

政策推动+PPP项目释放，湿地修复龙头扬帆起航

■ **聚焦生态湿地修复业务，“国家湿地公园第一股”来袭：**公司主要从事生态湿地、市政绿化、地产景观、公园广场等领域的设计、施工、养护和苗木销售等业务，拥有园林行业“双甲”资质、生态修复甲级资质、市政施工二级资质和旅游规划乙级资质等多项资质，是业内资质最全、实力雄厚、业务最精的湿地修复龙头，2017年9月公司登陆资本市场，成为“国家湿地公园第一股”。2016年公司生态湿地业务为贡献了74%的营业收入和77%的营业利润，是公司增长最快和贡献最大的业务板块。同时，公司盈利能力较强，2014-2017年6月公司净利润率在17%以上，2017年6月达到19.23%，位居行业之首。

■ **政策红利持续释放，生态湿地前景广阔：**2003年9月国务院原则同意《全国湿地保护工程规划(2002-2030年)》，湿地保护迎来政策支持，国家已经连续出台“十一五”、“十二五”和“十三五”全国湿地保护工程实施规划，规划先行引领行业发展，国务院及各部委纷纷出台相关支持政策，生态湿地建设迎来高潮，“十三五”期间湿地保护工程投资额将达到176.81亿元。同时，国家加大财政投入，引进社会资本，通过PPP模式加大国家湿地公园建设。国家湿地建设以中央财政投入为主，在资金筹措和还款安排上更安全可靠，再加上项目具有很强的生态效益、社会效益和一定的经济效益，湿地公园PPP项目大有可为，生态湿地前景广阔。

■ **综合竞争优势显著，湿地龙头扬帆起航：**公司确立了“立足江苏市场，打通京沪线，走向全中国”的市场开拓战略，凭借在资质、技术、人才和经验等方面的优势，加快布局生态湿地修复业务，致力于成长为湿地修复绝对龙头。公司借助与林科院的深度合作，突破了技术、人才等瓶颈，增强了公司在国家湿地公园领域的核心竞争力，借助PPP模式加快项目落地。公司成功打造了淮安白马湖湿地公园、G20峰会主题公园、洪泽湖国家湿地公园等经典项目，新承接了洪江市清江湖国家湿地公园、吉木萨尔北庭国家湿地公园、邓州湍河国家湿地公园等项目，进一步强化了公司在生态湿地的经验优势，夯实了公司在湿地修复行业龙头地位。

■ **现金流好增长质量高，解决行业成长的“烦恼”：**根据园林行业商业模式，园林公司的成长基本伴随现金的流出，出现了“增长无质量”的商业模式弊端。公司在成长的过程中成功破解了行业难题，2015-2017年6月公司营业收入分别同比增长21.08%、11.48%和13.42%，但经营活动产生的现金流量净额分别为2.79亿元、2.46亿元和1.62亿元，成功解决行业商业模式的“痛点”——要增长必须牺牲现金流，增长质

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**55.5元**
股价(2017-10-13) **41.90元**

交易数据

总市值(百万元)	9,536.44
流通市值(百万元)	2,384.11
总股本(百万股)	227.60
流通股本(百万股)	56.90
12个月价格区间	26.18/55.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-25.02	-5.22	-10.66
绝对收益	-24.45		

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

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

相关报告

量更高、更稳健和更持续，公司业绩增长的质量更高。同时，公司货币资金充裕，发展后劲十足。截至 2016 年 6 月末，公司货币资金余额 5.82 亿元，考虑到 9 月公司 IPO 募资净额 9.37 亿元，目前账目资金近 16 亿元，按照 30% 的自有资金率计算，预计将能撬动 50 亿元以上的业务规模。

■**投资建议：**预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 12.85 亿元、21.86 亿元和 31.56 亿元，分别同比增长 31.2%、70.1% 和 44.4%；每股收益为 1.08 元、1.85 元和 2.68 元，对应 2017 年 10 月 13 日收盘价 PE 为 38.9 倍、22.6 倍和 15.7 倍，PB 分别为 5.2 倍、3.9 倍和 2.9 倍，公司估值水平在可比公司中具有显著优势。作为“国家湿地公园第一股”，公司凭借在湿地修复领域的核心竞争力，借助资产证券化和 PPP 模式全面推广，湿地修复龙头扬帆起航，有望迎来业绩和估值的“戴维斯”双击。我们看好公司未来在生态湿地领域的成长空间和整合能力，首次覆盖公司并给予“买入-A”评级，目标价 55.5 元，对应 2018 年 30 倍的 PE。

■**风险提示：**固定资产投资增速放缓、PPP 项目推进缓慢、工程回款不及时、核心员工流失等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	878.7	979.6	1,285.4	2,186.1	3,156.2
净利润	151.2	185.2	245.0	422.1	609.1
每股收益(元)	0.66	0.81	1.08	1.85	2.68
每股净资产(元)	4.55	5.36	8.11	10.68	14.52

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	63.1	51.5	38.9	22.6	15.7
市净率(倍)	9.2	7.8	5.2	3.9	2.9
净利润率	17.2%	18.9%	19.1%	19.3%	19.3%
净资产收益率	14.6%	15.2%	13.3%	17.4%	18.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	22.8%	37.6%	55.9%	34.2%	40.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：国家湿地公园第一股	5
1.1. 历史沿革：由“园林景观”到“国家湿地公园第一股”.....	5
1.2. 股权结构：家族持股+管理层持股+机构云集.....	5
1.3. 业务结构：生态湿地强势崛起，市政地产占比下滑.....	6
1.4. 盈利能力：净利率持续上行，盈利能力居行业前列.....	7
2. 行业分析：政策红利持续释放，湿地修复前景广阔	7
2.1. 行业政策：规划先行引领行业发展，政策推动迎来发展春天.....	7
2.2. 行业投资：国家加大生态湿地投入，生态湿地建设再掀高潮.....	10
2.3. 资金来源：中央财政占比较高，积极吸引社会资本.....	11
2.4. 模式创新：PPP 模式全面推广，湿地公园大有可为.....	11
3. 经营分析：全产业链布局，聚焦生态湿地	12
3.1. 构建全国业务网络，全产业链积极布局.....	12
3.2. 产学研深度融合，生态湿地优势显著.....	14
3.3. 聚焦生态湿地业务，PPP 业务助力成长.....	14
4. 成长能力：综合竞争优势凸显，订单充足成长性好	15
4.1. 竞争优势：资质+技术+人才+经验.....	15
4.2. 成长能力：PPP 项目快速落地，订单充足成长性好.....	17
4.3. 募投项目：加大项目投入力度，提升苗木研发实力.....	18
5. 财务分析：负债率低现金流好，稳健增长质量较高	19
5.1. 货币资金十分充足，负债率低结构优良.....	19
5.2. 经营性现金流好，公司增长质量高.....	19
5.3. 业务规模稳步增长，订单收入比相对较高.....	20
6. 投资建议：业绩有望快速释放，湿地龙头值得拥有	20
6.1. 盈利预测与估值：生态湿地高速增长，PPP 助力业绩释放.....	20
6.2. 估值比较：可比板块整体较高，公司估值优势显著.....	21
6.3. 投资建议：国家湿地公园第一股，前景广阔成长性好.....	21
6.4. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：公司发展历程：国家湿地公园第一股.....	5
图 2：公司股权结构：家族持股+高管持股+机构云集.....	6
图 3：2014-2016 年公司营业收入构成（亿元）.....	6
图 4：2016 年公司各业务板块营收占比.....	6
图 5：2014-2016 年公司营业利润（亿元）.....	7
图 6：2016 年公司各业务板块营业利润占比.....	7
图 7：2014-2016 年公司毛利率情况（%）.....	7
图 8：2017 年中期公司与行业净利率比较（%）.....	7
图 9：2003-2017 年我国出台的湿地保护相关规划.....	8
图 10：国家加大湿地保护力度，工程投资持续加码.....	9
图 11：国家湿地公园相关政策一览表.....	10
图 12：我国湿地工程投资额（亿元）.....	10

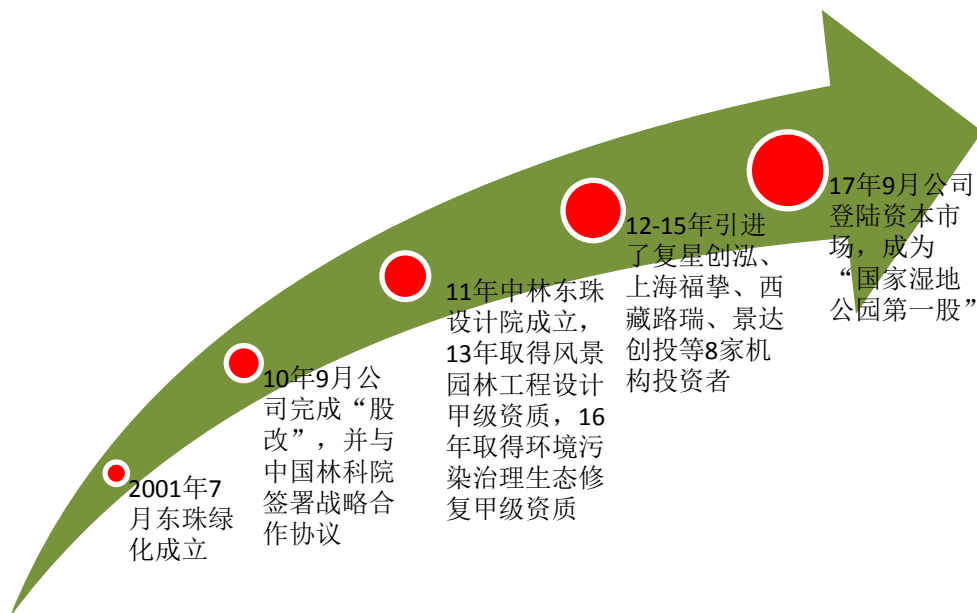
图 13: 我国湿地总面积 (万公顷)	10
图 14: 国家湿地公园分布情况 (座)	11
图 15: 国家生态公园分布情况 (座)	11
图 16: “十二五”中央与地方财政投入 (亿元)	11
图 17: “十三五”中央与地方财政投入计划 (亿元)	11
图 18: 2017 年 8 月我国 PPP 总量、水利建设 PPP、生态建设和环境保护 PPP (亿元, 个)	12
图 19: 公司业务网络分布图	13
图 20: 公司全产业链布局及各产业板块的关系图.....	13
图 21: 产学研深度合作夯实公司在生态湿地领域的龙头地位	14
图 22: 目前公司拥有的主要资质	15
图 23: 公司与林科院、湿地保护管理重心的深度合作关系示意图	16
图 24: 2016 年末公司员工构成 (专业划分)	16
图 25: 2016 年末公司员工构成 (学历划分)	16
图 26: 公司经验优势十分显著.....	17
图 27: 公司核心投资逻辑示意图	22
表 1: 公司承揽的湿地公园经典项目	15
表 2: 2014 年以来公司取得的主要 PPP 项目一览表.....	17
表 3: 2014-2016 年公司新签订单和在手订单情况	18
表 4: 2014-2016 年公司在手订单情况	18
表 5: 公司募投项目及其资金使用	19
表 6: 可比公司主要财务数据、财务指标的对比表	19
表 7: 可比公司经营性现金流、收现比等财务指标比较.....	20
表 8: 可比公司营收、利润、订单收入比等指标对比图.....	20
表 9: 2017-2019 公司各项业务收入预测	21
表 9: 园林行业上市公司估值比较	21

