

乾景园林 (603778)

证券研究报告
2019年06月03日

负债率低，项目小而精，未来有望厚积薄发

采取差异化竞争战略，寻求温室景观等新盈利点

温室景观工程是集观光游览、餐饮购物、科普教育于一体的精品主题展览活动，该业务在国内起步较晚，未来发展潜力大；相对于地产和市政每平方米不到1000元的造价，温室景观造价7000-8000元每平方米，存在较大盈利空间。公司采取差异化竞争策略，紧抓这一园林行业的新兴业务，通过北京世园会万花筒项目温室景观工程、徐州植物园温室生态自然馆等一系列知名项目，积累核心技术、增强施工能力，以形成技术壁垒，占领并巩固这一细分市场。

战略倾向森林+，项目落地运营或提升营收

近年随政策加码，森林康养业务发展较快，预计2019年规模将超1.3万亿。公司深耕园林行业，在森林开发、温室建设、植物园及湿地公园设计等方面具有丰富经验，转型森林康养项目具备技术基础；且公司财务状况优良，项目落地有保证。目前福建永泰和四川兴文项目进展顺利，2C端运营模式将为公司未来带来持续现金流；并且公司在项目中与教育机构、大熊猫繁育中心合作，将森林康养与森林教育结合，具有创造性，未来营收或因此受益。

营收双轮驱动，北京地区营收贡献大，项目回款好

公司以市政绿化和地产景观为主营业务，已形成科技研发、苗木种植与养护、园林景观设计、工程施工一体化经营的全产业链业务模式；从地区角度看，2018年公司在华北地区的营收最高，达到1.42亿元，占同期营收的40.16%，华北地区的营收主要来自于北京地区的业务，如北京世园会园区公共绿化景观一期园林绿化工程三标段、北京世园会万花筒项目温室景观工程等。

资产负债率行业中较低，2019年轻装上阵

公司积极发展新的合作银行，2018年资产负债率降至42.66%，同比下降0.9个百分点，在行业中处于较低水平。2019Q1公司资产负债率再度下降0.02个百分点，公司定增成功资产负债率将降至33.04%，未来有加杠杆的空间，扩张能力进一步加强，有利于公司经营以及战略转型。此外，相比同行业公司，公司2019年没有债券偿付方面压力。由于2018年资产损失较多，促使公司净利润大幅下滑106.97%，但同时未来公司需计提资产减值损失减少甚至转回，可以看出公司在2019年轻装上阵，净利率有望提升。

投资建议

公司在手订单收入比较高，未来营收支撑较好；公司在市政与地产园林双轮驱动的基础上，不断开拓温室景观、森林康养等业务；公司在同行业公司中资产负债率较低，财务压力较小，有望率先走出行业的阴霾。综上，我们预测2019-2021年EPS为0.20元、0.24、0.30元/股。对应PE分别为21、17、14倍，给予公司“增持”评级，目标价6.4元。

风险提示：同业竞争加剧、行业回款风险、项目推进不及预期、资产减值风险、盈利能力改善不及预期

投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.2元
目标价格	6.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	500.00
流通A股股本(百万股)	500.00
A股总市值(百万元)	2,195.00
流通A股市值(百万元)	2,195.00
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	42.64
一年内最高/最低(元)	6.89/3.70

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	549.16	352.79	567.23	710.55	885.91
增长率(%)	3.39	(35.76)	60.79	25.27	24.68
EBITDA(百万元)	102.31	(12.72)	109.40	139.22	179.09
净利润(百万元)	89.66	(6.25)	100.09	121.11	151.89
增长率(%)	11.82	(106.97)	(1,701.82)	21.00	25.41
EPS(元/股)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30
市盈率(P/E)	23.42	(336.06)	20.98	17.34	13.83
市净率(P/B)	2.06	2.09	1.90	1.72	1.53
市销率(P/S)	3.82	5.95	3.70	2.96	2.37
EV/EBITDA	29.86	(138.34)	15.87	14.37	10.19

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 主营业务产业链完善，股权结构集中	4
1.1. 公司涉及业务范围广泛，主营业务产业链完善	4
1.2. 实控人持股比例大，公司经营效率高	4
2. 公司竞争优势：温室景观和森林+为特色，营收双轮驱动	5
2.1 采取差异化竞争战略，寻求温室景观等新盈利点	5
2.1.1. 温室景观发展历史较短，未来增长潜力较大	5
2.1.2. 温室景观业务发展良好，著名项目打响公司品牌	6
2.2. 战略倾向森林+，项目落地运营或提升营收	7
2.2.1. 政策加码， “森林+ ” 发展较快	7
2.2.2. 进军森林康养业务，定位生态环境与森林康养综合运营商	9
2.2.3. 森林康养项目将带动营收增长	9
2.3. 营收双轮驱动，华北地区营收贡献最大	11
2.3.1. 订单主要来自园林工程业务，营收双轮驱动	11
2.3.2. 北京当地营收贡献较大，优质项目保证现金流回款	11
2.4. 资产负债率行业中较低，2019 年轻装上阵	12
2.4.1. 资产负债率处行业较低水平，无债券偿付压力	12
2.4.2. 2018 年资产减值损失较大，2019 年轻装上阵	13
3. 盈利预测与估值	13
3.1. 主要假设和盈利预测	13
3.2. 相对估值法	15
4. 投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展沿革时间轴	4
图 2： 2019Q1 公司股权结构	4
图 3：美国匹兹堡菲普斯温室植物园	5
图 4：美国匹兹堡菲普斯温室植物园	5
图 5：北京世园会万花筒温室	6
图 6：唐山世园会植物风情馆	6
图 7：北京世园会万花筒	7
图 8：徐州植物园温室生态自然馆	7
图 9： “森林+ ” 产业业务图	7
图 10：景区夜景	9
图 11：景区风景	9
图 12：项目风景图	10
图 13：项目理念图	10

图 14: 森林+ ” 业务简介	10
图 15: 17Q3-19Q1 新签合同额 (亿) 及增速	11
图 16: 2014-2018 营收构成 (百万)	11
图 17: 2018 公司分地区营收占比	12
图 18: 2018 公司分行业毛利率比较 (%)	12
图 19: 园林行业及行业内公司资产负债率	13
图 20: PB band	16
表 1: 近年市政、地产园林项目的每平米建造收费	6
表 1: 公司典型项目的每平米建造收费	6
表 2: 公司 2018 年报披露的专利统计	7
表 3: 森林+ ” 相关政策整理	8
表 4: 公司参与的森林+ 项目	9
表 5: 公司华北地区代表项目统计	12
表 6: 2018 年资产减值损失	13
表 7: 分项预测收入表 (百万元)	14
表 8: 费用率预测明细	14
表 9: 盈利预测明细 (百万元)	14
表 10: 可比公司估值	15

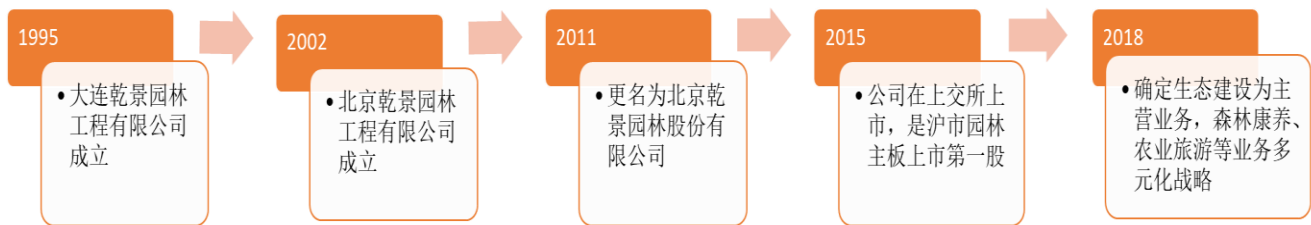
1. 主营业务产业链完善，股权结构集中

1.1. 公司涉及业务范围广泛，主营业务产业链完善

公司于 1995 年始创于大连，2002 年在北京成立总部，2015 年成为国内第一家上交所主板上市的生态园林公司。成立 20 余年，公司在全国建造了近百个生态环境经典作品，涵盖生态公园、生态湿地、温室展馆、地产景观、PPP 市政绿化、旅游景观等诸多领域，代表项目包括北京世园会万花筒项目温室景观工程、北京植物园樱桃沟景观提升工程、奥林匹克森林公园四标段园林景观绿化综合工程等。

公司主营业务包括为园林工程施工和园林景观设计，已形成科技研发、苗木种植与养护、园林景观设计、工程施工一体化经营的全产业链业务模式。其中园林工程施工包括市政绿化、地产景观、温室景观等，园林景观设计包括城市公共空间环境设计、居住区环境设计、交通道路等。公司目前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等专业资质。

图 1：公司发展沿革时间轴

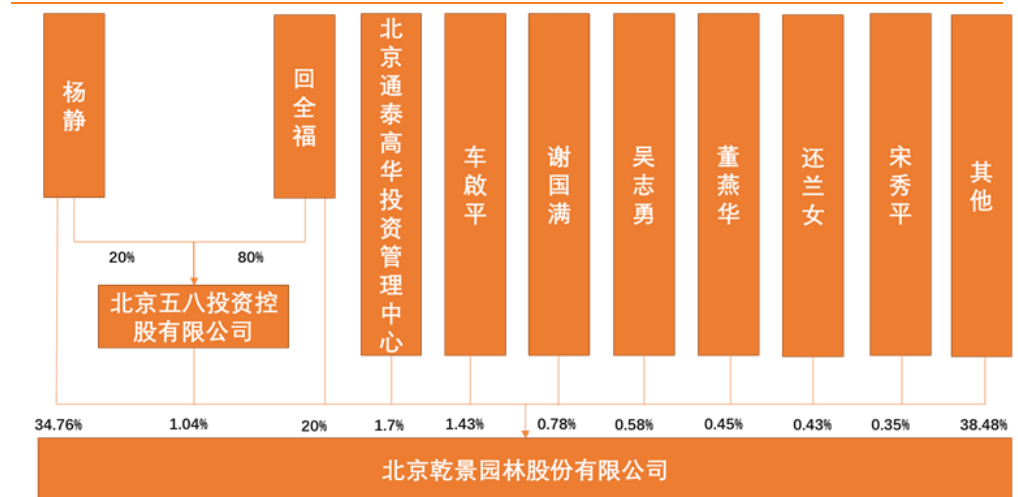


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 实控人持股比例大，公司经营效率高

乾景园林为家族式企业，实控人持股比例较高，公司股权结构集中，有利于经营效率提升以及战略发展的可延续性。杨静和回全福及北京五八投资控股有限公司（回全福出资 80%、杨静出资 20%）是公司一致行动人及最终控制方，其中回全福与杨静是夫妻关系，其直接持股和间接持股占比 55.80%。

图 2：2019Q1 公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 公司竞争优势：温室景观和森林+为特色，营收双轮驱动

2.1 采取差异化竞争战略，寻求温室景观等新盈利点

2.1.1. 温室景观发展历史较短，未来增长潜力较大

作为园林工程施工的新兴分支方向，温室景观工程，简称温室景观，是集观光游览、技术展示、科普教育于一体的高科技农业精品主题公园，它将园林艺术、栽培技术、地域文化有机的融合在一起，以现代温室为载体，按照景观规划设计和旅游规划原理，运用现代高新农业科学技术将自然景观要素、人文景观要素和景观工程要素进行合理融合和布局，使之成为具有完整景观体系和旅游功能的新型农业景观形态。

随着全球城镇化的不断加深，“城市让生活更美好”成为各国政府造福人民的目标，城市居民更多期望在城市建筑的共享空间内营造绿色生态的自然环境，随着社会经济的发展。温室景观展览也不再局限于植物的栽培展示和简单的科普活动，而衍生出了餐饮购物、休闲娱乐、花卉宠物、批发零售、以及婚礼宴请等多层次的功能和用途。

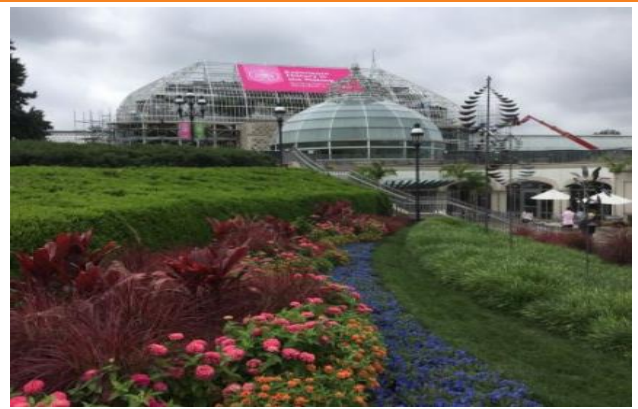
以美国匹兹堡的非普斯温室植物园为例：从景观构建角度来看，其植物园的园艺布局能让游客同时看到梯流瀑布、医疗小屋、洞穴等多种景观；从商业模式来看，该植物园实行会员制，利用互联网针对不同年龄阶段的人群开展对应的主题活动，如针对成年人花艺课程班、植物工艺品课程班，针对儿童的季节营地活动、童子军野营实践活动等活动，通过一系列有的放矢的多元化服务，潜移默化建立起温室植物园在各阶段人群中的形象和品牌价值，并扩大营收范围。

图 3：美国匹兹堡非普斯温室植物园



资料来源：携程，天风证券研究所

图 4：美国匹兹堡非普斯温室植物园



资料来源：携程，天风证券研究所

中国温室景观行业发展较晚，正式开始于 1999 年的昆明世界园艺博览会的植物温室，它的建设促进了国内温室景观的深入研究，掀起了一轮建设高潮。2000 年，北京植物园大型景观展览温室万生苑正式开放，其中的万生苑温室以其极具创意的造型确立了标志性建筑的地位，并在内部环境实现了计算机调控，开启了中国智能化设施最完善的景观展览温室的先河。

温室景观行业未来预计发展潜力大：首先，随着我国城镇化的不断加深，城市居民更多期望在城市建筑的共享空间内营造绿色生态的自然环境，其次，随着社会经济的发展，温室景观也不再局限于植物的栽培展示，而衍生出了餐饮购物、花卉宠物、以及婚礼宴请等多层次功能。还有，目前传统园林市场逐渐面临业务，园林公司亟需寻求新的业务增长点，最后，随着北京世园会的开展，各地预计将掀起一波园艺博览会的建设热潮，为温室景观业务的开展提供不少机会。

当前，市政园林的单平米造价一般在 100-200 元，地产园林的单平米造价一般在 200-700 元，毛利率约为 20-40%（见表 1）。但反观公司北京世园会万花筒项目温室景观工程、徐州植物园温室生态自然馆、唐山世界园艺博览会植物风情馆项目、银川花博会四季馆等几个典型温室景观项目的单平米造价平均为 7828 元，为远高于市政和地产园林价格。

表 1：近年市政、地产园林项目的每平米建造收费

公司名称	项目名称	合同金额 (万元)	建造面积(万 平方米)	每平米建造收 费(元)
乾景园林	世园会公共绿化景观一期园林绿化工程三标段	7637	12	636.4
乾景园林	定兴县旅发大会观摩线路景观绿化工程	12800	115	111.3
乾景园林	上苑科研楼项目中心区景观工程	885	1.2	737.5
乾景园林	东升科技园二期周边绿地建设工程二标段	4560	13.6	335.3
东方园林	亳州市园林绿化 PPP 项目	17651	61.6	286.5
普邦股份	郑州高新区市政绿化 PPP 项目合同	332006	1133.2	293.0
岭南生态	洛阳高新区丰李片区甘泉河治理等景观绿化项 目	40000	98.0	408.0
岭南生态	绿心公园绿色生态整治工程	230000	61.8	372.2
蒙草生态	乌兰察布市集宁区绿化工程 PPP 项目	31130	137	227.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

温室景观造价较高有其内在的原因：第一，温室景观往往在北方地区，所采用的苗木往往是南方珍贵苗木，自身单价和运输成本就较高；第二，温室景观的施工空间有限，地形和高度上有限制，难以进行大规模和机械化的作业，人工成本也较高；第三，温室的搭建和控制需要一定的成本。

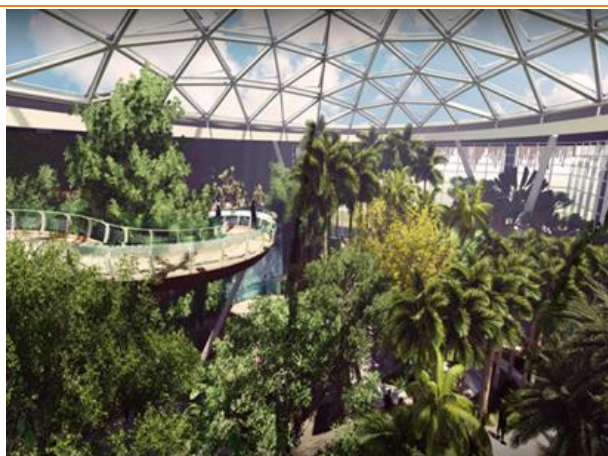
表 2：公司典型项目的每平米建造收费

项目名称	合同金额(万元)	建造面积(万平方米)	每平米建造收费(元)
北京世园会万花筒项目温室景观工程	2200	0.28	7857
徐州植物园温室生态自然馆	2900	0.38	7696
唐山世界园艺博览会植物风情馆项目	4362	0.62	7086
银川花博会四季馆项目	6300	0.73	8672
平均	3940.5	0.50	7828

资料来源：公司官网，天风证券研究所

总之，温室景观行业作为园林工程施工的新兴分支方向，具有主题搭配灵活、材料建设环保、盈利模式多元化等优势，是除市政园林、地产园林之外，园林行业在城镇地区的下一个潜在盈利增长点，在国家不断加大生态环境建设、我国温室景观行业方兴未艾的背景下，预计其未来发展潜力大、存在较大的盈利空间。

图 5：北京世园会万花筒温室



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 6：唐山世园会植物风情馆



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 温室景观业务发展良好，著名项目打响公司品牌

近年来，公司实施差异化发展战略，走特色优势发展道路，以在温室景观建设中积累的核

心技术、施工能力，形成技术壁垒，占领细分市场，巩固在温室景观领域的优势；如通过北京世园会万花筒项目温室景观工程、徐州植物园温室生态自然馆等一系列知名项目，扩大自身在温室景观领域的领先地位；此外，目前已取得多项相关的专利技术：包括植物应用技术类 6 项、苗圃技术类 2 项、温室景观营建类 2 项、家庭园艺类 1 项。

表 3：公司 2018 年报披露的专利统计

项目类型	专利个数	专利类型	专利个数
园林施工及养护类	13	苗圃技术	2
生态修复	9	温室景观营建类	2
植物应用技术	6	家庭园艺类	1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

以北京世园会万花筒项目温室景观工程为例，该植物馆作为 2019 北京世园会四大核心主场馆之一，建筑面积约 10,000 平方米，不但将 400 多株南方红树林植物搬入了北方温室，而且集植物温室、科技服务、和科普教育等多种功能于一体，充分体现了公司良好的生态工程施工技术和景观设计能力。

再以徐州植物园温室生态自然馆为例，该项目集中展示了（亚）热带地区的代表性植物品种、典型植物群落类型，引进热带、亚热带珍稀植物 1000 余种。公司在项目施工过程中，遇到了植物生长习性和环境各异、远程运输要求高、工期紧等一系列难题。面对这些问题，公司通过植物的复层空间结构配置、精细化运输管理、合理安排交叉作业施工等方式，将不同高度、质地、色彩的植物有机结合，较好体现了公司成熟的生态技术应用能力、景观设计能力以及完善的质量管理体系。

图 7：北京世园会万花筒



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：徐州植物园温室生态自然馆



资料来源：公司官网，天风证券研究所

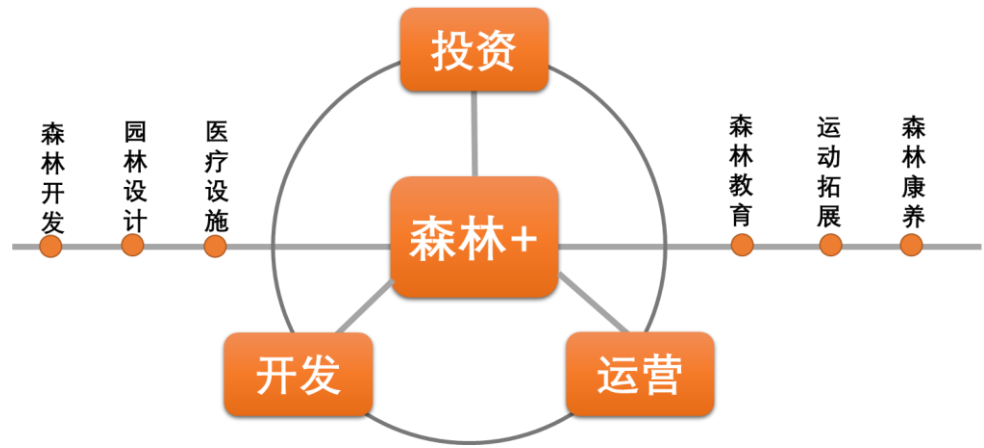
2.2. 战略倾向森林+，项目落地运营或提升营收

2.2.1. 政策加码，“森林+”发展较快

森林是陆地上分布面积最大、组成结构最复杂、生物多样性最为丰富的生态系统，具有涵养水源、保持水土、防风固沙、净化空气、调节气温、改善气候、保护物种、固碳释氧等多种生态功能，是维护地球生态安全的重要一环。随着人们生活水平的不断提高，森林与人类生活的直接交互日益增多，森林旅游、教育、运动、休闲、医疗、度假、娱乐、养生、养老等理念和产业不断得到关注。

其中，森林康养是以优美的森林景观、沁人心脾的空气环境、健康安全的森林食品、内涵浓郁的生态文化等为主要资源和依托，配备相应的休闲、养生及医疗、康体服务设施，开展以修身养心、调适机能、延缓衰老为目的的森林运动、度假、疗养、教育、养老等活动。

图 9：“森林+”产业业务图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年以来，国家和地方政府相继举行“森林+”相关的研讨会，成立研究中心，出台政策意见，积极推动森林产业发展。康养产业已经被列入“十三五”规划中，2016 年 10 月中共中央、国务院在《“健康中国 2030”规划纲要》中定下到 2020 年，健康服务业总规模超 8 万亿，2030 年达 16 万亿的目标；在 19 大习总书记提出绿水青山就是金山银山。近年来相关政策不断加码，康养产业将迎来前所未有的发展契机。2018 年旅游产业达到 5.97 万亿规模，2018 年森林旅游产业规模已超过 1 万亿元，在旅游产业中占比 16.75%，根据中商情报网预测 2019 年中国旅游业市场超 6.5 万亿元，我们保守估计森林旅游产业在旅游产业占比达 20%，规模达 1.3 万亿元。

表 4：“森林+”相关政策整理

文件名称	发布时间	发布部门	政策概要
《中国生态文化发展纲要 (2016-2020 年)》	2016/4/7	国家林业局	以国家级森林公园为重点，建设 200 处生态文明教育示范基地、森林体验基地、森林养生基地和自然课堂。推进多种类型、各具特色的森林公园、湿地公园、沙漠公园、美丽乡村和民族生态文化原生地等生态旅游，健康疗养、假日休闲等生态服务业。
《林业发展“十三五”规划》	2016/5/6	国家林业局	要大力推进森林体验和康养发展、旅游、医疗、康养、教育、文化扶贫于一体的林业综合服务业，强调重点发展森林旅游休闲康养产业。
福建省“十三五”林业发展专项规划	2016/5/16	福建省人民政府	全面建设生态功能完备、资源利用高效、生态产品共享、发展活力强劲的现代林业先行区。到 2020 年，力争全省森林覆盖率提高并稳定在 66%，继续保持全国首位。
《“健康中国 2030”规划纲要》	2016/10/25	中共中央、国务院	到 2020 年，健康服务业总规模超 8 万亿，2030 年达 16 万亿。
《“十三五”旅游业发展规划》	2016/12/7	国务院	拓展森林旅游发展空间，以森林公园、湿地公园、沙漠公园、国有林场等为重点，完善森林旅游产品和设施，推出一批具备森林游憩、疗养、教育等功能的森林体验基地和森林养生基地。鼓励发展“森林人家”、“森林小镇”，助推精准扶贫。
《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革 加快培育农业农村发展新动能的若干意见》——2017 年中央 1 号文件	2016/12/31	中共中央、国务院	大力发展乡村休闲旅游产业，利用“旅游+”、“生态+”等模式，推进农业、林业与旅游、教育、文化、康养等产业深度融合。
国家林业局办公室关于开展森林特色小镇建设试点工作的通知	2017/7/4	国家林业局	充分发掘利用当地的自然景观、森林环境、休闲养生等资源，积极引入森林康养、休闲养生产业发展先进理念和模式，大力探索培育发展森林观光游览、休闲养生新业态，拓展国有林场和国有林区发

展空间，促进生态经济对小镇经济的提质升级，提升小镇独特竞争力。

关于促进森林康养产业发展的意见	2019/3/6	国家林业和草原局等	优化森林康养环境、完善森林康养基础设施、丰富森林康养产品、建设森林康养基地、繁荣森林康养文化、提高森林康养服务水平。
-----------------	----------	-----------	--

资料来源：国务院、林业局等部门，天风证券研究所

2.2.2. 进军森林康养业务，定位生态环境与森林康养综合运营商

公司专注园林景观十多年，以丰富的地产景观、市政绿化工程设计、施工经验为基础，向生态景观、生态旅游领域转型，确立“生态环境与森林康养综合运营商”战略定位。近年以来，公司参与了四川宜宾仙峰山休闲旅游度假区、福建永泰县乾景·云湖溪谷森林生态旅游区等项目，与中国大熊猫保护研究中心、雅安市人民政府签订了“雅安大熊猫科普教育基地”三方合作框架协议，将在各个森林康养项目布局，搭建大熊猫生态保护、文化研究与公众教育平台。

表 5：公司参与的森林+项目

项目名称	项目规模	项目主体公司	进展	股权分配	运营内容	开放时间
兴文县仙峰康养旅游综合体项目	计划总投资 26 亿元	四川乾兴旅游文化投资有限公司	截至 2019 年 3 月 31 日，项目概念性规划、详细规划开始编制中；相关土地调整已报市政府，待审批。	北京乾景园林股份有限公司 占比 51%	康养度假酒店，康养小镇，温泉康养区，旅游配套设施等	2023 年
周公山国际旅游度假区	总投资约 50-60 亿元					
福建省福州市永泰县云湖溪谷森林生态旅游区项目	计划投资约 30 亿元					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司深耕园林行业，在森林开发、温室建设、植物园及湿地公园设计等方面具有丰富经验，转型森林康养项目有技术基础；公司资金压力较小，随公司定增成功，项目资金充足，保证项目成功落地；项目规划建设中注重森林教育、森林运动等参与性、互动性强内容的打造，为项目后期的运行收益奠定基础。

2.2.3. 森林康养项目将带动营收增长

(1) 福建永泰项目或于今年落地，实施纵向一体化战略

福建永泰云湖溪谷森林生态旅游区项目位于福州市西南永泰县境内，距福州市区约 37 公里，紧临 203 省道，交通便捷。景区为一带状山谷，赤壁溪贯穿全境。小镇总规划面积约 2400 公顷，范围包含赤壁村建设用地与赤壁风景区。该项目中的森林研学教育、漂流运动将作为重要互动内容，进行重点打造。公司与项目公司签订了施工合同，承揽了该项目的各项建设工程，旅游区游客服务中心、漂流体验区、森林研学基地、瀑布峡谷体验区、温泉体验区将于今年建成，预计今年可对外营业。

图 10：景区夜景

图 11：景区风景



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，公司此项目尚未披露是否并表核算，若不进行并表可确认施工收入。且公司盈利模式较传统建筑工程行业有较大区别，公司后期运营收入是传统工程所不具备的，2C 端运营模式将为公司未来带来持续现金流；并且公司在项目中将森林康养与森林教育结合，具有创造性，未来营收或因此受益。

(2) 四川兴文县引进国外森林综合利用模式，结合地方特色开展康养业务

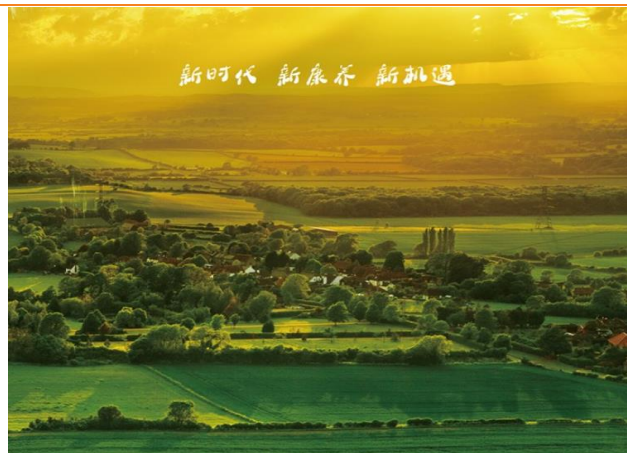
在国家鼓励发展森林生态、森林体验和森林养生的政策大背景下，乾景园林积极学习国外先进的森林综合利用模式，提出国内首个“森林康养”概念，并投入项目研发和落地实施，积极推动兴文县仙峰康养旅游综合体项目。仙峰山良好的自然资源和气候环境已成为宜宾市乃至川南地区夏季避暑康养圣地，每年有 5 万余人上山康养避暑。兴文县重点打造全域旅游目的地，预将兴文石海景区升级为 5A 级景区，仙峰山位于该景区范围内，定位为高山康养目的地。

图 12：项目风景图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

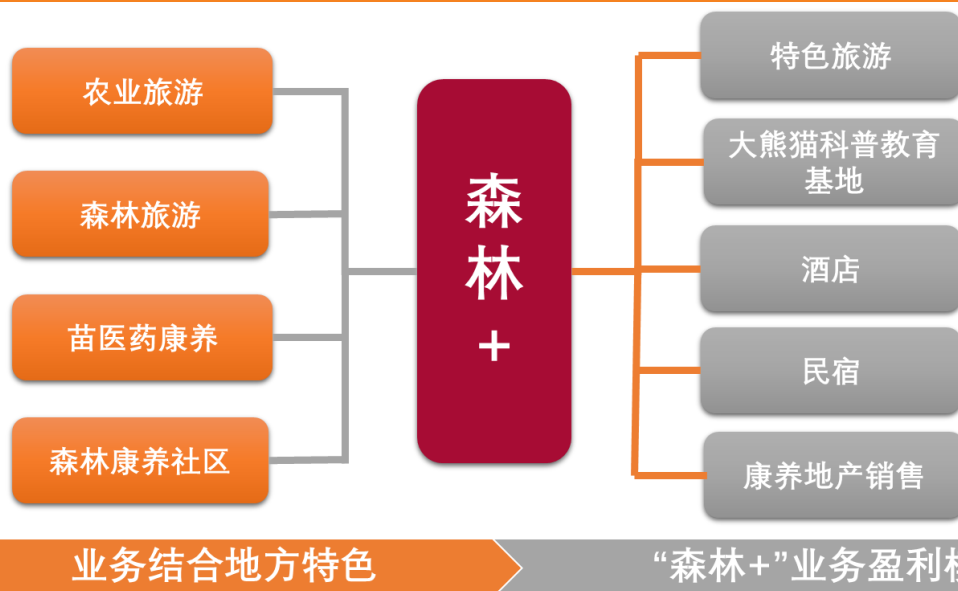
图 13：项目理念图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

该项目合理利用仙峰山的自然生态、森林资源及海拔优势并结合当地民俗特色，打造旅游康养综合体项目，通过结合当地民俗特色开发农业旅游、森林旅游、苗医药康养、森林康养社区等模式形成以特色旅游收益、酒店、民宿收益、康养地产销售收益为主要营收点的盈利模式，通过提升景区景色以及配套设施等方式，建设中高端旅游康养度假产品，目标群体涵盖成渝城市群的旅游康养需求人口；中高端康养产品促进项目达预期收益。

图 14：“森林+”业务简介



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 营收双轮驱动，华北地区营收贡献最大

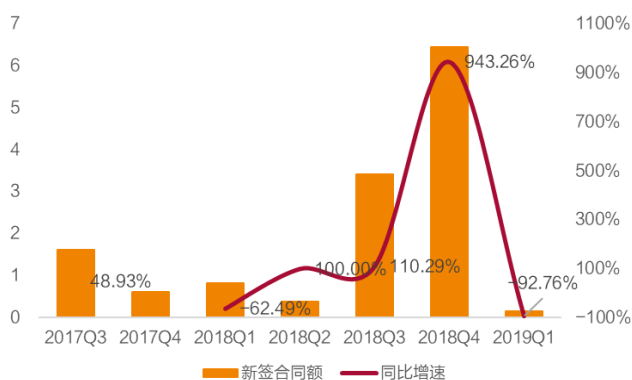
2.3.1. 订单主要来自园林工程业务，营收双轮驱动

订单方面，2018 公司新签订单 7.90 亿元，同增 70.02%，Q2-Q4 单季度增速均为正，其中园林生态工程施工业务 7.71 亿元，园林景观设计业务 0.16 亿元，前者一直是公司当前业务主体。扣除 2018 年末公司累计确认工程收入的 0.85 亿元，预计 2018 年末剩余订单约 7.05 亿元，在手订单收入比为 2（考虑今年新签订单将更高），未来营收的保障较好。

营收方面，公司 2018 实现营收 3.53 亿元，其中园林工程营收 2.32 亿元，占主营业务收入 65.88%，在园林工程营收中，市政园林占 44.96%，地产景观占 55.04%。毛利率方面，市政园林 2018 年毛利率 18.87%，主要原因是大额工程项目签约、开工时间较晚，且多数项目处于养护期所致，新签项目对 2018 年业绩贡献率相对较低，地产景观毛利率 25.90%，同比均基本持平。

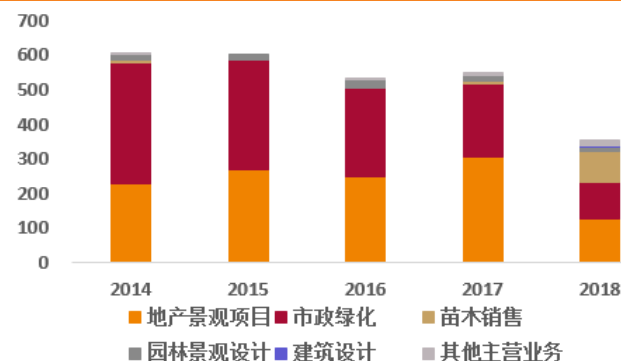
从 2018 年营收构成可看出，公司的园林施工业务同时涉及了该行业的两个主要方向：市政园林和地产园林，且各自占据约一半的营收，众所周知，市政绿化具有开放性、规模大、长周期等特点，而地产景观具有封闭性、规模小、短周期等特点，故两者具有一定的业务特质互补与风险对冲特性，公司维持这一均衡的业务构成，能够较好的抵抗各自行业的风险，再加上随着今年经济回暖，公司营收会有望大幅改善。

图 15：17Q3-19Q1 新签合同额（亿）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2014-2018 营收构成（百万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2. 北京当地营收贡献较大，优质项目保证现金流回款

从地区角度看,2018 年公司在华北地区的营收最高,达到 1.42 亿元,占同期营收的 40.16%,华北地区的营收主要来自于北京地区的业务,报告期内北京地区主要签订的项目有:北京世园会园区公共绿化景观一期园林绿化工程三标段、北京世园会万花筒温室景观工程等。

北京地区的一系列项目不但提升了公司知名度、反映了其在业界的实力,而且北京市财政实力较好,项目回款往往有安排。仅在建重大项目这一部分,北京地区的 2018 年的确认收入就达到 5888 万元,占华北地区营收的 41.58%,北京地区最近 3 年平均贡献的营收为 3896 万元。2018 年末未已结算尚未回款项目累计余额 3.58 亿元,较上年期末减少 25.46%,有效帮助公司改善了回款情况。

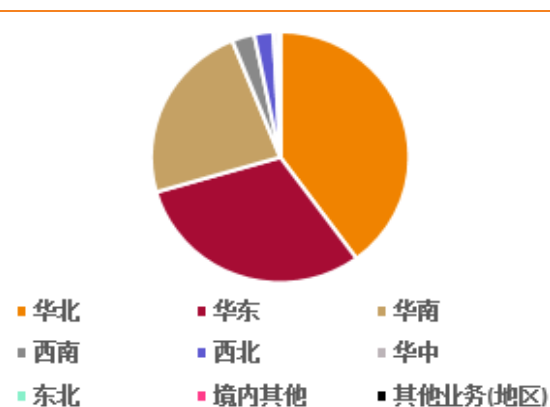
表 6: 公司华北地区代表项目统计

项目名称	项目类型	签订时间	合同金额(万)	占最近一年营收
顺义区 2012 年平原造林一第七标段	普通	上市前	2213	3.64%
圆明园遗址公园西北部地区环境整治修复工程	普通	上市前	4048	6.66%
通州新城滨河森林公园南区五标段园林绿化工程、	普通	上市前	1649	2.71%
通州新城滨河森林公园南区十三标段园林绿化工程、	普通	上市前	3102	5.11%
平谷新城滨河森林公园建设工程(二期)第九标段	普通	上市前	2845	4.68%
宋庄航空走廊景观生态林①二标段	普通	上市前	2779	4.57%
海淀区园外园生态环境提升工二标段	普通	2015/10/1	5451	9.05%
海淀区南沙河下游生态修复工程施工第 3 标段	普通	2015/10/31	5777	9.54%
赤峰新区绿化工程和改造提升 PPP 建设项目	PPP	2016/8/13	9491	15.84%
北京世园会公共绿化景观一期园林绿化工程三标段	普通	2017/1/5	7637	12.61%
定兴县旅发大会观摩线路景观绿化工程	普通	2017/7/28	12800	24.11%
北京世园会万花筒项目温室景观工程	普通	2018/7/19	2264	4.19%
密云区白河城市森林公园建设工程(一标段)	普通	2018/10/29	7766	14.08%
东升科技园二期周边绿地建设工程二标段(施工)	普通	2018/11/2	4560	8.30%

资料来源:公司年报、招股说明书、天风证券研究所

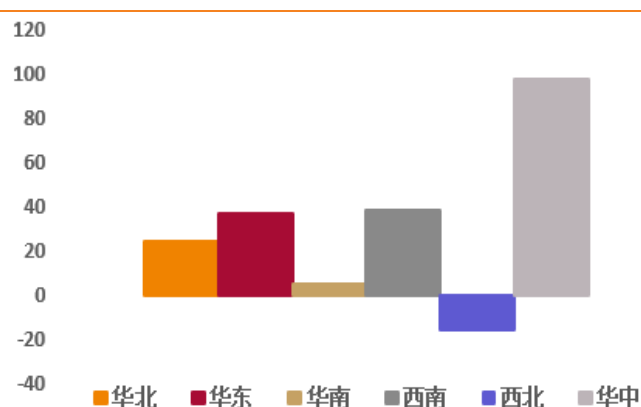
其他地区的营收有一定波动,华东地区营收 1.08 亿元,同减 59.13%,主系南京市的紫金华府多项景观绿化项目临近收尾期所致;华南地区营收 0.83 亿元,同增 118.09%,主系子公司佛山原田道的苗木销售业务增长较快所致,以上的华北、华东和华南地区营收占公司 2018 总营收的 94.46%。从毛利率角度来看;华东地区毛利率为 37.57%,同增 9.08 个百分点,华北地区为 24.71%,同减 0.15 个百分点,西南地区、华南地区分别为 38.77%、5.18%。

图 17: 2018 公司分地区营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 2018 公司分行业毛利率比较 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

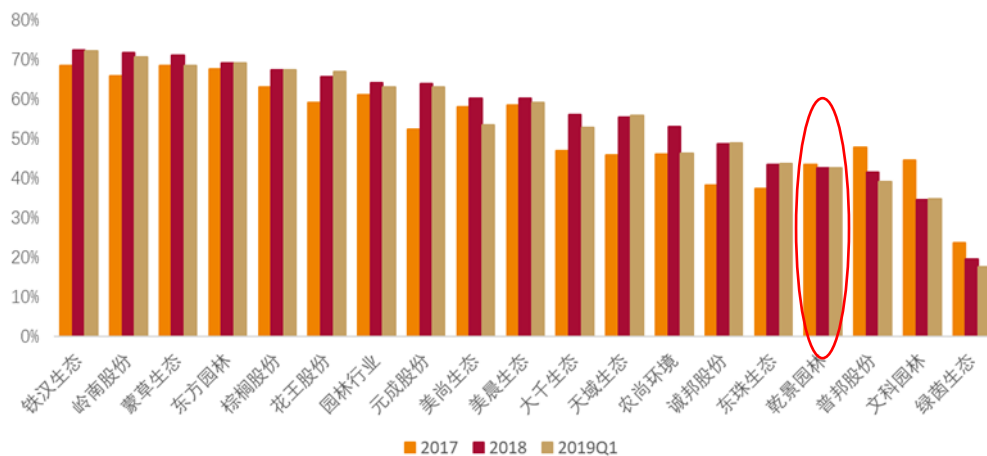
2.4. 资产负债率行业中较低, 2019 年轻装上阵

2.4.1. 资产负债率处行业较低水平, 无债券偿付压力

园林行业在流动环境收紧背景下, 2018 年资产负债率同比增加 3 个百分点至 64.20%。公

司积极发展新的合作银行，2018 年与工商银行建立银企合作关系，并偿还民生银行短期借款 5123 万元，兴业银行 667 万，新增工商银行及北京银行共计 2991 万元借款，截至 2019 年 4 月 22 日，公司获得银行授信额度共计 6.1 亿元。2018 年公司资产负债率 42.66%，同比下降 0.9 个百分点，在行业中处于较低水平。2019Q1 公司资产负债率再度下降 0.02 个百分点，未来仍有加杠杆的空间。扩张能力有望加强，有利于公司经营以及战略转型。

图 19：园林行业及行业内公司资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司目前有增发预案，预计增发 1 亿股，募集资金 5.25 亿元，定增成功将减少公司融资压力，资产负债率将进一步降至 33.04%，在行业中处于第二低位置。此外，相比同行业公司，公司在 2019 年没有债券偿付压力，财务较为健康。

2.4.2. 2018 年资产减值损失较大，2019 年轻装上阵

2018 年公司计提资产减值损失 5124.46 万元，较同期增加 5997.26 万元。由于 2018 年资产损失较多，公司净利润大幅下滑 106.97%，随资产负债表修复，公司项目落地转为优质资产，因此未来公司需计提资产减值损失减少甚至转回，公司在 2019 年轻装上阵。

表 7：2018 年资产减值损失

项目	2017	2018	2018 年计提说明
坏账损失	-878.2	2062.75	因应收账款坏账损失计提同比较 2017 年提升
存货跌价损失	-	469.95	主因大型项目结算周期相对较长
长期股权投资资产减值损失	-	393.12	对控股子公司北京乾景恒通泊车科技有限公司形成长期股权投资计提减值损失
商誉减值损失	-	713.64	对控股子公司北京乾景恒通泊车科技有限公司形成长期股权投资计提减值损失
贷款减值准备	-	1485	由北京乾景宝生小额贷款有限责任公司贷款产生
合计	-878.2	5124.46	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 主要假设和盈利预测

基于前文我们对公司的分析，结合公司扩张与转型，同时给出以下假设条件：

假设一：由于 2018 年经济环境导致公司被动流动性收紧以及受房地产去库存与市政 EPC、PPP 项目落地周期较长影响，公司营收同比下降 35.79%。2019 年随着流动环境转暖及项目落地，公司营收预测恢复至 2017 年水平。

假设二：，毛利率在 2019 年会恢复至 2017 年水平，且考虑到公司在温室景观的技术实力和应用，未来毛利率将会有持续提升。

假设三：2019 年期间费用率会降至 2017 年水平，公司经营发展形成规模经济，未来期间费用率随收入增长不断降低。

假设四：2018 年公司坏账计提较多，2019 年可能难有新的计提，对应的减值损失可能会减少。

表 8：分项预测收入表（百万元）

项 目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
地产景观					
销售收入	304.17	127.85	294.06	367.57	459.46
增长率	23.39%	-57.97%	130.00%	25.00%	25.00%
毛利率	25.31%	25.90%	25.40%	26.00%	26.00%
市政绿化					
销售收入	214.37	104.45	240.24	300.29	375.37
增长率	-17.49%	-51.28%	130.00%	25.00%	25.00%
毛利率	26.24%	18.87%	26.30%	27.00%	27.00%
苗木销售					
销售收入	7.2	90.89	9.09	9.09	9.09
增长率	—	1162.36%	-90%	0%	0%
毛利率	10.27%	7.88%	10.27%	10.27%	10.27%
景观设计					
销售收入	17.23	11.57	18.51	23.14	28.93
增长率	-25.99%	-32.85%	60%	25%	25%
毛利率	64.00%	54.39%	64%	64%	64%
建筑设计					
销售收入	—	2.52	5.04	10.08	12.6
增长率	—	—	100%	100%	25%
毛利率	—	60.29%	60.29%	60.29%	60.29%
其他主营业务					
销售收入	5.48	15.32	0	—	—
增长率	7729%	180%	-100%	—	—
毛利率	9.63%	91.56%	—	—	—
销售收入小计	548.45	352.60	566.93	710.17	885.44
增长率	3.55%	-35.71%	60.79%	25.27%	24.68%
毛利率	26.53%	23.21%	27.11%	27.95%	27.99%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 9：费用率预测明细

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0.64%	1.58%	0.60%	0.50%	0.50%
管理费用率	9.27%	11.77%	7.00%	6.00%	5.50%
研发费用率	0.00%	2.16%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.09%	-0.13%	-0.26%	0.003%	0.23%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：盈利预测明细（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入	549.16	352.79	567.23	710.55	885.91
营业成本	402.98	270.77	413.46	511.97	637.93
营业税金及附加	1.40	1.26	1.45	1.81	2.26
营业费用	3.50	5.59	3.40	3.55	4.43
管理费用	42.87	41.53	39.71	42.63	48.73
研发费用	8.06	7.62	11.34	14.21	17.72
财务费用	(0.50)	(0.47)	(1.46)	0.02	2.05
资产减值损失	(8.78)	51.24	(6.00)	5.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.67	2.92	4.00	4.00	4.00
其他	(1.41)	(6.08)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营业利润	100.37	(21.59)	109.33	135.34	170.80
营业外收入	3.25	0.07	5.00	3.00	2.69
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.61	(21.52)	114.33	138.34	173.49
所得税	16.21	0.43	17.15	20.75	26.02
净利润	87.41	(21.95)	97.18	117.59	147.46
少数股东损益	(2.25)	(15.70)	(2.92)	(3.53)	(4.42)
归属于母公司净利润	89.66	(6.25)	100.09	121.11	151.89
每股收益 (元)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30

资料来源: Wind, 天风证券研究所

经过我们测算, 公司 2019-2021 年预测营收分别为 5.67 亿、7.11 亿、8.86 亿, 分别同比增长 60.79%、25.27%、24.68%; EPS 分别为 0.20、0.24、0.30 元/股, 同比增长 1701%、21%、24%。对应 PE 分别为 21、17、14 倍。

3.2. 相对估值法

我们选取规模及业务相似的公司杭州园林、农尚环境、兴源环境、花王股份、绿茵生态作为可比公司; 考虑到园林行业目前难以看到业绩拐点信号, 出于谨慎角度我们选用最新报告期 PB, 运用相对估值法对公司进行估值。

表 11: 可比公司估值

公司名称	PB (LF)
杭州园林	7.51
农尚环境	5.41
兴源环境	2.93
花王股份	2.76
美尚生态	2.22
中位数	2.93

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 计算 PB (LF) 时股价选取 2019 年 5 月 28 日收盘价

上述 5 家公司最新报告期 PB 中位数为 2.9, 我们以此为根据, 给予公司目标 2.9 倍 PB, 对应目标股价 6.4 元。

图 20: PB band



资料来源: Wind, 天风证券研究所

纵向来看, 公司自上市以来估值泡沫持续消化, 过高估值已有所释放; 目前公司首发原股东限售股已全部解禁, 估值也已到相对低点, 未来公司业绩将有支撑, 估值有一定上升空间。

4. 投资建议

公司在手订单收入比较高, 未来营收支撑较好; 公司在市政与地产园林双轮驱动的基础上, 不断开拓温室景观、森林康养等业务; 公司在同行业公司中资产负债率较低, 财务压力较小, 有望率先走出行业的阴霾。综上, 我们预测 2019-2021 年 EPS 为 0.20 元、0.24、0.30 元/股, 对应 PE 分别为 21、17、14 倍, 给予公司“增持”评级, 目标价 6.4 元。

5. 风险提示

同业竞争加剧、行业回款风险、项目推进不及预期、资产减值风险、盈利能力改善不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	427.23	180.84	146.53	56.84	70.87	营业收入	549.16	352.79	567.23	710.55	885.91
应收票据及应收账款	429.49	341.38	477.95	441.81	704.95	营业成本	402.98	270.77	413.46	511.97	637.93
预付账款	13.26	30.25	8.09	46.68	29.96	营业税金及附加	1.40	1.26	1.45	1.81	2.26
存货	733.80	797.49	879.41	1,403.96	1,234.90	营业费用	3.50	5.59	3.40	3.55	4.43
其他	89.90	139.02	142.71	205.49	233.59	管理费用	50.93	41.53	39.71	42.63	48.73
流动资产合计	1,693.68	1,488.98	1,654.69	2,154.78	2,274.28	研发费用	0.00	7.62	11.34	14.21	17.72
长期股权投资	0.00	37.73	37.73	37.73	37.73	财务费用	(0.50)	(0.47)	(1.46)	0.02	2.05
固定资产	6.35	4.55	27.03	69.59	111.20	资产减值损失	(8.78)	51.24	(6.00)	5.00	6.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.08	0.29	0.27	0.26	0.24	投资净收益	0.67	2.92	4.00	4.00	4.00
其他	101.15	279.02	248.89	266.57	264.45	其他	(1.41)	(6.08)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
非流动资产合计	110.59	321.59	349.92	443.74	485.37	营业利润	100.37	(21.59)	109.33	135.34	170.80
资产总计	1,804.26	1,810.56	2,004.60	2,598.52	2,759.65	营业外收入	3.25	0.07	5.00	3.00	2.69
短期借款	102.45	74.64	0.00	156.56	36.12	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	317.38	211.04	426.79	421.29	673.96	利润总额	103.61	(21.52)	114.33	138.34	173.49
其他	366.03	486.71	441.60	728.46	648.90	所得税	16.21	0.43	17.15	20.75	26.02
流动负债合计	785.85	772.39	868.40	1,306.31	1,358.99	净利润	87.41	(21.95)	97.18	117.59	147.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	39.13	0.00	少数股东损益	(2.25)	(15.70)	(2.92)	(3.53)	(4.42)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	89.66	(6.25)	100.09	121.11	151.89
其他	0.00	0.00	1.07	0.36	0.48	每股收益(元)	0.18	(0.01)	0.20	0.24	0.30
非流动负债合计	0.00	0.00	1.07	39.49	0.48						
负债合计	785.85	772.39	869.47	1,345.80	1,359.46						
少数股东权益	(0.70)	34.82	31.90	28.38	23.95	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	成长能力					
资本公积	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32	营业收入	3.39%	-35.76%	60.79%	25.27%	24.68%
留存收益	519.11	503.14	603.23	724.35	876.23	营业利润	8.65%	-121.51%	-606.44%	23.79%	26.20%
其他	(24.32)	(24.10)	(24.32)	(24.32)	(24.32)	归属于母公司净利润	11.82%	-106.97%	-1701.82%	21.00%	25.41%
股东权益合计	1,018.41	1,038.17	1,135.14	1,252.72	1,400.18	获利能力					
负债和股东权益总	1,804.26	1,810.56	2,004.60	2,598.52	2,759.65	毛利率	26.62%	23.25%	27.11%	27.95%	27.99%
						净利率	16.33%	-1.77%	17.65%	17.05%	17.14%
						ROE	8.80%	-0.62%	9.07%	9.89%	11.04%
						ROIC	13.65%	-3.75%	14.04%	15.55%	13.06%
						偿债能力					
						资产负债率	43.56%	42.66%	43.37%	51.79%	49.26%
						净负债率	-31.89%	-10.23%	-12.91%	11.08%	-2.48%
						流动比率	2.16	1.93	1.91	1.65	1.67
						速动比率	1.22	0.90	0.89	0.57	0.76
						营运能力					
						应收账款周转率	1.54	0.92	1.38	1.55	1.55
						存货周转率	0.74	0.46	0.68	0.62	0.67
						总资产周转率	0.33	0.20	0.30	0.31	0.33
						每股指标(元)					
						每股收益	0.18	-0.01	0.20	0.24	0.30
						每股经营现金流	-0.15	-0.31	0.19	-0.42	0.44
						每股净资产	2.04	2.01	2.21	2.45	2.75
						估值比率					
						市盈率	23.42	-336.06	20.98	17.34	13.83
						市净率	2.06	2.09	1.90	1.72	1.53
						EV/EBITDA	29.86	-138.34	15.87	14.37	10.19
						EV/EBIT	30.62	-119.84	16.10	14.78	10.56

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com