

# 发力绿化工程，业绩爆发增长

## ——绿大地调研快报

### 报告关键点：

- 苗木损失计提充分，旱灾后续影响较小。
- 业务转型，大力拓展园林工程。
- 给予买入-B的投资评级

### 报告摘要：

- 近日，我们前往昆明参加了绿大地公司的股东大会，与公司董事长和高管就园林行业及公司近况进行了交流，并参观了公司位于马鸣和旧县的基地。
- 苗木损失计提充分，旱灾后续影响较小。**从我们参观的基地情况来看，发现受干旱影响较大的是外购苗木，但是真正枯死的苗木非常少，只是因为干旱影响了生长，导致树形受损，暂时不能销售。同时前期销售的部分因为干旱导致成活率下降，产生了一些损失，总体规模并不大，公司已经在2009年年报中计提1.5亿元的苗木损失，我们认为已经能够充分覆盖实际产生的损失。公司自培苗木是公司重点保护的对象，销售毛利率超过70%，在这次旱灾中基本没有受到损失，只是生长速度受到轻微的影响，预计2011年下半年自培苗木开始大规模的出圃。
- 业务转型，大力拓展园林工程。**园林绿化行业进入发展春天，各地方政府纷纷加大绿化投入，市场容量高速增长。公司在保证现有苗木的种植和销售的情况下，大力拓展园林工程业务。作为最早一批获得原建设部颁发的城市园林绿化一级资质的企业之一，公司以往一直专注于苗木种植领域，对绿化工程投入不够，公司从2009年开始积极向绿化工程方面转型，在施工管理团队、人员储备方面已经做好了相关的准备工作，目前有项目经理设计师各20多位，发展工程业务对公司来说并非难事，可以说是驾轻就熟，公司去年实现工程收入1.98亿元，今年以来的订单已经远远超过去年全年工程收入，工程业务未来两年有望实现跨越式增长。
- 道歉表诚意。**公司去年受云南大旱影响业绩由预增变为最后亏损1.5亿元，并因为信息披露问题受到证监会立案调查，管理层在股东大会上对投资者鞠躬道歉并承诺未来几年内公司全新的市场形象展现出来，我们预计在新的管理层带领下，公司盈利规模、盈利能力和竞争能力都将大幅加强。
- 盈利出现拐点，高增长可期。**受益于自培苗木销售和园林工程业务的快速发展，公司业绩从2011年开始爆发增长，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.67、1.20和1.95元，给予2011年25倍PE，12个月目标价30元，给予买入-B的投资评级。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008  | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 318.5 | 493.5   | 632.2   | 1,041.9 | 1,675.1 |
| Growth(%) | 23.7% | 55.0%   | 28.1%   | 64.8%   | 60.8%   |
| 净利润       | 75.2  | -151.2  | 102.0   | 181.3   | 295.3   |
| Growth(%) | 16.8% | -301.0% | -167.4% | 77.8%   | 62.9%   |
| 毛利率(%)    | 34.6% | 27.2%   | 31.3%   | 32.9%   | 33.6%   |
| 净利润率(%)   | 23.6% | -30.6%  | 16.1%   | 17.4%   | 17.6%   |
| 每股收益(元)   | 0.50  | -1.00   | 0.67    | 1.20    | 1.95    |
| 每股净资产(元)  | 4.87  | 3.73    | 4.33    | 5.41    | 7.17    |
| 市盈率       | 37.2  | -18.5   | 27.4    | 15.4    | 9.5     |
| 市净率       | 3.8   | 5.0     | 4.3     | 3.4     | 2.6     |
| 净资产收益率(%) | 10.2% | -26.9%  | 15.6%   | 22.2%   | 27.3%   |
| ROIC(%)   | 18.2% | -21.9%  | 16.8%   | 26.4%   | 33.9%   |
| EV/EBITDA | 18.1  | 121.5   | 17.1    | 10.8    | 7.0     |
| 股息收益率     | 0.0%  | 0.9%    | 0.4%    | 0.6%    | 1.1%    |

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

买入-B

上次评级：

目标价格： 30.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

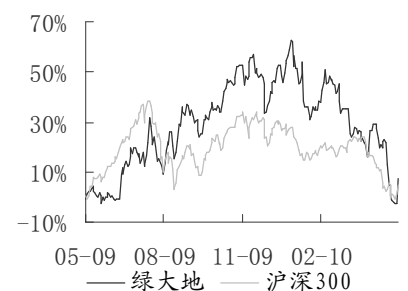
现价： 20.36 元

报告日期： 2010-05-24

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 3,076.13      |
| 流通市值(百万元)  | 2,149.16      |
| 总股本(百万股)   | 151.09        |
| 流通股本(百万股)  | 105.56        |
| 12 个月最高/最低 | 17.81/30.82 元 |
| 十大流通股(%)   | 40.16%        |
| 股东户数       | 28,880        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月     | 三个月     | 十二个月 |
|------|---------|---------|------|
| 相对收益 | (5.22)  | (10.88) | 2.47 |
| 绝对收益 | (15.14) | (22.32) | 7.32 |

