

公司基本面优良，原始股东减持对公司长期影响有限

事件

9月3日栖霞建设公告公司股东大会授权公司经理层根据公司资金需求，择机减持所持有的棕榈园林股份。具体减持时机、价格和数量授权公司经理层决定。目前栖霞建设持有公司股份2784万股，占公司总股本的7.25%。

研究观点

- **栖霞建设的减持对公司长期影响有限。**虽然栖霞建设的减持可能会对公司短期股价造成一定的压力，但是我们认为基于公司本身良好的质地和未来几年高增长的确定性，减持对公司长期的影响有限。
- **公司设计、施工、苗木一体化运营能力突出。**除了市场公认的施工能力外，公司在设计和苗木环节也颇具优势。设计方面，无论是收入的绝对额和相对额，还是人均产值，公司均在行业内位居前列，同时建筑规划设计院的设立将进一步打开公司设计业务的空间。苗木方面，公司拥有行业内少有的成熟生产场苗圃——英德和高要两地4000亩苗圃，随着其在2013年前后的出圃将直接提高公司未来的毛利率水平，同时公司苗圃场分布接近施工区域，有助于配合公司跨区域工程的施工和业务的拓展。
- **房地产调控对公司的业绩增长影响有限。**首先，地产园林行业投资存量巨大，2010年市场容量约为680.76亿元，而公司作为行业龙头市场占有率仅为1.89%，因此即使未来国内房地产投资不升反降，我们认为公司通过市场占有率的提高也能保持营收的快速增长。其次，园林景观的投资仅占整个楼盘开发投资的2%，压缩其投资对于缓解开发商资金压力影响无异，相反在房地产市场低迷，竞争加剧的背景下，园林景观已成为越来越多的开发商相互竞争所倚重的软实力。最后，公司50%以上的客户都是大型房地产企业，公司和他们保持着良好的关系，因此回款风险不大。
- **属地化管理有望在山西再下一城。**公司通过属地化管理，精耕山东一地，在山东市政园林市场开拓方面取得了效益最大化，接连获得白浪河、九州生态公园和徒骇河景观等项目，合同累计金额超过20亿。我们预计山西有望成为公司下一个属地化管理重点拓展的区域。首先，公司山西运营中心上半年成立，开局良好，已正式开工承建园林景观项目三个，总金额达六千多万元；其次，十二五期间山西市政园林市场空间巨大。山西业务的稳步开拓将为公司未来市政园林业务继续保持快速增长提供支持。
- **盈利预测和投资评级：**我们维持对公司2011年—2013年每股收益0.82元、1.59元和2.54元的预测。未来三年业绩复合增长率达80%。公司股价近期出现大幅下跌，目前对应2012P/E仅为19倍，低估优势明显，据此我们上调公司评级至“买入”，维持目标价47.7元。
- **风险因素：**原始股东大额减持对公司短期股价造成冲击的风险等。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

糜韩杰

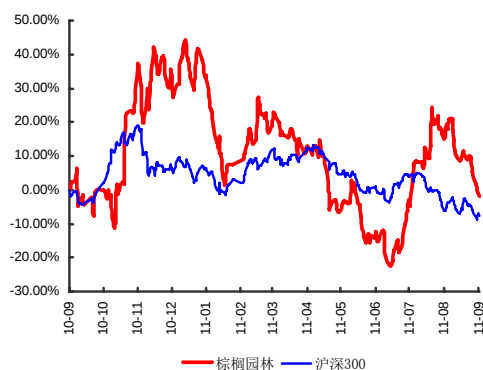
8621-63325888 x 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2011年9月14日)	30.66元
目标价格	47.70元
总股本/A股 (百万股)	384
A股市值 (亿元)	117.73
国家/地区	中国
行业	建筑建材
报告发布日期	2011年9月15日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1290	2492	4366	6616
同比(%)	96%	93%	75%	52%
归属母公司净利润	168	315	609	975
同比(%)	117%	87%	93%	60%
毛利率(%)	27.7%	30.2%	31.9%	32.9%
ROE(%)	10.1%	16.1%	23.8%	27.7%
每股收益(元)	0.44	0.82	1.59	2.54
P/E(倍)	69.90	37.32	19.34	12.08
P/B(倍)	7.08	6.01	4.60	3.35
EV/EBITDA(倍)	58	29	15	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

