

行业春风起，打造园林设计上市公司第一品牌

公司深度研究

◆ 绿色发展、美丽中国推动园林板块迎来黄金发展期：

受益于十八大提出的五大发展理念、“十三五”规划等国家级政策支持 and 经济发展、消费升级带来的环境需求升级，园林行业迎来高速发展期。分板块来看，建设雄安新区、推进城镇化、旧城改造等契机带给市政园林广阔发展空间；旅游消费水平仍处地位、民众文化消费需求上涨、“高速时代”来临给旅游业带来转型升级机遇，同时利好休闲度假园林板块；作为生态文明建设的重要举措，按照《全国湿地保护工程规划》，生态湿地园林建设项目来源有保障；住宅开工面积重回上升通道、地产园林在销售中的重要程度不断提升，给地产园林板块创造了新蓝海。

◆ 树立行业地位及品牌美誉，园林设计先锋沐浴行业春风：

公司作为全国首批七家园林甲级设计院之一，凭借行业深厚的设计经验和科研成果，公司先后完成了西湖、西溪湿地、“G20 杭州峰会”、“金砖厦门峰会”景观设计等综合性设计作品，赢得了广泛的市场认可以及良好的社会效应。并于2017年5月在深交所成功挂牌上市，成为A股市场首家以园林设计为主营业务的上市公司。在园林行业发展热度持续上升的未来，公司凭借技术、品牌积累，及上市公司的融资优势，将深度受益行业空间的扩展和市占率的提升。

◆ 区位优势享江浙政策红利，全国性市场开拓卓有成效：

浙江、江苏作为全国最为重视生态园林的省份之一，两省的园林绿化投资额2013~2015占全国的比重为20.6%、23.8%、18.5%。公司实施“立足杭州、放眼全国”的发展战略，相继成立南京分公司和青岛分公司，全国布局开始开花结果。江苏省的业务占比近三年为20.10%、15.95%及21.93%，已成为公司的第二大业务来源；山东省近三年占比为10.17%、3.25%和15.38%，开设分公司的两省已成为公司浙江省外最重要的业务来源地。同时，公司拟在沈阳、西安、武汉、成都、南宁新设分院，扩张蓄势待发。

◆ 高层次人才、专利技术提升核心竞争力，携手东方园林深化战略合作：

公司人才层次高、技术实力强，截至2016年底，获得10项国内实用新型专利和31项软件著作权，主编、参编《植物园设计规范》等多个国家级设计规范文件，掌握行业话语权。今年6月，公司与东方园林签订了《战略合作框架协议》，以期通过战略合作达到优势互补，进一步提升公司拿单能力，扩大市场占有率。

◆ **财务预测与估值：**预计公司2017~2019年实现归母净利润4035/6024/8501万元，同比增长59.76%/49.28%/41.11%，对应EPS为0.32/0.47/0.66元。当前股价对应2017~2019年的PE为148.64/99.57/70.56倍，维持“推荐”评级。

◆ **风险提示：**业绩不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	108.16	116.20	176.68	252.69	346.26
增长率(%)	-4.55	7.43	52.05	43.02	37.03
净利润(百万元)	14.05	25.26	40.35	60.24	85.01
增长率(%)	-40.09	79.79	59.76	49.28	41.11
毛利率(%)	51.78	55.57	58.51	58.52	58.73
净利率(%)	12.99	21.74	22.84	23.84	24.55
ROE(%)	8.87	14.24	9.47	12.38	14.87
EPS(摊薄/元)	0.29	0.53	0.32	0.47	0.66
P/E(倍)	160.09	89.05	148.64	99.57	70.56
P/B(倍)	14.20	12.68	14.07	12.33	10.49

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

市场数据

时间 2017.11.22

收盘价(元)：46.86
总股本(亿股)：1.28
总市值(亿元)：59.98
近3月换手率：1,384.06%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.95	32.41	917.49
绝对	0.71	45.08	939.38

相关研报

三季度业绩高增长，上市及PPP打开成长空间

2017-10-19

目 录

1、 A 股首家园林设计上市公司.....	3
1.1、 首批甲级园林设计单位, 铸就园林经典工程.....	3
1.2、 股权结构及实际控制人.....	3
1.3、 公司经营业绩进入上升通道.....	4
1.3.1、 业务增长迅速.....	5
1.3.2、 综合毛利率保持稳定.....	5
1.3.3、 收现比较高, 回款能力强.....	6
1.3.4、 期间费用上升, 优化空间大.....	7
2、 园林行业是绿色发展的助推器, 美丽中国的建设者.....	8
2.1、 美丽中国深度开拓园林工程市场空间.....	8
2.1.1、 市政园林新建旧改齐驱动.....	9
2.1.2、 休闲度假园林建设窗口显现.....	10
2.1.3、 生态湿地市场发展潜力深.....	11
2.1.4、 多层次房地产市场保证地产园林稳定需求.....	12
2.2、 PPP 模式进一步拉动内需, 资产证券化盘活存量.....	13
2.2.1、 PPP 投资额持续上升.....	13
2.2.2、 PPP 资产证券化恰逢其时.....	14
2.3、 园林设计行业集中度低、 周期性强.....	14
2.3.1、 行业集中度低.....	14
2.3.2、 行业周期性强.....	15
3、 打造园林设计上市公司第一品牌.....	16
3.1、 得天时——园林设计先锋沐浴行业春风.....	16
3.1.1、 从“首批甲级”到“首家上市”的园林设计先锋.....	16
3.1.2、 紧抓“G20”、“金砖”峰会机遇, 树立行业地位及品牌美誉.....	17
3.1.3、 园林设计先锋沐浴行业春风.....	18
3.2、 占地利——深耕江浙, 面向全国.....	18
3.2.1、 区位优势享江浙政策红利.....	18
3.2.2、 江浙两翼重点区域后继有力, 全国性市场开拓卓有成效.....	19
3.3、 聚人和——对内重视人才, 对外强强联合.....	20
3.3.1、 高层次人才、 专利技术提升核心竞争力.....	20
3.3.2、 携手东方园林, 深化战略合作.....	21
4、 盈利预测与估值.....	22
4.1、 盈利假设和预测.....	22
4.1.1、 假设.....	22
4.1.2、 盈利预测.....	22
4.2、 股价相对估值.....	23
5、 风险提示.....	23
附: 财务预测摘要.....	24
图表目录.....	25

1、A股首家园林设计上市公司

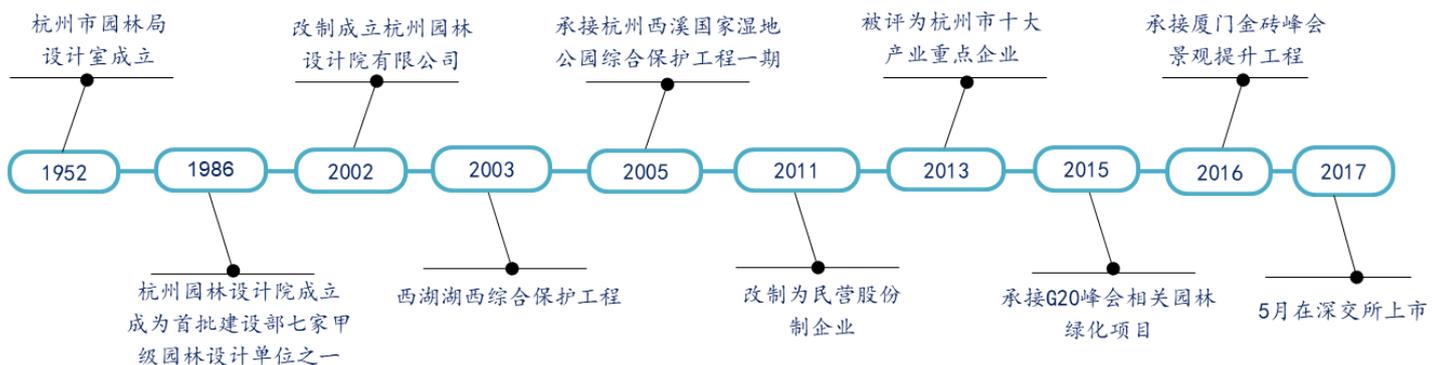
杭州园林设计院股份有限公司（股票简称：杭州园林）前身为始建于1952年的杭州园林设计院，2002年改制成立了杭州园林设计院有限公司，并于2011年改制为民营股份制企业。2017年5月5日，杭州园林在深交所成功挂牌上市，成为A股市场首家以园林设计为主营业务的上市公司。

1.1、首批甲级园林设计单位，铸就园林经典工程

公司成立已六十余年，1986年经国家计委、建设部批准成为全国首批甲级园林设计单位之一，并同时具有建筑设计甲级资质、城乡规划编制乙级资质、文物保护工程勘察设计乙级资质、市政行业（道路工程、桥梁工程）专业乙级资质等，在园林设计领域具有深厚的历史沉淀和文化积累。

近年来，公司已获得近20项全国性风景园林设计类奖项。凭借行业深厚的设计经验和科研成果，公司先后完成了西湖、西溪湿地、“G20杭州峰会”、“金砖厦门峰会”景观设计等综合性设计作品，赢得了广泛的市场认可以及良好的社会效应。

