

新股投资价值研究报告

高速增长园林绿化行业龙头

“创意设计+园林施工”构建“艺术造园”高端品牌优势。公司不同于一般的建筑施工企业，自成立以来一直秉承“艺术造园，传世精品”的经营理念，致力于人与自然的和谐发展，追求园林建造的艺术品位。近年来，公司承做的北京奥林匹克公园中心区、首都国际机场、苏州金鸡湖大酒店国宾馆和商务大酒店等一批具有代表性的园林绿化项目，使公司在行业内树立起了“艺术造园”的高端品牌优势。

全面覆盖园林绿化产业链。公司经营范围覆盖园林环境景观设计、园林绿化工程施工、苗木种植和园林养护等园林绿化行业产业链的各个环节。公司是国内园林绿化工程施工领域的龙头企业，也是行业内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的 10 家企业之一。公司所具有的全产业链优势，使公司在进入新市场或在项目竞标过程中，具有较强的竞争优势。

全方位服务领域和全国性业务布局。公司园林绿化业务覆盖市政工程、生态湿地、地产景观和度假景观等全方位的服务领域；公司业务范围覆盖全国，已经发展成为一家具有大中型项目施工经验和技术优势的跨区域发展的园林绿化企业，规模优势明显，抗风险能力强。

公司业务未来五年保持持续快速成长。伴随公司承接订单能力的提升，营业收入和净利润一直保持较快增长速度，近三年复合增长率分别达到 34.83%和 44.96%。根据公司已经签订合同的项目以及未来预计可能承接的项目，预计公司未来 5 年内可实现收入、利润的持续快速增长。

募集资金助推园林绿化业务扩张，巩固“大园林”业务格局。公司本次发行募集资金，拟投资设立 3 家分公司和 8,495 亩的绿化苗木基地，希望分别通过扩大园林绿化工程施工业务规模以及苗木培育规模的方式来加速公司业务的扩张和解决苗木资源瓶颈，从而巩固和扩大公司的“大园林”业务格局。

盈利预测。预计公司未来三年营业收入分别增长 38.3%，78.4%和 39.6%，假定未来三年综合毛利率分别为 32.07%，32.01%和 32.00%，经计算，公司 2009-2011 年各年将分别实现净利润 0.85 亿元、1.54 亿元和 2.12 亿元。2009-2011 年每股收益（按发行后总股本 5,008.13 万股计算）为 1.71 元、3.07 元和 4.22 元。

估值及投资建议。我们认为公司的合理估值应当高于建筑施工板块平均水平，结合公司良好的成长性，28-32 倍的动态市盈率水平较为合理。综合相对估值和模型估值两种方法，股票价值合理估值区间为 48-55 元。

东方园林（002310）

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

分析日期：2009 年 10 月 31 日

合理价值区间：48-55 元

发行数据

发行价格（元）	
发行规模（万股）	1,450
发行后总股本（万股）	5,008.13
发行方式	网下询价配售+网上定价发行
发行日期	
上市日期	
主承销商	中信建投证券有限责任公司
主要股东	
何巧女	53.77%
唐凯	15.96%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
设立分公司	14,425.23
绿化苗木基地建设项目	14,187.60
总金额	28,612.83

目 录

公司概况：覆盖园林绿化全产业链的行业龙头	1
公司所处行业背景	2
园林绿化行业属于朝阳产业	2
具备文化创意产业属性	3
行业集中度低，区域竞争为主	3
公司竞争力分析	5
“艺术造园”构建独特品牌优势	5
承揽大型高端工程项目实力强	5
设计、施工一体化协同效应明显	6
公司主营业务分析	7
覆盖园林绿化全产业链	7
以园林绿化施工业务为主	7
综合毛利率平稳	8
业务辐射全国，重心略有转移	9
发展前景分析：未来五年是公司的高速成长期	10
工程施工业务：未来 5 年保持持续快速增长	10
设计业务：多品牌商务模式	15
苗木销售业务：工程施工业务的重要支撑	15
园林养护业务：稳定收益资产	15
同类上市公司比较分析	17
盈利水平远高于一般建筑企业	17
偿债能力强	17
持续高速增长	18
应收账款、存货周转率偏低	19
募集资金投向分析	20
设立分公司	20
绿化苗木基地项目	20
盈利预测	22
公司分项业务收入假设	22
公司分项业务毛利率假设	22
盈利预测结果	23
估值和投资建议	24
相对法估值	24
模型估值	25
综合估值结论	26
报表预测	27
风险因素	28

图表目录

图 1: 发行前股权结构图	1
图 2: 发行后股权结构图	1
图 3: 我国城市公园绿地的发展情况	2
图 4: 我国人均公共绿地面积情况	2
图 5: 我国绿化覆盖面积、园林绿地总面积情况.....	2
图 6: 全国城市园林绿化固定资产投资情况.....	2
图 7: 奥林匹克公园中心区龙形水系	6
图 8: 奥林匹克公园中心区中轴树阵	6
图 9: 公司主要业务模式	7
图 10: 营业收入及增速	7
图 11: 归属于母公司的净利润及增速.....	7
图 12: 公司营业收入构成及变化	8
图 13: 公司营业收入构成（2008）	8
图 14: 公司分项业务毛利率变化	8
图 15: 公司主营业务区域构成及变化	9
图 16: 公司主营业务区域构成（2008）	9
图 17: 公司主要业务领域	10
图 18: 各主要城市人均绿地面积	11
图 19: 毛利率比较（2009 年中期）	17
图 20: 摊薄后净资产收益率比较（2009 年中期）	17
图 21: 东方园林主营业务收入构成（2009 上半年）	25
图 22: 绿大地主营收入构成（2009 上半年）	25
图 23: 估值结果情况	26

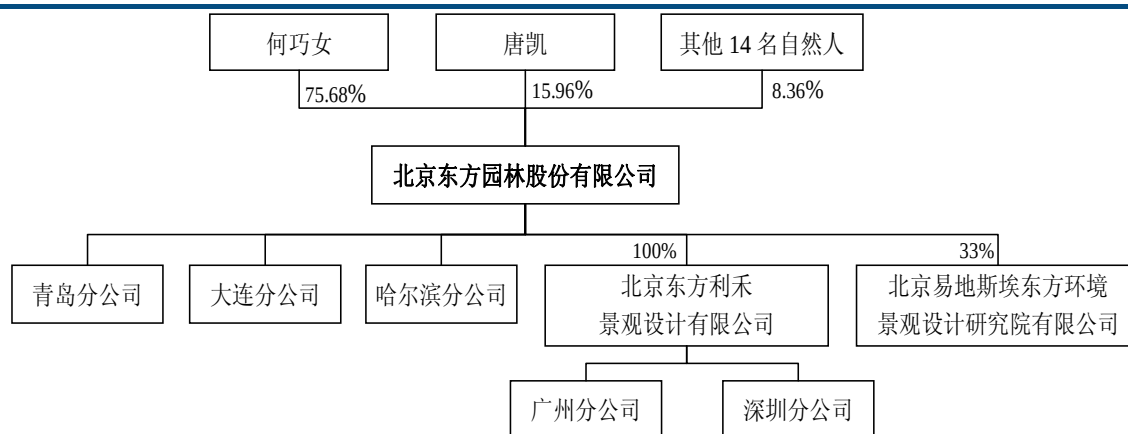
表 1: 文化创意产业范畴	3
表 2: 146 家具有城市园林绿化一级资质的企业的分布情况.....	4
表 3: 公司中标承建的园林绿化项目	5
表 4: 各地市政工程规划项目	11
表 5: 各地湿地公园规划项目	12
表 6: 公司目前在云南地区营销的项目	14
表 7: 新旧城区养护业务对比	16
表 8: 偿债能力指标（2008）对比分析	17
表 9: 成长性指标对比分析	18
表 10: 资产周转能力指标（2008）对比分析.....	19
表 11: 公司募集资金投向	20
表 12: 分公司预计收入和利润	20
表 13: 分公司预计收入和利润	20
表 14: 苗木生产收入预测	21
表 15: 苗木生产净利润预测	21
表 16: 分项收入增长假设	22
表 17: 分项毛利率假设	22
表 18: 盈利预测简表	23
表 19: 同类上市公司估值水平	24
表 20: 估值状况和敏感性预测值	25

公司概况：覆盖园林绿化全产业链的行业龙头

北京东方园林股份有限公司（以下简称“公司”）是国内园林绿化行业的龙头企业，也是行业内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的 10 家企业之一。公司经营范围包括研究、开发、种植、销售园林植物，园林环境景观的设计以及园林绿化工程和园林维护，覆盖了园林绿化产业链的各个环节。目前，公司业务经营区域遍布华北、华东、西南和华南等地区，已经成为一家具有大中型项目施工经验和技术的跨区域发展的综合性园林绿化企业。

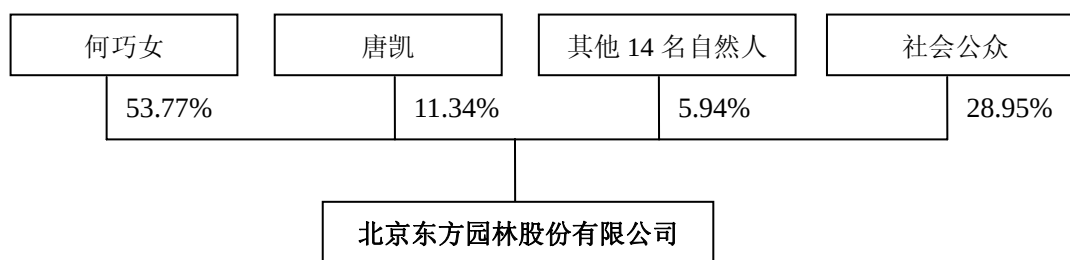
公司本次拟发行人民币普通股（A 股）股份 1,450 万股，占发行完成后股本总额的 28.95%。发行完成后，公司股本总额为 5,008.13 万股。

图 1：发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 2：发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司所处行业背景

公司所处行业为园林绿化行业。该行业包括园林绿化苗木种植、园林环境景观设计、园林工程施工和园林养护等四个方面。园林绿化项目一般先由设计师进行方案设计，再由施工方进行工程施工，工程完工后，则进入养护期。园林绿化苗木种植主要为园林工程施工服务，同时绿化苗木的品种和资源对设计师的设计方案也产生一定的影响。

