

全能型进取，高增长锁定

报告要点

全能型生态环境建设企业

公司是国内少有的在生态修复与园林绿化领域皆有竞争优势的企业，风险分散和协同效率保证公司行业领先地位。

行业前景向好，公司攻城略地潜力大

在生态修复领域，公路的大规模建设；矿山环境修复保证金制度的逐步完善；水利建设的展开均为市场的快速增长提供保证。在园林绿化领域，随着城市化率的提高，市政园林与房地产绿化的双核动力保证该块业务的稳健成长。而公司充足的现金则支撑其大规模业务扩张。

地处广东，区位优势享受广东高速公路建设订单

目前广东省政府出台了高速公路投资规划，预计在未来五年高速公路投入5000亿元，较“十一五”期间投入额有大幅提升。

募资提高订单获取能力延伸产业链

苗圃基地建设项目达产后将在一定程度上覆盖上游成本压力，提高公司盈利水平。公司超募资金仍有节余，公司依然具有继续获得BT订单的能力。

盈利预测与风险提示

公司目前面临的主要风险在应收账款风险、成本上升风险、市场竞争风险。我们预计摊薄后2011年-2013年的EPS分别为0.96、1.77、2.55元。对应当前股价的PE分别为50.85、27.75、19.18倍。

当前股价: 49.00

工业行业评级

公司基本数据 2011.10.12

总股本(万股)	11697
流通A股/B股(万股)	2945/0
资产负债率	31.15%
每股净资产(元)	1.96
市盈率(当前)	88.73
市净率(当前)	25.03
12个月内最高/最低价	127.30/44.29

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

东方园林	10A	11E	12E
PE	54.22	0.00	0.00
PB	10.82	0.00	0.00
EV/EBITDA	41.23	0.00	0.00
棕榈园林	10A	11E	12E
PE	36.91	0.00	0.00
PB	3.74	0.00	0.00
EV/EBITDA	27.93	0.00	0.00

相关研究

分析师:

苏雪晶

(8621)68751691

suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120021

联系人:

陈烨远

(8621) 68751691

Chenyy1@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	416	914	1512	2311
增长率(%)	-2%	120%	65%	53%
归属母公司所有者净利润(百万元)	64.6	97.8	179.2	259.2
增长率(%)	32%	51%	83%	45%
每股收益(元)	0.547	0.964	1.766	2.555
净资产收益率(%)	28.2%	31.3%	38.6%	37.9%
营业收入(百万元)	416	914	1512	2311

正文目录

拥有生态修复资质的园林企业	5
壁垒优势的生态修复行业方兴未艾	5
生态修复具有技术壁垒	5
生态修复方兴未艾	7
园林绿化增长稳定	12
专业优势明显的全能型园林公司	14
生态环境建设领域的全能型选手	14
公司专业领域先发优势明显	15
区位及政策优势利好公司未来发展	17
园林绿化业务继续拓展	18
订单充裕，运营模式锁定未来业绩	19
年报季报齐出，业绩增长复合预期	19
募资带动订单，模式锁定业绩	20
苗圃基地建设项目分析	26
盈利预测与估值	27

图表目录

图 1: 公司上市前股权结构情况	5
图 2: 生态环境建设的划分	5
图 3: 行业主要进入障碍	7
图 4: 江西鹰瑞高速绿化景观工程施工前效果	7
图 5: 江西鹰瑞高速绿化景观工程施工后效果	7
图 6: 全国公路里程数（万公里）	8
图 7: 全国公路建设投资额（亿元）	8
图 8: 公路修复业务市场规模预测（万元）	8
图 9: 中国与德国煤矿复垦率对比（以 2000 年为基准）	9
图 10: 我国煤炭产量情况	10
图 11: 煤炭开采修复市场估计	10
图 12: 水利建设生态修复市场估计（亿元）	11
图 13: 生态修复市场规模预计（亿元）	11
图 14: 我国城市人口与城市化率情况	12
图 15: 城市绿地面积（万公顷）	13
图 16: 我国房屋竣工面积及预测	13
图 17: 园林绿化市场规模情况（亿元）	14
图 18: 公司与竞争对手的业务领域示意图	14
图 19: 公司主营业务分产品销售情况	15
图 20: 东方园林主营业务分产品销售情况	15
图 21: 生态修复与园林绿化各自特点的对比	15
图 22: 广东省公路投资额月度数据（万元）	18
图 23: 公司财务情况	19
图 24: 公司与可比上市企业的综合毛利率比较	20
图 25: 公司综合毛利率与在建合同毛利率的比较	20
图 26: 公司与可比上市企业的应收占款周转率比较	20
图 27: 公司与可比上市企业的存货周转率比较	20
图 28: 营收账款周转率、存货周转率	21
图 29: 公司经营流程及资金占用示意图	21
图 30: 公司建造合同形成的资产（万元）	22
图 31: 公司、东方园林、棕榈园林业务占款情况对比	23
图 32: 公司未来苗木用量预测（万元）	26
表 1: 德国采矿占用土地和重新利用土地情况	10
表 1: 公司生态修复相关技术成果	16
表 2: 公司园林绿化相关技术成果	16
表 3: 公司近年来的重要项目情况	17
表 4: 公司近期部分订单情况	18
表 5: 公司存货情况	24
表 6: 公司在建合同形成的资产情况	24

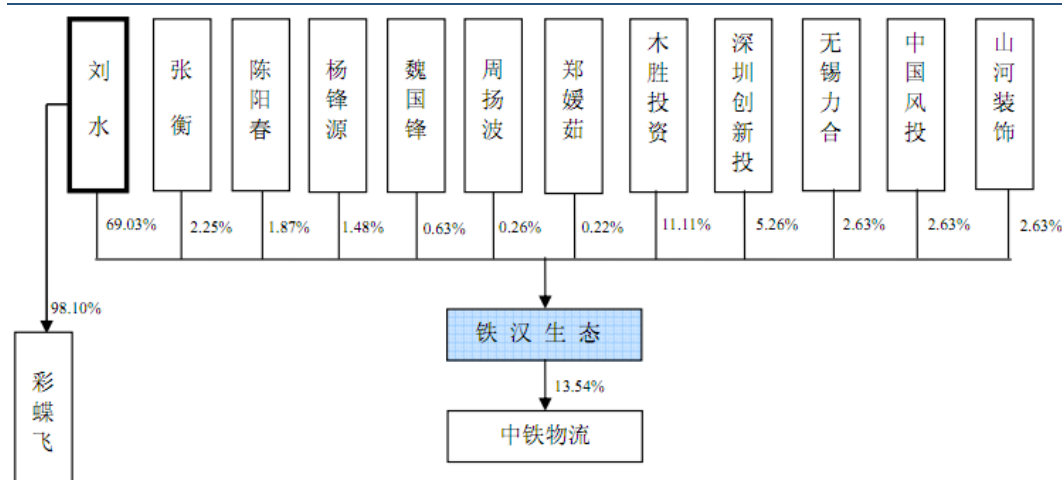
表 7: 公司新近新增订单情况.....	24
表 8: 木胜投资股东构成情况.....	25
表 9: 公司业务收入预测.....	27
表 10: 公司业务毛利率预测.....	27
公司财务报表及指标预测.....	28

拥有生态修复资质的园林企业

公司前身为成立于 2001 年 8 月 7 日的深圳市铁汉园林绿化有限公司。2009 年 8 月，经铁汉园林股东会通过，由铁汉园林原股东作为发起人，以截止 2009 年 7 月 31 日的净资产 85,021,423.70 元折为普通股 4,000 万股，整体变更为股份有限公司。

公司于 2011 年 3 月在创业板上市，此次 IPO 合计发行股份 1550 万股，发行后总股本 6156 万股。公司董事长刘水先生持股 3179.54 万股，占总股本比例为 51.65%，为公司控股股东与实际控制人。在公司的其他自然人股东中刘溪、刘情、刘长、张衡为刘水的亲属，刘情与魏国锋为配偶关系，刘溪、刘情、刘长合计持有木胜投资 52.40% 的股权。同时，员工通过木胜投资间接持有公司股份，员工激励相对到位。

图 1：公司上市前股权结构情况



资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

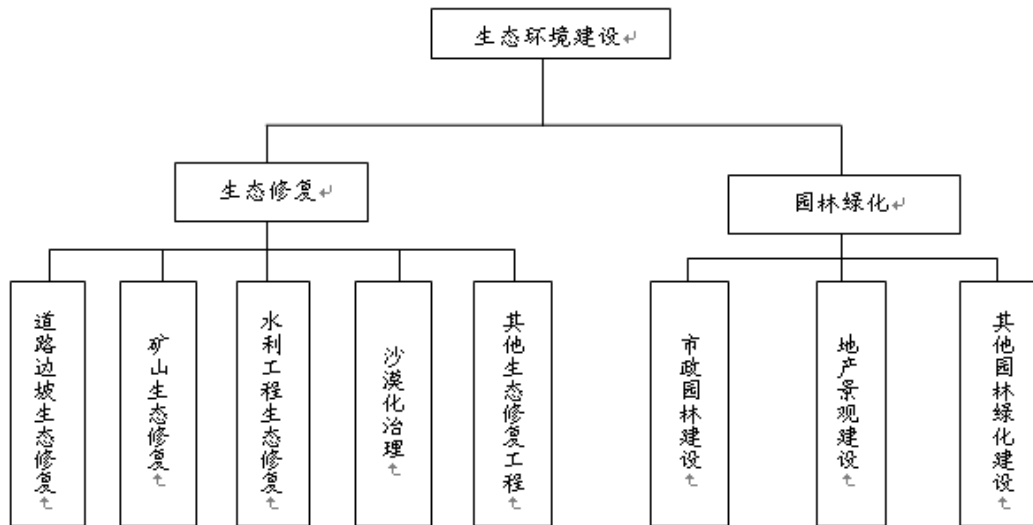
壁垒优势的生态修复行业方兴未艾

生态修复具有技术壁垒

生态环境建设是指利用物理和生物工程等方法对人类生存的环境进行修复建设，以改善人类生活环境，实现可持续发展，主要包括水体、大气、陆地领域等生态环境建设。公司涉及的生态环境建设领域为陆地生态环境建设。