图 1：公司发展历程



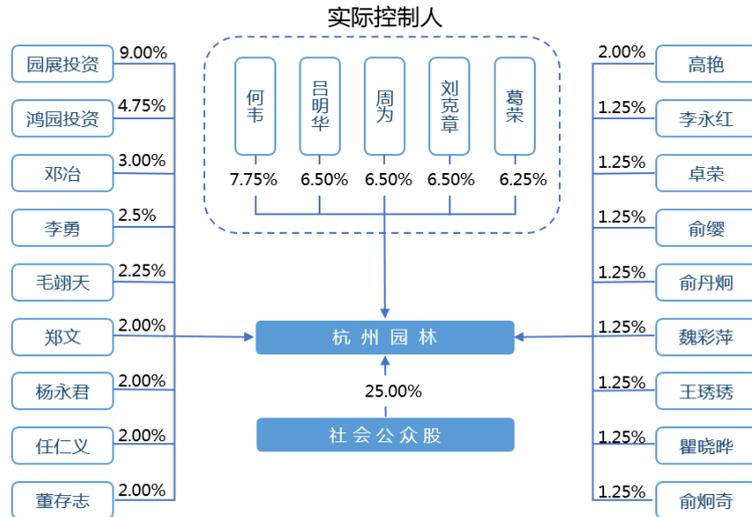
资料来源：公司资料，新时代证券研究所

1.2、股权结构及实际控制人

公司于今年5月份在深交所上市，在本次IPO前，何韦、吕明华、周为、刘克章、葛荣先生分别直接持有公司10.33%、8.67%、8.67%、8.67%、8.33%的股份，通过园展投资分别间接持有发行人0.17%、0.17%、0.17%、0.17%、0.17%的股份，合计直接和间接持有公司45.50%的股份。IPO后，原持有人的股权将被稀释为原来的75%，即五人直接和间接持有的股份稀释为34.125%，名义上仅处于相对控股地位。但鉴于公司股权较为分散，五人还是能够保持对公司的有效控制。

为了保证公司控制权的持续稳定，五人于2011年2月共同签署《一致行动人》协议，通过一致行动支配公司股东大会、董事会决策。协议的签署体现了公司大股东间的和谐、信任关系，有利于保持公司内部团结，经营方针的连续性。

图 2: IPO 后公司股权结构图



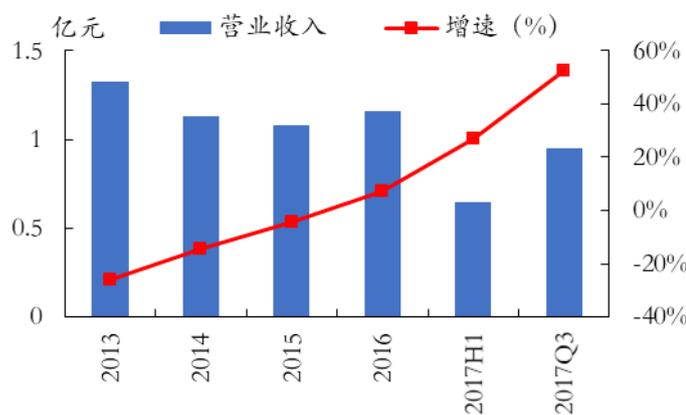
资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

公司自 2001 年改制时即推行员工持股计划，通过一系列的历史变革，员工股份由园展投资和鸿园投资代持。两公司分别以 49 位核心骨干员工以自有资金出资成立，为员工持股平台，无对外实际经营业务。员工持股计划绑定了员工和公司的共同利益，提升了员工的归属感，稳定了核心人才队伍的稳定。未来在优秀设计人才的争夺上，公司显然占尽优势。员工持股计划未来将吸引更多的青年才俊加入公司，给公司带来持续性的人才红利。

1.3、公司经营业绩进入上升通道

2014~2016 年度，公司营收分别为 11313 万元、10816 万元(-4.55%)、11620 万元(+7.44%)，归母净利润分别为 2344 万元、1405 万元(-40.05%)、2524 万元(79.63%)，净利率分别为 20.72%、12.99%、21.72%；2017 年前三季度分别实现营收 9488 万元(+52.59%)，归母净利润 1859 万元(+52.09%)，净利率为 19.60%。2015 年净利率大幅下降，主要是坏账较多所致，全年坏账损失 692.77 万元。

图 3: 公司近年营收及增速情况



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图 4: 公司近年归母净利润及增速情况



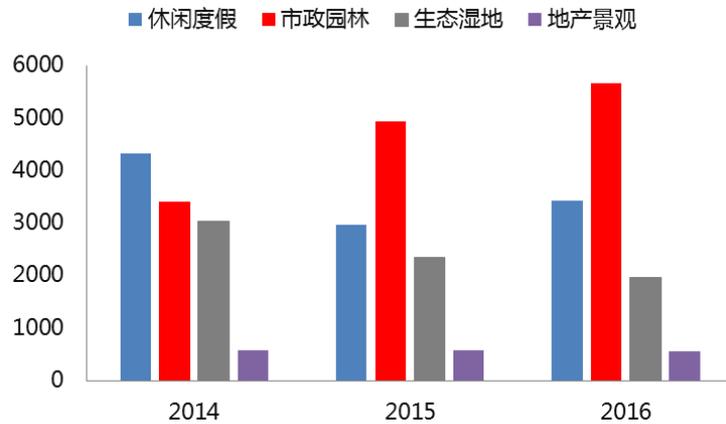
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司经营业绩进入上升通道，受国家大力发展园林以及青山绿水规划等的影响，预计未来将处于高速发展阶段。

1.3.1、业务增长迅速

公司的园林设计业务按领域细分为市政公共园林、休闲度假园林、生态湿地和地产景观园林四大领域。市政园林设计得益于G20相关项目及其带来的社会效应，营收从2014年的3403万连续三年高速增长至2016年的5668万，年复合增长率达29.06%。地产景观设计营收占比较低，2014~2016年分别为5.1%、5.3%、4.8%。

图 5：细分领域业务构成(百万元)

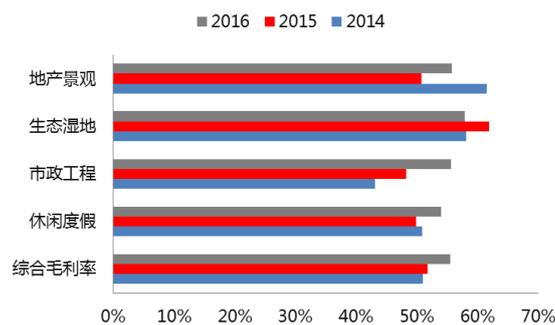


资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

1.3.2、综合毛利率保持稳定

2014~2016年综合毛利率分别为51.00%、51.78%、55.57%，2014年度和2015年度毛利率较为接近。2016年度，公司文本制作费用较2015年下降228万元，直接提升毛利率3.79%。文本制作费用减少主要原因为：一是2016年设计业务中大部分处于初步设计、施工图和施工配合阶段而不是方案阶段。这些阶段一般没有效果图制作，大幅降低了文本制作费。二是公司加强内控合规，严格控制设计成本并进行考核。

图 6：各业务毛利率



资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

各业务毛利率波动较大，并没有年度规律可寻。设计难度低、项目基地距离近、可重复性高、方案及初步设计阶段的设计任务毛利率相对较高。

表 1：分项业务毛利率

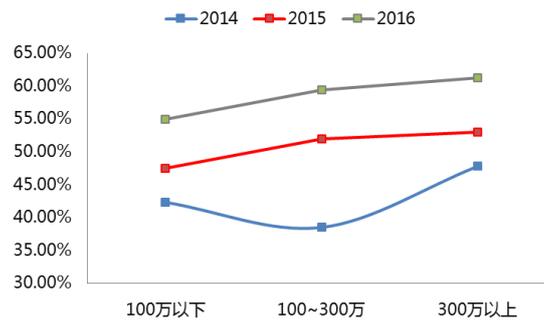
	2014	2015	2016
地产景观	61.50%	50.75%	55.72%
生态湿地	58.11%	61.85%	57.93%
市政工程	43.09%	48.25%	55.70%

休闲度假 50.84% 49.92% 53.97%

数据来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

按合同标的额来看，合同金额越高，毛利率越高(2014年例外)。设计项目的成本主要为人工、文本制作费、差旅费和其他设计成本。人工成本和设计项目收入高度相关，占营业收入的比例对稳定，设计金额大小对人工成本占营业收入的比例影响较小。而不论项目金额大小，都需走完方案、初步设计、施工图、施工配合一整套流程，时间成本、交流成本、人力成本并不随着合同额等比例下降。公司2016年新签合同总计195个，其中合同金额100万元以下合同170件，占比87%。公司获取大型项目的能力有待提高，毛利率还有持续增长的潜力。

图7：合同额与毛利率的相关性

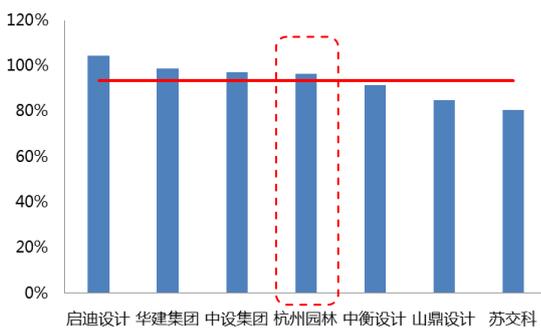


资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

1.3.3、收现比较高，回款能力强

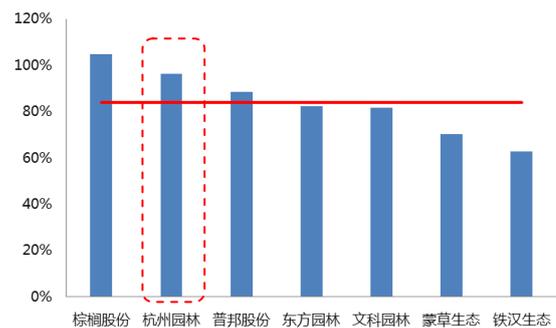
与设计类企业(启迪设计、华建集团、中设集团、中衡设计、山鼎设计、苏交科)比较，公司的收现比排名中游，比均值93.44%略高2.95%。与园林类企业(棕榈股份、普邦股份、东方园林、文科园林、蒙草生态、铁汉生态)相比，公司的收现比排名较为靠前，比均值83.77%高12.61%。

