



铁汉生态(300197.SZ)

【联讯建材公司深度】铁汉生态(300197): 为生态而生, 发荣滋长

2018 年 03 月 28 日

投资要点

买入(首次评级)

当前价: 10.66 元
 目标价: 14.04 – 17.16 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping_bf@lxsec.com

盈利预测

百万元	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,573	8,015	12,423	17,207
(+/-)	75.0%	75.3%	55.0%	38.5%
净利润	522	765	1192	1767
(+/-)	70.6%	46.6%	55.7%	48.3%
EPS(元)	0.34	0.50	0.78	1.16
P/E	31.0	20.6	13.2	8.9

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

✧ 园林行业高 FAI 有望持续, 叠加政策约束或将告一段落的利好效应

十九大以来, “生态文明建设”被定义为中华民族发展的“千年大计”, 园林行业市场空间巨大。从园林行业投资的具体组成来看, 市政园林 2018 固定资产投资不低于 1600 亿元左右。生态修复方面, 特别是流域治理, “水十条”、“海绵城市建设”等制定了为我国未来 20 年的任务目标。旅游业近 6 年实际完成投资额复合增速达 20%。

在政策方面由于受财政部 92 号文影响, 目前全国 PPP 项目处于规范清理状态, 各大银行都陆续放缓了给 PPP 项目发放贷款的进度。待 3 月底项目清理工作完成之后, 留下的都是质量高的规范项目融资进度有望加快, 项目落地有望提速, 从而带动相关公司收入确认提速。

✧ 公司重视研发, 拥有四大核心技术体系

公司重视技术创新和研发, 核心技术体系包括生态景观、生态修复、抗逆植物培育、资源循环利用四大技术体系。近年来, 公司重点在水生态修复、土壤修复、抗逆植物选育、立体绿化、边坡修复、海绵城市、资源循环利用等方向开展工作, 取得了重要成果。公司每年的研发投入均不低于销售总收入的 3%, 且比重在逐年上升。

✧ 在手订单充足, 业绩确定性好

根据公司公告的重大合同统计, 并考虑到公司有部分金额较小的订单未披露, 我们预计公司 2017 年-2018 年 1 季度签订的合同和框架协议的总额超过 450 亿元, 是 2017 年营业收入(根据业绩快报披露)的 6 倍左右。公司今年 1 季度的重大合同超过 120 亿元, 是去年同期 7 倍左右。我们预计公司今年全年签订的合同有望超过 400 亿元, 对于公司未来 2 年的业绩有充分的保障。

✧ 积极开展收购, 加码公司三大领域布局

公司先后收购了广州环发 80%的股权、北京星河园林 100%股份、投资深圳幸福天下获取该公司 30%股权、收购中国水务和新疆昌源水务分别 6.416%、10%的股权、北京盖雅环境 70%股权以及深圳山艺园林 80%股权。这一系列收购进一步完善了公司在园林景观、生态环保、生态旅游三大产业的布局。随着产业链布局的完善和延伸, 公司在三大产业的接单能力、业务能力以及更长期的运营能力均有望得到一定程度的提升和发展。

✧ 中标“雄安新区”项目, 为后续项目落地积累宝贵经验

2018 年 3 月, 公司中标“雄安新区”2 亿项目。这不仅使得公司后续取得“雄安新区”项目有竞争优势, 也会为公司积累相关的施工经验。从公司在



京津冀地区的业务布局来看，公司在该区域设有北京运营中心、天津分公司、唐山分公司并拥有 4 个苗圃基地，这将利于公司在“雄安新区”项目的建设。

✧ 水处理项目和农村环境整治项目是公司两大业务增长点

2017 年公司的重大项目中，水治理方面的项目总金额接近 30 亿元，较 2016 年出现大幅增长，占到总项目金额的 10%左右。虽然目前水处理项目在公司项目中的占比不高，但是这一板块的业务增速非常快，我们认为水处理项目成为公司新的利润增长点。农村环境整治项目方面，公司 2017 年的重大项目合计 30 亿左右，农村环境整治项目的推进符合国家“美丽乡村”建设以及脱贫攻坚战的规划，是公司的又一个利润增长点。

✧ 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 80.15、124.23 和 172.07 亿元，同比分别增加 75.3%、55.0%和 38.5%，净利润分别为 7.65、11.92 和 17.67 亿元，同比分别增长 46.6%、55.7%和 48.3%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50、0.78 和 1.16 元，对应的 PE 分别为 21/13/9x，公司目前在手订单充足，作为行业内规模排名前三的企业，除了享受行业高增长外，还将受益于 PPP 模式带来的行业集中度提升，按照 18 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 14.04-17.16 元，随着政策面约束的消除，项目落地的加快，未来盈利预测和估值均有上调空间，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

项目进展不达预期；

融资成本增加的风险；

政策环境变化的风险；

公司业绩不达预期的风险。



目 录

投资要件	6
投资评级与估值	6
主要逻辑	6
生态建设是朝阳行业，政策面约束或将告一段落	6
在手订单充足，业绩确定性好	6
在同质化的严重的行业通过规模、研发、资金、人才、产业链延伸等构筑壁垒，尽享龙头优势	6
关键假设点	6
股价上涨的催化剂	7
核心风险提示	7
公司是中国生态修复和环境建设领军企业	8
公司历史沿革	8
大股东具有专业背景和资深行业经验	8
业绩稳定性最好的园林公司之一	9
生态环境建设是朝阳行业，发展潜力巨大	10
园林绿化发展空间广阔	11
我国生态形式严峻，发展空间巨大	12
水土流失面积占比达 30%，治理任务任重道远	12
荒漠化和沙化土地面积占国土面积 45%	13
国家组建生态环保部，建设美丽中国	14
充分利用龙头优势构建壁垒	15
公司重视研发，拥有四大核心技术体系	15
立足华南辐射全国的业务态势	16
在手订单充足，业绩确定性好	18
积极开展收购，加码公司三大领域布局	20
中标“雄安新区”项目，为后续项目落地积累宝贵经验	21
水处理业务项目发展迅速	22
农村环境整治项目是公司另一重点发展领域	23
财务数据对比	23
盈利预测及投资评级	24
风险提示	24



图表目录

图表 1: 公司历史沿革	8
图表 2: 公司股权结构	9
图表 3: 2007-2017 年公司经营营收及净利润	9
图表 4: 2007 年-2016 年公司毛利率及净利率	9
图表 5: 2016 年公司主营业务构成	10
图表 6: 2016 年公司分产品营业收入	10
图表 7: 生态环境建设两大领域	10
图表 8: 园林绿化和生态修复的主要区别	11
图表 9: 公司市政园林建设项目示例	11
图表 10: 2002 年-2016 年我国城市园林绿地面积变化及增速	11
图表 11: 公司地产园林建设项目示例	12
图表 12: 2000 年-2018 年 2 月我国房屋竣工面积变化及增速	12
图表 13: 全国水土流失面积变化	13
图表 14: 全国荒漠化面积变化 (万公顷)	13
图表 15: 全国沙化面积变化 (万公顷)	13
图表 16: 生态环境部的组建示意图	14
图表 17: 2003 年-2018 年 2 月我国生态保护和环境治理业 FAI 完成额情况	15
图表 18: 公司四大核心技术体系	15
图表 19: 公司重点研发领域及应用范围	16
图表 20: 2011-2016 年公司研发费用支出及比重	16
图表 21: 公司业务布局	16
图表 22: 公司合作客户示意图	17
图表 23: 2008 年-2016 年公司华南地区以外营收比重	18
图表 24: 2017 年-2018 年 1 季度公司主要重大合同及框架协议	18
图表 25: PPP 清理结束后, 公司融资情况改善	20
图表 26: 星河园林主要客户	20
图表 27: 几次收购涉及的公司业务布局	21
图表 28: “雄安新区”地图	22
图表 29: 公司业务布局	22
图表 30: 2005 年-2016 年水污染治理固定资产投资完成额	22
图表 31: 公司水处理业务重大项目	23
图表 32: 公司农村环境整治重大项目	23
图表 33: 园林行业重点公司销售毛利率对比	23
图表 34: 园林行业重点公司净利率对比	23



图表 35: 重点公司期间收现比对比.....	24
图表 36: 重点公司总资产周转率对比	24
图表 37: 重点公司资产负债率对比.....	24
图表 38: 重点公司 ROE (平均) 对比.....	24
图表 39: PE Band.....	26
附录: 公司财务预测表 (百万元)	27



投资要件

投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 80.15、124.23 和 172.07 亿元，同比分别增加 75.3%、55.0%和 38.5%，净利润分别为 7.65、11.92 和 17.67 亿元，同比分别增长 46.6%、55.7%和 48.3%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50、0.78 和 1.16 元，对应的 PE 分别为 21/13/9x。按照 18 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 14.04-17.16 元，给予“买入”评级。

主要逻辑

生态建设是朝阳行业，政策面约束或将告一段落

十九大报告明确指出，“建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。生态环境建设属于朝阳行业，长期发展空间巨大。目前我国面临的生态形势严峻，水治理、土壤治理、湿地生态修复等都处于起步阶段，治理修复的过程并非一朝一夕可以完成，而将是一个长期的、持续性的过程。

受财政部 92 号文影响，目前全国 PPP 项目处于规范清理状态，各大银行都陆续放缓了给 PPP 项目发放贷款的进度。待 3 月 31 日项目清理工作完成之后，留下的都是质量高的规范项目，入库项目的规范性相当于获得了认可，项目融资进度有望加快，项目落地有望提速，从而带动相关公司收入确认提速。

在手订单充足，业绩确定性好

根据公司公告的重大合同统计，并考虑到公司有部分金额较小的订单未披露，我们预计公司 2017 年-2018 年 1 季度签订的合同和框架协议的总额超过 450 亿元，是 2017 年营业收入（根据业绩快报披露）的 6 倍左右。公司今年 1 季度的重大合同金额超过 120 亿元，是去年同期的 7 倍左右。我们预计公司今年全年签订的订单金额有望超过 400 亿元，对于公司未来 2 年的业绩有充分的保障。

在同质化的严重的行业通过规模、研发、资金、人才、产业链延伸等构筑壁垒，尽享龙头优势

公司规模在行业中排名前三，以公司目前的规模及盈利能力以及公司多年来的积累，已经建立起了业内最先进研发平台，引进了业内最优秀人才，具备多渠道融资能力、并拥有综合性项目承揽等能力，在 PPP 成为政府投资主流模式的背景下，行业集中度提升是必然，而大量项目打包招标，对 PPP 中标人的综合能力提出较高要求，公司在此过程中，将尽显龙头优势，获取更多项目，更大发展空间。

关键假设点

假设一：2018 年公司 PPP 项目加速落地，融资成本未出现大幅上升；

假设二：2018 年新签订单超过 400 亿，2017 年新签订单在 18 年贡献收入达到 30%；

假设三：公司园林业务、水处理和农村环境治理项目如期顺利推进。



股价上涨的催化剂

- 1、业绩持续高增长且超预期；
- 2、PPP 立法落定，行业发展进一步规范
- 3、订单高增长，超大型项目落地；

核心风险提示

- 项目进展不达预期；
- 融资成本增加的风险；
- 政策环境变化的风险；
- 公司业绩不达预期的风险。



公司是中国生态修复和环境建设领军企业

公司是园林行业业绩稳定性最好的公司之一，连续 7 年保持增长，主营业务涵盖生态环保、园林景观、生态旅游三大领域，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。在水生态治理和土壤污染治理方面均有项目经验，在研发方面处于行业领先地位。

公司前身深圳市铁汉园林绿化有限公司成立于 2001 年，深圳市铁汉生态环境股份有限公司成立于 2009 年。公司及子公司拥有多项专业资质，包括水污染防治工程专项甲级、环保工程专业承包壹级、建筑工程施工总承包壹级、风景园林工程设计专项甲级等。

公司坚持“科技先导、研发先行、创新为本、服务人类”的理念，拥有集生态园林、生态环保策划、规划、设计、研发、建设、运营等为一体的全产业链能力，能够为客户提供生态环境建设及运营方面的整体解决方案。目前，公司已经基本完成全国化战略布局，已经发展成为国内领先的生态环境建设与运营领军企业。

公司历史沿革

2001 年，深圳市铁汉园林绿化有限公司成立，公司分别在 2005 年和 2008 年取得了国家城市园林绿化二级资质和一级资质。2009 年，公司整体改制为股份制公司，公司更名为深圳市铁汉生态环境股份有限公司。

2011 年 3 月公司在深交所创业板上市，发行 1550 万股人民币普通股（A）股，发行价格为 67.58 元/股，是首家在创业板上市的生态环境建设公司。2015 年公司收购广州环发 80%股份、北京星河园林 100%股份

图表1： 公司历史沿革



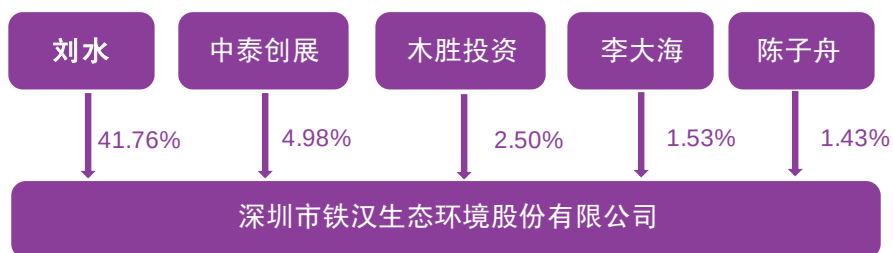
资料来源：公司公告，联讯证券

大股东具有专业背景和资深行业经验

公司的控股股东及实际控制人为刘水先生，持股数量为 6.35 亿股，占公司总股本的 41.76%。刘水先生毕业于北京大学城市与环境学院环境学专业，拥有 22 年资深行业经验。刘水先生 2001 年与张衡、陈阳春共同创建深圳市铁汉园林绿化有限公司。



图表2： 公司股权结构

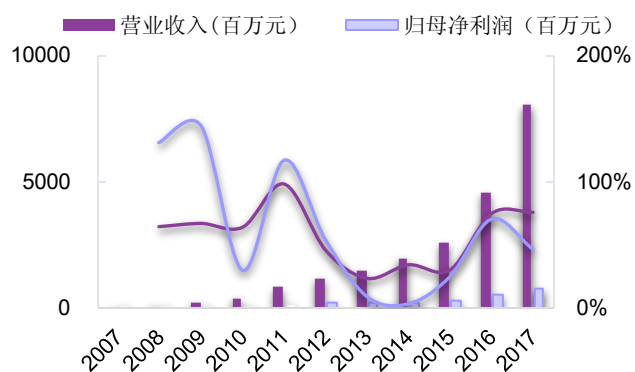


资料来源：公司公告，联讯证券

业绩稳定性最好的园林公司之一

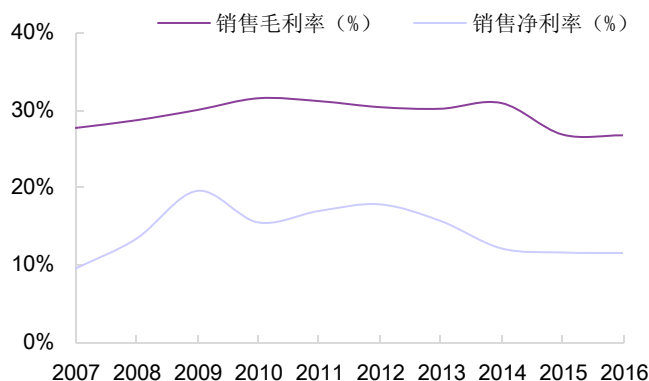
公司自 2007 年成立以来，业绩一直保持快速增长。2007 年-2017 年营业收入复合增长率为 56.35%，归母净利润复合增长率为 56.26%。根据 2017 年业绩快报，公司在 2017 年实现营业收入 80.47 亿元，同比增长 75.95%；实现归母净利润 7.66 亿元，同比增长 46.64%。公司的业绩依然保持了高速的增长趋势。公司的毛利率和净利率近年来都比较稳定，2016 年公司的毛利率为 26.79%，净利率为 11.57%。

图表3： 2007-2017 年公司经营营收及净利润



资料来源：Wind，联讯证券

图表4： 2007 年-2016 年公司毛利率及净利率

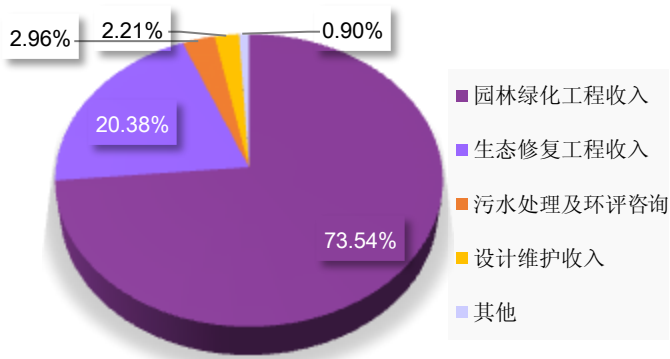


资料来源：Wind，联讯证券

公司的收入主要来源于园林绿化工程和生态修复工程。2016 年，公司在园林绿化工程板块实现营业收入 33.63 亿元，占到总营收的 73.54%；在生态修复工程板块实现营业收入 9.32 亿元，占到总营收的 20.38%。两大板块的业务合计占到公总营收的 94%左右。

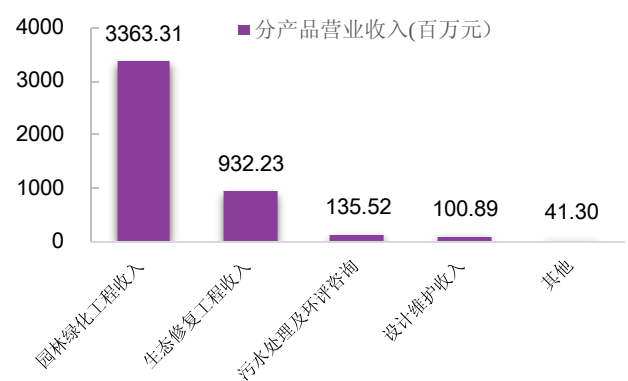


图表5: 2016 公司主营业务构成



资料来源: Wind, 联讯证券

图表6: 2016 公司分产品营业收入



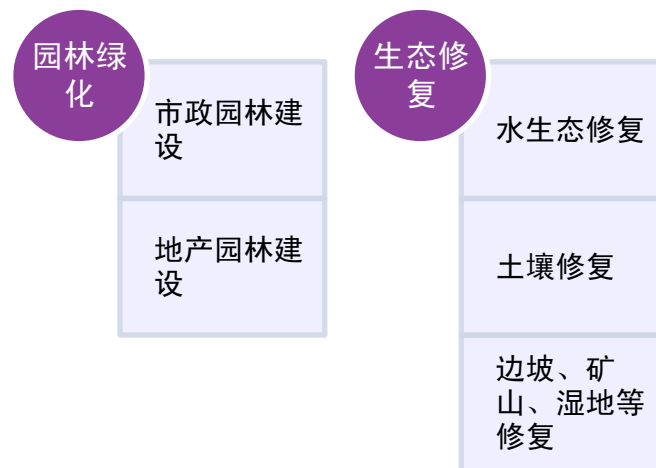
资料来源: Wind, 联讯证券

生态环境建设是朝阳行业，发展潜力巨大

公司所处的行业是其他建筑业中的生态环境建设行业，主要是通过开展植树种草、治理水土流失、防治荒漠化、建设生态农业等方式对人类生存的环境进行修复建设，以改善人类生活环境，实现可持续发展。

生态环境建设主要包括园林绿化和生态修复两大核心领域。行业发展初期主要是进行园林绿化工作，从市政园林建设逐渐延伸到地产建设。随着经济发展导致环境压力变大，近十年来，生态修复成为行业新兴的发展领域。

图表7: 生态环境建设两大领域



资料来源: 公司招股说明书, 联讯证券

园林绿化和生态修复虽然都是为了改善人居环境、保护和建设好生态环境、实现可持续发展，但是还是有很多不同之处。园林绿化的主要目的是美化环境，主要采用景观苗木，进入门槛较低，因此市场竞争激烈；而生态修复的主要目的是恢复生态，主要采用生态苗木，对企业的研发能力、技术水平、施工能力都有较高的要求，因此市场竞争程度不高。



图表8： 园林绿化和生态修复的主要区别

领域	主要目的	施工地点	技术要求	后期维护	竞争程度	毛利率
园林绿化	美化环境	城市公园、楼间绿地等	低	需要	高	低
生态修复	恢复生态	沙化地表等环境较差的地方	高	基本不需要	低	高

资料来源：公司招股说明书，联讯证券

园林绿化发展空间广阔

园林绿化一般包括市政园林建设和地产园林建设两大方面。市政园林建设主要包括城市公园、公路绿化景观等。地产园林建设主要包括小区绿地、写字楼绿化等。

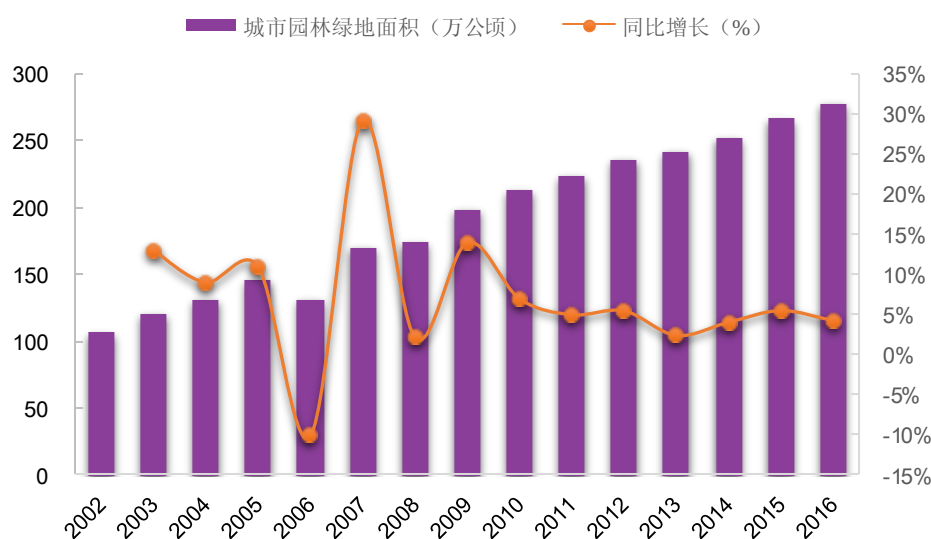
园林绿地是城市的重要组成部分，不仅能够美化城市、改善环境，也能为市民提供休闲娱乐的场所。2016 年，我国城市园林绿地面积为 278.61 万公顷，同比增长 4.4%，2002 年-2016 年复合增长率为 7.1%。虽然城市园林绿地面积增长率自 2007 年开始出现下降的趋势，但是近年来仍维持在 5%左右的增长水平，我们对于未来城市园林绿地的建设和发展仍然持乐观态度。

图表9： 公司市政园林建设项目示例



资料来源：公司官网，联讯证券

图表10： 2002 年-2016 年我国城市园林绿地面积变化及增速



资料来源：Wind，联讯证券



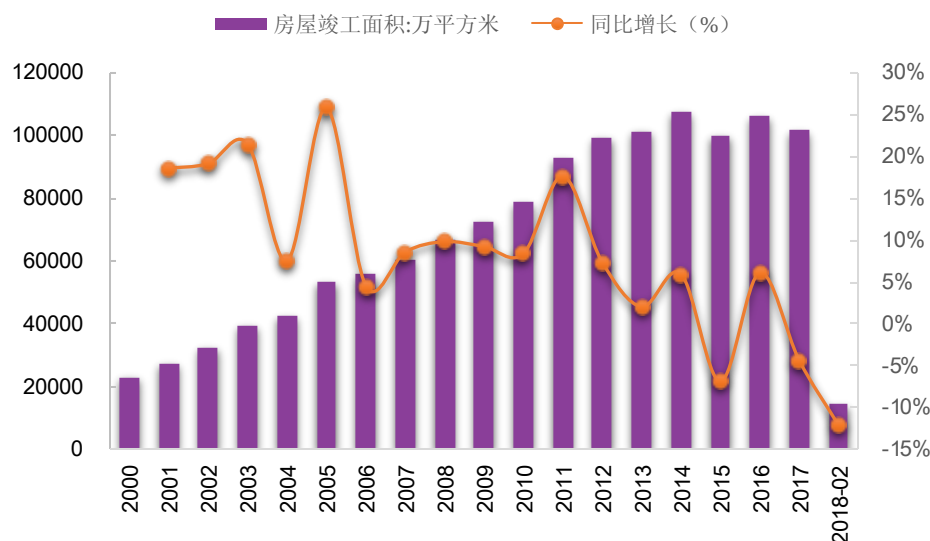
地产园林的发展与房地产行业的发展有密切的正相关关系。作为国民经济发展的支柱产业，房地产行业的发展对地产园林的发展有直接的推动作用。2017 年我国房屋竣工面积为 10.15 亿平方米，同比减少 4.4%，虽然近年来房地产竣工面积增速有所下降，但是本身基数大，所以房地产行业会为地产园林带来比较广阔的发展空间。

图表11： 公司地产园林建设项目示例



资料来源：公司官网，联讯证券

图表12： 2000 年-2018 年 2 月我国房屋竣工面积变化及增速



资料来源：Wind，联讯证券

我国生态形势严峻，发展空间巨大

十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”。目前，我国生态现状严峻，水土流失面积占国土面积达 30%，荒漠化和沙化土地面积占国土面积 45%。因此，我国的生态文明建设是一个长期持续的过程，园林公司发展空间巨大。

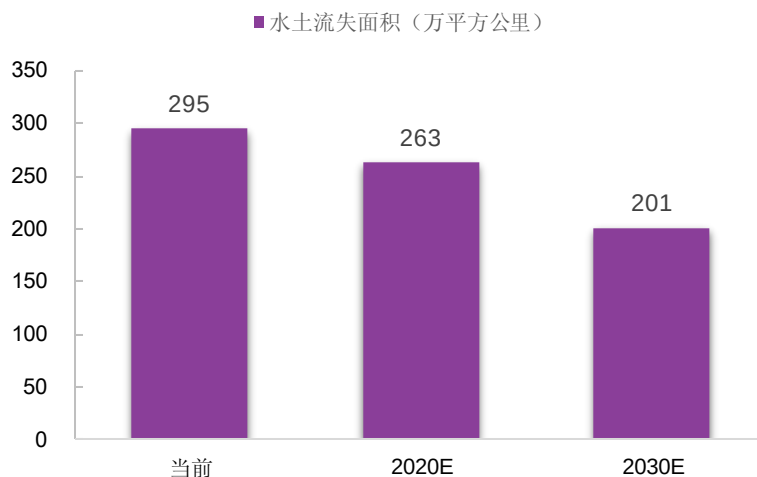
水土流失面积占比达 30% 治理任务任重道远

根据 2013 年第一次全国水利普查成果，我国水土流失面积为 294.91 万平方公里，占国土总面积的 30.72%。水土流失的结果是水土资源和土地生产力的破坏和损失，生态环境的恶化及自然灾害的加剧。



2015 年 12 月，水利部等国家部委联合印发《全国水土保持规划（2015-2030 年）》（以下简称“规划”），提出，到 2020 年，全国新增水土流失治理面积 32 万 km²；到 2030 年，全国新增水土流失治理面积 94 万 km²。按照每十年治理 60 万平方米的速度计算，还需要 50 年左右的时间，所以我国水土流失面积的治理是一个长期过程。

图表13： 全国水土流失面积变化



资料来源：水利部，联讯证券

荒漠化和沙化土地面积占国土面积 45%

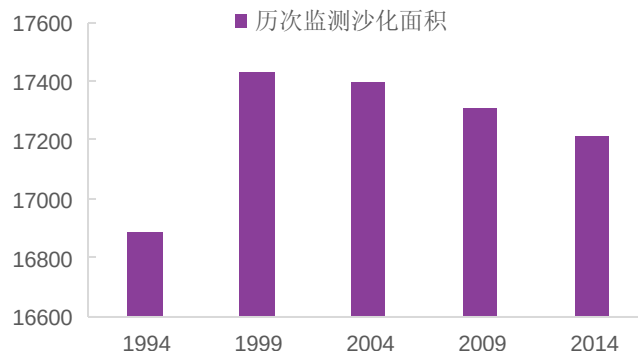
根据第五次全国荒漠化和沙化土地监测结果，截至 2014 年，全国荒漠化土地面积 261.16 万平方公里，沙化土地面积 172.12 万平方公里，分别占国土面积的 27.20% 和 17.93%。荒漠化土地主要分布在新疆、内蒙古、西藏、甘肃、青海 5 省（自治区），5 地的荒漠化面积合计占到全国荒漠化面积的 95.64%。沙化土地主要分布在新疆、内蒙古、西藏、青海、甘肃 5 省（自治区），5 地的沙化面积合计占到全国沙化面积的 93.95%。

图表14： 全国荒漠化面积变化（万公顷）



资料来源：Wind，联讯证券

图表15： 全国沙化面积变化（万公顷）



资料来源：Wind，联讯证券

2009 年-2014 年，荒漠化土地年均减少 0.2424 万平方公里、沙化土地年均减少 0.198 万平方公里。目前我国可治理沙化土地约为 53 万平方公里，且局部地区沙化土地仍在扩展，根据年均治理面积计算，沙化土地需要 268 年的时间治理。荒漠化土地的治理时间更长，因此，我国荒漠化土地和沙化土地需要长时间的治理，任重而道远。

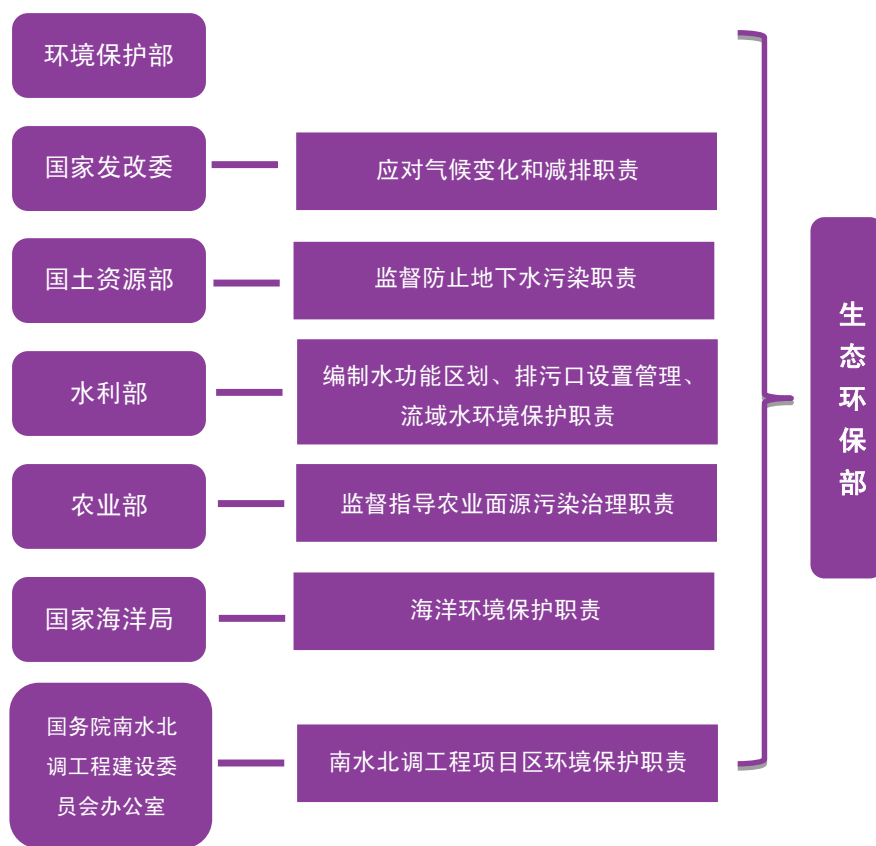


国家组建生态环保部，建设美丽中国

十九大报告明确指出，“建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。尽管过去五年来生态文明建设成效显著：不仅国内生态环境状况得到改善，而且我国已成为全球生态文明建设的重要参与者、贡献者、引领者，但是生态环境建设是一个长期持续的过程，我国目前依然处于起步阶段。

根据 3 月 13 日公布的国务院机构改革方案，国务院将新组建生态环境部。这一措施将存在于各个部门的生态环境工作职责进行了整合，是对生态环境管理体制的改革。将生态环境相关的职能集中于一个部门可以避免各部门之间相互推诿、提高工作效率，助力“美丽中国”的建设。

图表16： 生态环境部的组建示意图

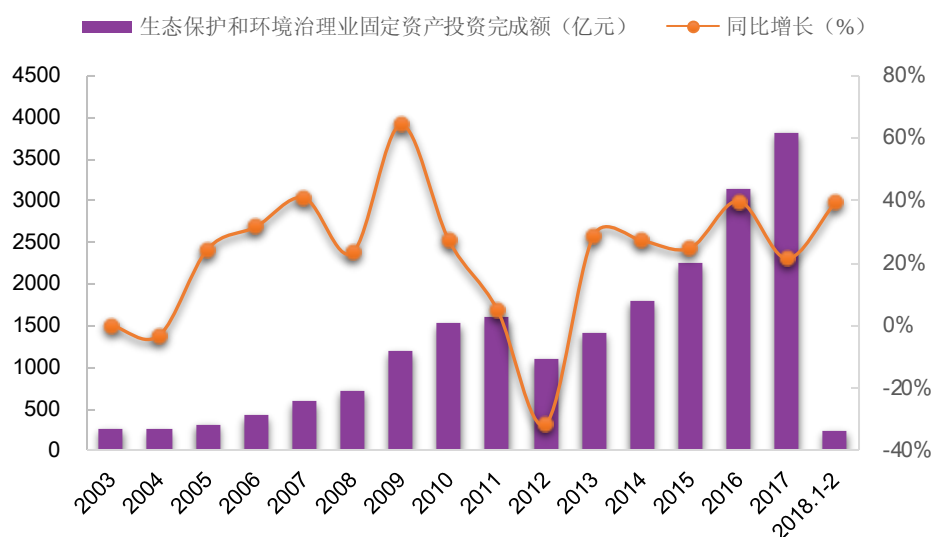


资料来源：公司招股说明书，联讯证券

近几年，随着国家和社会对于环境保护及生态建设的重视，国家在环保方面的投资力度也在加大。2017 年，我国生态保护和环境治理业固定资产投资完成额为 3822.34 亿元，同比增长 21.5%。2018 年 1-2 月，生态保护和环境治理业 FAI 为 239.85 亿元，同比增长 39.30%。



图表17: 2003年-2018年2月我国生态保护和环境治理业FAI完成额情况



资料来源: Wind, 联讯证券

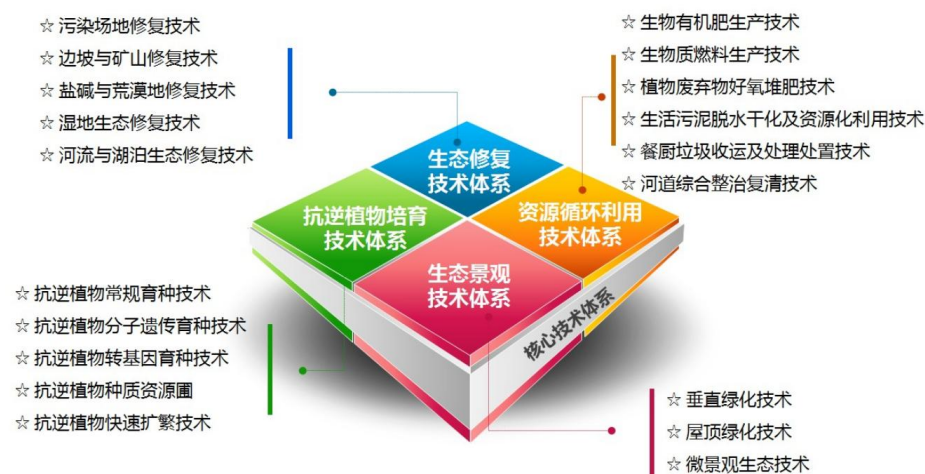
社会经济和生态环境具有紧密的联系。生态环境建设对于社会的可持续发展具有重大的作用和意义, 在提高生态效益的同时也可以提高经济效益。

充分利用龙头优势构建壁垒

公司重视研发, 拥有四大核心技术体系

公司重视技术创新和研发, 从 2003 年开展研发工作至今已历经 15 年, 研发领域涵盖生态、环境、生物、土壤、园林、园艺等, 目前拥有专职研发人员 170 余人, 大约占到员工总数的 5%。公司核心技术体系包括生态景观、生态修复、抗逆植物培育、资源循环利用四大技术体系。

图表18: 公司四大核心技术体系



资料来源: 公司官网, 联讯证券

近年来, 公司重点在水生态修复、土壤修复、抗逆植物选育、立体绿化、边坡修复、海绵城市、资源循环利用等方向开展工作, 取得了重要成果。



图表19： 公司重点研发领域及应用范围

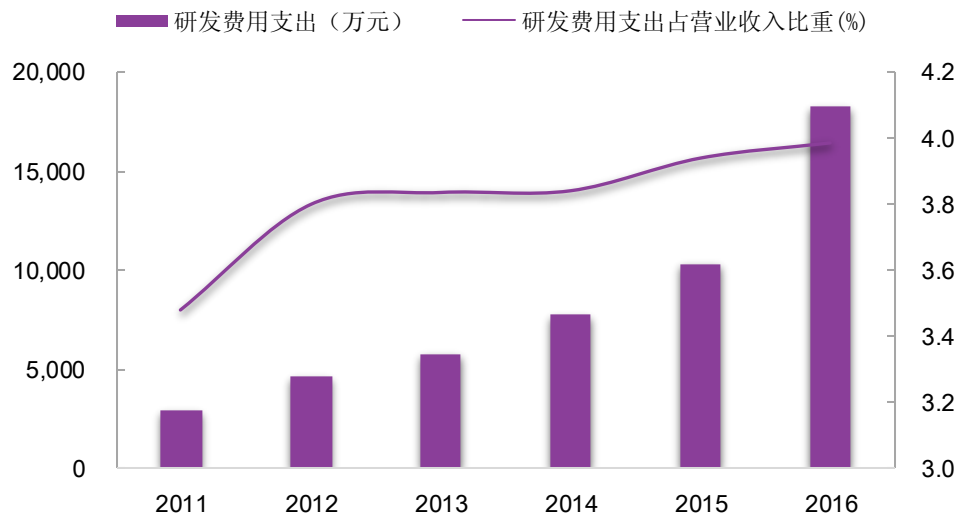
研发领域	应用范围
水生态修复	用于湿地、湖泊和河道等水体的修复
土壤修复	污染场地修复、矿山修复、农田修复以及边坡、盐碱地、荒漠化等脆弱生境的生态修复
抗逆植物选育	通过乡土植物筛选、育种技术筛选抗旱、耐盐碱、耐阴、水体净化等抗逆性强的功能植物从而用于不同类型的生态修复工程
立体绿化	以低矮、抗逆性强的草本和灌木类植物为主，利用支撑结构系统构件改善和美化生态环境
边坡修复	高速公路、铁路、矿山等边坡的生态修复
资源循环利用	通过物理和生物技术手段，将植物废弃物、生活污水、河道底泥和餐厨垃圾等转化成绿色环保产品

资料来源：公司官网，联讯证券

公司与高等院校、科研院建立合作关系，建立业内较高水平的产学研平台，开展研究工作。合作的院校及科研机构包括北京大学、北京林业大学、中国农科院、中国林科院湿地研究所、中科院广东省生态环境与土壤研究所、仙湖植物园等。

公司重视研发投入，每年的研发投入均不低于销售总收入的 3%，且研发费用支出及其占营收的比重均逐年上升，2016 年公司的研发费用为 1.82 亿元，占到当年营业收入的 3.98%。

图表20： 2011-2016 年公司研发费用支出及比重



资料来源：Wind，联讯证券

立足华南辐射全国的业务态势

公司是业内少数在全国范围内开展业务的园林公司之一，具有跨区域施工能力。目前，公司共有 11 个区域运营中心分部全国，下设 30 余家分公司，在广东梅县、东莞、河源、海南、江苏等地拥有近 10 个苗圃基地。

图表21： 公司业务布局



资料来源：公司官网，联讯证券

公司的客户遍布 30 多个省市自治区，营销网络覆盖全国，已经累计完成上千个生态环保、景观、旅游项目。

图表22： 公司合作客户示意图



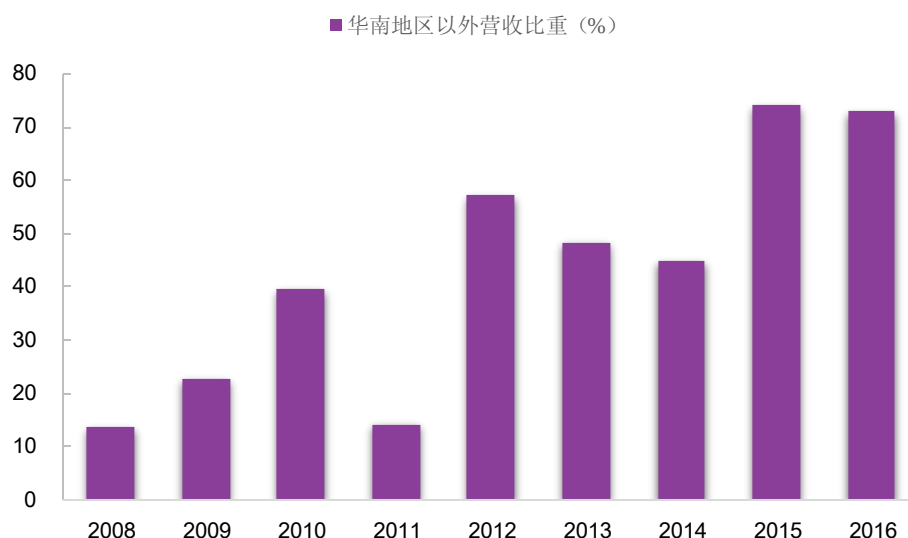
资料来源：公司官网，联讯证券

公司从华南起家，但是近年来，公司在华南地区以外的业务比重有了快速地提高，



2016 年华南地区以外的营业收入比重达到 72.82%。这说明公司在华南以外的地区也具备了较强的拿单实力，已经形成了立足华南辐射全国的业务态势。

图表23: 2008 年-2016 年公司华南地区以外营收比重



资料来源: Wind, 联讯证券

在手订单充足，业绩确定性好

根据公司公告，并考虑到公司有部分金额较小的订单未披露，我们预计公司 2017 年-2018 年 1 季度签订的合同和框架协议的总额超过 450 亿元，是 2017 年营业收入（根据业绩快报披露）的 6 倍左右。公司今年 1 季度的在手订单金额超过 120 亿元，是去年 1 季度订单金额的 7 倍左右。我们预计公司今年全年签订的在手订单金额有望超过 400 亿元，对于公司未来 2 年的业绩有充分的保障。

图表24: 2017 年-2018 年 1 季度公司主要重大合同及框架协议

时间	项目名称	投资额 (亿元)
2018/3/20	日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	9.00
2018/3/9	睢宁县古黄河环境修复及中低产田改造 PPP 项目	28.12
2018/3/6	雄安新区 10 万亩苗景兼用林建设项目施工总承包第四标段	2.02
2018/2/3	“泉州芯谷”南安高新技术园区市政道路 PPP 项目包一	11.70
2018/2/3	渭南市华州区少华湖水利风景区 PPP 项目	20.76
2018/2/1	大埔县旅游产业道路改扩建 PPP 项目	19.70
2018/1/13	官渡区河道综合治理工程政府与社会资本合作（PPP）项目	9.02
2018/1/12	连平县县城扩容提质 PPP 项目	26.79
2017/12/14	广东梅州大埔县旅游产业道路改扩建 PPP 项目进入公示期阶段的提示性公告	19.68
2017/12/14	五华县人居环境综合整治 PPP 项目	26.82
2017/12/6	大埔县东片、南片区大埔角村、三洲村等 27 个省定贫困村创建社会主义新农村示范村建设项目 EPC 总承包的中标公告	5.40
2017/11/11	渭南市华州区少华湖水利风景区项目（一期工程）工程总承包（EPC）的合同	4.83



时间	项目名称	投资额（亿元）
2017/10/24	托克逊保护与美丽乡村建设项目（PPP）投资合作合同	17.17
2017/10/21	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（C包）PPP项目合同	7.27
2017/9/29	官渡区河道综合治理工程政府与社会资本合作（PPP）项目进入公示期阶段的提示性公告	9.00
2017/8/18	楚雄市大紫溪山旅游区基础设施建设政府和社会资本合作（PPP）项目进入公示期阶段的提示性公告	13.17
2017/8/18	日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目的中标	9.00
2017/8/3	乌鲁木齐高新区（新市区）2017 年美丽乡村建设 PPP 项目（B 包）的合同公告	13.12
2017/7/20	思南县白鹭湖旅游度假区项目合作框架协议	30.00
2017/7/11	湖南长沙现代农业成果展示区 PPP 项目	8.80
2017/6/20	保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目合同	4.95
2017/5/31	盘县西冲河统筹城乡发展乡村旅游综合体 PPP 项目的合同	10.76
2017/5/31	海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目合同	2.04
2017/4/28	滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目的合同	11.00
2017/3/28	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目合同	5.37
2017/2/13	海口市响水河、红城湖等 4 个水体水环境综合治理 PPP 项目（HKSHJ-04）	6.30
2017/2/3	华阴市长涧河流域综合治理工程（一期）PPP 项目合同	2.02
2017/1/7	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合同	3.00

资料来源：公司公告，联讯证券

2017 年 11 月，财政部发布的《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》，明确了要在 2018 年 3 月 31 日之前集中清理已入库项目，并严格要求新项目入库标准，确保入库项目的质量。

公司近两年 PPP 项目的入库比例为 70%左右，公司自身的项目质量较高，规范性好，受到政策的影响较小。待 3 月 31 日项目清理工作完成之后，入库项目的规范性相当于获得了认可，自身质量高的项目将会更加容易取得银行贷款，获得项目建设、运营所需的现金，合规项目融资进度有望加快，公司项目落地有望提速。



图表25: PPP 清理结束后, 公司融资情况改善



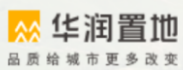
资料来源: 联讯证券

积极开展收购, 加码公司三大领域布局

为了提高公司在环保领域的实力, 公司于 2015 年 8 月以 0.96 亿元收购了广州环发 80%的股权, 广州环发拥有丰富的水治理、废气治理、土壤修复等环保工程经验, 可以实现环保工程全产业链运营。此次收购可以增强公司在生态环保方面的市场竞争力和综合服务能力。

同年 10 月, 公司以 8.45 亿元收购了北京星河园林 100%股份。北京星河园林主要在华北地区从事地产园林业务, 本次收购不仅能够实现北方区域的业务辐射, 也能够帮助公司往地产园林方向发展。星河园林的客户包括星河湾地产、龙湖地产等地产商, 也完成了上百个园林项目, 是京津冀地区的中高端园林景观领军企业。

图表26: 星河园林主要客户

资料来源: 公司公告, 联讯证券

2016 年 5 月, 公司投资深圳幸福天下投资有限公司 7046.25 万元, 获取该公司 30% 股权。“幸福天下”是全国婚庆产业的领导品牌之一, 其业务主要包括婚庆文化旅游产业项目规划、投资建设、运营管理等。这会为公司在生态旅游板块的发展积累项目经验并拓展公司的业务布局。

2016 年 5 月, 公司收购中国水务和新疆昌源水务分别 6.416%、10%的股权。中国水务是国家级专业水务投资和运营管理公司, 昌源水务为其子公司。此次收购将增强公司在生态环保板块的水治理业务方面的业务能力, 并且助力公司获得更好水处理业务的订单。

2016 年 7 月, 公司收购北京盖雅环境 70%股权, 盖雅环境在环保领域拥有良好的



技术储备，此次收购能够有效地助力公司在生态环保领域的发展。

2016 年 9 月，公司收购了深圳山艺园林 80% 股权以增强公司园林绿化板块业务的接单能力和施工能力。山艺园林拥有 10 余年的园林工程经验，在项目管理上拥有自己独特的“山艺模式”，此次收购有助于公司进一步提升项目管理水平，对于公司园林业务的进一步巩固有较大的意义。

图表27： 几次收购涉及的公司业务布局



资料来源：联讯证券

公司近几年的几次主要收购行为进一步完善了公司在园林景观、生态环保、生态旅游三大产业的布局。随着产业链布局的完善和延伸，公司在三大产业的接单能力、业务能力以及更长期的运营能力均有望得到一定程度的提升和发展。

中标“雄安新区”项目，为后续项目落地积累宝贵经验

2018 年 3 月，公司发布公告，公司与中铁十八局集团有限公司组成的投标联合体为“雄安新区 10 万亩苗景兼用林建设项目施工总承包第四标段”的中标单位，中标价格为 2.02 亿元人民币。

目前，“雄安新区”生态环境保护规划编制工作已基本完成，随着计划的推进，我们认为“雄安新区”将会有更好的生态环保相关的项目需要园林公司来完成。公司中标“雄安新区”项目，不仅对公司后续取得“雄安新区”项目有竞争优势，也为公司积累了一定的施工经验。

从公司在京津冀地区的业务布局来看，公司在该区域设有北京运营中心、天津分公司、唐山分公司并拥有 4 个苗圃基地，这将方便地服务于“雄安新区”项目的建设。



图表28: “雄安新区”地图



资料来源：新华网，联讯证券

图表29: 公司业务布局



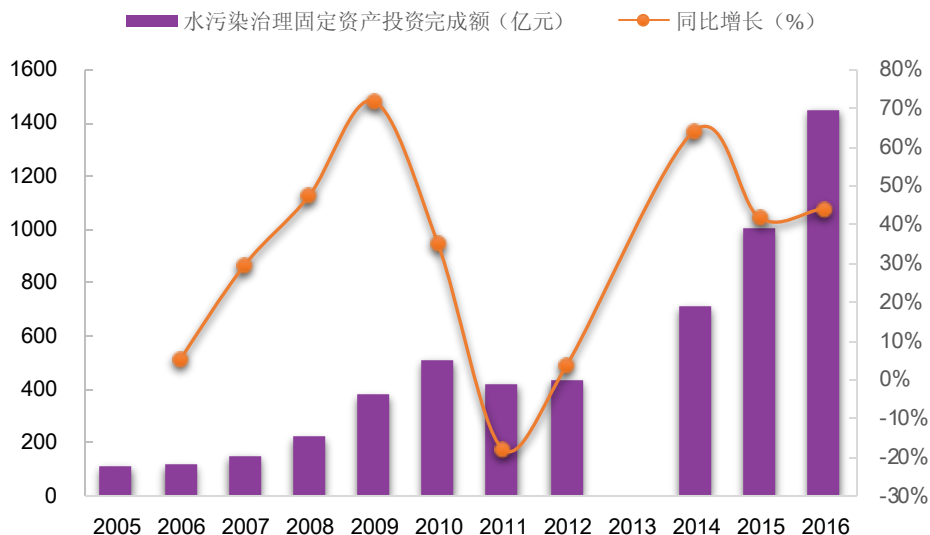
资料来源：公司官网，联讯证券

水处理业务项目发展迅速

2015年4月，国务院发布《水污染防治行动计划》(以下简称“水十条”)。“水十条”对水生态的建设和保护提出了明确的目标，从目标来看，基本是按照三步走的一个过程，第一步是2020年以前，以治理污染为主；第二步是2020-2030年，以恢复生态系统功能为主；第三步为到2050年，实现水生态环境质量的全面改善。

2011年开始，我国的水污染治理固定资产投资完成额出现了较大幅度的增长。2016年水污染治理FAI为1448.67亿元，同比增长44.03%。要完成“水十条”中的目标，国家仍需大力支持水生态的建设和保护。

图表30: 2005年-2016年水污染治理固定资产投资完成额



资料来源：Wind，联讯证券

2017年公司的重大项目中，水治理方面的项目总金额接近30亿元，较2016年出现大幅增长，占到总项目金额的10%左右。今年一季度公司中标了官渡区河道治理项目，中标金额为9亿元。虽然目前水处理项目在公司项目中的占比不高，但是这一板块的业务增速非常快，我们预计今年水治理方面的项目将继续快速增长，成为公司新的业务增



长点。

图表31: 公司水处理业务重大项目

时间	项目名称	投资额 (亿元)
2018/1/13	官渡区河道综合治理工程政府与社会资本合作 (PPP) 项目	9.02
2017/5/31	保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目合同	4.95
2017/4/28	滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目的合同	11.00
2017/2/13	海口市响水河、红城湖等 4 个水体水环境综合治理 PPP 项目 (HKSHJ-04)	6.30
2017/2/3	华阴市长涧河流域综合治理工程 (一期) PPP 项目合同	2.02
2017/1/7	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合同	3.00

资料来源: 公司公告, 联讯证券

农村环境整治项目是公司另一重点发展领域

2017 年 10 月 18 日, 习近平总书记在十九大报告中指出, 坚决打赢脱贫攻坚战。脱贫攻坚的目标是确保到 2020 年 7000 多万农村贫困人口实现脱贫。报告特别指出要结合生态保护脱贫, 重大生态工程在项目和资金安排上进一步向贫困地区倾斜, 加大贫困地区生态保护修复力度。同时, 国家会加大财政扶贫投入力度和金融扶贫力度。

目前, 公司在手的农村环境整治重大项目合计 30 亿左右, 农村环境整治项目的推进符合国家“美丽乡村”建设以及脱贫攻坚战的规划, 是公司的又一个业务增长点。

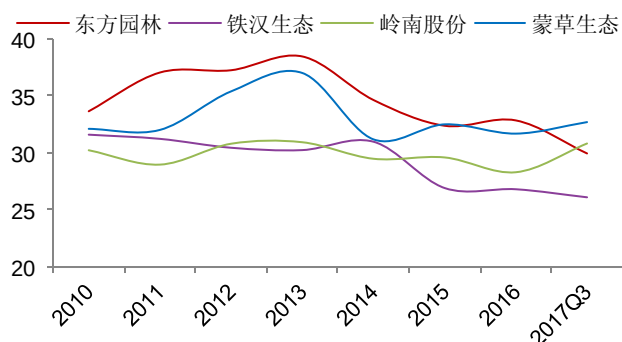
图表32: 公司农村环境整治重大项目

时间	项目名称	投资额 (亿元)
2018/3/27	梅州市蕉岭县 19 个省定贫困村创建社会主义新农村示范村建设项目 EPC 总承包 (第三片区)	1.41
2017/12/14	五华县人居环境综合整治 PPP 项目	8.14
2017/12/6	大埔县东片、南片区大埔角村、三洲村等 27 个省定贫困村创建社会主义新农村示范村建设项目 EPC 总承包	5.40
2017/10/24	托克逊保护与美丽乡村建设项目 (PPP) 投资合作合同	17.17

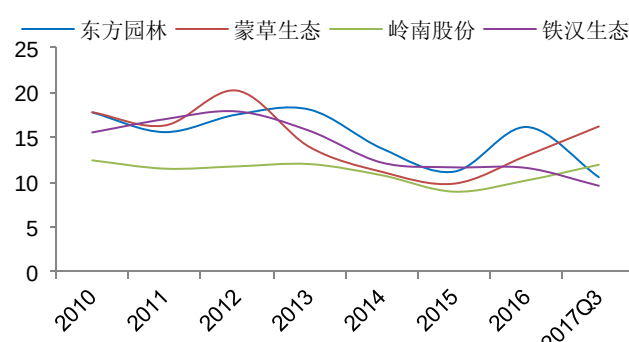
资料来源: 公司公告, 联讯证券

财务数据对比

图表33: 园林行业重点公司销售毛利率对比



图表34: 园林行业重点公司净利率对比

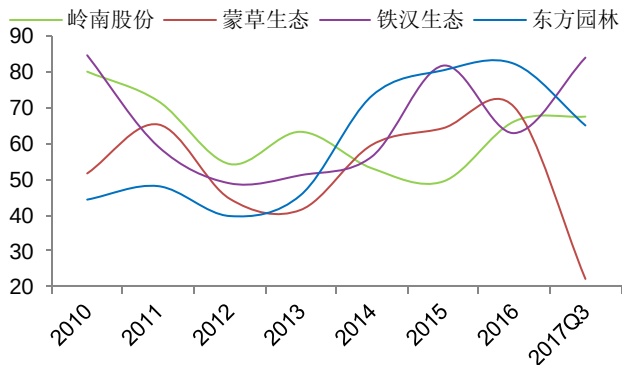




资料来源: wind, 联讯证券

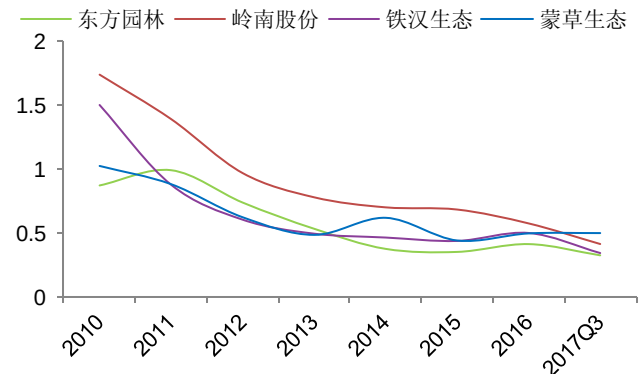
资料来源: wind, 联讯证券

图表35: 重点公司期间收现比对比



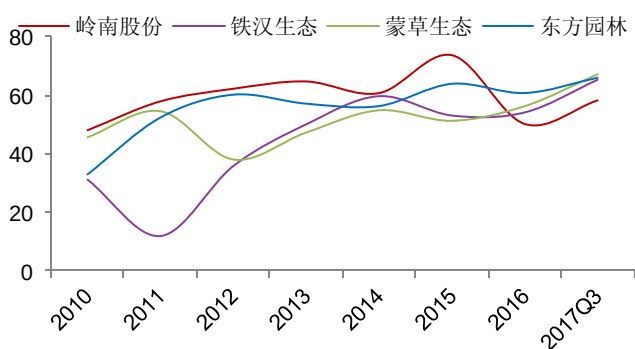
资料来源: wind, 联讯证券

图表36: 重点公司总资产周转率对比



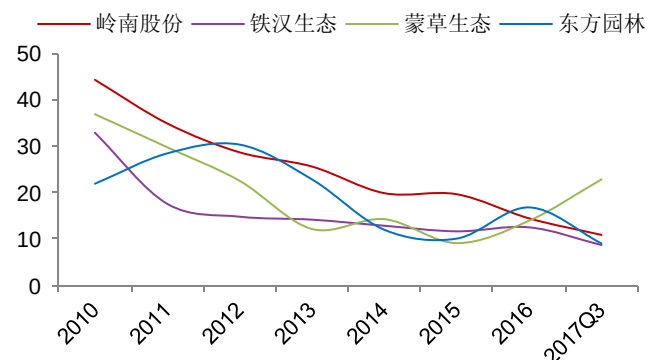
资料来源: wind, 联讯证券

图表37: 重点公司资产负债率对比



资料来源: wind, 联讯证券

图表38: 重点公司 ROE (平均) 对比



资料来源: wind, 联讯证券

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 80.15、124.23 和 172.07 亿元, 同比分别增加 75.3%、55.0%和 38.5%, 净利润分别为 7.65、11.92 和 17.67 亿元, 同比分别增长 46.6%、55.7%和 48.3%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.50、0.78 和 1.16 元, 对应的 PE 分别为 21/13/9x, 公司目前在手订单充足, 作为行业内规模排名前三的企业, 除了享受行业高增长外, 还将受益于 PPP 模式带来的行业集中度提升, 按照 18 年 18-22 倍 PE, 合理估值区间为 14.04-17.16 元, 随着政策面约束的消除, 项目落地的加快, 未来盈利预测和估值均有上调空间, 给予“买入”评级。

风险提示

- 项目进展不达预期;
- 融资成本增加的风险;

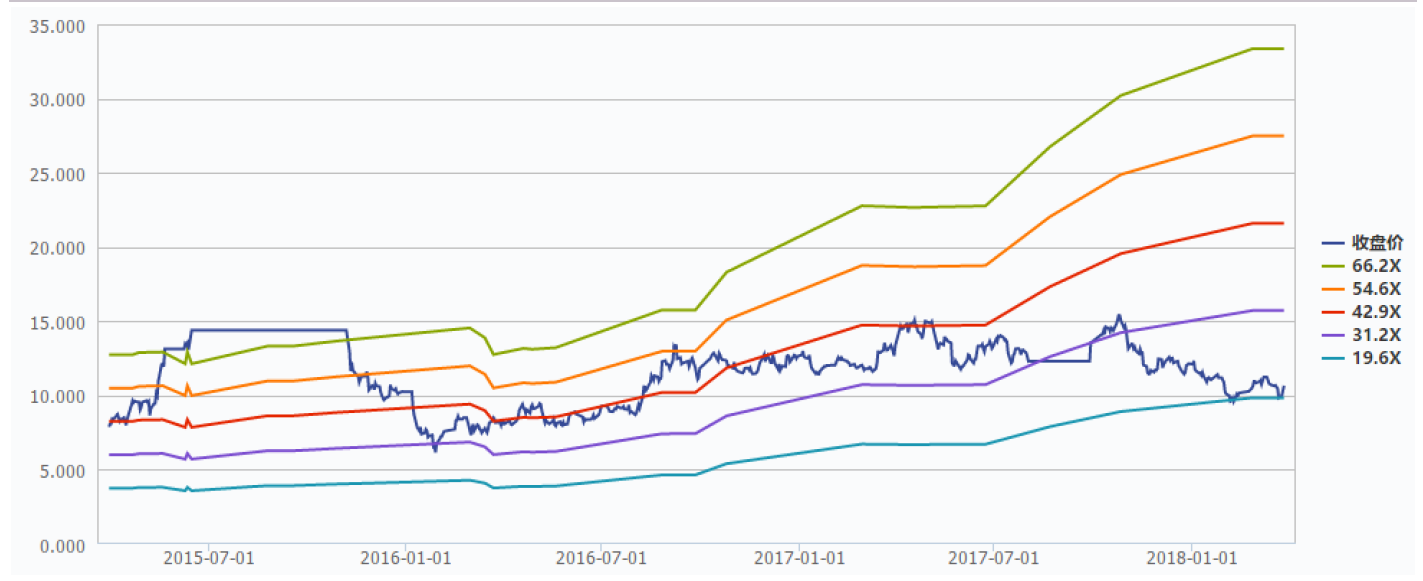


政策环境变化的风险；

公司业绩不达预期的风险。



图表39: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1283	1200	1200	1200	营业收入	4573	8015	12423	17207
应收款项	1098	1976	3063	4243	营业成本	3348	5922	9188	12747
存货净额	3385	5631	6759	7654	营业税金及附加	33	24	37	52
其他流动资产	62	40	62	86	销售费用	16	24	37	52
流动资产合计	6932	9951	12188	14286	管理费用	531	883	1329	1797
固定资产	657	657	751	567	财务费用	166	280	378	386
无形资产及其他	500	675	650	625	投资收益	135	70	40	40
投资性房地产	3023	3023	3023	3023	资产减值及公允价值变动	(48)	(72)	(112)	(155)
长期股权投资	328	1028	1828	2628	其他收入	0	0	0	0
资产总计	11440	15335	18440	21129	营业利润	567	881	1382	2059
短期借款及交易性金融负债	2036	3669	3796	2961	营业外净收支	38	20	20	20
应付款项	1511	1931	3004	4175	利润总额	605	901	1402	2079
其他流动负债	739	946	1467	2033	所得税费用	76	135	210	312
流动负债合计	4286	6546	8267	9169	少数股东损益	7	0	0	0
长期借款及应付债券	1788	2888	3438	3988	归属于母公司净利润	522	765	1192	1767
其他长期负债	111	111	111	111					
长期负债合计	1899	2999	3549	4099	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	6185	9545	11816	13268	净利润	522	765	1192	1767
少数股东权益	137	137	137	137	资产减值准备	38	54	6	(20)
股东权益	5117	5653	6488	7724	折旧摊销	45	98	113	125
负债和股东权益总计	11440	15335	18440	21129	公允价值变动损失	48	72	112	155
					财务费用	166	280	378	386
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	(2002)	(2422)	(636)	(382)
每股收益	0.34	0.50	0.78	1.16	其它	(34)	(54)	(6)	20
每股红利	0.15	0.15	0.24	0.35	经营活动现金流	(1383)	(1486)	781	1665
每股净资产	3.37	3.72	4.27	5.08	资本开支	(132)	(400)	(300)	(50)
ROIC	9%	11%	15%	20%	其它投资现金流	(312)	0	0	0
ROE	10%	14%	18%	23%	投资活动现金流	(594)	(1100)	(1100)	(850)
毛利率	27%	26%	26%	26%	权益性融资	882	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	15%	15%	负债净变化	(322)	300	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(235)	(230)	(358)	(530)
收入增长	75%	75%	55%	39%	其它融资现金流	2319	1633	126	(835)
净利润增长率	71%	47%	56%	48%	融资活动现金流	2087	2503	319	(815)
资产负债率	55%	63%	65%	63%	现金净变动	110	(83)	0	0
息率	1.5%	1.5%	2.3%	3.4%	货币资金的期初余额	1173	1283	1200	1200
P/E	31.0	20.6	13.2	8.9	货币资金的期末余额	1283	1200	1200	1200
P/B	3.2	2.8	2.4	2.0	企业自由现金流	(1524)	(1735)	734	1868
EV/EBITDA	32.4	20.1	14.2	10.8	权益自由现金流	473	(41)	540	706

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017 年 9 月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011 年新财富入围，2012 年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作 8 年。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com