1. 公司简介：国家湿地公园第一股

1.1. 历史沿革：由“园林景观”到“国家湿地公园第一股”

江苏东珠景观股份有限公司（以下简称“东珠景观”或公司）的前身是成立于2001年7月的无锡东珠绿化有限公司（以下简称“东珠绿化”），主要从事苗木种植与销售、园林景观设计、园林工程施工、园林养护等业务。经过4次增资和3次股权转让，2010年9月公司整体变更为股份有限公司，拥有风景园林设计工程乙级资质和国家城市园林绿化一级资质，并与中国林科院签署科技合作协议，2011年中林东珠景观设计研究院正式成立，2013年公司取得了风景园林工程设计甲级资质，2016年公司又取得环境污染治理生态修复湿地甲级资质，并成为国家湿地公园保护协会副会长单位，公司业务逐渐向国家湿地公园领域拓展，成为国家湿地公园工程领域龙头企业，业务涵盖生态湿地开发修复与保护、景观规划设计、园林工程施工、市政工程施工、绿化养护及苗木产销。“股改”之后，公司启动了上市程序，2012年6月公司引入了复星创泓，2015年引进了上海福挚，上市前机构投资者还包括西藏路瑞、景达创投、海通开元、国盛古贤、上海银湖、无锡金投等，并于2017年9月登陆资本市场，成为“国家湿地公园第一股”。

图 1：公司发展历程：国家湿地公园第一股



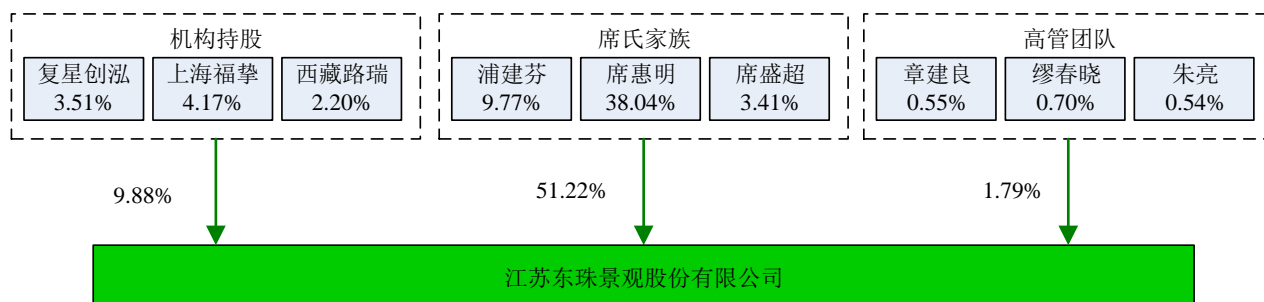
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股权结构：家族持股+管理层持股+机构云集

公司股权结构呈现出家族持股+管理层持股+机构云集的特点。公司第一大股东席惠明直接持有公司股份 8659 万股，持股比例 38.04%；第二大股东东浦建芬（席惠明之妻）、第五大股东席盛超（席惠明之子）、第十三大股东席晓燕（席惠明之女）和第二十三大席晓飞（席惠明之侄）分别约持有公司股份 2224 万股、776 万股、176 万股和 60 万股，持股比例分别为 9.77%、3.41%、0.77%和 0.26%，整个家族合计持有公司股份 52.25%。同时，公司管理层大多持有公司股份，除公司董事长外，其他高管均来自家族之外，董事总经理章建良持有公司股份 125 万股，董事副总经理缪春晓持有公司股份 160 万股，副总经理朱正中持有公司股份 60 万股，监事会主席朱亮持有公司 124 万股，董事王长颖持有公司 16 万股，除董事长外公司管理层合计持股 527 万股，占公司总股本的 2.32%。另外，公司股权结构还呈现出机构云集特点，上海福挚、复星创泓、西藏路瑞、海通开元、国盛古贤、景达创投、上海银湖、无

锡金投等均是公司机构股东，分别持股 950 万股、880 万股、500 万股、400 万股、360 万股、240 万股、200 万股、180 万股，机构持股合计 3610 万股，占公司总股本的 15.86%。

图 2：公司股权结构：家族持股+高管持股+机构云集

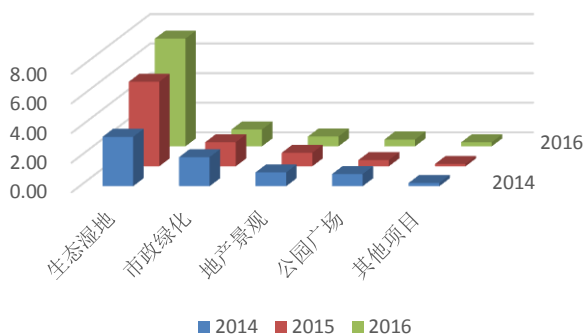


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 业务结构：生态湿地强势崛起，市政地产占比下滑

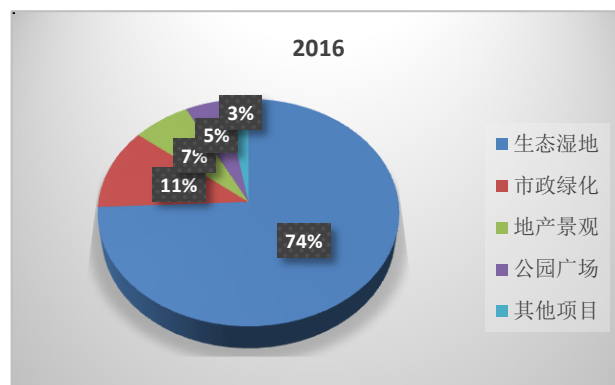
公司致力于成为“国内一流的湿地修复综合运营商”，主要从事生态湿地、市政绿化、地产景观、公园广场等设计、施工和养护业务。公司生态湿地业务高速增长，营收收入从 2014 年的 3.33 亿元增加到 2016 年的 7.28 亿元，复合增长率 47.86%；市政绿化、地产景观、公园广场等业务均处于收缩态势，市政绿化业务营业收入从 2014 年 1.96 亿元降至 2016 年的 1.13 亿元，地产景观业务营业收入从 2014 年 0.93 亿元降至 2016 年的 0.66 亿元，公园广场业务营业收入从 2014 年 0.82 亿元降至 2016 年的 0.46 亿元。2016 年公司业务结构变化明显，生态湿地业务强势崛起，业务占比达到 74%；市政绿化业务、地产景观业务和公园广场业务占比下滑，分别为 11%、7%、5%和 3%。

图 3：2014-2016 年公司营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：2016 年公司各业务板块营收占比

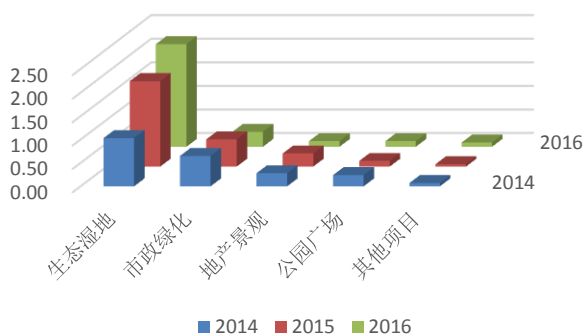


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

从业绩贡献来看，公司生态湿地业务占比更大。公司生态湿地业务营业利润从 2014 的 1.03

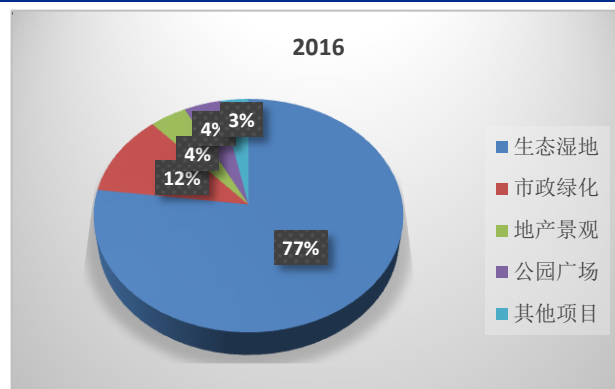
亿元增加到 2016 年的 3.33 亿元，复合增长率 45.48%；市政绿化业务营业利润从 2014 年 0.65 亿元降至 2016 年的 0.32 亿元，地产景观业务营业利润从 2014 年 0.28 亿元降至 2016 年的 0.12 亿元，公园广场业务营业利润从 2014 年 0.24 亿元降至 2016 年的 0.12 亿元。2016 年公司利润构成变化明显，生态湿地业务业绩贡献达到 77%；市政绿化业务、地产景观业务和公园广场业务占比下滑，分别为 12%、4%、4%和 3%。

图 5：2014-2016 年公司营业利润（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：2016 年公司各业务板块营业利润占比

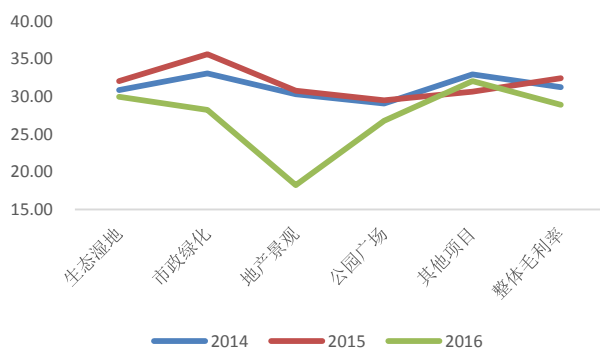


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：净利率持续上行，盈利能力居行业前列

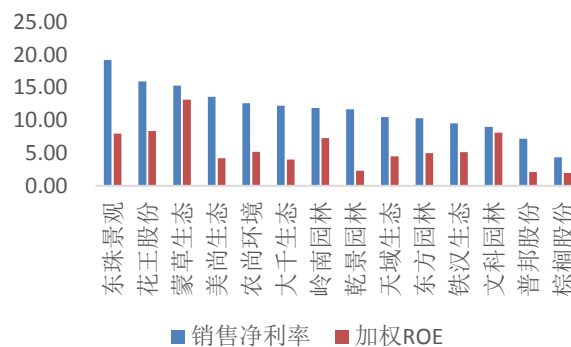
公司毛利率受“营改增”影响整体呈现下滑态势，其中市政绿化、地产景观等业务毛利率下滑明显。2016 年公司整体毛利率 28.89%，同比下降 3.52 个百分点，其中湿地修复业务毛利率 29.98%，同比下降 2.04 个百分点；市政绿化业务毛利率 28.22%，同比下降 7.4 个百分点；地产景观业务毛利率 18.24%，同比下降 12.53%。公司毛利率下降主要受“营改增”影响，公司净利率反而持续提升。2014-2016 年公司净利率分别为 17.36%、17.21%和 18.92%，2016 年净利率同比提高 1.71 个百分点。与行业其他上市公司相比，公司盈利能力居前，2017 年中期公司销售净利率 19.23%，位居行业之首；加权 ROE7.94%，居行业第四。