图8：收现比与设计公司比较



资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

图9：收现比与园林公司比较



资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

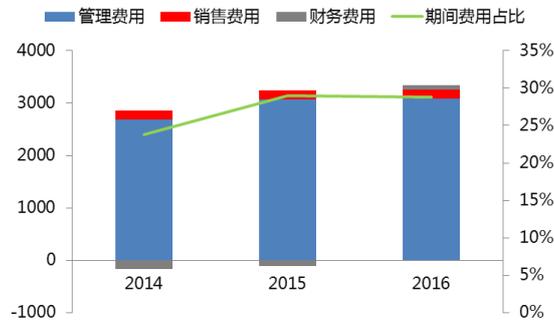
从同行比较或公司自身96.39%的收现比来看，公司的回款能力较强。一是公司项目为纯园林设计，施工阶段仅作为配合辅助，一般设计合同中规定95%的设计收入在施工图完成后就已确认，项目周期较短；二是公司完成合同大部分为100万以下小项目，客户自身实力不强，资金流较为紧张。对于此类客户，公司的催款能力较强，设计款一旦跟不上，公司只要切断图纸供应或者后续服务，工程便难以继续，客户的资金成本迅速上升，只得选择付款。三是按照现有国家规定，工程竣工交付验收时，竣工图纸必须经原设计单位审阅盖章后方能完成竣工手续投入运营。正常情况下，设计企业在收到尾款后才会组织审阅竣工图，这也从另一方面导致设

计企业的回款能力较强。

1.3.4、期间费用上升，优化空间大

公司的期间费用上升较快,2014~2016年分别为2697.19、3134.93和3345.62万元,年复合增长率11.37%;在营收中的占比也从2014年的23.80%增长到2016年的28.79%。

图 10：期间费用(万元)及与营收占比

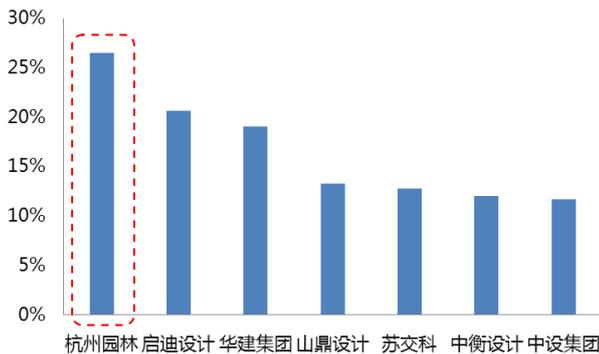


资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

财务费用由2014年的-162.53万增长到2016年的84.30万,从利息收入变为利息支出。随着公司业绩的长期稳健,伴随着上市的契机,公司融资变得逐渐容易。2016年公司获得9000万元的长期借款用于发展公司业务改善现金流。此笔款项的利息支出导致财务费用快速上升。2016年公司单位财务费用为0.007,处于较低水平,财务状况良好。

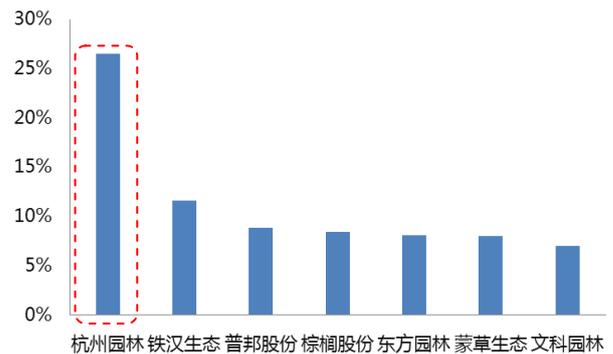
销售费用近三年来保持稳定,占营收的比在1.5~1.6%之间。随着公司上市、市场声誉的提升,结合所承接项目合同额扩大的趋势,同时抵消市场白热化、同质化竞争的不利因素,预测公司的销售费用将保持在1.5%。

图 11：管理费用占比与设计公司比较



资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

图 12：管理费用占比与园林公司比较



资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

期间费用中的九成以上为管理费用,呈逐年上升趋势,主要是工资与奖金、研发费用、业务招待费增长较快。从设计行业、园林行业来看,公司管理费用占比较高,存在很大的优化潜力。随着公司上市,更加规范化的企业治理制度将有助于公司在管理费用上的控制,管理费用占比将会下降到比较合理的水平。

2、园林行业是绿色发展的助推器,美丽中国的建设者

2.1、美丽中国深度开拓园林工程市场空间

近年来,随着国民经济发展、人民生活水平不断提高,绿色发展、生态文明建设从边缘化的政治口号正式向政策核心发展。2012年,中共十八大报告提出把生态文明建设放在突出地位,融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程,努力建设美丽中国,实现中华民族永续发展。这是美丽中国首次作为执政理念提出,也是中国建设五位一体格局形成的重要依据。

十八届五中全会上,习近平同志提出创新、协调、绿色、开放、共享“五大发展理念”,将绿色发展作为关系我国发展全局的一个重要理念,作为“十三五”乃至更长时期我国经济社会发展的一个基本理念。

“十三五”规划首次将“加快改善生态环境”作为独立篇章写入五年规划,足以体现绿色发展的政策地位。规划提出以提高环境质量为核心,以解决生态环境领域突出问题为重点,加大生态环境保护力度,提高资源利用效率,为人民提供更多优质生态产品,协同推进人民富裕、国家富强、中国美丽。

图 13: “十三五”规划加强生态保护修复框架



资料来源:“十三五”规划,新时代证券研究所

“十三五”规划更是以独立章节强调“加强生态保护修复”在改善生态环境中的重要地位,提出要扩大生态产品供给,丰富生态产品,优化生态服务空间配置,提升生态公共服务供给能力。加大风景名胜区、森林公园、湿地公园、沙漠公园等保护力度,加强林区道路等基础设施建设,适度开发公众休闲、旅游观光、生态康养服务和产品。加快城乡绿道、郊野公园等城乡生态基础设施建设,发展森林城市,建设森林小镇。打造生态体验精品线路,拓展绿色宜人的生态空间。

作为生态文明建设的落地政策,中共中央办公厅、国务院办公厅于2016年12月联合发布了《生态文明建设目标评价考核办法》,对各地党委、政府落实生态文明建设形成压力,对建设情况进行年度评价和五年考核。根据考核办法,国家发展改革委、国家统计局、环境保护部、中央组织部联合发布《绿色发展指标体系》和《生态文明建设考核目标体系》作为生态文明建设目标评价考核的依据,《绿色发展指标体系》包括了资源利用、环境治理、环境质量、生态保护、增长质量、绿色生活、公众满意程度7个一级指标、56个二级指标。其中,湿地保护率(权重1.83)、城市建成区绿地率(权重0.92)、单位GDP二氧化碳排放降低(权重2.75)、可治理沙化土地治理率(权重1.83)等评价指标与园林风景行业呈极高正相关关系。

作为生态产品直接供给者的园林风景行业，是绿色发展的助推器、美丽中国的建设者，直接受益生态文明建设各项政策，业内市政园林、休闲度假园林、生态湿地和地产景观园林四大领域不同程度获得政策支持。

表 2：园林设计子领域简介

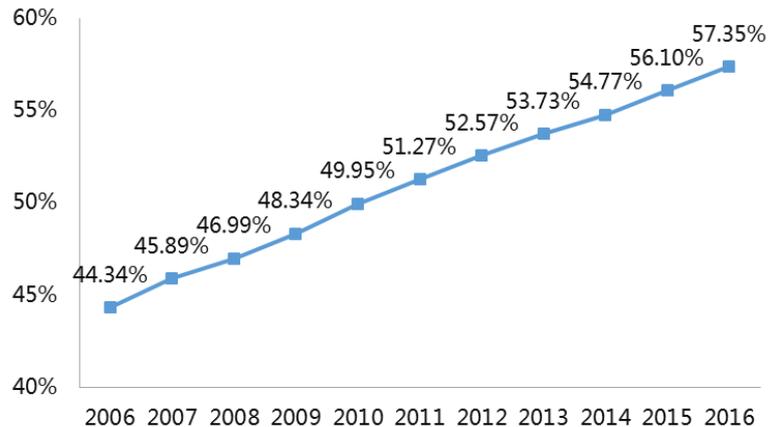
子领域	简介
市政园林	以各级政府或政府背景企业为投资主体建设的公共绿地、市政道路绿化、广场、公园等园林绿化项目
休闲度假园林	有某种特定景观特色的旅游度假目的地、名胜古迹、主题公园等园林绿化项目
生态湿地园林	以生态湿地改造与规划为主，配合周边园林景观设计，将其建设成为生态型主题公园的园林绿化项目
地产景观园林	由房地产公司等社会资本为投资主体建设的各种小区、别墅、酒店、商业广场等周边园林绿化项目

资料来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

2.1.1、市政园林新建旧改齐驱动

与发达国家超过 80% 的城镇化率相比，2016 年我国城镇化率为 57%，城镇人口数量 7.7 亿人，仍处城镇化率快速提升的阶段。根据“国家新型城镇化规划（2014~2020 年）”，到 2020 年，常住人口的城镇化率要达到 60% 左右，未来四年城镇化率还有将近 2.65% 的增长，合新增 3445 万城市人口。按照 2015 年城市人均绿地面积 13.35m² 保守测算，将新增 45990 万 m² 市政绿化。按园林设计均价 25 元/m² 估算，未来四年由城镇化带动的市政园林设计市场规模达 115 亿元。

图 14：中国历年城镇化率

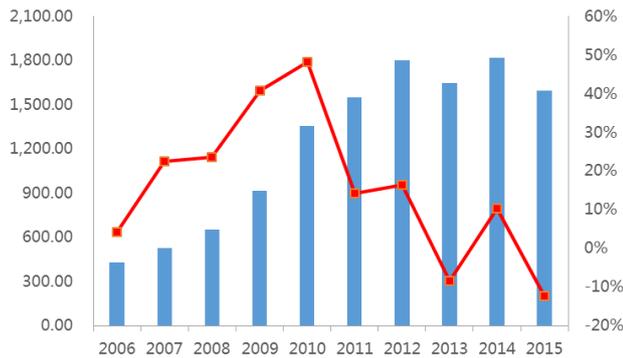


资料来源：Wind，新时代证券研究所

从新增投资来看，政府对市政公共园林不断加大投入，投资额从 2006 年 429 亿元增加到 2015 年的 1595 亿元，年复合增长率达 15.7%；城市建成区域绿化覆盖率也从 2006 年的 35.11% 上升至 2015 年的 40.12%。

