中处于较高水平。

表 5：上市园林类可比公司估值比较

代码	名称	总股本	2017 年 5 月 26 日收盘价	最新总市值 (亿元)	2017PE (wind 一致预测)
000010.SZ	美丽生态	8.20	4.91	40.25	-
603778.SH	乾景园林	2.00	27.89	55.78	33.36
002775.SZ	文科园林	2.48	20.16	50.00	22.65
002374.SZ	丽鹏股份	8.77	5.76	50.54	21.36
603007.SH	花王股份	3.33	18.58	61.94	43.62
300495.SZ	美尚生态	6.01	14.88	89.46	22.76
002717.SZ	岭南园林	4.14	25.24	104.50	23.00
002431.SZ	棕榈股份	13.77	12.09	166.48	32.92
300355.SZ	蒙草生态	10.03	14.03	140.67	24.61
300197.SZ	铁汉生态	15.20	12.40	188.44	22.23
002310.SZ	东方园林	26.77	16.00	428.38	21.40
603717.SH	天域生态	1.73	32.30	55.79	39.38

资料来源：WIND,安信证券研究中心

4.3. 投资建议：首次覆盖，“买入-A”评级

公司是园林工程板块 2017 年 3 月上市企业，目前市值约 56 亿元，在园林板块中市值规模较小，成长空间大。截至 2016 年末，公司园林生态工程施工业务在手未完工订单 23.68 亿元，为 2015 年营业收入 8.2 亿元的 2.89 倍。同时，公司具备园林设计施工、市政建设的多项资质及不断积累的建设经验，为公司承接园林绿化、生态修复等 PPP 项目建设打下了良好基础。我们看好公司发展，预计公司 2017-2019 年营业收入规模分别为 12.89 亿元、17.84 亿元和 123.04 亿元，同比分别增长 56.2%、38.4%、29.1%，同期净利润分别为 1.73 亿元、2.42 亿元、3.23 亿元，同比分别增长 57.5%、40.0%、33.5%。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 40 倍动态市盈率。

4.4. 风险提示

经济下行风险、城镇化建设推进不及预期风险、订单落地不及预期风险、PPP 推进不及预期风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	820.3	825.6	1,289.7	1,784.7	2,304.4	成长性					
减:营业成本	571.7	576.4	902.7	1,245.6	1,600.0	营业收入增长率	8.5%	0.6%	56.2%	38.4%	29.1%
营业税费	22.0	2.5	3.9	5.4	6.9	营业利润增长率	7.4%	13.2%	56.8%	40.3%	33.5%
销售费用	13.0	14.9	36.1	44.6	57.6	净利润增长率	6.3%	11.9%	57.5%	40.0%	33.5%
管理费用	59.1	57.2	105.8	142.8	184.4	EBITDA 增长率	18.1%	14.5%	40.1%	44.5%	32.2%
财务费用	26.1	31.4	23.2	44.0	55.5	EBIT 增长率	18.3%	14.5%	40.9%	45.2%	32.6%
资产减值损失	11.2	10.4	10.0	10.5	10.3	NOPLAT 增长率	17.0%	14.0%	41.2%	45.1%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	93.7%	-12.1%	63.1%	50.3%	18.2%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	净资产增长率	25.3%	22.3%	39.5%	44.8%	26.6%
营业利润	117.2	132.7	208.0	291.8	389.6	利润率					
加:营业外净收支	0.9	-0.0	0.6	0.5	0.4	毛利率	30.3%	30.2%	30.0%	30.2%	30.6%
利润总额	118.1	132.7	208.6	292.2	390.0	营业利润率	14.3%	16.1%	16.1%	16.3%	16.9%
减:所得税	19.9	22.8	35.5	50.0	66.6	净利率	12.0%	13.3%	13.4%	13.6%	14.0%
净利润	98.2	109.9	173.1	242.4	323.6	EBITDA/营业收入	17.8%	20.3%	18.2%	19.0%	19.5%
						EBIT/营业收入	17.5%	19.9%	17.9%	18.8%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	7	7	4	2	1
货币资金	146.2	147.2	103.2	142.8	184.4	流动营业资本周转天数	225	267	214	243	248
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	487	578	457	474	480
应收账款	313.8	328.1	507.8	731.8	896.7	应收账款周转天数	118	140	117	125	127
应收票据	11.0	2.5	11.0	13.0	18.0	存货周转天数	299	357	291	315	319
预付账款	1.2	2.2	6.2	3.9	8.6	总资产周转天数	514	630	490	493	496
存货	839.3	796.5	1,290.0	1,837.7	2,247.9	投资资本周转天数	226	278	219	246	250
其他流动资产	0.0	60.9	20.3	27.0	36.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.0%	18.3%	20.7%	20.0%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	7.4%	8.5%	8.5%	9.3%
长期股权投资	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	ROIC	34.0%	20.0%	32.1%	28.6%	25.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	16.1	15.5	12.6	9.7	6.9	销售费用率	1.6%	1.8%	2.8%	2.5%	2.5%
在建工程	1.2	2.1	2.1	2.1	2.1	管理费用率	7.2%	6.9%	8.2%	8.0%	8.0%
无形资产	6.7	6.2	5.5	4.8	4.1	财务费用率	3.2%	3.8%	1.8%	2.5%	2.4%
其他非流动资产	68.4	118.0	64.6	82.2	86.3	三费/营业收入	12.0%	12.5%	12.8%	13.0%	12.9%
资产总额	1,406.5	1,481.7	2,025.8	2,857.5	3,493.4	偿债能力					
短期债务	147.9	102.5	147.7	212.2	280.5	资产负债率	65.0%	59.4%	58.6%	57.5%	56.0%
应付账款	467.2	522.2	808.2	1,095.7	1,408.1	负债权益比	186.0%	146.3%	141.4%	135.1%	127.0%
应付票据	-	0.3	1.9	0.6	1.5	流动比率	1.75	1.87	1.85	1.95	1.90
其他流动负债	135.2	91.1	88.8	105.2	95.9	速动比率	0.63	0.76	0.62	0.65	0.64
长期借款	30.0	25.0	35.6	102.6	45.6	利息保障倍数	5.49	5.22	9.95	7.63	8.02
其他非流动负债	134.4	139.0	104.5	125.9	123.1	分红指标					
负债总额	914.7	880.2	1,186.7	1,642.2	1,954.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	129.5	129.5	172.7	172.7	172.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	361.2	471.1	665.5	1,041.8	1,365.4						
股东权益	491.7	601.6	839.1	1,215.3	1,538.7						
						现金流量表					
							2015	2016	2017E	2018E	2019E
						净利润	98.2	109.9	173.1	242.4	323.6
						加:折旧和摊销	4.0	4.5	3.6	3.6	3.6
						资产减值准备	11.2	10.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	26.2	42.2	23.2	44.0	55.5
						投资损失	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
						少数股东损益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
						营运资金的变动	-443.0	-96.1	-327.1	-511.4	-274.9
						经营活动产生现金流量	-213.2	129.1	-127.2	-221.5	107.7
						投资活动产生现金流量	-6.0	-6.8	40.5	-6.8	-9.1
						融资活动产生现金流量	213.1	-120.9	42.6	267.9	-57.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.57	0.64	1.00	1.40	1.87
						BVPS(元)	2.84	3.48	4.85	7.03	8.91
						PE(X)	59.0	52.7	33.5	23.9	17.9
						PB(X)	11.8	9.6	6.9	4.8	3.8
						P/FCF	110.8	51.9	-28.6	-82.9	105.5
						P/S	7.1	7.0	4.5	3.2	2.5
						EV/EBITDA	-	-	25.2	17.8	13.3
						CAGR(%)	35.1%	43.3%	23.3%	35.1%	43.3%
						PEG	1.7	1.2	1.4	0.7	0.4
						ROIC/WACC	3.1	1.8	2.9	2.6	2.3
						REP	-	-	2.1	1.6	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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