图 7：2014-2016 年公司毛利率情况（%）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：2017 年中期公司与行业净利率比较（%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

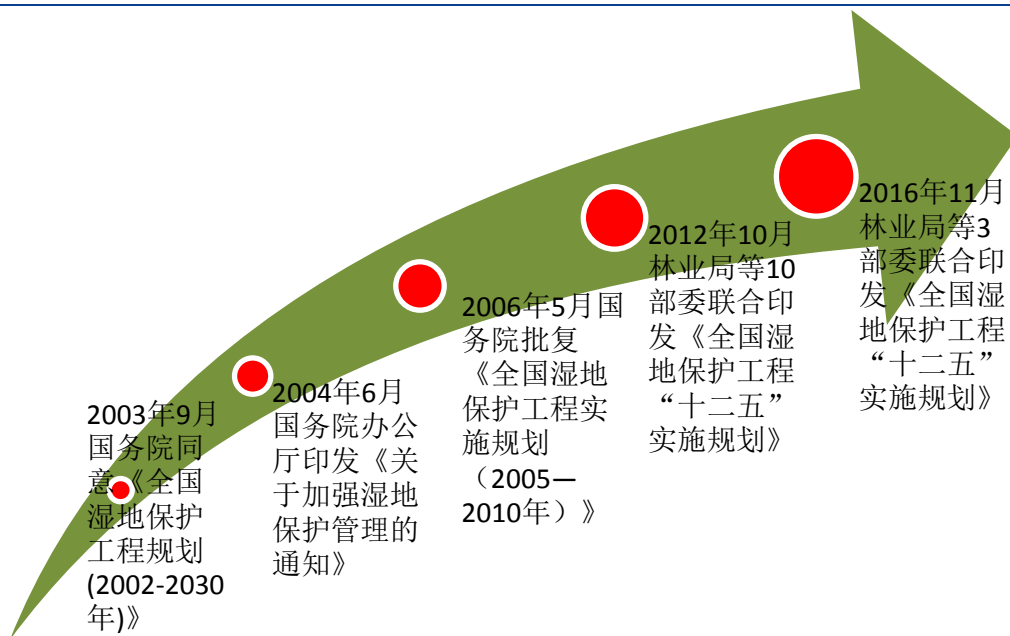
2. 行业分析：政策红利持续释放，湿地修复前景广阔

2.1. 行业政策：规划先行引领行业发展，政策推动迎来发展春天

2003 年 9 月国务院原则同意《全国湿地保护工程规划(2002-2030 年)》作为今后湿地保护的指导意见，湿地保护迎来政策呵护。2004 年 6 月国务院办公厅印发《关于加强湿地保护管理的通知》，明确要求要通过编制和实施湿地保护工程规划，把湿地保护落实到各地区、各有关部门和单位，落实到具体湿地，把规划提出的各项任务落到实处。2006 年 5 月国务院批复了《全国湿地保护工程实施规划（2005—2010 年）》，以保护与恢复工程

为重点，加强对自然湿地的保护监管，努力恢复湿地的自然特性和生态功能。2012年10月林业局等10部委联合印发《全国湿地保护工程“十二五”实施规划》，重点加大湿地保护体系建设和重要湿地综合治理。2016年11月林业局等3部委联合印发《全国湿地保护工程“十二五”实施规划》，对湿地实施全面保护，科学修复退化湿地，扩大湿地面积，增强湿地生态功能。

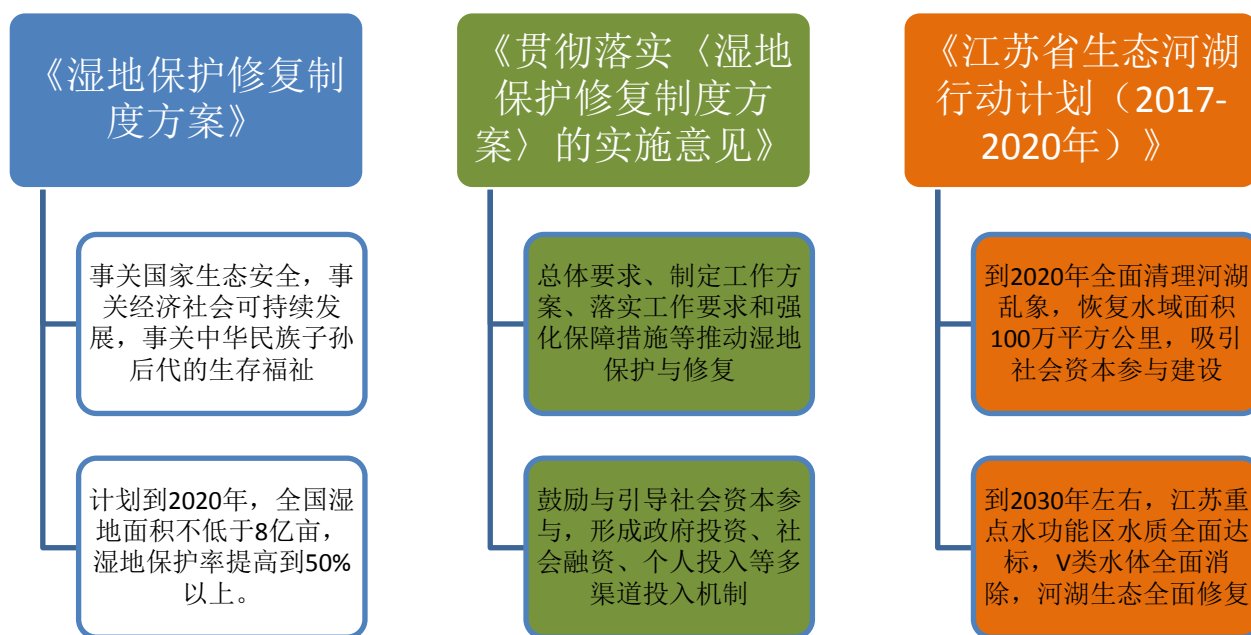
图 9：2003-2017 年我国出台的湿地保护相关规划



资料来源：国家林业局等、安信证券研究中心

“十三五”期间，国家继续加大湿地保护修复力度，2016年11月国务院办公厅印发了《湿地保护修复制度方案》，强调湿地保护是生态文明建设的重要内容，事关国家生态安全，事关经济社会可持续发展，事关中华民族子孙后代的生存福祉。计划到2020年，全国湿地面积不低于8亿亩，其中，自然湿地面积不低于7亿亩，新增湿地面积300万亩，湿地保护率提高到50%以上。2017年5月国家林业局等8部位联合发文《贯彻落实〈湿地保护修复制度方案〉的实施意见》，从总体要求、制定工作方案、落实工作要求和强化保障措施四大方面推动湿地保护与修复，各地要合理保障湿地保护修复经费，鼓励与引导社会资本参与，形成政府投资、社会融资、个人投入等多渠道投入机制。2017年10月13日江苏省政府发布、江苏省水利厅组织制定的《江苏省生态河湖行动计划(2017-2020年)》正式发布，江苏省启动生态河湖行动计划，计划到2020年全面清理河湖乱象，恢复水域面积100万平方公里，全省重点湖泊全面实行网格化管理，吸引社会资本参与生态河湖水利建设等；到2030年左右，江苏重点水功能区水质全面达标，V类水体全面消除，河湖生态全面修复。

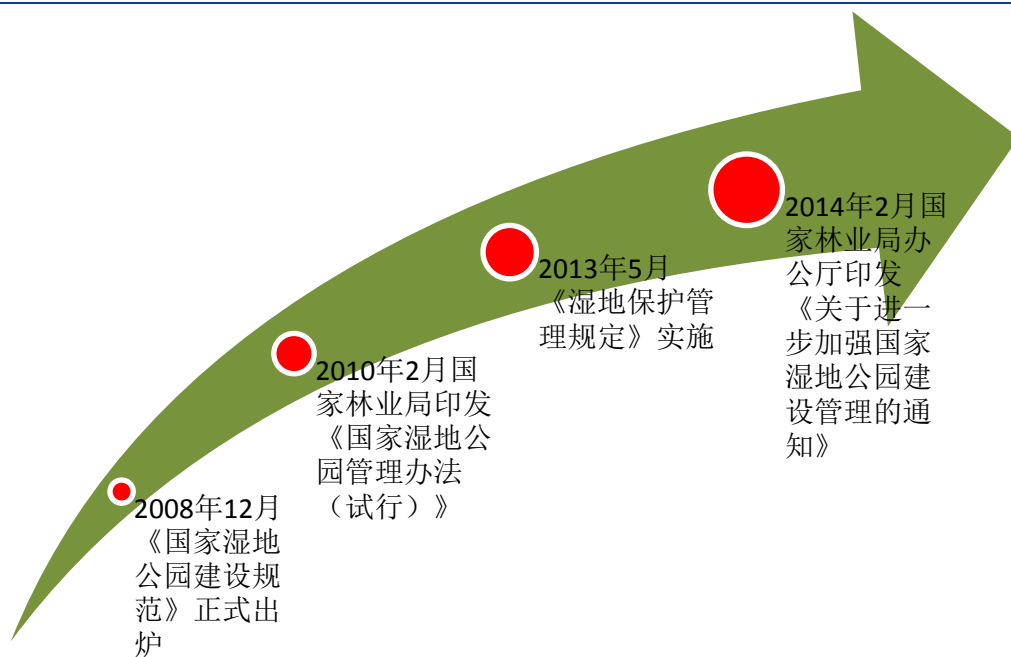
图 10：国家加大湿地保护力度，工程投资持续加码



资料来源：国家林业局等、安信证券研究中心

湿地/生态公园是国家加大湿地生态保护修复重要举措，国家出台了多个政策支持国家湿地/生态公园建设。2008年12月《国家湿地公园建设规范》正式出炉，明确国家湿地公园建设主要包括保护恢复工程建设、景观建设（包括水体景观建设、植被景观建设和人文景观建设）、宣传工程建设、科研监测工程建设、游览设施建设、安全卫生工程建设和管理能力建设。2010年2月国家林业局印发《国家湿地公园管理办法（试行）》，促进国家湿地公园健康发展，规范国家湿地公园建设和管理。2013年5月《湿地保护管理规定》实施，以保护湿地生态系统、合理利用湿地资源、开展湿地宣传教育和科学研究为目的，并可供开展生态旅游等活动的湿地，可以建立湿地公园，湿地公园分为国家湿地公园和地方湿地公园，申请建立国家湿地公园的，应当编制国家湿地公园总体规划。2014年2月国家林业局办公厅印发《关于进一步加强国家湿地公园建设管理的通知》，着力解决国家湿地公园建设管理中存在的问题，要积极争取地方政府的支持，将国家湿地公园建设纳入地方国民经济和社会发展规划，列入年度财政预算，建立起长效投入机制；要完善政策，拓宽国家湿地公园建设的融资渠道，广泛吸纳企业等社会资金参与国家湿地公园建设。