1 公司全产业链运营能力突出

从设计、施工、苗木整个园林绿化产业链来看，公司除了市场公认的施工能力优秀外，在设计和苗木环节也颇具优势，是行业内少有的综合实力超强的领先企业。

1.1 设计居于行业前列

设计方面，首先，无论是设计收入的绝对额和相对额，还是人均产值，公司均在行业内位居前列。以 2010 年年报数据为例，公司设计收入为 1.02 亿元，占收入的总比重为 7.9%，人均设计产值为 41.7 万元，均高于 A 股另外两家上市公司东方园林和铁汉生态，其中，东方园林，2010 年设计收入为 0.45 亿元，占收入的比重 3.12%，人均设计产值 35.24 万元。优秀的设计能力增加了公司在业务承揽时的竞争力，为公司的工程施工业务提供丰富的项目信息，有利于工程施工业务的开发。

表 1 三家上市公司设计业务情况对比（2010 年）

上市公司	设计收入（百万）	设计收入占比（%）	人均设计产值（万元）
东方园林	45.1	3.10%	35.24
棕榈园林	101.76	7.90%	41.7
铁汉生态	6.27	1.51%	

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

其次，建筑规划设计院的设立使公司成功的把原先的专业设计——风景园林设计进一步延伸至更为广阔的建筑规划设计，打开了公司设计业务的空间，由于目前市政园林项目规模越来越大，有很多已不单单包括园林景观，还涉及到规划和相关的建筑，因此，规划设计院的设立除了能够增加设计业务，提升设计实力之外，还将显著提升公司市政园林业务的总承包能力，在市政园林项目趋于大型化、总承包化的趋势下，有助于公司未来承接大型的市政园林项目。

1.2 苗木资源丰富

苗木方面，公司拥有丰富的苗木资源，特别是于 2004 年建设，将于 2013 年前后出圃的公司 4000 亩在英德和高要两地的苗圃，苗木数量估计在 20 万棵左右，在整个园林施工行业对苗木不够重视的大环境下，显得十分难得，因为这是真正意义上的成熟的生产厂苗圃，虽然现在很多企业纷纷加大了对苗木的投入，但这些都只是刚刚开始，因为真正的苗圃要形成气候，用苗木专家的话说，需要三年打基础，五年求发展，七年才能见成效。

表 2 三家上市公司苗圃情况对比

上市公司	在建苗木总面积	开始建设苗圃的时间	备注
东方园林	9000 多亩	2009 年	非公开发行股票预案募资 22 个亿，其中 10 个亿拟建设 25100 亩苗圃
棕榈园林	17619 亩	1984 年	公司以苗圃起家，1984 年设立中山市小榄区苗圃，其上

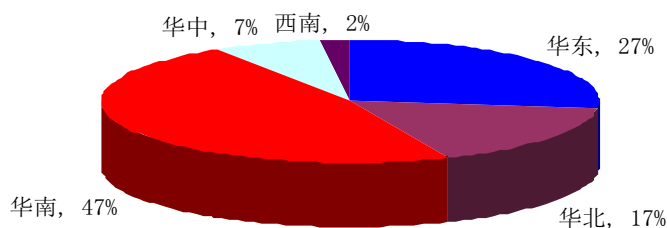
			市时主要的苗圃场英德和高要于 2004 年前后投资建设
铁汉生态	2175 亩	2010 年	