园林绿化行业属于朝阳产业

近年来，随着人们对于居住环境和品质的要求越来越高，城市园林绿化发展也较快。通过城市绿地的发展基本可以反映出园林绿化行业的发展情况。我国绿化面积自 2001 年以来稳定增长，2007 年，我国绿化覆盖面积和园林绿地总面积已经分别达到 219.08 万公顷和 170.90 万公顷，比 2001 年的 109.13 万公顷和 94.54 万公顷分别增长了 100.75% 和 80.77%。2007 年，我国公共绿地面积为 33.3 万公顷，占园林绿地总面积的 30%，比 1995 年大幅提升；人均公共绿地面积为 8.98 平方米，比 1995 年的 2.49 平方米增长了 260.64%。城市园林绿化固定资产投资也保持高速增长态势，年均复合增长率为 21.32%。因此可以说，园林绿化行业在我国属于朝阳行业，正处于快速发展时期，发展前景比较广阔。

图 3：我国城市公园绿地的发展情况

单位：万公顷

图 4：我国人均公共绿地面积情况

单位：平方米

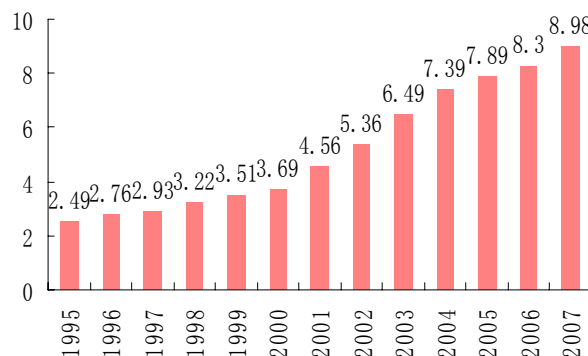
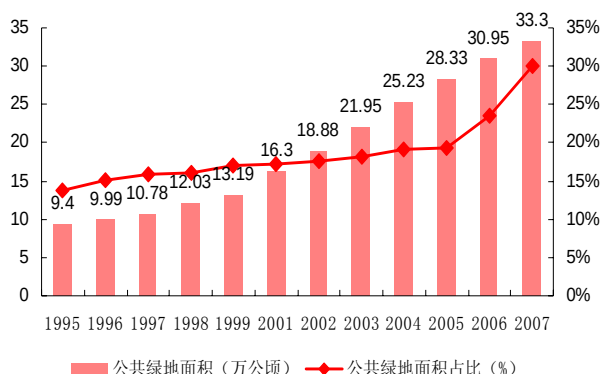
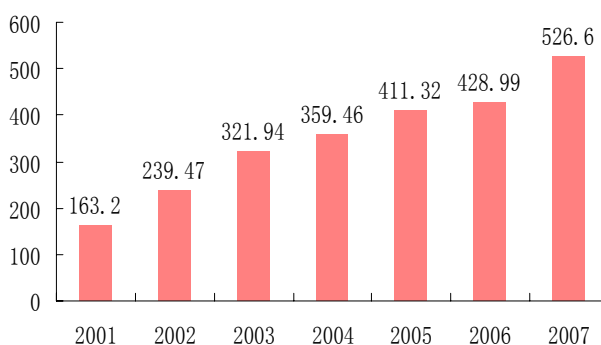
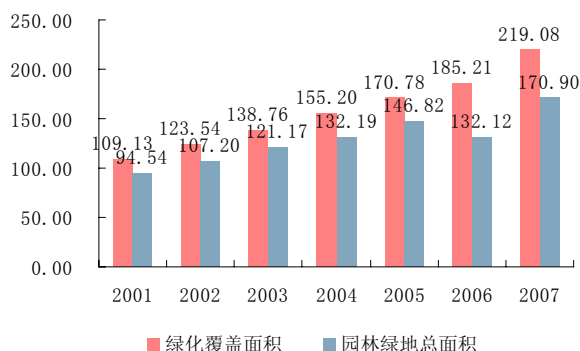


图 5：我国绿化覆盖面积、园林绿地总面积情况单位：万公顷

图 6：全国城市园林绿化固定资产投资情况

单位：亿元



资料来源：国家统计局，中国城市建设统计年报，

具备文化创意产业属性

园林类施工与传统建筑施工不同，对艺术审美有很高的要求，讲究自然和环境的完美融合。而中国造园更是有着悠久的历史和高深的造诣，中国园林之美主要反映在“诗情画意”上。园林的艺术性是园林绿化的精髓所在。随着社会大众鉴赏能力的提高，园林绿化项目对园林景观艺术效果的要求越来越高。尤其是政府大型园林景观项目，被视为城市的名片，集中体现城市的品位和底蕴，项目的艺术成就受到越来越高的重视。因此，园林绿化企业的艺术造园能力将成为园林绿化企业的核心竞争力。各大园林施工企业竞争比拼的关键在于创意设计以及现场效果，因此具备部分文化创意产业的属性。

2004 年，国家统计局在与中宣部及国务院有关部门共同研究的基础上，制定了《文化及相关产业分类》，从国家有关政策方针和课题组的研究宗旨出发，结合我国的实际情况，将文化及相关产业概念界定为：为社会公众提供文化、娱乐产品和服务的活动，以及与这些活动有关联的活动的集合。我们认为概念所划范畴的第六项与园林艺术中的设计工艺美术等业务比较相似。

表 1：文化创意产业范畴

1	为社会公众提供的实物形态文化产品的娱乐产品的活动	如书籍、报纸的出版、制作、发行
2	为社会公众提供可参与和选择的文化服务和娱乐服务	如广播电视服务、电影服务、文艺表演服务等
3	提供文化管理和研究等服务	如文物和文化遗产保护、图书馆服务、文化社会团体活动等
4	提供文化、娱乐产品所必须的设备、材料的生产和销售活动	如印刷设备、文具等生产经营活动
5	提供文化、娱乐服务所必须的设备、用品的生产及销售活动	如广播电视设备、电影设备等生产经营活动
6	与文化、娱乐相关的其他活动	如工艺美术、设计等活动

资料来源：中信建投证券研发部

而我国文化休闲娱乐服务中的旅游文化服务中与园林生态相关的包括旅行社、风景名胜区管理、公园管理、野生动植物保护（动物观赏、植物观赏），其他游览景区管理等。

“十一五”规划已经把文化产业作为调整经济结构的重要举措，从中央到地方出台了一系列鼓励文化产业发展的政策措施。文化部明确提出在五年内文化产业要实现年均 15% 的增长。北京、上海、浙江、广东、云南、重庆、四川、河南、山西等诸多省、市提出建设文化大省、文化强省的目标，在规划中都提出文化产业要高于 GDP 的增长速度。

文化产业是投资回报最好的行业之一。当代社会各种产业利润主要靠领先的自主创新和技术进步来实现，而文化产业正是自主创造和技术含量高的一个门类。加上政策因素和市场因素的作用，文化产业的资本盈利率比较高，该产业投资热将会长期存在。而从消费角度看，文化产品也是与日俱增的消费热点。

行业集中度低，区域竞争为主

从行业的市场结构来看，国内园林绿化行业集中度较低，任何一家园林绿化施工企业占整个行业的市场份额均不高，行业内尚未出现能够主导国内市场格局的大型企业；但在各区域市场内，已经出现了一些地区性行业领先企业，市场占有率较高，具有较大的影响力。由于园林绿化行业作为朝阳行业，正处于快速发展阶段，行业内工程施工企业也处于成长发展时期，大多数企业缺乏跨区域经营的实力，因此目前我国园林绿化工程施工领域仍以区域性竞争为主，但一些有实力的企业已经逐渐在全国范围内展开竞争。

我国园林绿化工程施工领域，主要包括三个梯队的竞争主体，其中，第一梯队是 20 家左右有实力开展大型项目的跨区域经营的行业内优势企业，均具有城市园林绿化一级企业资质；第二梯队是一些园林产业发达地区内主要从事区域工程项目的区域性企业，一般具有城市园林绿化二级以上资质；第三梯队是其它众多具有二级以下资质的小型企业。

我国对从事园林环境景观设计和工程施工的企业实行市场准入制度。根据企业的规模、经营业绩、技术、人员构成、设备条件等综合因素，行业主管部门核定企业的资质等级并颁发相应的资质证书，规定不同资质等级的企业分别从事相应等级的项目，并对业务资质实行按年受审、动态考核。对于具有较高影响力的大型、高端项目来说，招标方对园林绿化企业在大型项目经验、资金实力、艺术效果把握能力、项目管理能力、项目人员资格和苗木资源等方面制订很高的入围条件，通常只有行业内的少数优势企业才能获得投标资格。

根据建设部的统计，截至 2007 年底，我国园林绿化企业数量为 15,000 家左右，其中园林设计类企业 1,200 余家；截至 2009 年 6 月 30 日，具有城市园林绿化二级以上资质的企业超过 2,000 家，其中具有城市园林绿化一级资质的企业为 216 家；同时拥有甲级工程设计资质和城市园林绿化一级资质的企业（包括下属企业具有的资质）仅有 10 家。

表 2：146 家具有城市园林绿化一级资质的企业的分布情况

地区	家数	地区	家数	地区	家数
浙江	37	重庆	7	河北	3
广东	31	四川	7	湖南	2
江苏	25	陕西	6	云南	2
北京	20	天津	5	海南	2
山东	17	湖北	5	内蒙古	1
上海	17	江西	4	吉林	1
河南	8	辽宁	4	黑龙江	1
福建	8	安徽	3	合计	216

资料来源：中信建投证券研究发展部

公司竞争力分析

公司是国内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的 10 家企业之一。根据中国风景园林学会公布的《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2006 年）》，公司在园林绿化行业综合竞争实力、工程业务收入、净利润、跨区域经营收入、千万元以上工程收入等五项排名位列第一。

“艺术造园”构建独特品牌优势

公司自成立以来一直秉承“艺术造园，传世精品”的理念，对园林整体设计追求较高的艺术品位。与美国合资成立的北京 EDSA 东方环境景观设计研究院有限公司（以下简称“北京 EDSA 东方”）以及全资子公司北京东方利禾景观设计有限公司（以下简称“东方利禾”）。北京 EDSA 东方拥有百余名设计师，属国内大型、领先的景观设计院。设计院中外籍人员 10 余人，归国留学人员 20 余人、知名的专业设计师 50 余名，包括国内最优秀的造园师、国际一流的景观设计师。这些设计师在海外和国内有很多成功案例，能将优秀的创意设计有效的表现出来。东方利禾拥有高尔夫、地产、公园景观、湿地景观四个设计分院，其中高尔夫和湿地设计是国内唯一的设计院。同时公司还与国内高水平的球场总监以及国际知名的球场造型师保持长期的协作。公司各工程项目部配备有艺术总监、造型师、景石师等专业人员，平衡各景观要素，将整体的、清晰的景观脉络贯穿整个施工过程。通过前期艺术投标设计、施工过程艺术控制和完工前调整等一系列程序，有效保证了工程项目的艺术效果，提高了工程项目的艺术品位。