### 研究员

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| <b>李孔逸</b>    | 行业分析师                 |
| 0755-82558026 | liky@essence.com.cn   |
| 证书编号          | S1450209090282        |
| <b>石磊</b>     | 首席行业分析师               |
| 021-68765916  | shilei@essence.com.cn |
| 证书编号          | S1450209090259        |
| <b>王天睿</b>    | 助理行业分析师               |
| 021-68765363  | wangtr@essence.com.cn |

### 前期研究成果

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-24

| 利润表               | 2008          | 2009          | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>318.5</b>  | <b>493.5</b>  | <b>632.2</b>   | <b>1,041.9</b> | <b>1,675.1</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 208.2         | 359.5         | 434.5          | 699.6          | 1,112.6        | 营业收入增长率        | 23.7%       | 55.0%       | 28.1%        | 64.8%        | 60.8%        |
| 营业税费              | 2.9           | 6.7           | 13.6           | 24.8           | 43.5           | 营业利润增长率        | 19.8%       | -94.2%      | 2630.1%      | 83.2%        | 67.5%        |
| 销售费用              | 18.1          | 24.1          | 31.3           | 54.3           | 91.3           | 净利润增长率         | 16.8%       | -301.0%     | -167.4%      | 77.8%        | 62.9%        |
| 管理费用              | 11.3          | 19.5          | 22.8           | 37.5           | 60.3           | EBITDA 增长率     | 10.3%       | -70.4%      | 602.5%       | 58.6%        | 54.3%        |
| 财务费用              | 2.3           | 10.6          | 12.4           | 11.9           | 10.6           | EBIT 增长率       | 10.3%       | -80.3%      | 760.5%       | 74.8%        | 63.3%        |
| 资产减值损失            | 2.3           | 68.7          | 2.0            | 2.0            | 2.0            | NOPLAT 增长率     | 8.0%        | -281.5%     | -180.0%      | 70.0%        | 58.9%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -             | -             | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 51.4%       | 3.8%        | 8.6%         | 23.6%        | 27.5%        |
| 投资和汇兑收益           | -             | -             | -              | -              | -              | 净资产增长率         | 12.7%       | -23.5%      | 16.3%        | 24.9%        | 32.5%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>73.4</b>   | <b>4.2</b>    | <b>115.6</b>   | <b>211.8</b>   | <b>354.7</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 2.6           | -152.6        | 4.0            | 4.0            | 4.0            | 毛利率            | 34.6%       | 27.2%       | 31.3%        | 32.9%        | 33.6%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>76.0</b>   | <b>-148.3</b> | <b>119.6</b>   | <b>215.8</b>   | <b>358.7</b>   | 营业利润率          | 23.0%       | 0.9%        | 18.3%        | 20.3%        | 21.2%        |
| 减: 所得税            | 0.7           | 3.0           | 17.6           | 34.5           | 63.4           | 净利率            | 23.6%       | -30.6%      | 16.1%        | 17.4%        | 17.6%        |
| <b>净利润</b>        | <b>75.2</b>   | <b>-151.2</b> | <b>102.0</b>   | <b>181.3</b>   | <b>295.3</b>   | EBITDA/营业收入    | 25.3%       | 4.8%        | 26.5%        | 25.5%        | 24.5%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>   | <b>2009</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | EBIT/营业收入      | 23.8%       | 3.0%        | 20.2%        | 21.5%        | 21.8%        |
| 货币资金              | 182.5         | 135.7         | 211.6          | 232.1          | 347.5          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -             | -             | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 103         | 114         | 121          | 84           | 54           |
| 应收帐款              | 64.2          | 217.9         | 242.5          | 425.3          | 651.7          | 流动营业资本周转天数     | 353         | 225         | 156          | 122          | 120          |
| 应收票据              | -             | -             | -              | -              | -              | 流动资产周转天数       | 709         | 406         | 325          | 265          | 244          |
| 预付帐款              | 14.6          | 25.0          | 24.6           | 23.9           | 22.8           | 应收帐款周转天数       | 61          | 91          | 112          | 98           | 98           |
| 存货                | 330.4         | 142.7         | 142.9          | 231.9          | 335.3          | 存货周转天数         | 333         | 173         | 81           | 65           | 61           |
| 其他流动资产            | 0.3           | -0.0          | -              | -0.0           | 0.0            | 总资产周转天数        | 1,015       | 711         | 603          | 443          | 356          |
| 可供出售金融资产          | -             | -             | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 604         | 478         | 397          | 280          | 219          |
| 持有至到期投资           | -             | -             | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 0.1           | 0.1           | -              | -              | -              | ROE            | 10.2%       | -26.9%      | 15.6%        | 22.2%        | 27.3%        |
| 投资性房地产            | -             | -             | -              | -              | -              | ROA            | 7.8%        | -15.4%      | 9.0%         | 12.7%        | 15.7%        |
| 固定资产              | 126.0         | 185.8         | 239.2          | 247.3          | 254.2          | ROIC           | 18.2%       | -21.9%      | 16.8%        | 26.4%        | 33.9%        |
| 在建工程              | 12.7          | 0.4           | 16.3           | 29.0           | 39.2           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 169.4         | 213.0         | 198.8          | 185.6          | 173.2          | 销售费用率          | 5.7%        | 4.9%        | 5.0%         | 5.2%         | 5.4%         |
