

PPP 促进园林高成长，生态文旅开创产业新蓝海

公司深度研究

◆ 积极参与 PPP 模式，大力拓展市政园林业务：

2015 年以来，政府在基础设施建设领域大力推行 PPP 模式，为市政园林行业带来发展机遇。公司紧抓机遇积极加大市政业务的开拓力度，大力发展 PPP 业务。PPP 项目对企业的资质经验及融资能力有较高要求，公司作为园林龙头企业，将成为行业发展的受益者，2016 年至今累计签约重大工程订单 9 个，投资总额达到 21.54 亿元，其中 PPP 项目金额占比达 22.10%，与各地政府部门签署战略合作框架协议 9 个，投资规模达到 207.6 亿元，PPP 模式占比高达 71.10%。

◆ 专注大客户，巩固品牌优势，地产园林业务稳步增长：

2016 年以来房地产市场开始上行，房地产开发投资同比增速由 15 年末 1% 开始一路上扬，于 17 年 4 月份到达 9.3% 的阶段高点，并保持在 7% 以上高位运行。国民对于人居环境品质要求的提升，上游房地产业投资回暖，将带动下游地产园林需求释放。2016 年公司的地产园林业务与市政业务订单量基本持平，凭借品牌优势、跨区域经营能力、设计施工一体化及大中型项目施工管理等优势，与地产龙头企业建立了长期稳定的合作关系，近年以来大客户的销售占比均保持在 50% 以上。

◆ 业务战略转型，进军生态环保和文旅蓝海：

在中央推动生态文明建设大背景下，公横向扩展园林业务边界至生态环保领域，签约多个河道综合整治和污水处理管网工程 PPP 项目 5.31 亿元，同时签订了总投资 122.1 亿元的生态环保建设领域框架协议；同时公司积极尝试将园林绿化产业链向下游延伸，开拓旅游景区及特色小镇领域业务发展，已签约水浒影视文化体验园、遵义市百草园项目，合同额共计 10.53 亿元，同时签订文旅领域框架协议投资达 85.5 亿元。以上都将为公司未来订单加速落地业绩高速增长提供持续保障。

◆ 股权激励叠加配股融资，助推业绩加速成长：

公司于 16 年 7 月完成向管理层核心员工等 212 名激励对象限制性授予股票合计 800 万股，充分调动员工积极性。根据解锁条件，公司 16-18 年净利润须不低于 1.34、1.75、2.18 亿元，为未来公司业绩树立了高增长目标。17 年 3 月，公司拟采用配股方式募集不超过 12 亿元资金，用于推进重点市政项目的建设以及补充流动资金，公司实际控制人及其一致行动人承诺将全额认购本次配股的可配售股份，彰显对未来发展信心。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2018 年 EPS 为 1.01 元、1.43 元。当前股价对应 2017 年的 PE 为 21 倍，维持“推荐”评级。

◆ **风险提示：**PPP 模式风险；项目拓展不及预期；账款回收风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1046	1,517	2,183	3,082	4,297
增长率(%)	10.7	45.0	43.9	41.2	39.4
净利润(百万元)	96.9	140	251	355	496
增长率(%)	7.5	44.0	80.1	41.2	39.8
毛利率(%)	25.4	20.9	22.7	22.7	22.6
净利率(%)	9.3	9.2	11.5	11.5	11.5
ROE(%)	6.7	11.3	17.4	20.3	22.9
EPS(摊薄/元)	0.81	0.56	1.01	1.43	2.00
P/E(倍)	26.38	37.9	21.0	14.9	10.7
P/B(倍)	1.78	4.3	3.7	3.0	2.4

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 (执业证书编号：S0280117080044)
wangbin1@xsdzq.cn

王萌

wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.09.08

收盘价(元)：21.31
总股本(亿股)：2.48
总市值(亿元)：52.85
近 3 月换手率：83.59%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.72	-3.74	-36.37
绝对	13.23	3.7	-21.81

相关研报

文科园林：由园林 PPP 向生态及文旅延伸，中期业绩良好

2017-08-28

目 录

1、 公司位列园林绿化行业第一梯队	3
1.1、 深耕园艺廿载，基业长青	3
1.2、 公司股权结构相对集中	3
1.3、 业务发展均衡，跨区域经营优势显著	4
1.4、 业绩保持高增长态势	4
2、 PPP 助推，生态文旅扩容，园林行业气象更新	6
2.1、 房地产市场上行带动传统地产园林稳健增长	6
2.2、 PPP 模式大力推行，加快市政园林行业发展	7
2.2.1、 城镇化及绿化覆盖率仍需提升，市政园林行业空间广阔	7
2.2.2、 PPP 模式带来政策红利，解决行业痛点	8
2.3、 PPP 助推生态环保及文旅建设，开辟行业新蓝海	9
2.3.1、 海绵城市 PPP 成为未来城市发展趋势	9
2.3.2、 特色小镇 PPP 浪潮推进城镇化新模式	10
3、 PPP 加速业绩释放，生态文旅拓宽业务边界	12
3.1、 积极参与 PPP 模式，大力开拓市政园林业务	12
3.1.1、 受益 PPP 模式的推广，相关项目加速落地	12
3.1.2、 公司作为第一梯队园林企业，资质优良经验丰富	12
3.1.3、 积极参与 PPP 模式，相关订单放量	13
3.2、 专注大客户，巩固品牌优势，地产园林业务稳步增长	14
3.2.1、 地产园林是公司传统业务强项	14
3.2.2、 大客户销售额贡献占比高	14
3.2.3、 建精品工程，树品牌形象	15
3.3、 业务战略转型，进军生态环保和文旅蓝海	16
3.3.1、 横向延伸产业链，生态环保业务开展成果显著	16
3.3.2、 纵向延伸产业链，推进“园林+文旅”一体化	17
3.4、 股权激励叠加配股融资，助推业绩加速成长	18
4、 盈利预测与估值	19
4.1、 盈利预测	19
4.2、 估值	20
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21
图表目录	22

1、公司位列园林绿化行业第一梯队

深圳文科园林股份有限公司（股票简称：文科园林）成立于1996年，主营业务为园林绿化工程施工和园林景观设计，处于国内园林绿化行业的第一梯队。获得中国城市园林绿化企业综合竞争力排名前10企业和中国园林绿化行业优秀企业等称号。公司是地产园林的龙头企业之一，长期合作伙伴包括恒大、万科和万达等著名房地产企业。2016年，公司乘着园林PPP政策的东风，大力拓展市政园林业务，正在逐步成长为地产园林和市政园林并重的综合性园林企业。近年来，公司不断提升研发能力，有效整合资源，在生态环境治理、海绵城市建设、市政管廊建设、旅游景区及特色小镇的打造等领域进行了拓展，并着力形成竞争优势。

1.1、深耕园艺廿载，基业长青

文科园林的前身是1996年12月成立的深圳市文科财务软件有限公司。1997年4月更名为深圳市文科园林花艺有限公司，主营业务由财务电脑软件购销变更为花卉盆景购销。2011年7月，经过多次增资和股权转让，公司整体变更为股份有限公司，注册资本9000万元，并且经营范围扩大至园林绿化工程设计、施工和管理。2015年6月公司在深交所上市。2015年7月，公司筹建文科生态技术与景观设计研发中心。2015年8月，公司出资450万设立生态环保产业投资基金。2016年2月，公司入股江西贝融循环材料股份有限公司，切入绿色建材，将与公司海绵城市业务发挥协同效应。

