

地产园林业务稳定增长，市政园林业务取得突破

报告摘要:

地产园林作为传统优势业务保持稳定增长。今年以来，尽管房地产行业由于调控等原因，使得行业经营环境受到一定影响，但公司凭借良好的品牌效应和稳固的客户基础，地产园林业务继续保持稳定增长态势，新签订单方面在二季度取得快速增长后，三季度以来增速仍较为平稳。同时公司奉行“大园林公司+大地产商”合作战略，在大地产客户的拓展和维护上成效明显。

市政园林业务拓展经过多年努力，今年取得较大突破。我们可以看到公司下半年市政园林业务订单快速增加，根据订单周期，我们认为将对公司明年的市政园林业务收入增长起到积极促进作用。

市场拓展方面布局全面，重点突出。经过多年的区域扩张，全国销售和渠道网络基本铺开并逐步完善，未来公司方面也表示在继续巩固原有优势区域、完善全国市场的同时，会继续深耕重点区域，特别是市政业务的拓展方面会重点关注经济发展条件较好、财政支付能力较强的区域。

通过相关分析，我们认为公司明年整体费用压力或将有所减轻，同时明年收入结构中随着市政园林业务占比的提升，毛利率或将有所回升，我们判断明年整体盈利能力或将好于今年。

我们认为园林景观行业属于朝阳行业，未来将显著受益社会经济发展和消费升级。目前国家提出“美丽中国”战略，提倡生态文明建设，并积极推动新型城镇化建设，我们认为将进一步推动行业发展。盈利预测及投资评级。我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.80 元、1.13 元、1.51 元，目前股价对应 PE 为 27x、19x、14x，我们认为公司作为行业龙头，竞争优势明显，目前项目储备丰富，行业前景广阔，维持“推荐”评级。

风险提示：房地产调控超预期；市政园林业务进展低于预期；现金回款风险。

股票数据

2012/12/24

收盘价(元)	21.25
12个月股价区间(元)	18.08~29.10
总市值(百万元)	8,160
总股本(百万股)	384
A股(百万股)	384
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	-4%	-11%
相对收益	-2%	-11%	-12%

相关报告

证券分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012

(021)20361170 xiewj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1290	2493	3270	4250	5390
(+/-)%	95.67%	93.23%	31.14%	29.97%	26.82%
归属母公司净利润	168	289	317	449	597
(+/-)%	117.10%	64.13%	11.32%	41.54%	32.84%
每股收益(元)	0.88	0.72	0.80	1.13	1.51
市盈率	24	30	27	19	14
市净率	2	4	4	3	3
净资产收益率(%)	10.13%	14.40%	13.82%	16.36%	17.85%
股息收益率(%)	0.55%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	192	384	384	384	384

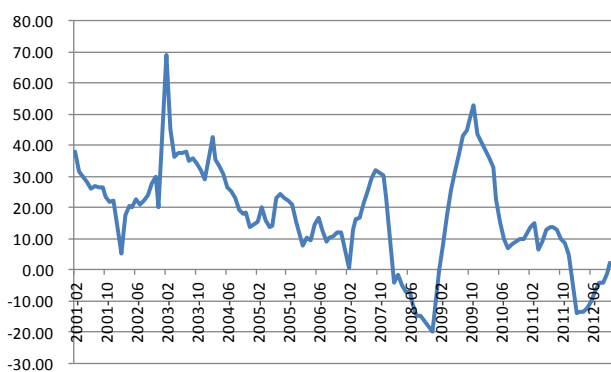
1. 地产园林：传统优势业务，保持稳定增长

地产园林是公司传统优势业务，而公司也是目前国内地产园林领域龙头企业之一。今年以来，尽管房地产行业由于调控等原因，房地产开发商整体相对谨慎，投资和新开工持续处于下行态势，行业经营环境受到一定影响，但公司凭借良好的品牌效应和稳固的客户基础，地产园林业务继续保持稳定增长态势，新签订单方面在二季度取得快速增长后，三季度以来增速仍较为平稳。