| 其他非流动资产           | 66.7          | 62.5          | 58.0           | 58.0           | 58.0           | 管理费用率          | 3.6%        | 4.0%        | 3.6%         | 3.6%         | 3.6%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>966.8</b>  | <b>983.0</b>  | <b>1,133.9</b> | <b>1,433.1</b> | <b>1,881.8</b> | 财务费用率          | 0.7%        | 2.2%        | 2.0%         | 1.1%         | 0.6%         |
| 短期债务              | 110.0         | 300.0         | 300.5          | 308.2          | 288.6          | 三费/营业收入        | 9.9%        | 11.0%       | 10.5%        | 9.9%         | 9.7%         |
| 应付帐款              | 40.9          | 85.9          | 125.0          | 201.2          | 320.1          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -             | -             | -              | -              | -              | 资产负债率          | 23.9%       | 42.7%       | 42.3%        | 42.9%        | 42.4%        |
| 其他流动负债            | 27.3          | 24.2          | 56.4           | 108.5          | 192.3          | 负债权益比          | 31.3%       | 74.6%       | 73.2%        | 75.2%        | 73.7%        |
| 长期借款              | 45.0          | -             | -              | -              | -              | 流动比率           | 3.32        | 1.27        | 1.32         | 1.51         | 1.72         |
| 其他非流动负债           | 7.2           | 9.4           | 9.4            | 9.4            | 9.4            | 速动比率           | 1.47        | 0.92        | 1.02         | 1.12         | 1.30         |
| <b>负债总额</b>       | <b>230.6</b>  | <b>420.2</b>  | <b>479.2</b>   | <b>615.3</b>   | <b>798.3</b>   | 利息保障倍数         | 33.31       | 1.40        | 10.32        | 18.81        | 34.55        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>1.5</b>    | <b>1.8</b>    | <b>1.8</b>     | <b>1.8</b>     | <b>1.8</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 83.9          | 151.1         | 151.1          | 151.1          | 151.1          | DPS(元)         | -           | 0.17        | 0.07         | 0.12         | 0.20         |
| 留存收益              | 650.8         | 410.0         | 501.8          | 665.0          | 930.7          | 分红比率           | 0.0%        | -16.7%      | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>736.2</b>  | <b>562.9</b>  | <b>654.7</b>   | <b>817.8</b>   | <b>1,083.6</b> | 股息收益率          | 0.0%        | 0.9%        | 0.4%         | 0.6%         | 1.1%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>   | <b>2009</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 86.8          | -151.4        | 102.0          | 181.3          | 295.3          | EPS(元)         | 0.50        | -1.00       | 0.67         | 1.20         | 1.95         |
| 加: 折旧和摊销          | 10.9          | 23.1          | 39.8           | 42.4           | 45.3           | BVPS(元)        | 4.87        | 3.73        | 4.33         | 5.41         | 7.17         |
| 资产减值准备            | 2.3           | 68.7          | 2.0            | 2.0            | 2.0            | PE(X)          | 37.2        | -18.5       | 27.4         | 15.4         | 9.5          |
| 公允价值变动损失          | -             | -             | -              | -              | -              | PB(X)          | 3.8         | 5.0         | 4.3          | 3.4          | 2.6          |
| 财务费用              | 7.5           | 6.3           | 11.2           | 12.4           | 11.9           | P/FCF          | -23.3       | -90.6       | 61.8         | 154.2        | 94.7         |
| 投资收益              | -             | -             | -              | -              | -              | P/S            | 8.8         | 5.7         | 4.4          | 2.7          | 1.7          |
| 少数股东损益            | 0.0           | -0.1          | -              | -              | -              | EV/EBITDA      | 18.1        | 121.5       | 17.1         | 10.8         | 7.0          |
| 营运资金的变动           | -57.2         | 44.2          | 55.3           | -142.8         | -126.1         | CAGR(%)        | 34.1%       | -225.0%     | 55.8%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>44.0</b>   | <b>-8.0</b>   | <b>211.5</b>   | <b>94.8</b>    | <b>227.1</b>   | PEG            | 1.1         | 0.1         | 0.5          | -0.2         | -0.1         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-215.0</b> | <b>-148.0</b> | <b>-100.0</b>  | <b>-50.0</b>   | <b>-50.0</b>   | ROIC/WACC      | 1.9         | -2.3        | 1.8          | 2.8          | 3.6          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>16.8</b>   | <b>109.3</b>  | <b>-22.1</b>   | <b>-22.3</b>   | <b>-59.7</b>   | REP            | 1.2         | -1.9        | 2.2          | 1.1          | 0.7          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月起就职于中信建投证券研究所，从事建筑与建材行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006、2007 年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”，2009 年荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009 年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 南方            | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                   |
| 010-59113572  | nanfang@essence.com.cn  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 李昕            | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 潘琳            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |
| 王远洋           | 深圳联系人                   | 刘欢            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn  | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn  |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1588 号金丰国际金融中心 16 层