图 11：国家湿地公园相关政策一览表

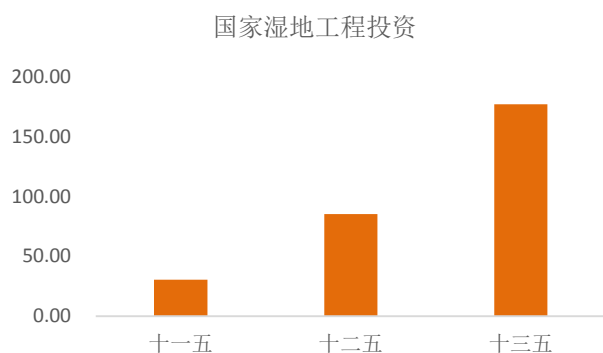


资料来源：国家林业局等、安信证券研究中心

2.2. 行业投资：国家加大生态湿地投入，生态湿地建设再掀高潮

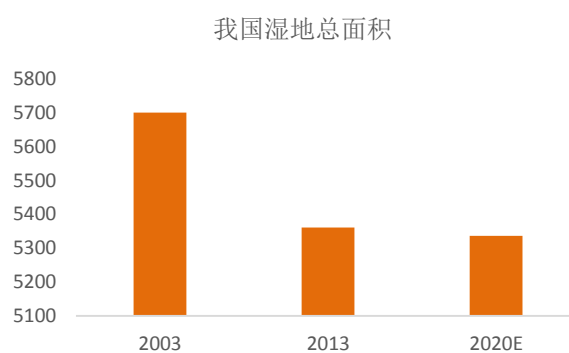
自“十八大”提出生态文明建设以来，国家加大了生态文明建设力度。国家生态湿地保护和建设是生态文明建设的重要内容，我国湿地保护工程投资额从“十一五”的 30.3 亿元增加到“十二五”的 85.3 亿元，同比增长约 182%。根据规划，“十三五”期间我国湿地保护工程投资额将达到 176.81 亿元，同比增长约 107%，国家生态湿地保护与建设再掀高潮。我国湿地保护和修复空间巨大，根据全国首次湿地资源调查成果，2003 年我国湿地总面积 5699.89 万公顷，而 2013 年降至 5360.26 万公顷，减少 339.63 万公顷，年均减少约 34 万公顷。根据规划到 2020 年，全国湿地面积不低于 5336 万公顷，年均湿地减少红线 4.8 万公顷。同时，湿地保护率将从 2015 年的 44.6% 提高到 2020 年的 50% 以上，预计国家将加大生态湿地投入力度，提高工程手段实现湿地面积保护和修复。

图 12：我国湿地工程投资额（亿元）



资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

图 13：我国湿地总面积（万公顷）

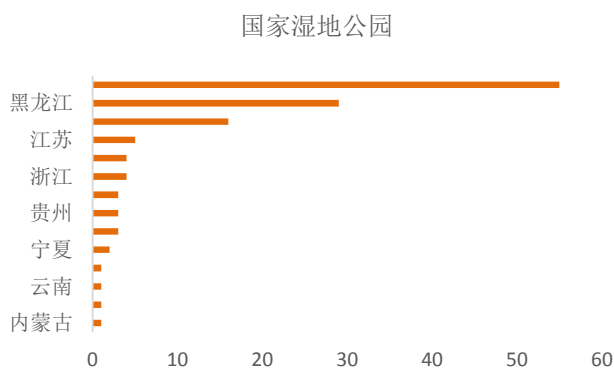


资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

国家湿地/生态公园是我国湿地保护与修复的重要抓手，国家湿地/生态公园建设掀起高潮。目前，全国共拥有国家湿地公园 128 座，其中湖南国家湿地公园最多，达到 55 座；其次是黑龙江，达到 29 座；湖北国家湿地公园也有 16 座。同时，我国又启动了国家生态公园试点建设，2014 年 10 月国家林业局正式发文批复内蒙古自治区包头市昆都仑区、浙江省开化县、重庆市南川区开展国家生态公园试点建设，这标志着我国首批国家生态公园试点建设正式展开。2016 年 2 月国家林业局同意建设 10 处国家生态公园（试点），包括江苏张家港暨阳湖

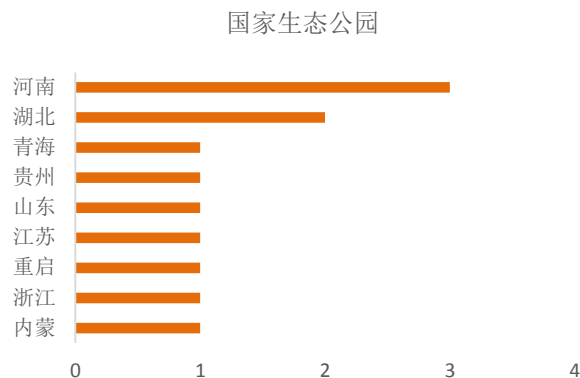
国家生态公园（试点）、山东高唐清平国家生态公园（试点）、河南清丰阳子国家生态公园（试点）、河南南乐黄河故道国家生态公园（试点）、河南民权黄河故道国家生态公园（试点）、湖北随州随城山国家生态公园（试点）、湖北保康尧治河国家生态公园（试点）、贵州道真洛龙国家生态公园（试点）、青海西宁环城国家生态公园（试点）等，至此我国试点国家生态公园已有 14 处。

图 14：国家湿地公园分布情况（座）



资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

图 15：国家生态公园分布情况（座）

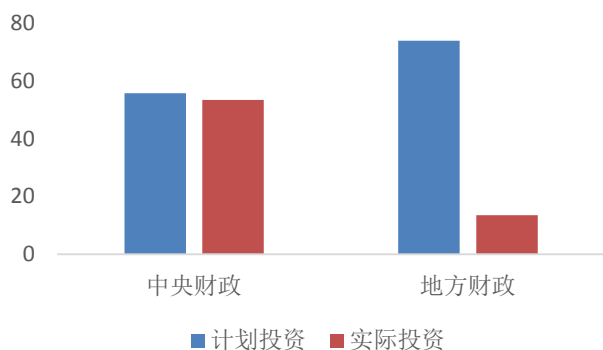


资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

2.3. 资金来源：中央财政占比较高，积极吸引社会资本

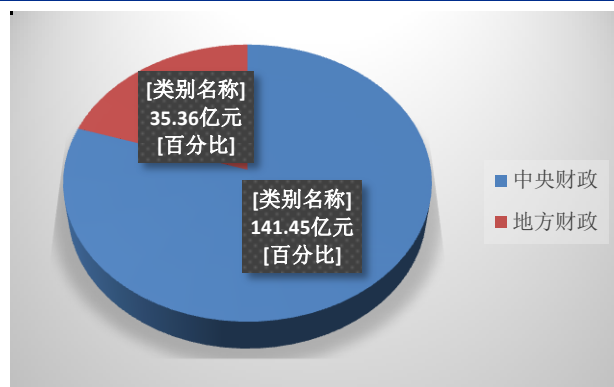
湿地保护与修复具有较强的生态效益、社会效益，财政资金成为我国湿地保护工程投资的主要来源。根据《全国湿地保护工程“十二五”实施规划》，“十二五”期间我国湿地保护工程预算总投入 129.87 亿元，其中中央投资 55.85 亿元，地方投资 74.02 亿元，实际完成项目总投入 67.02 亿元，其中：中央投入 53.5 亿元（其中中央财政资金 38.5 亿元，中央预算内投资 15 亿元），地方投资 13.52 亿元，地方投资大幅低于预算。“十三五”期间，我国湿地保护工程计划投资 176.81 亿元，其中中央与地方的投入比例为 8: 2。同时，国家鼓励与引导社会资本参与，借助 PPP 模式加大我国湿地保护与修复工程建设，形成政府投资、社会融资、个人投入等多渠道投入机制。通过财政贴息等方式，引导金融资本加大支持力度，探索建立湿地生态效益补偿制度，率先在国家级湿地自然保护区和国家重要湿地开展补偿试点，有助于吸引社会资本积极参与。

图 16：“十二五”中央与地方财政投入（亿元）



资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

图 17：“十三五”中央与地方财政投入计划（亿元）



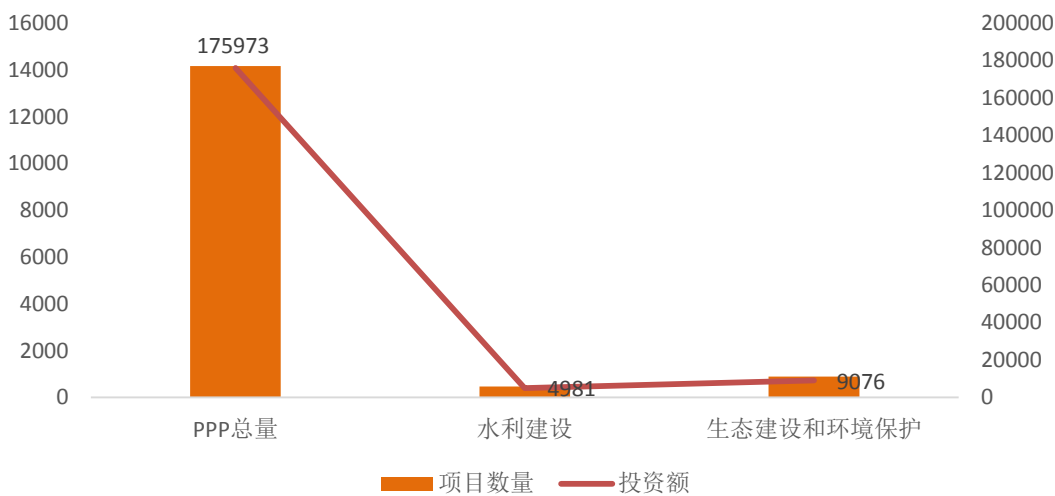
资料来源：国家林业局、安信证券研究中心

2.4. 模式创新：PPP 模式全面推广，湿地公园大有可为

2014 年以来，国家在基础设施领域全面推广 PPP 模式，出台了大量的 PPP 政策，PPP 市场高速发展，截至 2017 年 8 月末我国 PPP 项目总入库数量 14165 个，总投资 17.60 万亿元，落地率 33%。湿地保护与修复项目以差额补助或政府付费方式很好地与 PPP 模式结合，基本归属在水利建设、生态建设和环境保护两大类里。截至 2017 年 8 月，水利建设 PPP

项目共计 460 个，总投资 4981 亿元；生态建设和环境保护 PPP 项目共计 882 个，总投资 9076 亿元。湿地公园能够 PPP 模式很好地结合，以中山市湿地公园建设为例，根据《关于中山市建设高标准湿地公园的工作意见》，到 2020 年，中山市将建成 20 个湿地公园，其中包括 1 个国家级和 2 个省级。中山市湿地公园整体上分为原生态型、生态修复型、文化休闲型、农业观光型、自然滩涂型等类型，建设中除了有市、镇两级财政的投入，还将探索建立湿地公园建设运行成本平衡机制，多方面扩充投融资渠道，探索湿地公园建设 PPP 模式，引导和鼓励企业、民众、民间组织投资。国家湿地/生态公园以中央财政投入为主，在资金筹措和还款安排上，更安全可靠，再加上项目具有很强的生态效益、社会效益和一定的经济效益，湿地公园的 PPP 项目大有可为。