这一强大的核心实力有效的将公司与其它园林企业区别开来，构建了公司独特的品牌优势。经过多年的积累，公司已经在园林绿化行业内形成了一定的影响力。2007 年，公司荣获青岛国际城市规划、建筑与园林景观设计博览会“艺术造园金奖”。

承揽大型高端工程项目实力强

公司较高的艺术追求和优秀的设计作品使其在业界树立了“精品园林工程塑造者”的良好形象，具备了较强的“软实力”，同时公司强大的施工能力又保证了其承接大型项目的“硬实力”。近年来公司频繁承接国内大型工程项目，施工的合同金额在 2,000 万以上的大中型项目所创造的产值占公司收入已经超过 70%，已进驻的十个城市最重要的标志性景观工程都是公司完成的，在国内园林绿化市场大中型项目的市场竞争中占据了一定的优势，尤其是近两年在承揽了苏州金鸡湖国宾馆和北京奥林匹克中心区等一系列标志性工程之后，得到了全世界同行较高的评价，奠定了公司在国内现代园林业的地位，为未来拓展市场打下了坚实基础。

表 3：公司中标承建的园林绿化项目

业务区域	绿化工程项目	合同金额（万元）	项目说明
华北地区	北京奥林匹克公园中心区龙形水系	4,734	2008 年北京奥运会奥林匹克公园中心区
	北京奥林匹克公园中心区中轴树阵	1,188	
	顺义奥林匹克水上公园	1,898	2008 年北京奥运会场馆
	奥运媒体村	1,526	2008 年北京奥运会各国媒体居住区
	首都国际机场扩建	2,768	北京市奥运会重点配套项目
	北京通州北运河文化广场	4,500	通州区最重要的市政绿化工程之一
	北京通州北运河两岸景观工程	6,655	
	通州北运河新东关大桥周边广场	1,200	

华东地区	苏州金鸡湖大酒店商务酒店	6,961	苏州现代园林代表作之一，位于苏州工业园区核心地段，高档休闲商务中心
	苏州金鸡湖大酒店国宾馆	4,333	
	苏州金鸡湖国际高尔夫俱乐部球场	10,680	世界知名高尔夫球场
	上海佘山国际高尔夫俱乐部球场	3,112	
	山东潍坊白浪河生态湿地公园	8,000	
西南地区	昆明莲花池公园	3,316	昆明市创建国家园林城市试点工程之一
	昆明行政中心	3,150	昆明市城市景观改造重点工程之一
华南地区	海南万宁神州半岛绿地公园	4,776	海南高端休闲度假区

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 7：奥林匹克公园中心区龙形水系



图片来源：中国风景园林网。

图 8：奥林匹克公园中心区中轴树阵



设计、施工一体化协同效应明显

在园林产业链中，设计、施工、养护、苗木是相互支撑的。设计品牌好，有利于后期施工的营销，也有利于艺术造园，好的设计品牌的培养往往需要十年的时间，公司两个设计品牌已经历了时间的磨练与沉淀，与美国著名景观设计企业 EDSA 合作设立的北京 EDSA 东方在国内景观设计领域具有较高的影响力，主要参与国内有影响力的重点市政项目、高端休闲度假项目以及地产景观项目的设计。公司与北京 EDSA 东方一直保持着良好的合作关系，有利于公司市政工程项目和休闲度假项目的市场信息开发，竞争对手短期较难赶上。此外，由于在很多大型项目招标过程中，拥有工程设计甲级资质是园林工程施工招标最重要的入围条件之一，因此公司与其他没有工程设计甲级资质的公司相比具有更强的竞争实力。

另一方面，园林工程施工业务做大做强，对苗木发展起到带动作用，如果工程收入达到 20 亿，苗木采购将超过 3 个亿。公司拥有自己的苗木资源，公司从事园林工程多年，对城市绿化用苗趋势和全国各地的各种工程项目的用苗需求有着比较透彻的了解。从 2001 年就开始建立苗圃生产苗木，逐步扩大栽植面积和苗木品种，现有苗圃的苗木品种达 170 多种，公司已经掌握了苗木栽植、养护和出圃全套技术，并储备了一批苗木生产、经营和采购专业人才，苗木资源已成为公司园林绿化设计、施工业务发展和实现公司“精品园林”战略的有力支撑和可靠保障。

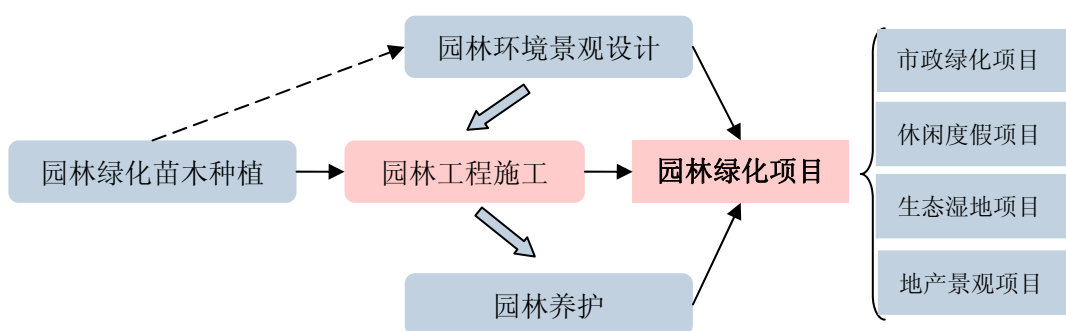
公司逐渐积累起来的品牌知名度、技术上的过硬实力、苗木资源以及营销网络资源使其具有明显的竞争优势，在进入新市场时或在项目竞标过程中，相较于其他园林绿化企业而言，能够拿到大型、高端的施工标段。

公司主营业务分析

覆盖园林绿化全产业链

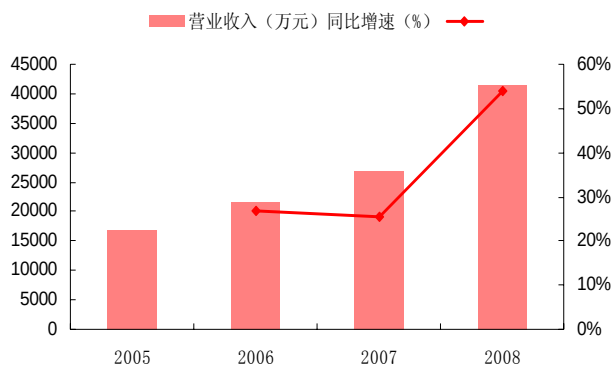
从园林绿化行业的产业链角度来说，公司从事的是苗木种植、园林绿化设计、施工和养护等全方位的综合性的园林绿化服务。近年来，伴随着公司承接订单能力的提升，营业收入和净利润一直保持较快的增长速度，近三年年均复合增长率分别达到 34.83% 和 44.96%。

图 9：公司主要业务模式



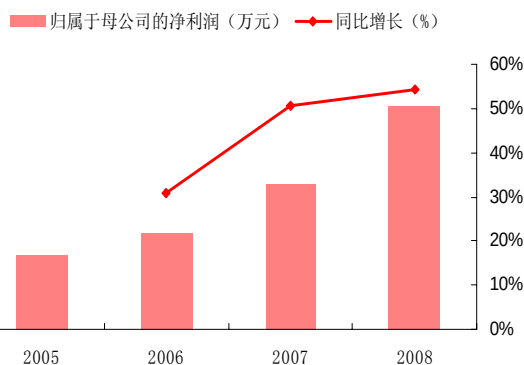
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 10：营业收入及增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 11：归属于母公司的净利润及增速



以园林绿化施工业务为主

公司的园林绿化施工业务和景观设计业务在公司主营业务中占主要地位，而园林绿化施工业务又是公司营业收入和利润的主要来源，景观设计业务规模总量稳定。公司苗木种植以自用为主，绝大部分用于公司的园林绿化工程施工项目，偶尔会有少量销售，因此苗木对外销售收入在公司的业务构成中占比较低；园林养护业务仍以工程项目的后期养护为主，已经逐步开始作为独立的业务开展。

图 12: 公司营业收入构成及变化

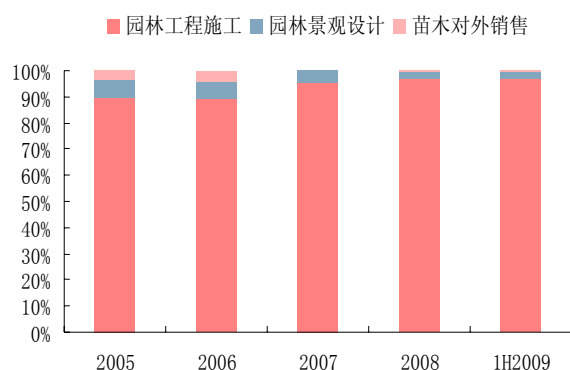
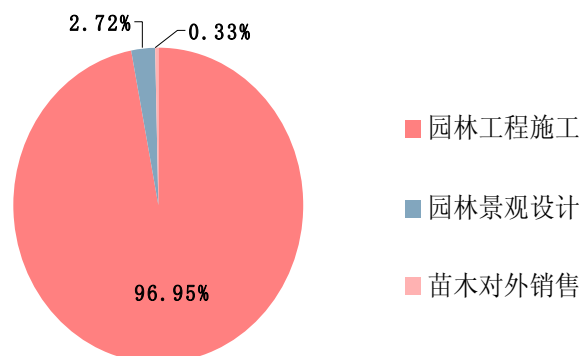


图 13: 公司营业收入构成 (2008)



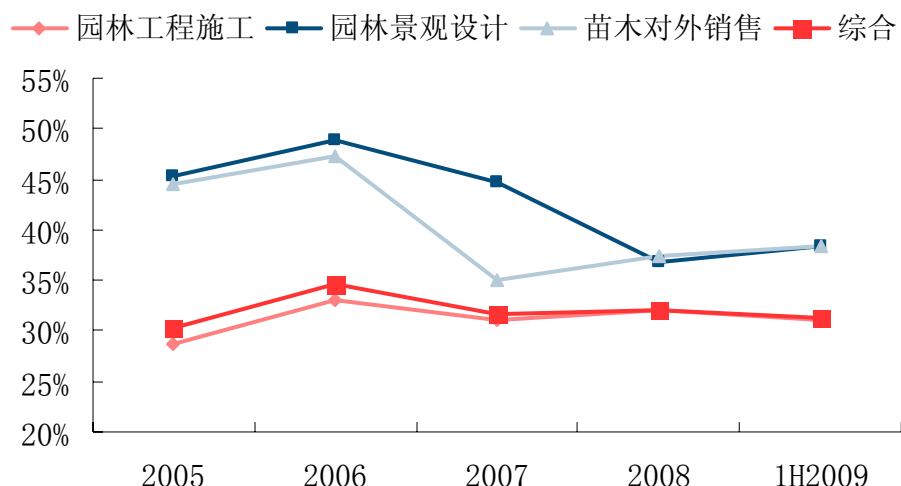
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