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

随着公司两大生产厂苗圃在未来的出圃，我们认为将直接提高公司未来的毛利率水平，首先，生产厂苗圃的苗木都是从小苗培养成大苗的，因此本身的毛利率就很高（如果在市场上出售的话毛利率基本在 100% 左右，甚至更高），其次，自供苗没有外购苗的层层采购环节，几乎没有采购成本。最后，自供苗减少对于公司施工资金的占用，一般一个施工项目中，苗木成本占比超过 30%。

另外，从公司苗圃场的地理分布看，其主要分布在华北、华东、华南、成渝（西南）、和两湖（华中），而这些都是公司主要业务区域，按照园林绿化适地适树的基本原则，同时苗木基地在施工区域附近，也有利于减少长途运输对苗木存活率的影响，因此能够较好的配合公司跨区域工程的施工和业务的拓展。

图 1 公司苗圃场分布的大致情况

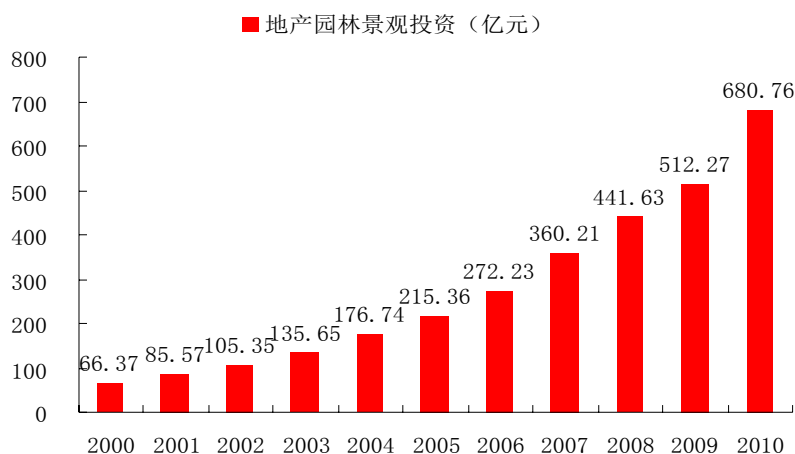


资料来源：东方证券研究所估算

2 房地产调控对公司业绩增长影响有限

虽然政府对房地产市场的调控自年初至今未有松懈，未来还有可能进一步向纵深延伸，但我们认为其对地产园林企业，特别是公司这种行业的龙头企业的影响是十分有限的，主要理由如下：

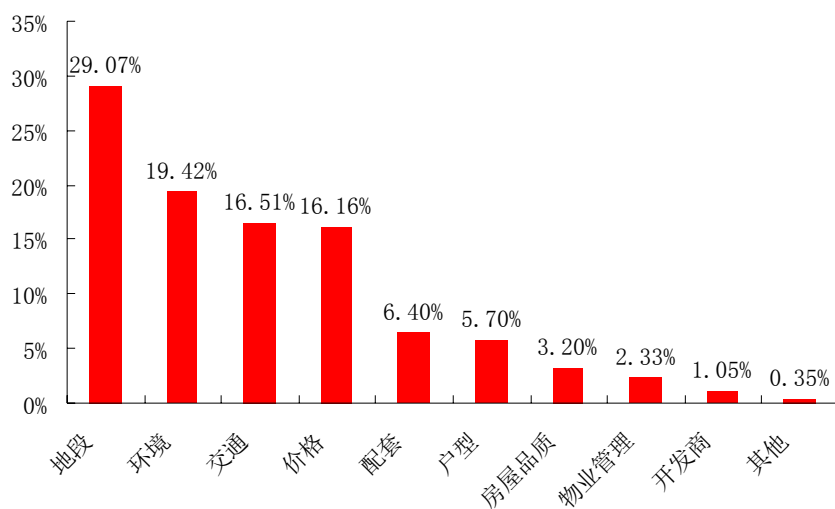
首先，地产园林行业空间存量，行业集中度十分分散。按照 2010 年我国商品住宅投资 34038 亿元测算，保守估计，假设房地产企业的销售收入近似于房地产开发投资，以商品房开发投资总额的 2% 用于配套园林支出测算，我国地产园林的市场容量约为 680.76 亿元。而公司作为行业的龙头，其市场占有率仅有 1.89%，行业集中度十分分散，因此，即使从最坏的情况考虑，国内房地产投资未来不升反降，我们认为公司依然能够凭借其行业内良好的品牌知名度、设计施工一体化的优势、强大的跨区域经营能力和行业内仅有的几家率先通过新股发行打开资金瓶颈的园林企业的先发优势，通过市场占有率的稳步提高，保持公司营收的快速增长。