图 18：2017 年 8 月我国 PPP 总量、水利建设 PPP、生态建设和环境保护 PPP（亿元，个）



资料来源：WIND、安信证券研究中心

3. 经营分析：全产业链布局，聚焦生态湿地

3.1. 构建全国业务网络，全产业链积极布局

公司致力于成长为“国内一流的湿地修复综合运营商”，积极进行全国化业务网络建设，实现全产业链扩张。公司确立了“立足江苏市场，打通京沪线，走向全中国”的市场开拓战略，积极在江苏省内及全国范围内开拓业务，在江苏、北京、上海、山东、浙江、福建、安徽、陕西、内蒙古、河南、四川、湖北、新疆、江西等省市设立了分支机构，设立第一工程事业部、第二工程事业部、第三工程事业部、第四工程事业部、第五工程事业部、第六工程事业部和多个项目工程部，建立了跨区域、覆盖多个主要经济地区的经营网络。

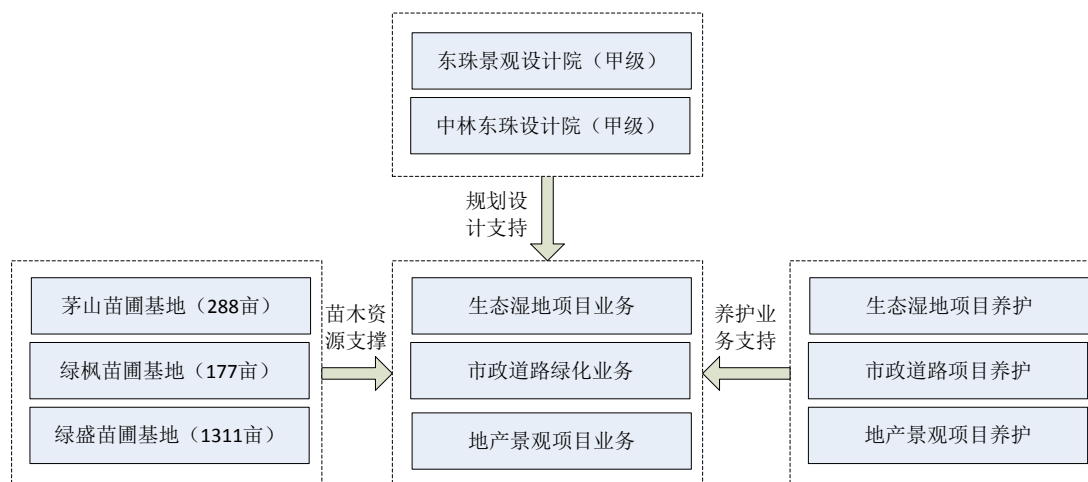
图 19：公司业务网络分布图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司积极进行生态修复与景观建设全产业链布局，公司拥有茅山苗圃基地（288 亩）、无锡绿枫苗圃基地（177 亩）和江西兴国绿盛苗圃基地（1310.9 亩），通过苗木基地建设和升级改造现有苗木基地资源形成对生态修复与景观建设有力支撑。公司拥有两大甲级设计院——东珠景观设计研究院和中林东珠设计院，通过扩大研发团队夯实设计力量，做大做强设计业务，将两大设计院打造成为具有全国影响力的设计机构。公司继续加大生态修复与景观建设工程施工业务发展，夯实在生态湿地修复领域的核心竞争力，积极向盐碱地生态修复、道路边坡生态修复、水利工程生态修复等领域延伸，生态湿地工程业务将是公司业务核心。随着 PPP 模式的全面推广，公司未来将涉及到项目的运营与维护，进而推动公司相关养护业务发展，全面提升公司生态湿地领域的核心竞争力。

图 20：公司全产业链布局及各产业板块的关系图

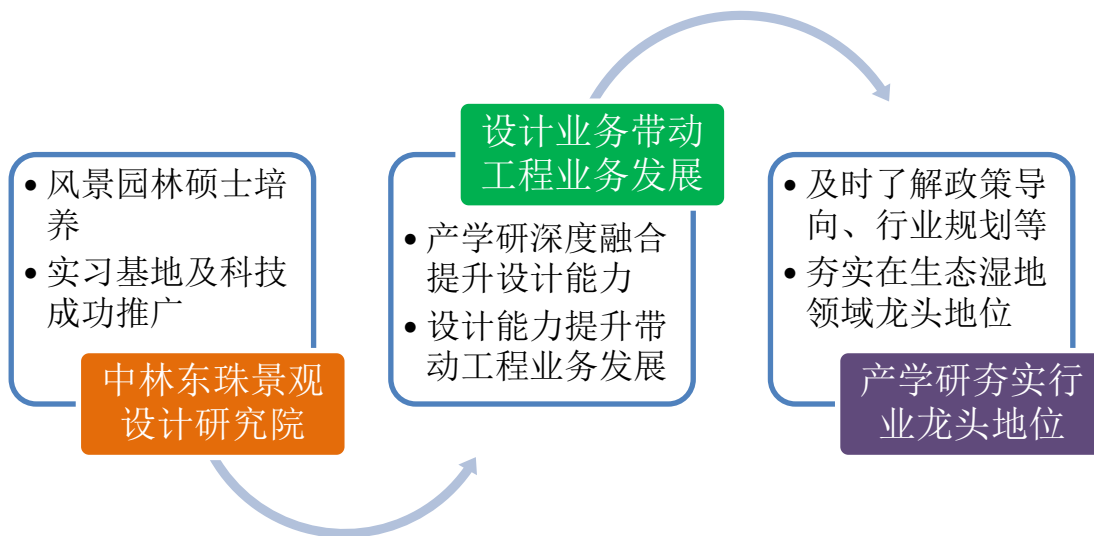


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 产学研深度融合，生态湿地优势显著

公司十分注重研究能力培养，与高校建立全面深度合作，实现产学研的深度融合。2010 年公司与中林东珠景观设计研究院正式合作，2011 年中林东珠景观设计研究院正式成立，开启了与中国林科院产学研全面合作，依托中林东珠景观设计研究院、风景园林硕士、实习研究基地及科技成果推广基地，不断引进高科技人才、拓展设计业务、研发新品种苗木和新生产工艺技术，快速提升企业的核心竞争力。中国林科院是国家林业局直属的综合性、多学科、社会公益型国家级科研机构，国家林业局是生态湿地的行政主管部门，担负着国家湿地公园的审批、验收、监管等职能。公司与中国林科院建立全面的产学研合作，有助于提升公司核心竞争力，尤其在生态湿地方面优势十分显著。一方面，公司可以借助中林东珠景观设计研究院的研发能力快速提升在生态湿地方面的规划设计能力，通过设计业务带动工程业务发展；另一方面，公司通过中林东珠景观设计研究院的信息优势，及时了解到生态湿地的政策导向、行业规划、项目信息等，有助于夯实公司在生态湿地的龙头地位，2015 年公司就当选为“中国湿地保护协会副会长单位”（国家林业局副局长孙扎根为第一届会长），确立了行业的先发地位。

图 21：产学研深度合作夯实公司在生态湿地领域的龙头地位



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3. 聚焦生态湿地业务，PPP 业务助力成长

近几年，公司将业务重心转向生态湿地业务，凭借公司在湿地公园领域的先发优势、规划设计优势和良好的资源关系，公司生态湿地业务高速增长。2017 年 10 月公司中标河南邓州湍河国家湿地公园及防护林建设 PPP 项目，总投资 66408 万元，国家级湿地公园项目再下一城，进一步夯实公司在湿地公园领域的核心竞争力。过去几年，公司成功承揽了北京翠湖湿地公园、无锡宛山湖湿地公园、洪泽湖国家湿地公园、淮安白马湖湿地公园、杭州钱塘江沿江生态景观带（G20 峰会主题公园）、南通老洪港湿地公园、东兰县坡豪湖生态保护与旅游建设等经典工程，对于未来公司取得更多的湿地公园项目具有意义。2017 年以来，公司与洪江市人民政府签订总投资 17 亿元的“清江湖国家湿地公园 PPP 项目”合作框架协议，与中方县签署了总投资 5 亿元的“渔水河国家湿地公园”合作框架协议，与邓州市人民政府签署总投资 40 亿元的“生态景观级基础设施建设”战略合作协议。战略合作框架协议的签署对于公司锁定项目资源，成功取得项目提供了可能，2017 年 6 月公司成功取得清江湖国家湿地公园 PPP 项目一期、二期工程，总投资 66958 万元，PPP 业务助力公司成长。

表 1：公司承揽的湿地公园经典项目

项目名称	项目简介	占地面积 (公顷)	总投资 (万元)
北京翠湖湿地公园	生态、休闲、科普、人文为一体的国家级生态湿地公园	157	
无锡宛山湖湿地公园	休闲、旅游、观光，生态科普等为一体的特大型城市景观风光带	312	
洪泽湖国家湿地公园	最大的淡水湿地自然保护区	23333	
淮安白马湖湿地公园	中国平原湖泊的天然生态博物馆，人类学习游憩与自然共生的鱼田园湿地	2700	100000
G20 峰会主题公园	多层次的绿化生态组织人和自然，建筑与自然交融的生态空间	1700	167000
南通老洪港湿地公园	水系及植物构成纯粹的湿地公园	138	10000
坡豪湖湿地公园	生物多样性优先保护区域	550	32103

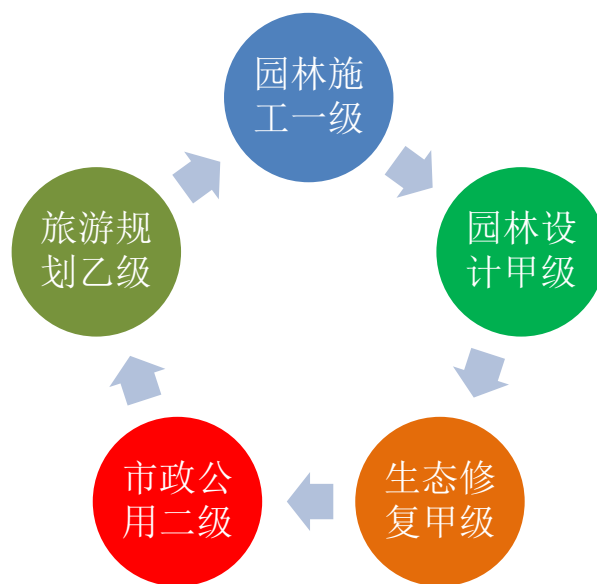
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 成长能力：综合竞争优势凸显，订单充足成长性好

4.1. 竞争优势：资质+技术+人才+经验

公司资质优势显著，具有在生态湿地、市政道路、景观绿化等领域较强的资质优势。目前，公司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、江苏省环境污染治理甲级资质（生态修复）、市政公用工程施工总承包二级资质、城市及道路照明工程专业承包三级资质、古建筑工程专业承包三级资质、环保工程专业承包三级资质以及旅游规划设计乙级资质。公司资质较为齐全，是为数不多的具有“双甲”资质的园林企业，同时还具有生态修复甲级资质和市政公用工程总承包二级资质，这些资质在园林资质取消的背景下更凸显价值，有助于公司向新的业务领域延伸和转型。