综合毛利率平稳

公司施工业务毛利率基本保持平稳, 2006-2008 年度和 2009 年 1-6 月, 园林工程施工业务的毛利率分别为 32.97%、31.11%、32.01%和 31.16%。同期, 园林景观设计业务的毛利率分别为 48.79%、44.75%、36.87%和 38.40%, 毛利率水平有所下降的原因主要是公司的园林景观设计业务目前以房地产景观设计项目为主, 房地产市场走势的下滑对公司的毛利率水平产生了一定的负面影响。

公司苗木对外销售的平均毛利率水平为 44.31%, 报告期内的毛利率水平保持相对稳定, 略有波动, 主要原因是公司的苗木对外销售属于偶然行为, 且不同规格和种类的苗木市场价格和利润空间有所差异。

图 14: 公司分项业务毛利率变化



资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

业务辐射全国，重心略有转移

公司的业务主要覆盖园林绿化产业比较发达的省份，如北京、山东、江苏、云南、海南等，是全国少数几个有能力跨地域开展大型园林工程施工业务的全国绿化企业之一。其中，华北和华东是公司收入的主要来源。2006 年度、2007 年度、2008 年度和 2009 年 1-6 月，公司来自华北和华东地区的营业收入合计占营业收入的比重分别为 94.15%、76.95%、73.45%和 87.45%。

市政园林业务重心向北方城市转移

公司 2006 年以来在华北和华东地区陆续签订了奥林匹克公园、通州北运河、潍坊白浪河和任城新区生态湿地公园等一系列大型工程项目。通过这些大型工程项目的施工，公司已经逐渐在北方地区积累了较强的实力。公司管理层认为，北方城市园林绿化产业起步较晚，相对南方而言市场空间还非常大，利润较厚，未来将主攻北部九大区域：北京、山东、山西、河南、河北、天津、内蒙古、东北、西北。公司考虑东部地区特别是江浙等传统园林施工企业众多的地区市场已经逐渐饱和，利润趋薄，因此未来在市政园林业务上的重心会由南向北转移。

图 15：公司主营业务区域构成及变化

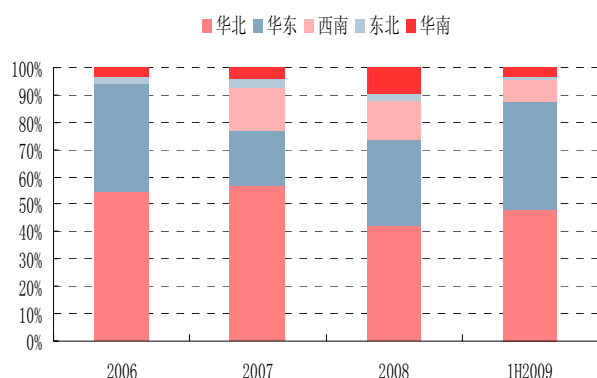
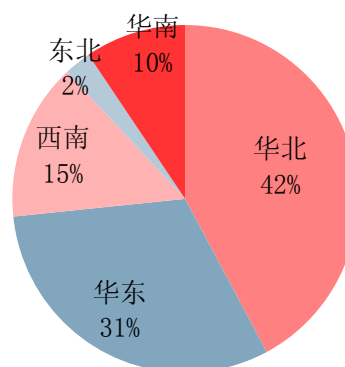


图 16：公司主营业务区域构成（2008）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

度假景观业务以海南、云南为主

公司从 07 年开始逐步进军云南、海南等业务区域，并取得了不错成果。海南是著名的旅游大省，旅游度假休闲项目的园林景观工程在海南的园林绿化市场中占据较大的比重。根据海南省旅游发展“十一五”规划，海南将有 10 多个大型旅游度假区开工建设。而承接高档度假休闲项目的园林景观工程正是公司的竞争优势，除正在施工的海南万宁神州半岛绿地公园、博鳌千舟湾等项目之外，公司在海南及华南地区还有多个项目正在洽谈中。

根据云南“十一五”旅游规划，到 2010 年，初步把云南建成中国和亚洲地区重要的国际旅游胜地和目的地，大力发展休闲度假旅游，积极开发民族风情、生态旅游、健身旅游、红色旅游等专题旅游。目前，公司已经在云南昆明设立了园林工程事业部西南大区，对西南市场进行了充分的市场调研和 market 分析，并承接了昆明莲花池公园、昆明行政中心等大型园林绿化项目。

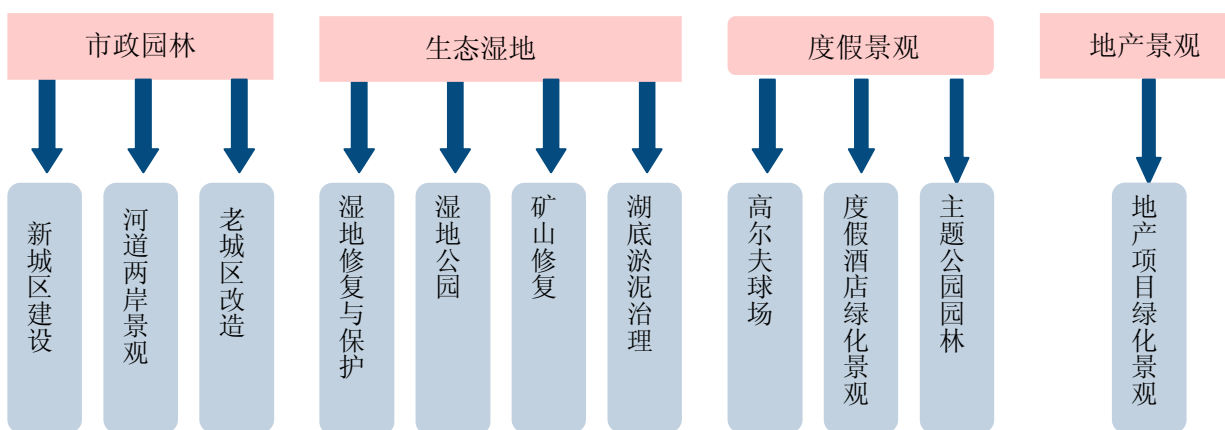
2008 年，公司在云南和海南地区的营业收入已经分别达到 6,121.08 万元和 3,966.64 万元，占营业收入的 14.72%和 9.54%，公司实力在云南和海南市场逐步得到了认可，成为当地强有力的竞争者。

发展前景分析：未来五年是公司的高速成长期

工程施工业务：未来 5 年保持持续快速增长

公司管理层具备较为前瞻的眼光，积极挖掘开拓新业务、新市场，发展思路和管理方法能与国际接轨，走在国内同行业的前沿。公司规划未来在施工业务领域要继续巩固以市政园林为主的格局，同时大力拓展生态湿地等国内才刚刚起步的高盈利业务领域以及度假酒店、高尔夫球场等高端园林绿化项目，并与房地产行业龙头合作，拓展地产景观业务。公司管理层的目标是从 2008 年至 2012 年，现有核心业务 5 年内实现收入、利润年均复合增长率 50%。

图 17： 公司主要业务领域



资料来源：中信建投证券研究发展部

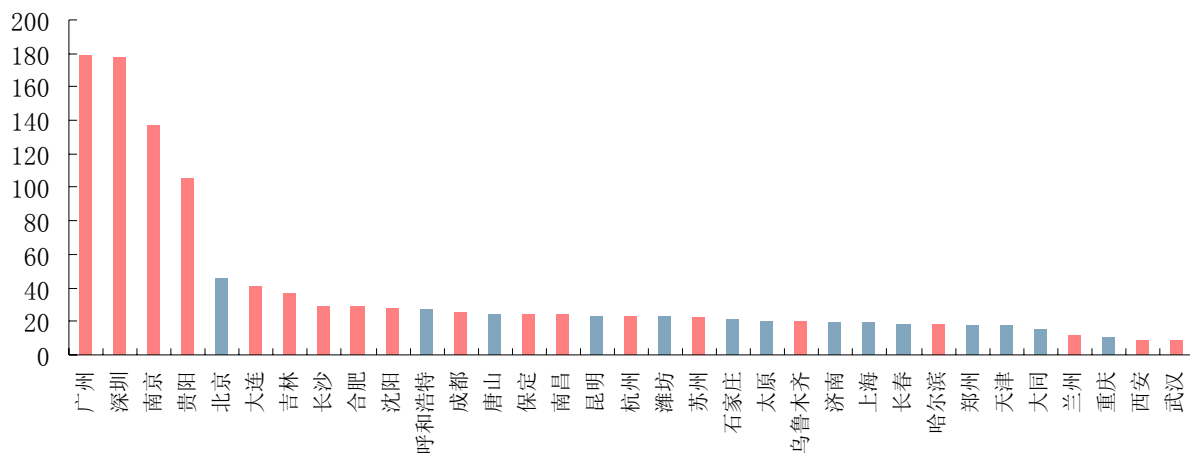
市政园林工程：主攻北方市场

市政园林工程施工业务收入是公司施工业务收入占比最大的部分，2008 年占到施工总收入的 43%。这块业务主要包括城市的公园绿化，河道两岸景观，新城建设以及郊野公园（森林公园），市场容量与各地政府的中远期城市规划密切相关。

由于中国城市化进程的发展，我国市政园林工程每年的市场容量大约有 500 亿，市政项目的建设南方起步比较早，北方比较晚，除新城扩张外，老城区的改造将加大建设的力度和步伐。公司目标区域是长江以北的城市为主，集中在山东、山西、河南、河北、天津、北京、东北、西北、内蒙等区域。目前已在这些区域的十个城市做了标志性工程，在另外十个城市对标志性的工程做设计。从各城市人均绿地面积排名来看，这几大北方城市相对于南部城市而言排名靠后，城市绿化水平还有很大提升空间。

