

金山银山于沼于沚，生态湿地第一股崛起

投资要点

- **投资逻辑:** 在建设绿水青山、美丽中国的大背景下，生态湿地修复行业近年来呈现快速发展的态势。公司是湿地生态领域行业龙头，近年逐步形成了全国性的跨区经营格局。公司在手订单充裕，PPP项目占比逐年攀升，且IPO带来了9.4亿元净募资，账面资金充足叠加订单放量，预计公司业绩将持续高速增长。
- **生态湿地修复行业景气度高，市场前景广阔:** 我国湿地修复行业起步较晚，目前处于成长期阶段。2013年，我国湿地面积仅占我国总面积的5.6%，且各地区差异较大，一些省市地区湿地面积占比较低，市场空间广阔。与此同时，“十三五”期间将加大对生态湿地的保护力度，“十三五”规划提出到2020年全国湿地保护率超过50%，恢复退化湿地14万公顷，新增湿地面积20万公顷（退耕还湿），明显加大对湿地的保护管理力度。此外，生态建设和环境保护PPP项目数和投资额均呈现快速增长态势，将进一步推动生态湿地修复行业的发展。
- **生态湿地修复龙头，市场范围不断扩大:** 公司是行业内较早进入生态湿地建设领域的企业，一直以来注重市场发展方向，打造设计优势品牌和提升核心竞争力，如今发展为生态湿地修复行业龙头企业。生态湿地业务是公司近三年的主要业绩来源，营收占比不断提高，2016年占比高达74.4%。此外，公司在以华东地区为依托的基础上，积极扩大市场范围，形成了全国性的跨区域经营格局。
- **PPP业务占比逐年攀升，或将迎来政策红利:** 公司积极拓展PPP业务，PPP项目营收保持高速增长，2014-2016年，PPP项目营收分别为1.9亿、4.9亿、6.5亿，分别占同期营收的26.8%、56.2%及66.7%。PPP项目体量较大、毛利较高，随着项目的持续落地，业绩有望受推动。此外，在生态环保类PPP投资增长叠加政策鼓励民间资本参与PPP项目的背景下，公司将迎来利好局面。
- **资金充足叠加订单放量，未来业绩将持续高速增长:** 园林行业属于资金密集型行业，公司于2017年9月份上市募集9.4亿元现金，账面资金充足为业务能力提升提供了强有力的保障，叠加订单放量（2017年前三季度公司新中标13.6亿元，同比增长78.7%）、与邓州签订50亿框架协议，未来业绩将持续高速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2017-2019年收入和归母净利润复合增速分别为41.3%、38.4%，给予公司2018年23倍估值，对应目标价41.17元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进或不及预期，项目订单落地或不及预期，工程项目回款或不及预期。

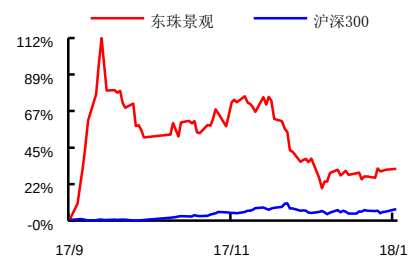
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	979.60	1220.72	2169.42	3443.90
增长率	11.48%	24.61%	77.72%	58.75%
归属母公司净利润(百万元)	185.23	235.98	406.51	626.07
增长率	22.48%	27.39%	72.27%	54.01%
每股收益EPS(元)	0.81	1.04	1.79	2.75
净资产收益率ROE	15.14%	16.59%	22.81%	26.91%
PE	42	33	19	12
PB	6.39	5.49	4.38	3.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.28
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	26.18-55.46
总市值(亿元)	78.41
总资产(亿元)	36.51
每股净资产(元)	10.25

相关研究

目 录

1 公司概况：主营生态湿地修复业务，业绩稳步增长	1
2 生态湿地修复行业景气度高，市场前景广阔	2
2.1 生态湿地修复处于成长期阶段，市场潜力巨大	2
2.2 生态湿地修复行业或将迎来“十三五”规划的发展快车道	4
2.3 PPP 模式助力生态湿地修复行业快速发展	5
3 生态湿地修复 PPP 龙头，厚积薄发	6
3.1 “先发优势+核心竞争力”成就行业龙头	6
3.2 “业绩能力+运营能力”双轮驱动业绩持续增高	8
3.3 “大项目+跨区经营”成为未来发展的新亮点	10
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1：公司三季度末股权结构及下设子公司	1
图 2：公司 2016 年生态湿地项目营收占比 74.4%	2
图 3：公司 2016 年生态湿地项目毛利率为 27.0%	2
图 4：公司营收增速达到 2014 年以来最高点	2
图 5：公司归母净利润与 2016 年同期基本持平	2
图 6：生态湿地行业上下游产业	3
图 7：生态湿地业务流程	3
图 8：生态建设和环境保护 PPP 项目数稳步增加	5
图 9：生态建设和环境保护 PPP 项目投资逐步攀升	5
图 10：生态湿地项目工程施工业务流程	7
图 11：杭州钱塘江沿江生态景观工程(G20 峰会重点项目)	7
图 12：贾汪区凤凰泉湿地公园二期工程（潘安湖二期）	7
图 13：淮安白马湖湿地公园景观工程	8
图 14：北京翠湖湿地公园（国家级）	8

表 目 录

表 1：2013 年全国及各个省份湿地面积占比	4
表 2：生态湿地保护政策不断出台	5
表 3：公司及行业相关公司净资产收益率对比	8
表 4：公司及行业相关公司毛利率对比	9
表 5：公司及行业相关公司净利率对比	9
表 6：公司及行业相关公司总资产周转率对比	9
表 7：公司及行业相关公司资产负债率对比	9
表 8：公司各期末已获取但尚未执行完毕的合同情况	10
表 9：公司新签合同情况	10
表 10：2014 年以来公司已公告新签重大订单情况	11
表 11：近三年业务区域范围	12
表 12：分业务板块盈利预测	12
表 13：可比公司估值情况	13
附表：财务预测与估值	14