图 22：目前公司拥有的主要资质

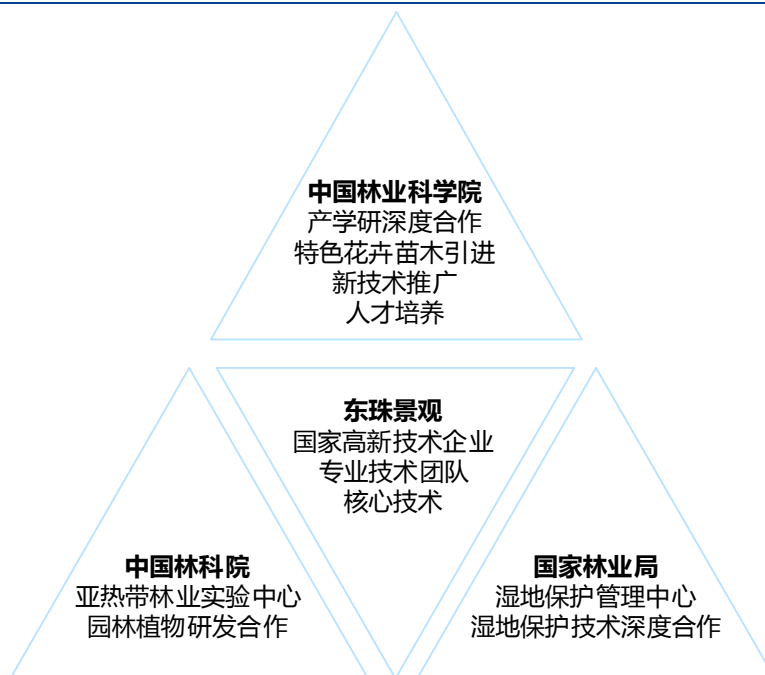


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司研发实力较强，是国家高新技术企业。公司是少数拥有自己的核心技术与专业研发团队的生态景观企业之一，专注于生态修复与景观建设技术的研发及其实际应用，通过自主研发、与其他机构合作、授权等方式掌握了生态修复领域的核心技术。在生态修复领域，公司已取得专利 6 项，已经受理专利 4 项；在景观建设领域，公司取得专利 16 项，已经受理专利 11 项。为了保持技术领先，东珠景观还积极与业内科研院所合作，提升自己的技术水平。公司与中国林业科学院开展产学研深度合作，中国林科院在特色花卉苗木引进、新技术推广、精品园林景观设计建设和相关人才培养等方面给予公司提供全方位帮助；公司与国家林业部门湿地保护管理中心开展合作，在湿地保护方面进行技术合作；公司与中国林科院亚热带林业

实验中心开展合作，进行园林植物研发方面的合作。

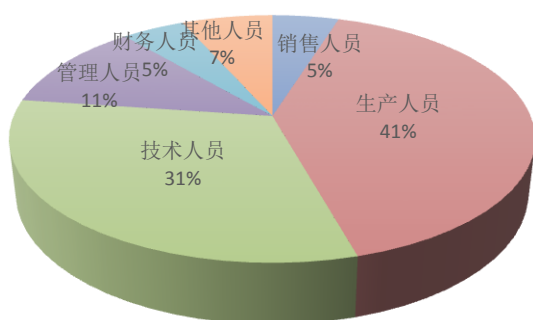
图 23：公司与林科院、湿地保护管理重心的深度合作关系示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

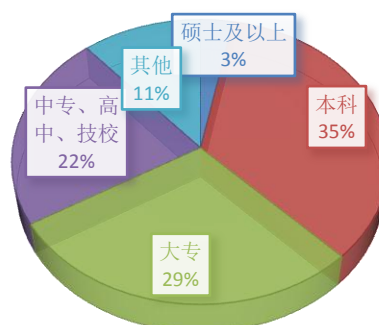
公司十分重视各种人才的培养、引进，尤其是园林景观专业技术人才的挖掘和培养。公司与林科院深度合作，设立中林东珠景观设计研究院，其为综合性研究型设计院，拥有一支专业素养高、创新能力强、理念先进的队伍，其中园林景观、旅游规划、林业工程、城市规划、营销管理、湿地规划设计、森林公园规划设计、生态保护、盐碱地治理、水土保持等专业的研究员 8 人、博士 12 人和硕士 15 人，每年能够培养风景园林硕士研究生 30 多人，能够满足公司专业人才需求。同时，公司不断完善奖励制度，鼓励员工通过各种方式提高业务技能，选派优秀员工参加中林东珠景观设计研究院的风景园林硕士专业学位，提升专业理论水平，弥补公司因业务快速扩张而产生的专业人才缺口。截至 2016 年底，公司员工数量 390 人，生产人员和技术人员分别为 159 人和 123 人，硕士和本科学历人员分别为 12 人和 135 人，公司生产技术人员和高学历人员占比较高。

图 24：2016 年末公司员工构成（专业划分）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 25：2016 年末公司员工构成（学历划分）

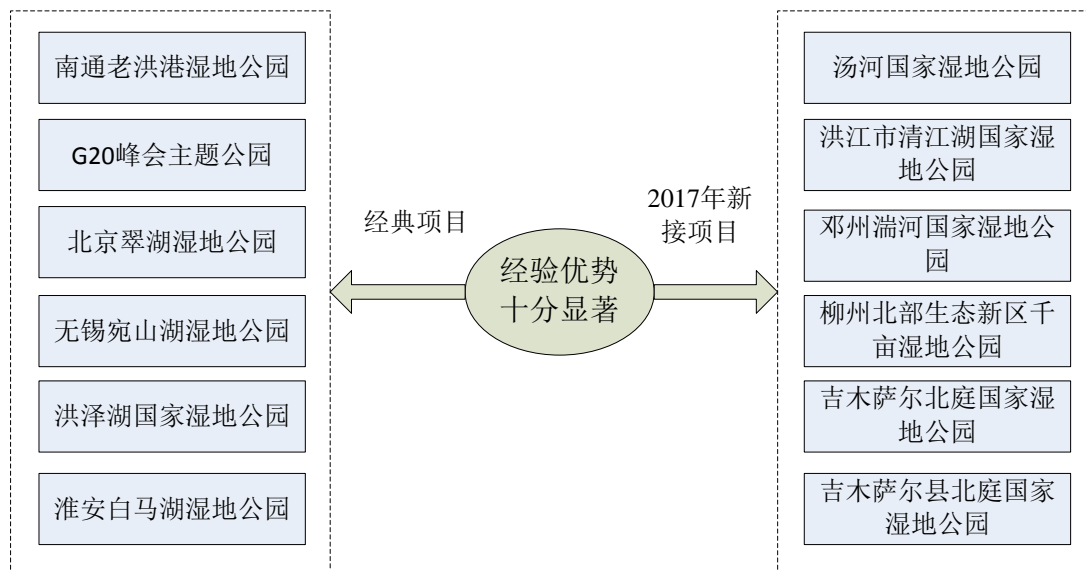


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司在生态湿地领域深耕多年，不仅联姻林科院设立了中林东珠景观设计研究院，还与国家林业局湿地保护管理中心和中国林科院亚热带林业实验中心展开战略合作，并成为中国湿地保护协会副会长单位。近几年，公司在生态湿地技术研发、生态湿地设计规划和生态湿地工

程建设等方面积累了丰富的经验，对于如何设计、建设、申报国家湿地公园积累了丰富的经验，先发优势十分显著。在生态湿地方面，公司成功打造了北京翠湖湿地公园、无锡宛山湖湿地公园、洪泽湖国家湿地公园、淮安白马湖湿地公园、G20峰会主题公园、南通老洪港湿地公园等经典项目，2017年公司新承接了洪江市清江湖国家湿地公园、吉木萨尔北庭国家湿地公园、吉木萨尔县北庭国家湿地公园、汤河国家湿地公园、柳州北部生态新区千亩湿地公园、邓州湍河国家湿地公园等建设，进一步强化了公司在生态湿地的经验优势，提升在生态湿地的市场占有率，强化行业龙头地位。

图 26：公司经验优势十分显著



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 成长能力：PPP 项目快速落地，订单充足成长性好

2014 年以来，我国全面推广 PPP 模式，PPP 进入爆发式发展阶段。公司充分抓住 PPP 发展机遇，积极布局 PPP 业务，2014 年 6 月成功取得淮安市白马湖湿地公园 PPP 项目，总投资 10 亿元，截至 2016 年末未完工结转至 2017 年的合同金额约 5.31 亿元。2015 年以来，公司 PPP 项目快速落地，2015 年分别中标杭州市萧山钱江世纪城沿江公园 PPP 项目和湖州经济技术开发区绿化工程 PPP 项目，合同金额合计 10.40 亿元；2016 年公司分别中标梁山县龟山河综合治理 PPP 项目和东兰县城蒙湖生态保护与旅游建设 PPP 项目，合同金额合计 4.45 亿元；2017 年公司落地三个 PPP 项目，分别为洪江市清江湖国家湿地公园建设 PPP 项目、吉木萨尔北庭国家湿地公园建设 PPP 项目和邓州湍河国家湿地公园及防护林建设 PPP 项目，合同金额合计 14.30 亿元。目前，公司已经在推进的 PPP 项目共计 8 个，合同金额约 39 亿元，2016 年结转至 2017 年的未完工合同金额 27 亿元，PPP 项目快速落地。

表 2：2014 年以来公司取得的主要 PPP 项目一览表

中标日期	项目名称	合同金额	收入确认			
			2016 年	2015 年	2014 年	2016 年末未完工金额
2014 年 6 月	淮安市白马湖湿地公园 PPP 项目	100000	17619	9862	19433	53086
2015 年 11 月	杭州市萧山钱江世纪城沿江公园 PPP 项目	73793	33206	26936	0	13651
2015 年 11 月	湖州经济技术开发区绿化工程 PPP 项目	30200	5613	0	0	24587
2016 年 1 月	梁山县龟山河综合治理 PPP 项目	12376	7192	0	0	5183
2016 年 8 月	东兰县城蒙湖生态保护与旅游建设 PPP 项目	32103	1695	0	0	30408
2017 年 5 月	洪江市清江湖国家湿地公园建设 PPP 项目	66939	0	0	0	66939
2017 年 5 月	吉木萨尔北庭国家湿地公园建设 PPP 项目	9691	0	0	0	9691

2017年10月	邓州湍河国家湿地公园及防护林建设 PPP 项目	66408	0	0	0	66408
合计		391509	65325	36798	19433	269953

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

订单充足，成长性好。2014-2016 年公司新签订单分别为 16.09 亿元，16.78 亿元和 8.44 亿元，在手订单分别为 9.46 亿元、16.78 亿元和 16.29 亿元。2017 年以来，公司新签订单约 20 亿元，剔除 2017 年中期的营业收入，在手订单近 30 亿元，2016 年营业收入的 3 倍。同时，公司与洪江市、中方县、邓州市等建立战略合作关系，将在湿地公园、生态修复、市政绿化等领域展开合作，有助于公司提前锁定优质项目资源，助力公司订单释放和业绩高增长。