图 18: 各主要城市人均绿地面积

单位: 平方米/人



资料来源: 中信建投证券研发部

这里我们对公司所进驻和准备进入的部分城市的市政规划进行了梳理, 对公司未来市政建设的业务量情况具有一定参考价值。

表 4: 各地市政工程规划项目

城市名称	与市政绿化施工相关的规划内容
北京	1. 在城市绿地系统规划中, 到 2020 年全市林木覆盖率达到 55%, 森林覆盖率达到 38%, 城市绿地率达到 44%到 48%, 人均绿地面积 40 到 45 平方米, 人均公共绿地面积 15 到 18 平方米。市域绿地系统由中心城、平原地区、山区三个层次构成。市域绿地空间结构以山区绿化为基础, 以风景名胜、自然保护区和森林公园绿化为重点, 以“五河十路”绿化带和楔形绿地为骨架, 以河流、道路为脉络, 形成青山相依、绿带相系、城乡一体的绿地系统。 2. “两轴—两带—多中心”的城市空间布局, 并规划 11 个新城和多个城市职能中心, 来缓解城市中心区的压力。这些新城分别是: 通州、顺义、亦庄、大兴、房山、昌平、怀柔、密云、平谷、延庆、门头沟。未来将重点发展位于东部发展带上的通州、顺义和亦庄 3 个新城。 3. 万亩森林公园建设启动, 每平米约投资 60-70 元。
潍坊	1. 人均公共绿地面积 12 平米以上; 受保护地区占国土面积比例 15%以上; 森林覆盖率 28%以上。 2. 投资 49.8 亿元, 使国家级和省级自然保护区达到标准化建设水平。新建 3 个自然保护区 (2.8 亿), 创建 3 个县级国家环境保护模范城市 (1.5 亿), 创建 2 个国家级生态示范区 (5.5 亿), 建设 4 个生态县。 3. 深化生态市建设, 大力实施十大生态工程百个建设项目的中期建设 (4.4 亿)。
济宁	加快高新区、运河四带建设的同时, 大力开发北湖旅游度假区和济北片区。
济南	1. 建设普利门、市府东侧、西部城区、东部城区等大型休闲游园绿地 300 公顷。小区建设 1.4 公顷以上的居住区公园和小游园 50 公顷。各镇 (办) 建设 3,000 平方米以上街头或居民区绿地约 50 公顷。 2. 规划实施燕山新区体育公园、西郊森林公园等市级综合性公园建设, 增加公共绿地面积 200 公顷。建设历下区母牛山公园、市中区郎茂山公园、槐荫区腊山公园、天桥区鹊山公园、历城区华山公园、西部新城区东风湖公园、东部城区凤凰山公园等区级综合公园, 增加公共绿地面积约 300 公顷, 完成环城公园综合整治工程。到 2010 年底, 济南市城市规划区绿化覆盖率、绿地率和人均公共绿地力争达 43%、38%和 11 平方米, 城市绿地总面积达 12,540 公顷, 年均增长约 617 公顷。

	3. 投资 763 亿元开发田园新城等 10 个房地产项目。
大同	1. 积极开发灵丘曲回寺石佛冢群、赵武灵王墓景区、空中草原景区、广灵圣泉寺风景区、浑源千佛岭森林公园、天镇神头山风景区、盘山风景区和沙梁坡汉墓群、新荣方山古墓景区、采凉山自然风景区、桑干湖生态旅游、六棱山风景区、南郊高山焦山寺、动植物观光园区、农业游园区。
唐山	以保护和改善湿地生态为主题，重点加大滨海平原和西南部洼地等湿地资源保护力度。 三年大变样工程，改善生态环境。
天津	1. 创建国家园林城市、卫生城市和生态城市。建设环境优美乡镇和文明生态村，保护和恢复重要生态功能区。提高林木覆盖率，建成区绿化覆盖率达到 40% 以上。2008 年基本达到国家园林城市标准，2009 年申报国家卫生城市，2010 年中心城区和滨海新区率先建成生态城区，2015 年把天津建设成为生态城市。 2. 海河综合开发两岸景观、生态旅游区建设。
西安	环境保护投资项目 12 个，总投资额 498 亿元，“十一五”期间投资额 193 亿元。

资料来源：各城市“十一五”规划

生态湿地：利润丰厚，空间广阔

我国湿地面积居亚洲第一，世界第四位，2004 年批准通过了《国家湿地保护工程规划》，其中明确提到 2030 年，使全国湿地保护区达到 713 个，国际重要湿地达到 80 个，使 90% 以上天然湿地得到有效保护，完成湿地恢复工程 140.4 万公顷，在全国范围内建成 53 个国家湿地保护与合理利用示范区。《规划》安排了湿地保护、湿地恢复、可持续利用示范、社区建设和能力建设等 5 个方面的重点建设工程，计划从 2005 年到 2010 年，全国投资 90.04 亿元。湿地保护工程实施四年来，中央投资实施了 100 多个项目。2008 年批准国家湿地公园试点 20 处，国家湿地公园总数量达到 38 处，总面积 36 万公顷。湿地对外合作领域不断拓展，2008 年我国又新指定 6 处国际重要湿地，国际重要湿地总数达到了 36 处，总面积 360 万公顷。全国已建立了 550 多处湿地自然保护区，80 处湿地公园。到 2008 年底，湿地保护面积达到了 1,790 万公顷，湿地保护率比 2007 年提高了 2 个百分点，达到了 49%。

在湿地公园的规划上，我国自 2003 年 12 月批准首个“山东省荣成市桑沟湾国家城市湿地公园”以来，已分四批批准了共计 26 个国家级城市湿地公园，并制定了城市湿地公园规划设计导则。这些指导规定决定了城市湿地公园建设的规模、准入性和强制性，使园林绿化企业建设湿地的机会更多，规模加大。此外，发改委在推动流域治理方面力度也非常大，规划了含滇池、太湖、巢湖、松花江、珠江等 23 个大型项目的治理计划，规定出 10 年投入 5,000 亿的宏伟目标。这其中以湿地公园为主的沿湖生态带建设工程，以及湖底淤泥治理这两项就将近 1,000 亿左右的市场。另一方面，矿山生态修复也是一个主要看点，国土资源部牵头主抓，各省制定了 5 年目标，初步估算总投资也近 500 亿元。

表 5：各地湿地公园规划项目

城市名称	湿地项目	建设规模
无锡		分三期实施，近期规划时间从 2008 年到 2010 年，将保护和恢复湿地面积 179.62 平方公里，建设自然保护区 3 个，湿地公园 2 个以及湿地恢复示范及功能展示重点工程 4 个。
湖北洪湖	洪湖湿地生态旅游度假区	1.7 亿
湖北仙桃	沙湖外滩省级湿地公园	一期 5,300 万元
辽宁大连	前关城市中央湿地公园	公园规划总面积 29.8 万平方米，其中湿地面积 10.8 万平方米，总投资 1.4 亿元
安徽泗县	石龙湖湿地保护区	总投资 3 亿元
天津	大黄堡湿地自然保护区	总投资 8.8 亿元

吉林长春	太平池湿地公园	总投资 2 亿元
浙江慈溪	杭州湾湿地公园	50~70 万平方米
辽宁铁岭	莲花湖国家湿地公园	总投资 51.7 亿元，分三期建设
天津	北大港、七里海、青甸洼、 大黄堡洼、黄庄洼 5 大湿地	689 万平方米
江苏苏州	太湖湿地公园	4.6 万平方米
长三角	在建或规划中的湿地公园有 16 个	200 万平方米
上海	东滩湿地公园	8.6 万平方米
青海	海湖湿地公园	1 万平方米，总投资 1.2 亿元
兰州	雁滩湿地公园	总占地 135 万平方米
山东东营	黄河口湿地公园	88.8 万平方米，10 年总投资约 600 亿元
河南郑州	郑州黄河湿地公园	规划中的郑州黄河国家湿地公园占地面积为 2,390 公顷，其位置处于郑州市惠济区的黄河浮桥和黄河公路大桥之间的黄河河道南侧。郑州黄河国家湿地公园由 6 个功能区组成：科普宣教区、休闲娱乐区、滩地探索区、生态保育区、黄河农耕文化区和综合服务区，总投资 23 亿元
安徽合肥	滨湖生态湿地规划五大工程	湿地建设与生态修复有 5 个项目，总投资 233,468 万元，包括：磨店乡湿地公园建设工程；合肥市循环经济示范园人工湿地工程；肥西县巢湖西岸生态湿地保护区建设；南艳湖、翡翠湖生态修复及改造；长丰县岗集镇湿地生态工程
四川成都	规划八大生态湿地	成都市拟将规划的八大生态湿地分别是：清水河生态湿地、江安河生态湿地、三圣乡生态湿地、十陵景区生态湿地、东郊生态湿地、北郊生态湿地、上府河生态湿地和新世纪公园生态湿地。八大生态湿地总规划面积达到 12,750 亩
福建宁德	东湖国家湿地公园	规划面积 623.8 公顷
浙江丽水		根据《丽水市湿地保护与利用规划》，到 2020 年，全市将遵循“保护优先、科学修复、适度开发、合理利用”的原则，建设 5 个湿地自然保护区、14 个湿地自然保护小区，建设 9 个湿地公园，保护重要湿地 28 处。
陕西西安	浐灞国家湿地公园	总规划面积约 7.98 平方公里，计划投资 5 亿元人民币

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

从市场容量上来看，预计 2011-2015 年流域治理的湿地工程有 300 亿，流域治理的生态林有 300 亿，流域治理的淤泥处理（含土壤修复）达到 400 亿，流域治理的防污工程（含水利拆迁类）为 1,000 亿，矿山修复工程为 500 亿，合计 2,500 亿，也就是说平均每年有 500 亿的生态湿地工程量。

公司 08 年已经承接了山东潍坊白浪河生态湿地公园项目，积累了一定的生态湿地工程施工经验，具备开展生态湿地工程施工业务的基础，08 年生态湿地业务占收入比重达到 23%。进入到 09 年，公司在湿地公园建设这块目前签订的订单还有山东济宁的任城新区生态湿地公园，项目总金额 10,800 万元。此次募集资金设立生态湿地工程分公司，就是意图以北京为基地，在全国范围内开展业务，提高接单能力。此外，湿地公园这类工程施工毛利率相对较高，有望成为公司未来几年的主要利润增长点。公司计划未来在生态湿地项目中，湿地公园、矿山修复和河淤处理三项分业务将各占 1/3。

度假景观、高尔夫球场：定位高端市场

公司度假景观业务主要是高尔夫球场、度假酒店和主题公园园林。规划主要以云南、海南作为度假战略市场。

高尔夫球场是公司的一个亮点业务。我国现有球场 500 个，现在每年有 30-50 个球场在建设。公司在高尔夫球场的承建竞争中有独特优势，既拥有专业球道建设经验，同时也是景观设计专家，因此制定了极品球场战略，定位高端客户，订单规模一般在 6,000 万元以上。目前已经完成的球场中，有 3 个球场都进入了中国前十佳球场及亚洲最佳球场排名。08 年公司高尔夫球场园林工程施工收入占比大概在 20% 以上。