1 公司概况：主营生态湿地修复业务，业绩稳步增长

公司于 2017 年 9 月 1 日在上海证券交易所上市，是国内资质最全，综合实力最强的园林景观公司之一。主要从事苗木种植和销售、园林景观设计、园林绿化工程施工、园林养护等园林绿化全产业链业务。

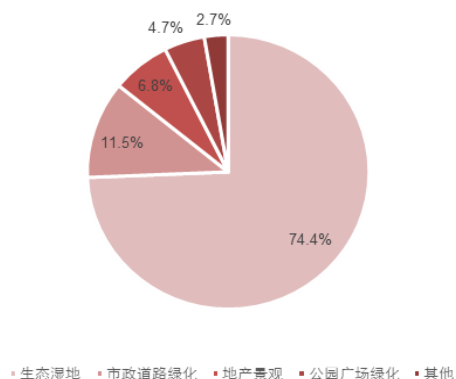
公司股权较为集中，子公司业务布局合理：2001 年 7 月，公司前身无锡市东珠绿化有限公司由席惠明、浦建芬夫妇和杨新华出资成立，注册资本为 55 万元。2010 年 9 月，东珠景观整体变更设立成为股份有限公司，注册资本为 6000 万元。目前，公司控股股东为席惠明，实际控制人为席惠明和浦建芬夫妇，其合计持有公司股份 10883.0 万股，占公司股份总数的 47.8%，其中公司董事长席惠明持有公司股份 8659.0 万股，占公司股份总数的 38.0%。公司设有 14 家子公司，其中，6 家全资子公司东方生态、茅山苗圃、绿枫苗圃、绿盛苗圃、吉木萨尔东珠、梁山环城业务范围主要是苗木种植和园林施工，控股子公司中林东珠设计院主营工程勘察设计业务，其他 7 家子公司主营工程建设、施工和运营。

图 1：公司三季度末股权结构及下设子公司

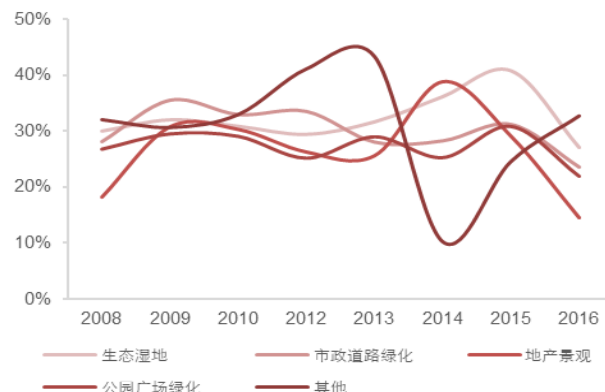


数据来源：公司招股书、公司公告西南证券整理

公司业务重点逐步转移至生态湿地业务：公司拥有苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护完整的生态景观产业链。主要业务项目包括生态湿地项目、市政道路绿化项目、地产景观项目、公园广场绿化项目。2014 年以来，公司积极拓展生态湿地项目业务，生态湿地项目收入逐步成为近三年来主要业绩来源，2016 年占比高达 74.4%；市政道路绿化项目占比从 2013 年的 38.1% 缩减到 11.5%。公司生态湿地项目毛利率不断提高，2015 年高达 40.9%，高于其他三项业务 10 多个百分比，2016 年毛利率有所回落为 27.0%，仍高于其他三项业务。近三年，生态湿地项目平均毛利率为 34.7%，市政道路绿化项目、地产景观项目、公园广场绿化项目分别为 27.8%、27.5%、26.0%，在毛利率方面，生态湿地项目居于各项目首位。

图 2：公司 2016 年生态湿地项目营收占比 74.4%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2016 年生态湿地项目毛利率为 27.0%


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩稳步增长，增速自 2014 年触底后稳步回升：公司营业收入和归母净利润从 2014 年以来稳健增长，2017 年前三季度实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 24.4%，增速达到 2014 年以来最高点；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 23.2%，与上年同期增速基本持平。公司 2008-2016 年业绩逐年增长，业绩增速 2014 年触底后稳步回升。

图 4：公司营收增速达到 2014 年以来最高点


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司归母净利润与 2016 年同期基本持平


数据来源：Wind，西南证券整理

2 生态湿地修复行业景气度高，市场前景广阔

2.1 生态湿地修复处于成长期阶段，市场潜力巨大

生态湿地修复主要是指利用湿地系统的自我恢复能力，辅以人工措施，使生态湿地逐步恢复，或向良性循环方向发展。生态湿地修复行业隶属于生态修复行业。

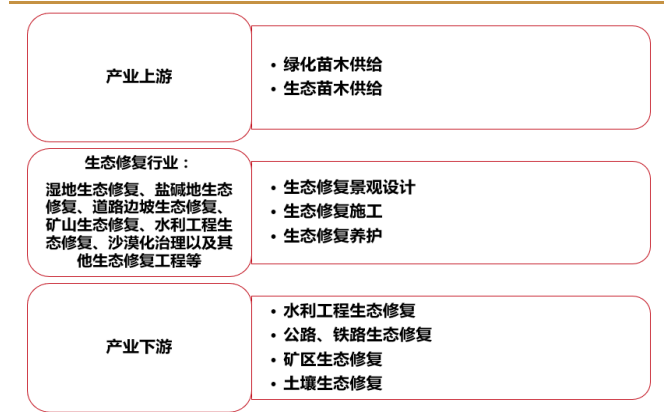
生态湿地修复行业特点呈现出周期性、区域性、季节性的特点：生态修复行业景气度与经济发展水平、发展周期息息相关，经济总体发展态势良好时，生态修复行业的需求量也会增大。我国生态湿地环境的破坏日益严重，生态湿地修复行业起步较晚，目前行业的发展主要受到政府政策的导引。尽管我国整体经济状况并不是处于上行趋势，但是政府加大对生态修复的持续投资，行业并不存在明显的周期性特点。

生态湿地修复行业的发展受地域的局限性较大，与当地经济发展水平、气候和水资源条件、地方政府的投入密切相关。长三角地区、环渤海地区、珠三角地区及其他沿海省份绿地面积和绿化覆盖较高，相应的对生态湿地修复的需求也会加大。同时，苗木的种植和培育也呈现出较强的区域特点。

生态湿地修复需要植入大量的苗木和相关的景观建设工程，苗木的培育、植入需要适宜的气候，景观建设的施工进度和效率受到气温的影响较大，寒冷的冬季会很大程度地影响行业项目的进程。

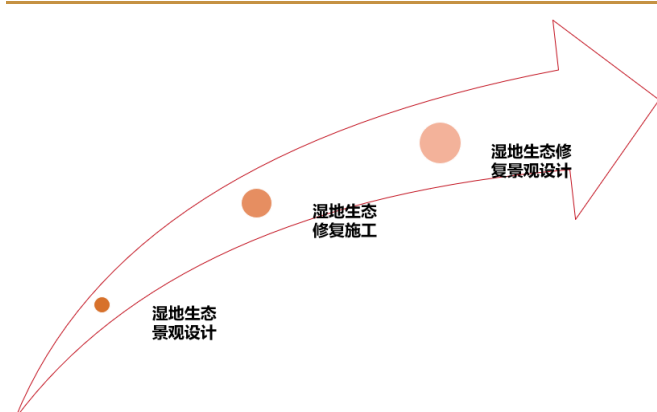
生态湿地行业上下游产业：生态湿地行业是生态修复行业的子行业，上下游产业基本保持一致。生态修复行业的上游产业主要为苗木种植业，其中，乔木、灌木及地被植物，因品种、规格而异，少数大规模苗木品种及特定品种苗木资源可能出现阶段性紧缺，市价具有波动性。下游产业主要是政府投资主体、企事业单位、地产开发商等需求方，这些投资主体的需求变化引导整个行业的发展方向。

图 6：生态湿地行业上下游产业



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 7：生态湿地业务流程



数据来源：公司招股书，西南证券整理

生态湿地修复行业处于成长阶段，市场空间广阔：我国湿地修复行业起步较晚，目前处于成长期阶段。现阶段行业的竞争主要集中在施工技术及工艺、生态类苗木的研发与培育、跨地域复杂环境的施工经验三个方面。行业内企业主要为民营企业，规模较小，技术水平不高，竞争相对缓和。

2013 年，我国湿地面积达 5342.1 万顷，占我国总面积的 5.6%，国外湿地面积占比约 6.0%，整体看，仍然存在一定的发展空间。分地区看，各个地区湿地面积占比存在显著差异，上海市湿地面积占比最高，达 80.1%，江苏省、天津市次之，分别占 28.2%、26.9%，而贵州省、云南省、山西省湿地面积占比不足 2.0%，湿地面积占比较低的地区仍然存在很大的市场发展空间。

表 1：2013 年全国及各个省份湿地面积占比

序号	省（区、市）	湿地面积 （万公顷）	占比	序号	省（区、市）	湿地面积 （万公顷）	占比
1	上海市	46.5	80.10%	17	内蒙古自治区	601.1	5.46%
2	江苏省	282.3	28.23%	18	西藏自治区	652.9	5.44%
3	天津市	29.6	26.87%	19	河北省	94.2	4.96%
4	山东省	173.8	11.58%	20	湖南省	102.0	4.86%
5	青海省	814.4	11.31%	21	甘肃省	169.4	4.34%
6	黑龙江省	514.3	11.18%	22	河南省	62.8	3.92%
7	浙江省	111.0	11.10%	23	四川省	174.8	3.64%
8	广东省	175.3	9.74%	24	广西壮族自治区	75.4	3.28%
9	海南省	32.0	9.41%	25	宁夏回族自治区	20.7	3.14%
10	辽宁省	139.5	9.30%	26	北京市	4.8	2.86%
11	湖北省	144.5	8.03%	27	重庆市	20.7	2.52%
12	安徽省	104.2	8.01%	28	新疆维吾尔自治区	394.8	2.47%
13	福建省	87.1	7.26%	29	陕西省	30.9	1.62%
14	江西省	91.0	5.69%	30	云南省	56.4	1.48%
15	全国	5342.1	5.55%	31	贵州省	21.0	1.23%
16	吉林省	99.8	5.54%	32	山西省	15.2	1.01%

数据来源：第二次全国湿地资源调查结果，西南证券整理

2.2 生态湿地修复行业或将迎来“十三五”规划的发展快车道

近年来，我国高度重视湿地保护与恢复，“十一五”规划期间，建设总投资 90.0 亿元，“十二五”规划建设总投资 129.4 亿元，增速高达 43.8%。湿地保护工作取得了显著成果，目前，我国湿地保护面积达 2324 万公顷，占总湿地面积的 43.4%。目前全国有国际性重要湿地 46 处，湿地自然保护区 577 个，湿地公园 723 个。

《全国湿地保护“十三五”实施规划》提出，到 2020 年，全国湿地面积不低于 8 亿亩，湿地保护率超过 50%，恢复退化湿地 14 万公顷，新增湿地面积 20 万公顷（含退耕还湿），建立比较完善的湿地保护体系、科普宣教体系和监测评估体系，明显提高湿地保护管理能力，增强生态湿地系统的自然性、完整性和稳定性，为湿地建设的发展提供了一个完整的框架体系。

十九大提出加快生态文明体制改革，加大生态系统保护力度，完成生态保护红线，再次将建设美丽中国提升到历史高度，生态湿地保护再遇主题催化。12 月 18-20 日，中央工作会议提出要加快生态文明建设，打好三大污染防治攻坚战。同时提出，要实施好“十三五”规划的生态保护修复大工程，将培育一批专门从事生态修复的专业化企业，又一次将生态保护摆在突出位置，预计“十三五”期间将加大对湿地保护工程的投资，生态湿地修复行业或将进入发展的快车道。

表 2：生态湿地保护政策不断出台

时间	相关政策
2003 年 9 月	国务院批准《全国湿地保护工程规划（2002—2030 年）》，作为我国湿地保护长期规划和纲领性文件，提出全面提升湿地保护水平。
2013 年 9 月	国家林业局关于发布《推进生态文明建设规划纲要(2013—2020 年)》，制定了全国湿地保有量不少于 8 亿亩的湿地保护红线
2015 年 5 月	国务院《关于加快推进生态文明建设的意见》明确划定到 2020 年，全国湿地保有量不少于 8 亿亩的湿地保护红线
2016 年 10 月	环保部发布《全国生态保护“十三五”规划纲要》，提出大力推进生态文明建设，2018 年底前，全国所有省、区、市将全面划定生态保护红线
2016 年 12 月	国务院办公厅印发《湿地保护修复制度方案》，要求对湿地面积总量进行管控，到 2020 年，全国湿地面积不低于 8 亿亩，湿地保护率提高到 50% 以上
2017 年 2 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》，明确生态保护红线可保护的湿地、草原、森林等生态系统数量
2017 年 3 月	国家林业局、国家发展改革委、财政部印发《全国湿地保护“十三五”实施规划》，进一步提出，提出，到 2020 年，全国湿地面积不低于 8 亿亩，湿地保护率超过 50%，恢复退化湿地 14 万公顷，新增湿地面积 20 万公顷（含退耕还湿）
2017 年 10 月	十九大，加大生态系统保护力度，完成生态保护红线

数据来源：西南证券整理

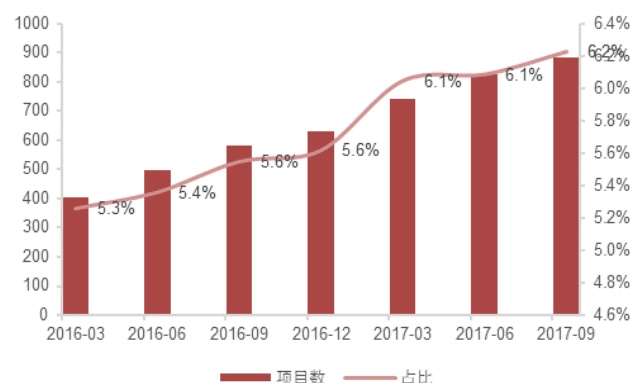
2.3 PPP 模式助力生态湿地修复行业快速发展

生态湿地修复业务大都来源于政府部门，PPP 模式的运用很大程度上缓解了政府对项目的资金投入，同时也缩短了工程的建设期，提升项目工程的效率。

生态建设和环境保护项目不断落地，项目数和投资额均呈现上升态势：财政部最新数据显示，从 2104 年以来全国 PPP 入库项目合计 14220 个，投资额共计 17.8 万亿元。9 月底，生态建设和环境保护 PPP 项目数 886 个，占全部 PPP 项目数的 6.2%，投资总额达 9110 亿元，占全部 PPP 投资额的 5.1%。

图 8：生态建设和环境保护 PPP 项目数稳步增加


数据来源：财政部，西南证券整理

图 9：生态建设和环境保护 PPP 项目投资逐步攀升


数据来源：财政部，西南证券整理

PPP政策的颁布或将利好生态湿地修复行业：过去三年，PPP市场在快速发展的同时，也积累了一些隐形风险。11月16日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》将促进PPP项目规范化发展；11月21日，国资委印发《关于加强中央企业PPP业务财务风险管控的通知》，将加强对央企PPP业务风险的管控，有利于民营资本的参与，生态湿地行业大都为民企，整个行业或将受益。预计未来几年PPP项目入库进度放缓，但并不认为是进入了拐点，PPP规划化发展，将促进PPP未来健康持续发展。11月23日，环保部称将加大环境保护专项资金向PPP项目倾斜力度。总体看来，近期颁布的一系列PPP项目对生态湿地修复行业是利好的。

园林民企将迎来PPP政策利好趋势：数据显示，截至9月末，572个落地PPP项目中，民企仅占34.7%，较上年末下降4.2个百分点，民企参与PPP项目率偏低且呈现走低趋势，而承做生态湿地业务的公司多数为园林民企。11月30日，发改委发布《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》，明确提出除国家法律法规明确禁止准入的行业 and 领域外，一律向民间资本开放，不得以任何名义、任何形式限制民间资本参与PPP项目。与之前发布的规范PPP项目发展、对央企的PPP业务实行总量监控形成鲜明对比，此次意见积极鼓励民间资本参与PPP项目，民企在政策面将迎来利好趋势。

目第四批政府和社会资本合作（PPP）示范项目的专家评审环节已经结束，1226个、投资额达到2.1万亿元的申报项目被专家打分，预计项目名单和金额将于近期公布。

3 生态湿地修复PPP龙头，厚积薄发

3.1 “先发优势+核心竞争力”成就行业龙头

公司业务资质齐全：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。这些资质基本覆盖了承接各种类型园林绿化工程项目可能需要的各项专业资质，使公司在承揽综合性较强的园林绿化工程项目时竞争优势明显。

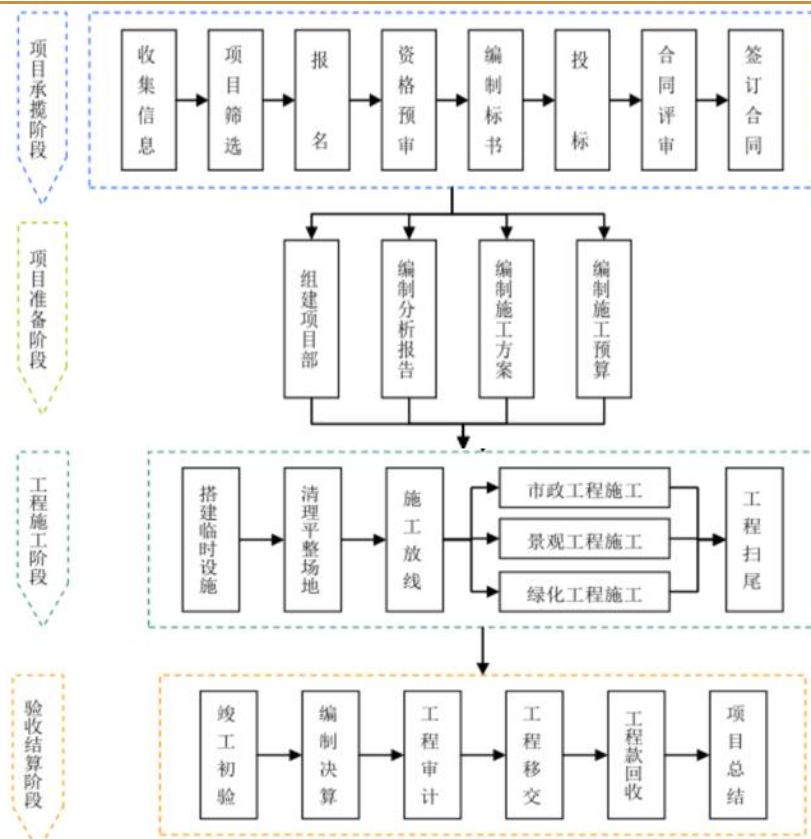
公司拥有早期先发优势：公司2010年以淮安白马湖湿地公园PPP项目成功涉足生态湿地业务。当年，生态湿地项目的毛利率为30.8%，这主要是因为行业内企业较少，加上公司刚进入该领域，产业存在较大的正边际效应，管理成本较低，毛利率高，净利率高。公司较早涉足生态湿地行业，并于第一个试水项目上取得巨大成功，为公司日后的发展奠定了坚实的基础。

公司中期打造王牌能力，提高核心竞争力：在公司中期的建设中，许多其他公司陆续进入该领域。此时，公司在凭借良好的先发优势的基础上，与中国林科院签署了《产学研全面合作框架协议》，主要由中国林科院为公司在特色花卉苗木引进与新技术推广、精品园林景观设计建设和相关人才培养等方面提供全方位帮助，同时成立子公司中林东珠（北京）景观设计研究院有限公司，致力于提高公司的设计能力，打造王牌优势。中国林科院有着丰富的设计施工经验以及敏锐的市场洞察力，在与它的合作中，公司进一步抓准市场方向，有效契合市场需求，并逐步打造设计优势这一品牌。

公司产业链布局完善：公司拥有苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护完整的生态景观产业链。公司主要通过绿枫苗圃、茅山苗圃和绿盛苗圃三个全资子

公司，进行苗木的培育和研发，防止苗木稀缺影响施工的实施进程。同时，公司积极加强工程施工和设计业务的协同效应，保证完整的产业链。

图 10：生态湿地项目工程施工业务流程



数据来源：公司招股，西南证券整理

施工经验丰富：近年来实施了淮安白马湖湿地公园、杭州钱塘江沿江生态景观工程、贾汪区凤凰泉湿地公园二期工程（潘安湖二期）、无锡宛山湖湿地公园、河北省永年县广府古城生态景观工程、洪泽湖国家湿地公园等一系列标志性项目，积累了大量的施工经验。

图 11：杭州钱塘江沿江生态景观工程(G20 峰会重点项目)



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 12：贾汪区凤凰泉湿地公园二期工程（潘安湖二期）



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 13：淮安白马湖湿地公园景观工程


数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 14：北京翠湖湿地公园（国家级）


数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2 “业绩能力+运营能力”双轮驱动业绩持续增高

公司 2014-2016 年，营业收入分别为 7.3 亿元、8.8 亿元和 9.8 亿元，同比增速分别为 1.5%、21.1%和 11.5%，近三年的复合增长率为 10.3%；2016 年归母净利润 1.9 万元，同比增长 22.5%。公司 2017 年前三季度实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 24.4%，增速达到 2014 年以来最高点；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 23.2%，与上年同期增速基本持平。

公司的盈利能力处于行业前列：公司与行业内盈利能力处于前列的美尚生态、东方园林、铁汉生态相也毫不逊色。2016 年，公司净资产收益率为 16.4%，远高于美尚生态的 11.5%和铁汉生态的 12.5%。与 2017 年新上市的园林企业大千生态、新三板涉及生态湿地业务的三家园林企业秦森园林、新封生态、中科生态相比，均存在明显的优势。

