

调整预料之内也是预料之外，6月中可以重配园林股

行业深度研究

王小勇（分析师）

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070001

王斌（联系人）

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号：S0280117080044

王萌（联系人）

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280117090007

推荐（维持评级）

行业指数走势图



● 此次园林板块调整时间如预期，调整幅度超预期：

近期，园林板块在PPP持续规范监管、板块龙头东方园林发债不畅等因素带来的悲观情绪下，经历了一轮较大回调。回顾行情历史，自2016年以来的4-6月份，园林板块在前期上涨后均经历调整，主要原因为板块经历年报一季报行情，进入基本面真空期，前期获利盘回吐以兑现收益。从调整幅度来看，本次回调幅度达到20%之多，超出市场预期。调整的理由有所区别，但三年来调整的时间点基本还是一致的。

● 调整后的园林公司估值极低，具备吸引力：

此次板块龙头东方园林发债不畅对园林板块带来的悲观和恐慌情绪，导致板块整体经历了大幅回调。另一方面，在美丽中国的大背景下，我们预计园林上市公司未来2-3年业绩仍能保持较高增速，此次调整之后板块估值优势已经显现。以蒙草生态、岭南股份为例，公司今年业绩平均增速达到50%以上，未来三年复合增速仍达30%，而当前股价对应2018年的PE仅11倍左右，板块估值处于底部，安全边际明显。

● PPP监管政策或触底，短期有边际改善预期：

2017年以来政府相继出台了一系列针对PPP模式的监管政策法规，尤其自92号文发布后各地积极开展清库工作，PPP监管政策触底，然而生态环保类项目受PPP退库影响较小。2018年5月19日，第八次全国生态环境保护大会召开，此次大会规格之高为历史之最，六大常委全部出席，推动生态文明建设迈上新台阶。同时，2018年4月25日，财政部发布《关于加强地方预算执行管理 加快支出进度的通知》，叠加当前政府“持续扩大内需”背景，园林行业短期政策面边际或将有所改善。

● 6月份中报季临近，中报行情或将陆续展开：

2016年以来园林板块走势回顾验证了园林板块上涨依靠业绩驱动的逻辑主线，随着7-9月中报季的临近，我们相信在2018年中报业绩高增长预期的带动下，园林板块或将迎来情绪改善及估值修复，建议6月中旬起超配园林。

● **重点标的：**新时代建筑团队重点推荐美晨生态、岭南园林、杭州园林；其他重点公司关注蒙草生态、文科园林、棕榈股份。

● **风险提示：**固定资产投资下行，PPP落地不及预期，政策风险等。

相关报告

《美丽中国目标至2035年将基本实现，继续推荐生态建设中的园林板块》2018-05-20

《PPP清理基本无碍园林生态环保类项目，美丽中国基本国策加持更有前景》2018-05-03

《降准促资金供给边际改善预期兑现，利好园林板块》2018-04-17

《生态环保投资提速，上市公司业绩高增》2018-03-16

《三期业绩叠加来临，三月首选超配园林》2018-02-27

重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2018-05-27 股价	EPS			PE			投资评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300237.SZ	美晨生态	7.62	0.75	1.09	1.52	10.16	6.99	5.01	强烈推荐
002717.SZ	岭南股份	11.26	1.17	0.97	1.36	9.54	11.63	8.30	强烈推荐
300649.SZ	杭州园林	36.93	0.27	0.66	1.17	131.2	53.6	30.3	强烈推荐
300355.SZ	蒙草生态	8.2	0.53	0.79	1.11	15.59	10.40	7.37	强烈推荐
002775.SZ	文科园林	15.95	0.99	1.49	2.39	16.11	10.70	6.67	推荐
002431.SZ	棕榈股份	6.82	0.20	0.37	0.51	34.10	18.43	13.37	强烈推荐

资料来源：新时代证券研究所

目 录

1、 此次板块调整时间如预期，幅度超预期.....	3
1.1、 园林板块此番调整如期而至	3
1.2、 板块历史纵向比较，跌幅超预期	3
2、 调整后的园林公司估值极低，具备吸引力.....	3
3、 PPP 监管政策或触底，短期有边际改善预期.....	4
3.1、 财政部 PPP 管理库清理不合规项目，生态环保类项目占比较小	4
3.2、 生态环保大会召开，生态文明建设再上新台阶.....	5
3.3、 地方财政支出进度加快，短期或迎来边际改善.....	5
4、 6 月份中报季临近，中报行情或将陆续展开.....	6
5、 投资建议	6
6、 风险提示	7

图表目录

图 1: 自 2016 年以来 4-6 月份园林板块均经历一轮调整.....	3
图 2: 新增入库项目投资金额（92 号文公布至今）	4
图 3: 退库项目投资金额（92 号文公布至今）	4
图 4: 生态环保新增入库金额占比（92 号文公布至今）	4
图 5: 生态环保退库金额占比（92 号文公布至今）	4
图 6: 生态文明建设迈上新台阶.....	5
图 7: 地方财政累计支出及同比增速（2015 年至今）	5
图 8: 自 2016 年以来 6-9 月份园林板块均经历一轮中报-季报行情.....	6
表 1: 2016 年以来 4-6 月申万园林工程指数调整幅度.....	3
表 2: 园林板块业绩及估值情况（估值对应股价为 2018/5/25）	4
表 3: 已发布 2018 年中报预告的园林板块上市公司近年中报归母净利增速	6

1、此次板块调整时间如预期，幅度超预期

1.1、园林板块此番调整如期而至

近期，园林板块在 PPP 持续规范监管、板块龙头东方园林发债不畅等因素带来的悲观情绪下，经历了一轮较大回调。回顾行情历史，自 2016 年以来的 4-6 月份，园林板块在前期上涨后均经历调整，主要原因为板块经历了 3-4 月份的年报一季报行情，进入了缺少催化剂的基本面真空期，前期获利盘回吐以兑现收益，导致板块出现回调。

图1：自 2016 年以来 4-6 月份园林板块均经历一轮调整



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、板块历史纵向比较，跌幅超预期

从调整幅度来看，2016 年以来的 4-6 月份，园林工程板块自最高点到最低点的调整幅度依次为 -18.98%、-24.95%、-20.36%。尤其是 2018 年以来，板块在年报（归母净利润同增 39.96%）及一季报（归母净利润同增 93.79%）业绩保持高速增长的态势下，并未经历如同 2016、2017 年 3-4 月份的年报一季报大幅上涨行情，回调幅度达到 20% 之多，超出市场预期。

表1：2016 年以来 4-6 月申万园林工程指数调整幅度

	2016.4-2016.6	2017.4-2017.6	2018.4-2018.6
2017 年	13316	17090	13163
最低点	10789	12826	10483
调整幅度	-18.98%	-24.95%	-20.36%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、调整后的园林公司估值极低，具备吸引力

此次板块龙头东方园林发债不畅对园林板块带来的悲观和恐慌情绪，导致板块整体经历了大幅回调。本次发债不达预期，主要因为金融降杠杆、资管新规、委外赎回、违约高发等一系列因素叠加，当前民营企业发债整体环境偏差。

另一方面，基于 PPP 模式以及生态环保建设的大力发展，板块上市公司未来 2-3 年业绩仍能保持较高增速，此次调整之后板块估值优势已经显现。以蒙草生态、

岭南股份为例,公司今年业绩平均增速达到 50%以上,未来三年复合增速仍达 30%,而当前股价对应 2018 年的 PE 仅 11 倍左右,板块估值处于底部,安全边际明显。

表2: 园林板块业绩及估值情况 (估值对应股价为 2018/5/25)

	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
蒙草生态	12.65 (+49.8%)	17.84 (+41.1%)	22.44 (+25.7%)	10.43	7.40	5.88
岭南股份	9.71 (+90.7%)	13.61 (+40.1%)	17.78 (+30.6%)	11.64	8.30	6.36

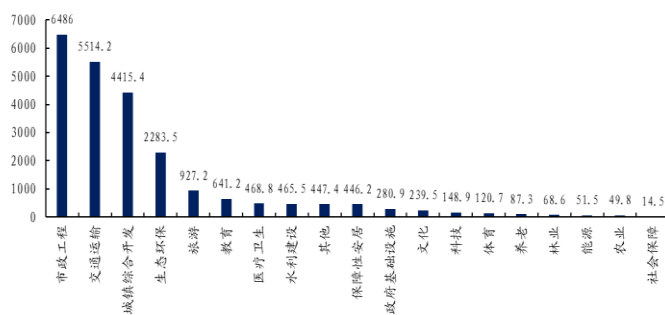
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、PPP 监管政策或触底,短期有边际改善预期

3.1、财政部 PPP 管理库清理不合规项目,生态环保类项目占比较小

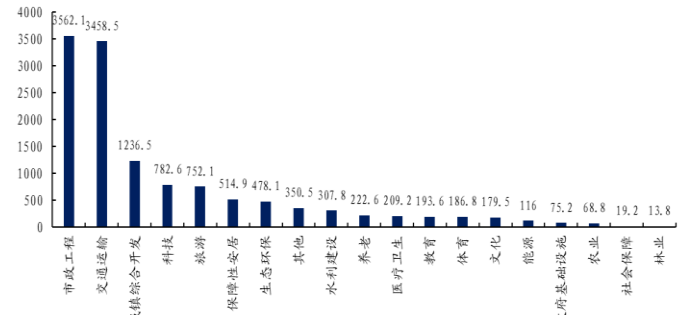
自 2017 年 11 月《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》(简称 92 号文)发布后,各地积极开展项目库清理工作。自 2017 年 12 月至 2018 年 5 月,财政部 PPP 综合信息平台已累计清理管理库项目 1187 个,累计清减投资额 12727.8 亿元。期间内,新增入库(管理库)项目 1518 个,累计投资金额增加 23751.1 亿元,投资金额净流入 10429.3 亿元。

图2: 新增入库项目投资金额 (92 号文公布至今)



资料来源: 明树数据, 新时代证券研究所

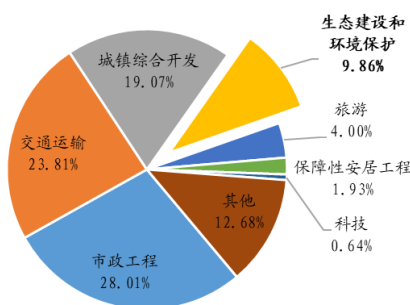
图3: 退库项目投资金额 (92 号文公布至今)



资料来源: 明树数据, 新时代证券研究所

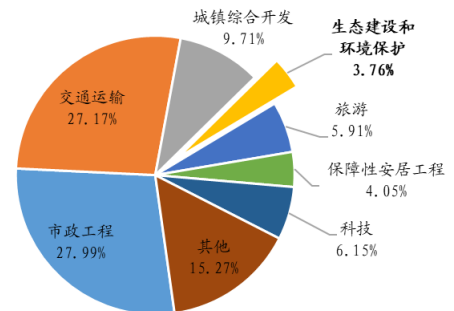
特别地,截至 2018 年 5 月 23 日,生态环保类项目退库(管理库)项目 60 个,投资额为 478.1 亿元,仅占退库项目投资额总数的 3.76%;而新增入库(管理库)项目 149 个,投资额为 2283.5 亿元,占新增入库(管理库)项目投资总额的 9.86%。生态环保类项目退库比例(3.76%)低于新增入库比例(9.86%),新增项目投资净额为 1805.4 亿元,PPP 退库对于生态环保类项目影响较小。

图4: 生态环保新增入库金额占比 (92 号文公布至今)



资料来源: 明树数据, 新时代证券研究所

图5: 生态环保退库金额占比 (92 号文公布至今)



资料来源: 明树数据, 新时代证券研究所

3.2、生态环保大会召开，生态文明建设再上新台阶

2018年5月19日，第八次全国生态环境保护大会召开，此次大会规格之高为历史之最，六大常委全部出席，推动生态文明建设迈上新台阶。会议中习主席强调推动生态环境保护发生了历史性、转折性、全局性的变化，指明了新时代推进生态文明建设的六大原则，指出要把解决突出生态环境问题作为民生优先领域，具体指出水、土、农村环境等领域治理要求。并明确提出确保到2035年，生态环境质量实现根本好转，美丽中国目标基本实现；到本世纪中叶，全面建成美丽中国。

图6：生态文明建设迈上新台阶



资料来源：新华网，新时代证券研究所

3.3、地方财政支出进度加快，短期或迎来边际改善

2018年4月25日，财政部发布《关于加强地方预算执行管理 加快支出进度的通知》要求进一步加强地方预算执行管理、加快支出进度。

从地方财政累计同比增速来看，2018年4月地方财政累计支出为5.67万亿，同比增速为11%，相比3月份累计同比增速下滑0.8个百分点。从1-4月财政支出的金额数据看，前几个月财政支出的速度较历年同期有明显增加。这与近年来财政支出政策的改革有关，即避免季末、年末突击花钱，防止存量财政资金沉淀导致财政资金使用效率不高。此时，加快支出进度改变的是各月存量财政资金支出的节奏，从而达到盘活财政存量资金、提高资金使用效率的目的。

图7：地方财政累计支出及同比增速（2015年至今）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

同时，加快地方财政支出，提高存量财政资金的投放效率，重点体现在我国补短板 and “三大攻坚战” 领域，叠加当前政府“持续扩大内需”背景，园林行业短期政策面边际或将有所改善。

4、6 月份中报季临近，中报行情或将陆续展开

园林板块 2016 年及 2017 年的 6-9 月均经历了一轮由业绩高增长驱动的显著上涨，以 2016 年为例，6-9 月的上涨得益于中报业绩高增长，2016 年中报园林重点公司整体业绩同比增长 44.61%，相比于一季报增速-108.04%，大超先前预期，带动整个板块在中报季涨幅达 31.78%，相对收益达 26.2%。

图8: 自 2016 年以来 6-9 月份园林板块均经历一轮中报-三季报行情



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2016 年以来园林板块走势回顾验证了园林板块上涨依靠业绩驱动的逻辑主线，随着 7-9 月中报季的临近，我们相信在 2018 年中报业绩高增长预期的带动下，园林板块或将迎来情绪改善及估值修复，建议 6 月中旬起超配园林。

表3: 已发布 2018 年中报预告的园林板块上市公司近年中报归母净利增速

	2016H1	2017H1	2018H1 (预告)
岭南股份	47.29%	94.11%	50%-100%
文科园林	48.91%	68.32%	25%-65%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、投资建议

新时代建筑团队重点推荐公司如下：

美晨生态（聚焦生态建设，拓展园林业务，订单落地加速）；

岭南园林（业绩高增长，不断加码布局大生态、泛文旅产业，双主业协同带动）；

杭州园林（发挥园林设计优势，开拓工程总承包，业绩高成长）；

园林行业重点公司投资逻辑如下：

蒙草生态（在手订单充足，业绩高增长动力强劲，西部生态治理龙头）；

文科园林（在手订单充足，积极拓展生态治理业务，致力园林文旅一体化）；
棕榈股份（特色小镇建设急先锋，PPP 业务订单爆发，进军生态城镇运营领域）；

6、风险提示

固定资产投资下行，PPP 落地不及预期，政策风险等。

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。

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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@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/>