度假景观方面，公司目前在云南度假市场上营销的项目有 10 个，共计 200 平方公里，预计 10-15 年完成，每年 10 平方公里。

表 6：公司目前在云南地区营销的项目

开发商	覆盖面积（平方公里）	项目
华侨城	10	阳崇海度假片区
观澜湖	40	抚仙湖片区
云南城投	20	普洱片区
云南城投	20	西双版纳片区
云南城投	20	大理片区
云烟集团	10	石林片区
云烟集团	20	香格里拉片区
世纪城	20	腾冲片区
世纪城	10	丽江度假区
合计	200	

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

海南是我国的度假休闲最集中的省份，全省 3 万平方公里的面积中约有 400 平方公里的休闲度假区域，预计十年到二十年完成开发；国内外知名企业如中信泰富、长江实业、海航、中远、华润、中粮、保利、雅居乐、江苏国信、北京首创、北京首开、鲁能等全部进入到了海南的度假市场。目前博鳌、海棠湾、神州半岛、石梅湾、亚龙湾、清水湾、香水湾、五指山、龙沐湾、兴隆、海口阳光海岸、三亚红塘湾、三亚湾等地都拉开了开发的序幕。

从竞争对手来看，由于海南、云南属偏远省份，园林行业尚处于起步阶段，当地具有一级施工和甲级设计资质的公司，海南和云南各自只有一家。在休闲度假区域，公司有较大发展空间，在三年前已进入这些地区，并在博鳌、神州半岛已经承接了项目，营销已进入到了 30 个片区。同时，合资设计院北京 EDSA 东方已在多个度假区承接了规划及设计业务，已介入的规划 50% 都有 EDSA 承揽，目前设计了 3 个酒店、海棠湾度假区和海口行政中心。公司所属的东方利禾在博鳌及神州半岛项目上都开展了设计业务。此外，由于高尔夫球场建设的优良品质，也间接拉动了公司在整个片区后续的度假园林项目的营销。

地产景观业务：主攻北方龙头房地产企业

公司早期业务以房地产园林绿化项目为主，05 年以来，公司承接的大型市政工程园林施工项目逐步增多，使房地产项目在公司业务中的比重大幅下降。但房地产景观绿化项目是公司园林绿化业务非常重要的一部分，

公司未来将继续将房地产景观绿化业务作为一项重要业务，通过与大型房地产企业合作获得订单，特别是主打北方龙头房地产公司。公司的中远期规划为：到 2010-2011 年，合作品牌地产商达到 10-20 家，每年开工项目在 20 个以上；2012-2013 年，合作品牌地产商达到 30-50 家，每年开工项目在 30 个以上，成为地产景观领域内的顶级品牌之一。

设计业务：多品牌商务模式

公司对设计这项业务的规划是效仿美国的 ValleyCrest，走多品牌商务模式的思路。ValleyCrest 是美国最大的园林公司，下设 6 个设计品牌，分别负责度假景观、娱乐、一般市政景观、城市规划、居住区景观以及一般绿化方面的设计。公司结合自身情况，亦打算细分领域，从各领域挖掘一个品牌，并试图在各类型项目上都打造成国内知名一线品牌，即中国自然式山水园林，我们认同公司在设计上的商务模式思想。

为了加快公司设计业务的发展，公司未来拟采用收购、参股等方式，延揽一些在细分领域内具有一定知名度的设计品牌，在 5 年之内把园林设计业务发展成为拥有多个品牌，设计师队伍达到 600 人的规模。

苗木销售业务：工程施工业务的重要支撑

苗木是构成园林绿化景观的重要组成部分之一，也是园林绿化工程项目的主要原材料之一。苗木资源已经成为影响园林绿化企业设计、施工业务发展的重要因素之一。

公司从 2001 年开始建立苗圃生产苗木，发展至今已有 1,073 亩苗木种植基地，苗木品种达 170 多种。但是伴随公司业务量的不断扩大，对苗木资源的需求已经远远超过公司的供给能力，自产苗木占公司工程用苗的比例仅为 20%，其余均来自对外采购。这容易带来质量规格不符合要求、采购时间长、环节多、增加成本等弊端，且园林工程所用大规格苗木资源比较稀缺，价格上涨快，不利于公司整体工程业务的持续、稳定发展。

这使公司意识到必须解决苗木资源限制的瓶颈，因此此次募集资金很大一部分是用来建造苗木基地。苗木基地资金门槛较高，苗木从种植到出圃大概 4 年时间，即产生回报要在 2013 年。因此这块业务可以看成一项长期投资，在近两年尚不能对公司业绩产生贡献。（具体项目投资效益分析见后面募集资金投向分析）。战略布局上公司避开了华南、华东等发达城市，主要在华北、北方及华南，对华东苗圃会稍微扩大。公司规划未来募集资金建设的苗木基地将占到公司苗木需求的 20%，从种植到出圃周期约 5-7 年，另外 80% 的苗木公司主要通过加盟商采购的途径解决，可降低建设苗木基地的资金压力。

园林养护业务：稳定收益资产

养护业务是园林施工结束的一个后期维护，通常都被包括在工程施工的合同中，属于工程承包的质保期养护，而没有大规模的作为一项独立的业务展开，这主要是制度上的一些限制，即城市绿地养护长期是由市区的园林局自己来承接，目前市场尚未完全放开。而从现阶段的市场来看，伴随新城区建设的加快，园林局正酝酿改革，将绿地养护业务逐渐分离出来由园林施工企业承包养护。如果公司可以承接到更多的园林养护业务，将为公司带来一块稳定获益的资产，产生稳定的现金流。

表 7：新旧城区养护业务对比

旧城区	新城区
公园及道路等公共绿地：由市或区园林局养护 企事业单位：自建养护队养护	公园及公共绿地：大部分经过招标，由园林工程施工单位养护，小部分由园林局养护 开发区企业：大多自建养护队，少数由园林工程施工单位养护。 房地产项目：大部分由物业公司组建绿化队养护，少部分由专业小型养护公司养护。

资料来源：公司资料、中信建投证券研发部

养护业务未来市场空间很大，我国养护市场有 120 亿平方米的城市绿地，近 600 亿的市场容量。其中市政公共绿地占 40%，地产景观绿地占 40%，企业事业单位绿地约占 20%。目前公司单独签订的养护合同仅有通州北运河文化广场和金鸡湖商务酒店两个项目，其他养护都是包括在施工合同中的。

同类上市公司比较分析

盈利水平远高于一般建筑企业

公司作为一家园林施工类企业，毛利率水平要明显高于同行业的其他建筑施工企业，主要因为园林施工具备较强的艺术性，工程优劣除了质量之外很大程度上取决于设计师的设计水平和审美品位。因此这种细分行业特殊的文化艺术属性使其毛利率水平明显高于一般建筑施工企业。此外，公司具有健全有效的内部控制制度，通过实施招标采购材料等成本控制措施，有效地控制和降低了工程成本；品牌影响力的扩大也使公司在合同谈判时具有较强的议价能力和一定的品牌溢价。公司毛利率略低于绿大地主要因为绿大地业务结构中利润水平高的苗木销售比重较大，而施工业务占比较小。

从资产盈利情况比较来看，公司上半年摊薄后的净资产收益率达到 16.11%，远远高于建筑类企业和绿大地，显示出公司可以为股东带来较高的利润回报。

图 19：毛利率比较（2009 年中期）

单位：%

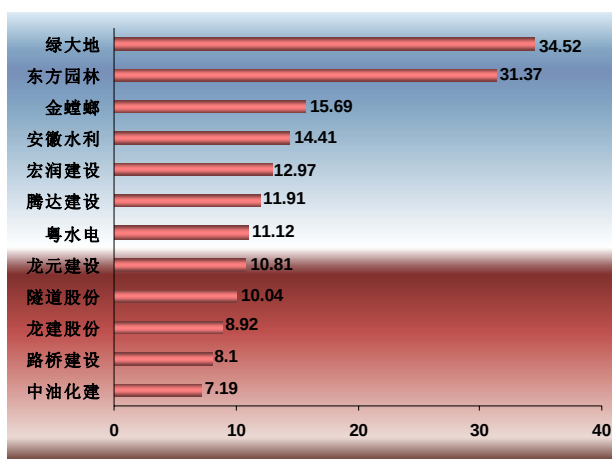
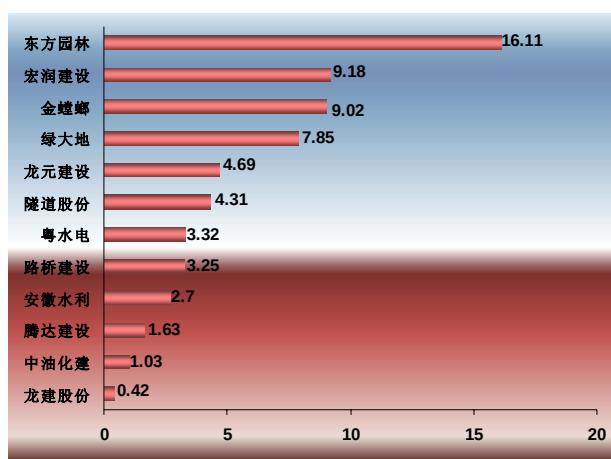


图 20：摊薄后净资产收益率比较（2009 年中期） 单位：%



资料来源：wind，公司资料

偿债能力强

与同类上市公司相比，公司的流动比率、速动比率、资产负债率和利息保障倍数等偿债能力指标均优于可比公司的平均水平。

表 8：偿债能力指标（2008）对比分析

股票名称	流动比率（次）	速动比率（次）	资产负债率（%）	利息保障倍数（倍）
中工国际	1.33	1.10	67.74	--
粤水电	1.26	0.70	61.80	2.76
宏润建设	1.26	0.53	72.56	11.10
金螳螂	1.32	1.30	63.37	--
中国海诚	1.44	1.17	60.02	--

东华科技	1.26	1.05	71.19	--
延华智能	3.20	1.70	27.77	12.71
绿大地	3.55	1.57	22.66	40.27
四川路桥	0.90	0.54	76.95	1.44
路桥建设	1.16	0.73	74.06	3.51
浦东建设	0.27	0.15	62.51	5.65
龙元建设	1.12	0.69	81.86	2.45
安徽水利	0.90	0.56	79.36	1.70
腾达建设	1.35	0.94	60.75	2.08
中材国际	1.02	0.90	91.58	5.79
科达股份	1.31	1.20	61.84	1.58
平均	1.42	0.93	64.75	7.59
东方园林	1.67	0.99	56.70	28.65

