

非公开发行股票预案利于长远



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**
行业 建筑工程
目标价 137 元
报告发布日期 2011 年 6 月 13 日 星期一

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
执业证书编号: S0860207100115
联系人 糜韩杰
8621-63325888 x 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

事件

公司公告非公开发行股票预案, 计划向不超过 10 名特定对象(包括法人投资者或自然人投资者), 非公开发行股份数量不超过 1800 万股, 发行价格不低于 76.55 元/股, 募集资金总额不超过 22 亿元, 扣除发行费后拟用于绿化苗木基地建设(10.56 亿元)、设计中心及管理总部建设(3.52 亿元)、园林机械购置(1 亿元)、信息化系统建设(0.24 亿元)和补充流动资金(6 亿元)等五个投资项目。发行方案尚需获得证监会核准。

点评

预期绿化苗木基地建设项目利于长远, 但短期会增加公司费用支出。公司拟用 10.56 亿募集资金建设园林绿化苗木基地 25100 亩, 其中陕西 5000 亩、山西 6481.5 亩、山东 8532 亩、河北 5086.5 亩。目前公司已分别和陕西渭南卤阳湖西区、山西晋中榆次区国营庆城林场、山东寿光国有机械林场、河北赛罕坝机械林场签订《土地承包意向书》, 拟承包 5000 亩、6481.5 亩、8532 亩和 5086.5 亩土地, 承包期限为自双方正式签订《土地承包合同》之日起 20 年。我们认为公司苗木基地建设利于长远, 有如下好处: 1) 为公司工程施工提供了稳定可靠的苗木供应。2) 随着苗木自给率的提高, 可以降低公司的用苗成本, 提高公司利润率, 根据行业经验自用苗比外购苗至少节省 50% 的成本。3) 避免了外购苗木带来的质量规格不一致, 采购时间长, 长途运输存活率低等不利因素。4) 6.04 亿巨额的种苗采购费用具有规模效应, 可以使公司以较为优惠的价格获取种苗, 直接降低了苗木的采购成本。另外如果公司的设计施工一体化能够有效实施的话, 可以变滞销苗为热销苗, 极大的提高公司的收益。但是考虑到苗木作为一种生物资产, 有其培育周期的特殊性, 因此短期会存在两个问题, 首先, 25100 亩基地的苗木建设将直接增加公司的管理费用。因为苗圃基地需要人来维护, 按行业惯例, 1 个人管 50 亩地, 3 万元/年的工资, 将每年增加管理费用 1506 万元, 按 2010 年 14 亿的收入, 提高管理费用率 1 个百分点。此外苗木每年的肥料和农药支出如果按谨慎会计原则不资本化的话, 将直接增加公司的营业成本支出。其次, 由于种苗培育期较长, 因此短期对公司的毛利率贡献有限, 以乔木为例, 通常采购胸径 10cm 的种苗培育到 20cm 出圃时间在 8 年左右, 灌木虽然培育期较短, 但一般也需要 3~4 年, 因此整体看苗木一般需要 5 年左右的时间才能充分发挥效用。

设计中心及管理总部建设项目预计将减少房屋租赁费用, 降低营运成本。根据公司公告中披露, 随着公司规模的扩张, 公司办公场地租赁费用不断上升, 2011 年公司整体租金水平已经超过 1000 万元。此外, 近年来北京地区写字楼租金呈稳步上升态势, 写字楼空置率下降明显, 我们认为公司通过自建办公场所, 可以减少房屋租赁费用, 降低营运成本。公司设计中心及管理总部建设项目预计新增资产价值 3.52 亿元, 按照公司现行的固定资产折旧方法, 年折旧额为 669.09 万元, 扣除所得税后, 购买固定资产对净利润的影响为 501.81 万元; 若租赁同等面积的办公用房, 年租金约为 2739.98 万元, 扣除所得税后, 租赁办公场所对净利润的影响为 2054.99 万元。购买固定资产将增厚公司净利润 1553.18 万元。

园林机械的购置, 特别是园林施工机械的购置, 预计将提高公司施工的机械化水平。一方面, 通过购置大型园林绿化工程项目中的土方工程及绿化工程所需的关键设备, 并配备自己的操作人员, 有利于培养一支专业技术娴熟、协作水平较高的施工队伍, 从而能够有效地控制工程施工关键环节的质量。另一方面, 考虑到目前国内劳动力成本不断攀升, 虽然短期内影响不明显, 但长期看必然会对公司构成相当大的成本压力, 机械化施工能力的提高在一定程度上将降低公司园林施工对劳动力的依赖, 有效控制公司的经营成本。而对于公司在公告中提到购置养护机械开拓园林养护市场, 我们认为主要是出于一种长期的考虑, 因为目前国内养护市场除上海等个别发达城市开始向市场招标外, 其余地区均还处于封闭状态, 主要由当地园林管理部门负责, 其下属的施工部门负