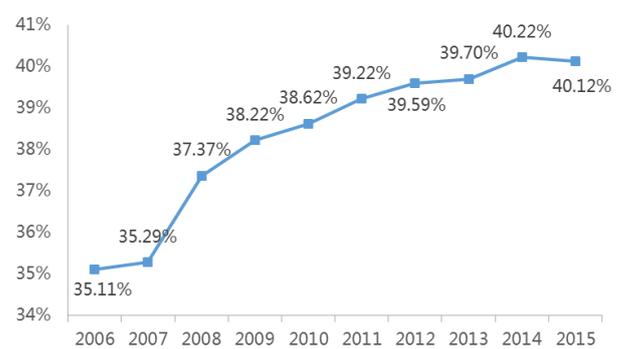
从新建城市的角度考虑，以雄安新区为例来估算园林设计市场规模。雄安新区的七大建设目标中，“建设绿色智慧新城”和“打造优美生态环境”两大目标直指新城建设中绿色、生态的重要地位。鉴于雄安首都副中心的政治地位，必然以最高标准建设，预估绿化覆盖率 50%。考虑远期规划 2000 平方公里，那么绿化面积将达 1000 平方公里，合 10 亿 m²。按园林设计均价 25 元/m² 估算，雄安新区建设将带给市政园林设计市场 250 亿元新增规模。

图 15: 市政公共园林投资额(亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图 16: 城市建成区域绿化覆盖率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

同时,旧城区、城中村的升级也是市政公共园林市场的重大机遇。旧城区、城中村是城市中居住环境较差、利用率较低的区域。在面临城市土地资源紧缺的迫切问题下,旧城区改造和城中村拆迁成为许多城市的建设重点。政府通过不断地加大对现有城区的绿地投资力度,一方面改善了市容市貌,也盘活中心城市的存量土地。

以上海旧改为例,2016年2月发布的《上海市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》强调生态环境底线是上海未来最重要的底线之一,同时规划5000万平方米的旧改。以旧城区2.0的容积率、10%的现有绿化率、旧改后的40%绿化率估算,旧改后将新增城市绿地750万m²,带来1.8亿元的园林设计市场规模。

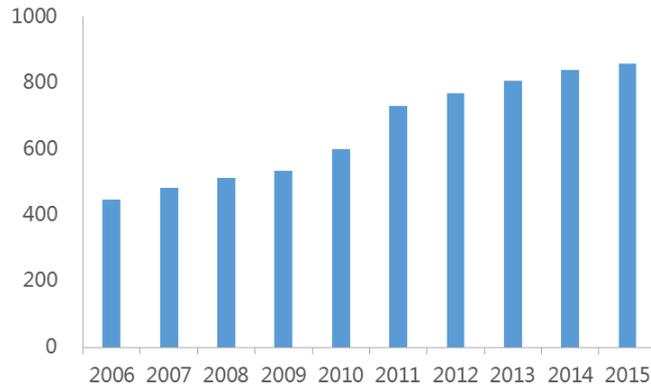
从全国范围来看,国家对旧改给予了大力支持。2013年即印发《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》。2016年5月召开的国务院常务会议上,李总理指出“棚户区改造既要算投入产出的‘经济账’,也要算社会公平的‘政治账’。中国还有1亿多人生活在棚户区,如果棚户区问题不解决,我们何谈社会公平?”。2017年1月,住建部、发改委、财政部等七部门联合召开全国棚户区改造电话工作会议,明确了2017年棚户区改造新开工600万套住宅的目标;同时明确要加快棚改进度。随着旧城改造的逐步推进,城市建设正逐步向精细化、园林化迈进,园林行业进入以生态建设为主导的新一轮高速发展。

2.1.2、休闲度假园林建设窗口显现

休闲度假园林的建设与旅游业的发展休戚相关。从经济发展规律和国际旅游业发展历史看,我国旅游业已进入强劲发展窗口期。2015年我国GDP总量达67.67万亿元,人均GDP为5.2万元,约合8016美元,已大幅超过5000美元,按照国际通行标准,我国居民消费已迈入精神文化消费为主时期。2020年,我国人均GDP有望突破1万美元,休闲度假旅行作为精神文化消费的重要环节将步入高速发展时期。

近年,我国人均出游次数在3次左右,离发达国家居民每年出游8次以上有很大差距。2006年以来,我国人均国内旅游消费总体呈现稳定上升趋势。但人均国内旅游消费水平仍处于低位,还未达到千元大关。2015年,人均国内旅游消费仅占人均可支配收入的2.7%。从上述行业数据看,旅游业未来发展空间巨大,行业本身具备内生发展动力。

图 17：人均国内旅游花费(元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

国家政策作为外生动力直接利好旅游业发展。十三五规划明确提出“大力发展旅游业”，“支持发展休闲旅游”，“适度开发公众休闲、旅游观光、生态康养服务和产品”等一系列利好政策，提升旅游业战略地位。十八届五中全会提出“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念为旅游发展模式转变开辟了广阔天地，将从根本上改善旅游发展环境，激发旅游发展动力。2013年颁布的《国民旅游休闲纲要（2013-2020年）》明确要求落实带薪休假制度，要求旅游产业由依靠观光拉动转变为观光与休闲度假产品共同拉动，在推动旅游转型升级上具有重要作用。

“高速时代”来临给国内旅游业发展注入强心剂，推动旅游业发展提质增效。近年来，我国基础设施建设成效显著，四纵四横铁路规划、7918网高速公路规划正逐步落实。交通的改善将极大降低旅游业的交易成本，改变旅游业的空间格局和增长方式。“高速时代”带来“三小时商业圈/旅游圈”的快速扩张，使得短期出游意愿快速上涨，短途旅行出行空间扩大化趋势明显。

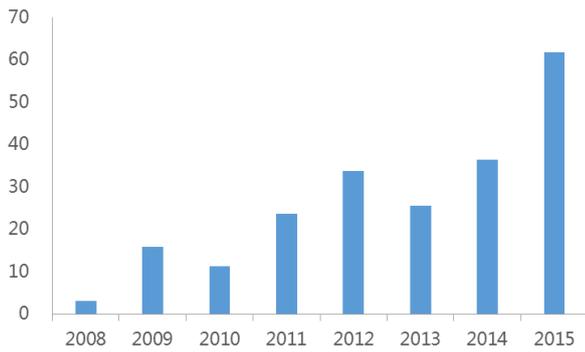
旅游业内生、外生增长动力充足，且伴随行业转型升级，休闲度假项目将进入高速发展窗口期，这给休闲度假区园林建设带来巨大发展空间。

2.1.3、生态湿地市场发展潜力深

湿地与森林、海洋并称为全球三大生态系统。湿地具有涵养水源、净化水质、蓄洪防旱、调节气候和维护生物多样性等重要生态功能。健康的湿地生态系统是国家生态安全的重要组成部分，是经济社会可持续发展的重要基础。我国是世界上湿地类型最多样、数量最丰富的国家之一，自1992年加入国际《湿地公约》，特别是近10年来，湿地保护取得巨大成就，但目前湿地面临的威胁仍然不容忽视，湿地保护形势依然严峻。因此，进一步加强湿地保护管理对深入贯彻党的十八大精神，落实国家发展重大战略部署，拓展发展空间，增强国家软实力，提高应对气候变化能力，促进生态文明建设和全面建成美丽中国具有十分重要的意义。

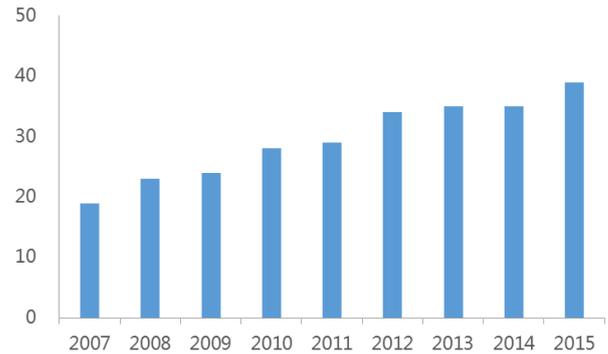
为实现人地和谐以及经济的可持续发展，政府已颁布一系列保护湿地的政策。2004年，国务院批准《全国湿地保护工程规划》（2002-2030年），计划到2030年，使全国湿地保护区达到713个，国际重要湿地达到80个，90%以上天然湿地得到有效保护；完成湿地恢复工程140.40万公顷，在全国范围内建成53个国家湿地保护与合理利用示范区，湿地生态系统的功能和效益得到充分发挥，实现湿地资源的可持续利用。

图 18: 湿地恢复与保护投资额(亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图 19: 国家级水利风景区个数



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

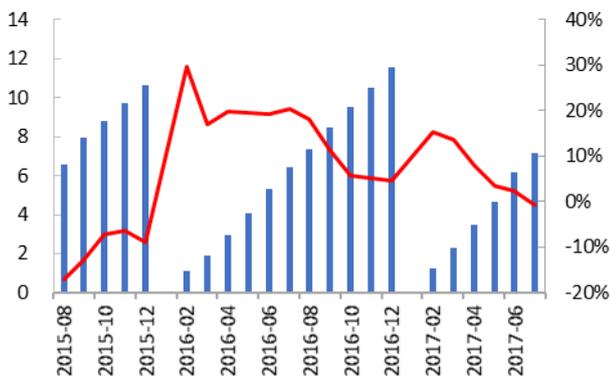
随着国家对湿地生态环境的日益重视,国内已认识到湿地保护的重要性,各地区开发湿地保护区、建设湿地公园等项目逐渐增多,为风景园林行业在生态湿地领域的发展提供了机遇。近年来,湿地恢复与保护投资额呈快速上升趋势,2015年达到62亿元,同比增长69%,是2008年投资额的20倍。除湿地公园外,国家级水利风景区建设也离不开生态湿地建设,随着国家级水利风景区个数逐年上涨,景区相关湿地生态工程将处于稳步上升阶段。

风景园林行业作为规划者广泛参与到生态湿地的保护、恢复以及建设的实践中。生态湿地现有市场与未来潜在市场为风景园林行业提供丰富的业务来源。

2.1.4、多层次房地产市场保证地产园林稳定需求

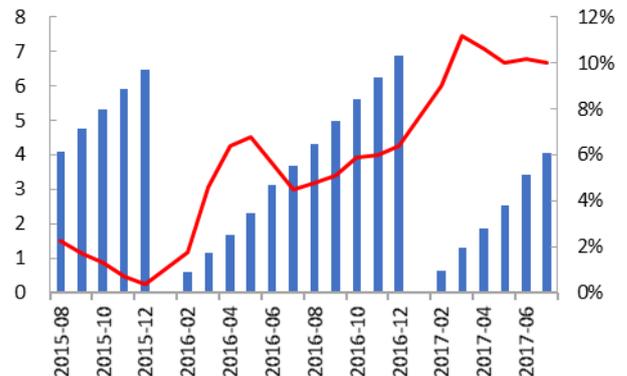
地产园林市场高度依赖新建住宅项目,在近20年内处于快速增长期。从1999年至2016年,全国住宅房地产开发投资额从4,010亿元上升到102,581亿元,复合增长率达到20%。2015年全国住宅房地产开发投资额、全国住宅新开工面积首次出现负增长。2016年以来,全国住宅房地产开发投资额、全国住宅新开工面积重回增长通道,2017年全国住宅新开工面积同比增速维持在10%以上。

图 20: 全国住宅新开工面积累计(亿平方米)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图 21: 全国住宅房地产开发投资累计(万亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

随着社会物质与精神的进步、居民消费能力和水平的不断升级,地产销售已经从“建筑为主,景观绿化为辅”的观念开始转变,地产园林设计占比预计上升空间可观。时至今日,几乎所有一线开发商均采取景观规划和房产规划同步设计理念,甚至景观设计超前,将建筑放置与已规划好的环境中。究其原因,并非开发商策略的剑走偏锋、喧宾夺主,而是园林景观设计能够给地产带来可观溢价空间。在地产市

场掀起风潮的龙湖地产正式凭借优秀的园林景观设计,用籽播种鼠尾草、野花组合、宿根花卉和花灌木等大量特色品种打造大面积视觉震撼效果,获得了超过周边地产15%的销售溢价。

图 22: 成都龙湖长桥郡实景图



资料来源: 龙湖地产, 新时代证券研究所

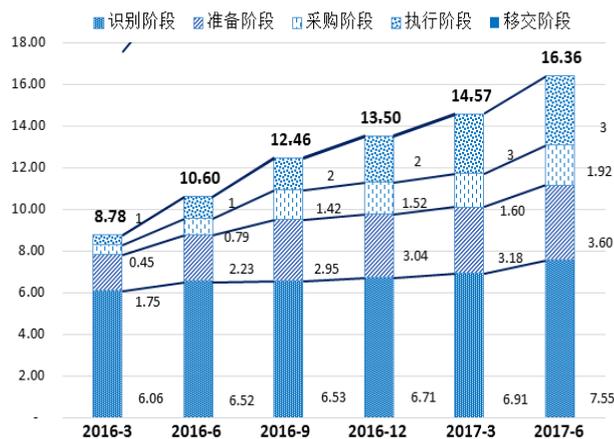
地产市场稳健发展趋势,叠加对园林景观设计需求的升级,可以预见未来地产园林设计板块的炙手可热。纵观国内专业地产园林设计行业,高水平、成熟人才缺口巨大,这将给市场上成熟的园林设计企业带来发展新蓝海。

2.2、PPP 模式进一步拉动内需, 资产证券化盘活存量

2.2.1、PPP 投资额持续上升

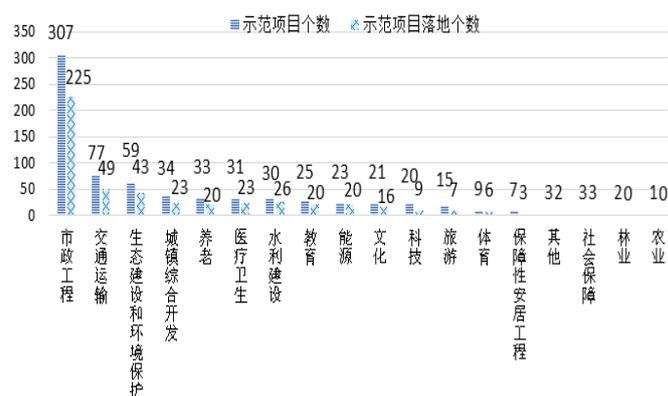
PPP 模式是指政府通过与社会资本进行合作,完成相关公共基础设施建设的一种新兴的工程建设模式,在缓解地方政府债务压力、带动社会资本破解城市基建融资瓶颈等方面作用显著。

图 23: PPP 各阶段入库项目投资额变化 (万亿元)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 新时代证券研究所

图 24: 2017 年 6 月末各行业示范项目数及落地数 (个)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 新时代证券研究所

PPP 项目投资数和投资额稳步上升, 基建项目占据主导地位, PPP 领域仍将是投资热点领域。一方面, 政府从托底经济、推进供给侧改革、最大化财政资金投资效率等多角度出发, 将持续保持对 PPP 领域极大的政策和资金倾斜力度。另一方面, 市场资金面仍处于流动性宽松与资产荒的错配矛盾下, 对政府背书的 PPP 领域将保持青睐。

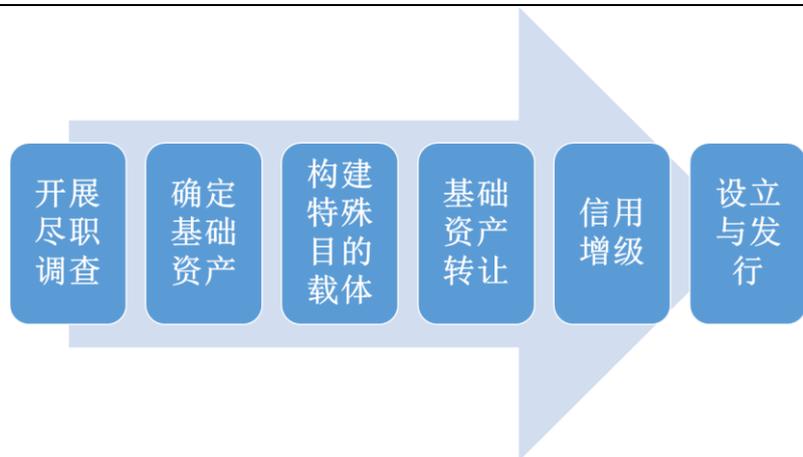
2017年，PPP项目将持续带动包括园林设计在内的建筑行业发展。作为在新建工程产业链内的上游行业，PPP项目的热度将第一时间传导至设计板块。

2.2.2、PPP 资产证券化恰逢其时

PPP项目存量庞大，然而其投资规模大、运营周期长（10年以上）的特点也引发了参与其中的社会资本面临投资周期长、退出机制不明确、资金流动性差等问题，在一定程度上导致了PPP项目融资难，落地难。确保数量及金额庞大的PPP项目顺利落地，成为PPP模式未来能否顺利加速推进的难题。

PPP项目资产证券化的推出恰逢其时，它以PPP项目未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券，从而增加了PPP项目投资的退出渠道，有利于盘活PPP存量资产，提高资金流动性，从而加大社会资本参与PPP项目建设融资的积极性，有利于PPP项目未来加速落地。

图 25：PPP 资产证券化流程图



资料来源：新时代证券研究所整理

首批PPP项目资产证券化产品已于17年3月获准发行。3月10日，上交所、深交所分别批准了四只PPP资产证券化产品上市发行，总规模为27.14亿元。从2016年12月，国家发改委与证监会联合下发《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（以下简称《通知》）推进PPP项目资产证券化落地工作，到2017年3月首批PPP项目资产证券化产品获准发行，期间不过4月，彰显了政府支持力度与力推决心。

PPP模式在国家法律层面、实际操作层面的逐渐成熟给园林设计行业带来大量利好。一方面，园林设计企业作为轻资产行业，资金实力薄弱，可以仅为PPP项目提供设计服务，以传统业务模式承接PPP项目，有效规避PPP项目存在的未来现金流不确定的风险；此外，借助PPP资产证券化的政策红利，也为园林设计企业作为运营股东实质参与PPP项目提供了可能性。

2.3、园林设计行业集中度低、周期性强

2.3.1、行业集中度低

我国目前风景园林行业企业数量总计已超过16000家，其中1200余家以设计为主营业务。园林行业属于较为典型的“大市场、小企业”，行业集中度低，单个企业的实力和经营规模偏小。

设计企业在很长一段时间内是以事业单位的形式存在且以行政命令为指挥棒

承接设计任务。一方面地方保护主义盛行，以地方行政法规的形式设置了地域限制。另一方面设计企业对市场需求反应较慢，技术更新慢，观点陈旧，进一步限制了设计企业的技术升级。

随着市场化程度的加深和行业体制、机制的逐步完善，阻碍行业突破地域限制的影响因素日渐减弱。行政区域壁垒随着市场经济的深入已趋于消失，行业的发展使得企业技术储备也在不断丰富。部分规模大、技术实力强的园林设计企业已经冲破壁垒，在全国范围内承接业务。同时，随着建筑师负责制和终身责任制的实行，对设计企业的技术实力提出了更高的要求，风景园林行业将出现新一轮的整合，优胜劣汰的局面会更加突出。