资料来源: wind, 公司资料

持续高速增长

近几年, 公司实现的营业收入和净利润都保持持续高速增长态势, 07、08 年在收入高速增长的同时, 净利润每年增长超过 50%。在同类上市公司中, 像东方园林这样能连续保持多年收入和利润都高速增长的公司并不多。这除了公司所处细分行业的快速发展外, 和公司本身在细分行业中较强的竞争力、品牌优势以及较强的管理能力都分不开。

表 9: 成长性指标对比分析

股票名称	营业收入增长 (%)		净利润增长 (%)	
	2008	2007	2008	2007
中工国际	63.87	1.62	28.87	27.22
粤水电	7.73	9.92	0.25	12.12
宏润建设	29.53	29.82	65.19	67.69
金螳螂	-3.63	95.08	53.02	35.02
中国海诚	32.71	70.80	23.44	44.56
东华科技	50.81	68.28	30.64	41.48
延华智能	5.14	-13.40	-47.23	7.00
绿大地	32.81	35.12	34.70	36.94
四川路桥	21.74	-28.20	-30.43	7.03
路桥建设	32.94	20.58	10.86	21.05
浦东建设	32.25	-1.48	-0.78	51.75
龙元建设	2.40	-0.74	-37.34	1.61
安徽水利	12.16	4.26	3.30	-43.48
腾达建设	15.17	11.69	-42.11	-17.12
中材国际	13.92	32.15	22.57	4.26
科达股份	-27.45	32.02	33.06	30.78
平均	20.13	22.97	9.25	20.49

东方园林 53.91 25.52 54.42 50.74

资料来源: wind, 公司资料

应收账款、存货周转率偏低

与建筑施工行业上市公司的平均水平相比, 公司的应收账款周转率、存货周转率指标偏低。这主要是园林施工企业自身的特殊性造成的, 由于园林建设完成后存在苗木保活的问题, 业主方出于苗木成活的安全性考虑施工期付款比例较低, 结算后还有 1-2 年的养护。

2006-2008 年度, 公司的应收账款周转率分别为 3.78 次、3.16 次和 4.18 次。2007 年度, 应收账款周转率下降的主要原因是公司部分大型工程项目的工程款支付比例较低, 导致应收账款余额增长较快。如通州北运河城市段两岸景观工程和文化广场项目, 根据合同约定, 在项目竣工验收后, 本公司仅收回结算金额的 55%, 竣工验收后一年内收回 75%, 竣工验收后 2 年内收回 95%。

2006-2008 年度, 公司的存货周转率分别为 2.51 次、2.22 次和 2.23 次, 存货周转速度略有下降。存货周转速度下降的主要原因是发包方对工程结算金额的延期确认而导致的存货中的已完工未结算工程的增加。此外, 公司种植的绿化苗木大部分为多年生乔木品种, 根据目前绿化工程对大规格苗木的需求情况, 树木规格越大, 经济价值就越高。报告期内, 在公司能够承受的前提下, 为提高苗木储备的经济价值, 公司适当延长了苗木的出圃期。从实际效果来看, 尽管出圃期的延长降低了存货的周转速度, 但对提高公司的利润率起到了积极的作用。

表 10: 资产周转能力指标 (2008) 对比分析

股票名称	应收帐款周转率 (次)	存货周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	总资产周转率 (次)
中工国际	16.70	4.30	0.79	0.71
粤水电	11.00	2.40	1.17	0.74
宏润建设	10.90	2.57	1.68	1.42
中国海诚	17.72	13.54	1.91	1.65
东华科技	13.02	4.83	0.81	0.72
延华智能	4.66	1.22	0.60	0.55
绿大地	6.59	0.75	0.55	0.38
四川路桥	16.74	2.54	1.00	0.45
路桥建设	7.65	3.32	1.37	1.02
浦东建设	7.06	1.72	0.87	0.19
龙元建设	2.53	2.24	0.96	0.87
安徽水利	3.21	2.42	1.07	0.69
腾达建设	4.09	5.13	1.45	0.80
中材国际	16.58	6.19	1.08	0.98
科达股份	0.94	3.37	0.35	0.28
平均	9.29	3.77	1.04	0.76
东方园林	4.18	2.23	1.33	1.23

资料来源: wind, 公司资料

募集资金投向分析

公司计划本次向社会公众公开发行人民币普通股 1,450 万股，募集资金数额扣除发行费用后，拟投资设立分公司和绿化苗木基地，若公司本次发行实际募集资金超出以上项目的资金需求量，公司将根据其他项目的资金需求和相关公司管理制度，将剩余资金用于补充流动资金，扩大工程施工业务规模。若实际募集资金不能满足以上投资项目的资金需求，公司将通过银行贷款或自有资金予以补足。

表 11：公司募集资金投向

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	设立分公司	14,425.23
2	绿化苗木基地建设项目	14,187.60
	合计	28,612.83

资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

设立分公司

公司目前已经在华北、华东和西南设立了业务大区，但是主要业务还集中在华北和华东两个区域。因此，通过设立分公司意在完善公司的全国化战略布局，抢占新兴市场，提高公司的市场占有率和品牌影响力。

本次募集资金在云南省昆明市设立西南分公司，在海南省三亚市设立海南分公司，在北京市设立生态湿地工程分公司，投资总额为 14,425.23 万元，通过对投资回收期内的现金流量情况的测算，该项目内部收益率为 22%，动态投资回收期为 3.62 年。（含半年建设期）

表 12：分公司预计收入和利润

单位：万元

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	16,000	24,000	32,000	45,000	63,000
净利润	1,991	2,987	3,982	5,600	7,840

资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

绿化苗木基地项目

由于公司现有苗圃的苗木无法满足公司主营业务的用苗需求，本次募集资金还将计划建立总面积为 8,495 亩的绿化苗木基地。截至目前，公司苗圃面积已经达到 1,073 亩，但公司自产苗木的供应量 08 年只占需求量的 21%。根据公司五年规划，园林工程业务预计平均年度增幅为 30%左右，根据工程经验苗木成本通常占到园林工程总额的 15%-25%，以此测算，公司未来工程需求的苗木量及本项目苗木出圃量详见表 13：

表 13：分公司预计收入和利润

单位：万元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
工程苗木需求量	7,800	10,140	13,185	17,130	22,500	24,750	27,225
本项目苗木出圃量	0	1,437	1,933	3,623	6,873	10,917	14,976
本项目苗木供需比	0	14.17%	14.66%	21.15%	30.55%	44.11%	55.01%

资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

该项目建设期 1 年，除山东鄒城和浙江武义从 2013 年开始出圃外，河北井陘和海南海口苗木基地从 2011 年开始出圃。根据出圃计划，2010-2018 年的收入和净利润预测情况如下表所示：

表 14：苗木生产收入预测

单位：万元

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
河北井陘	-	1,245	1,396	2,154	3,624	4,923	5,392	5,078	4,900	28,712
山东鄒城	-	-	-	478	824	1,114	1,588	1,687	1,489	7,180
海南海口	-	191	537	792	1,486	3,335	5,085	4,945	4,889	21,262
浙江武义	-	-	-	199	938	1,545	2,912	3,985	3,463	13,043
合计	-	1,437	1,933	3,623	6,873	10,917	14,976	15,696	14,742	70,196

资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

表 15：苗木生产净利润预测

单位：万元

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
净利润	-96	-3	653	1,584	3,656	6,468	9,818	11,088	10,689	44,037

资料来源：招股说明书，中信建投证券研发部

通过对项目投资回收期内的现金流量情况的测算，本项目内部收益率为 26.55%，投资回收期为 5.79 年（含一年建设期）。

盈利预测

通过前期的市场开发，公司在目标市场已经拥有了一定量的项目储备。至 2009 年 10 月底，公司正在施工的园林绿化项目合同金额已经超过 6 亿元人民币。除已签订的合同之外，公司还拥有丰富的后继项目储备。这些项目预计在未来 2-3 年内逐步落实具体建设。

公司分项业务收入假设

根据我们前面对公司目标市场的需求景气判断，结合公司现有的未执行合同和新签合同量的趋势，以及公司在项目上的跟踪及储备情况，我们对公司未来的分项业务收入预测如下表：

表 16：分项收入增长假设

单位：万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
园林工程施工	19250.33	25701.80	40308.67	56029.05	100852.29	141193.20
增长率		33.51%	56.83%	39.00%	80.00%	40.00%
园林景观设计	1430.52	1271.17	1130.96	1187.51	1306.26	1502.20
增长率		-11.14%	-11.03%	5.00%	10.00%	15.00%
苗木对外销售	842.27	42.32	138.41	280.00	417.40	526.60
增长率		-94.98%	227.09%	102.30%	49.07%	26.16%
营业收入合计	21523.12	27015.28	41578.04	57496.56	102575.95	143222.00
增长率		25.52%	53.91%	38.29%	78.40%	39.63%

资料来源：公司资料

上表中，园林工程施工业务收入在 2010 年增速较高，主要考虑公司在手储备跟踪的项目，以及公司项目管理和施工人员的储备情况作出的基本判断。而苗木对外销售的增长，主要考虑公司自身储备苗木增长情况和自用情况后综合得出。

公司分项业务毛利率假设

我们根据对未来公司分项业务的走势预判，给出毛利率假设：

表 17：分项毛利率假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
园林工程施工	32.97%	31.11%	32.01%	31.90%	31.90%	31.90%
园林景观设计	48.79%	44.75%	36.87%	39.00%	39.00%	39.00%
苗木对外销售	47.21%	35.10%	37.43%	37.50%	37.50%	37.50%
综合毛利率	34.58%	31.76%	32.16%	32.07%	32.01%	32.00%

资料来源：公司资料

盈利预测结果

根据我们的盈利预测结果，公司 2009-2011 年营业收入将分别增长 38.3%，78.4%和 39.6%，2009 年、2010 年和 2011 年收入为 57,496.56 万元，102,575.95 万元和 143,222.00 万元。经计算，预测公司 2009-2011 年各年将分别实现净利润 0.85 亿元、1.54 亿元和 2.12 亿元。2009-2011 年每股收益（按发行后总股本 5,008.13 万股计算）为 1.71 元、3.07 元和 4.22 元。

表 18：盈利预测简表

单位：万元

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,015.28	41,578.04	57,496.56	102,575.95	143,222.00
营业收入增长率	25.52%	53.91%	38.29%	78.40%	39.63%
EBITDA	4,688.07	7,629.63	11,571.27	20,662.39	28,744.20
EBITDA 增长率	37.49%	62.75%	51.66%	78.57%	39.11%
净利润	3,833.57	5,919.83	8,539.82	15,354.05	21,155.78
净利润增长率	50.74%	54.42%	44.26%	79.79%	37.79%
ROE	30.75%	32.83%	18.99%	27.56%	30.00%
EPS（元）	1.077	1.664	1.705	3.066	4.224