表 3：公司及行业相关公司净资产收益率对比

	东珠景观	美尚生态	东方园林	铁汉生态	绿茵生态	大千生态	秦森园林	新封生态	中科生态
2014	18.65%	29.43%	11.97%	12.84%	24.85%	12.13%	28.79%	-	-
2015	17.06%	15.28%	10.07%	11.63%	26.64%	9.24%	28.79%	14.89%	20.73%
2016	16.42%	11.51%	16.79%	12.50%	27.19%	10.17%	15.48%	13.14%	11.09%
2017Q1-Q3	9.81%	5.66%	9.04%	8.69%	11.34%	6.35%	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

公司近三年的毛利率保持在 29%左右，与行业均值水平基本持平。公司在净利率方面存在明显的优势，充分的体现了公司的盈利能力。公司近三年的净利率呈现上升趋势，2017 年前三季度的净利率达 20.3%，远高于美尚生态、东方园林、铁汉生态，处于行业前列。

表 4：公司及行业相关公司毛利率对比

	东珠景观	美尚生态	东方园林	铁汉生态	绿茵生态	大千生态	秦森园林	新封生态	中科生态
2014	28.96%	32.73%	32.61%	28.98%	33.20%	24.27%	24.69%	33.37%	22.90%
2015	29.99%	33.53%	30.23%	25.27%	34.23%	25.00%	23.96%	28.41%	34.75%
2016	28.51%	31.24%	32.43%	26.25%	36.14%	25.28%	24.03%	25.24%	37.44%
2017Q1-Q3	27.98%	25.73%	29.54%	25.76%	40.22%	27.51%	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

表 5：公司及行业相关公司净利率对比

	东珠景观	美尚生态	东方园林	铁汉生态	绿茵生态	大千生态	秦森园林	新封生态	中科生态
2014	17.36%	18.81%	13.74%	12.16%	16.31%	10.45%	8.77%	14.98%	5.50%
2015	17.21%	19.00%	11.15%	11.64%	20.17%	11.46%	11.01%	12.10%	19.19%
2016	18.92%	19.80%	16.13%	11.57%	25.17%	11.65%	8.74%	12.20%	20.95%
2017Q1-Q3	20.34%	12.33%	10.54%	9.58%	26.38%	11.90%	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

公司营运能力处于行业前列：从资产周转角度来看，2014-2016 年公司的资产周转率保持在 0.45 左右。生态湿地修复行业内公司一般工程项目多、施工周期长、工程结算时间长，资产负债率普遍较高。公司近三年的资产负债率在 50%上下浮动，且保持稳定，均值为 53.1%，低于东方园林的 60.2%和铁汉生态的 55.6%，与美尚生态的 53.1%基本持平。公司 2017 年前三季度资产负债率降到 35.9%，原因在于 IPO 为公司带来了 9.4 亿元的净募资，资产负债率进一步降低。

表 6：公司及行业相关公司总资产周转率对比

	东珠景观	美尚生态	东方园林	铁汉生态	绿茵生态	大千生态	秦森园林	新封生态	中科生态
2014	0.49	0.67	0.37	0.46	0.58	0.52	0.95	0.32	1.73
2015	0.45	0.43	0.35	0.44	0.64	0.43	0.79	0.76	0.81
2016	0.42	0.32	0.41	0.50	0.62	0.43	0.60	0.70	0.47
2017Q1-Q3	0.28	0.24	0.32	0.34	0.31	0.27	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

表 7：公司及行业相关公司资产负债率对比

	东珠景观	美尚生态	东方园林	铁汉生态	绿茵生态	大千生态	秦森园林	新封生态	中科生态
2014	55.88%	56.38%	56.22%	59.61%	59.92%	51.10%	70.47%	54.00%	74.43%
2015	54.08%	40.96%	63.83%	53.00%	44.81%	41.70%	69.59%	27.55%	13.81%
2016	49.47%	46.19%	60.68%	54.07%	40.17%	54.41%	70.47%	54.00%	74.43%
2017Q1-Q3	35.88%	49.87%	65.89%	65.19%	19.61%	40.25%	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 “大项目+跨区经营”成为未来发展的新亮点

频繁斩获大项目，为业绩增长保驾护航：公司于 2014 年签约了公司第一个湿地业务项目—淮安白马湖湿地公园 PPP 项目，该项目位于江苏淮安白马湖，占地约为 27 平方公里，投资 10 亿元。当时，行业内园林公司较少，产业的边际效应明显，公司以该项目涉足生态湿地领域，取得了巨大成功，为公司日后的发展奠定了坚实的基础。公司于 2014 年施工的贾汪区凤凰泉湿地公园二期工程（潘安湖二期），原址是徐州市最大、塌陷最严重、面积最集中的采煤塌陷区，经过施工，现成为国家级湿地公园。公司于 2015 年签约的杭州钱江世纪城沿江公园 PPP 项目是 G20 峰会重点项目，由于对项目效果、工程质量及施工进度要求高，该项目具有工程规模较大、建设进度较快、毛利率较高、回款情况较好的特点。该项目成功出色的完成，提升了公司的盈利水平、改善了现金流、并为公司积累了标杆性大型项目的管理施工经验，加强了公司的大型项目承接能力。近期，公司与邓州市人民政府签署了《邓州市生态景观及基础设施建设战略合作协议》，确立双方的战略合作关系，合作计划总投资约 50 亿元。公司于 2017 年在上海证券交易所上市，进一步奠定了公司的市场地位，使得公司有能力获得更多的订单，预计未来将继续向大的标杆的项目迈进，扩大全国范围影响力。

在 2016 年订单增速放缓的背景下，2017 年订单快速增长。公司 2017 年前三季度累计新中标项目 32 项，合计 13.6 亿元，同比增长 78.7%；累计新签合同 28 项，合计 12.3 亿元，同比增长 29.4%。三季度新签合同 8 项，合计 1.2 亿元。