图 2 近年全国地产园林景观投资总额情况


资料来源：WIND，东方证券研究所整理

其次，园林景观投入低，对提升楼盘品质的效果大。虽然市场上担忧开发商会由于资金的压力压缩对于园林景观的投资，甚至会拖欠园林景观的项目工程款，但我们认为这种可能性不大，即使有也是极个别的现象，因为，一方面，园林景观的投资仅占整个楼盘开发投资的 2%，压缩园林景观投资对于缓解开发商的资金压力影响微乎其微，起不到实质性的效果。

另一方面，随着房地产市场的低迷，竞争的加剧，在房型、建材、甚至是内部装修越来越趋同，难以体现出竞争优势的背景下，园林景观成了越来越多开发商相互竞争所倚重的软实力，同时，从购房者的角度，“买房必看环境”也已成为置业的重要参考指标，因此从这点上看，开发商也不可能压缩园林景观的投资。

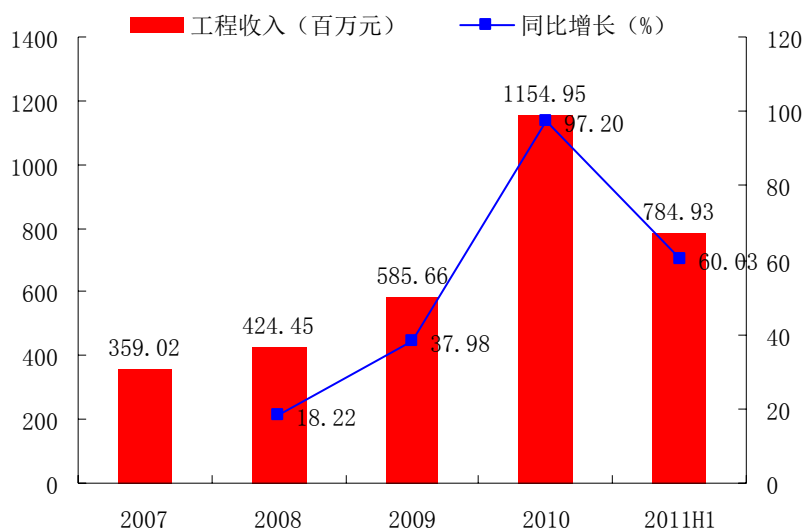
图 3 物业的地段、环境、交通与价格是消费者置业时考虑的四大主要因素


资料来源：中国购房者消费调查报告，东方证券研究所整理

至于开发商拖欠园林景观项目的工程款，我们认为可能性也很低。且不说园林施工企业可以通过控制施工进度在一定程度上控制项目回款的风险，公司 50% 以上的客户都是全国性或者是区域性的房地产龙头企业也保证了项目回款的安全。公司和大型房地产商保持着良好的关系，有很多甚至签署了战略合作协议，目前越来越多的开发商开始重视和战略伙伴的互信互赢的关系，除了强调同等条件下优先采用外，对于保证按合同付款还特别予以承诺。因此我们认为公司未来的项目回款风险不大。

从公司上半年实际的经营情况看，上半年公司工程收入同比增长 60.03%，现金收入比 0.68 的比值高于去年同期的 0.6，也显示出公司营收增长受到房地产调控政策影响有限，项目回款情况良好。

图 4 公司 2011 年上半年营收增速情况良好



注：园林企业通常下半年营收增速要高于上半年

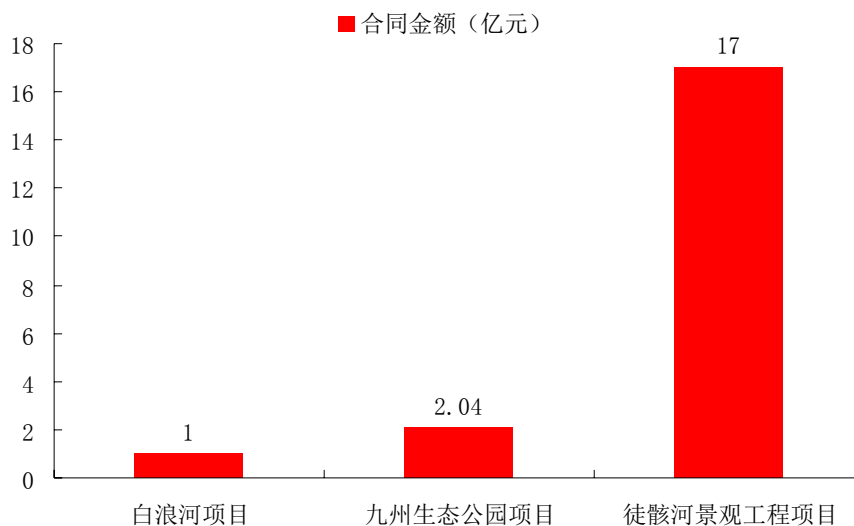
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3 属地化管理有望在山西再下一城

公司在 2010 年上市后把市政园林提升到战略高度，目前公司市政园林业务的开拓情况良好，这其中除了得益于横向并购山东胜伟园林和专门设立市政事业事业部外，公司的属地化管理战略也起到了十分重要的作用。

属地化管理战略的主要思想是在一个地方做业务，就把这个地方的业务做实，做出品牌，争取今后可以把当地其他相关的优质项目都能拿到手，而不是浮花掠影，蜻蜓点水。这样做的好处是精耕一地，深挖资源，节约成本，做到效益的最大化。

公司今年先后披露的两个大单，2 亿元的九州生态公园项目和 17 个亿的徒骇河景观工程项目，加上半年报中披露的白浪河综合治理工程，我们预计其项目工程金额约在 1 个亿左右，这三个项目均地处山东，合同总金额加起来超过 20 个亿，正是得益于公司的属地化管理战略。

图 5 公司在山东的属地化管理效果显著


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

我们预计山西有望成为公司下一个属地化管理战略重点拓展的区域，首先，公司上半年在原先十二个运营中心的基础上，新增设立了山西运营中心，意在增强华北地区的业务承接能力。其次，根据公司网站披露的信息，公司山西运营中心在其员工团结协作，积极开辟市场，努力拓展业务下，已成功地迈出了第一步。截止 7 月底，已正式开工承建园林景观项目三个，总金额达六千多万元。最后，十二五期间山西市政园林市场巨大，为公司的市政业务拓展提供了良好的市场环境，仅以太原今年为例，其将投资 28.34 亿元用于绿化建设。山西业务的稳步开拓将为公司未来市政园林业务继续保持快速增长提供支持。

4 盈利预测和投资评级

我们维持对公司 2011 年-2013 年每股收益 0.82 元、1.59 元和 2.54 元的预测。未来三年业绩复合增长率达 80%。公司股价近期出现大幅下跌，目前对应 2012P/E 仅为 19 倍，低估优势明显，据此我们上调公司评级至“买入”，维持目标价 47.7 元。

5 风险因素

原始股东大额减持对公司短期股价造成冲击的风险。地产调控进一步加剧对公司地产园林业务增长造成不利影响的的风险。公司应收账款不能及时收回的的风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

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