图 26：建筑质量五方责任制



资料来源：互联网，新时代证券研究所

2014年9月，住建部制定《工程质量治理两年行动方案》，全面落实建筑工程建设、勘察、设计、施工、监理五方主体项目负责人质量终身责任的追究办法。在工程设计使用年限内，不管什么时候发生质量事故和严重的质量问题，都要追究这“五个人”四个方面的责任，一是诚信责任，二是执业责任，三是行政责任，四是刑事责任，对于五方责任人员来讲带来了一定的压力赋予了更多的责任感。对于业内规模相对较大的上市设计企业而言，内控质量较高；由于承接项目大，平台广，员工业务素质也较高。质量终身责任制的实行，对大企业其实是弊大于利的。反观小规模设计企业，将花费大量时间和金钱成本提高内控质量，从而间接导致一些中小园林企业被逐步淘汰，部分综合实力较强的大型园林企业将乘势扩大市场份额，行业集中度将逐步提高，行业市场秩序也有望进一步规范。

2.3.2、行业周期性强

园林行业的下游客户主要为地方政府及地产公司。一般而言，园林行业的景气度与宏观经济周期基本匹配。市政园林、生态湿地园林与一个城市的经济实力和经济发展水平具有密切关系，在满足基本发展需要的基础之上，政府和企事业单位等各类投资主体才更注重园林绿化。地产园林高度依赖房地产开发这一传统周期性行业，与宏观调控政策也密切相关。休闲度假园林的发展基于社会整体人均可支配收入上升带来的文化精神方面休闲娱乐需求上升。

与建筑、水泥、钢铁的传统周期性行业相比，园林行业体现出不同特征，其发展轨迹相较宏观经济周期有一定程度的时滞性。特别是在宏观经济发展初期，园林行业在提供环境优化、文化娱乐等方面的作用还未能重复体现。在宏观经济发展到一定水平后，园林行业会迎来一波弥补性发展。

在当前我国宏观经济水平发展趋稳、居民消费升级时代来临之际，可预见短期内园林行业进入一轮高速发展期。

3、打造园林设计上市公司第一品牌

3.1、得天时——园林设计先锋沐浴行业春风

3.1.1、从“首批甲级”到“首家上市”的园林设计先锋

公司为首批获国家建设部确认的七家甲级风景园林设计院之一，设计实力雄厚。除杭州园林外，“老七家”还包括广州园林建筑规划设计院、北京市园林古建设计研究院、南京市园林规划设计院有限责任公司、苏州园林设计院有限公司、天津市园林规划设计院和上海市园林设计院有限公司。七家公司业务范围和承接项目地域各有侧重，其中杭州园林率先上市，始终走在园林设计行业最前端。

表 3：首批七家甲级风景园林设计院业务对比

标题	业务范围	资质证书	代表作品
杭州园林设计院有限公司	园林、建筑、规划、文保	风景园林设计甲级、建筑工程设计甲级、城市规划乙级、文物保护及维修资质、工程咨询资质	西湖湖西综合保护工程、重塑天堂-杭州环西湖地区的景观整治、杭州西溪湿地保护工程、G20 杭州峰会主会场核心区整体景观、长春市长东北城市生态湿地规划设计
广州园林建筑规划设计院	风景园林、建筑工程、规划、咨询、总承包	风景园林甲级、工程咨询甲级、建筑乙级、对外承包证书、ISO 证书、规划丙级	云台花园、草暖公园、东站广场、珠江公园、佛山亚洲艺术公园、南沙大角山海滨公园、南沙湿地公园、广州大沙河、生物岛绿道、亚运开闭幕式所在地海心沙景观
北京市园林古建设计研究院	规划、公园、道路绿化及城市广场、地标景观、生态修复与海绵城市、建筑设计	风景园林甲级设计资质、建筑工程乙级设计资质、园林工程总承包资格	颐和园耕织图景区环境整治、北京奥林匹克森林公园规划设计、中国国家大剧院环境景观设计、北京雁栖湖生态发展示范区公园建设工程、首都机场 T3 航站楼绿化工程、长安街沿线景观设计
南京市园林规划设计院有限责任公司	规划、园林、景观、建筑、文物、旅游	风景园林工程设计专项甲级、建筑工程乙级、旅游规划设计乙级、文物勘察设计乙级	南京市玄武湖环境综合整治工程、淮安市生态动物园总体设计、南京市溧水区洪蓝镇山凹村改造设计、宿迁市博物馆建筑设计、南京市滨江风光带环境综合整治工程
苏州园林设计院有限公司	景观设计、城市设计、生态湿地、人居环境、古建筑设计、建筑设计	风景园林设计甲级、建筑工程设计乙级、文物保护工程设计乙级、道路工程丙级、旅游规划丙级	苏州天辰花园景观设计、南海颐景园园林景观、苏州东南环立交景观设计、苏州环古城风貌保护工程、美国波特兰兰苏园、美国纽约寄兴园、虎丘西溪环翠景区、苏州明代艺圃修复工程
天津市园林规划设计院	风景园林规划设计、建筑设计、园林测量施工、园林绿化、建筑设计技术咨询、房屋租赁	风景园林规划设计甲级资质、跨行业乙级建筑设计资质	长岛市风景区规划、烟台市体育公园规划、青岛市薛家岛金沙湾海滨景区规划、石家庄市尖岭公园规划、锦州市古塔公园规划、锦州市绿地系统规划、安阳市东区公园规划
上海市园林设计院有限公司	风景园林规划、环境绿化设计、城市规划设计、旅游建筑设计、中国古典园林设计、工业与民用建筑设计	风景园林设计甲级、建筑工程设计甲级、城市规划乙级、工程咨询乙级、建筑装饰设计一级、雕塑创作设计乙级	上海城市绿地系统规划、人民广场改建、世博会景观设计、辰山植物园、上海野生动物园、东方绿舟

资料来源：新时代证券研究所

作为园林板块上市公司，在总营收上，杭州园林业务营收刚破1亿元，与东方园林、棕榈股份等相去甚远。但在园林设计业务的营收上，与巨头相比却也不遑多让。公司可借助资本市场的融资优势，通过进一步的融资研发技术、收购同行，实现规模的迅速扩大。

表 4：2016 年上市园林企业园林设计营收

公司名称	2016 年营收(万元)	园林设计占比	园林设计营收 (万元)	园林设计业务与杭州 园林的比
杭州园林	11620	100.00%	11620	1.00
东方园林	856400	3.74%	32013	2.75
棕榈股份	390606	9.36%	36552	3.15
文科园林	151713	3.16%	4789	0.41
蒙草生态	286051	5.45%	15579	1.34
铁汉生态	457326	2.21%	10089	0.87

数据来源：Wind，新时代证券研究所

3.1.2、紧抓“G20”、“金砖”峰会机遇，树立行业地位及品牌美誉

杭州园林迄今已负责设计了西湖风景名胜区综合保护工程、太子湾公园、河坊街历史街区、杭州西溪国家湿地公园综合保护一期、二期和三期工程、长春长东北城市生态湿地公园等经典项目，在园林设计领域多次获省部级奖项：2015 年 7 项，2013 年 7 项，2011 年 3 项，2010 年 1 项，2008 年 1 项等累计 26 项。近年来获奖项目数量增长快，地域分布也更加广泛，凸显了公司在园林设计市场中领先的品牌效应。

表 5：公司部分重要奖项

获奖时间	获奖项目	奖项	评定单位
2015 年	临平山综合保护一期工程	2015 年度优秀工程勘察设计园林景观一等奖	中国勘察设计协会
2015 年	长春市长东北城市生态湿地规划设计	2015 年度优秀工程勘察设计园林景观一等奖	中国勘察设计协会
2015 年	长沙大河西先导区洋湖湿地公园一期工程	2015 年度优秀工程勘察设计园林景观二等奖	中国勘察设计协会
2015 年	杭州阿里巴巴淘宝城(一期)景观设计	2015 年度“计成奖”二等奖	中国勘察设计协会园林和景观设计分会
2013 年	潍坊市白浪河上游湿地景区设计	2013 年度优秀工程勘察设计园林景观一等奖	中国勘察设计协会
2013 年	德州市三河六岸景观规划设计	2013 年度全国优秀城乡规划设计三等奖	全国城市规划协会
2011 年	重塑天堂-杭州环西湖地区的景观整治	国际风景园林师联合会风景园林规划类“主席奖”	国际风景园林师联合会
2010 年	瘦西湖风景区万花园工程	2009 年度全国优秀工程勘察设计行业奖市政公用工程二等奖	中华人民共和国建设部

数据来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

凭借优秀的工程业绩和持续的技术积累，公司成功中标并顺利完成了 2016 年 G20 峰会相关园林绿化项目，包括杭州国际博览中心屋顶花园设计、杭州奥体博览中心核心区景观绿化工程、印象西湖 G20 峰会文艺演出环境改造提升工程等。G20 峰会的成功举办及获得一致好评树立了公司拥有实力设计地标性及有世界影响力

项目的品牌声誉。

图 27: G20 杭州峰会主会场核心区整体景观



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图 28: 杭州西溪湿地保护工程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

继 2016 年 G20 峰会园林绿化项目之后，公司又承担了 2017 年 9 月厦门金砖峰会的景观提升工程，为在世界人民面前展现中国形象，杭州园林发挥工匠精神，圆满完成了金砖峰会厦门会晤城市绿化彩化提升工程，致力于美丽中国 向世界展示中国设计。

3.1.3、园林设计先锋沐浴行业春风

随着我国城镇化的不断发展，居民对生态环境要求的不断提高，风景园林行业有着长期良好的发展前景；十八大以来，以习总书记为核心的党中央高度重视生态文明建设和环境保护工作，将其列入“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局的高度，并将“美丽中国”纳入十三五规划中。十八届三中、四中全会政府先后提出“建立系统完整的生态文明制度体系”、“用严格的法律制度保护生态环境”，将生态文明建设提升到制度建设层面。