根据《中央财政林业补助资金管理办法》，用于林业系统管理的国际重要湿地、国家重要湿地、湿地自然保护区及国家湿地公园开展湿地保护与恢复的相关支出享受湿地补贴，目前公司从事的湿地公园项目大多享受一定的财政补贴。

表 8：公司各期末已获取但尚未执行完毕的合同情况

业务类别	合同金额（万元）		
	2016 年末	2015 年末	2014 年末
生态湿地	118840.4	137507.4	81935.4
公园广场绿化	10653.6	8177.3	801.3
市政道路绿化	32562.4	28775.6	663.0
地产景观	907.1	7564.9	11211.8
其他项目	1422.4	2284.7	1458.9
合计	164385.9	184309.9	96070.5

数据来源：公司招股书，西南证券整理

表 9：公司新签合同情况

业务类别	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	合同数量（个）	合同金额（万元）	合同数量（个）	合同金额（万元）	合同数量（个）	合同金额（万元）
生态湿地	4	60376.6	7.00	108124.7	2	101383.8
公园广场绿化	1	7261.2	3.00	11406.3	4	12749.9
市政道路绿化	3	15800.9	3.00	43177.5	4	28910.0
地产景观	2	983.3	5.00	5127.5	2	17901.8
合计	10	84422.1	18.00	167835.9	12	160945.4

数据来源：公司招股书，西南证券整理

表 10：2014 年以来公司已公告新签重大订单情况

年份	项目	项目总合同金额（万元）
2014 年	贾汪区凤凰泉湿地公园二期工程	2844.99
2014 年	濮阳金堤河国家湿地公园景观广场项目	2281.67
2014 年	淮安市白马湖湿地公园工程投资、设计、施工一体化项目	100000.00
2014 年	青岛临港经济开发区园区提升工程	11000.00
2014 年	永年县广府古城环水观光走廊及岛屿工程	15862.56
2015 年	湖州经济技术开发区绿化工程	30000.00
2015 年	濮阳县马颊河南绿地景观项目	3134.44
2015 年	濮阳马颊河南绿地景观项目（绿化工程）施工二标段	803.08
2015 年	大名县植物园工程	7708.19
2015 年	武功镇武爱广场、漆水河景观公园建设项目	10000.00
2015 年	鹤壁市漓江柳岸住宅小区景观工程设计施工一体化 BT 合作项目	2985.98
2015 年	杭州市萧山钱江世纪城沿江公园 PPP 项目	73793.38
2016 年	梁山县龟山河综合治理 PPP 项目	12375.86
2016 年	濮阳县金堤河水生态综合治理项目	8027.59
2016 年	武功县武功镇漆水河湿地工程	11024.20
2016 年	东兰县坡豪湖生态保护与旅游建设 PPP 项目	24537.00
2017 年	河南邓州湍河国家湿地公园及防护林建设工程 PPP 项目	54008.99
2017 年	青海省德令哈市蓄集乡陶斯图村草原恢复治理工程	13506.73

数据来源：公司招股书、公司公告，西南证券整理

PPP 项目占比逐年攀升，逐步彰显 PPP 项目承接能力：公司积极拓展 PPP 业务，2014 年、2015 年及 2016 年，PPP 项目分别实现营收 1.9 亿、4.9 亿、6.5 亿，占同期总营收的 26.8%、56.2%及 66.7%。而且 PPP 项目毛利率普遍偏高，随着项目的持续推进，公司经营业绩有望持续增高。PPP 项目体量较大、毛利较高，随着项目的持续落地，业绩有望受推动。且公司以谨慎开展业务为大方向，PPP 项目大多为国家扶持项目，预计受 PPP 监管趋严的影响不大。

以华东地区为依托，业务覆盖范围不断扩大：跨区域经营是园林绿化企业实现可持续发展、业务规模稳定增长的重要保障。2014 年以来，公司以华东地区为依托，积极拓展业务覆盖范围，目前已经形成了全国性的跨区域经营格局。近三年，华东地区的营收占比分别为 81.4%、65.8%、74.2%，西北地区、西南地区、华南地区三个区域的营收占比呈现上升趋势。

公司先后在郑州、西安、青岛、龙岩、濮阳等地区签订了一系列生态景观工程项目，12 月 8 日与河南省邓州市人民政府签订的《邓州市生态景观及基础设施建设战略合作协议》将进一步加强与邓州市合作，业务覆盖范围将进一步拓宽，将扩大公司在全国的影响。预计公司未来将继续与其他地区签署框架协议，积极扩大市场范围。

表 11：近三年业务区域范围

项目	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
华东地区	72635.7	74.2	57844.1	65.8	59072.1	81.4
华中地区	5973.7	6.1	22283.7	25.4	2095.2	2.9
华北地区	5987.7	6.1	5120.6	5.8	11405.3	15.7
西北地区	6401.6	6.5	2622.0	3.0	-	-
西南地区	4523.4	4.6	-	-	-	-
华南地区	2437.2	2.5	-	-	-	-
合计	97959.3	100	87870.5	100	72572.6	100

数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司以湿地生态业务为主要业务方向，未来三年将继续加大力度拓展该业务。截至上市，公司 2014-2016 年在手订单金额分为 9.6 亿元、18.4 亿元、16.4 亿元，2017 年前三季度新中标项目 13.6 亿元，根据订单先行指标以及工程进度、工程回款率，预计 2017-2019 年湿地生态项目营收增速分别为 40%、95%、65%。

假设 2：未来三年，公司生态湿地业务毛利率保持在 30%左右。

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于合理假设并考虑公司实际情况，我们预计公司各业务板块的收入和毛利情况如下表所示：