资料来源：中信建投证券研发部

估值和投资建议

相对法估值

目前，在 A 股市场，同类上市公司对应 09 年的平均市盈率水平在 30 倍左右。而从业务结构上来看，目前建筑类的上市公司主要是从事铁路、公路、桥梁、水利等大型基础设施建设的施工企业，与公司园林施工为主的业务特点不完全相似，且公司盈利能力和成长性明显高于同类建筑上市公司平均值，理应享有高于施工板块平均估值水平。

表 19：同类上市公司估值水平（总股本小于 5 亿，按 10 月 30 日收盘价计算）

证券简称	总股本（万股）	08 年静态 PE	09 年动态 PE	2010 年动态 PE
中工国际	19,000.00	26.76	20.96	16.60
中材国际	42,179.67	49.93	19.95	15.25
粤水电	33,240.00	32.46	23.01	16.84
金螳螂	21,150.00	34.79	23.31	20.26
浦东建设	34,600.00	39.89	29.16	16.68
绿大地	15,108.71	45.71	34.44	26.65
路桥建设	40,813.30	44.55	34.13	22.77
龙元建设	47,380.00	67.80	29.31	21.83
东华科技	13,938.57	50.60	38.32	32.72
中国海诚	11,400.00	40.37	35.99	30.49
平均	-	43.29	28.86	22.01

资料来源：wind，公司资料

与公司具有一定可比性的是以苗木销售为主、绿化施工为辅的绿大地。两者所从事的业务基本相似，但侧重点不同，东方园林主要是绿化施工业务，而绿大地则主要是花木销售，占到营业收入的 64%。从毛利率上来看，09 年上半年绿大地施工的毛利率为 34.52%，略高于东方园林同期的 31.37%。目前绿大地对应 09 年市盈率为 33 倍。

结合公司未来几年较快的成长能力，以及公司艺术造园业务是具有文化艺术属性的特殊细分行业，具有较高盈利能力，我们认为公司的合理估值应该要高于建筑施工板块平均水平，因此 28-32 倍的动态市盈率水平较为合理，股票价值合理估值区间为 47.88-54.72 元。

图 21: 东方园林主营业务收入构成 (2009 上半年)

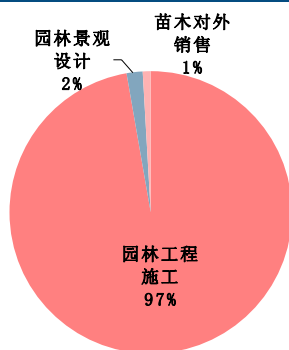
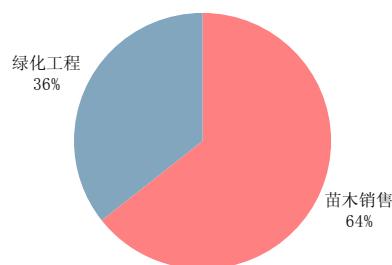


图 22: 绿大地主营收入构成 (2009 上半年)



资料来源: wind, 公司资料

模型估值

我们分别采用 FCFF、FCFE、DDM 和 APV 方法对公司进行估值。

假设条件

基本条件:

无风险利率 R_f : 5.00%; 平均风险股票必要报酬率 R_m : 11.00%; β 值: 1.10 (根据 Bloomberg 数据)。

现金流估算:

现金流量第二阶段增长率为 10.00%; 现金流量第二阶段的年数为 5 年, (即 2014-2018 年); 长期增长率为 0。

股利第二阶段增长率为 15.00%, 第二阶段的年数为 5 年, (即 2014-2018 年); 长期增长率为 1%。

估值结果

采用 FCFF、FCFE、DDM 和 APV 方法分别估值的结果为 50.38 元、53.690 元、49.76 元、46.72 元。

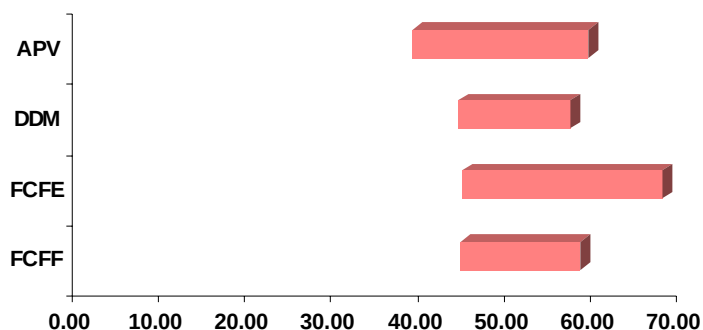
对上述方法进行敏感性分析, 在贴现率 $\pm 1\%$ 和长期增长率 $\pm 1\%$ 的情况下, 估值结果如下表。简单平均估值区间为 42.76—60.43 元。

表 20: 估值状况和敏感性预测值

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	50.38	44.25	—	58.06	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	53.69	44.39	—	67.63	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	49.76	43.87	—	57.01	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
APV	46.72	38.53	—	59.02	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源: 中信建投研发部

图 23：估值结果情况



资料来源：中信建投研发部

综合估值结论

综合以上两种估值方法，我们认为，公司股票价值合理区间为 48-55 元。

报表预测

	2007A	2008A	2009E	增长率	2010E	增长率%	2011E	增长率
利润表（万元）								
营业收入	27,015.28	41,578.04	57,496.56	38.29%	102,575.95	78.40%	143,222.00	39.63%
营业成本	18,435.71	28,207.74	39,055.16	38.46%	69,738.10	78.56%	97,398.04	39.66%
营业费用	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
管理费用	3,364.32	4,703.58	5,634.66	19.80%	10,031.93	78.04%	13,978.47	39.34%
财务费用	199.65	257.74	360.54	39.88%	341.23	-5.35%	785.70	130.26%
投资收益	403.05	325.72	358.29	10.00%	394.12	10.00%	433.53	10.00%
营业利润	4,378.97	7,181.65	10,714.34	49.19%	19,247.64	79.64%	26,510.72	37.73%
利润总额	4,365.23	7,372.29	10,674.77	44.80%	19,192.56	79.79%	26,444.72	37.79%
所得税	511.38	1,452.47	2,134.95	46.99%	3,838.51	79.79%	5,288.94	37.79%
净利润	3,853.85	5,919.83	8,539.82	44.26%	15,354.05	79.79%	21,155.78	37.79%
NOPLAT	4,042.24	5,973.70	8,859.90	48.32%	15,671.10	76.88%	21,837.14	39.35%
资产负债表（万元）								
货币资金	4,558.73	9,612.39	22,903.09	138.27%	15,386.39	-32.82%	21,483.30	39.63%
应收账款	8,489.12	11,396.06	15,752.48	38.23%	28,103.00	78.40%	39,238.90	39.63%
预付款项	4.60	0.50	0.50	0.00%	0.50	0.00%	0.50	0.00%
存货	9,588.51	15,744.02	21,400.09	35.93%	38,212.66	78.56%	53,368.79	39.66%
流动资产合计	23,977.11	38,626.92	62,647.57	62.19%	86,325.72	37.80%	120,546.61	39.64%
非流动资产	2,555.15	2,622.27	17,125.88	553.09%	25,052.36	46.28%	27,604.58	10.19%
资产总计	26,532.27	41,249.20	79,773.45	93.39%	111,378.08	39.62%	148,151.19	33.02%
短期借款	1,500.00	4,800.00	0.00	N/A	5,725.49	N/A	14,049.04	145.38%
应付帐款	9,478.55	14,071.66	19,260.08	36.87%	34,391.39	78.56%	48,031.91	39.66%
预收款项	1.42	1.42	1.42	0.00%	1.42	0.00%	1.42	0.00%
流动负债合计	14,065.51	23,186.62	23,575.04	1.68%	44,431.84	88.47%	66,395.90	49.43%
非流动负债	0.00	31.81	31.81	0.00%	31.81	0.00%	31.81	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	12,466.75	18,030.77	44,959.81	149.35%	55,707.64	23.91%	70,516.69	26.58%
净营运资本	9,911.60	15,440.30	39,072.53	153.06%	41,893.88	7.22%	54,150.71	29.26%
投入资本IC	13,966.75	22,830.77	44,959.81	96.93%	61,433.13	36.64%	84,565.72	37.65%
现金流量表（万元）								
净利润	3,853.85	5,919.83	8,539.82	44.26%	15,354.05	79.79%	21,155.78	37.79%
折旧摊销	109.44	190.24	0.00	N/A	1,073.52	N/A	1,447.78	34.86%
净营运资金增加	3,379.65	5,528.70	23,632.23	327.45%	2,821.35	-88.06%	12,256.83	334.43%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	3,647.08	577.63%	461.30	-87.35%	8,622.42	1769.18%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(14,791.86)	N/A	(8,756.03)	N/A	(3,716.62)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	24,435.48	89968.12%	778.04	-96.82%	1,191.11	53.09%
现金净增（减）	124.03	281.64	13,290.70	4619.04%	(7,516.70)	N/A	6,096.91	N/A

风险因素

宏观调控风险

公司主要为各类重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林工程、大型生态湿地工程及地产景观等项目提供园林环境景观设计和园林工程施工服务。若政府对市政建设的投资规划受财政因素制约不能按时实施，对公司整体经营收入带来不利因素。此外，因房地产行业受宏观调控的影响比较大，地产景观项目的投资建设会出现因政策调控导致的波动。政府对房地产市场进行宏观调控，将影响本公司地产景观项目园林绿化业务的开展。

应收账款比重较高导致的坏账损失风险

随着公司园林绿化施工业务规模的迅速增长，根据公司所在行业的特点和公司项目的具体情况，应收账款余额可能继续保持较高的水平。高额的应收账款将对公司的资金周转和现金流量产生一定的影响。

税收优惠政策变动风险

公司自 2004 年 1 月 1 日起，种植林木、林木种子及苗木作物的所得暂免征收企业所得税。根据《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的规定，公司自 2008 年 1 月 1 日起，林木的培育和种植的所得免征企业所得税。根据《中华人民共和国增值税暂行条例》的规定，经北京市朝阳区国家税务局审核，公司苗木所得免征增值税。如果国家对苗木种植的税收优惠政策进行调整，将对本公司的净利润产生一定影响。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

地址

田东红 建筑建材行业高级分析师	韩梅 建筑建材行业分析师
北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010