图1：公司生产基地分布



资料来源：公司资料，新时代证券研究所

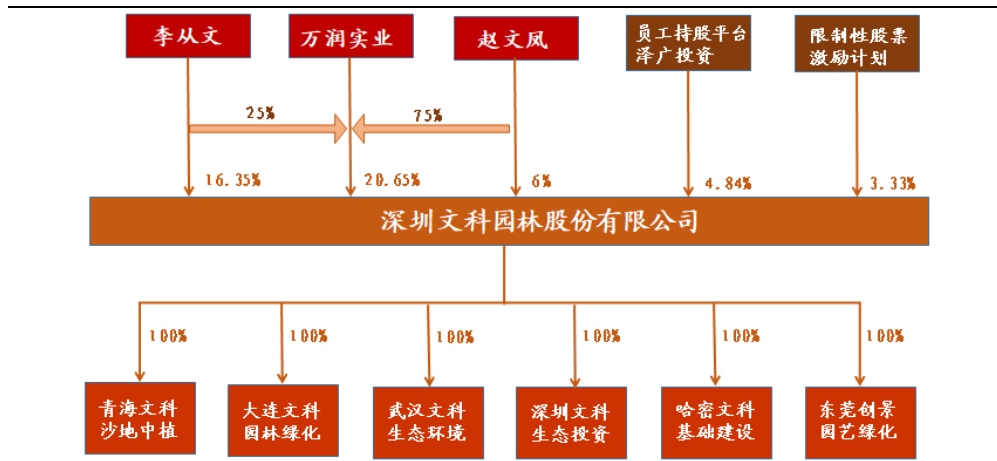
1.2、公司股权结构相对集中

公司控股股东和实际控制人为李从文、赵文凤夫妇，截至2017年第一季度，公司董事长李从文持有16.35%的股权，公司董事兼副总经理赵文凤持有6%的股权，合计直接持有公司股本的22.35%。并且，二人通过控制深圳市万润实业有限公司间接持有公司股本的20.65%，二人合计持股比例为43%。除大股东绝对控股外，公司推出员工持股计划。深圳市泽广投资有限公司为公司的员工持股平台，截至2017年一季度末该员工持股平台持有公司4.84%的股份。

此外，公司推出了限制性股票激励计划，2016年7月公司完成向管理层核心员工等212名激励对象限制性授予股票合计800万股，占授予前公司总股本的3.33%。此次股权激励对象覆盖广，占员工总数的24.77%。并且股权激励解锁条件相对苛刻，即2016-2018年承诺净利润分别为1.34、1.75、2.18亿元，体现了公司保持业绩增长的决心。

目前公司有 6 家全资子公司，分别是青海文科、大连文科、武汉文科、深圳文科投资、哈密文科和创景园艺。此外，公司拥有三家合营企业，包括间接持股 45% 的富海文科投资、直接持股 24% 的佛山岭南花博投资和间接持股 28.57% 的研源环境科技。公司还持有深圳园林股份有限公司 4.26% 的股权和江西贝融循环材料股份有限公司 2% 的股权。

图 2：公司股权结构



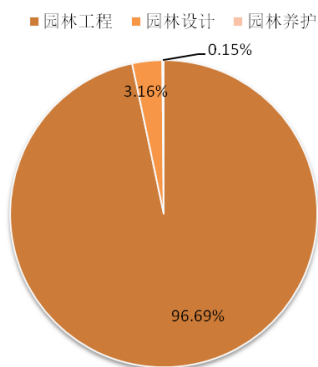
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.3、业务发展均衡，跨区域经营优势显著

公司主要从事景观园林设计、工程施工、苗木销售和项目养护等业务，实现了园林全产业链布局。分产品来看，公司 2016 年园林工程施工占营收比例约 96.69%，园林设计占比 3.16%，园林养护占比 0.5%。工程施工业务是公司的主要营收和利润来源，景观设计业务近年占比和毛利贡献程度逐年提升，是公司未来发展的收入增长点。

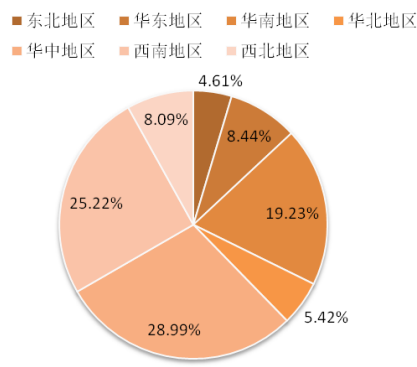
公司业务发展均衡，跨区域经营优势明显。2016 年业务主要集中在华中、西南和华南地区，营收占比分别为 28.99%、25.22%和 19.23%。在此基础上，公司积极向华东、西北和华北等地区扩张，未来将朝着跨区域均衡的目标发展，推动收入高增长。

图 3：公司 2016 年分产品营收占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图 4：公司 2016 年分地区营收占比



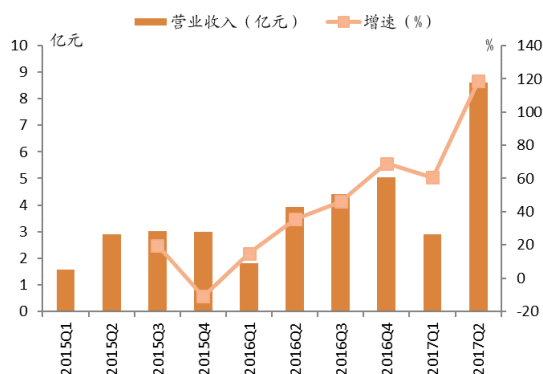
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.4、业绩保持高增长态势

自上市以来，公司不断按优化业务结构，成效逐步显现，实现了业绩的稳步增

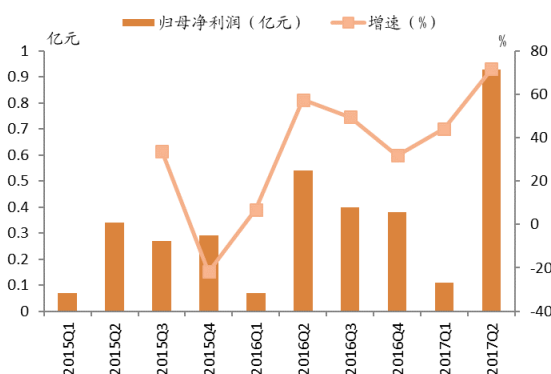
长。2016 年，公司实现营业收入 15.17 亿元，较上年同期增长 45.05%；实现归属于上市公司股东净利润 1.40 亿元，同比增长 44.00%。2017 年上半年，公司累计实现营收 11.50 亿元，同比增长 100.65%；归母净利 1.04 亿元，同比增长 68.32%；其中第二季度营收同增 118.97%，归母净利润同增 73.32%，业绩呈加速增长。未来，公司将进一步加大生态、环保、旅游等领域的开拓力度，加快 PPP 模式业务的落地进程，并保持传统业务地产园林的市场份额，业绩将继续保持高增长态势。

图 5：公司上市以来单季度营收及增速情况



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 6：公司上市以来单季度归母净利润及增速情况

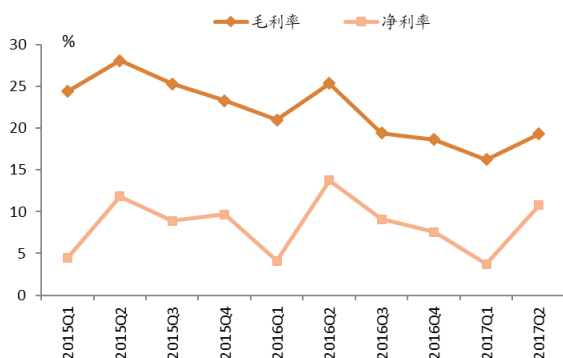


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司 2011-2015 年毛利率维持在 25% 以上，盈利能力稳定。2016 年毛利率为 20.87%，比去年下降 17.74%，主要是营改增影响所致。同期净利率 9.2%，与去年基本持平。从资产负债结构来看，2016 年资产负债率为 43.44%，2015 年资产负债率为 37.74%，显著低于 50% 的行业平均水平。

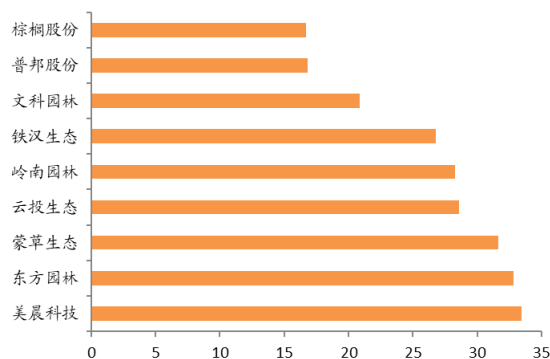
公司毛利率水平低于行业平均水平，主要是由于公司目前以毛利率较低的地产园林施工业务为主。而市政、生态环保业务的毛利率显著高于地产园林毛利率。具体来讲，以 2016 年为例，市政、环境保护及生态治理业务占比较大的东方园林（32.83%）、蒙草生态（31.67%）和岭南园林（28.28%）毛利率显著位居行业前列。2016 年以来，公司借力国家大力推广 PPP 模式的历史机遇，发展市政及生态环保业务，着力改善业务结构。预计未来几年市政、生态治理业务占比的提高将推动公司毛利率水平的提高，从而提升盈利能力。

图 7：公司近年单季度毛利率及净利率变化



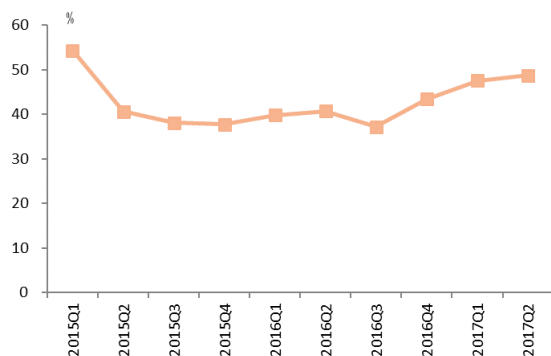
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 8：2016 年同行业公司毛利率对比图



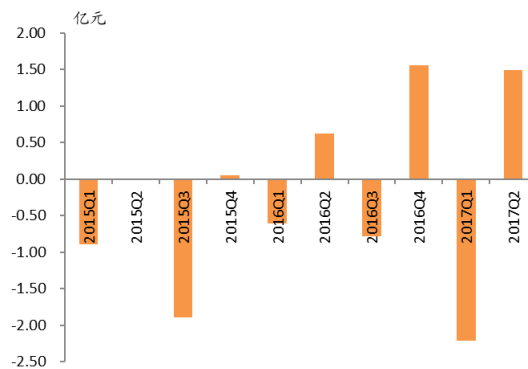
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 9：公司资产负债率变化



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 10：公司单季度经营性现金流净额



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

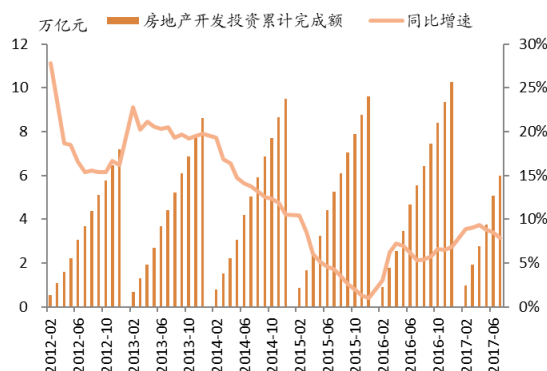
2、PPP 助推，生态文旅扩容，园林行业气象更新

2.1、房地产市场上行带动传统地产园林稳健增长

园林绿化景观作为房地产开发商提升产品价值的重要手段，成为当前开发商增加地产项目竞争力的重要因素，在房地产行业当前的市场竞争环境下，将会发挥更加突出的作用。随着房地产开发商对园林绿化景观潜在价值认识的不断深入以及市场的驱动，开发商对高品质园林绿化景观的投入不断增加，以期充分借助园林绿化景观展示房地产总体面貌和风格、促进房地产销售，因此地产园林的市场规模不断扩大。

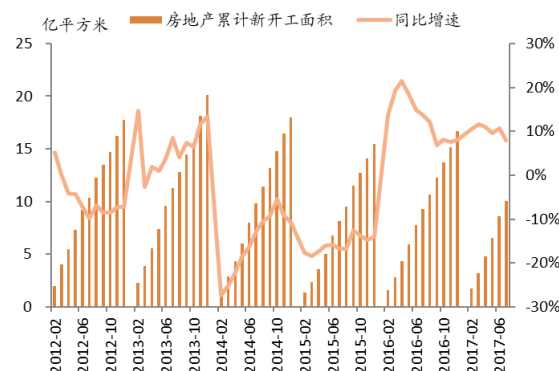
此外，自 2016 年以来，在积极的财政政策和宽松的货币政策引导下，房地产市场开始上行。房地产销售良好的势头引起补库存需求，相应的，房地产开发投资也在 2016 年初结束了长期下行趋势，触底回升，房地产开发投资增速由 2015 年末的同比 1% 开始一路上扬，并于 2017 年 4 月份到达 9.3% 的阶段高点，并保持在 7% 以上的高位运行。商品房投资带动新开工面积增速自 2016 年 2 月开始由负转正并一路走高，于 2016 年 4 月达到增速 18% 的阶段高点，2017 年住宅新开工面积依然保持 10% 左右的高速增长。

图 11：房地产开发投资及增速情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 12：房地产新开工面积及增速情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

根据国家统计局数据，2016 年我国房地产投资额达到 10.26 万亿元，根据园林绿化行业经验，园林配套支出约占地产项目投资总额的 2%-4%，按照房地产投

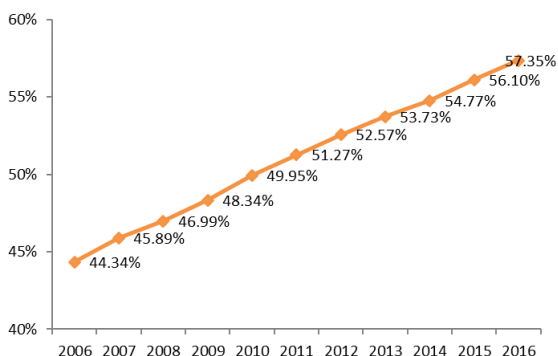
资额的 2% 用于园林投入计算, 2016 年我国地产园林市场容量约为 2051.61 亿元, 市场空间可观。目前, 随着国民对于人居环境品质要求的提升, 以及上游房地产业投资回暖, 新开工面积同比大幅增加, 将带动下游地产园林业务需求释放, 后续有望逐渐反映在园林企业的订单承接与项目进度上。另一方面, 房地产行业在长期低速增速的状态之下, 内部竞争激烈, 业绩逆势上扬的多为大型房地产龙头企业, 房地产行业呈现集中度不断提高、强者愈强的态势, 受此影响, 唯有主要客户集中于大型地产开发商的地产园林企业才能在未来保持业绩较快的增长。

2.2、PPP 模式大力推行, 加快市政园林行业发展

2.2.1、城镇化及绿化覆盖率仍需提升, 市政园林行业空间广阔

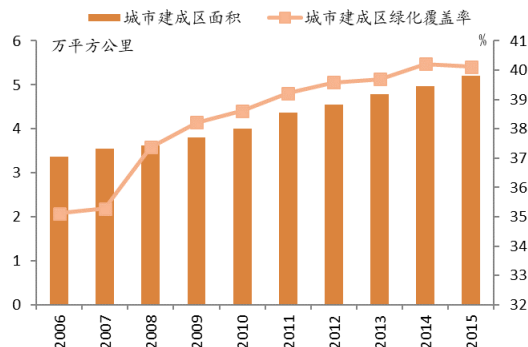
改革开放以来, 我国城镇化进程不断加快, 截至 2016 年末, 全国城镇化率达到 57.35%, 比 2006 年末提高 13.01 个百分点。城镇化建设极大推动了城市绿地建设, 随着城市建成区面积的不断扩大, 建成区绿化覆盖率稳步上升, 2015 年末我国城市建成区面积已经达到 5.21 万平方公里, 建成区的绿化覆盖率为 40.12%。

图 13: 我国近年城镇化率水平



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

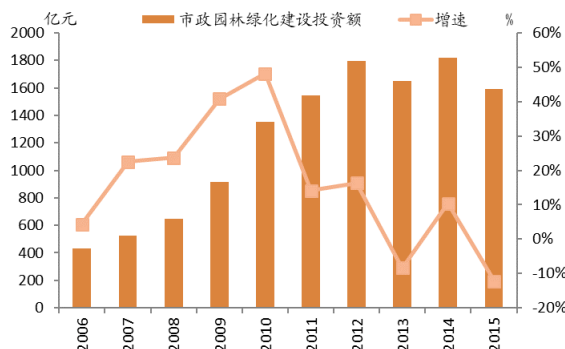
图 14: 我国城市建成区面积与绿化覆盖率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我国城镇化水平的推进和城市绿地覆盖率的提升的背后, 是政府对市政园林绿化建设的不断投入。我国市政园林绿化建设投资从 2006 年的 429 亿跃升到 2015 年的 1594.7 亿, 十年间的年均复合增长率达到 15.71%。园林绿化投资经历过 2006 年至 2012 年的高速发展, 2013 年开始进入年均 1600 亿元的平台期。