具体地，按施工对象、施工技术及施工目的不同可以分为生态修复及园林绿化两大领域。

图 2：生态环境建设的划分



资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

作为一个新兴的行业，生态环境建设具有巨大的市场潜力，但同时，其亦具有一定的行业壁垒，维持了行业较高的盈利水平。其进入壁垒主要表现在：

一、行业由于其特殊要求性，相应地，技术能力是其主要进入障碍。

具体地，生态修复在施工过程中需要综合采用植物选培、基质配置、工程施工等综合技术，涉及生态学、岩体工程力学、土壤肥科学、农学、生物学、园林学、工程机械学等多个学科。具体到植物选培和施工工艺上，因实施生态修复的地质环境等外部因素复杂多变且较为恶劣，要求植物具有较强的抗性，对植物选培提出了一定要求，需要进行植物抗逆性筛选、本地植物储备、多样化配置。同时，在施工工艺上，需要因具体施工环境的不同采取相应的施工工艺，具体地，有液压喷播、客土喷播、植生槽、挂笼砖等，其中液压喷播和客土喷播有较高的技术要求。如果不能掌握上述技术并灵活运用，工程施工后很容易造成“一年绿、二年黄、三年荒”的现象，所以技术实力是进入生态修复领域的主要障碍。

园林绿化工程施工后一般能够获得较好的后期养护，对植物的抗逆性及施工技术要求较低，但大型的园林绿化工程涉及的范围比较广，经常需要移植一些特殊的植物（如大型乔木等），一般需要掌握与大型乔木移植有关的技术。

二、较高的资金需求是行业的另一主要进入障碍。

生态环境建设行业属于典型的资金密集型行业，建设方一般通过招标的方式确定工程施工方，从业企业自参与投标到工程结算后的质量保证，需要占用自身大量资金，这对行业内公司的资金实力提出了很高的要求，资金实力成为市场潜在进入者的主要障碍之一。

三、项目经验形成的在位优势亦是该行业的进入障碍

生态环境建设行业，特别是生态修复领域地域分布较广。由于各地的自然环境、植物习性、生态破坏程度、岩土结构等各不相同，这就要求相关企业及从业人员对各地的物种组成、植被结构和地理环境具有非常深入的了解，具备丰富的跨区域施工经验，并且能够熟练掌握相关的业务技术。丰富的经验增加了企业取得订单的成功率，而这有反过来促进了经验的提高，进而形成在位优势。

另外，管理水平与准入制度亦构成行业进入障碍。

图 3：行业主要进入障碍



资料来源：长江证券研究部

生态修复方兴未艾

生态修复业务开展时间较短，公司自成立之初一直从事该项业务。目前，该领域企业较多，但是有竞争力的企业并不多，由于技术及经验壁垒，在深圳的近 300 家同类企业中具有生态修复资质的不超过 10 家。

相对于行业内企业较小的规模，生态修复业务的市场规模则显得巨大，且呈现出较快的增长趋势。对公司来说无疑提供了一个快速扩张的外部环境。以下就生态修复领域的三块主要业务来对其市场规模进行大致测算。

公路边坡修复业务

道路修复业务主要包括公路与铁路两块，公司在该领域业务主要集中于公路坡边修复工程。山区高速公路因边坡稳定而带来的交通环境的安全性问题、裸露的边坡面临水土流失的环境问题、美观问题共同促成了公路边坡修复的需求。

图 4：江西鹰瑞高速绿化景观工程施工前效果



图 5：江西鹰瑞高速绿化景观工程施工后效果

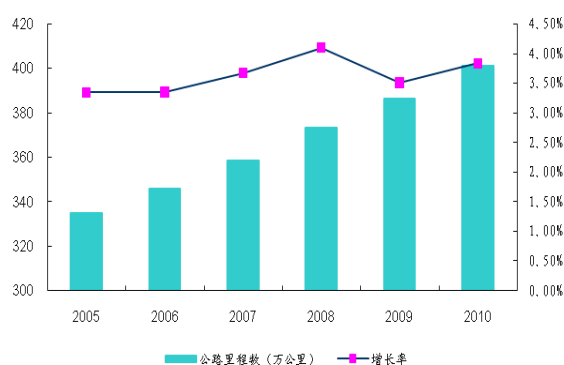


资料来源：公司招股意向书，长江证券研究所

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究所

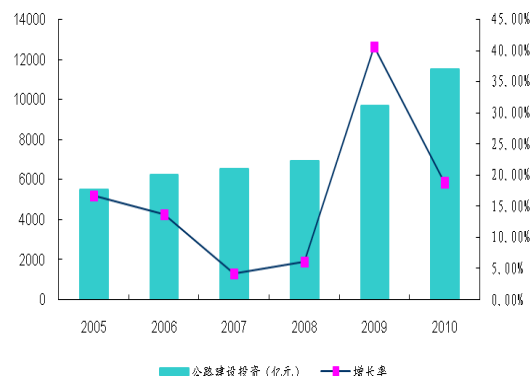
我们以公司业务集中的公路边坡修复业务进行测算。截至 2010 年，全国共有高速公路里程 7.4 万公里，居世界第二，近 10 年复合增长率为 16.3%，10 年净增里程约 9000 公里。我国 2010 年公路建设投资额已达 11482.28 亿元，公路里程突破 400 万公里，达 400.85 万公里。根据中华人民共和国交通运输部《2007 年度中国公路水路交通环境保护状况报告》，从 2002 年到 2006 年，公路建设项目平均环保投资比例从 1.4% 上升到 1.84%，呈逐年上升趋势。未来高速路生态恢复与绿化投入占比按 2%，每公里投资按 8000 万测算，市场规模约 140 亿。同时，高速公路业务具有高利润，结算快，资金有保障等优点，其业务占比的提高有利于增强公司盈利水平。

图 6：全国公路里程数（万公里）



资料来源：交通部，长江证券研究所

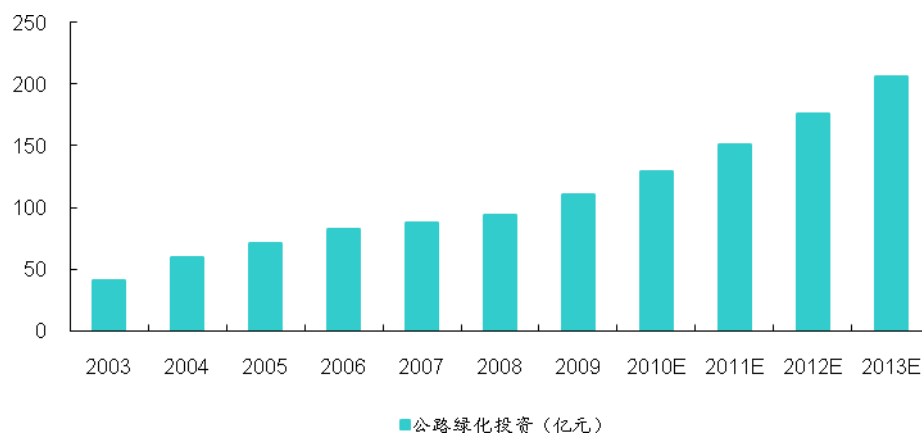
图 7：全国公路建设投资额（亿元）



资料来源：交通部，长江证券研究所

跟据上述测算，我们预计公路边坡修复业务的市场规模增速将保持在 18% 左右的较高增速，至 2013 年，业务规模将突破 200 亿。

图 8：公路修复业务市场规模预测（万元）



资料来源：公司招股意向书，中国统计年鉴，长江证券研究部，

而作为行业领先者的公司，丰富的项目经验为其项目竞标增添砝码，同时，在后 IPO 时期公司凭借其强大的营运资本，扩张速度有望增快。而在公司业务集中的广东地区，其业务有望实现飞跃式增长。

矿山生态修复领域

矿山在开采过程中会对当地植被及生态环境造成巨大破坏，因而，事后应该对被破坏生态环境进行修复。

自上世纪 90 年代起，重建矿区生态环境，实现可持续性发展，已得到世界各国的重视。我国也于近年来采取相应措施保障矿山修复的健康发展。

2006 年 2 月 10 日，财政部、国土资源部、国家环保总局联合发布《关于逐步建立矿山环境治理和生态恢复责任机制的指导意见》，提出从 2006 年起要逐步建立矿山环境治理和生态恢复责任机制。