表 3：2014-2016 年公司新签订单和在手订单情况

业务类别	2016 年			2015 年			2014 年		
	新签数量 (个)	新签金额 (万元)	在手订单 (万元)	新签数量 (个)	新签金额 (万元)	在手订单 (万元)	新签数量 (个)	新签金额 (万元)	在手订单 (万元)
生态湿地	4	60377	118840	7	108125	137507	2	101384	81935
公园广场绿化	1	7261	10654	3	11406	8177	4	12750	801
市政道路绿化	3	15801	32562	3	43177	28776	4	28910	663
地产景观	2	983	907	5	5127	7565	2	17902	11212
合计	10	84422	162963	18	167836	182025	12	160945	94612

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司重大订单整体执行良好，除个别项目因规划设计变更终止外，其他项目都得到较好执行，尤其是淮安市白马湖湿地公园 PPP 项目、萧山钱江世纪城沿江公园 PPP 项目、湖州经济技术开发区绿化工程 PPP 项目、坡豪湖生态保护与旅游建设 PPP 项目等重大项目均在执行中。目前，公司重大项目未完工金额约 40 亿元，剔除汤阴项目和 2017 年上半年的营业收入，公司重大未完工订单约为 30 亿元。

表 4：2014-2016 年公司在手订单情况

日期	项目名称	工期	合同金额	收入确认			2016 年未完工金额
				2016	2015	2014	
2014 年 5 月	青岛临港经济开发区园区提升项目	730 天	16000	5491	2872	6870	767
2014 年 7 月	淮安市白马湖湿地公园项目	720 天	100000	17619	9862	19433	53086
2015 年 1 月	郑州市高新区锦和公园建设项目	300 天	11200	2890	6589	0	1721
2015 年 5 月	武功县武功镇漆水河湿地工程	570 天	11024	2451	2422	0	6151
2015 年 6 月	汤阴汤河国家湿地公园项目	720 天	50000	0	2573	0	47427
2015 年 9 月	濮阳县龙文化公共绿地项目	720 天	9242	2523	4788	0	1931
2015 年 12 月	萧山钱江世纪城沿江公园 PPP 项目	300 天	73793	33206	26936	0	13651
2016 年 1 月	梁山县龟山河综合治理 PPP 项目	360 天	12376	7192	0	0	5183
2016 年 3 月	金堤河水生态综合治理项目一标段	365 天	8028	2292	0	0	5736
2016 年 4 月	湖州经济技术开发区绿化工程 PPP 项目	720 天	30200	5613	0	0	24587
2016 年 8 月	坡豪湖生态保护与旅游建设 PPP 项目	547 天	32103	1695	0	0	30408
2016 年 9 月	广西邕江综合整治和开发利用工程	360 天	15436	742	0	0	14694
2016 年 10 月	吉木萨尔镇北风貌改造项目	415 天	14532	3951	0	0	10581
2017 年 4 月	枣璐一级路新建及配套建设工程项目	540 天	41000	0	0	0	41000
2017 年 6 月	洪江市清江湖国家湿地公园建设 PPP 项目		66939	0	0	0	66939
2017 年 7 月	吉木萨尔北庭国家湿地公园建设项目		9691	0	0	0	9691
2017 年 10 月	邓州湍河国家湿地公园及防护林建设工程		66408	0	0	0	66408
合计			567972	85665	56042	26303	399961

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 募投项目：加大项目投入力度，提升苗木研发实力

2017 年 9 月公司成功发行新股 5690 万股，发行价格 18.18 元/股，募集资金 10.34 亿元，扣除发行费用，募资净额 9.37 亿元，主要投向生态景观工程施工业务运营资金项目（7.8 亿

元)、珍稀苗木基地改造项目(0.56亿元)、购置生态景观工程施工设备项目(0.51亿元)和生态与湿地环境修复研发能力提升项目(0.50亿元)。募投资金的到位将增强公司业务拓展能力,提升珍稀苗木提供能力、增强生态景观工程施工能力和湿地修复技术研发能力,进一步增强公司全产业链扩张能力。2017年6月末,公司货币资金余额5.82亿元,募投资金到位后,公司账面资金将近16亿元,如果按照30%的自有资金率计算,预计公司现有资金能够撬动约50亿元的业务规模。2016年公司营业收入9.8亿元,充足的资金和在手订单决定了公司将保持较高的增长。

表5: 公司募投项目及其资金使用

序号	募投项目	募集资金需求量	第一年	第二年
1	补充生态景观工程施工业务营运资金项目	78000	根据工程所需使用	
2	珍稀苗木基地改造项目	5631	3750	1881
3	购置生态景观工程施工设备项目	5082	5082	0
4	生态与湿地环境修复研发能力提升项目	4988	4988	0
合计		93701		

资料来源:公司公告、安信证券研究中心

5. 财务分析: 负债率低现金流好, 稳健增长质量较高

5.1. 货币资金十分充足, 负债率低结构优良

截至2017年6月末,公司账目货币资金5.82亿元,2017年9月公司IPO募资金额9.37亿元,目前账目资金近16亿元,公司货币资金十分充裕。以货币营收比(货币资金/营业收入)进行比较,2015年以来新上市的10家生态园林景观企业(东珠景观和绿茵生态将IPO募资净额计入货币资金)中,东珠景观2017年6月末货币营收比最高,达到2.88;其次是绿茵生态达到2.35;花王股份最低,仅0.34,这说明东珠景观资金充裕,发展后劲十足。从负债结构率来看,截至2017年6月末,东珠景观资产负债率为48.40%,在10家科比公司中处于较高的水平,但IPO带来的负债率的下降,若考虑IPO因素,公司资产负债率为35.18%,仅次于绿茵生态。从有息负债来看,截至2017年6月末,公司短期借款为0.57亿元,无长期借款和应付债券,带息债务/全部投入资本比率14.79%,仅次于绿茵生态和乾景园林。

表6: 可比公司主要财务数据、财务指标的对比表

证券代码	证券简称	首发上市日期	货币资金	募资净额	营业收入	货币资金/营业收入	资产负债率	带息债务/全部投入资本
002775.SZ	文科园林	2015-06-29	4.37	4.65	11.50	0.38	48.77	35.27
300495.SZ	美尚生态	2015-12-22	8.32	4.96	8.17	1.02	50.10	33.35
603778.SH	乾景园林	2015-12-31	3.71	3.33	1.83	2.03	37.63	5.69
603007.SH	花王股份	2016-08-26	1.56	3.54	4.58	0.34	44.50	16.97
300536.SZ	农尚环境	2016-09-20	3.38	1.70	2.03	1.67	42.56	33.73
603955.SH	大千生态	2017-03-10	2.05	2.96	2.79	0.73	37.02	19.09
603717.SH	天域生态	2017-03-27	5.36	5.70	3.86	1.39	41.87	24.16
603316.SH	诚邦股份	2017-06-19	3.86	3.07	3.36	1.15	40.49	19.06
002887.SZ	绿茵生态	2017-08-01	0.43	7.68	3.46	2.35	23.06	0.00
603359.SH	东珠景观	2017-09-01	5.82	9.37	5.27	2.88	35.18	14.79
均值			3.89	4.70	4.68	1.39	40.12	20.21
东珠/均值			1.50	2.00	1.12	2.07	0.88	0.73

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

5.2. 经营性现金流好, 公司增长质量高

近几年,公司实现了较快的增长,2015-2017年6月公司营业收入分别同比增长21.08%、11.48%和13.42%,根据园林行业商业模式,公司的成长基本伴随现金的流出。但公司在成长的过程中未出现经营性现金流的大幅流出,反而实现了经营性现金流的净流入,2015-2017

年6月公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.79亿元、2.46亿元和1.62亿元，经营性现金流大幅好于同行和近期上市的可比公司。公司之所以经营性现金流好，主要是因为公司所从事的业务为生态湿地保护与修复，该类项目中央财政投入力度大，资金安排及时到位，带来公司收现比较高，2015-2017年6月公司收现比分别为0.64、0.91和0.94，远高于行业平均收现水平。公司经营性现金流净流入，解决了园林行业“成长的烦恼”——要增长必须牺牲现金流，增长质量更高、更稳健和更持续。

表7：可比公司经营性现金流、收现比等财务指标比较

证券代码	证券简称	销售商品、提供劳务收到的现金			经营活动产生的现金流量净额			收现比		
		2015	2016	2017.6	2015	2016	2017.6	2015	2016	2017.6
002775.SZ	文科园林	6.29	12.37	7.85	-2.74	0.77	-0.71	60.14	81.55	68.22
300495.SZ	美尚生态	3.27	3.63	3.47	-1.43	-1.84	-2.18	56.41	34.45	42.46
603778.SH	乾景园林	4.42	3.69	1.34	0.18	0.00	-0.91	72.81	69.38	73.09
603007.SH	花王股份	3.83	3.41	2.14	0.52	0.31	-2.18	71.02	66.79	46.70
300536.SZ	农尚环境	3.24	2.83	1.52	0.05	0.10	0.34	91.69	74.24	74.88
603955.SH	大千生态	5.58	6.34	1.19	0.16	0.72	-1.69	106.13	105.99	42.58
603717.SH	天域生态	4.01	7.33	2.81	-2.13	1.29	-2.09	48.91	88.77	72.83
603316.SH	诚邦股份	4.24	5.15	2.82	0.47	0.47	-0.85	106.64	81.61	83.80
002887.SZ	绿茵生态	5.46	5.58	2.31	1.16	1.21	-0.44	93.01	81.43	66.92
603359.SH	东珠景观	5.65	8.89	4.95	2.79	2.46	1.62	64.30	90.75	93.91

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.3. 业务规模稳步增长，订单收入比相对较高

近几年，公司营业收入和利润实现稳步增长，2015-2017年6月公司营业收入分别同比增长21.08%、11.48%和13.42%，归属母公司股东净利润分别为同比增长20.14%、22.48%和14.64%，增速相对稳健。2016年以来，公司新签重大订单约29.89亿元，是2016年营业收入的3.05倍，仅高于乾景园林和文科园林，预计随着权益资金到位，公司将加大项目获取力度，订单增长有望放量，进而带动公司业务的快速增长。

表8：可比公司营收、利润、订单收入比等指标对比图

证券简称	营业收入同比增速			归属母公司股东的净利润同比增速			2016年以来新签重大订单	2016年营收	订单收入比
	2015	2016	2017.6	2015	2016	2017.6			
文科园林	10.72	45.05	100.65	7.51	44.00	68.32	19.80	15.17	1.31
美尚生态	1.33	81.77	158.60	2.64	89.30	57.01	42.02	10.55	3.98
乾景园林	0.71	-12.58	1.33	14.80	-14.09	-14.76	12.96	5.31	2.44
花王股份	5.56	-5.18	47.19	21.90	6.11	42.15	25.83	5.11	5.06
农尚环境	13.15	7.68	12.41	11.29	7.19	5.76	12.29	3.81	3.23
大千生态	-9.72	13.62	23.35	-1.00	15.55	25.87	19.85	5.98	3.32
天域生态	8.46	0.64	6.77	6.25	11.91	51.28	26.05	8.26	3.16
东珠景观	21.08	11.48	13.42	20.14	22.48	14.64	29.89	9.80	3.05