在国家高度重视生态文明建设的政策引导之下，生态建设和环境保护相关投资力度不断加大，与此同时，PPP 作为政府稳增长、去杠杆的先进融资管理机制，近年来在公共基础设施建设领域广泛推行，也是生态建设项目主要的推进形式。截至 17 年 6 月末，全国 PPP 入库项目共计 13544 个，累计投资额 16.4 万亿元，同比增长 15.52%；其中生态建设和环境保护类项目 825 个，投资额 8350 亿元，占入库项目总投资的 5.1%，位列各行业前五；项目落地数 151 个，居各行业落地项目数前三，落地率为 35.9%，高于整体落地率 1.7 个百分点。排名靠前的项目规模和落地率，显示了政府对推动生态文明建设的决心和大力支持。

公司作为全国首批七家园林甲级设计院之一，凭借行业深厚的设计经验和科研成果，公司先后完成了西湖、西溪湿地、“G20 杭州峰会”、“金砖厦门峰会”景观设计等综合性设计作品，赢得了广泛的市场认可以及良好的社会效应。并于 2017 年 5 月在深交所成功挂牌上市，成为 A 股市场首家以园林设计为主营业务的上市公司。在园林行业发展热度持续上升的未来，公司凭借技术、品牌积累，及上市公司的融资优势，将深度受益行业空间的扩展和市占率的提升。

3.2、占地利——深耕江浙，面向全国

3.2.1、区位优势享江浙政策红利

公司总部位于浙江省杭州市。2014~2016 年，公司浙江、江苏两省的营收占总营收的比例分别为 63.59%、73.02%、55.64%，浙江、江苏两省是公司最重要

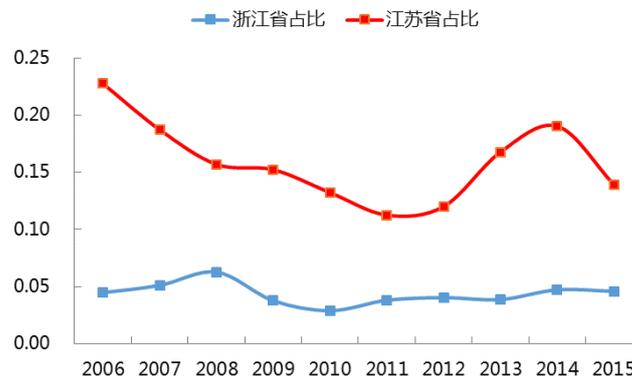
的客户来源地。设计并不是“一手交钱一手交货”的一锤子买卖，设计步骤多、收费节点多、图纸修改多。客户需常去设计院讨论方案、修改图纸，设计人员需常去工地交底图纸、指导施工。因此，客户在选择设计企业时，地域性也是一个考量重点。

浙江、江苏作为全国最为重视生态园林的省份之一，两省的园林绿化投资额 2013~2015 占全国的比重为 20.6%、23.8%、18.5%。两省同时也陆续出台了一系列政策持续对生态环境进行保护和修复：

为配合“十三五”规划持续加强生态文明建设的要求，浙江省于 2016 年 11 月发布专项政策《浙江省生态环境保护“十三五”规划》，规划将实施生态环境保护工程和生态环境整治修复工程作为生态环境保护两大工程。规划强调要深化自然保护区建设，进一步扩大自然保护区规模，到 2020 年，自然保护区和湿地保护区面积达到全省国土面积的 2%；要加强城市园林绿化，均衡推进城市各类公园建设，增加城市绿色生态容量，到 2020 年，城市和县城公园服务半径覆盖率达到 70% 以上。

2015 年 7 月，江苏省出台《江苏省生态保护与建设规划（2014-2020 年）》作为当前和今后一个时期全省生态保护与建设的行动指南，规划到 2020 年，全省林木覆盖率、活立木蓄积量、森林保有量分别达到 24%、1 亿立方米、118 万公顷；全省自然湿地保护率达 50%；修复或恢复湿地面积 2 万公顷；重要河湖水功能区达标率达到 85%，主要水域面积超过 16533 平方公里；城市建成区绿地率达 38.9% 以上，保持全省自然保护区面积占全省国土面积 5.5% 不下降。

图 29：浙江、江苏两省园林绿化投资额占全国比重



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2006~2015 十年来，江苏省园林绿化投资额从 98 亿元增长到 221 亿元，占全国园林绿化投资总额的 13~22% 之间，近三年投资额更是浙江省的 3~4 倍。江苏省内从事园林业务的设计院中，启迪设计 2016 年园林设计营收 3007 万元，为杭州园林的 25.9%。其余江苏省内上市园林企业、设计院中国林设计业务的体量就更小了。杭州园林若能借此上市的契机，积极利用资金、体量、技术优势深耕江苏市场，充分利用自己的区位优势，未来业绩值得期待。

3.2.2、江浙两翼重点区域后继有力，全国性市场开拓卓有成效

公司业务主要来自浙江、江苏两省。近三年浙江省内业务占比为 43.49%、57.07%、33.71%。得益于 G20 峰会，2015 年浙江省内设计业务较多，业绩增长明显；2016 年则有所回落。

表 6: 各省份营收(万元)

省份	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
浙江省	3916.64	33.71%	6172.44	57.07%	4928.30	43.49%
江苏省	2548.11	21.93%	1724.70	15.95%	2277.18	20.10%
河南省	0.00	0.00%	633.96	5.86%	837.36	7.39%
广西省	144.92	1.25%	415.09	3.84%	34.32	0.30%
山东省	1786.96	15.38%	351.09	3.25%	1152.23	10.17%
福建省	940.58	8.09%	103.72	0.96%	490.32	4.33%
其他省份	2282.97	19.65%	1414.96	13.08%	1611.61	14.22%

资料来源: 杭州园林招股说明书, 新时代证券研究所

公司实施“立足杭州、放眼全国”的发展战略, 相继成立南京分公司和青岛分公司, 全国布局开始开花结果。江苏省的业务占比近三年为 20.10%、15.95% 及 21.93%, 已成为公司的第二大业务来源; 山东省近三年占比为 10.17%、3.25% 和 15.38%, 开设分公司的两省已成为公司浙江省外最重要的业务来源地。同时, 公司拟在沈阳、西安、武汉、成都、南宁新设分院, 扩张蓄势待发。凭借全国承接业务积累的经验, 依托公司的上市的平台, 借助资本市场规范的管理和低成本融资渠道, 未来公司可能通过收购、参股区域性的园林设计院进一步布局全国市场, 全国业务有望迎来爆发。

3.3、聚人和——对内重视人才, 对外强强联合

3.3.1、高层次人才、专利技术提升核心竞争力

园林设计服务属于高技术服务, 具有较高的技术含量。园林作品是多学科综合运用的产物, 在客户越来越重视园林项目艺术效果和质量的条件下, 客户对企业是否掌握了园林设计技术, 是否具备科学造园、艺术造园能力提出了更高的要求。目前招标方在项目招标过程中考核企业综合实力时, 园林企业的技术能力是考核的关键要素之一, 技术能力已构成企业最核心的市场竞争力。

杭州园林拥有强有力的人才队伍, 大部分设计师具有 10 年以上从业经验。公司共有教授级高级工程师 6 人、高级工程师 47 人, 中级工程师 79 人, 中级以上职称员工占比超过 60%。此外, 公司员工还拥有一级注册建筑师、一级注册结构工程师、注册城市规划师等多项专业职业资格。

公司正主编或参编国内园林设计领域 6 部国家或行业标准的制订, 参与编制的《风景园林制图标准》、《石栏杆》、《园林桌凳》等规范也已出版, 公司进一步掌握了行业话语权。

表 7: 杭州园林正在编制的规范

公司职责	项目名称	统筹部门
主编	《植物园设计规范》	住建部
参编	《公园设计规范》	住建部
参编	《动物园设计规范》	住建部
参编	《城市绿地系统规范规范》	住建部
参编	《风景园林制图标准》	住建部
主编	《浙江省风景园林工程设计文件编制深度规定》	浙江省住房和城乡建设厅

资料来源: 杭州园林招股说明书, 新时代证券研究所

为在日益同质化的设计市场提升自己最核心的技术竞争力，公司已将技术研发提升到公司战略高度，设立了研发中心。2014~2016年的研发投入已分别占到公司营业收入的6.21%、6.57%、6.98%，逐年上升。截至2016年底，共取得国内实用新型专利10项，专业范围涵盖植物防护、污水处理、墙体结构、水池设计等多个领域，技术实力全方位发展。公司正在研发的项目有城市绿化生态结构优化模型与关键技术研究、小城镇环境综合整治研究等7项，研发完成后将进一步增厚公司的技术实力。

表 8：杭州园林拥有的新型实用专利

序号	专利号	专利名称	专利有效期
1	ZL201320181319.X	一种鱼池防护驳岸	2013.04.11-2023.04.10
2	ZL201320540902.5	回填土上的防渗水池	2013.09.02-2023.09.01
3	ZL201420199800.6	用于珍珠养殖水域的气泵浮灯	2014.04.23-2024.04.22
4	ZL201420527710.5	一种生态水池	2014.09.15-2024.09.14
5	ZL201420538892.6	一种高架栈道	2014.09.19-2024.09.18
6	ZL201520147409.6	新型生态停车场路面结构	2015.03.16-2025.03.15
7	ZL201520218296.4	一种排出土壤内部水分的景观挡墙结构	2015.04.13-2025.04.12
8	ZL201520283032.7	乔木堆高保护结构	2015.05.05-2025.05.04
9	ZL201120032698.7	模块化小型生活污水处理系统	2011.01.31-2021.01.30
10	ZL201620751360.X	园林绿化中植物根部防护结构	2016.07.18-2026.07.17

数据来源：杭州园林招股说明书，新时代证券研究所

除此之外，公司在园林设计智慧化道路上先行先试，取得不俗成绩，共拥有31项软件著作权，包括树种构成分析系统、土方平衡计算系统、固碳释放统计分析系统、灌溉水利计算系统、自动出图系统等。公司在信息化、智慧化领域的积淀，一方面能够提高设计生产效率、为利润增长做出重要贡献；另一方面，是未来设计行业发展趋势，信息化、智慧化设计模式将给公司招投标提供巨大优势。

