



地产园林翘楚，发展前景乐观 维持“买入”评级

经营数据及分配方案：

公司2010年营业总收入12.90亿元，同比增长95.67%；归属于上市公司股东的净利润为1.68亿元，同比增长116.78%；对应每股收益0.877元。2010年度利润分配及公积金转增股本预案为：向全体股东每10股派发现金红利1元(含税)，同时以资本公积向全体股东每10股转增股本10股。

我们的观点：

- **收入高速增长得益于市场区域及业务范围的有效拓展。**2010 年，公司加大了对各区域的业务拓展力度，新签合同项目显著增加。上市后专项资金的投入，保证了各业务板块发展资金的需要，提高了工程业务的承揽能力和运营能力，从而使主营业务收入增长迅速。
- **优化资源配置、内部挖潜是盈利提升的根本动力。**报告期内，公司凭借业务能力和管理水平的提高，毛利率稳中有升，较去年同期增厚 1.06%；期间费用率同比下降 0.56%，净利率同增 1.29%，利润总额、净利润增速大幅超出营业收入增速。
- **资产营运能力突出。**收入规模迅速扩大的同时，公司应收账款及预付账款管控良好，均低于收入增速，且应收账款周转率较上年同期增长了 21.02%，项目回款顺利。
- **公司作为地产园林龙头在本轮调控中仍有望大放异彩。**首先我国地产园林市场规模约 800 亿，即便这个规模不增长，相对公司目前 12.9 亿的收入，可发展空间仍十分广阔；其次，地产园林投资仅占销售收入 1-4%，但对楼盘品质影响重大，故开发商不会在此环节克扣；最后，公司上市后的品牌效应带来了市场溢价，加上获取的巨额超募资金，使得公司在苗木、园林设计及施工一体化链条上强者愈强。
- **风险因素。**由开发商受调控影响资金短缺而引发的回款风险。
- **盈利预测及评级。**中性测算，我们预计公司 2011-2012 年 EPS 为 1.773 元和 2.558 元，对应的动态 PE 分别为 43.09 倍和 29.86 倍。鉴于公司地产园林业务稳健，未来有望签订大额市政园林订单，我们维持买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万)	485.80	659.49	1290.43	2248.38	3164.45
同比增长率	24.03%	35.75%	95.67%	74.24%	40.74%
净利润(百万)	55.73	77.58	168.44	340.32	491.05
同比增长率	58.02%	39.21%	117.10%	102.05%	44.29%
每股收益(元)	0.290	0.404	0.877	1.773	2.558
净资产收益率	29.33%	29.33%	10.13%	17.16%	20.07%

分析师

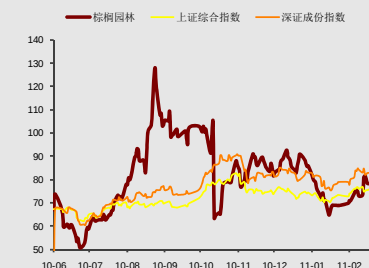
周蓉姿

电话：010-88085980

Email：zhourongzi@hysec.com

执业证书编号：S1180210060004

市场表现



公司数据

总股本(万股)	19,200
流通股(万股)	4,800
每股净资产(元)	1.03
主要股东	吴桂昌
主要股东持股比例	15.21%

数据来源：港澳资讯

利润表(百万)

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	659.49	1290.41	2248.38	3164.45
减: 营业成本	483.99	932.99	1589.65	2223.18
营业税金及附加	26.01	50.84	88.59	124.05
销售费用	6.92	15.10	26.98	37.97
管理费用	49.99	94.20	180.99	253.16
财务费用	1.06	-11.63	-0.72	6.92
资产减值损失	4.21	4.00	10.00	10.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.31	204.90	352.89	509.18
加: 其他非经营损益	4.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.65	204.90	352.89	509.18
减: 所得税	14.03	30.74	0.00	0.00
净利润	77.62	174.17	352.89	509.18
少数股东损益	0.04	6.20	12.56	18.13
母公司所有者净利润	77.58	167.97	340.32	491.05
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	35.05	-87.30	18.65	162.91
投资性现金净流量	-11.61	-124.17	-31.77	-14.16
筹资性现金净流量	-3.62	1215.69	3.47	-3.75
现金流量净额	19.82	1004.23	-9.65	145.00
收益率指标	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	26.61%	27.67%	29.30%	29.75%
三费/销售收入	8.79%	8.23%	9.22%	9.42%
EBIT/销售收入	14.01%	14.47%	14.66%	15.31%
EBITDA/销售收入	15.13%	15.06%	14.97%	15.65%
销售净利率	11.77%	13.06%	15.70%	16.09%
资产获利率指标	2009A	2010A	2011E	2012E
ROE	29.33%	10.13%	17.16%	20.07%
ROA	19.16%	8.68%	12.85%	15.02%
ROIC	44.24%	64.96%	47.67%	43.58%
资本结构指标	2009A	2010A	2011E	2012E
资产负债率	45.03%	22.69%	22.14%	23.20%

资产负债表(百万)

	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	75.29	1062.40	1052.74	1197.75
应收和预付款项	192.83	372.92	636.39	722.38
存货	168.39	563.81	707.91	1144.74
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	40.26	134.53	155.77	155.44
无形资产和开发支出	1.34	2.11	2.11	2.11
其他非流动资产	4.17	16.09	9.81	3.52
资产总计	482.27	2151.85	2564.74	3225.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	477.93	557.67	738.17	477.93
其他负债	10.23	10.23	10.23	10.23
负债合计	217.18	488.17	567.91	748.40
股本	90.00	192.00	192.00	192.00
资本公积	47.62	1223.70	1223.70	1223.70
留存收益	126.91	247.46	568.04	1030.62
归属母公司股东权益	264.52	1663.16	1983.75	2446.32
少数股东权益	0.57	0.52	13.08	31.21
股东权益合计	265.09	1663.68	1996.83	2477.53
负债和股东权益合计	482.27	2151.85	2564.74	3225.93
每股指标	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益	0.404	0.877	1.773	2.558
每股经营性现金流	0.183	-0.455	0.097	0.849
增长率指标	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入增长率	35.75%	95.67%	74.24%	40.74%
净利润增长率	39.33%	117.05%	109.46%	44.29%
EBITDA 增长率	36.55%	94.83%	73.10%	47.18%
经营营运资本增长率	47.57%	158.77%	71.91%	43.05%
估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E
PE	189.02	87.07	43.09	29.86
PB	55.44	8.82	7.39	5.99
EV/EBITDA	68.83	70.44	40.99	27.72

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

分析师姓名: 周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 棕榈园林、路桥建设、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。