



园林行业点评

政策改善+PPP回暖，社融提升驱动园林补涨

1月份社融与中长期企业信贷均有所回暖。以往园林板块业绩与估值均与社融增速有较大关系。当前政策转向，PPP项目回暖，在社融回暖的驱动下，园林板块有望迎来业绩与估值的双增长。

- **新增社融有所增加，企业中长期信贷占比有所改善：**1月份全国新增社会融资4.64万亿元，同比大增50.53%，增速环比提升50.32pct；其中企业中长期信贷新增1.48万亿元，同增17.06%，增速环比提升25.86pct。企业中长期信贷占新增社融31.86%，比重相比以往几个月也有明显提升。
- **春节后园林工程板块表现亮眼，社融推动板块修复：**春节后园林工程指数从5,896.48点提升到7,241.74点，涨幅为22.81%，跑赢大盘7.35pct，也是建筑板块中表现最好的细分行业。1月份社融超预期后，板块的估值修复效应逐步开始体现。
- **社融增速刺激园林板块业绩增速以及估值增长：**历史上园林板块的业绩与估值均与社融增速紧密相关。2012年5月份至2014年5月份的社融高速增长刺激了园林板块的相对估值，驱动了园林板块的第一波行情。而2017年初至2018年上半年的社融增速高增则提升了园林板块的业绩增速，驱动园林板块的第二波行情。
- **因PPP项目的推出，2017年-2018年社融提升对企业业绩推动作用更大：**2012年5月份至2014年5月份社融增长提升了市场对板块业绩增长的预期，拔高了估值。但是当时园林板块规模相比现在较小，大多数项目停留在点对点的市政园林或者单个项目的地产园林，社融改善对行业业绩提升的作用相对较小。2015年以后，PPP项目推出，行业龙头进入跑马圈地阶段，先拿项目再拿融资，并通过表外运作扩大融资规模，社融的改善对企业业绩的作用远大于以前。
- **由于金融去杠杆影响市场预期，2017-2018年社融改善同时行业估值下滑：**2017年以来，金融去杠杆等相关政策出台，市场情绪低迷，对PPP项目质量的监管也达到了前所未有的高度。尽管2017年社融增速依然处于高位，流向园林板块的数量难以考证，市场低迷预期下，重资金驱动的园林板块估值一路下行。
- **政策面转向，PPP重获重视，社融提升利于驱动估值修复与业绩提升：**当前去杠杆让位于稳增长，PPP项目入库数量回升；市场预期提升。在社融提升的条件下，我们认为资金环境的宽裕将有利于园林板块企业业绩与估值的双重提升。
- **建议关注生态园林板块龙头：**行业龙头东方园林、财务健康扩张能力较强的东珠生态、生态文旅双主业驱动的岭南股份等。
- **风险提示：**社融改善不及预期、市场情绪有所变化、板块业绩提升不及预期。

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：园林工程

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

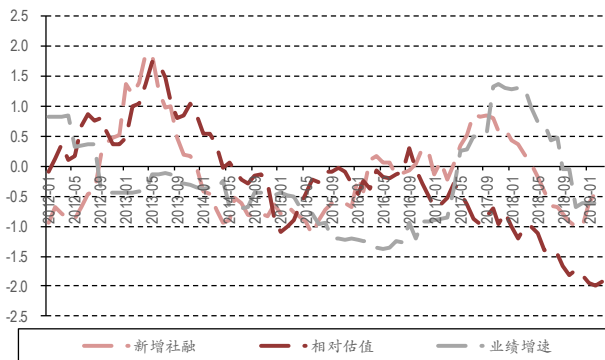
*余斯杰为本报告重要贡献者

行业近期点评

新增社融有所增加，企业中长期信贷占比有所改善：1月份全国新增社会融资4.64万亿元，同比大增50.53%，增速环比提升50.32pct；其中企业中长期信贷新增1.48万亿元，同增17.06%，增速环比提升25.86pct。企业中长期信贷占新增社融31.86%，比重相比以往几个月也有明显提升。

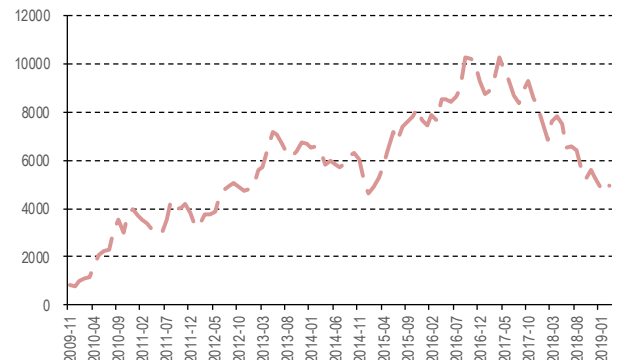
春节后园林工程板块表现亮眼，社融推动板块修复：春节后园林工程指数从5,896.48点提升到7,241.74点，涨幅为22.81%，跑赢大盘7.35pct，也是建筑板块中表现最好的细分行业。1月份社融超预期后，板块的估值修复效应逐步开始体现。

图表 1. 园林行业估值业绩与社融同步性强



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 不考虑大盘估值园林板块表现稳步上升



资料来源：万得，中银国际证券

社融增速刺激园林板块业绩增速以及估值增长：历史上园林板块的业绩与估值均与社融增速紧密相关。2012年5月份至2014年5月份的社融高速增长刺激了园林板块的相对估值，驱动了园林板块的第一波行情。而2017年初至2018年上半年的社融增速高增则提升了园林板块的业绩增速，驱动园林板块的第二波行情。

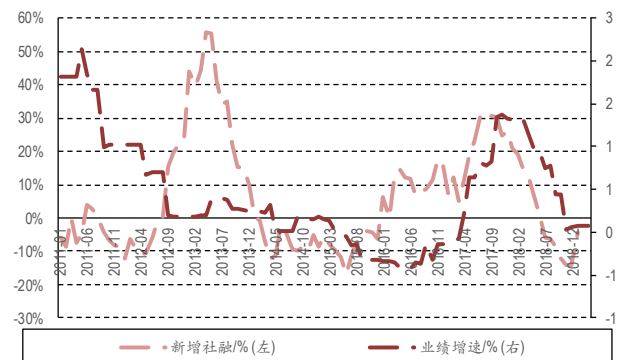
因PPP项目的推出，2017年-2018年社融提升对企业业绩推动作用更大：2012年5月份至2014年5月份社融增长提升了市场对板块业绩增长的预期，拔高了估值。但是当时园林板块规模相比现在较小，大多数项目停留在点对点的市政园林或者单个项目的地产园林，社融改善对行业业绩提升的作用相对较小。2015年以后，PPP项目推出，行业龙头进入跑马圈地阶段，先拿项目再拿融资，并通过表外运作扩大融资规模，社融的改善对企业业绩的作用远大于以前。

图表 3. 社融改善只提升了2013年板块估值



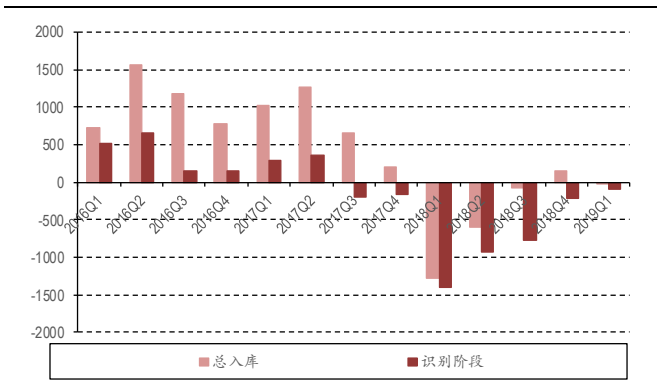
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 社融改善只驱动了2017年板块业绩



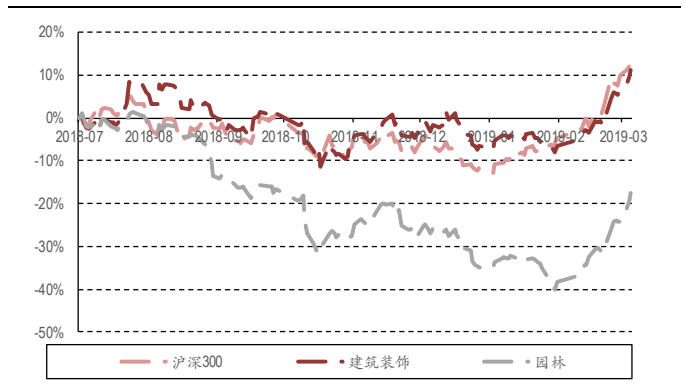
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. PPP 项目数量增量回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 园林板块近期表现突出



资料来源：万得，中银国际证券

由于金融去杠杆影响市场预期，2017-2018 年社融改善同时行业估值下滑：2017 年以来，金融去杠杆等相关政策出台，市场情绪低迷，对 PPP 项目质量的监管也达到了前所未有的高度。尽管 2017 年社融增速依然处于高位，流向园林板块的数量难以考证，市场低迷预期下，重资金驱动的园林板块估值一路下行。

政策面转向，PPP 重获重视，社融提升利于驱动估值修复与业绩提升：当前去杠杆让位于稳增长，PPP 项目入库数量回升；市场预期提升。在社融提升的条件下，我们认为资金环境的宽裕将有利于园林板块企业业绩与估值的双重提升。



附录图表 7. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	资产 (元/股)
002717.SZ	岭南股份	买入	9.13	93.53	0.50	0.96	18.4	9.5	4.12
603359.SH	东珠生态	买入	18.98	60.48	0.76	1.25	24.9	15.2	7.93
300495.SZ	美尚生态	增持	14.48	87.00	0.47	0.62	30.6	23.4	5.17
300197.SZ	铁汉生态	未有评级	5.11	116.48	0.33	0.13	15.4	39.3	2.79
002310.SZ	东方园林	未有评级	8.85	237.66	0.81	0.91	10.9	9.7	4.52
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	5.57	89.36	0.53	0.74	10.6	7.5	2.36

资料来源: 万得数据及中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 3 月 6 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371