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

责养护。

信息化建设支持公司业务扩张，有望提高管理效率。随着公司业务规模的不断扩张，经营地域越来越广阔，管理难度剧增，管理链条的延伸带来了管理效率的降低，管理如何及时跟上是公司面临的急需解决的迫切问题。我们认为公司通过采用成熟的 IT 技术和手段，可以加强信息的即时沟通与数据的及时准确传输，系统地理顺公司业务和管理流程，提高工作效率，在一定程度上降低公司的营运成本。根据从园林行业中部分已经使用 ERP 系统的企业调研情况看，信息化建设确实能在一定程度上给公司带来正面的影响。

6 亿元补充流动资金，预计将缓解公司业务快速扩张对营运资金的压力。根据公司公告，公司目前正处于施工阶段的重点项目合同金额超过 63 个亿，同时，公司在天津、河北、山东、上海等多个省市还有若干个项目处于施工或营销阶段。我们看好公司未来持续获得项目的能力，预计公司未来营业收入能够保持快速增长。但由于园林工程企业的特殊性，施工各环节需要占用大量的流动资金，资金实力在一定程度上决定了工程施工企业的工程施工规模及成长速度，而公司经过上市后几年的高速增长，目前营运资金已捉襟见肘。我们认为，6 亿元流动资金如能得到补充，将有效缓解公司的资金压力，保证公司营业收入实现快速增长。粗略计算，截止 2011 年 1 季度，公司营运资金 13 个亿，加上 6 个亿募集资金补充流动资金，总额近 19 个亿，按照园林工程 30% 的垫资粗略计算，能够支持超过 60 个亿的营收，至少能够保证公司未来三年园林工程施工收入年均 60% 左右的增长。

盈利预测和投资建议：我们分析认为公司非公开发行股票如果成功，预期将能够进一步提高公司的经营实力，巩固公司在行业内的领先地位，保证公司未来的营业收入实现持续快速的的增长。当然由于拟投资项目中苗圃建设、机械设备购置和信息系统建设的效用发挥需要一定的时间，而短期内由于先期投入会直接增加公司的管理费用和营业成本。目前维持对公司 2011 年至 2013 年每股收益 3.31 元、5.30 元和 8.87 元的预测。目前股价对应 2011 年动态市盈率仅为 26 倍，存在明显低估，维持公司“买入”评级，目标价 137 元。我们将持续关注相关事项进展。

风险因素：缺乏足够营运资金的风险。意向书金额不能最终落实的风险。部分合同信用条款限制放宽的风险。房地产调控下，政府财政收入减少，对公司项目付款发生拖延的风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1878	2981	4616	6603	营业收入	1454	2791	4426	6828
现金	494	477	603	525	营业成本	965	1746	2737	4138
应收账款	489	881	1457	2233	营业税金及附加	50	111	180	285
其它应收款	44	112	171	247	营业费用	0	0	0	0
预付账款	1	2	3	4	管理费用	97	285	355	482
存货	851	1510	2382	3593	财务费用	-5	11	35	53
其他	0	0	0	0	资产减值损失	22	40	64	99
非流动资产	50	53	62	71	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10	8	9	9	投资净收益	6	5	5	5
固定资产	24	28	33	39	营业利润	332	604	1059	1776
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	51	2	1
其他	16	16	20	23	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1928	3034	4678	6674	利润总额	332	654	1061	1778
流动负债	635	1274	2171	2939	所得税	74	157	265	444
短期借款	60	321	728	802	净利润	258	497	796	1333
应付账款	449	838	1301	1973	少数股东损益	0	0	0	0
其他	126	114	142	163	归属于母公司净	258	497	796	1333
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	329	618	1098	1834
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.72	3.31	5.30	8.87
其他	0	0	0	0					
负债合计	635	1274	2171	2939	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	150	150	150	150	成长能力				
资本公积	688	688	688	688	营业收入	148.9%	92.0%	58.5%	54.3%
留存收益	455	922	1669	2897	营业利润	214.0%	82.2%	75.4%	67.7%
归属母公司股东权益	1293	1760	2507	3735	净利润	208.1%	92.7%	60.0%	67.6%
负债和股东权益	1928	3034	4678	6674	获利能力				
					毛利率	33.6%	37.5%	38.2%	39.4%
					净利率	17.8%	17.8%	18.0%	19.5%
					ROE	20.0%	28.2%	31.7%	35.7%
					ROIC	18.1%	22.1%	25.4%	30.2%
					偿债能力				
					资产负债率	32.9%	42.0%	46.4%	44.0%
					净负债比率				
					流动比率	2.96	2.34	2.13	2.25
					速动比率	1.62	1.16	1.03	1.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	1.13	1.15	1.20
					应收账款周转率	4	4	4	3
					应付账款周转率	2.97	2.71	2.56	2.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	3.31	5.30	8.87
					每股经营现金流	-1.72	-1.58	-1.28	0.07
					每股净资产	8.61	11.72	16.68	24.86
					估值比率				
					P/E	65.69	34.09	21.30	12.71
					P/B	13.11	9.63	6.76	4.54
					EV/EBITDA	50	27	15	9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn