新时代证券 New Times Securities

重组终止不改龙头地位，补涨预期强

公司点评

◆ **事件：**

因本次重大资产重组条件尚未成熟，公司与交易对方决定终止筹划本次重大资产重组，公司股票将于 9 月 29 日开市起复牌。本次重大事项的终止不会影响公司的发展战略和正常经营。

◆ **点评：**

◆ **公司龙头地位稳固，重组终止无碍公司正常运营与发展**

公司原拟采用发行股份及支付现金相结合的方式购买水务环保行业资产，因条件尚未成熟原资产重组方案终止筹划，我们认为此次重组终止不会影响公司的正常经营和发展战略。公司近年来积极通过并购寻求外延式发展，2016 年以来相继收购星河园林、锦源环保、山艺园林、北京盖雅及南兴建筑，不断完善公司业务，打造生态环境建设与运营全产业链综合服务商。2016 年公司实现营收 45.73 亿元，同增 75%，2017 年上半年实现营收 27.95 亿元，同增 92.84%，营收规模位居上市园林工程板块第二，行业龙头地位稳固。

◆ **公司在手订单充足，股权激励充分，共促业绩高增长**

公司今年以来新签订单 109.01 亿元，其中 PPP 项目 85.23 亿元，占比 78.18%；16 年以来公司订单合计 195.49 亿元，对比 16 年营收 45.73 亿元，订单收入保障比为 4.3 倍，在手订单充足，支撑未来业绩高成长。9 月 6 日公司推出第二期员工持股计划，激励对象覆盖面广，充分调动管理层及骨干员工作积极性，行权业绩考核目标为 2018-2020 年全年净利润分别不低于 10.19 亿元、13.31 亿元、17.37 亿元，18 年业绩目标相对于 16 年增长 95.2%，19-20 年业绩目标增速分别为 30.6%、30.5%，激励计划为未来业绩制定高速增长目标。

◆ **经营状况良好，中报业绩符合市场预期：**

公司 2017 年上半年实现营收 27.95 亿元，同比上升 92.84%；归母净利润 2.69 亿元，同比上升 51.80%，业绩继续高增长，符合市场预期。公司所承接的 PPP 项目进展顺利，并积极布局特色小镇，签署相关框架协议，同时参与发行可转债、成立产业基金，拓宽 PPP 融资渠道。

◆ **停牌期间板块上涨明显，公司补涨预期强烈：**

公司于 8 月 4 日停牌以来，所属园林工程板块上涨 4.79%，最高涨幅达 11.61%；相关可比公司涨幅亦达 20%以上，并创股价新高。公司作为园林板块龙头之一，在手 PPP 订单充足，项目落地进展顺利，业绩高速成长，复牌之后补涨预期强烈。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2018 年 EPS 为 0.54 元、0.74 元。当前股价对应 2017 年的 PE 为 22.7 倍，维持**“强烈推荐”**评级。

◆ **风险提示：**PPP 项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	2613	4,573	8,091	11,576	15,633
增长率(%)	30.5	75.0	76.9	43.1	35.0
净利润(亿元)	306.0	522	825	1,126	1,480
增长率(%)	25.2	70.6	58.1	36.4	31.5
毛利率(%)	26.9	26.8	26.7	26.3	26.1
净利率(%)	11.7	11.4	10.2	9.7	9.5
ROE(%)	8.6	10.2	14.2	16.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.34	0.54	0.74	0.97
P/E(倍)	32.51	35.9	22.7	16.6	12.6
P/B(倍)	2.79	3.7	3.2	2.8	2.3

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐（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 (执业证书编号：S0280117090007)
wangmeng@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.08.03
收盘价(元)：	12.32
总股本(亿股)：	15.2
总市值(亿元)：	187.22
一年最低/最高(元)：	10.87/15.5
近 3 月换手率：	40.19%

股价表现(一年)

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对		-12.39	-13.89
绝对		-8.4	4.02

相关研报

员工持股彰显信心，助推业绩加速成长 2017-09-05

PPP 模式步入正轨，并购融资多点开花 2017-08-21

PPP 加速订单落地，推动全年高成长 2017-08-08

附表 1：公司 2017 年项目中标情况

项目名称	金额（亿元）	签订日期	工期	备注
宁海县城市基础设施 PPP 项目	7.99	2017 年 1 月 9 日（签署合同）	3 年（建设期）8 年（运营期）	
临湘市长安文化创意园 PPP 项目	3.00	2017 年 3 月 23 日（签署合同）	3 年（建设期）13 年（运营期）	PPP
海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目	2.04	2017 年 3 月 30 日（签署合同）	1 年（建设期）10 年（运营期）	PPP
江西省抚州市抚河流域生态保护及综合治理（一期工程）PPP 项目	7.22	2017 年 5 月 19 日（签署合同）	20 年（建设期 2 年，运营期 18 年）	PPP
凤冈县龙潭河县城河段综合治理项目（二期）勘测设计施工总承包（EPC）	4.38	2017 年 6 月 12 日（签署合同）	24 个月	PPP
华阴市长涧河流域综合治理工程（一期）PPP 项目	2.02	2017 年 7 月 4 日（签署合同）	15 年（含建设期 2 年）	PPP
保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目	3.56	2017 年 7 月 7 日（签署合同）	建设期约为 2 年，经营期为 30 年	
中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	5.37	2017 年 7 月 7 日（签署合同）	3 年（建设期）17 年（运营期）	EPC
姚安县河库连通工程岔河引水项目社会资本采购	3.35	2017 年 7 月 24 日（签署合同）	建设期 3.5 年，运营期 6.5 年	PPP
伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	3.58	2017 年 7 月 24 日（签署合同）	建设期 2 年	PPP，联合中标
日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	8.00	2017 年 7 月 24 日（中标）	15 年，建设期 1 年、运营年限 14 年	ROT+BOT，项目总投资 9 亿元
遵义市新蒲新区新中湖湿地公园工程建设项目	9.40	2017 年 7 月 24 日（签署合同）	365 天	联合中标，项目总投资 10.6 亿元
乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（C 包）PPP 项目	7.27	2017 年 7 月 27 日（中标）	10 年，建设期 2 年、运营年限 8 年	PPP
滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目	11.00	2017 年 7 月 28 日（签署合同）	建设期 3 年，运营期 12 年	PPP，项目总投资 16.38 亿元
乌鲁木齐高新区（新市区）2017 年美丽乡村建设 PPP 项目（B 包）	10.07	2017 年 8 月 2 日（签署合同）	建设期约为 2 年，经营期为 10 年	BOT，联合中标，项目总投资约 13.12 亿元
盘县西冲河统筹城乡发展乡村旅游综合体 PPP 项目	10.76	2017 年 8 月 10 日（中标）	建设期 2 年，运营期 13 年	BOT，联合中标
乌当区松溪河环溪河水生态环境综合治理项目施工（一标段）项目	3.00	2017 年 9 月 8 日（签署合同）	870 天	联合中标，项目总投资 4.84 亿元
凯里市清水江生态治理建设工程一标段（镰刀湾）至湾溪设计施工总承包（EPC）项目	7.00	2017 年 9 月 8 日（签署合同）	730 天	EPC

资料来源：新时代证券研究所

附表 2：公司 2017 年框架协议签订情况

项目名称	金额（亿元）	签订日期	工期	备注
平远县仁居特色小镇及生态环境治理项目战略合作协议	20.00	2017 年 6 月 21 日	5 年	EPC,PPP,投融资
思南县白鹭湖旅游度假区项目	30.00	2017 年 7 月 19 日	15 年	EPC,PPP,投融资

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4069	6932	11287	15605	20620
现金	1173	1283	1400	1400	1400
应收账款	250	753	1236	1768	2388
其他应收款	66	342	605	866	1169
预付账款	11	32	41	59	80
存货	**1745**	**3385**	**5993**	**8624**	**11686**
其他流动资产	824	1137	2012	2888	3897
非流动资产	2869	4508	4675	4825	4963
长期投资	178	328	328	328	328
固定资产	317	611	882	1084	1266
无形资产	1	500	450	405	365
其他非流动资产	**2373**	**3069**	**3015**	**3009**	**3004**
资产总计	**6938**	**11440**	**15962**	**20431**	**25583**
流动负债	2309	4286	8074	11551	15405
短期借款	1050	1580	4358	6340	8465
应付账款	651	1492	2640	3800	5149
其他流动负债	**609**	**1214**	**1076**	**1411**	**1791**
非流动负债	1368	1899	1920	1941	1962
长期借款	820	498	498	498	498
其他非流动负债	**548**	**1401**	**1422**	**1443**	**1464**
负债合计	**3677**	**6185**	**9995**	**13492**	**17367**
少数股东权益	-310	137	148	163	182
股本	808	1520	1520	1520	1520
资本公积	1341	2080	2080	2080	2080
留存收益	1423	1518	2219	3176	4434
归属母公司股东权益	3571	5117	5819	6776	8034
负债和股东权益	**6938**	**11440**	**15962**	**20431**	**25583**

现金流量表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-57	-627	-1745	-1408	-1443
净利润	306	522	825	1126	1480
折旧摊销	29	39	136	152	165
财务费用	144	166	156	216	279
投资损失	-132	-135	-100	-100	-100
营运资金变动	-1208	-1559	-2809	-2855	-3334
其他经营现金流	804	339	46	54	65
投资活动现金流	-872	-1023	-300	-310	-300
资本支出	**-217**	**-142**	**-300**	**-300**	**-300**
长期投资	-58	-149	0	0	0
其他投资现金流	-1147	-1314	-600	-610	-600
筹资活动现金流	1350	1760	2162	1718	1743
短期借款	**0**	**0**	**2778**	**1982**	**2125**
长期借款	370	-104	-456	0	0
普通股增加	302	712	0	0	0
资本公积增加	653	740	0	0	0
其他筹资现金流	**25**	**413**	**-159**	**-264**	**-381**
现金净增加额	**421**	**110**	**117**	**0**	**0**

利润表（亿元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2613**	**4573**	**8091**	**11576**	**15633**
营业成本	1910	3348	5927	8530	11558
营业税金及附加	57	33	59	84	113
营业费用	0	16	27	39	53
管理费用	296	531	1011	1447	1954
财务费用	144	166	156	216	279
资产减值损失	10	48	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	132	135	100	100	100
营业利润	329	567	960	1311	1725
营业外收入	**10**	**45**	**10**	**10**	**10**
营业外支出	2	6	9	10	11
利润总额	336	605	961	1311	1724
所得税	**32**	**76**	**125**	**170**	**224**
净利润	304	529	836	1140	1500
少数股东损益	**-2**	**7**	**11**	**15**	**19**
归属母公司净利润	306	522	825	1126	1480
EBITDA	**502**	**771**	**1253**	**1679**	**2169**
EPS（元）	0.38	0.34	0.54	0.74	0.97

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	75.0	76.9	43.1	35.0
营业利润(%)	11.8	72.3	69.5	36.5	31.6
归属于母公司净利润(%)	25.2	70.6	58.1	36.4	31.5
获利能力					
毛利率(%)	26.9	26.8	26.7	26.3	26.1
净利率(%)	11.7	11.4	10.2	9.7	9.5
ROE(%)	8.6	10.2	14.2	16.6	18.4
ROIC(%)	8.0	8.2	9.0	9.6	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	54.1	62.6	66.0	67.9
净负债比率(%)	30.4	22.2	30.4	33.5	35.0
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	13.4	9.1	8.1	7.7	7.5
应付账款周转率	3.0	3.1	2.9	2.6	2.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.34	0.54	0.74	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	-0.41	-1.15	-0.93	-0.95
每股净资产(最新摊薄)	4.42	3.37	3.83	4.46	5.29
估值比率					
P/E	32.51	35.86	22.68	16.63	12.65
P/B	2.79	3.66	3.22	2.76	2.33
EV/EBITDA	21.02	13.7	8.4	6.3	4.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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

广深地区：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/