

日期：2017年6月1日
行业：土木工程建筑业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号： S0870510120017

IPO 价格 RMB6.82 元
上市合理定价 RMB14.92-18.64 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	50.82
发行后总股本 (百万股)	203.28
发行数量占发行后总股本	25.00%
保荐机构	申万宏源

主要股东 (发行前)

方利强	46.16%
李敏	18.25%

收入结构 (2016)

园林景观工程	91.03%
园林养护	6.61%
园林景观设计	2.35%

报告编号：JLJ17-NSP08

首次报告日期：2017年5月12日

“设计-施工-养护” 一体化的园林绿化公司

■ 投资要点：**“设计-施工-养护”一体化的园林绿化公司**

公司的主营业务为园林景观工程施工、园林景观设计和园林养护，具有“设计-施工-养护”的产业链一体化经营能力。公司拥有城市园林绿化壹级、市政公用工程施工总承包壹级、古建筑工程专业承包壹级、风景园林工程设计专项甲级、水污染治理甲级、环境生态甲级等资质，是国内园林景观行业资质较齐备的企业。公司已实施的园林景观工程项目获得多项国家级和省市级金奖。

募投项目提高公司盈利能力

募集资金拟投资于设立华东园林工程区域经营中心项目、设立华北园林工程区域经营中心项目、设计院扩建及设立设计分院。通过募集资金投资项目的实施，增强园林景观设计的实力，有利于工程项目进度安排统筹调度和协同指挥，同时能够更好地体现公司的整体风格，促进景观设计、施工工艺的同步提升，保证项目方案高效率、高质量实施，从而能给公司带来更多的业务，提高公司的盈利能力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归于母公司的净利润分别为 0.76 亿元和 0.88 亿元，同比增速分别为 24.91% 和 16.63%，相应的稀释后每股收益为 0.37 元和 0.43 元。

定价结论

本次发行前公司总股本为 15246 万股，本次拟发行 5082 万股，占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 6.82 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 14.92-18.64 元，对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	463	398	631	743	890
年增长率	-6.25%	-14.08%	58.65%	17.73%	19.89%
归属于母公司的净利润	39	31	61	76	88
年增长率	-17.87%	-18.66%	92.84%	24.91%	16.63%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.19	0.15	0.30	0.37	0.43

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主要致力于园林景观建设，系集园林景观设计及施工、园林养护、苗木种植于一体的综合性园林景观建设企业，重点服务于市政园林景观、地产园林景观等园林景观相关领域，同时公司不断拓展和延伸相关产业方向，在滨水生态环境建设方向积累了相关技术和业务基础。

公司及下属控股（全资）子公司拥有城市园林绿化壹级、市政公用工程施工总承包壹级、古建筑工程专业承包壹级、风景园林工程设计专项甲级、水污染防治甲级、环境生态甲级、城乡规划编制乙级、绿化造林施工乙级、水利水电工程施工总承包叁级、文物保护工程施工叁级、建筑工程施工总承包叁级、绿化造林设计丙级等资质，是国内园林景观行业资质较齐备的企业。

目前公司已实施的园林景观工程项目获得多项国家级和省市级金奖，其中杭州西湖文化广场室外景观工程获国家级园林绿化工程奖“金奖”，山东济宁市王母阁南池公园古建工程 1 标段获国家级优秀园林古建工程奖“金奖”，杭州绿城新绿园景观工程获国家级园林绿化工程奖“金奖”，杭州五常港（沿山河-余杭塘河）整治绿化工程、临汾市汾河城区段生态环境综合治理修复与保护工程二期景观文化艺术人工湖绿化及附属工程、绿城·融创无锡蠡湖香樟园法式合院 1-2 区块景观工程、杭州昆仑公馆景观工程、杭政储出【2010】24 号地块商品住宅绿化硬质景观工程（第三区块）、淳安县环千岛湖绿道（淳杨段）工程 LS03 标段、阿里巴巴“淘宝城”二期 T6、T7 楼项目室外环境工程获浙江省“优秀园林工程奖”金奖。

行业增长前景

随着经济的发展和人民生活水平的提高，国家对环境生态的关注也日趋增强，园林绿化行业未来发展前景十分广阔。党的“十八大”将“生态文明建设”写入党章，并提出建设“美丽中国”的概念。住建部发布的《城市绿化规划建设指标的规定》则对各类绿地的建设提出了具体量化要求，如新建居住区绿地占居住区总用地面积比率不低于 30%，单位附属绿地面积占单位总用地面积比率不低于 30% 等。