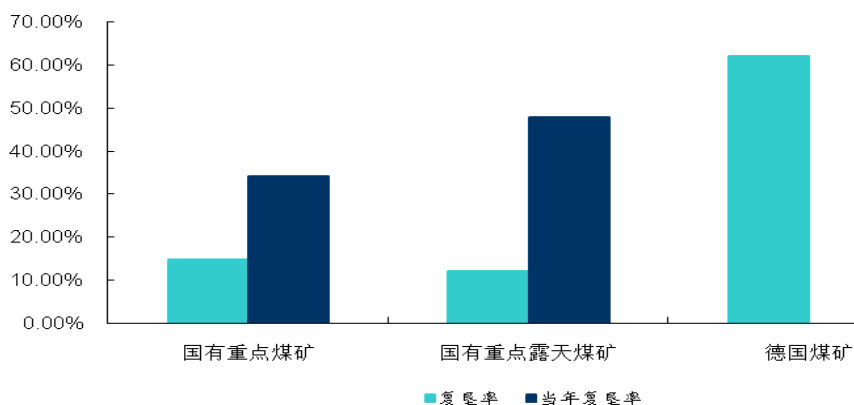
2007 年 10 月 1 日，山西省政府下发《山西省矿山环境恢复治理保证金提取使用管理办法(试行)》，规定对煤炭企业征收的矿山环境恢复治理保证金的提取标准为每吨提取 10 元，按月提取。

2010 年 9 月，“全国矿山生态环境恢复治理现场会”提出“落实企业责任，积极探索矿产资源生态环境保护新道路”。

尽管目前尚无全国性矿山环境恢复治理保证金制度，但部分省市已经开始进行试行，参对世界其他国家相关制度，我们认为矿山环境恢复治理保证金制度的施行将是一种趋势。

在煤矿修复领域，根据 WWF《中国煤炭开发与利用的环境影响研究》，截止到 2000 年我国国有重点煤矿地表塌陷总面积达 293,681 公顷，其中仅 14.8%的土地复垦，2000 年当年的土地复垦率也仅有 34%，远低于德国同期近 62%复垦率的水平。在矿山修复领域我国任重道远，而相应地，矿山生态修复市场潜力巨大。

图 9：中国与德国煤矿复垦率对比（以 2000 年为基准）



资料来源:《中国煤炭开发与利用的环境影响研究》,德国煤炭经济统计,长江证券研究部,

表 1: 德国采矿占用土地和重新利用土地情况

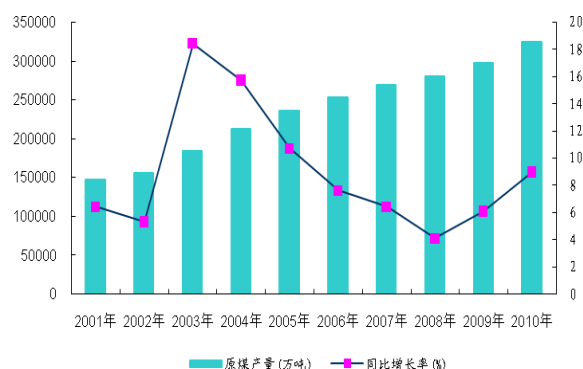
年份	压占土地(合计) / hm^2	企业压占 / hm^2	重新利用的土地/ hm^2
1965	49,582	30,248	19,335
1970	58,453	30,434	28,019
1975	67,731	30,968	36,763
1980	78,597	32,258	46,569
1985	90,443	33,493	53,209
1990	102,964	43,335	59,629
1995	162,343	72,422	89,921
1998	160,457	66,660	93,797
1999	161,684	64,512	97,171

资料来源:德国煤炭经济统计,长江证券研究部

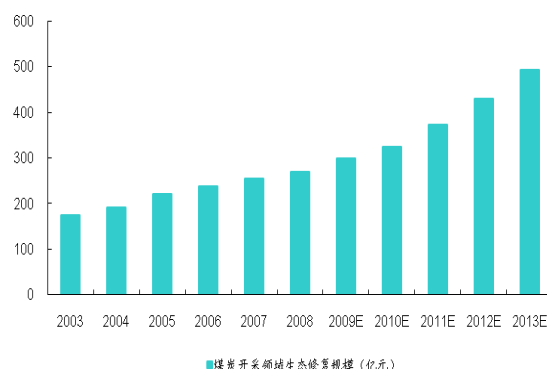
对此,我们按照目前已施行的山西省矿山环境恢复治理保证金制度的收费标准计算,如果全额提取,则根据我国煤炭产量可以估算出我国 2010 年煤炭矿山修复业务的潜在市场规模约 389 亿元。

图 10: 我国煤炭产量情况

图 11: 煤炭开采修复市场估计



资料来源：wind，长江证券研究所



资料来源：长江证券研究所

而在考虑了其他矿山开采领域的生态修复市场规模后，整个矿山开采修复市场规模远大于此。

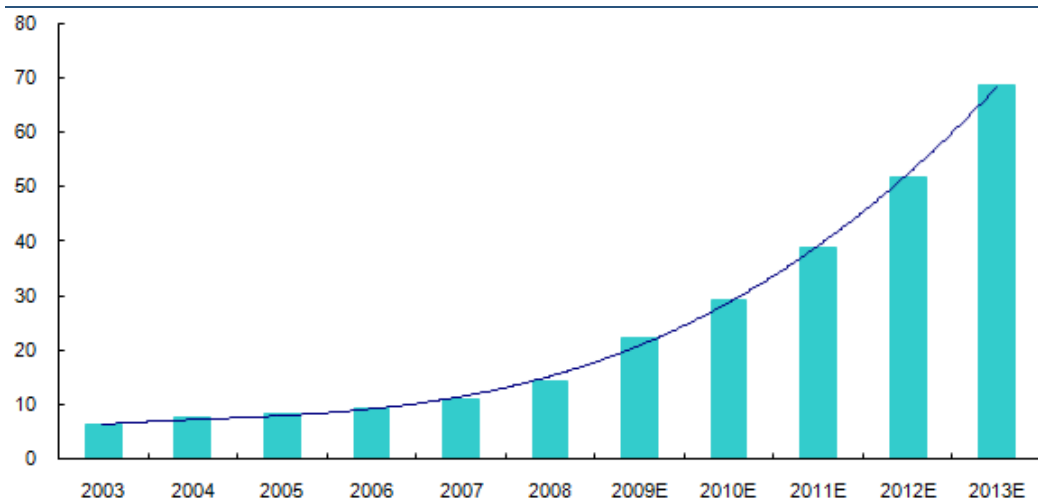
以采石场领域为例，仅广东地区便有 2,000 多个采石场，近两年需要植被恢复的采石场总面积约 2,500 万平米，按照 100 元/平米的生态修复成本测算，其市场规模大约有 25 亿元。

故，综上，矿山修复领域市场规模潜力巨大。

水利建设生态修复市场

2011 年中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》提出加大公共财政对水利的投入，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。按照 2010 年水利投资 2000 亿水平计算，未来 10 年的水利投资将达到 4 万亿元。目前我国水利建设投资总额中约有 2% 的比例用于生态环境建设，我们预计生态修复占投资总额的 1%，则“十二五”期间，水利建设生态修复市场将具备 40 亿每年的市场规模。

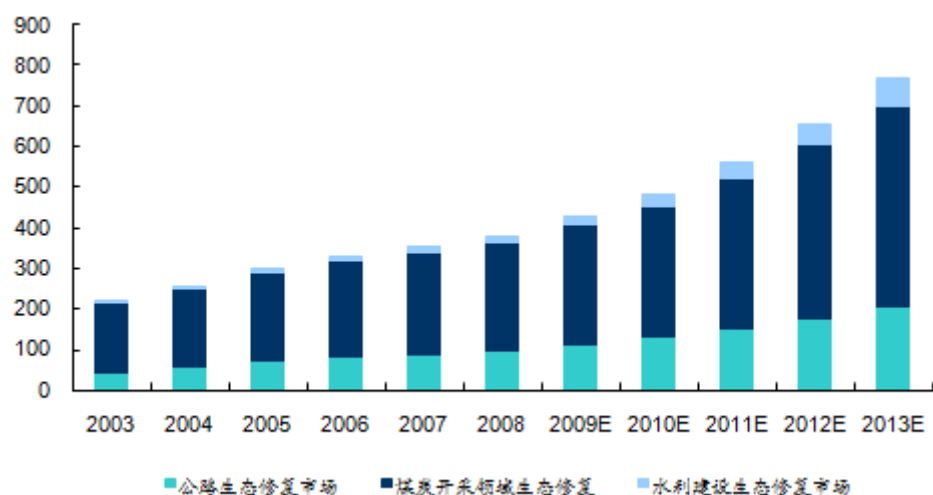
图 12：水利建设生态修复市场估计（亿元）



资料来源：中国统计年鉴，长江证券研究部，

通过对以上生态修复领域的三个细分市场的分析，我们预计生态修复市场静态规模在 500 亿左右，未来增速有望保持在 20% 左右，业务空间巨大。

图 13：生态修复市场规模预计（亿元）



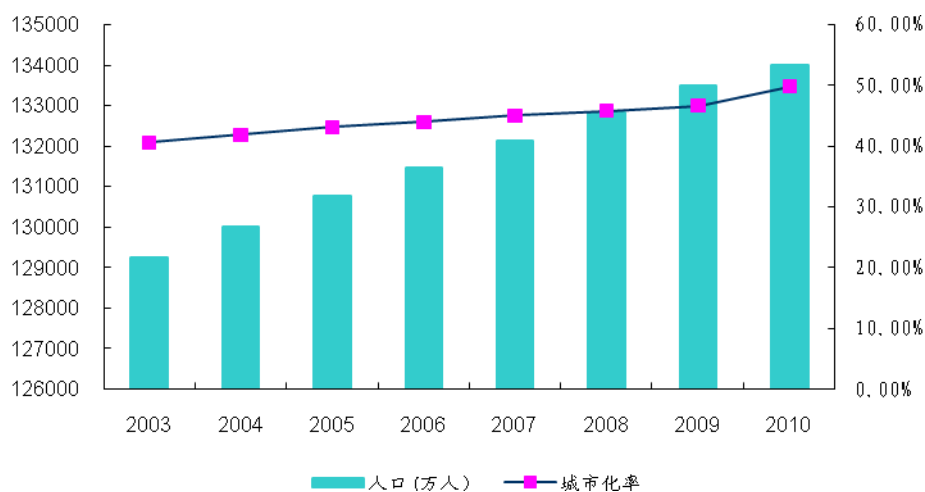
资料来源：长江证券研究部，

园林绿化增长稳定

做为公司两大主营业务之一，园林绿化在公司主营业务收入占比达到 57.23%（根据公司 2010 年年报），为公司主要收入来源。具体来看，又主要分为市政园林和地产景观两大业务类型。该业务市场容量主要受人口、城市化率、人均住房面积、人们生活水平等多方面因素的影响。

根据新公布的第六次全国人口普查结果，我国目前人口 13.397 亿，其中城镇人口 6.656 亿，占 49.68%。同 2000 年第五次全国人口普查相比，城镇人口增加 207137093 人，乡村人口减少 133237289 人，城镇人口比重上升 13.46 个百分点。我国城市化率保持在每年 1% 以上的增速，每年约新增 2000 万城镇人口。在 2030 年，城市化率有望达到 70%。随着我国城市化率的不断提高，园林绿化的市场规模仍存在较大增长空间。

图 14：我国城市人口与城市化率情况



资料来源：中国统计年鉴，长江证券研究部，

以此同时，随着社会的进步，人们生活水平的提高，社会对城市绿地的需求也越来越大。对比发达国家的城市化进程，在城市化后期，相较于基础建设，绿化等配套建设的投入将呈现

一个较快的增长。而近年来，城市绿地面积的大幅增长也证明了这一观点。城市绿地面积的持续增长将带动园林绿化业务的进一步提升。

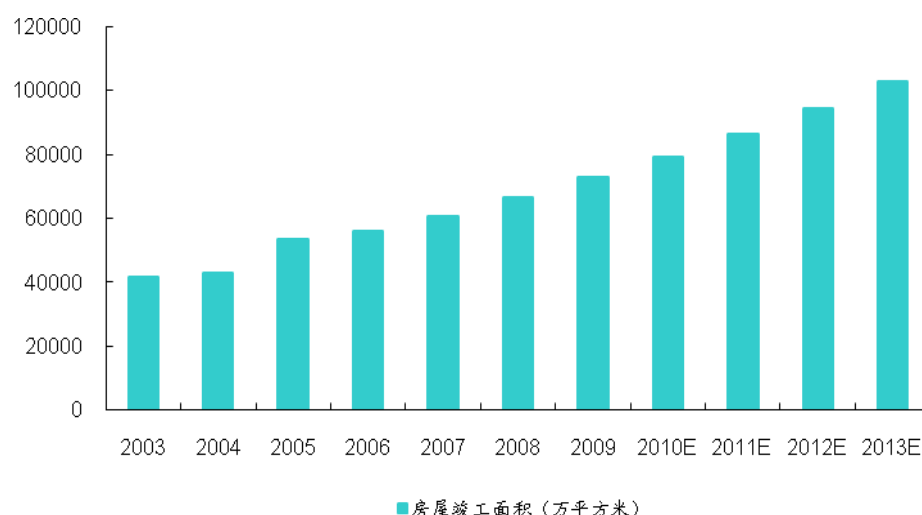
图 15：城市绿地面积（万公顷）



资料来源：中国统计年鉴,长江证券研究部,

城市化率的提升和保障性住房建设将保证地产景观业务的成长性。2009 年我国房屋竣工面积 72677.4 万平方米，2003-2009 年间的 CAGR 为 9.9%，按房地产平均容积率为 2.0，景观面积占 50%，景观绿化的投资成本为 200 元/平米计算，09 年地产景观市场规模在 360 亿元左右。我们按照房屋竣工面积 9% 的增长率保持增长，其竣工面积将于 2013 年突破 10 亿平方米，市场规模将突破 500 亿元。

图 16：我国房屋竣工面积及预测



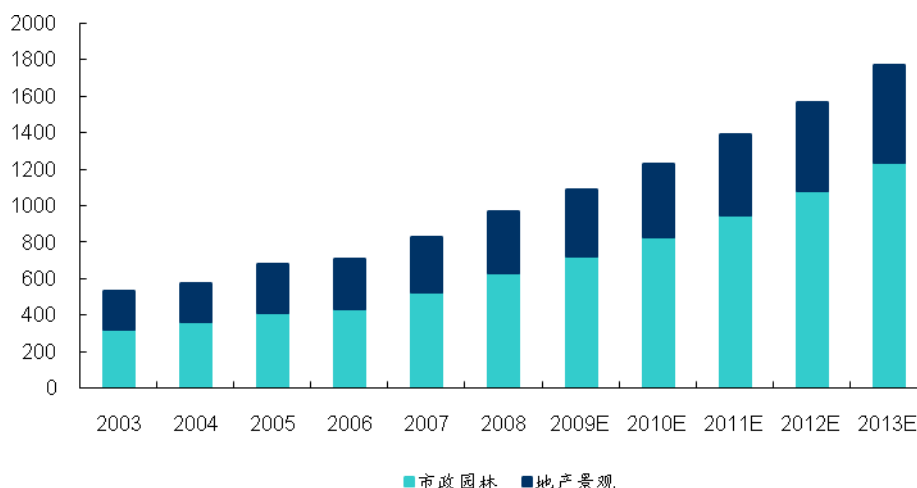
资料来源：中国统计年鉴，长江证券研究部，

在市政园林方面，2008 年政府直接用于大型公共绿地建设的投资额在 650 亿左右，较 2001 年大幅增长 298%，CAGR 为 32%。我们按照观察期市场规模成长情况预计未来园林绿化业务

的增长率将达到 12%-14% 的水平，成长性良好。

综合以上对市政园林及地产景观业务的市场容量分析，我们预测园林绿化业务的静态市场规模在 1000 亿元左右。随着我国人口、人口增长率的稳定增长以及人们生活水平的提高，园林绿化业务的市场规模将保持长期快速增长态势。

图 17：园林绿化市场规模情况（亿元）



资料来源：公司招股意向书,长江证券研究部,

专业优势明显的全能型园林公司

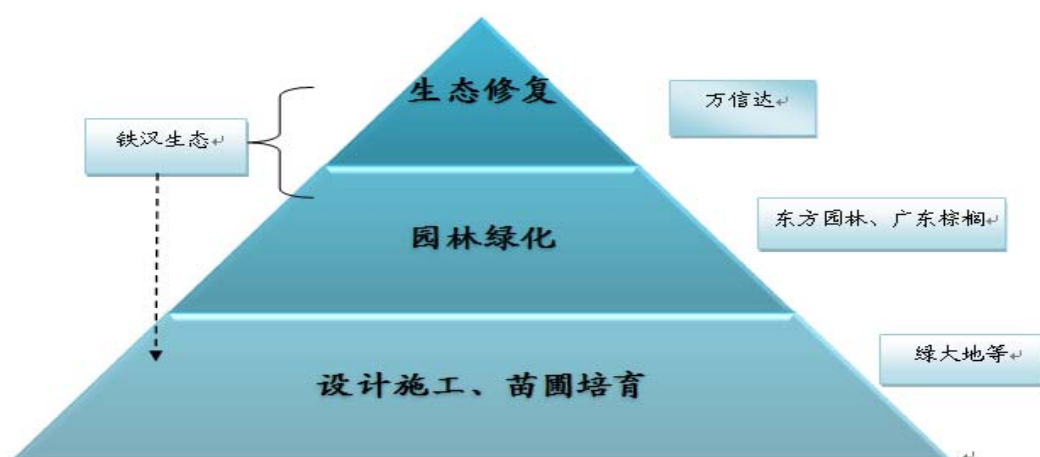
生态环境建设领域的全能型选手

公司在生态修复、园林绿化两个领域同时展开业务，拥有研发人员 53 人，占员工总数的 21.81%，同时，设计部拥有一个近 40 人的团队。公司核心管理团队保持稳定，现有副研究员 1 人、高级工程师 9 人、一级建造师 6 人、二级建造师 11 人，中级职称以上的员工近 50 人。公司目前项目经理约 50-60 人，由于项目经理可以同时带多个项目，其人员储备与目前的业务情况较为匹配。同时，公司具备国家城市园林绿化一级资质、风景园林工程设计专项乙级资质、造林工程施工乙级资质、造林工程规划设计丙级。具备强大的业务实力，同时，能够享受不同业务间因协同效应带来的范围经济。

公司在国内的竞争对手主要有从事生态修复的企业，如万信达；从事市政园林及地产景观建设等园林绿化领域的公司，如东方园林、广东棕榈；从事苗木种植及销售的公司，如绿大地等。

由于行业不同领域间具有一定的进入壁垒，且不同地域因土壤性质、苗木品种差异，故行业中较少存在跨区域/地域型企业，公司相较竞争对手拥有较广的业务范围与区域，可以享受额外的协同效应及风险分散效应带来的价值。

图 18：公司与竞争对手的业务领域示意图

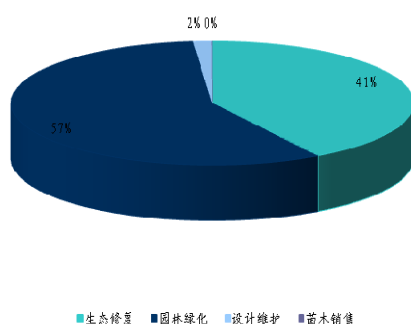


资料来源：长江证券研究部

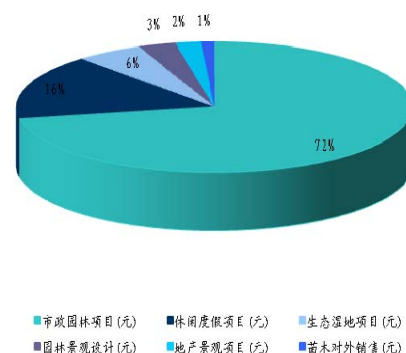
以东方园林为例，其主营业务收入中约 99% 由园林绿化业务贡献，苗木销售业务几乎可忽略不计，而公司生态修复和园林绿化齐头并进，各贡献约一半业绩。

图 19：公司主营业务分产品销售情况

图 20：东方园林主营业务分产品销售情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司专业领域先发优势明显

生态环境建设最初主要是市政园林建设，随着近来我国城市化进程的加快以及房地产行业的迅速兴起，地产景观市场也得到了极大地发展。

而近十年来，我国在道路、水利工程建设方面加大了投入，与此同时，国家也投入大量资金用于修复基础设施建设造成的生态破坏。在矿山生态修复和沙漠化治理等方面，有关部门已开始进行整治工作，生态修复领域可谓方兴未艾。而生态修复较高的毛利率与进入壁垒将为公司的先发优势带来丰厚的回报。

图 21：生态修复与园林绿化各自特点的对比



资料来源: 长江证券研究部

公司自 2001 年成立以来, 在生态修复和园林绿化领域建立了一定的技术优势。具体来看, 其在上述两个领域取得了多项专利与科技成果。与行业领先企业东方园林、广东棕榈共同处于行业领导者地位。

公司作为行业领先者, 在相关领域具有技术领先优势而其品牌与项目经验为公司构建了在位优势。具体来看:

公司在技术层面上, 因表层土壤或岩石硬度、养分等相关特点各异, 其对植物选培、基质配置、施工工艺等要求也各不一样。技术要求高为行业的已达进入壁垒。公司在生态修复和园林绿化领域有大量科技成果, 具备技术优势。

表 1: 公司生态修复相关技术成果

序号	名称	取得状态	性质	备注
科技成果				
1	裸露坡面生态恢复新技术研究	已登记	-	独占
2	矿山植被生态恢复技术及植被生态稳定性跟踪评估研究	已登记	-	共有
3	废弃土石场水土保持生态环境建设研究	已登记	-	共有
4	立面绿化植物新品种的应用示范与推广	已登记	-	共有
已取得的专利				
1	一种裸露岩体坡面低养护的植物护坡方法	已取得	发明	独占
2	固坡节水型种植容器	已取得	实用新型	独占
3	边坡种植容器	已取得	外观设计	独占
4	一种坡度测量仪	已取得	实用新型	独占
已受理申请的专利				
1	胡杨 DREB 类转录因子、其编码基因、其应用	已受理	发明	共有
2	铃铛刺 DREB 转录因子 cDNA 序列及其表达载体和应用	已受理	发明	共有

资料来源: 公司招股意向书, 长江证券研究部,

表 2: 公司园林绿化相关技术成果

序号	名称	取得状态	性质	备注
已取得的专利				
1	用于生态园林的枝叶花草废弃物就地发酵器	已取得	实用新型	独占
2	灵芝花卉共生盆景及其使用的多孔栽培器	已取得	实用新型	独占
3	一种定向多层排蓄水多层阻根培植绿化盘	已取得	实用新型	独占
4	一种室内外垂帘绿化可升降的固液二用植生盒	已取得	实用新型	独占
5	一种剪枝器	已取得	实用新型	独占
已受理申请的专利				
1	胡杨 DREB 类转录因子、其编码基因、其应用	已受理	发明	独占
2	铃铛刺 DREB 转录因子 cDNA 序列及其表达载体和应用	已受理	发明	独占
3	一种立体花坛构件、装置及系统	已受理	发明	共有
4	应用于立体绿化的植生块	已受理	发明	共有
5	一种定向多层排蓄水多层阻根培植绿化盘及组成的系统	已受理	发明	独占

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

丰富的项目经验优势

作为新兴产业，生态修复业务技术储备较少，从业公司一般规模较小，尚未出现具有绝对影响力与号召力的公司。在此情况下，拥有相对丰富的项目经验对于建立公司美誉度与扩大公司营业规模具有较大促进作用。公司是国内最早从事生态修复业务的公司之一，有各种复杂环境下的跨区域生态修复工程施工经验。

表 3：公司近年来的重要项目情况

序号	名称	合同金额（万元）
生态修复工程项目		
1	湖南长沙太阳星城生态景观工程	20,000.00
2	广州南沙开发区采石场整治绿化工程	5,309.83
3	龙岗区龙城公园一标	3,837.48
4	龙城公园二标工程	3,345.12
5	深圳市星河丹堤展示区入口道路及样板绿化工程	2,410.45
6	江西前湖国宾楼、商务楼绿化工程	2,314.78
7	惠州市中心人民医院江北新院	2,000.00
园林绿化工程项目		
1	唐山市陡河青龙河防洪排涝综合整治工程	4,647.96
2	卓越皇岗世纪中心园林景观工程	4,615.79
3	陈村镇新城区中心公园景观工程	4,001.18
4	中粮北纬 28 度景观绿化	3,666.89
5	唐山市陡河青龙河防洪排涝综合整治工程陡河段绿化施工 LH-9 标段	2,604.83
6	金融街惠州喜来登酒店室外景观工程	2,601.12
7	星河发展中心景观工程	2,100.00

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

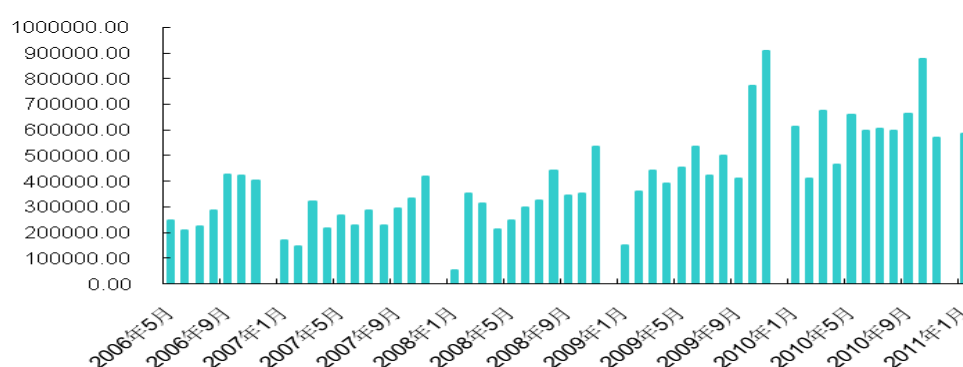
区位及政策优势利好公司未来发展

目前国内园林绿化领域行业集中度较低，该领域尚未出现能够主导国内市场格局的大型企

业,但是已经形成了地域性的龙头企业。公司是深圳市的园林绿化龙头企业,根据《2008 年度深圳市政府投资工程预选承包商名录》,发行人在城市园林绿化企业中位居第二名;2010 年 10 月发行人被深圳市风景园林协会评为“2008-2009 年度‘深圳市优秀园林企业’第一名”、“‘深圳市十强优秀园林企业’第一名”。在广东地区具有较高美誉度。

同时,在公司业务占比较高的华南地区,广东省“十二五”规划明确指出 5 年内年均投资 1000 亿,新增高速公路 5000 公里至县县通高速目标,相较于目前近 700 亿的投资规模有大幅提升。而按照前述生态修复投资占比计算,未来仅广东一省的市场规模就约 20 亿元每年,由于公司在广东省具有一定的品牌号召力,且具有众多的项目经验与成功案例,其拿单能力较为可观,高速公路业务未来增长潜力巨大。

图 22: 广东省公路投资额月度数据(万元)



资料来源: WIND,长江证券研究部,

公司未来在高速公路生态修复领域有望凭借有利的区位优势,依靠广东省政府加大高速公路投资这一契机,在该业务上实现突破。

园林绿化业务继续拓展

虽然公司未来发展较为侧重于生态修复领域,但园林绿化业务在公司业务收入的比重仍在 50%以上,该业务未来的发展对公司业绩有着较大影响。公司该块业务近期发展态势良好,近年来增长势头良好。

在大力发展生态修复业务的态势,公司近期在园林绿化领域陆续取得了不少订单,其部分情况如下:

表 4: 公司近期部分订单情况

序号	名称	合同金额(万元)
园林绿化工程项目		
1	绿化处迎大运施工、设计、监理项目	39.8717
2	陈村镇新城区中心公园景观工程	889.3964
3	川东道路发展项目万源(陕川界)至达州(徐家坝)段高速公路环境绿化景观工程	1034.36
4	大运场馆周边储备土地简易绿化工程	158
5	深圳市公园公共绿地管养项目	-
6	福田区绿化工程管养项目	-

7	赣州市机场走廊增率项目	873.1107
8	深圳机场飞行区扩建工程绿化工程	914.13

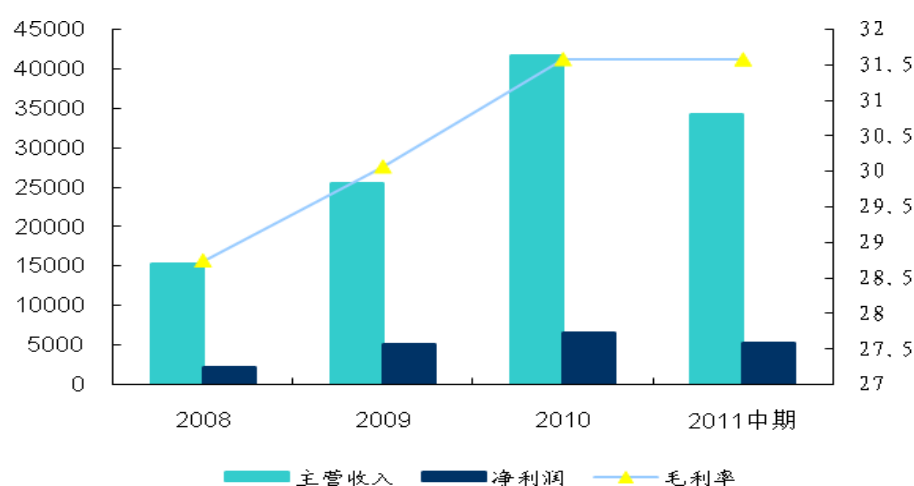
资料来源：长江证券研究部

订单充裕，营运模式锁定未来业绩

年报季报齐出，业绩增长复合预期

根据公司招股意向书及 2010 年年报信息，公司 2007-2010 年度营业收入分别为 9515.81、15158.39、25342.52、41613.29 万元，复合增长率达到 44.61%。实现归属母公司所有者净利润 882.13、2034.11、4967.44、6459.26 万元，复合增长率为 64.50%。公司 2011 年一季度营业收入 14451.09 万元，同比增长 59.80%，实现归属母公司所有者净利润 2068.00 万元，同比增长 54.88%。

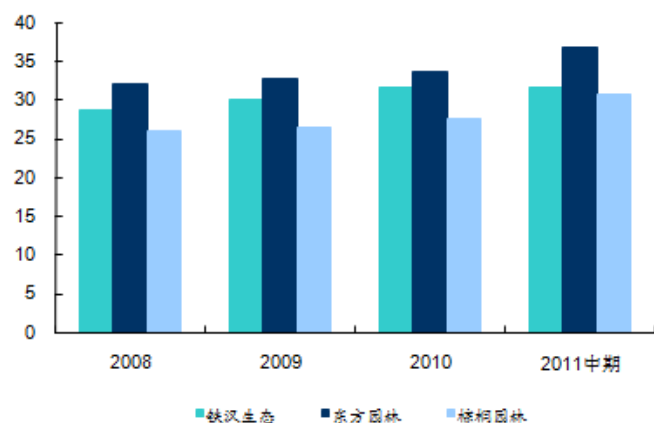
图 23：公司财务情况



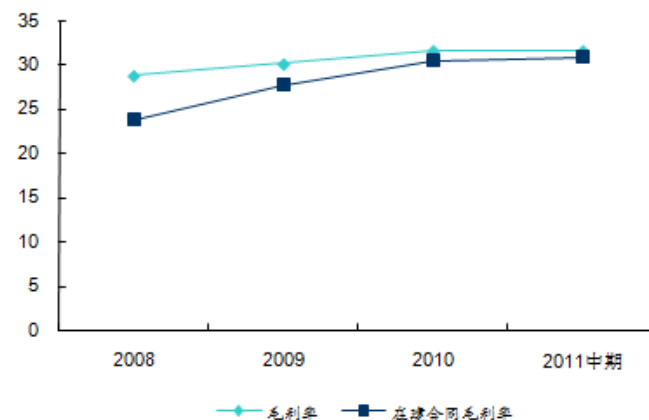
资料来源：WIND, 长江证券研究部,

公司近年来业务成长迅速，其营业收入增长率相较可比上市公司东方园林、棕榈园林

公司 2007-2010 年综合毛利率分别为 27.74%、28.74%、30.06%、31.58%，呈逐年上升趋势。在建合同工程毛利率分别为 21.83%、23.69%、27.66%、30.47%。尽管上述两个毛利率并非同一概念，但亦能在一定程度上反映公司盈利能力的提升。其盈利能力的增强部分来自于毛利率较高的生态修复业务占比提高。对比可比上市企业，公司的综合毛利率略低于东方园林，高于棕榈园林。

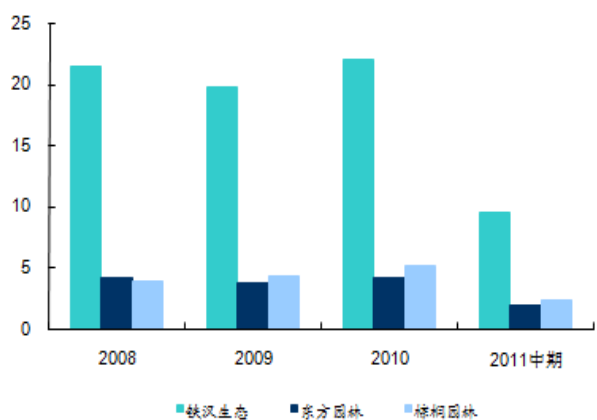
图 24: 公司与可比上市企业的综合毛利率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究所

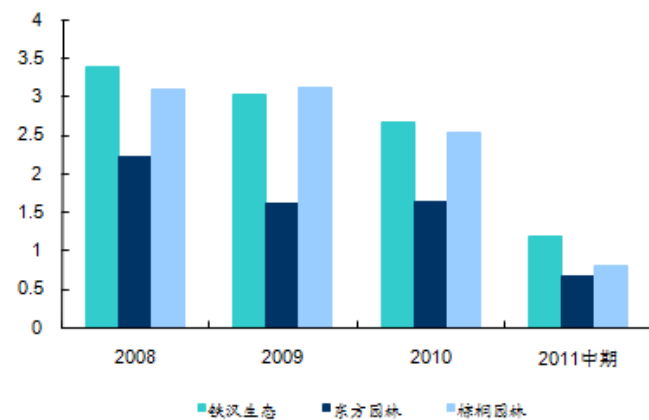
图 25: 公司综合毛利率与在建合同毛利率的比较


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司 2007-2010 年应收账款周转率变化不大，稳定在 19 次/年，远高于可比上市公司东方园林、棕榈园林。相对较高的应收账款周转率主要是由于生态修复业务项目周期更短，其项目回款速度也较快导致的。同时，这也表明公司营运资本将可以撬动相对更多的订单业务。其扩张潜力要显著高于相关上市企业。

图 26: 公司与可比上市企业的应收占款周转率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27: 公司与可比上市企业的存货周转率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究所

募资带动订单，模式锁定业绩

具有业绩锁定性的营运模式

生态环境建设工程除地产景观建设工程外的主要投资主体为政府的各级市政部门或政府投资的各级主体，其项目特点为非经营性、非盈利性和公益性等。由于其建设资金的最终来源是政府财政收入，未来发展趋势为项目建设与政府融资相结合。具体表现为施工企业要同时作为项目的建设方及投资方，建设完成验收合格后移交给业主，业主向投资方支付项目总投资成本加上合理的利润，即“建设-移交”（BT）。

具体来看，生态环境建设工程按照项目实施过程可分为工程投标、施工和质量保证（管养）三个阶段。

投标阶段的资金占用主要为投标保证金和履约保函，投标保证金的额度一般为投标标的额的 5% 左右，以现金支付。同时，平均每个项目需按项目目标的金额的 10% 开具履约保函，根据公司与银行签署的协议，在保证额度 600 万元限额范围内，冻结资金的比例为保函金额的 15%。

在工程施工阶段，业主一般按工程进度支付工程进度款，在工程进度结算前需要公司以自有资金垫付工程施工成本。该金额一般占合同金额的 30% 左右。

工程完工结算后业主一般扣押 5% 以上合同金额的资金作为工程质量保证金。在 2 年的工程质保期内，视工程质量和养护程度结算。质保金一般占公司标的额的 5-10%。

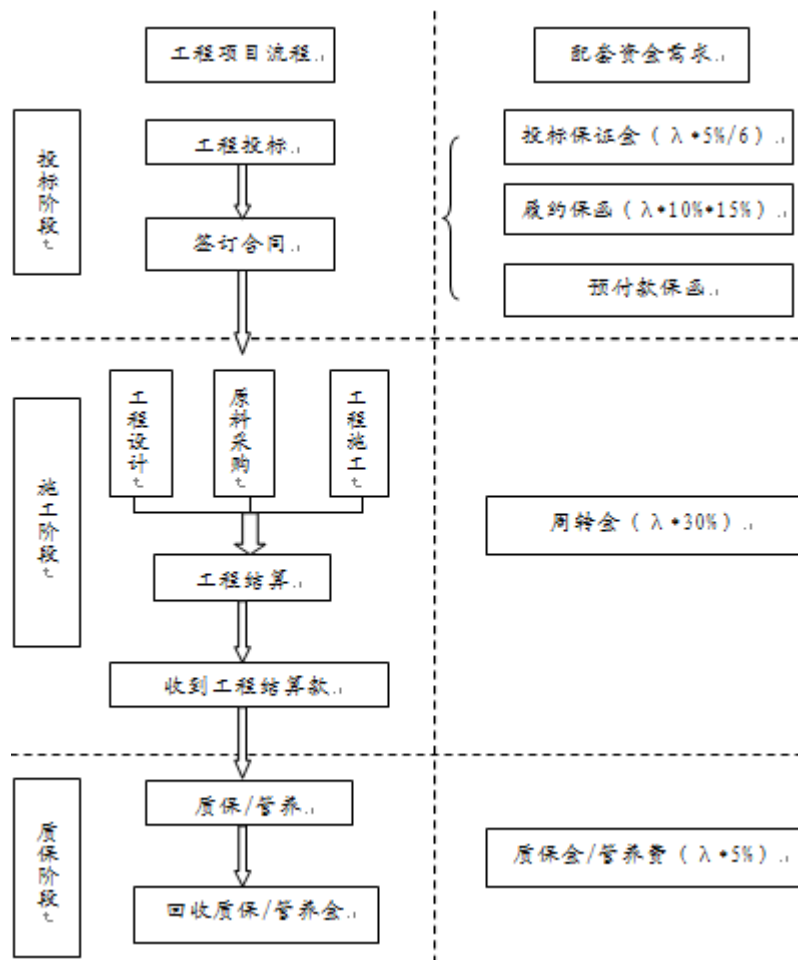
图 28：营收账款周转率、存货周转率



资料来源：WIND, 长江证券研究部

由此我们可以推断出，在整个工程项目中公司的资金占用额大约为项目金额的 40% 不到，伴随公司募集资金的到位以及加强应收账款项目管理等手段使得资金占用率下降等有利因素，公司的接单能力将得到提高。

图 29：公司经营流程及资金占用示意图



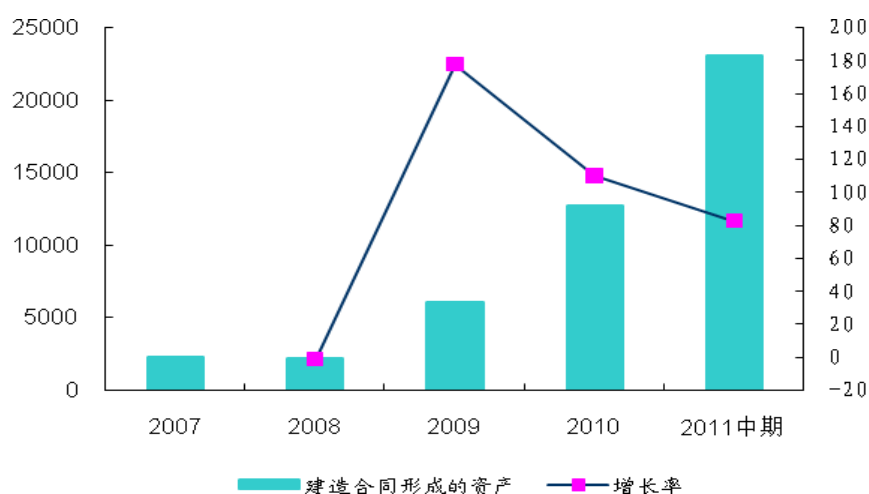
资料来源：公司招股意向书,长江证券研究部

超募资金撬动业绩增长

公司 IPO 共募集资金 10 亿元，超募资金数 8.2 亿。我们以应收款项、在建合同工程资产净额及预付账款合计数来估算公司业务占款情况。公司业务占款额一般约为营业收入的 1/3 左右，超募资金及 1.3 亿工程项目配套资金将撬动近 30 亿营收。

公司 2009-2010 年在建合同形成的资产数呈快速上涨趋势，也间接反映了公司今年来业务快速扩张的特征，而充沛的现金为公司业务的进一步扩张提供了有力支撑。

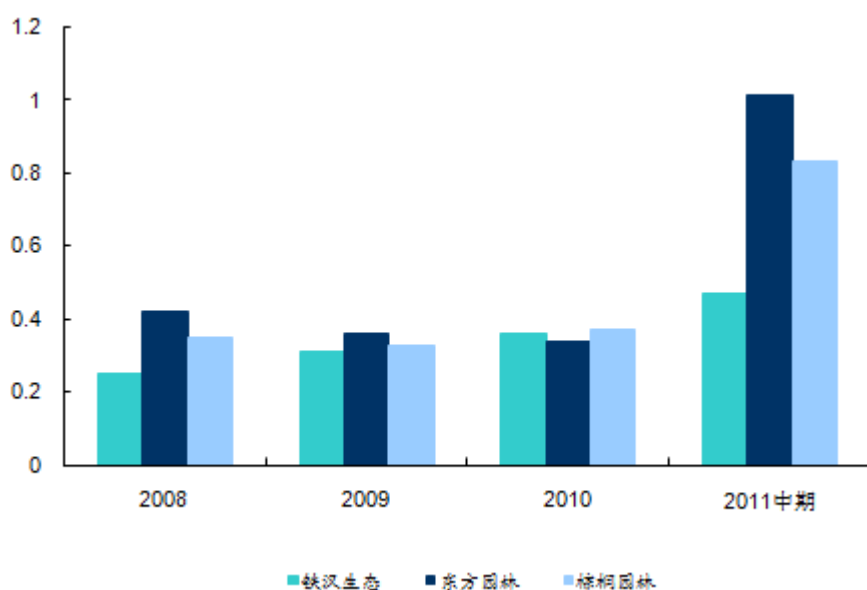
图 30：公司建造合同形成的资产（万元）



资料来源：公司公告，公司年报长江证券研究部

对比公司与可比上市企业，东方园林和棕榈园林，公司业务占款的杠杆率要较其他两家高，这既反映出公司资金周转较快的特点，也体现了公司较强的业务扩张潜力。我们以建造合同形成的资产、应收款项和预付占款的合计数来估计业务占款，在此对比可比上市公司东方园林、棕榈园林。（今年以来上市公司资金周转情况普遍恶化）

图 31：公司、东方园林、棕榈园林业务占款情况对比



资料来源：上市公司公告,长江证券研究部

公司业务扩张较快，在建合同形成的资产数周转较快，导致了其业务占款比例上升过快，这点需要加以控制。我们可以看到 2008、2009 两年，公司业务占款比例较可比上市公司要低，也令其具有更强的杠杆能力。

未结算订单锁定部分业绩

公司项目工期约为一年，截至 2010 年底，公司未决算订单数在建合同形成的资产净额为

12641.59 万元。根据公司资金占用情况，估算公司今年新增订单在 5 亿左右。按照工程一年左右的建设期计算，公司今年已锁定近 6 亿业绩。参照去年约 4.2 亿的营业收入，其今年有望实现快速增长。同时，公司今年下半年陆续公布的重大工程中标情况进一步夯实了未来的增长。

公司目前在建合同形成的资产净额 2.3 亿元，同比上升 82.1%，与上半年营收增速相符，同时，我们以累积确认订单 31% 左右的毛利率估算，在建合同资产净额可确认 3.33 亿收入。我们以相邻报告期的在建合同形成的资产净额作为指标，营业收入与该指标的比值呈逐年上升趋势，一方面反映了公司在资本实力增强后能承接一些对资金要求较高的大单，同时也降低了回款速度，恶化额现金流状况。这一点上，业务相近的东方园林、棕榈园林均遭遇了发展中的尴尬。

表 5: 公司存货情况

项目	2011. 6.30		2010. 12.31	
	账面余额	跌价准备	账面余额	跌价准备
库存材料	11,570,880.24	-	8,071,051.01	-
低值易耗品	-	-	-	-
建造合同形成 的资产	230,273,799.49	-	126,415,879.15	-
消耗性生物资 产	12,934,878.58	-	-	-
合计	254,779,558.31	-	134,486,930.16	-

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 6: 公司在建合同形成的资产情况

项目	2011. 6. 30	2010. 12. 31
在建合同工程累计已发生的成本	704,568,341.06	485,736,724.62
加：在建合同工程累计已确认的毛利	313,964,408.76	212,895,882.66
减：在建合同工程累计已确认的结算	788,258,950.33	572,216,728.13
在建合同工程资产净额	230,273,799.49	126,415,879.15

资料来源：公司年报，长江证券研究部

而根据公司近期所披露的信息公告，公司近两月新接订单金额总计 10.16 亿元，考虑到公司超募资金仍有节余，公司依然具有继续获得 BT 订单的能力。我们相信通过公司对于回款期项目的积极管理，公司在手项目与新增订单将进入结算新接的良性循环。

表 7: 公司新近新增订单情况

合同项目	公告日期	项目总投资	中标工期
郴州有色金属产业园林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设	2011-8-26	3.18 亿元	12 个月

林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程合同	2011-9-22	3.38 亿元	12 个月
衡阳市蒸水北堤风光带工程项目 BT 投融资项目合同	2011-9-22	3.6 亿元	18 个月

资料来源：公司公告，长江证券研究部

研发实力强大，员工激励到位

公司拥有研发人员 53 人，占员工总数的 21.81%，同时，设计部拥有一个近 40 人的团队。公司核心管理团队保持稳定，现有副研究员 1 人、高级工程师 9 人、一级建造师 6 人、二级建造师 11 人，中级职称以上的员工近 50 人。公司目前项目经理约 50-60 人，由于项目经理可以同时带多个项目，其人员储备与目前的业务情况较为匹配。

目前，公司员工通过木胜投资间接持有公司股份，员工激励相对到位。其员工的具体持股情况见下表。

表 8：木胜投资股东构成情况

股东名称	出资比例	在公司任职情况	股东名称	出资比例	在公司任职情况
刘溪	48.06%	-	刘长	1.00%	办公室
傅湘涛	12.00%	法律部	吴平	1.00%	办公室
黄旭斌	5.00%	办公室	余梅	1.00%	办公室
刘情	3.33%	3.33%	邱意芬	0.87%	采购部
张敬	2.00%	2.00%	陈晓春	0.87%	工程部
张智华	2.00%	办公室	温庚金	0.67%	设计部
田世燕	2.00%	办公室	李智勇	0.67%	采购部
黄春威	2.00%	-	吴晓晗	0.67%	预算部
张丽娜	1.87%	财务部	唐惜琴	0.67%	预算部
张帆	1.73%	合约部	郑健芝	0.33%	预算部
尹岚	1.67%	采购部	肖玉群	0.33%	财务部
杨泳	1.33%	合约部	徐晰	0.33%	工程部
彭芸	1.00%	财务部	高举明	0.33%	研发部
张群霞	1.00%	预算部	高静	0.33%	研发部
陈俞羽	1.00%	人力资源部	吴彩琼	0.33%	研发部
戴汉卿	1.00%	办公室	张玉昌	0.20%	-
赖文琪	1.00%	财务部	黄美芳	0.20%	人力资源部
吴忠明	1.00%	财务部	钟金宏	0.20%	工程部

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

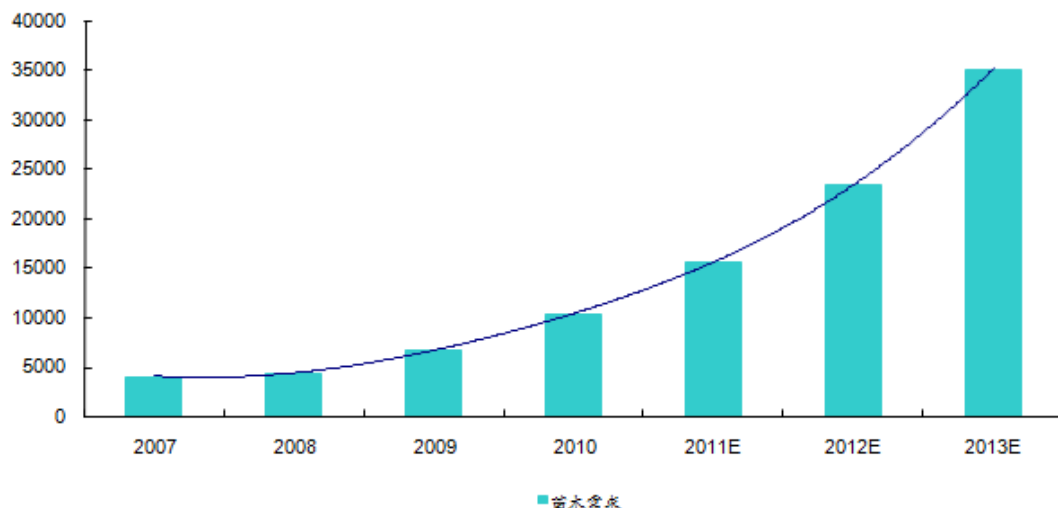
苗圃基地建设项目分析

公司所处行业的上游为苗木养殖,通过实施本项目将为公司不断增长的生态环境建设工程提供原材料支持。

公司所需苗木近期涨价较快,平均涨价幅度在 20%左右,虽然会提前采购部分苗木锁定价格,同时考虑成本上涨的因素进行报价,但仍需承担部分风向和成本。

随着业务的快速发展,公司的苗木采购金额逐年增长,2007-2009 年分别为 4,090.09 万元,4,404.36 万元和 6,691.46 万元。其中,2009 年苗木采购金额占主营业务收入比例为 27%左右,高于行业内可比企业 20%的平均比例。按照公司未来三年主营业务收入以每年 50%的增长率增长,而苗木采购金额占主营业务收入比例以 25%进行测算,估计未来的苗木需求将达到 1.56、2.34、3.51 亿元,未来巨大的苗木需求亦促使公司寻求向产业链上游扩张以消化成本上升风险。

图 32: 公司未来苗木用量预测(万元)



资料来源:公司公告,长江证券研究部

自产苗木在采购种苗时可选用幼苗或种子进行培育,因此自产苗木的成本变化范围较大。以乔木类为例,若公司采购树种进行培植,达到相同树龄时,花费成本相比外购苗木成本节约 50%以上;若公司采购幼苗乔木进行培育,养出冠幅,其成本为外购相同树龄苗木的 90%左右。灌木类、生态类苗木进行自我培植相比外购具备类似的成本优势。

故而,建立苗圃基地,向产业链上游延伸的同时提高了公司苗木自给率,也增强了公司抵抗原材料价格上涨风险的能力。

同时,苗圃基地的建设可为公司提供研发基地,尤其是针对生态修复领域的新苗木的培育和研发。又由于下游工程招标企业在招标过程中非常注重参与投标企业的苗木储备数量和质量,苗圃基地的建设将提高公司参与投标的实力,有利于公司项目的承揽。

公司 IPO 项目拟投入资金 8105.65 万元,其中,募集资金投入额 5000 万元,其余 3,105.65 万元由自有资金解决。项目建设期 1 年,运营期 9 年,建设投资在第一年投入,管护成本等费用在运营期第二至第四年内逐年投入。项目将于第五年达产,达产后新增 5167 万元营业收入,贡献 1995 万元净利润。

盈利预测与估值

我们的预测基于以下假设：

基于后 IPO 时期公司充沛的现金状况，其承接大型项目的能力将得到大幅提升，而公司近期在建工程形成的资产激增亦反映了其良好的订单情况。由于公司为轻资产型企业，我们预计其良好的资产状况足以在维持 50% 以上的业绩增长。

表 9：公司业务收入预测

项目	2009A		2010A		2011E		2012E		2013E	
	营业收入 (万元)	增长率	营业收入 (万元)	增长率	营业收入 (万元)	增长率	营业收入 (万元)	增长率	营业收入 (万元)	增长率
生态修复	9278.8	51.65%	17160.14	84.94%	35,178.00	105%	63,320.40	80%	101,312.64	60%
园林绿化	15587.6	79.63%	23814.3	52.78%	50,009.40	110%	85,015.98	70%	127,523.97	50%
设计维护	475.32	52.21%	626.97	31.90%	1128.60	80%	1580.04	40%	2212.06	40%
苗木销售	0.8	-98.40%	11.82	14675%	72.00	500%	108.00	50%	162.00	50%
合计	25342.52	67.18%	41613.23	64.21%	86388.00	107.60%	102047.02	73.66%	231210.67	54.12%

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

同时，受募投项目苗圃基地建设的影响，公司在向上游延伸的过程中将提前锁定成本，有利于毛利率的提高。我们预计公司未来毛利率将有一定的提高。

表 10：公司业务毛利率预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
生态修复	36.38%	36.31%	35.50%	35.50%	35.50%
园林绿化	26.11%	28.10%	29.0%	29.00%	29.00%
设计维护	36.51%	33.76%	34.00%	34.00%	34.00%
苗木销售	38.94%	52.44%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

公司目前总股本 11696.51 万股，我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.96、1.77、2.55 元。对应当前股价的 PE 分别为 50.85、27.75、19.18 倍。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	416	914	1512	2311	货币资金	108	648	1102	1723
营业成本	285	606	1039	1617	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	131	308	473	694	应收账款	44	43	70	108
% 营业收入	31.6%	33.7%	31.3%	30.0%	存货	134	0	0	0
营业税金及附加	14	30	50	76	预付账款	7	138	237	370
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	293	834	1417	2212
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	43	78	129	196	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.3%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	2	0	-3	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.0%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	31	55	70	86
资产减值损失	1	61	42	56	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	11	8	10
营业利润	72	140	256	370	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	17.4%	15.3%	16.9%	16.0%	资产总计	333	907	1502	2316
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	42	0	0	0
利润总额	75	140	256	370	应付款项	27	158	271	422
% 营业收入	18.0%	15.3%	16.9%	16.0%	预收账款	16	9	15	23
所得税费用	10	25	46	67	应付职工薪酬	4	17	30	46
净利润	65	115	210	304	应交税费	10	2	4	6
归属于母公司所有者的净利润	64.6	97.8	179.2	259.2	其他流动负债	6	392	670	1042
少数股东损益	0	17	31	44	流动负债合计	104	578	990	1539
EPS (元/股)	0.55	0.96	1.77	2.56	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	27	623	497	679	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	104	578	990	1539
收回现金					归属于母公司	229	312	464	685
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	17	47	92
固定资产投资	-22	-27	-20	-23	股东权益	229	329	512	777
其他	-1	0	0	0	负债及股东权益	333	907	1502	2316
投资活动现金流净额	-23	-27	-20	-23	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.547	0.964	1.766	2.555
银行贷款增加 (减少)	23	-42	0	0	BVPS	4.97	6.78	3.97	5.85
筹资成本	1	-14	-24	-34	PE	85.37	50.85	27.75	19.18
其他	-1	0	0	0	PEG	1.31	0.86	0.47	0.33
筹资活动现金流净额	24	-56	-24	-34	PB	9.86	7.23	12.34	8.37
现金净流量	27	540	453	622	EV/EBITDA	63.40	30.22	15.00	8.73
					ROE	28.2%	31.3%	38.6%	37.9%

资料来源: 长江证券研究所

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究、中小公司研究。

陈开伟，长江证券中小公司研究组高级分析师，2009-2011 年在长江证券宏观策略部开展策略研究，主要研究领域为行业比较和资产配置。

陈烨远，长江证券中小公司研究组高级分析师，2009-2011 年在长江证券宏观策略部开展策略研究，主要研究领域为选股策略及上市公司行为研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。