同时公司奉行“大园林公司+大地产商”合作战略，在大客户的拓展和维护上不断取得突破。下半年公司又和广东利海集团签订战略合作框架协议，使得公司在大客户战略上再进一步。广东利海集团是中国房地产百强企业，目前拥有总资产逾 600 亿元，公司是一家以绿色城市运营为核心业务，集房地产开发、生态旅游、科技农业、文化产业发展于一体的全国性大型绿色城市运营集团、城市整体运营商，现已在郑州、芜湖、惠州、文昌、承德、东营、常德、衡水、德州等城市开展绿色城市运营事业，我们认为和利海的战略合作有助公司进一步拓展相关业务，提升市场份额。整体来看，我们判断未来房地产行业随着竞争日益激烈，行业集中度也将不断提升，大地产商凭借资金、资源等优势将处于有利竞争地位，公司通过和大地产商合作战略在竞争方面也将取得较大优势。

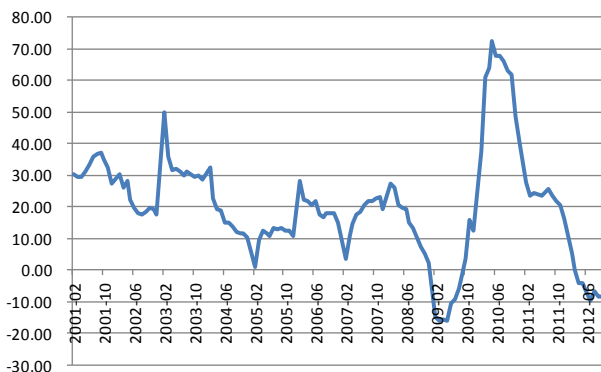
对于明年地产园林业务的判断，我们认为或比今年稍微乐观。今年以来房地产销售增速已经触底反弹，根据“房地产销售-土地购置-开发投资、新开工”的链条，我们认为明年销售有望延续稳定增长，同时投资和新开工有望触底回升，因此整体大环境对地产园林行业相对有利，而公司作为行业龙头将显著受益。

图 1：商品房销售面积同比增速



数据来源：东北证券

图 2：房屋新开工面积同比增速



数据来源：东北证券

2. 市政园林：今年业务拓展取得较大突破

在不断巩固地产园林传统业务的同时，市政园林业务也是公司近几年着力发展的另一块业务领域。通过多年持续的努力和前期铺垫工作，公司今年在市政业务领域也取得较大突破，下半年新签订单快速增加，如广州中船中路 BT 项目，山东潍坊白浪河入海口生态示范带项目、潍坊滨海中央商务区景观工程，从化市城乡园林

景观项目及基础设施建设战略合作项目等，根据相关公告初步统计，今年公司新签市政园林订单（包括中标/签署协议/签署合同项目）达到 20 多亿元，显示公司在市政园林业务拓展方面成效显著。由于多方面原因，今年公司的市政业务结算不是很理想，考虑到目前较为充足的在手订单和订单结算周期，我们认为如果明年这些项目能够如期顺利实施，将给明年的市政业务收入带来较大的增长空间。

表 1：2012 年 6 月份以来经公告的相关中标/协议/合同签署项目

中标/协议/合同签署日期	合作方	中标/协议/合同项目名称	中标/协议/合同金额	项目工程周期
2012.12.6	从化市人民政府	城乡园林景观及基础设施建设战略合作协议	协议金额 8 亿元	自本协议签订之日起至 2016 年 12 月 31 日止
2012.11.30	潍坊滨海投资发展有限公司 潍坊滨海经济开发区农林水利局	潍坊市滨海经济开发区建设项目施工合同	合同金额暂定 6.5 亿元	工程建设期 3 年，以甲方下达开工令为起始日
2012.11.26	潍坊滨海投资发展有限公司	潍坊滨海经济开发区中央商务区景观 BT 工程（一期）施工	中标金额 3.88 亿元	总工期 36 个月，开工日期以甲方下达的开工令为准
2012.9.21	广州建筑股份有限公司	建设工程施工专业分包合同	工程总价暂定 1.89 亿元	合同总工期 18 个月，实际开工日期已发出的开工令为准
2012.6.11	聊城市徒骇河置业投资有限公司	聊城徒骇河景观工程示范段实施协议	暂定为 1.5 亿元	暂定 410 天，具体开工日期以甲方提供现场条件确定