资料来源：WIND、安信证券研究中心

6. 投资建议：业绩有望快速释放，湿地龙头值得拥有

6.1. 盈利预测与估值：生态湿地高速增长，PPP助力业绩释放

公司直接受益PPP模式的全面推广，PPP项目快速落地，公司PPP项目主要集中在国家湿地公园等生态湿地保护与修复领域，目前公司在手订单约30亿元，其中大部分是湿地公园、生态修复等PPP项目。预计公司生态湿地业务将保持高速增长，市政绿化业务、公园广场业务将保持一定幅度增长，地产景观业务将大幅下降。预计2017-2019年公司生态湿地项目业务增速分别为40%、85%和50%，生态湿地项目收入分别为10.20亿元、18.87亿元和

28.3 亿元；市政道路绿化项目预计 2017-2019 增速分别为 15%、15%和 5%，对应各期的项目收入分别为 1.29 亿元、1.49 亿元和 1.56 亿元；地产景观项目预计 2017-2019 增速分别为 -30%、-10%和-10%，对应各期的项目收入分别为 0.46 亿元、0.42 亿元和 0.38 亿元；公园广场项目预计 2017-2019 增速分别为 15%、15%和 15%，对应各期的项目收入分别为 0.52 亿元、0.60 亿元和 0.69 亿元。公司各项业务毛利率保持平稳，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 12.85 亿元、21.86 亿元和 31.56 亿元，分别同比上涨了 31%、70%和 44%，每股收益为 1.08 元、1.85 元和 2.68 元，对应 2017 年 10 月 13 日收盘价 PE 为 38.9 倍、22.6 倍和 15.7 倍，PB 分别为 5.2 倍、3.9 倍和 2.9 倍。

表 9：2017-2019 公司各项业务收入预测

	2017	2018	2019
营业总收入	1285	2186	3156
增速	31%	70%	44%
生态湿地项目	1020	1887	2830
增速	40%	85%	50%
市政道路绿化	129	149	156
增速	15%	15%	5%
地产景观项目	46	42	38
增速	-30%	-10%	-10%
公园广场绿化	52	60	69
增速	15%	15%	15%
其他项目	37	49	63
增速	40%	30%	30%

资料来源：wind、安信证券研究中心

6.2. 估值比较：可比板块整体较高，公司估值优势显著

我们以 2017 年上市的生态园林公司作为估值比较样本，主要有大千生态、天域生态、诚邦股份、绿茵生态和东珠景观，东珠景观为最新上市的生态园林公司。从 WIND 一致预期看，16 年静态 PE 和 17-18 年预测 PE 大千生态分别为 57.83 倍、46.11 倍和 31.70 倍，天域生态分别为 44.90 倍、32.00 倍和 22.85 倍，诚邦股份分别为 59.60 倍、47.82 倍和 41.30 倍，绿茵生态分别为 41.40 倍、34.48 倍和 27.25 倍，东珠景观分别为 48.43 倍、38.90 倍和 22.60 倍，东珠景观的 PE 分别是可比公司均值的 0.96、0.98 和 0.76，与可比公司相比，东珠景观的估值优势十分显著。

表 10：园林行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	10 月 13 日收盘价	总市值	16 年 PE(TTM,扣非)	2017 年预测 PE	2018 年预测 PE	2017 年预测 PB	2018 年预测 PB
603955.SH	大千生态	48.71	42.38	57.83	46.11	31.70	5.29	4.53
603717.SH	天域生态	32.07	55.39	44.90	32.00	22.85	6.61	4.56
603316.SH	诚邦股份	17.88	36.35	59.60	47.82	41.30	4.32	3.91
002887.SZ	绿茵生态	89	71.20	41.40	34.48	30.04	7.65	6.03
603359.SH	东珠景观	41.9	95.36	48.43	38.90	22.60	5.20	3.90
均值		45.91	60.14	50.43	39.86	29.70	5.81	4.59
东珠/均值		0.91	1.59	0.96	0.98	0.76	0.89	0.85

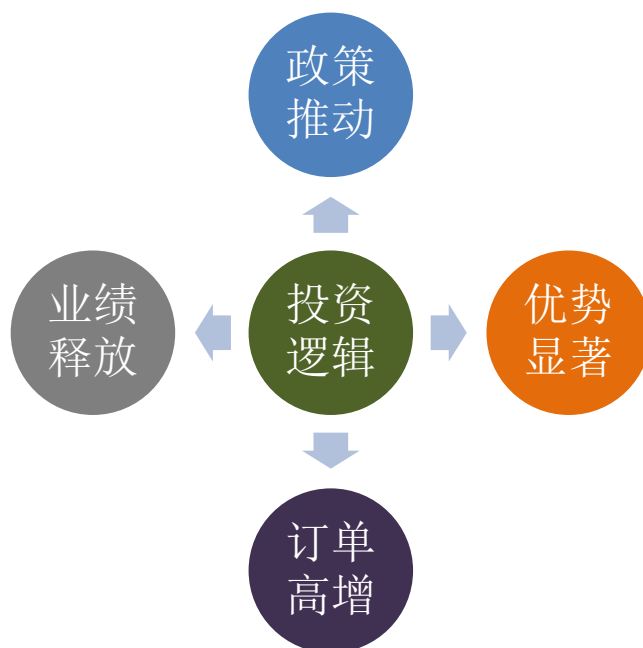
资料来源：WIND、安信证券研究中心

6.3. 投资建议：国家湿地公园第一股，前景广阔成长性好

公司直接受益生态文明建设，生态湿地保护和修复将为公司发展提供良好的发展环境。当前，国家对生态湿地支持政策较多，10 月 13 日《江苏省生态河湖行动计划（2017-2020 年）》印发，江苏省启动生态河湖行动计划，三年内恢复水域面积 100 万平方公里，到 2030 年左

右，江苏重点水功能区水质全面达标，V类水体全面消除，河湖生态全面修复。公司投资逻辑清晰：（1）政策推动，区域政策强势来袭；（2）优势显著，资质+技术+人才+经验奠定公司在生态湿地领域的龙头地位；（3）订单高速增长，公司积极抓住PPP发展机遇，PPP项目快速落地，订单高速增长；（4）业绩快速释放，公司借助资本市场和PPP的大发展，业绩有望实现高速增长。作为“国家湿地公园第一股”，公司借助资产证券化和PPP模式全面推广，湿地修复龙头扬帆起航，有望迎来业绩和估值的“戴维斯”双击。我们看好公司未来在生态湿地领域的成长空间和整合能力，首次覆盖并给予“买入-A”评级，目标价55.5元，对应2018年30倍的PE。

图 27：公司核心投资逻辑示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.4. 风险提示

固定资产投资增速放缓、PPP项目推进缓慢、工程回款不及时、核心员工流失等风险。

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	878.7	979.6	1,285.4	2,186.1	3,156.2	成长性					
减:营业成本	593.9	696.6	911.3	1,546.2	2,231.9	营业收入增长率	21.1%	11.5%	31.2%	70.1%	44.4%
营业税费	30.4	5.3	6.4	10.9	16.2	营业利润增长率	11.6%	16.7%	31.7%	72.2%	44.3%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	20.1%	22.5%	32.3%	72.3%	44.3%
管理费用	41.6	47.9	64.3	109.3	157.8	EBITDA 增长率	22.2%	20.7%	31.4%	72.5%	45.0%
财务费用	-3.8	3.4	4.5	10.1	19.6	EBIT 增长率	22.5%	21.0%	31.7%	73.0%	45.2%
资产减值损失	28.6	7.3	10.0	12.0	13.0	NOPLAT 增长率	32.0%	27.7%	31.6%	73.0%	45.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-22.5%	-11.6%	182.7%	24.1%	56.8%
投资和汇兑收益	-	0.4	0.2	0.2	0.3	净资产增长率	40.0%	17.8%	51.0%	31.7%	35.9%
营业利润	188.0	219.5	289.1	497.7	718.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	-1.6	-0.7	-0.9	-1.1	毛利率	32.4%	28.9%	29.1%	29.3%	29.3%
利润总额	187.6	217.9	288.4	496.8	716.9	营业利润率	21.4%	22.4%	22.5%	22.8%	22.7%
减:所得税	36.3	32.5	43.3	74.5	107.5	净利润率	17.2%	18.9%	19.1%	19.3%	19.3%
净利润	151.2	185.2	245.0	422.1	609.1	EBITDA/营业收入	21.2%	23.0%	23.0%	23.3%	23.4%
						EBIT/营业收入	21.0%	22.8%	22.8%	23.2%	23.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	8	6	5	2	1
						流动营业资本周转天数	229	168	234	230	228
						流动资产周转天数	675	709	722	701	701
						应收帐款周转天数	278	324	255	286	288
						存货周转天数	316	240	332	300	290
						总资产周转天数	808	861	833	763	746
						投资资本周转天数	237	175	239	233	229
						投资回报率					
						ROE	14.6%	15.2%	13.3%	17.4%	18.4%
						ROA	6.7%	7.7%	7.0%	7.4%	8.3%
						ROIC	22.8%	37.6%	55.9%	34.2%	40.1%
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	4.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
						财务费用率	-0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
						三费/营业收入	4.3%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%
						偿债能力					
						资产负债率	54.1%	49.5%	47.6%	57.6%	54.9%
						负债权益比	117.8%	97.9%	90.8%	135.7%	121.9%
						流动比率	1.53	1.66	1.95	1.67	1.84
						速动比率	0.98	1.13	0.88	1.08	1.00
						利息保障倍数	-48.91	64.69	65.44	50.22	37.58
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	151.2	185.3	245.0	422.1	609.1	EPS(元)	0.66	0.81	1.08	1.85	2.68
加:折旧和摊销	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	BVPS(元)	4.55	5.36	8.11	10.68	14.52
资产减值准备	28.6	7.3	-	-	-	PE(X)	63.1	51.5	38.9	22.6	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.2	7.8	5.2	3.9	2.9
财务费用	12.3	6.2	4.5	10.1	19.6	P/FCF	34.3	67.5	-25.2	41.0	76.4
投资损失	-	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	P/S	10.9	9.7	7.4	4.4	3.0
少数股东损益	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	EV/EBITDA	-	-	30.3	17.0	11.7
营运资金的变动	64.8	44.0	-815.7	-311.6	-886.4	CAGR(%)	40.8%	48.7%	24.8%	40.8%	48.7%
经营活动产生现金流量	279.3	246.4	-564.3	122.6	-255.8	PEG	1.5	1.1	1.6	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-119.1	-38.9	73.9	-29.7	-4.4	ROIC/WACC	2.2	3.6	5.4	3.3	3.9
融资活动产生现金流量	102.1	-149.9	566.1	267.3	648.3	REP	-	-	1.3	1.7	0.9

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

苏多永、金嘉欣声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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