图 15: 我国近年市政园林绿化建设投资情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

而另一方面, 《国家新型城镇化规划(2014—2020 年)》指出, 2020 年我国常

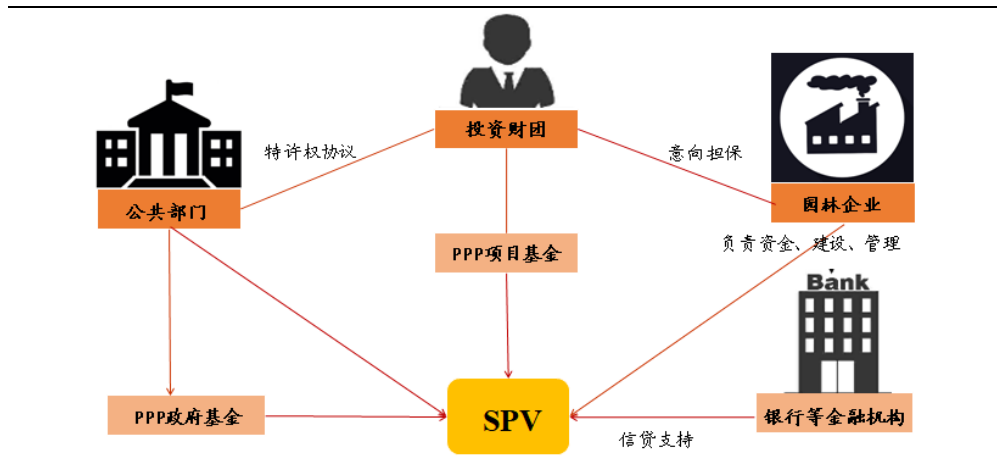
住人口城镇化率达到 60% 左右，我国城镇化率未来仍有年均近 0.7% 的提升空间，据此我们认为，我国城镇化建设仍将保持稳定推进的步伐，同时伴随人们对居住环境的要求提升，以上都将为园林绿化带来可持续性的建设需求，相应的投资额未来也将稳定在年均 1600-1800 亿的市场规模。

2.2.2、PPP 模式带来政策红利，解决行业痛点

2015 年起，政府开始在基础设施和公共服务领域大力推广 PPP 模式，在此浪潮之下，园林企业大举介入市政 PPP 项目。PPP 模式是公共基础设施建设中发展起来的一种新型项目融资与实施模式，其实质是政府通过给予私营公司长期特许经营权和收益权来换取基础设施加快建设及有效运营，有效促成社会资本与政府资本的合作，弥补传统 BT 和 BOT 模式的不足。

在 PPP 项目中，园林企业与政府部门成为联合体，并且通过引进第三方社会资本实现建设资金多元化，项目资本金以外的缺口通过银行贷款解决。这些多方参与主体联合建立新的融资平台，即 SPV 公司。与传统模式不同，园林公司不再承担原有的融资重任，取而代之 SPV 公司成为新的举债主体，园林公司不仅现金流得到改善，且工程款结算得到保障，从而解决了资金密集、回款困难、周期长、经营性现金流差等行业痛点。

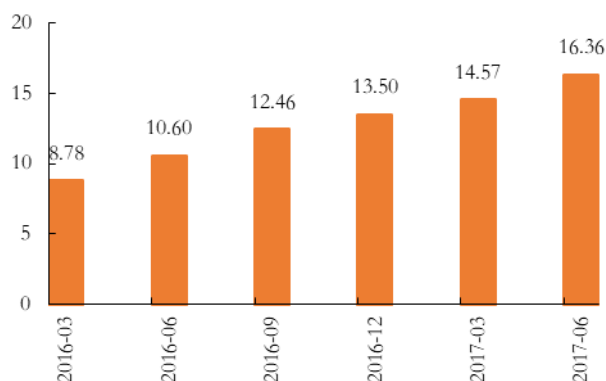
图 16：PPP 模式结构关系图



资料来源：公开资料，新时代证券研究所

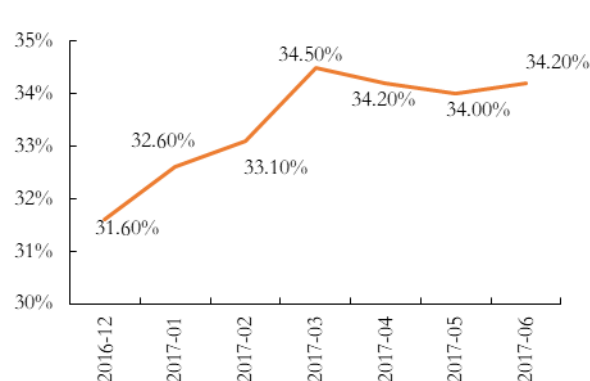
PPP 近年来的推广成效显著，根据全国 ppp 项目库统计数据，截至 2017 年 6 月末，全国入库项目共计 13554 个，投资额高达 16.4 万亿元，其中已签约项目 2021 个，投资额 3.3 万亿元，项目落地率 34.2%，比上月提升 0.2 个百分点。

图 17：全国 PPP 入库项目投资额（万亿元）



资料来源：全国 PPP 综合信息平台，新时代证券研究所

图 18：全国 PPP 入库项目落地率（%）



资料来源：全国 PPP 综合信息平台，新时代证券研究所

究其原因，政府从债务方转变成为权益方，态度更加积极，行政资源也更加向项目倾斜，在一定程度上起到转变政府职能，激发市场活力，提升公共服务质量和效率的作用。2017年7月21日，国务院发布《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例》，标志着PPP立法工作有了实质性推进。条例从法律层面给PPP各方参与者的保障有助于PPP项目模式的进一步推进和顺利落地，园林PPP行业将借此迎来重大发展机遇。

2.3、PPP 助推生态环保及文旅建设，开辟行业新蓝海

2.3.1、海绵城市 PPP 成为未来城市发展趋势

海绵城市是指通过加强城市规划建设管理，充分发挥建筑、道路和绿地、水系等生态系统对雨水的吸纳、蓄渗和缓释作用，有效控制雨水径流，实现自然积存、自然渗透、自然净化的城市发展方式。相比于过去的城镇化发展方式，海绵城市的建设能有效修复城市水生态、涵养水资源，增强城市防涝能力，提高新型城镇化的质量。海绵城市能协调城镇化与环境资源保护之间的矛盾，实现可持续发展，是今后我国城市建设的重大任务。

图 19：海绵城市示意图及所涉及产业



资料来源：公开资料，新时代证券研究所

十三五规划将生态文明建设和美丽中国提升到国家战略高度，近两年《新环境保护法》、《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》和《土壤污染防治行动计划》等政策及法规，国务院办公厅2015年10月印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》，部署推进海绵城市建设工作。的持续跟进推动了生态文明建设向海绵城市的。海绵城市是一种覆盖范围大、涉及专业多的广域性概念，其推广主要是依靠顶层设计与政策推动。为了打开海绵城市建设市场，国务院、住建部及财务部相继出台各项政策，推动海绵城市发展、树立建设操作标准和资金支持计划。2015年10月国务院明确了海绵城市的发展目标，即到2020年，城市建成区20%以上的面积达到70%的降雨量就地消纳和利用的标准；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。

表 1：海绵城市重要政策梳理

时间	文件名称	主要内容
2013年3月	《关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》	就总体工作要求、规划编制、设施建设、保障措施、组织领导等方面，对城市排水防涝设施建设工作做出总体部署。
2014年10月	《海绵城市建设技术指南（试行）》	明确海绵城市的定义，并从规划设计、施工建设及运营维护等整个流程，为海绵城市建设提供了技术支持与理论依据。

2015 年 10 月	《关于推进海绵城市建设的指导意见》	标志着我国海绵城市建设正式步入快车道，明确了我国海绵城市建设的总体目标。
2015 年 12 月	《国家开发银行关于推进开发性金融支持海绵城市建设的通知》	建立健全海绵城市建设项目储备制度，引入国家开发银行，加大对海绵城市建设项目的信贷支持力度。
2015 年 12 月	《中国农业发展银行关于推进政策性金融支持海绵城市建设的通知》	引入农业发展银行，继续拓宽海绵城市建设项目的融资渠道。
2016 年 1 月	《海绵城市建设国家建筑标准设计体系》	从设计标准方面，对海绵城市建设这一综合性、系统性命题予以政策上的细化和落实。
2016 年 2 月	《关于开展 2016 年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》	明确 2016 年海绵城市建设试点城市申报指南。
2016 年 12 月	《关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	进一步明确要求推进海绵城市建设。