从我国经济发展角度考虑，随着城镇化不断地推进，园林绿化建设的步伐将不断加快，政府投资将更多的服务于居民生活、居住、交通、环境等基础保障，预计未来政府对生态环境建设的财政投入将持续加大。各地政府积极推广 PPP 模式，以缓解地方政府融资难问题，未来 PPP 模式的发展也将给园林行业带来新的机遇，园林行业的发展空间十分广阔。

● 行业竞争结构及公司的地位

行业集中度低，区域化市场竞争为主、行业集中度低

园林景观行业是一个充分竞争的行业。目前我国国内园林景观企业数量众多，行业集中度较低，任何一家园林景观企业占整个行业的市场份额均不高，行业内尚未出现能够主导国内市场格局的大型企业。我国园林景观行业具有较为明显的区域特征，但在各区域市场内，已经出现了一些地区性行业领先企业，市场占有率较高，具有较强的影响力。经济发展和城市化水平较高的东部地区园林景观行业发展较快，从事相关业务的企业数量也相应较多，截至 2016 年 12 月 31 日，我国具有城市园林绿化壹级资质的企业共有 1,351 家，其中浙江省数量最多，为 188 家，浙江、江苏、广东、北京等地区合计共有 628 家，占比接近 50%。

龙头企业优势明显，发展速度高于行业平均水平

我国园林绿化行业内，主要包括三个梯队的竞争主体，其中，第一梯队是具有城市园林绿化壹级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，有实力开展大型项目且能跨区域经营的行业内龙头企业，数量较少；第二梯队是一些园林产业发达地区内综合实力相对较强的企业，一般也具有城市园林绿化壹级资质或贰级资质；第三梯队是众多区域性小型企业。而二、三梯队的中小企业占我国园林类公司的绝大多数，它们往往在资金实力、人才队伍、管理能力和业务拓展等方面相对较弱。

从园林景观项目的规模来看，园林绿化行业的竞争激烈程度也有所差异。根据国家住建部的规定，对于合同金额在 1,200 万元以下的项目，具有城市园林绿化贰级以上资质的企业均可承接施工；而对于合同金额在 1,200 万元以上的项目，只有具有城市园林绿化壹级资质的企业才能参与竞争。在园林绿化行业内，合同金额在 1,200 万元以下的中小型项目的竞争异常激烈，合同金额在 1,200 万元以上的中大型项目由于受企业综合实力的限制，参与竞争的园林绿化企业则相对较少。

近年来东方园林、棕榈园林、普邦园林等行业内的龙头企业，在技术水平、人员配备、市场开拓能力等方面有着较大的优势，凭借着在产业链上下游的较早布局，以及登陆 A 股市场后的品牌和资金优势，上述龙头企业不断扩大市场范围，跨区域经营及产业链一体化取得了明显的成效，利润水平及发展速度明显高于行业平均水平。

公司是集园林景观设计、园林景观工程施工、园林养护为一体的综合性园林景观建设企业之一。公司拥有城市园林绿化企业壹级、市政公用工程施工总承包壹级、古建筑工程专业承包壹级、风景园林工程设计甲级等资质，具有较为齐备的资质优势和较强的设计、施工综合能力。公司业务

范围覆盖浙江、江苏、山西、河南、辽宁、山东、江西等，公司的竞争对手主要是在国内处于行业第一梯队的企业。公司主要竞争对手：北京东方园林股份有限公司、深圳市铁汉生态环境股份有限公司、广东棕榈园林股份有限公司、广州普邦园林股份有限公司、岭南园林股份有限公司、汇绿园林建设股份有限公司、江苏美尚生态景观股份有限公司

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由东方市政园林整体变更设立。

公司的控股股东及实际控制人为自然人方利强。本次发行前，方利强直接持有公司 7,037.34 万股，持股比例为 46.1585%，其配偶李敏直接持有公司 2,783.00 万股，持股比例为 18.2540%。

本次发行前公司总股本为 15246 万股，本次拟发行 5082 万股，占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 6.82 元/股。