3.3.2、携手东方园林，深化战略合作

2017年6月16日，公司与东方园林签订了《战略合作框架协议》，以期在今后双方的经营活动中进行长期合作，通过战略合作达到优势互补，帮助双方一起不断拓展市场，提高服务质量，实现共同发展。

双方合作的范围包括风景园林规划设计业务，特别是华东地区范围的PPP合作项目，主要针对由东方园林牵头的PPP合作项目中的风景园林规划设计项目。协议提到了三种可能的合作模式：

- (1) 东方园林与杭州园林可组成联合体共同参加项目竞标，分工合作，共同推进项目；
- (2) 东方园林承担的PPP项目中适合杭州园林承担的规划设计工作，同等条件下优先委托杭州园林。
- (3) 由东方园林承担的PPP项目中的各分项设计合同，由双方依法在遵守合作协议约定的前提下另行签订。

东方园林作为园林行业龙头公司，2016年营收规模85.64亿元，2016年以来中标重大项目订单800多亿元。公司通过与东方园林进行战略合作，将自身在园林设计领域的技术经验与东方园林在园林施工领域的优势进行互补，能够进一步提升公司拿单能力，扩大市场占有率。

4、盈利预测与估值

4.1、盈利假设和预测

4.1.1、假设

参考园林工程行业龙头公司东方园林，于 2019 年上市，当年营收仅为 5.84 亿元，上市以来东方园林迎来高速扩张期，上市次年 2010 年营收及归母净利增速分别为 148.9%、208.1%；截至 2016 年，东方园林上市 8 年以来，营收增长 20.6 倍，归母净利润增长 21.9 倍，经营业绩经历爆发式增长。

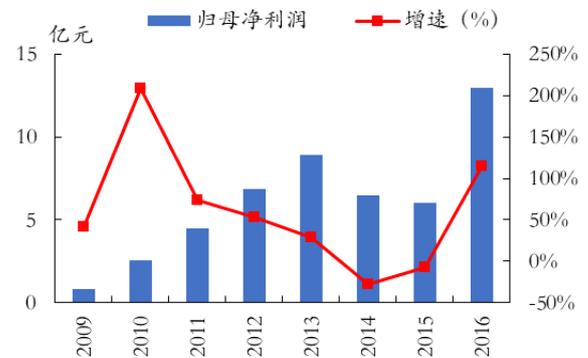
我们看到，作为国内园林设计行业龙头，杭州园林 2016 年营收规模仅为 1.16 亿元，在园林生态环保行业快速发展的今天，兼备技术实力与上市公司优势，公司未来两年业绩将具备极佳成长性。

图 30：东方园林上市以来营收及增速情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 31：东方园林上市以来归母净利及增速情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

假设一：公司继续获得高新技术企业认证，所得税率维持 15%；

假设二：宏观市场环境保持平稳；

假设三：浙江省外业务开展顺利，全国化布局进一步取得成效。

假设四：主营业务园林景观设计未来三年营收增速维持在 50%/45%/40% 的水平，毛利率保持在 58% 上下。

4.1.2、盈利预测

根据我们的盈利预测，杭州园林在 2017 年至 2019 年营业收入分别为 1.77、2.53、3.46 亿元，归母净利分别为 0.40、0.60、0.85 亿元。

表 9：杭州园林主要财务指标（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	108.16	116.20	176.68	252.69	346.26
YOY (%)	-4.55	7.43	52.05	43.02	37.03
毛利率 (%)	51.78	55.57	58.51	58.52	58.73
期间费用	31.35	33.45	54.52	75.49	101.68
占比 (%)	28.98	28.79	30.86	29.87	29.37
归母净利	14.05	25.26	40.35	60.24	85.01
YOY (%)	-40.09	79.79	59.76	49.28	41.11

资料来源：新时代证券研究所

4.2、股价相对估值

由盈利预测可知，公司 2017-2019 年对应摊薄 EPS 分别为 0.32、0.47、0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 149、100、71x。我们选取同期上市并且市值相当的次新股建科院、寿仙谷、美芝股份及万马科技作为可比公司。

表 10：同期上市次新股估值情况（截至 2017/11/22 收盘）

证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
建科院	49.35	0.27	0.32	0.38	126.84	105.25	88.32
寿仙谷	81.18	0.64	0.76	0.94	90.33	75.98	62.06
美芝股份	44.69	0.49	0.50	0.51	89.38	87.62	85.95
万马科技	35.04	0.30	0.34	0.40	88.05	77.87	66.12
平均值					98.65	86.68	75.61
杭州园林	59.98	0.32	0.47	0.66	148.64	99.57	70.56

资料来源：Wind，新时代证券研究所

注：可比公司采用 Wind 一致预测数据；杭州园林采用新时代证券盈利预测数据。

杭州园林是国内园林设计领域龙头公司，在国家倡导生态文明建设的政策指引及生态环保 PPP 项目加速落地的形势下，凭借在园林设计行业领先的技术优势和辉煌的过往业绩，品牌效应显著，将充分受益高毛利率轻资产的园林设计行业市场爆发期，业绩将迎来高速成长期，维持“推荐”评级。

5、风险提示

风险提示：业绩不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	166	118	372	439	530	营业收入	108	116	177	253	346
现金	74	38	251	266	293	营业成本	52	52	73	105	143
应收账款	64	74	112	160	219	营业税金及附加	1	1	1	2	2
其他应收款	27	3	5	7	10	营业费用	2	2	3	4	5
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	31	31	47	67	92
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-1	1	5	5	5
其他流动资产	1	3	4	6	8	资产减值损失	8	1	1	1	1
非流动资产	28	184	184	184	186	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	15	13	14	16	19	营业利润	16	29	47	70	98
无形资产	1	1	1	1	1	营业外收入	0	0	0	0	0
其他非流动资产	13	171	169	167	166	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	194	302	556	623	716	利润总额	16	29	47	70	98
流动负债	34	32	37	44	51	所得税	2	4	6	9	13
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	14	25	40	60	85
应付账款	5	2	3	4	6	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	29	30	34	40	45	归属母公司净利润	14	25	40	60	85
非流动负债	2	92	92	92	93	EBITDA	17	33	56	79	108
长期借款	0	90	90	90	90	EPS (元)	0.29	0.53	0.32	0.47	0.66
其他非流动负债	2	2	2	2	3						
负债合计	36	124	129	136	144	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	48	48	128	128	128	营业收入(%)	(4.5)	7.4	52.1	43.0	37.0
资本公积	37	37	166	166	166	营业利润(%)	(40.9)	85.6	59.8	49.3	41.1
留存收益	73	92	133	193	278	归属于母公司净利润(%)	(40.1)	79.8	59.8	49.3	41.1
归属母公司股东权益	158	177	426	487	572	获利能力					
负债和股东权益	194	302	556	623	716	毛利率(%)	51.8	55.6	58.5	58.5	58.7
						净利率(%)	13.0	21.7	22.8	23.8	24.5
						ROE(%)	8.9	14.2	9.5	12.4	14.9
						ROIC(%)	8.4	9.7	8.6	11.1	13.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.5	41.2	23.3	21.9	20.1
						净负债比率(%)	0.0	29.9	16.2	14.4	12.6
						流动比率	4.9	3.7	10.0	10.0	10.3
						速动比率	4.9	3.7	10.0	10.0	10.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.5
						应收账款周转率	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8
						应付账款周转率	11.6	15.0	28.4	28.5	28.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.53	0.32	0.47	0.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.29	0.11	0.19	0.29
						每股净资产(最新摊薄)	3.30	3.69	3.33	3.80	4.47
						估值比率					
						P/E	160.09	89.05	148.64	99.57	70.56
						P/B	14.20	12.68	14.07	12.33	10.49
						EV/EBITDA	104.88	55.6	32.3	23.0	16.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: IPO 后公司股权结构图.....	4
图 3: 公司近年营收及增速情况.....	4
图 4: 公司近年归母净利润及增速情况.....	4
图 5: 细分领域业务构成(百万元).....	5
图 6: 各业务毛利率.....	5
表 1: 分项业务毛利率.....	5
图 7: 合同额与毛利率的相关性.....	6
图 8: 收现比与设计公司比较.....	6
图 9: 收现比与园林公司比较.....	6
图 10: 期间费用(万元)及与营收占比.....	7
图 11: 管理费用占比与设计公司比较.....	7
图 12: 管理费用占比与园林公司比较.....	7
图 13: “十三五”规划加强生态保护修复框架.....	8
表 2: 园林设计子领域简介.....	9
图 14: 中国历年城镇化率.....	9
图 15: 市政公共园林投资额(亿元).....	10
图 16: 城市建成区域绿化覆盖率.....	10
图 17: 人均国内旅游花费(元).....	11
图 18: 湿地恢复与保护投资额(亿元).....	12
图 19: 国家级水利风景区个数.....	12
图 20: 全国住宅新开工面积累计(亿平方米).....	12
图 21: 全国住宅房地产开发投资累计(万亿元).....	12
图 22: 成都龙湖长桥郡实景图.....	13
图 23: PPP 各阶段入库项目投资额变化(万亿元).....	13
图 24: 2017 年 6 月末各行业示范项目数及落地数(个).....	13
图 25: PPP 资产证券化流程图.....	14
图 26: 建筑质量五方责任制.....	15
表 3: 首批七家甲级风景园林设计院业务对比.....	16
表 4: 2016 年上市园林企业园林设计营收.....	17
表 5: 公司部分重要奖项.....	17
图 27: G20 杭州峰会主会场核心区整体景观.....	18
图 28: 杭州西溪湿地保护工程.....	18
图 29: 浙江、江苏两省园林绿化投资额占全国比重.....	19
表 6: 各省份营收(万元).....	20
表 7: 杭州园林正在编制的规范.....	20
表 8: 杭州园林拥有的新型实用专利.....	21
图 30: 东方园林上市以来营收及增速情况.....	22
图 31: 东方园林上市以来归母净利润及增速情况.....	22
表 9: 杭州园林主要财务指标(百万元).....	22
表 10: 同期上市次新股估值情况(截至 2017/11/22 收盘).....	23

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11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/>