数据来源：各部委资料，新时代证券研究所

自 2015 年起国家开始通过试点城市开展一系列带有示范性及探索性的建设运营活动，2015 年 4 月国家公布首批 16 个试点城市的名单，2016 年 4 月公布第二批 14 个海绵城市试点名单。为了推动海绵城市建设顺利进行，中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助，并且鼓励运用 PPP 模式带动社会资本。2017 年以来海绵城市依旧是政府工作重心，2017 年的两会将推进海绵城市建设写进政府工作报告；2017 年 3 月“2017 海绵城市规划建设论坛”在北京举行；2017 年 4 月，中央财政支持地下综合管廊、海绵城市建设试点工作现场会在成都召开。此外，各地海绵城市专项规划持续进行中，全国已有 370 个城市制定了海绵城市建设方案。

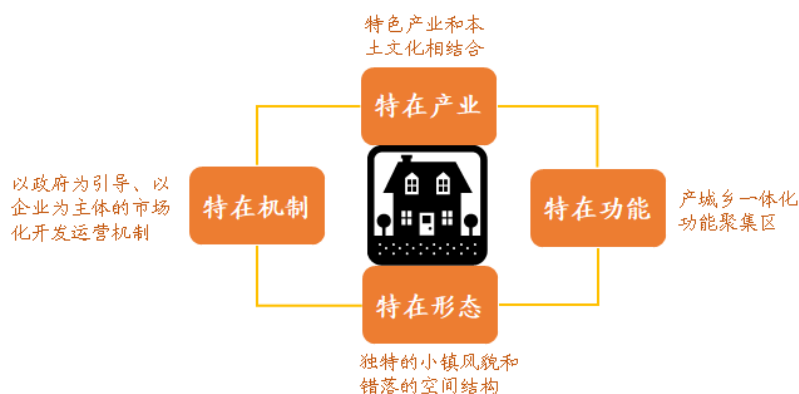
目前，海绵城市建设正在加速推进，逐步从概念层面落地到规划、建设、投资。海绵城市试点工作开展以来，中央财政已累计拨付资金 233.4 亿元；地方各级财政已投入资金 129 亿元；社会资本投入约 182 亿元，占比达 33%；财政部 PPP 项目库入库海绵城市建设项目 50 个，计划总投资金额 1282.69 亿元。

海绵城市建设是一项跨领域、跨专业的综合性工程，其建设主要投资方向包括但不限于水污染治理，水生态修复，园林绿化建设和路面透水改造。在此背景下，PPP 订单往往以打包方式呈现，涵盖多项业务环节。因而，资金实力雄厚，技术过硬的龙头企业将承接更多订单，积极进入海绵城市新蓝海。目前为止，未来 PPP 模式将仍是海绵城市主要融资模式，而园林企业由市政园林向海绵城市蓝海市场积极拓展亦是大势所趋。

2.3.2、特色小镇 PPP 浪潮推进城镇化新模式

特色小镇不同于以往乡镇建设的概念，它是有明确产业地位、文化内涵、旅游特色和一定社区功能的发展空间平台。特色小镇是按创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，结合自身资源优势，挖掘产业特色、人文底蕴和生态禀赋，推进产融结合和服务管理的发展模式。特色小镇的发展不仅有利于吸纳周边农村剩余劳动力，改善村镇基础设施建设，还有利于促进特色产业形态发展，带动村镇经济社会文化协调发展。特色小镇的提出为中国新时期的城镇化提供了方向，有望成为中国经济发展的新引擎。

图 20：特色小镇的内涵



资料来源：特色小镇网，新时代证券研究所

2016 年 7 月，住建部、发改委和财政部发布《关于开展特色小镇培育工作的通知》，正式提出在全国范围内开展特色小镇培育工作，到 2020 年争取培育 1000 个左右各具特色的小镇。并且支持符合条件的项目申请专项建设基金，对工作开展较好的特色小镇给予适当奖励。此后，中央各部委陆续出台重要文件，多层次多方位地加快特色小镇的推进工作。2017 年 3 月，特色小镇的概念被首次写入政府工作报告中。

表 2：特色小镇重要政策梳理

时间	文件名称	主要内容
2016 年 7 月	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	到 2020 年培育 1000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇，引领带动全国小城镇建设，不断提高建设水平和发展质量。
2016 年 8 月	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》	根据各省经济规模、建制镇数量、今年小城镇建设工作及省级支持政策情况，确定 2016 年各省推荐数量。
2016 年 10 月	《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》	总结推广浙江等地特色小镇发展模式，将创新性攻击与个性化需求有效对接，打造创新创业发展平台和新型城镇化有效载体。
2016 年 10 月	《关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知》	农发行要将小城镇建设作为信贷支持的重点领域，以贫困地区小城镇建设作为优先支持对象，统筹调配信贷规模，保障融资需求。
2017 年 2 月	《关于开发性金融支持特色小（城）镇建设促进脱贫攻坚的意见》	国开行加大对特许经营、政府购买服务等模式的信贷支持力度，特别是通过探索多种类型的 PPP 模式，引入大型企业参与投资，引导社会资本广泛参与。
2017 年 2 月	《关于推进开发性金融支持小城镇建设的通知》	国开行将积极发挥协同作用，为小城镇建设提供综合金融服务。
2017 年 3 月	《政府工作报告》	政府工作报告中，明确指出要支持中小城市和特色小镇发展。
2017 年 4 月	《关于推进商业金融支持小城镇建设的通知》	明确从基建投资到具体工程建设，再到运营管理三个层面的投融资事项。

数据来源：各部委资料，新时代证券研究所

2016 年 10 月，住建部发布第一批特色小镇创建名单，共计入选 127 个小镇。类型上以旅游发展型小镇为主，其占比超过 50%，产业发展型小镇次之，类型结构有待进一步改善。产业是特色小镇的核心，因此应该从自然资源、人口结构、产业基础等条件出发，因地制宜地确定小镇发展的主导产业和支柱产业。只有形成真正的特色，才能赋予小镇竞争优势。2017 年 7 月 27 日，住建部公示第二批认定的 276 个全国特色小镇名单。第二批小镇推荐要求更加严格，并要求以旅游文化为主导的小镇推荐比例不超过 1/3。第二批全国特色小镇创建名单的公布将进一步提高特色小镇的市场热度。

特色小镇具有投资大、周期长的特点，因此通过吸引多元化投资主体，打通政府资金、社会资本和金融机构三方融资渠道，是未来融资的重点发展方向。引入

PPP 模式将大大解决特色小镇建设过程中资金不足的难题。在特色小镇融资中，政府起引导作用，社会资本将成为特色小镇发展的主力，而金融机构将提供借贷便利。从各部委联合多个银行出台支持特色小镇建设的金融政策文件也可看出国家层面对推动 PPP 模式的重视。特色小镇建设中涵盖大量生态景观建设和生态环保内容，乘着政策的东风，园林企业通过多方面切入，将受益于万亿级别的小镇市场空间。而园林企业的相关资质和运作 PPP 项目的能力将成为进入特色小镇市场的核心竞争力。

3、PPP 加速业绩释放，生态文旅拓宽业务边界

3.1、积极参与 PPP 模式，大力开拓市政园林业务

3.1.1、受益 PPP 模式的推广，相关项目加速落地

2015 年以来，政府在基础设施建设领域大力推行 PPP 模式，为市政园林行业带来发展机遇。公司也借此机会，积极加大市政业务的开拓力度，大力发展 PPP 业务。截至 2017 年 6 月末，全国入库项目共计 13554 个，投资额高达 16.4 万亿元，其中已签约项目 2021 个，投资额 3.3 万亿元，项目落地率 34.2%，比上月提升 0.2 个百分点。

3.1.2、公司作为第一梯队园林企业，资质优良经验丰富

PPP 项目对企业的资质经验及融资能力有较高要求，公司作为园林龙头企业，将成为行业发展的受益者。首先，公司资质较为齐全，主要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、污染修复甲级资质和市政公用工程施工总承包二级资质等一系列资质。其次，公司拥有丰富的项目施工经验，承接项目多次获得优秀园林绿化工程金奖和广东省风景园林优良样板工程金奖等，受到客户的广泛认可。再次，公司连续取得广东省著名商标和广东省 20 强园林企业等荣誉，大大提高了品牌知名度。

表 3：生态园林类公司业务资质一览

	城市园林绿化	风景园林工程设计专项	市政工程施工总承包	园林古建筑工程专业承包	其他重要资质
文科园林	一级资质	甲级资质	二级资质	三级资质	造林施工工程乙级资质 造林工程规划设计丙级资质 城乡规划编制乙级资质 环保、河湖整治工程专业承包三级资质 建筑工程施工总承包三级资质 广东省环境污染治理资质
蒙草生态	一级资质	甲级资质	三级资质		建筑工程设计甲级资质 公路总承包、路面、路基专业承包施工三级资质 公路养护一/二/三类甲乙级资质
云投生态	一级资质	乙级资质	三级资质	三级资质	城市道路照明工程三级 环保工程专业承包三级资质
美晨科技	一级资质	乙级资质	三级资质	一级资质	文物保护工程施工一级 建筑装潢二级
美尚生态	一级资质	甲级资质	二级资质	二级资质	城市道路照明工程专业承包三级 江苏省环境污染治理甲级资质 江苏省造林绿化施工二级资质 城乡规划编制丙级资质

