

工程款支付方式首次引入土地出让收入



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 12 月 15 日)	83.10 元
目标价	137.00 元
行业	建筑工程
报告发布日期	2011 年 12 月 19 日 星期一

证券分析师	杨宝峰 执业证书编号: S0860207100115
联系人	糜韩杰 8621-63325888 x 6119 mihanjie@orientsec.com.cn

事件

公司公告与沈阳市苏家屯区人民政府签署了《沈阳临空旅游区景观系统建设合作框架协议》，协议金额约为人民币 19.31 亿元。同时与沈阳市苏家屯区人民政府还签署了《沈阳市东方田园项目合作框架协议》，根据协议内容，公司将滚动投资约人民币 20 亿元建设约 9000 亩苗木基地，另外将引进第三方滚动投资约人民币 60 亿元建设约 1000 亩休闲居住配套设施。

点评

引入土地出让收入的创新工程款支付方式预期将使公司该项目的应收账款不能及时收回的风险大幅降低。根据协议，苏家屯区政府以指定相应地块的土地出让成交款作为工程支付款的第一支付来源，而且明确规定土地成交价款到达财政账户后 7 个工作日内支付到公司指定账户，保证了该项目工程款的有效到位和还款及时。同时支付不受协议及相应景观工程合同项下付款进度影响，进一步规避了土地成交价款因工程付款进度的原因被挪作他用导致最终无法及时支付的风险。另外，在相关指定土地未能及时完成出让的情况下，苏家屯区政府将按公司每月已完工程量的 70% 支付工程进度款，工程完工后两年内付清全款。该笔工程款将纳入苏家屯区人大常委会的统计财政预算的决议中，以保证支付。我们认为，对于公司来说工程的应收账款能否及时收回关系到公司运营的稳定安全和长期能否持续增长，作为公司探索规避工程回款风险的尝试，我们看好其最终的实施效果，认为土地及时完成出让是大概率事件，因为该指定土地即处于临空旅游区之内，而临空旅游区是“大沈阳临空经济区”的三大功能区之一，未来发展地位重要。同时我们认为这种创新工程款支付方式将不排除会在公司未来的一些新签项目中予以运用。

沈阳市东方田园项目借鉴“太原城郊公园模式”使公司能以极低的资金成本坐拥近万亩苗圃。所谓太原城郊公园模式，即为了鼓励社会资本参与城郊公园建设，太原于今年 9 月出台文件规定，公园范围内建设单位绿化新栽苗木，建设单位依法享有所有权和使用权，同时城郊公园在保证 80% 的面积绿化后，其余 20% 的土地面积绿化主体（即建设单位）可进行公园配套建设和适度开发。考虑到城郊公园的属性，我们认为其除了有传统苗圃运输半径的限制外，还有 1) 在苗木出圃的同时，必须进行及时补种；2) 考虑到公园的整体观感，对补种的品种和数量会有一定的规定；3) 苗木最终是带不走的等限制。所以虽然看似该模式非常优厚，但其实并非所有建设单位都可参与。根据公司所签署的《沈阳市东方田园项目合作框架协议》看，在取得休闲居住配套用地后，公司将根据实际情况引进第三方投资或将土地转让以获得苗木基地投资所需资金，投入苗木基地的滚动开发。按照苏家屯区近期土地转让平均 1200 元/建筑平米，容积率假设 2.5，则 1000 亩土地的转让价格预计为 20 个亿左右，正好可以完全抵消公司建设 9000 亩苗木基地所需滚动投资的 20 亿。所以可以说公司除了需要垫付一些启动资金外，几乎是零成本即坐拥近万亩苗圃，对于公司是极大的利好。同时考虑到公司在沈阳及周边城市拥有多个项目，未来还将进一步在东北开拓市场，该模式所涉及的限制对公司的不利影响将十分有限。

盈利预测及投资评级：考虑到公司于 12 月 8 日已完成 2011 年度第一期短期融资券 2.5 亿元的发行，我们小幅调整公司 2011 年至 2013 年的每股收益预测为 3.45 元、5.42 元和 9.34 元（原预测为 3.42 元、5.55 元和 9.38 元）。维持公司“买入”评级，目标价 137 元。

风险因素：项目的协议书金额不能最终落实的风险。甲方履约能力受限不能正常履约的风险。应收账款不能及时收回的风险等。

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申明。

太原城郊公园模式：

西山将建 10 个"城郊森林公园"市民又多憩息之地

山西新闻网 2011 年 09 月 21 日

未来 5 年，在西山地区 20 多万亩的土地上，太原市政府将鼓励社会资本参与城郊公园建设，并给予政策支持。今天，市政府出台文件，在西山地区进行城郊公园建设，保证 80%的面积绿化后，其余 20%的土地面积绿化主体可进行公园配套建设和适度开发。