表1 公司的股东结构情况

股东名称	发行前		发行后（预计）	
	持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
方利强	7037.34	46.1585	7037.34	34.6189
李敏	2783.00	18.2540	2783.00	13.6905
杭州诚鼎创业投资合伙企业（有限合伙）	1116.69	7.3245	1116.69	5.4934
上海久卜股权投资合伙企业（有限合伙）	1116.69	7.3245	1116.69	5.4934
杭州辉煌投资有限公司	688.60	4.5166	688.60	3.3874
浙江红土创业投资有限公司	558.34	3.6622	558.34	2.7467
杭州红土创业投资有限公司	418.76	2.7467	418.76	2.0600
深圳市创新投资集团有限公司	279.17	1.8311	279.17	1.3733
杭州诚长投资有限公司	220.00	1.4430	220.00	1.0823
宁波金硕投资有限公司	220.00	1.4430	220.00	1.0823
沈渊博	198.00	1.2987	198.00	0.9740
方强	187.00	1.2266	187.00	0.9199
叶帆	158.40	1.0390	158.40	0.7792
彭水生	132.00	0.8658	132.00	0.6494
胡先伟	132.00	0.8658	132.00	0.6494
本次发行流通股	--	--	5082.00	25.00
合计	15246.00	100.00	20328.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
园林景观工程	57,431.19	91.03%	34,648.20	87.13%	41,597.78	89.92%
园林养护	4,173.28	6.61%	3,811.55	9.58%	3,103.30	6.71%
园林景观设计	1,484.27	2.35%	1,306.87	3.29%	1,562.33	3.38%
合计	63,088.74	100.00%	39,766.62	100.00%	46,263.41	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 3 主营业务成本构成 单位：万元、%

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
园林景观工程	45,046.67	92.70%	26,154.78	89.44%	30,645.78	91.31%
园林养护	2,758.08	5.68%	2,426.92	8.30%	2,122.03	6.32%
园林景观设计	789.83	1.63%	660.65	2.26%	793.97	2.37%
合计	48,594.58	100.00%	29,242.34	100.00%	33,561.88	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 4 公司订单情况

园林景观工程	2016.12.31		2015.12.31		2014.12.31	
	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）
本年新签合同额	73	72,265.17	41	40,501.22	28	41,950.46
本年已执行合同额		59,263.17		34,648.20		41,597.78
年末未执行合同额		34,715.40		21,713.41		15,860.39
园林养护	2016.12.31		2015.12.31		2014.12.31	
	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）
本年新签合同额	13	4,263.48	17	5,328.24	17	3,658.20
本年已执行合同额		4,266.95		3,811.55		3,103.30
年末未执行合同额		4,949.05		4,952.52		3,435.83
园林设计	2016.12.31		2015.12.31		2014.12.31	
	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）
本年新签合同额	46	1,686.76	43	1,572.17	34	1,806.08
本年已执行合同额		1,580.33		1,385.29		1,656.07
年末未执行合同额		1,622.32		1,515.89		1,329.01
合计	2016.12.31		2015.12.31		2014.12.31	
	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）	数量	金额（万元）
本年新签合同额	132	78,215.41	101	47,401.62	79	47,414.74
本年已执行合同额		65,110.46		39,845.03		46,357.15
年末未执行合同额		41,286.77		28,181.82		20,625.23

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 5 公司各业务毛利率情况

项目	2016年	2015年度	2014年度

园林景观工程	21.56%	24.51%	26.33%
园林养护	33.91%	36.33%	28.77%
园林景观设计	46.79%	49.45%	49.18%
综合毛利率	22.97%	26.47%	27.47%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次募集资金拟投资于设立华东园林工程区域经营中心项目、设立华北园林工程区域经营中心项目、设计院扩建及设立设计分院。通过募集资金投资项目的实施，增强园林景观设计的实力，扩大园林景观设计业务的规模，将设计理念与工程施工相结合，有利于工程项目进度安排统筹调度和协同指挥，同时能够更好地体现公司的整体风格，促进景观设计、施工工艺的同步提升，保证项目方案高效率、高质量实施，从而能给公司带来更多的业务，提高公司的盈利能力。

表 6 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
1	设立华东园林工程区域经营中心项目	19344.38	16878.52
2	设立华北园林工程区域经营中心项目	13106.93	11436.17
3	设计院扩建及设立设计分院	2354.87	2354.87
4	合计	34806.18	30669.56

资料来源：公司招股说明书

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归于母公司的净利润分别为 0.76 亿元和 0.88 亿元，同比增速分别为 24.91% 和 16.63%，相应的稀释后每股收益为 0.37 元和 0.43 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
一、营业总收入	463	398	631	743	890
二、营业总成本	418	361	561	654	786
营业成本	336	292	486	576	690
营业税金及附加	13	10	6	7	9
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	56	46	58	67	80
财务费用	8	7	6	4	7
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0

汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	44	37	70	89	104
加：营业外收入	0	1	1	0	0
减：营业外支出	0	1	1	0	0
五、利润总额	45	37	71	89	104
减：所得税	6	6	10	13	16
六、净利润	39	31	61	76	88
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	39	31	61	76	88
总股本（百万股）	203.28	203.28	203.28	203.28	203.28
七、每股收益	0.19	0.15	0.30	0.37	0.43

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

经济增速“换挡”的行业风险

近年来我国GDP增速逐步回落，由高速增长转为稳健增长，经济增速的“换挡”、经济结构的调整、固定资产投资增速的下滑，都对公司所在的以市政园林景观工程和地产园林景观工程为主的园林景观行业产生不利影响。虽然公司在承接市政园林景观工程前会进行资信评估和判断，未来公司仍可能面临地方政府市政园林景观工程款项支付能力不足的情况，从而导致公司财务状况恶化、经营业绩下滑。同时，房地产行业仍存在景气度回落、投资增速放缓的周期波动风险，这将直接影响到公司地产景观园林工程业务的经营发展。

市场竞争风险

我国园林景观行业作为一个快速发展的朝阳行业，经过二十多年的持续发展，已日趋壮大并逐渐走向成熟，市场规模逐年增长，但由于园林景观行业的进入门槛不高、市场集中度较低，导致行业内的从业企业数量众多、市场竞争比较激烈。随着今后市场化程度的不断加深和行业管理体制的逐步完善，园林景观行业将出现新一轮的整合，优胜劣汰的局面也将更加突出。激烈的市场竞争环境可能使公司的市场份额出现下降，并有可能影响公司经营业绩的持续增长和盈利能力的稳步提升。

经营活动现金净流量波动导致的相关风险

目前，园林景观工程施工业务是公司营业收入的主要来源，而公司所从事的园林景观工程施工业务具有资金密集型的特点，公司从事工程施工业务时需要占用大量的资金。公司业务规模的扩张能力在一定程度上依赖于资金的周转状况，公司主营业务产生现金的能力目前尚不能完全满足业务快速发展的需要。因此，如果客户或发包方不能按时结算或及时付款，将给公司带来较大的资金压力，影响公司的资金周转及使用效率，从而进一步影响公司工程施工业务的持续发展，也会使公司面临一定的偿债风险。

工程施工受季节影响的风险

公司的项目区域比较广泛，按照项目所处区域划分，包括华东、华北、东北等地区，我国北方地区冬季受寒冷气候影响，不利于苗木种植，施工难度及施工费用都会提高，因此冬季属于北方园林景观的淡季；南方地区虽冬季温度相对较高，但气温骤降容易对苗木造成冻害，亦不是苗木种植的最佳季节，因而公司的园林绿化工程施工在冬季容易受到不利影响。另外，在我国南方地区，持续高温、雨季、汛期和台风多发季等因素也会对园林绿化工程施工产生不同程度的影响。因此，公司园林景观工程施工业务及苗木种植呈一定的季节性特征。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2017 年、2018 年平均动态市盈率 24 倍、17 倍；近期上市的十家主板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 46 倍和 39 倍。

表 8 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)					市盈率(倍)		
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
002310.Sz	东方园林	16.02	0.22	0.48	0.73	1.03	71.25	33.11	22.00	15.50
300197.Sz	铁汉生态	11.82	0.20	0.34	0.55	0.77	58.69	34.41	21.55	15.35
002431.Sz	棕榈股份	11.75	-0.15	0.09	0.38	0.51	-76.51	133.91	30.69	22.90
002717.Sz	岭南园林	25.30	0.41	0.63	1.20	1.74	62.37	40.16	21.15	14.51
300355.Sz	蒙草生态	14.03	0.16	0.34	0.55	0.80	88.36	41.46	25.49	17.61
平均						40.83	56.61	24.17	17.17	

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 9 近期上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)					市盈率(倍)		
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
603269.SH	海鸥股份	27.05	0.37	0.41	0.46	0.55	72.41	65.85	58.91	49.49
601952.SH	苏垦农发	16.09	0.46	0.48	0.55	0.63	34.98	33.77	29.01	25.45
603180.SH	金牌厨柜	69.99	0.71	1.44	2.28	3.15	99.06	48.73	30.67	22.19
603896.SH	寿仙谷	45.06	0.45	0.58	0.66	0.72	100.56	77.79	68.78	62.53
603229.SH	奥翔药业	23.80	0.38	0.36	0.39	0.48	62.56	66.42	61.42	49.45
603985.SH	恒润股份	52.09	0.73	1.18	1.45	1.74	71.30	44.00	35.92	29.98
603501.SH	韦尔股份	22.81	0.28	0.34	0.44	0.55	82.25	66.97	52.42	41.62
603320.SH	迪贝电气	32.92	0.26	0.46	0.52	0.61	125.16	71.74	63.31	53.97
603920.SH	世运电路	24.18	0.39	0.66	0.82	1.01	61.91	36.71	29.64	24.00
603096.SH	新经典	43.26	0.98	1.14	1.36	1.62	44.34	37.98	31.87	26.65
平均						75.45	55.00	46.20	38.53	

资料来源：Wind 上海证券研究所

- 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 14.92-18.64 元，对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。