数据来源：新时代证券研究所整理

3.1.3、积极参与 PPP 模式，相关订单放量

在融资能力方面，公司 2015 年联合发起规模 7.1 亿元的深圳前海富海文科生态环保产业投资基金，部分解决了公司承接 PPP 项目的融资问题。并且，公司上市之后能借助上市公司融资平台，融资能力将更上一层楼。公司借力 PPP 效果显著，2016 年至今累计签约重大工程订单 9 个，投资总额达到 21.54 亿元，其中 PPP 项目金额占比达 22.10%。

表 4：公司 2016 年至今新签订单汇总

项目名称	金额（亿元）	签署日期	工期	合作模式
昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目 （二期）第十八标段	1.71	2016 年 11 月 8 日		PPP
绥阳县洛安江流域生态文明区项目（施工、设计一体化） 施工合同	3.00	2016 年 11 月 16 日	150 日	EPC
绥阳县城市绿化提升工程项目（施工、设计一体化）施工 合同	0.60	2016 年 11 月 16 日	150 日	EPC
哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目（三标段）协议	1.55	2017 年 3 月 6 日	1 年	PPP, BOT
哈密市伊州区西部片区新建核心区中心景观轴建设 PPP 项 目协议	1.50	2017 年 3 月 6 日	1 年	PPP, BOT
水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC 总承包）项目	7.30	2017 年 3 月 13 日	400 日	EPC
遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项 目园林绿化及配套工程设计施工总承包合同	3.23	2017 年 3 月 23 日	450 日	
深圳市前海桂湾片区景观工程（一期）设计施工总承包合 同	2.48	2017 年 4 月 1 日	306 日	
桂湾片区景观工程（一期）绿化管养合同	0.17	2017 年 4 月 1 日	养护期 3 年	
合计	21.54			

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

2016 年以来，公司已与各地政府部门签署战略合作框架协议 9 个，投资规模达到 207.6 亿元，PPP 模式占比高达 71.10%。框架协议涉及区域包括但不限于黑龙江、辽宁、贵州、湖北等省份，显示了公司未来跨区域发展的信心。随着公司承接 PPP 项目经验的丰富和上市后融资能力增强，未来框架协议将逐步转化为订单落地，助力公司市政园林业务保持高速增长。

表 5：公司 2016 年至今新签框架协议汇总

战略合作框架协议名称	金额（亿元）	签署日期	合作模式
与新民市人民政府签署战略合作框架协议	40	2016 年 1 月 13 日	PPP
与遵义市林业局、遵义市园林绿化局签署生态景观建设项目合作框架协议	60	2016 年 3 月 2 日	
与安顺市西秀区人民政府签署战略合作框架协议	10	2016 年 8 月 18 日	PPP
盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设框架协议	2.1	2016 年 9 月 6 日	PPP
巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发战略合作框架协议	30	2016 年 9 月 29 日	不限于 PPP/EPC
与沈阳市沈北新区人民政府签署战略合作框架协议	20	2016 年 10 月 17 日	PPP
抚远市滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作框架协议书	5.5	2017 年 1 月 25 日	PPP

枝江市旅游资源开发暨金湖湿地公园项目战略合作框架协议	20	2017 年 2 月 17 日	不限于 PPP/EPC/BO T
孝感市双峰山旅游度假区项目综合投资开发建设战略合作框架协议	20	2017 年 4 月 5 日	PPP/EPC/直 接投资
合计	207.6		

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、专注大客户，巩固品牌优势，地产园林业务稳步增长

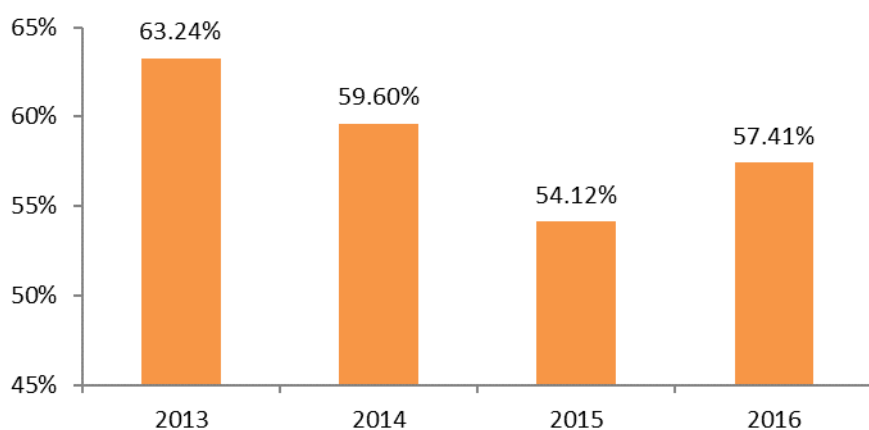
3.2.1、地产园林是公司传统业务强项

地产园林作为公司传统业务强项，是营业收入的重要来源，2016 年公司的地产园林业务与市政业务订单量基本持平。公司在近两年大力拓展市政园林、生态修复、河道治理及 PPP 项目等其他新兴业务的同时，进一步巩固自身在传统领域的优势和地位，地产园林业务也取得了稳步增长，一方面夯实了企业的发展根基，另一方面在业务、技术、管理、人才等方面积蓄经验和优势，为新业务的拓展奠定良好基础。

3.2.2、大客户销售额贡献占比高

公司凭借自身强大的品牌优势、跨区域经营能力、设计施工一体化及大中型项目施工管理等优势，与国内房地产龙头企业建立了长期稳定的合作关系，恒大地产、万达集团、万科集团均为近年以来的前五大客户。上述房地产企业客户均是房地产行业的知名企业，具有雄厚的资金实力，抗风险能力较强，因此优质客户资源保证了公司业务的稳定，有利于公司地产园林项目的顺利实施和控制财务风险。近年来大客户的销售占比均保持在 50% 以上。

图 21：近年公司前五大客户年度销售额占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

随着公司综合实力的不断增强，品牌影响力的逐步扩大，以及通过公司对房地产高端客户群体的积极开拓，近年来拓展了包括中航地产、中国海外发展、富力地产、华夏幸福基业股份有限公司等在内的其他优质房地产客户。这些优质的大型房地产客户资源不仅能给公司带来较大的潜在订单和收入来源，还树立了公司良好的品牌形象。

图 22：公司重要房地产开发企业合作伙伴

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.2.3、建精品工程，树品牌形象

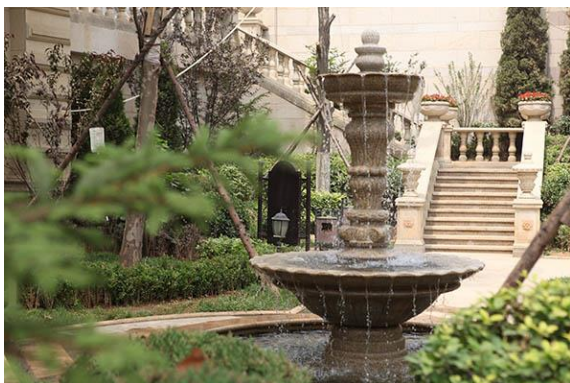
公司地产园林景观设计和施工业务的市场拓展将以承揽高端、精品项目为主，通过严格的质量控制体系，努力建设优质工程、示范工程和精品工程，在业内树立了高端优质的品牌形象，这些在夯实地产园林主业的同时，为市政业务以及生态环保领域的扩张提供了工程技术、施工管理以及专业人才方面的经验积累和先发优势。

图 23：云南昆明万达滇池卫城

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 24：启东威尼斯国际水城园林景观工程

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 25：辽宁大连万达海公馆

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 26：东莞万科金域松湖

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、业务战略转型，进军生态环保和文旅蓝海

3.3.1、横向延伸产业链，生态环保业务开展成果显著

在中央推动生态文明建设向海绵城市和生态环保深入延伸的背景下，公司加大环保和基建领域的投入，努力扩展园林业务边界，近两年已签约多个河道综合整治和污水处理管网工程 PPP 项目，如昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目（二期）（合同额 1.71 亿元）、绥阳县洛安江流域生态文明区项目及城市绿化提升工程项目（合同额共计 3.6 亿元），同时签订了多个涉及生态环保建设领域规模庞大的框架协议，涉及投资 122.1 亿元，将为后续生态业务订单加速落地提供持续保障，具体如下：

2016 年 1 月 13 日，与新民市政府签署战略合作框架协议，合作内容包括：海绵城市建设项目；市政管网综合管廊建设项目；辽河、蒲河、柳河流域综合治理项目；污水、垃圾处理及资源利用项目；土地整理一级开发项目；重点产业园区基础设施配套项目；棚户区改造项目；城区（经济开发区）道路建设项目；再生资源产业园项目；秸秆综合利用项目等，预计总投资额 40 亿元。

2016 年 3 月 2 日，与遵义市林业局、遵义市园林绿化局签署了《生态景观建设项目合作框架协议》，重点围绕遵义市规划建设 38 个山体森林公园、一镇一公园、湿地公园、全景域景观打造、城市园林基础设施等生态景观建设领域的大型、特大型工程任务，按照相关法律、法规规定的方式展开建设合作。本协议总投资额暂定为人民币 60 亿元。

2016 年 9 月 6 日，与盘锦市大洼区住房和城乡建设局签署了《盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设框架协议》，合作内容包括盘锦市大洼县县城污水处理管网工程二期项目、泵站工程、唐家镇污水处理厂扩建工程，总投资规模约为人民币 2.1 亿元。

2016 年 10 月 17 日，与沈阳市沈北新区人民政府签署了《战略合作框架协议》，合作将立足于沈北新区景观绿化湿地公园、市政道桥、水利、宜居乡村、生态环境修复、城市供水、地下管网、城市污水处理厂、河流污染治理和两岸滨水景观等项目开发建设领域，总投资暂定 20 亿元人民币。

表 6：公司 2016 年至今签订生态环保相关合同、框架协议汇总

项目名称	金额（亿元）	签署日期	工期	合作模式
昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目 （二期）第十八标段	1.71	2016 年 11 月 8 日		PPP
绥阳县洛安江流域生态文明区项目（施工、设计一体化） 施工合同	3.00	2016 年 11 月 16 日	150 日	EPC
绥阳县城市绿化提升工程项目（施工、设计一体化）施工 合同	0.60	2016 年 11 月 16 日	150 日	EPC
合计	5.31			
战略合作框架协议名称及内容	金额（亿元）	签署日期	合作模式	
与新民市人民政府签署战略合作框架协议	40	2016 年 1 月 13 日	PPP	
与遵义市林业局、遵义市园林绿化局签署生态景观建设项目合作框架协议	60	2016 年 3 月 2 日		
盘锦市大洼县县城污水处理管网工程项目 PPP 投资建设框	2.1	2016 年 9 月 6 日	PPP	

框架协议

与沈阳市沈北新区人民政府签署战略合作框架协议	20	2016 年 10 月 17 日	PPP
合计	122.1		

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3.2、纵向延伸产业链，推进“园林+文旅”一体化

同时，公司通过前期传统园林业务的积累、研发能力提升及资源的有效整合，积极尝试将园林绿化产业链向下游延伸，开拓了旅游景区及特色小镇的打造等领域的业务发展，近两年已签约水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC 总承包）项目（合同额 7.3 亿元）、遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目园林绿化及配套工程设计施工总承包合同（合同额共计 3.23 亿元），同时签订了多个文旅领域框架协议，涉及投资 85.5 亿元，具体如下：

2016 年 8 月 18 日，与安顺市西秀区人民政府签署了《战略合作框架协议》，合作总投资规模约为 10 亿元人民币，合作项目主要内容：轿子山龙兴村、旧州镇 甘棠堡村、七眼桥镇山岚村和章庄村及双堡镇山京村等 5 个村的美丽乡村建设等。

2016 年 9 月 29 日，与巴东县人民政府签署了《巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发战略合作框架协议》，合作内容主要为巴东县高铁小镇及周边旅游资源和旅游配套基础设施的投资开发、建设、运营、管理。项目总投资约为人民币 30 亿元。

2017 年 1 月 25 日，与抚远市人民政府签署了《抚远市滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作框架协议书》。合作内容包括抚远市滨江公园建设工程、南山公园建设工程，总投资额暂定为人民币 5.5 亿元。

2017 年 2 月 16 日，与枝江市人民政府签署了《枝江市旅游资源开发暨金湖湿地公园项目战略合作框架协议》。合作内容：枝江市旅游资源的投资、建设和运营，包括不限于金湖湿地公园、董市古镇、江口古镇等旅游资源项目开发涉及的市政基础设施、旅游开发配套及生态环境治理的建设、运营、管理。项目总投资 20 亿元人民币，其中金湖湿地公园建设投资不低于 1 亿元。

2017 年 4 月 5 日，与湖北省孝感市双峰山旅游度假区管委会、天星投资基金管理有限公司签署了《孝感市双峰山旅游度假区项目综合投资开发建设战略合作框架协议》，内容涉及青龙洞、仙女湖、白云古寨 3 个旅游项目的开发，总投资暂定 20 亿元人民币。

表 7：公司 2016 年至今签订文旅相关合同、框架协议汇总

项目名称	金额（亿元）	签署日期	工期	合作模式
水浒影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工（EPC 总承包）项目	7.30	2017 年 3 月 13 日	400 日	EPC
遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目园林绿化及配套工程设计施工总承包合同	3.23	2017 年 3 月 23 日	450 日	
合计	10.53			

战略合作框架协议名称及内容	金额（亿元）	签署日期	合作模式
与安顺市西秀区人民政府签署战略合作框架协议	10	2016 年 8 月 18 日	PPP
巴东县高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发战略合作框架协议	30	2016 年 9 月 29 日	不限于 PPP/EPC

抚远市滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作框架协议书	5.5	2017 年 1 月 25 日	PPP
枝江市旅游资源开发暨金湖湿地公园项目战略合作框架协议	20	2017 年 2 月 17 日	不限于 PPP/EPC/BOT
孝感市双峰山旅游度假区项目综合投资开发建设战略合作框架协议	20	2017 年 4 月 5 日	PPP/EPC/直接投资
合计	85.5		

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

3.4、股权激励叠加配股融资，助推业绩加速成长

公司于 16 年 7 月完成向管理层核心员工等 212 名激励对象限制性授予股票合计 800 万股，占授予前公司总股本的 3.33%，授予价格为 9.44 元/股。此次股权激励对象覆盖广，包括高层及核心管理及技术人员，占员工总数的 24.77%，充分调动员工积极性。本次股权激励分 3 期解锁，每期锁定时间为 12 个月，三期解锁比例依次为 50%、30%、20%。同时，股权激励解锁条件相对苛刻，2016-2018 年相比 2015 年，净利润增长率不低于 40%、82%、127.5%，即承诺净利润分别为 1.34、1.75、2.18 亿元（公司 16 年加回激励成本后的净利润为 1.52 亿元，较 2015 年度增长 57.17%，达成第一期解锁成就），为未来公司业绩树立了高增长目标，体现了管理层对公司未来发展的决心。

表 8：本次授予限制性股票的各年度绩效考核目标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	相比 2015 年，2016 年净利润增长率不低于 40%
第二个解锁期	相比 2015 年，2017 年净利润增长率不低于 82%
第三个解锁期	相比 2015 年，2018 年净利润增长率不低于 127.5%

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

17 年 3 月，公司拟采用配股方式募集不超过 12 亿元资金，用于推进重点市政项目的建设以及补充流动资金。在二级市场定增在再融资收紧的背景下，此次配股融资将缓解公司在手项目的资金压力，增强现金流。公司实际控制人及其一致行动人（合计持股 43%）承诺将全额认购本次配股的可配售股份，充分彰显了对公司未来发展前景的信心。

表 9：本次配股募集资金的使用计划

项目名称	总投资额 (亿元)	募集资金拟投入 金额 (亿元)
文科生态技术与景观设计研发中心项目	2.00	2
绥阳县洛安江流域生态文明区 EPC 项目	2.29	1.7
遵义市南部新区中药材种植观光旅游区(百草园)建设 EPC 项目	2.50	2.35
哈密市西部片区核心区中心景观轴和道路及地下管线基础设施建设工程 PPP 项目	3.05	3.05
补充工程施工业务配套流动资金	2.90	2.9
合计	12.73	12

数据来源：公司公告，新时代证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测

园林工程：

假设：1) 受益于公司大力拓展 PPP 业务带来的订单加快落地，转化营收加速，公司园林工程 2016 年营收经历同比增长 50.02% 的高速增长，我们预计 PPP 模式带动的订单放量具有可持续性，并考虑一定的基数效应增速渐趋缓，2017-2019 年营业收入年增速为 45%/42%/40%；2) 由于生态环保业务毛利率较传统地产市政园林高，假设公司毛利率保持在 22.5% 左右。

由此预计公司装饰工程施工 17-19 年营业收入约为 21.27/30.20/42.29 亿元，对应毛利润为 4.79/6.80/9.51 亿元。

表 10：公司园林工程业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	977.88	1466.96	2127.09	3020.47	4228.66
YOY	8.43%	50.02%	45.00%	42.00%	40.00%
毛利	230.70	301.04	478.60	679.61	951.45
毛利率	23.59%	20.52%	22.50%	22.50%	22.50%

资料来源：新时代证券研究所

园林设计：

假设：公司园林设计业务营收占比很小且增速平缓、毛利率稳定，预计 2017-2019 年增速将维持在 10% 上下，毛利率与前期持平，稳定在 30% 附近。

据此估计公司土建施工业务 17-19 年营业收入约为 0.53/0.58/0.64 亿元，对应毛利润约为 0.16/0.17/0.19 亿元。

表 11：公司园林设计业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	46.36	47.89	52.68	57.95	63.74
YOY	8.98%	3.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	14.19	14.42	15.80	17.38	19.12
毛利率	30.61%	30.11%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：新时代证券研究所

园林养护：

假设：园林养护业务营 2016 年营收增速为 33.26%，假设由于基数效应 2017-2019 年从 30% 逐年递减，毛利率持平在 50% 左右。

预计装饰工程设计业务 17-19 年营业收入约为 296/371/445 万元，对应毛利润约为 148/185/222 万元。

表 12：公司园林养护业务营业收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1.71	2.28	2.96	3.71	4.45
YOY	420.06%	33.26%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利	0.48	1.13	1.48	1.85	2.22

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	28.29%	49.56%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：新时代证券研究所

主要财务指标：

表 13：文科园林主要财务指标（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1045.94	1517.13	2182.74	3082.12	4296.85
YOY (%)	10.72	45.05	43.87	41.20	39.41
毛利率 (%)	25.37	20.87	22.72	22.67	22.64
期间费用	94.59	125.10	169.26	241.88	338.82
占比 (%)	9.04	8.25	7.75	7.85	7.89
归母净利	96.92	139.57	251.36	354.81	496.03
YOY (%)	7.50	44.01	80.09	41.16	39.80

资料来源：新时代证券研究所

4.2、估值

根据我们的盈利预测，文科园林在 2017 年至 2019 年营业收入分别为 21.83、30.82、42.97 亿元，归母净利分别为 2.51、3.55、4.96 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.01、1.43、2.00 元，当前股价对应 PE 分别为 21、15、11x。公司作为园林行业龙头，在由传统地产园林业务转型市政园林工程的基础之上，受益 PPP 模式并拓展市场前景巨大、利润水平更高的生态环保及文化旅游相关业务，未来业绩极具成长性，维持“推荐”评级。

5、风险提示

PPP 模式风险；项目拓展不及预期；账款回收风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1728	1912	2551	3458	4651	营业收入	1046	1517	2183	3082	4297
现金	299	455	500	550	600	营业成本	781	1201	1687	2383	3324
应收账款	475	458	644	910	1269	营业税金及附加	36	13	19	27	37
其他应收款	59	73	105	148	206	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	22	13	14	20	28	管理费用	70	107	153	216	301
存货	720	809	1136	1605	2239	财务费用	24	18	16	26	38
其他流动资产	154	106	152	225	309	资产减值损失	16	20	20	22	24
非流动资产	42	263	261	258	257	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	16	16	16	16	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	18	24	32	32	32	营业利润	119	158	288	408	573
无形资产	1	12	11	10	9	营业外收入	1	6	6	6	6
其他非流动资产	23	211	201	201	201	营业外支出	0	1	1	2	2
资产总计	1770	2175	2812	3716	4908	利润总额	120	163	292	413	577
流动负债	628	869	1283	1886	2656	所得税	23	23	41	58	81
短期借款	206	380	600	927	1329	净利润	97	140	251	355	496
应付账款	234	324	455	643	897	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	188	165	228	316	429	归属母公司净利润	97	140	251	355	496
非流动负债	40	76	85	85	85	EBITDA	146	179	312	442	618
长期借款	40	0	0	0	0	EPS (元)	0.81	0.56	1.01	1.43	2.00
其他非流动负债	0	76	85	85	85						
负债合计	668	945	1368	1971	2741	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-335	0	0	0	0	成长能力					
股本	120	248	248	248	248	营业收入(%)	10.7	45.0	43.9	41.2	39.4
资本公积	562	522	522	522	522	营业利润(%)	4.0	33.0	82.1	41.9	40.3
留存收益	755	460	674	976	1397	归属于母公司净利润(%)	7.5	44.0	80.1	41.2	39.8
归属母公司股东权益	1437	1230	1444	1745	2167	获利能力					
负债和股东权益	1770	2175	2812	3716	4908	毛利率(%)	25.4	20.9	22.7	22.7	22.6
						净利率(%)	9.3	9.2	11.5	11.5	11.5
						ROE(%)	6.7	11.3	17.4	20.3	22.9
						ROIC(%)	8.3	9.4	12.8	14.0	15.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.7	43.4	48.7	53.0	55.8
						净负债比率(%)	16.4	17.5	21.3	24.9	27.1
						流动比率	2.8	2.2	2.0	1.8	1.8
						速动比率	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
						应收账款周转率	2.5	3.3	4.0	4.0	3.9
						应付账款周转率	3.0	4.3	4.3	4.3	4.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.81	0.56	1.01	1.43	2.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.28	0.31	-0.50	-0.74	-0.95
						每股净资产(最新摊薄)	11.98	4.96	5.82	7.04	8.74
						估值比率					
						P/E	26.38	37.87	21.03	14.89	10.65
						P/B	1.78	4.30	3.66	3.03	2.44
						EV/EBITDA	29.16	23.8	13.7	9.6	6.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图 1: 公司生产基地分布	3
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 公司 2016 年分产品营收占比	4
图 4: 公司 2016 年分地区营收占比	4
图 5: 公司上市以来单季度营收及增速情况	5
图 6: 公司上市以来单季度归母净利润及增速情况	5
图 7: 公司近年单季度毛利率及净利率变化	5
图 8: 2016 年同行业公司毛利率对比图	5
图 9: 公司资产负债率变化	6
图 10: 公司单季度经营性现金流净额	6
图 11: 房地产开发投资及增速情况	6
图 12: 房地产新开工面积及增速情况	6
图 13: 我国近年城镇化率水平	7
图 14: 我国城市建成区面积与绿化覆盖率	7
图 15: 我国近年市政园林绿化建设投资情况	7
图 16: PPP 模式结构关系图	8
图 17: 全国 PPP 入库项目投资额 (万亿元)	8
图 18: 全国 PPP 入库项目落地率 (%)	8
图 19: 海绵城市示意图及所涉及产业	9
表 1: 海绵城市重要政策梳理	9
图 20: 特色小镇的内涵	11
表 2: 特色小镇重要政策梳理	11
表 3: 生态园林类公司业务资质一览	12
表 4: 公司 2016 年至今新签订单汇总	13
表 5: 公司 2016 年至今新签框架协议汇总	13
图 21: 近年公司前五大客户年度销售额占比情况	14
图 22: 公司重要房地产开发企业合作伙伴	15
图 23: 云南昆明万达滇池卫城	15
图 24: 启东威尼斯国际水城园林景观工程	15
图 25: 辽宁大连万达海公馆	15
图 26: 东莞万科金域松湖	15
表 6: 公司 2016 年至今签订生态环保相关合同、框架协议汇总	16
表 7: 公司 2016 年至今签订文旅相关合同、框架协议汇总	17
表 8: 本次授予限制性股票的各年度绩效考核目标	18
表 9: 本次配股募集资金的使用计划	18
表 10: 公司园林工程业务营业收入预测 (百万元)	19
表 11: 公司园林设计业务营业收入预测 (百万元)	19
表 12: 公司园林养护业务营业收入预测 (百万元)	19
表 13: 文科园林主要财务指标 (百万元)	20

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间10年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>