表 12：分业务板块盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	725.73	878.74	979.60	1220.72	2169.42	3443.90
yoy	1.48%	21.08%	11.48%	24.61%	77.72%	58.75%
毛利率	31.23%	32.41%	28.89%	28.34%	28.73%	29.27%
生态湿地项目						
收入	332.72	569.74	728.41	1019.78	1988.57	3281.14
yoy	82.99%	71.24%	27.85%	40.00%	95.00%	65.00%
毛利率	30.84%	32.02%	29.98%	29.98%	29.98%	29.98%
其他项目						
收入	393.01	308.96	251.18	200.94	180.85	162.76
yoy	-17.82%	-21.38%	-18.70%	-20.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	31.56%	33.14%	25.73%	20.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2017-2019 年收入和归母净利润复合增速分别为 41.3%、38.4%，给予公司 2018 年 23 倍估值，对应目标价 41.17 元，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

简称	归母净利润（百万元）				PE			
	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
东珠景观	185.23	242.92	419.88	647.37	42	32	18	12
美尚生态	208.99	385.97	536.32	697.13	79.60	22.82	16.42	12.64
东方园林	1295.61	2149.52	3186.01	4308.32	44.23	25.66	17.31	12.80
铁汉生态	522.07	852.45	1213.92	1626.60	45.69	21.89	14.67	10.95
绿茵生态	171.91	206.67	253.27	335.45	-	29.27	23.89	18.03
大千生态	69.66	90.95	127.85	176.55	-	39.40	28.03	20.30
行业均值	-				-	27.74	20.01	14.94

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

政策推进或不及预期，项目订单落地或不及预期，工程项目回款或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	979.60	1220.72	2169.42	3443.90	净利润	185.34	236.11	406.74	626.42
营业成本	696.57	874.78	1546.07	2435.72	折旧与摊销	1.95	1.49	1.49	1.49
营业税金及附加	5.28	24.42	27.54	56.31	财务费用	3.45	0.89	0.82	1.78
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.27	5.00	5.00	5.00
管理费用	47.92	67.14	141.01	237.63	经营营运资本变动	50.14	-16.32	-457.65	-589.49
财务费用	3.45	0.89	0.82	1.78	其他	-1.75	-36.36	36.24	40.55
资产减值损失	7.27	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	246.40	190.82	-7.35	85.75
投资收益	0.36	30.00	30.00	30.00	资本支出	0.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-39.81	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.86	30.00	30.00	30.00
营业利润	219.47	278.50	478.97	737.47	短期借款	-102.50	-27.00	16.00	14.00
其他非经营损益	-1.61	-0.96	-0.86	-1.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.86	277.54	478.11	736.34	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.52	41.43	71.37	109.91	支付股利	0.00	-37.05	-47.20	-81.30
净利润	185.34	236.11	406.74	626.42	其他	-47.39	-0.89	-0.82	-1.78
少数股东损益	0.10	0.13	0.23	0.35	筹资活动现金流净额	-149.89	-64.94	-32.02	-69.08
归属母公司股东净利润	185.23	235.98	406.51	626.07	现金流量净额	57.66	155.88	-9.37	46.67
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	438.41	594.29	584.93	631.60	成长能力				
应收和预付款项	918.15	1120.25	2030.55	3203.24	销售收入增长率	11.48%	24.61%	77.72%	58.75%
存货	632.05	793.75	1400.86	2209.11	营业利润增长率	16.74%	26.90%	71.98%	53.97%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	22.56%	27.39%	72.27%	54.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.70%	24.91%	71.35%	53.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17.00	15.73	14.45	13.17	毛利率	28.89%	28.34%	28.73%	29.27%
无形资产和开发支出	0.25	0.16	0.07	-0.01	三费率	5.24%	5.57%	6.54%	6.95%
其他非流动资产	416.74	416.60	416.47	416.34	净利率	18.92%	19.34%	18.75%	18.19%
资产总计	2422.60	2940.78	4447.33	6473.44	ROE	15.14%	16.59%	22.81%	26.91%
短期借款	77.00	50.00	66.00	80.00	ROA	7.65%	8.03%	9.15%	9.68%
应付和预收款项	1051.14	1379.29	2442.57	3819.82	ROIC	33.30%	42.03%	49.43%	45.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.96%	23.01%	22.19%	21.51%
其他负债	70.27	88.24	155.96	245.70	营运能力				
负债合计	1198.41	1517.53	2664.53	4145.53	总资产周转率	0.42	0.46	0.59	0.63
股本	170.70	227.60	227.60	227.60	固定资产周转率	56.06	74.60	143.79	249.34
资本公积	271.32	214.42	214.42	214.42	应收账款周转率	1.08	1.19	1.37	1.31
留存收益	778.73	977.66	1336.98	1881.74	存货周转率	1.07	1.23	1.41	1.35
归属母公司股东权益	1220.75	1419.68	1779.00	2323.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.75%	—	—	—
少数股东权益	3.44	3.57	3.80	4.16	资本结构				
股东权益合计	1224.19	1423.25	1782.80	2327.92	资产负债率	49.47%	51.60%	59.91%	64.04%
负债和股东权益合计	2422.60	2940.78	4447.33	6473.44	带息债务/总负债	6.43%	3.29%	2.48%	1.93%
					流动比率	1.66	1.65	1.51	1.46
					速动比率	1.13	1.13	0.98	0.93
					股利支付率	0.00%	15.70%	11.61%	12.99%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	224.87	280.88	481.29	740.74	每股收益	0.81	1.04	1.79	2.75
PE	42.11	33.05	19.19	12.46	每股净资产	5.36	6.24	7.82	10.21
PB	6.39	5.49	4.38	3.36	每股经营现金	1.08	0.84	-0.03	0.38
PS	7.96	6.39	3.60	2.26	每股股利	0.00	0.16	0.21	0.36
EV/EBITDA	22.56	24.35	14.26	9.22					
股息率	0.00%	0.47%	0.61%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn