

转型生态环保，助力美丽中国海南篇章

公司深度研究

◆ 海南建省三十周年风口，生态环保先行：

2018年是改革开放40周年，海南建省和海南经济特区成立“双30周年”。海南未来“大建设、大旅游、大生态”的战略方向，在利好基建和旅游业的同时，也必将带动园林环保板块的发展。建设海南国际旅游岛应坚持环境优先的原则，走出一条具有中国特色的环境保护与旅游休闲产业发展并举的发展道路，因此岛内园林绿化和生态环保产业必将实现快速发展。

◆ 琼州生态园林未来龙头，在手订单充足：

公司作为海南省最大的商品混凝土生产企业，于2015年收购“大兴园林”介入园林绿化领域，借力PPP模式，积极拓展大生态市场。依托大兴园林在生态园林领域优势，公司拿单能力不断增强。根据已披露的订单统计，2016年以来公司共计签署合同51.36亿元，其中PPP项目18.44亿元，占比35.90%。此外，公司2016年以来共计签署框架协议44.40亿元，为未来业绩持续稳定增长保驾护航。2017年中报显示，公司园林绿化业务实现营收3.81亿元，占比32.31%，同比增长577.88%，园林绿化板块正在大力崛起。

◆ 收购广东绿润，持续拓展生态环保领域：

公司2016年收购“广东绿润”20%的股权，推动其战略转型生态环保领域的进程。2017年公司拟完成收购广东绿润剩余80%股权，全面进入市政环境卫生管理行业。广东绿润已经形成了涵盖垃圾清扫保洁、市容景观绿化养护、垃圾清运和垃圾处置的全产业链业务结构。其收购业绩承诺为2017-2019年净利润不低于1.2亿元、1.4亿元和1.56亿元，若能顺利实现，将带来并表净利率大幅增长。公司通过收购积极向大生态领域战略转型，未来将会持续受益园林环保行业的利好。

◆ 受益国际旅游岛建设，混凝土和水泥主业回暖：

海南国际旅游岛建设大幅带动省内基建和房地产需求，公司作为岛内商品混凝土龙头，必将从中受益，上半年混凝土业务实现营收5.56亿元，同比增长47.16%。公司于2014年收购金岗水泥，打通混凝土产业链上游，带来协同效应。此外，今年上半年国内水泥价格持续上涨，显著提升公司水泥业务收入同比大增120%。混凝土和水泥主业回暖，叠加园林和环保业务带来新的业绩增长点，根据预告，公司17年预计实现归母净利润1.75-2.10亿元，同比增长149.23%-199.08%，未来业绩高增可期。

◆ 财务预测与估值：预计公司2017~2019年实现归母净利1.98/4.02/5.61亿元，同比增长181.6%/103.5%/39.3%，对应EPS为0.2/0.41/0.57元。当前股价对应2017~2019年PE为61.2/30.1/21.6倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：PPP模式风险，外延拓展不及预期，政策支持不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1775	1,843	2,556	4,102	5,564
增长率(%)	58.3	3.8	38.7	60.5	35.6
净利润(百万元)	79.0	70	198	402	561
增长率(%)	345.0	-11.1	181.6	103.5	39.3
毛利率(%)	18.8	21.4	21.2	22.9	23.5
净利率(%)	4.4	3.8	7.7	9.8	10.1
ROE(%)	3.3	3.3	6.7	12.3	15.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.22	0.20	0.41	0.57
P/E(倍)	51.00	57.5	61.2	30.1	21.6
P/B(倍)	1.68	1.9	4.1	3.7	3.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxayong1@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 2018.01.23**

收盘价(元) :	12.41
总股本(亿股) :	9.84
总市值(亿元) :	122.13
近3月换手率 :	104.27%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.66	2.16	6.96
绝对	6.29	12.59	36.22

相关研报

目 录

1、 海南瑞泽—岛内商混龙头，积极转型生态园林	3
1.1、 业务多元化协调发展，助力公司战略转型	3
1.2、 进军生态园林市场，看好未来业绩成长.....	5
2、 行业情况--建省三十周年风口，生态环保先行.....	7
2.1、 区位优势叠加政策红利，海南板块炙手可热.....	7
2.2、 建设美丽乡村，打造成全国生态文明示范区.....	7
2.3、 加强立法，谱写美丽中国海南篇章	8
3、 经营分析—生态环保发力，商混和水泥增长稳健.....	10
3.1、 琼州生态园林未来龙头	10
3.1.1、 大兴园林优势明显，加码公司生态园林产业布局	10
3.1.2、 在手订单充足，发展后劲十足	12
3.2、 收购广东绿润，持续拓展生态环保领域.....	14
3.3、 混凝土和水泥主业回暖，业绩充分受益	15
4、 投资建议.....	17
5、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18
图表目录	19

1、海南瑞泽—岛内商混龙头，积极转型生态园林

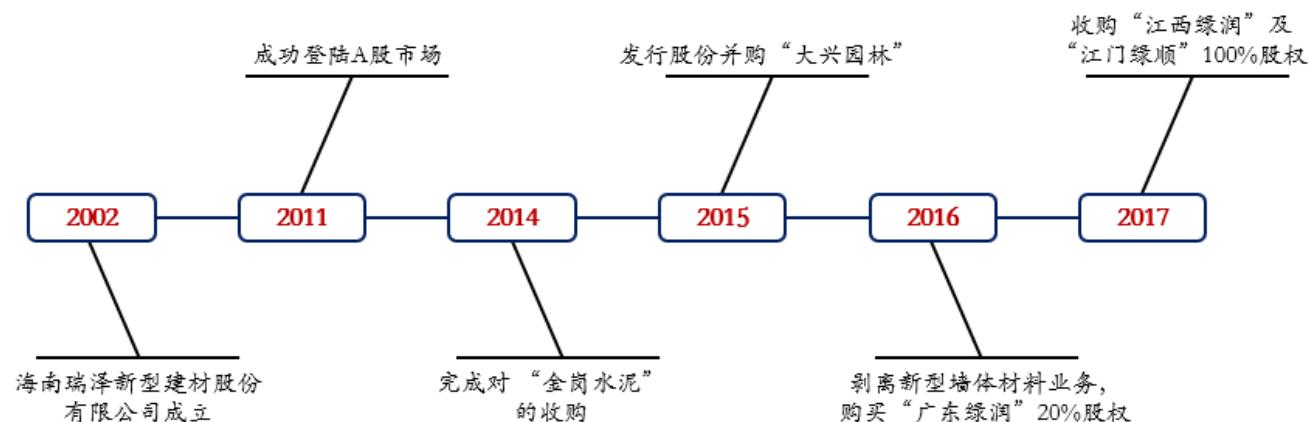
1.1、业务多元化协调发展，助力公司战略转型

海南瑞泽曾是一家规格齐全的商品混凝土、新型墙体材料及水泥生产与配送企业，产品被广泛用于海南省内各大型建设项目，如交通工程、大型住宅项目等。受益于国家对生态文明建设的重视和城镇化进程加快，以及建设“国际旅游岛”的国家战略逐步开展，公司逐渐通过内部夯实和外延发展双轮驱动，拓展生态环保产业布局，发展多样化业务，提升抵抗风险能力。

海南瑞泽新型建材股份有限公司成立于2002年，是海南省最早从事生产商品混凝土的企业，累计已有16年的历史。2008年8月完成股份有限公司整体变更，并于2011年上市深证A股。公司主营业务变更可分为三个阶段：2011-2014年，公司主营业务为生产与销售商品混凝土和新型墙体材料；2014年，公司通过收购“金岗水泥”，将水泥的生产与销售纳入主营业务范畴；2015年，公司成功收购“大兴园林”，主营业务拓展至园林绿化业务。此后，公司积极布局生态环保领域，2016年收购“广东绿润”20%的股权，2017年收购“江西绿润”及“江门绿顺”100%股权。未来，公司将继续坚持多元化的经营理念，扎实稳步推进现有业务；依托海南省优质旅游资源，适时介入旅游业；加大力度寻求优质资产，朝生态、环保产业方向加速转型。

- | | |
|-------|--|
| 2002年 | 海南瑞泽新型建材股份有限公司成立。 |
| 2007年 | 公司开始进军灰砂砖和加气砖两类新型墙体材料业务领域。 |
| 2008年 | 公司整体变更为股份有限公司。 |
| 2009年 | 公司获得“海南省第三届优秀民营企业”荣誉。 |
| 2011年 | 公司成功上市，股票简称“海南瑞泽”，股票代码002596。 |
| 2013年 | 公司向“金岗水泥”公司增资9000万元，收购其20%的股权。 |
| 2014年 | 公司收购“金岗水泥”剩余80%的股权，使企业产业链向上游延伸。公司投资设立“瑞泽科技”及“瑞泽晶英石”，前者在智慧城市、云平台与大数据中心、系统集成、智能楼宇、IT运营与服务、互联网等多个领域开展业务，后者可使公司混凝土新产品研究成果市场化进程加快，增强公司的创新力和竞争力。 |
| 2015年 | 公司发行股份收购“大兴园林”100%的股权，主营业务范畴扩大至园林工程施工、园林景观设计、绿化养护及苗木种植等，发展成集商品混凝土、水泥、园林绿化三大板块为一体的多元化企业。 |
| 2016年 | 公司剥离新型墙体材料业务，以现金支付形式购买了“广东绿润”20%的股权，正式进入生态环保行业，为战略转型奠定了基础。 |
| 2017年 | 公司以发行股份并支付现金方式收购“江西绿润”及“江门绿顺”100%股权，经营范围拓宽至会议及展览服务、技术推广服务、环境卫生清洁服务、小区保洁服务等领域。江西绿润、江门绿顺和海南瑞泽分别持有广东绿润50%股权、30%股权以及20%股权，因此交易完成后，公司将通过直接和间接的方式合计持有广东绿润100%股权。 |

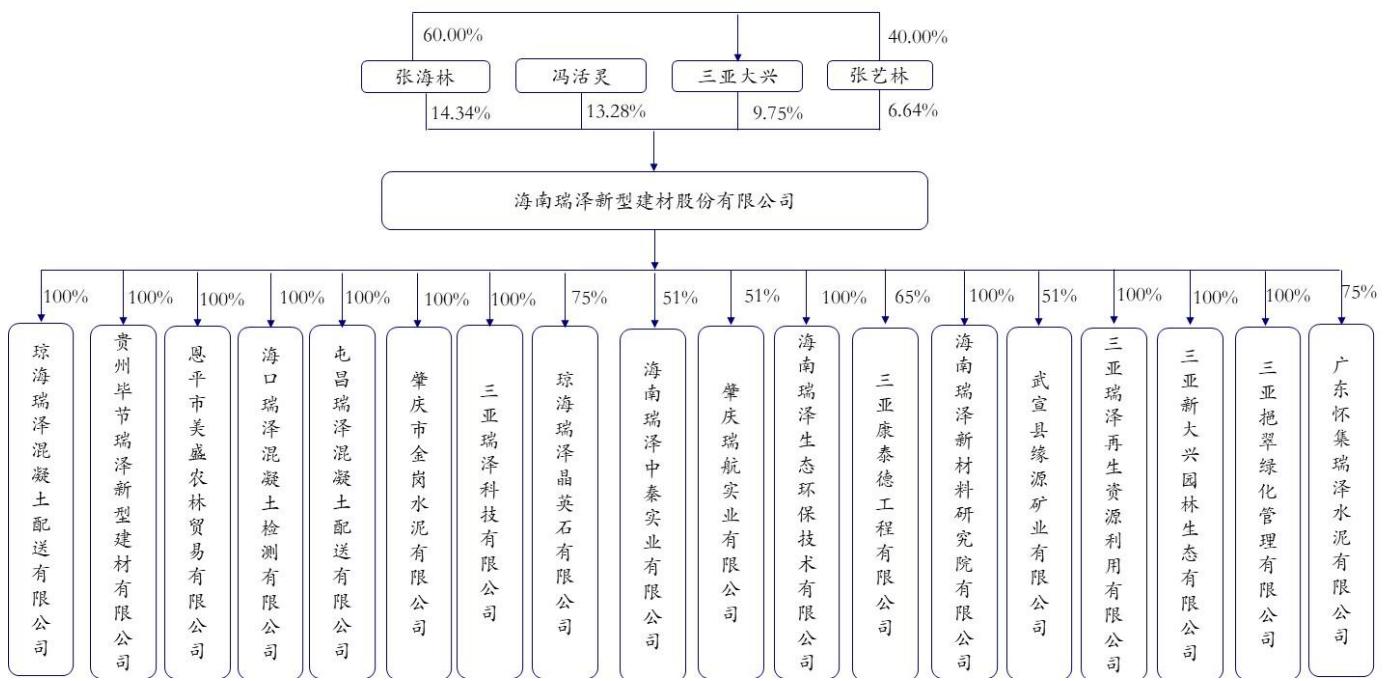
图 1：公司发展历程一览



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司实际控制人为张氏家族。张海林、冯活灵和张艺林为公司共同实际控制人，三亚大兴集团为其一致行动人，前四大股东合计持有公司股份 44.01%。根据公司 2017 年三季报，公司第一大股东张海林持股比例为 14.34%，张海林姐夫冯活灵持股 13.28%，张海林之弟张艺林持股 6.64%，“大兴集团”持股 9.75%。大兴集团是张海林和张艺林共同控制的企业，其中张海林持股比例 60%，张艺林持股比例 40%。根据 2017 年中报，公司共有 20 家合并财务报表范围内的子公司，主要分布在海南和广东两省。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

此外，公司发布 2017 年限制性股票激励计划，于 10 月 10 日向 98 名激励对象授予 860.75 万股限制性股票，行权条件为 2017 年-2019 年公司分别实现净利润 2、2.5、3.5 亿元。此举能够在很大程度上保障公司核心团队的稳定性和工作积极性，提升公司业绩水平。

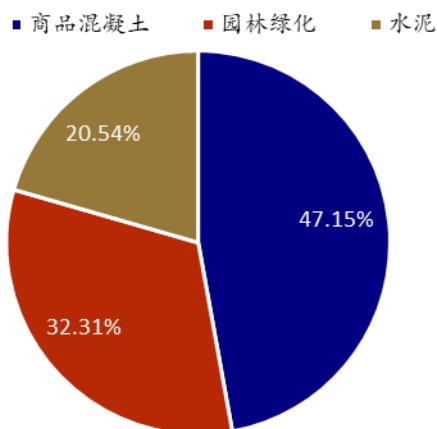
1.2、进军生态园林市场，看好未来业绩成长

为响应国家“新型城镇化”、“一带一路”、“海洋经济”等重要战略的实施和快速推进，公司积极尝试战略转型。控制现有新型墙体材料生产网点产销规模并整合相关业务，通过收购“大兴园林”和“广东绿润”，进入生态环保行业。目前，公司的主要业务依然是商品混凝土、水泥的生产与销售以及园林绿化业务，这三项业务是公司业绩的主要来源。

具体来看，2017年第三季度公司商品混凝土业务实现营收5.56亿元，同比增长25.01%；营收占比47.15%，较上年同期占比下降25.6%。园林绿化业务实现营收3.81亿元，同比大幅增长577.88%；营收占比32.31%，较上年同期占比上升23.12%。水泥产品实现营收2.42亿元，同比增长119.38%，占总营收的20.54%。预计未来完成对“广东绿润”剩余80%的股权收购之后，生态园林板块的业绩贡献将持续提高，有望超过商品混凝土成为公司主要业务板块。

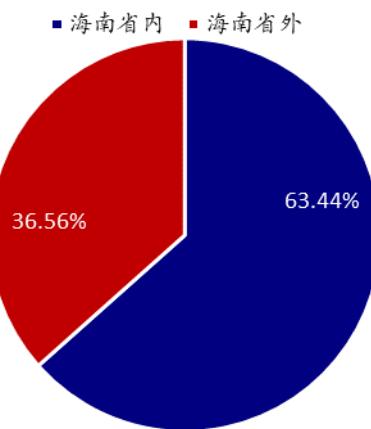
公司业务主要集中在海南省，2017年第三季度海南省内的营收占总营收的63.44%。对比历史同期数据，海南省外市场营收占比逐步提升，公司拓展省外市场初见成效。

图3：公司2017年第三季度分产品营收占比



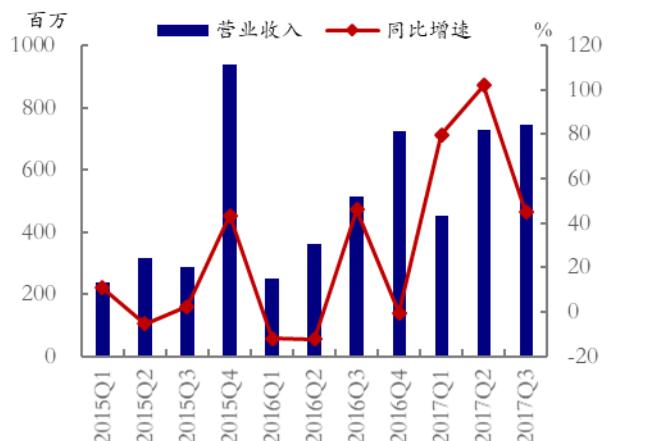
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：公司2017年第三季度分地区营收占比

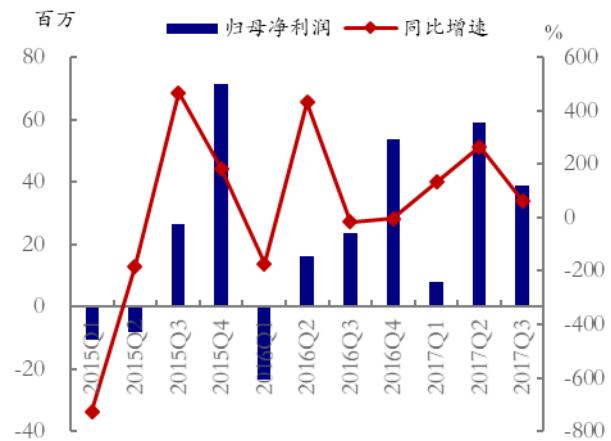


资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司自2011年上市以来，一直坚持业务多板块协调发展的战略，紧跟时代潮流，去糟粕留精华，保障业绩平稳增长。2016年，公司全年实现营业收入18.43亿元，同比增长3.79%；实现归属于上市公司股东的净利润7021.65万元，同比下降11.08%。2017年前三季度公司实现营收19.25亿元，同比增长72.11%；归母净利1.05亿元，同比增长537.48%；其中第三季度实现营收7.45亿元，同比增长44.88%；归母净利3857.24万元，同比增长62.64%。2016年以来，公司营收持续增长的主要原因是其开拓了生态园林市场，承接大型园林工程合同，如“东岸湿地公园项目”、“思南郝家湾项目”、“罗甸县旅游基础设施建设PPP项目”等。2018年为海南建省三十周年，其“大建设、大旅游、大生态”的战略同时利好商品混、水泥和园林三大主业的发展，我们看好公司未来业绩增长。

图 5：公司近年来单季度营收及同比增速

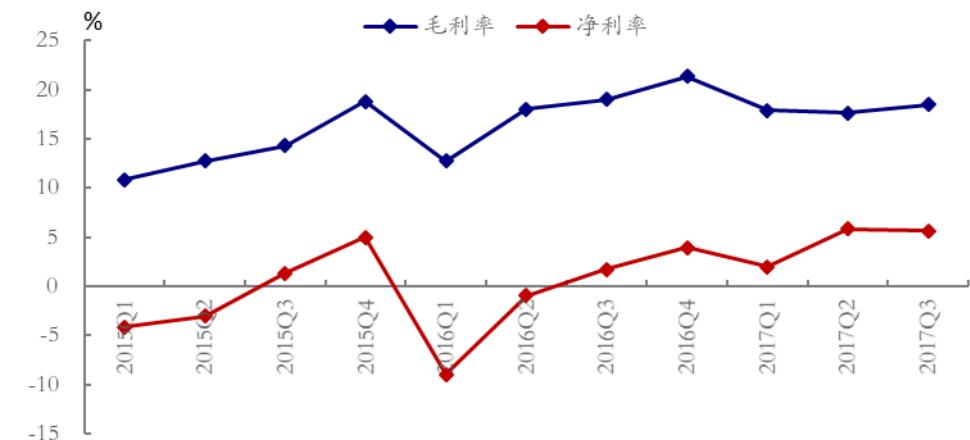
资料来源：Wind, 新时代证券研究所

图 6：公司近年来单季度归母净利润及同比增速

资料来源：Wind, 新时代证券研究所

公司近年来毛利率、净利率呈现逐步上升态势。2016年第一季度毛利率及净利率较低主要是由于：受春节假期影响，公司商品混凝土及园林绿化工程假期停工/开工较晚，导致此两项业务的收入降低，利润减少；受2015年水泥行业整体行情低迷影响，公司水泥销售收入和利润不理想。公司前期净利率为负，受到了公司积极调整战略影响：一方面，公司需要逐渐剥离已有的盈利空间不足的新型墙体材料业务；另一方面要缓慢打开生态园林市场，转型过程需要一定时期过渡，营业成本的非暂时性下降导致了净利率的相对低迷。

根据2017年中报数据，商品混凝土业务毛利率为14.44%，水泥业务毛利率为17.40%，园林绿化业务毛利率为22.43%。园林绿化业务毛利率显著高于其他传统主业，因此2015年完成对“大兴园林”的收购之后，公司整体毛利率呈逐步上升趋势。未来“广东绿润”并表之后，将继续抬升公司毛利率及净利率。

图 7：海南瑞泽近年来毛利率与净利率变化

资料来源：Wind, 新时代证券研究所

2、行业情况--建省三十周年风口，生态环保先行

2.1、区位优势叠加政策红利，海南板块炙手可热

海南省地处中国最南端，是我国唯一一个热带省份，其主岛海南岛则是我国面积仅次于台湾的第二大岛。全省陆地总面积 3.54 万平方公里，海域面积约 200 万平方公里，是全国面积最大的省。1988 年 4 月，海南从广东省划出，独立建省，海南省和海南经济特区正式成立。海南经济特区是中国最大的，也是唯一的省级经济特区。建省 30 年来，社会主义现代化建设取得了令人瞩目的成就。其 GDP 总量从 1988 年的 77 亿元飞跃至 2016 年的 4044 亿元，年复合增长率达到 15.2%。2016 年度海南省 GDP 增速 7.5%，领先全国平均 0.8 个百分点。

《海南省总体规划(2015-2030)纲要》已编制完成，正报国务院审批。该规划明确“一点、两区、三地”的战略定位：“一点”即 21 世纪海上丝绸之路的战略支点；“两区”即全国生态文明建设示范区、全国改革创新试验区；“三地”即世界一流的海岛海洋休闲度假旅游目的地、国家热带特色产业基地、南海资源开发服务及海上救援基地。这种以省域为单位的“多规合一”改革工作，在全国为首例。海南省独特的生态环境优势，叠加省域“多规合一”改革，正加速转化为发展优势，未来海南省经济发展空间巨大。

2018 年是改革开放 40 周年，海南建省和海南经济特区成立“双 30 周年”。在经历过去 30 年的高速发展之后，2010 年海南国际旅游岛上升为国家战略，计划在 2020 年，全面建成小康社会，基本建成国际旅游岛；2030 年，国际旅游岛建设成为中国特色社会主义的实践范例，海南经济再次腾飞可期。

2.2、建设美丽乡村，打造成全国生态文明示范区

相对于其他省份，海南的基础设施较落后，以生态立省又不适宜大力发展重化工业，经济发展主要以旅游休闲、房地产等第三产业为主导。根据本省特色，2016 年海南省政府创新性地提出了“美丽海南百千工程”思路，即“十三五”期间，重点打造 100 个特色产业小镇，建设 1000 个宜业宜居宜游的美丽乡村。

近年来，海南充分发挥生态环境、经济特区、国际旅游岛“三大优势”，全面推动“百镇千村”工程，加快美丽乡村建设。海南省人民政府于 2017 年 2 月公布了《海南省美丽乡村建设三年行动计划 (2017--2019)》，全面推进美丽乡村建设。按照宜居、宜业、宜游的标准，到 2017 年底建成不少于 400 个美丽乡村示范村，到 2018 年底建设不少于 700 个美丽乡村示范村，到 2019 年底则达到 1000 个，同时建成一批乡村旅游特色民宿示范村和美丽乡村休闲旅游度假景区。

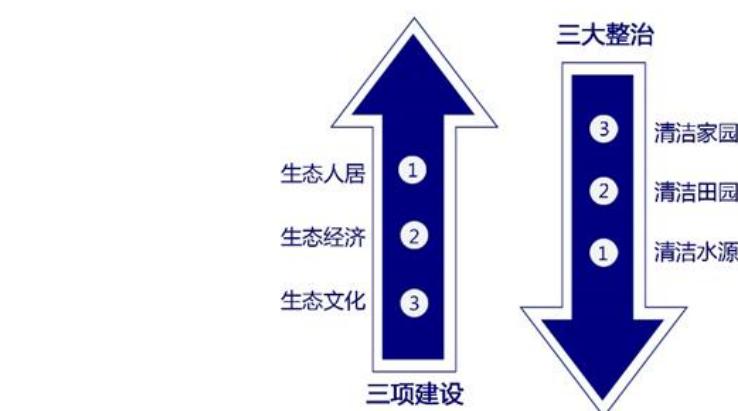
图 8：海南省美丽乡村建设主要目标



资料来源：海南省人民政府，新时代证券研究所

该规划提出主要任务为深入开展农村“清洁家园、清洁田园、清洁水源”三大整治；大力推进农村“生态人居、生态经济、生态文化”三项建设，全面推进美丽乡村建设，将全省打造成全国生态文明示范区。

图 9：海南省美丽乡村建设主要内容



资料来源：海南省人民政府，新时代证券研究所

在政策的引导下，海南省美丽乡村建设已经取得了实实在在的成果。全省已基本建成海口市桂林洋、澄迈县福山等 50 多个特色产业风情小镇；保亭县什进村、琼海市北仍村等 200 多个美丽乡村示范村；2016 年命名授牌表彰第一批 40 个星级美丽乡村，成为海南全省全域旅游“日月同辉满天星”的重要支撑点和载体。美丽乡村的建设，将大力推动岛内园林绿化和环境保护行业的发展。随着未来 1000 个美丽乡村示范村的建成，园林绿化、固废处置和污水处理等行业的发展空间十分广阔。

2.3、加强立法，谱写美丽中国海南篇章

近年来，党中央高度重视生态文明建设，提出“绿水青山就是金山银山”，“要像保护眼睛一样保护生态环境”。按照党中央、国务院生态文明体制改革的总体部署，国家打出“1+6”生态文明体制改革“组合拳”，“1”就是《生态文明体制改革总体方案》，“6”个配套文件包括《环境保护督察方案（试行）》、《生态环境监测网络建设方案》、《开展领导干部自然资源资产离任审计试点方案》、《党政领导干部生态环境损害责任追究办法（试行）》、《编制自然资源资产负债表试点方案》和《生态环境损害赔偿制度改革试点方案》。站在国家“1+6”生态文明建设系列文件的基础上，海南省推出了切合本省实际的水、气、土十条，扎实推进水、大气、土壤污染防治，不断加强生态环境保护立法，出台系列政策法规，为绿色发展积蓄能量。

表1：海南省2016年以来环保立法概览

名称	日期	主要目的
《海南省排污许可证管理制度试点工作方案》		
《排污许可证申领技术路线》	2016年	建立企业排污许可证制度
《海南省排污许可管理暂行办法》		
《海南省大气污染防治实施方案（2016-2018年）》	2016年	加强大气污染综合治理
《海南省2016年度大气污染防治实施计划》		
《海南省城镇内河（湖）水污染治理三年行动方案》	2016年	加强黑臭水体治理
《海南省水污染防治行动计划实施方案》		
《海南省党政领导干部生态环境损害责任追究实施细则（试行）》	2016年5月	建立生态环境损害追究制度
《海南省生态保护红线管理规定》	2016年9月	将重点生态功能区、生态环境敏感区和脆弱区划入生态保护区
《海南省生态环境监测网络建设与改革方案》	2016年10月	推动生态环境监测管理体制改革
《中共海南省委关于进一步加强生态文明建设谱写美丽中国海南篇章的决定》	2017年9月	系统部署生态文明建设

资料来源：海南省政府，新时代证券研究所

这一系列密集出台的生态领域法律法规的不断完善和制度措施的不断健全，将海南生态保护纳入了制度化、规范化、科学化的轨道。其中，2017年9月省委七届二次全会审议通过的《中共海南省委关于进一步加强生态文明建设谱写美丽中国海南篇章的决定》，是海南建省办经济特区以来最严格的生态环境保护制度规定。该《决定》就是要用具体措施，进一步贯彻落实党中央、国务院关于生态文明建设的一系列重大决策部署，用实际行动对中央环保督察和国家海洋督察发现的问题标本兼治；把海南建设成为全国生态文明示范区，确保海南经济社会健康可持续发展；让全省人民共享优良生态环境带来的福祉，谱写美丽中国海南篇章；早日实现全省人民的幸福家园、中华民族的四季花园、中外游客的度假天堂“三大愿景”。

海南未来“大建设、大旅游、大生态”的战略方向，在利好基建和旅游业的同时，也必将带动园林环保板块的发展。生态是最宝贵的旅游资源，是海南发展国际旅游岛建设的突出优势和长远依托。建设海南国际旅游岛应坚持环境优先的原则，走出一条具有中国特色的环境保护与旅游休闲产业发展并举的发展道路，在青山绿水蓝天中，实现经济的绿色复苏和发展。因此，无论是从城镇化角度还是从旅游发展角度讲，都应环保先行。此外，叠加环保生态政策和PPP模式的推行，岛内园林绿化和生态环保产业必将实现迅速发展。

3、经营分析—生态环保发力，商混和水泥增长稳健

3.1、琼州生态园林未来龙头

3.1.1、大兴园林优势明显，加码公司生态园林产业布局

公司2015年收购三亚新大兴园林生态有限公司（简称：大兴园林）作为园林绿化板块经营主体，积极拓展园林绿化产业链。2017年中报显示，公司园林绿化业务实现营收3.81亿元，占比32.31%，同比增长577.88%，园林绿化板块正在大力崛起，公司未来必将持续受益园林环保板块的拓展。

大兴园林目前已形成了集策划、规划、设计、研发、施工、生产、环保治理，以及生态旅游运营、旅游综合体运营和城市环境设施运营等为一体的完整产业链，能够为客户提供一揽子生态环境建设与运营的整体解决方案。其项目范围涵盖内蒙古、河北、河南、云南、贵州、海南、两湖、两广等众多地区，与保利、万达、希尔顿、喜来登等企业均有合作。

图 10：大兴园林项目分布图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

大兴园林业务范围涵盖生态景观、农旅融合、苗木生产和绿化养护四个领域，具有极强的项目竞标能力。

生态景观方面，公司致力于创造完美的室外空间和舒适的生活环境。通过自身技术储备及与南京林业大学等高校和科研机构合作，公司现已建立完善的产学研平台如技术实验室、园林研究院等，拥有多项生态修复和环境治理专利技术成果，在两院院士、国家发改委和财政部双库专家组成的高级顾问组指导下开展工作。

农旅融合方面，大兴园林积极发挥民俗、科技、景区、会展、产业及文创支柱作用，推动建设“三产融合”“农文旅科一体”“农民富裕”等为一体的田园综合体省级特色农旅融合示范项目。

图 11：海口桂林洋万达城项目



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图 12：大兴园林三亚崖州区抱古村项目



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

苗木生产方面，大兴园林设有三亚大兴园林苗木繁殖基地有限责任公司，在海南、广东拥有超过万亩的苗圃基地，已培育几百种绿化苗木及名花异草，为绿化工程减少大量主材成本，并提供了培育、引种，出圃试验平台，推动公司园林业务快速拓展。

绿化养护方面，大兴园林旗下设有三亚挹翠绿化管理有限公司，专门负责对生态景观实行科学化、规范化的科学养护管理。目前公司在此领域业已拥有充足的设计和施工经验，已成功推进多个项目如三亚“双修双城、海绵城市”重点示范项目——东岸湿地公园、凤凰路景观与边坡提升等精品生态工程等。

图 13：凤凰路景观提升工程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图 14：东岸湿地公园



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

大兴园林具备的六大优势，稳步引领生态园林行业发展。其一，公司在策划、规划、设计、研发、施工、生产、环保治理等层面推行一体化管理，充分发挥农旅融合开发、旅游综合体运营和城市环境设施运营相协调的优势，逐渐形成了完善的产业链，极大推动业绩提升。其二，大兴园林在生态修复、环境治理及生态景观融合方面独具优势，三者相互促进，使得公司在项目承接及开展过程中实现环境艺术和生态技术的高效融合。其三，公司管理专家团队呈多元化特征，管理、研发、施工设计人才众多，各项专利成果丰富，实力雄厚的产学研平台助力公司长久发展。其四，公司依托 PPP 商业模式和多元化融资渠道的金融模式不断发力，通过与多地政府合作，与各大银行保持优质的融贷关系，拥有充足的产业基金和项目资本金，为项目顺利实施提供保障。其五，公司在省内外拥有生产苗圃共计约 2.4 万亩，不仅规模达，而且植物种类繁多，供应稳定。其六，公司具有国家城市园林绿化施工一级资质、风景园林设计专项甲级资质、城乡规划乙级和市政工程叁级资质，是省

级高新技术企业，工程项目多次荣获国家级、省级优质工程奖项，赢得国家级、省级信用企业等荣誉称号，并通过 ISO 国际标准化组织 ISO9000 质量管理体系认证，是公司不断开拓业务的重要保障。

图 15： 大兴园林发展优势



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

凭借品牌优势和地域优势，大兴园林自 2012 年以来多次被评为“全国优秀施工企业”，所承接项目如三亚湾·国际公馆 1#、2#楼园林景观工程、金茂三亚丽思卡尔顿酒店景观工程等均被海南省风景园林协会评选为海南省“园林杯”“园林绿化项目优质工程；三亚洲际度假酒店项目之标段 1（A 区）景观绿化工程、三亚国光滨海景观绿化工程等获得中国风景园林学会评选的“优质园林绿化工程奖”，是中国园林综合竞争力百强企业。

表 2： 大兴园林项目案例

项目名称		
三亚 “双修双城”	三亚湾原生植被保护及生态恢复工程	东岸湿地公园
	三亚湾绿地改造	凤凰路景观提升工程
省内外生态景观	海口五月花高尔夫球场	亚龙湾滨海公园
	海口桂林洋万达城	桂林万达城
	贵州滨阳市政大道	西双版纳万达酒店群景观配套
全域旅游	水稻国家公园小镇	贵州思南郝家湾古寨旅游区
美丽乡村	三亚崖州区雅安村	三亚崖州区抱古村
	喜来登大酒店	三亚亚龙湾红树山谷西山渡
房地产与酒店园林景观工程	金茂（三亚）丽思卡尔顿酒店	三亚美丽之冠大酒店
	陵水清水湾阿罗哈	三亚凤凰水城
		三亚海棠之星

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.1.2、在手订单充足，发展后劲十足

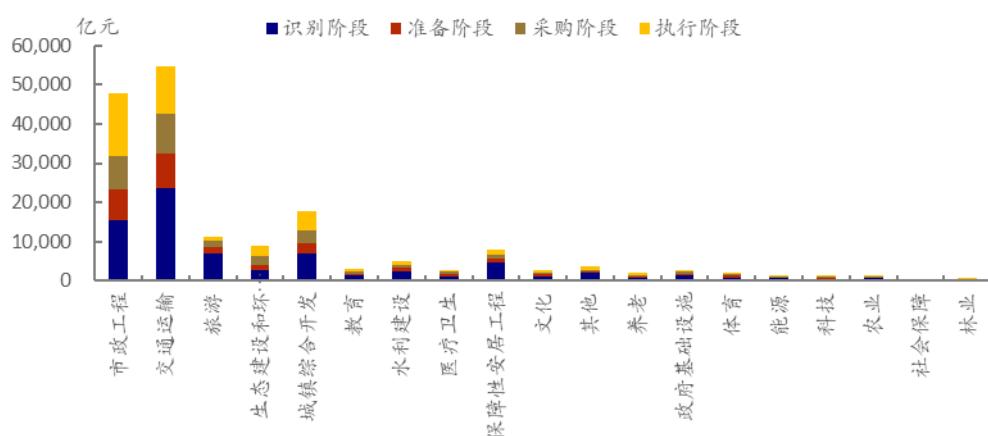
依托大兴园林在生态园林领域优势，公司拿单能力不断增强。根据已披露的订单统计，2016 年以来公司共计签署合同 51.36 亿元，项目资源有优势；其中 PPP 项目 18.44 亿元，占比 35.90%，随着项目运行，结算进程加快将极大助推公司业绩增长。此外，公司 2016 年以来共计签署框架协议 44.40 亿元，为公司未来业绩持续稳定增长保驾护航。

表 3：海南瑞泽 2016 年以来所签订单和框架协议

	签约日期	项目	金额(亿元)	工期
合同	2016/04/11	云南经典房地产开发集团有限公司房地产 开发项目配套工程施工合同	21	3.5 年
	2016/05/22	江西大明湖国际慢城旅游综合开发项目施工合同协议书	6	2 年
	2016/06/29	东岸湿地公园项目	2.55	1 年
	2017/02/08	思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目	3.37	11 个月
	2017/10/16	罗甸县旅游基础设施建设 PPP 项目	9.97	2 年 (建设期) 15 年 (运营期)
	2018/01/09	邕江综合整治和开发利用工程 PPP 项目(中标)	8.47	1 年 3 个月(建设期) 19 年 (运营期)
	2016/07/29	三亚市建筑废弃物综合利用厂 PPP 项目特许经营框架协议	1.1	1 年 (建设期) 10 年 (运营期)
框架协议	2017/01/20	惠水县九龙旅游景区整体开发建设合作框架协议	20	
	2017/03/27	罗甸县旅游基础设施建设项目 PPP 合作模式框架协议	15	2 年 (建设期) 15 年 (运营期)
	2017/08/23	大方县大小海坝森林公园、迎宾公园建设项目 (PPP 模式) 合作协议	3.3	2 年
	2012/10/13	六枝特区关寨镇农村人居环境综合整治项目 PPP 合作模式框架协议书	5	1 年 (建设期) 14 年 (运营期)

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

此外，PPP 模式业已成为生态园林建设主要推进形式，截止 2017 年 10 月，全国财政部入库 PPP 项目总金额达 17.7 万亿元，生态建设和环境保护类 PPP 入库项目投资额达 9035.65 亿元，占入库项目总投资的 5.1%。未来，随着政府对生态文明建设加入顶层设计，以及监管规范 PPP 融资模式使其成熟完善，将进一步增强园林 PPP 上市公司高成长的确定性，公司亦将受益于此。

图 16：2017 年 10 月 PPP 项目投资额--分行业

资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别地，公司 2017 年签订大量贵州省订单及框架协议，例如 3.37 亿元的思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目，9.97 亿元的罗甸县旅游基础设施建设 PPP 项目，20 亿元的惠水县九龙旅游景区整体开发建设合作框架协议及 5 亿元的大方县大小海坝森林公园、迎宾公园建设项目合作协议及 5 亿元的六枝特区关寨镇农村人居环境综合整治项目 PPP 合作模式框架协议。贵州省无论是在 PPP 项

目数量还是金额上，均稳居全国第一。2017年10月数据显示，贵州省累计签订PPP项目1832个，累计投资额达17355亿元。其中，生态建设和环境保护项目累计73个，累计投资额达698.38亿元。因此，贵州省PPP模式发展相对成熟，投资环境友好，公司抓住政策机遇，未来将大力开拓岛外生态园林市场。

图 17：2017 年 10 月 PPP 项目投资额--分省份



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、收购广东绿润，持续拓展生态环保领域

公司2015年收购大兴园林，迈出了向园林绿化、生态环保产业战略转型的第一步。2016年收购广东绿润20%的股权，推动其战略转型的进程。2017年公司拟完成收购广东绿润剩余80%股权，全面进入市政环境卫生管理行业，加快公司向园林绿化、生态环保产业战略转型的进程，打造新的利润增长点。

广东绿润环境管理有限公司成立于2006年1月，是国内较早从事环境保护的企业之一，是华南地区较具规模的一间集“环境规划、科研实践、技术开发、环境保护综合服务”四位一体的高新环保科技企业。广东绿润业务领域涵盖环境卫生保洁综合服务、园林绿化综合管养服务、环保工程专业承包服务、固体废弃物处置工程、废气处理工程、噪音防控工程、环保产业设备制造等。目前，广东绿润已经形成涵盖垃圾清扫保洁、市容景观绿化养护、垃圾清运和处置的全产业链业务结构。广东绿润在佛山、江门、恩平等多地拥有8个特许经营权项目，例如垃圾填埋场和大型压缩中转站的运营权，为公司的市政绿化及养护工作打下坚实基础。

大兴园林和广东绿润协同作用明显，大兴园林负责前期的园林绿化工程，而广东绿润则负责后续的绿化养护业务，形成完整的园林绿化业务链条。一方面，截止2017年三季度，大兴园林累计为政府客户提供面积为259.02万平方米的园林绿化业务，每年涉及的养护费用为3108.26万元。并购完成后，广东绿润可以依托大兴园林前期的客户资源在海南地区开拓市容景观绿化养护业务。另一方面，大兴园林也能够借助广东绿润在珠三角的区域优势，结合其绿化养护业务，实现园林绿化业务的跨区域发展。

图 18：广东绿润固体废物回收利用

资料来源：广东绿润官网、新时代证券研究所

图 19：广东绿润城市园林绿化管养

资料来源：广东绿润官网、新时代证券研究所

根据公司审计报告，广东绿润 2015 年以来的净利率均接近 30%，2015 年、2016 年和 2017 年前三季度实现营收分别为 2.02 亿元、3.79 亿元、3.19 亿元，归母净利润分别为 4162 万元、1.01 亿元和 8973 万元。此次收购广东绿润的业绩承诺为 2017-2020 年的净利润将不低于 1.2 亿元、1.4 亿元、1.56 亿元和 1.88 亿元。如果以上的盈利指标能顺利实现，公司的合并净利润将大幅增长。

图 20：全国城市市容环境卫生情况

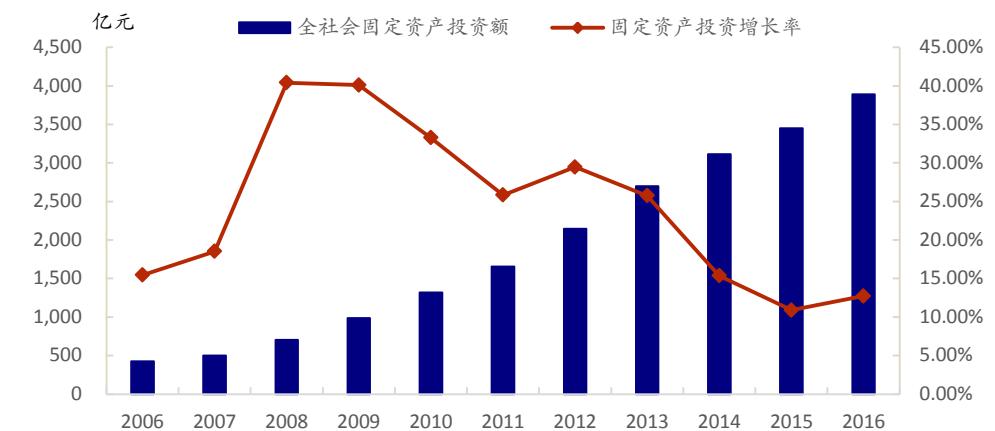
资料来源：《中国城市建设统计年鉴》、新时代证券研究所

据《中国城市建设统计年鉴(2015)》统计，2002 年城市清扫保洁面积为 21.36 亿平方米，2015 年增加至 73.03 亿平方米，年均增速达到 9.92%，同时，城市市容环境卫生固定资产投资额从 2002 年的 64.8 亿元增加至 2015 年的 398 亿元，年均增速达 15%。伴随着城市化进程的加快，城市及环境卫生管理服务需求不断扩大，市政环境卫生行业发展前景乐观。广东绿润作为其中的优质企业，有望从行业发展中获得较大的增长空间。

3.3、混凝土和水泥主业回暖，业绩充分受益

混凝土下游产业以基建和房地产为主，2008 年以来，海南省旅游业发展迅猛，全省固定资产投资额一路走高，最高时达到 40% 的增长速度。虽然近年增速有所放缓，但仍在 10% 以上。2010 年 1 月 4 日，国务院发布《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，至此，海南省旅游岛建设正式步入正轨。海南国际旅游岛如火如荼的建设和运营，带动了省内基础设施建设和房地产的需求。

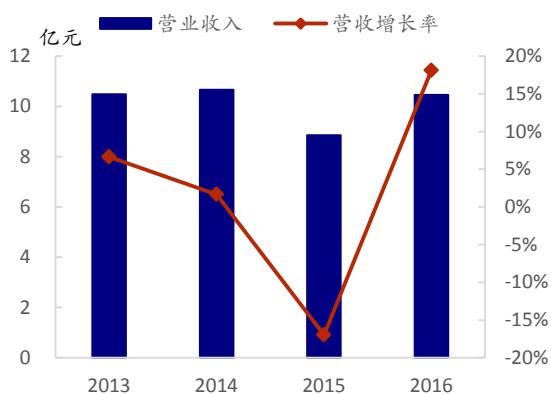
图 21：历年海南省固定资产投资完成额及增长率



资料来源：Wind, 新时代证券研究所

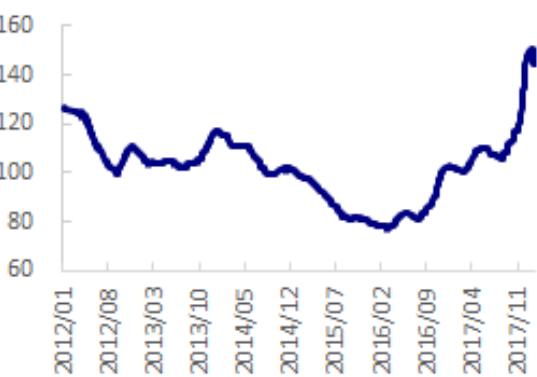
公司作为海南省内商品混凝土龙头企业，必将获益良多。公司在海南的市场份额占据第一，2016年达到36.16%。2014年收购金岗水泥，进一步打通混凝土产业链的上游，完善混凝土产业链布局，带来协同增长效应。17年上半年，公司混凝土业务实现营收5.56亿元，同比增长25.01%。这主要得益于海南省区域市场固定资产投资稳步增长和海南省房地产市场稳中有升的影响，商品混凝土的产品市场需求量明显增加。

图 22：商品混凝土营收及增长率



资料来源：公司财报, 新时代证券研究所

图 23：中国水泥价格指数走势



资料来源：Wind, 新时代证券研究所

2017年上半年，因环保问题水泥价格不断上涨，行业开始由被动向主动转变，价格实现及时传导。截至到2018年1月，水泥价格指数自17年1月以来上涨了42.19个百分点。水泥价格在需求并未明显增长的情况下仍然能大幅增长，究其原因，主要有以下几点：1) 区域市场集中度上涨，价格混战状况明显减少，企业易达成涨价共识；2) 企业在淡旺季转换之际涨价意愿强烈，淡季时价格小幅松动，旺季时价格大幅上涨；3) 原、燃料价格的波动；4) 环保趋严，不符合环保标准的企业关停整改，供给端一定程度上有所收缩。

2017年1-6月，公司水泥板块实现营收2.42亿元，同比增长119.38%。随着去产能力度增强，行业集中度不断提高，全国水泥行业总体表现为产销量增加、销售价格增长幅度较大。受行业大环境的影响，公司全资子公司金岗水泥销售增幅较大。并且，金岗水泥位于广东省内，受益于广东省较高的固定资产投资增速和房地产开发投资增速，需求端可观也拉动了公司水泥业务的增长。

依照建筑行业经营规律，考虑第四季度产品需求旺盛，公司 17 年经营业绩预告归母净利润 1.75 亿元-2.1 亿元，同比增长 149.23%-199.08%。随着主业混凝土和水泥的回暖，叠加园林绿化和生态环保业务带来的新的业绩增长点，公司未来业绩高增可期。

4、 投资建议

我们预计公司在 2017 年至 2019 年营业收入分别为 25.56、41.02、55.64 亿元，同比增长 38.7%、60.5%、35.6%；实现归母净利分别为 1.98、4.02、5.61 亿元，同比增长 181.6%、103.5%、39.3%；对应摊薄 EPS 分别为 0.2、0.41、0.57 元；当前股价对应 2017 至 2019 年的 PE 分别为 61.2、30.1、21.6x。公司作为海南岛内商品混凝土龙头，通过外延并购积极转型园林绿化及生态环保。受益海南建省三十周年“大建设、大旅游、大生态”战略的推动，三大主业混凝土、水泥和生态园林市场前景巨大，未来业绩极具成长性。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、 风险提示

PPP 项目推进不达预期，外延拓展不及预期，政策支持不及预期。

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	2030	2369	3204	4636	6140	营业收入	1775	1843	2556	4102	5564
现金	338	381	556	400	400	营业成本	1442	1449	2014	3162	4256
应收账款	1329	1508	1992	3197	4336	营业税金及附加	25	13	18	29	39
其他应收款	75	71	99	159	215	营业费用	23	25	35	56	76
预付账款	28	41	45	70	94	管理费用	130	156	204	328	445
存货	211	239	332	521	702	财务费用	38	53	17	42	67
其他流动资产	49	130	180	289	393	资产减值损失	19	88	2	2	2
非流动资产	1139	1565	1698	1802	1887	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	51	408	408	408	408	投资净收益	1	14	15	15	15
固定资产	474	568	783	921	1035	营业利润	99	73	280	497	693
无形资产	241	234	211	190	171	营业外收入	18	36	10	10	10
其他非流动资产	374	355	296	283	273	营业外支出	7	9	10	10	11
资产总计	3169	3934	4902	6438	8028	利润总额	110	99	281	497	692
流动负债	729	1068	1223	2430	3560	所得税	22	26	76	80	111
短期借款	240	536	550	1418	2228	净利润	88	73	205	417	582
应付账款	341	365	507	796	1071	少数股东损益	9	3	7	15	21
其他流动负债	148	167	166	217	262	归属母公司净利润	79	70	198	402	561
非流动负债	342	695	698	702	708	EBITDA	226	211	467	737	977
长期借款	0	25	25	25	25	EPS (元)	0.24	0.22	0.20	0.41	0.57
其他非流动负债	342	670	673	677	683						
负债合计	1071	1763	1921	3132	4268	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-300	25	32	47	68	成长能力					
股本	324	325	976	976	976	营业收入(%)	58.3	3.8	38.7	60.5	35.6
资本公积	1283	1291	1291	1291	1291	营业利润(%)	231.5	-26.9	286.7	77.2	39.5
留存收益	791	530	683	992	1424	归属于母公司净利润(%)	345.0	-11.1	181.6	103.5	39.3
归属母公司股东权益	2398	2147	2949	3259	3691	获利能力					
负债和股东权益	3169	3934	4902	6438	8028	毛利率(%)	18.8	21.4	21.2	22.9	23.5
						净利率(%)	4.4	3.8	7.7	9.8	10.1
						ROE(%)	3.3	3.3	6.7	12.3	15.2
						ROIC(%)	4.7	3.3	6.1	9.5	10.6
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	-23	-108	-118	-605	-331	资产负债率(%)	33.8	44.8	39.2	48.6	53.2
净利润	79	70	198	402	561	净负债比率(%)	7.8	14.9	11.7	22.4	28.1
折旧摊销	89	85	170	198	217	流动比率	2.8	2.2	2.6	1.9	1.7
财务费用	38	53	17	42	67	速动比率	2.5	2.0	2.3	1.7	1.5
投资损失	-1	-14	-15	-15	-15	营运能力					
营运资金变动	-586	-297	-517	-1309	-1241	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
其他经营现金流	358	-6	29	75	80	应收账款周转率	1.7	1.3	1.5	1.6	1.5
投资活动现金流	-112	-451	-300	-300	-300	应付账款周转率	5.0	4.1	4.6	4.9	4.6
资本支出	-102	-113	-300	-300	-300	每股指标 (元)					
长期投资	-50	-375	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.22	0.20	0.41	0.57
其他投资现金流	-264	-939	-600	-600	-600	每股收益(最新摊薄)	-0.07	-0.33	-0.12	-0.62	-0.34
筹资活动现金流	259	624	593	749	631	每股净资产(最新摊薄)	7.39	6.60	3.02	3.34	3.78
短期借款	0	0	14	868	810	估值比率					
长期借款	-11	43	-26	0	0	P/E	51.00	57.51	61.23	30.09	21.59
普通股增加	70	1	650	0	0	P/B	1.68	1.88	4.10	3.71	3.28
资本公积增加	561	8	0	0	0	EV/EBITDA	18.91	20.3	9.2	5.8	4.4
现金净增加额	124	65	176	-156	0						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图 1: 公司发展历程一览	4
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 公司 2017 年第三季度分产品营收占比	5
图 4: 公司 2017 年第三季度分地区营收占比	5
图 5: 公司近年单季度营收及同比增速	6
图 6: 公司近年来单季度归母净利及同比增速	6
图 7: 海南瑞泽近年来毛利率与净利率变化	6
图 8: 海南省美丽乡村建设主要目标	8
图 10: 大兴园林项目分布图	10
图 11: 海口桂林洋万达城项目	11
图 12: 大兴园林三亚崖州区抱古村项目	11
图 15: 大兴园林发展优势	12
图 16: 2017 年 10 月 PPP 项目投资额--分行业	13
图 17: 2017 年 10 月 PPP 项目投资额--分省份	14
图 20: 全国城市市容环境卫生情况	15
图 21: 历年海南省固定资产投资完成额及增长率	16
图 23: 中国水泥价格指数走势	16
表 1: 海南省 2016 年以来环保立法概览	9
表 2: 大兴园林项目案例	12
表 3: 海南瑞泽 2016 年以来所签订单和框架协议	13

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	吕阳 销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@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1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>