年初，太原市政府决定通过市场化运作，进行城郊森林公园建设，年度目标为在西山地区建设 10 个城郊森林公园，绿化荒山 14 万亩。太原城郊森林公园建设的做法，在全国尚属首创。太原市西山办了解到，政府市场化运作进行城郊公园建设的举措，得到很多企业投资人的响应。截至目前，已有 7 个城郊森林公园建设项目签约。

按照全市统一规划，“十二五”期间，太原要通过市场化运作，鼓励吸引社会资本参与，把西山地区打造成太原的“绿肺”，在西山建设若干个高标准、成规模、有品位、能满足群众生态休闲、健身娱乐、旅游观光等多种需求的城郊森林公园。

公园建设期间，要按照先绿化、后实施公园配套设施建设的原则，在保证绿化面积不低于公园总面积 80%的前提下，其余 20%的土地面积可用于公园配套设施的建设和适度开发。公园绿化第一年、第三年要各完成绿化任务的 30%，第二年完成 40%。绿化投资标准原则上不低于每亩 3.5 万元，既要种大树实现生态效应，又要合理搭配乔、灌、草、藤，注重景观效应。公园配套设施建设，要优先利用未利用地和废弃矿山用地，所有建筑物将采用绿色节能技术、使用节能环保材料，建筑密度不得突破现有环境容量。

项目实施过程中，公园范围内国有林地林木将按照相关规定，由建设单位实施认养，认养期限 70 年，县级以上人民政府核发《中华人民共和国林权证》，建设单位依法享有林地林木使用权。公园范围内建设单位绿化新栽苗木，县级以上人民政府核发《中华人民共和国林权证》，建设单位依法享有林木所有权和使用权。

公园范围内集体土地征用和农村土地承包经营权流转，将由辖区政府负责。公园范围内集体土地上，除国有林木外的地上附着物、建筑物、构筑物等附属设施，由建设单位出资给予一次性补偿。城郊森林公园建设所缴纳的土地出让金及基础设施配套费，除国家规定应上缴的费用外，其余费用原则上返还，用于与公园相关的公共基础设施建设。达到西山城郊森林公园建设绿化标准的，全部予以返还。

城郊森林公园建设主体，由有意向的企业向太原市西山办提出申请，西山办牵头会同市发改、国土、林业、规划、环保等有关部门及相关区政府研究确定。西山办将会同有关部门对建设单位绿化完成任务情况进行监督考核。在规定时间内未按标准完成绿化任务且经整改未达到绿化要求、未办理相关手续擅自建设、已办理项目审批手续但未按照批准规划实施的建设单位，视为退出，解除林地林木认养协议，林木所有权和使用权自动划归国家，地上建筑物和构筑物按照国家有关规定处理。

(<http://ty.house.qq.com/a/20110921/000022.htm>)

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	3335	5240	7556	营业收入	1454	3148	5014	7753
现金	494	477	603	525	营业成本	965	2008	3205	4846
应收账款	489	994	1650	2536	营业税金及附加	50	125	204	323
其它应收款	44	126	194	281	营业费用	0	0	0	0
预付账款	1	2	3	5	管理费用	97	334	398	542
存货	851	1737	2789	4209	财务费用	-5	7	61	74
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	2	2	2
固定资产	24	28	33	39	营业利润	332	636	1084	1870
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	47	2	1
其他	16	16	20	23	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1928	3388	5302	7627	利润总额	332	682	1085	1871
流动负债	635	1607	2757	3786	所得税	74	164	271	468
短期借款	60	274	1086	1301	净利润	258	519	814	1404
应付账款	449	964	1523	2311	少数股东损益	0	0	0	0
其他	126	368	149	173	归属于母公司净	258	519	814	1404
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	329	646	1149	1949
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.72	3.45	5.42	9.34
其他	0	0	0	0					
负债合计	635	1607	2757	3786	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%	116.6%	59.3%	54.6%
留存收益	455	944	1706	3003	营业利润	214.0%	91.8%	70.5%	72.5%
归属母公司股东权益	1293	1782	2544	3841	净利润	208.1%	101.0%	57.0%	72.4%
负债和股东权益	1928	3388	5302	7627	获利能力				
					毛利率	33.6%	36.2%	36.1%	37.5%
					净利率	17.8%	16.5%	16.2%	18.1%
					ROE	20.0%	29.1%	32.0%	36.5%
					ROIC	18.1%	23.5%	23.7%	28.4%
					偿债能力				
					资产负债率	32.9%	47.4%	52.0%	49.6%
					净负债比率				
					流动比率	2.96	2.08	1.90	2.00
					速动比率	1.62	1.00	0.89	0.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	1.18	1.15	1.20
					应收账款周转率	4	4	4	3
					应付账款周转率	2.97	2.84	2.58	2.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	3.45	5.42	9.34
					每股经营现金流	-1.72	-2.93	-2.10	-0.70
					每股净资产	8.61	11.86	16.94	25.57
					估值比率				
					P/E	48.39	24.07	15.34	8.90
					P/B	9.66	7.01	4.91	3.25
					EV/EBITDA	37	19	10	6

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