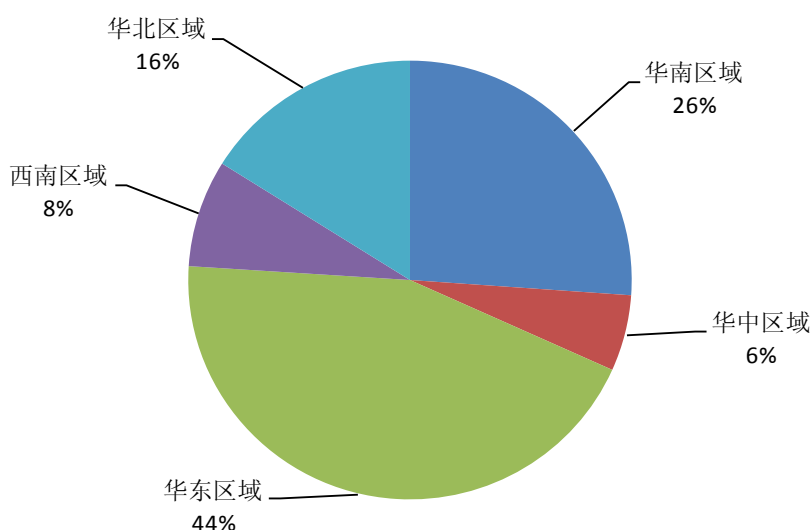
数据来源：东北证券

3. 区域扩张：布局全面，重点突出

公司上市后，凭借资金和品牌优势，迅速推进全国各大区域扩张步伐。目前来看，公司除了继续保持华南、华东等传统优势区域外，在华北、西南、中南地区也实现了较快增长。根据 2012 年中期数据显示，华北区域、华中区域、西南区域的收入规模达到 7.37 亿元，同比增长 147.31%，占整体收入比达到 29.59%。

同时经过多年的区域扩张，全国销售和渠道网络也基本铺开并逐步完善，未来公司方面也表示在继续巩固原有优势区域、完善全国市场的同时，会继续深耕重点区域，特别是市政业务的拓展方面会重点关注经济发展条件较好、财政支付能力较强的区域。

图 3: 各区域营业收入构成



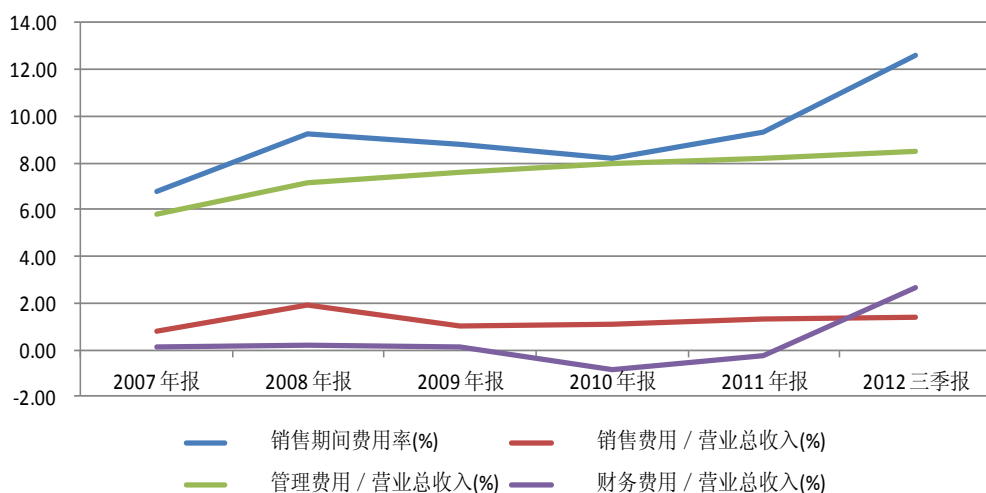
数据来源: 东北证券, Wind

4. 盈利能力: 我们判断明年整体或好于今年

4.1. 期间费用率: 明年整体压力或有所减轻

过去几年, 随着公司区域扩张的积极推进、渠道建设和并购的不断投入以及人员扩招的进行, 公司整体期间费用不断增加, 2012 年三季报显示公司期间费用率达到了 12.58% (其中销售费用率 1.39%、管理费用率 8.51%、财务费用率 2.68%), 较 2007 年大幅上升 5.84 个百分点, 较 2011 年也上升 3.3 个百分点, 今年费用率的增加也影响了公司的盈利能力。对于明年来看, 我们认为费用方面的整体压力或会有所减轻, 主要基于以下几点: 1、整体来看, 公司的销售费用率过去几年相对保持稳定, 而管理费用率由于过去几年公司积极进行区域扩张和人员扩招而持续上升, 但是目前公司区域扩张主要阶段已经完成, 渠道销售网络基本建立, 内部架构也逐步梳理清楚, 前期投入将逐步产生效益, 加之随着公司明年收入规模扩大所进一步产生的规模效应, 因此我们判断随着销售收入的进一步增加, 销售费用率和管理费用率或会稳中有降; 2、今年财务费用增加较快的原因, 除了正常的项目开展需要资金外, 我们认为另外比较重要的一点就是今年现金收购贝尔高林, 对资金需求也较大。然后公司通过发行公司债融资导致财务费用激增, 财务费用率也大幅上升。明年我们认为相关因素影响会有所降低。

图 4: 公司近几年费用变化情况

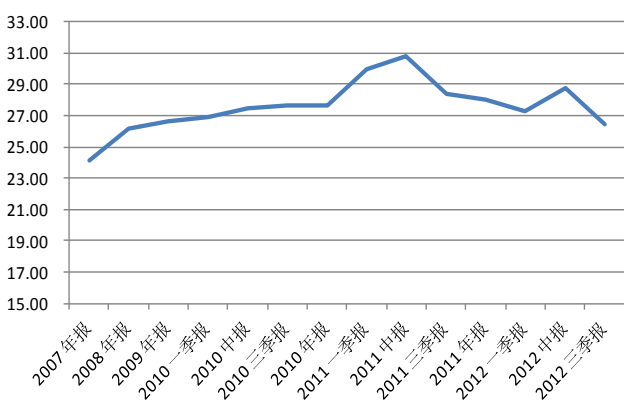


数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 毛利率: 或将有所回升

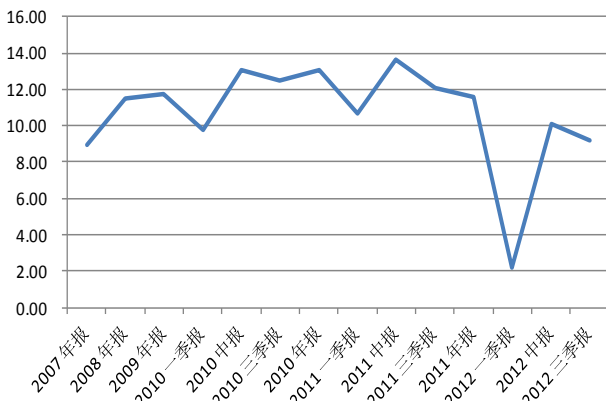
从公司以往的盈利能力来看, 整体表现还是较为稳定。今年以来毛利率有所下滑我们认为跟今年市政园林业务施工和结算占比较低关联较大, 通常来讲, 市政园林业务毛利率相比地产园林业务毛利率要高一些, 从而在一定程度上影响了整体毛利率的提升。对于明年来看, 由于下半年以来公司市政业务订单大幅增加, 项目储备丰富, 我们预计明年随着市政园林项目逐步进入施工阶段, 结算占比相比今年会有一定提升, 从而有望带动整体毛利率上升, 加之前面我们判断明年费用压力整体将有所减轻, 因此我们预计盈利能力或将有所提升。

图 5: 毛利率变化



数据来源: 东北证券

图 6: 净利率变化



数据来源: 东北证券

5. 公司全产业链优势逐步体现

公司具有从“规划设计—工程—苗木—养护”的全产业链。规划设计方面，公司具有城市园林绿化一级企业资质和风景园林工程设计专项甲级资质，设计团队和品牌规模在行业内优势显著。尤其在 2012 年 5 月，公司完成对贝尔高林的股权收购进一步加强了在高端设计领域的竞争实力，从从化项目来看，公司和贝尔高林合作的优势已在逐步体现。

同时，公司的苗木资源在园林行业也是非常具有优势的。截止 2012 年中报，公司苗木基地在建面积 17607 亩，建成面积扩大到 15096 亩。公司同时领先行业进行了园林苗木质量分级标准体系、生产技术规程等方面的标准与技术壁垒建设，保证了持续供应高质量苗木的能力。苗木储备的加强对于公司益处体现在：1、增加苗木业务收入；2、利用丰富苗木储备增强中标竞争力，能够确保工程所需苗木合理使用；3、平抑苗木价格波动给公司业务带来的影响。

我们认为公司持续加强全产业链优势的完善是公司增强核心竞争力的重要步骤，并通过设计和施工的协同效应来带动公司业务规模的增长。

6. 朝阳行业，“美丽中国”助推国内园林市场进一步发展

我们认为园林景观行业属于朝阳行业，因为随着社会经济发展，我们对城市管理理念逐步从城市建设到城市经营、城市运营方面进行转变，从仅仅关注经济总量的增长、营造“现代”的建筑外观形象向关心、改善和优化人居环境方面转变。而园林景观行业具有的美化城市市容、改善生态环境、提升城市品位、促进城市可持续发展等功能将在未来的城市发展中提供越来越重要的作用。

十八大报告提出要建设“美丽中国”，我们认为高层关于“美丽中国”和生态文明的论述具有非常重要的意义，作为一项重要战略将给未来国家社会经济生活产生深远影响，也会鼓励和约束各级政府作为施政的重要方针，而随着各级政府对生态文明建设的日益重视，相应财政和社会投入也会逐步增加。“美丽中国”和生态文明所包含的意义和涵盖的领域非常广泛，而园林绿化则是其中重要的组成部分。同时，新型城镇化战略的实施也将推动园林景观行业的发展。目前我国城镇化率刚超过 50%，且东中西部差异明显，未来具有显著提升潜力。而城镇化率的逐年提升意味着城镇人口在持续增加，同时这一过程带来的园林绿化需求也是推动园林绿化行业发展的坚实基础。

7. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.80 元、1.13 元、1.51 元，目前股价对应 PE 为 27x、19x、14x，我们认为公司作为行业龙头，竞争优势明显，目前项目储备丰富，行业前景广阔，维持“推荐”评级。

8. 风险提示

1、房地产调控超预期；2、市政园林业务进展低于预期；3、现金回款风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	698	665	572	957	净利润	289	317	449	597
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	31	38	41	60
应收款项	762	1030	1132	1323	折旧及摊销	22	22	22	22
存货	1217	1703	1944	2355	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	12	13	-1	2
流动资产合计	3103	3827	4083	5112	投资损失	0	-40	-40	-45
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-757	-597	-199	-471
长期投资净额	3	4	5	7	其他	0	5	0	0
固定资产	187	189	191	193	经营活动净现金流量	-409	-235	276	172
无形资产	8	12	16	19	投资活动净现金流量	-411	-24	-20	15
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	429	226	-349	198
非流动资产合计	259	293	324	326	企业自由现金流	-1015	-212	336	271
资产总计	3362	4120	4406	5437					
短期借款	461	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	811	950	1099	1284		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	22	53	60	67	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	750	350	500	每股收益 (元)	0.72	0.80	1.13	1.51
流动负债合计	1380	1865	1654	2036	每股净资产 (元)	5.00	5.80	6.93	8.44
长期借款	8	-42	8	58	每股经营性现金流量 (元)	-1.06	-0.61	0.72	0.45
其他长期负债	3	3	3	3	成长性指标				
长期负债合计	11	-33	15	68	营业收入增长率	93.23%	31.14%	29.97%	26.82%
负债合计	1391	1832	1669	2103	净利润增长率	64.13%	11.32%	41.54%	32.84%
归属于母公司股东权益合计	1920	2227	2663	3242	盈利能力指标				
少数股东权益	51	61	74	92	毛利率	27.99%	26.88%	27.42%	27.52%
负债和股东权益总计	3362	4120	4406	5437	净利率	11.09%	9.41%	10.25%	10.74%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	80.04	110.00	90.00	80.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	181.04	260.00	230.00	220.00
营业收入	2493	3270	4250	5390	偿债能力指标				
营业成本	1795	2391	3085	3907	资产负债率	41.38%	44.46%	37.88%	38.69%
营业税金及附加	96	125	163	207	流动比率	2.25	2.05	2.47	2.51
资产减值损失	31	38	41	60	速动比率	1.11	0.95	1.07	1.14
销售费用	32	43	51	59	费用率指标				
管理费用	204	262	332	410	销售费用率	1.30%	1.30%	1.20%	1.10%
财务费用	-5	76	85	82	管理费用率	8.19%	8.00%	7.80%	7.60%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.21%	2.32%	1.99%	1.53%
投资净收益	0	40	40	45	分红指标				
营业利润	340	376	534	710	分红比例				
营业外收支净额	6	4	4	4	股息收益率	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	345	380	538	714	估值指标				
所得税	56	63	89	118	P/E (倍)	30	27	19	14
净利润	289	317	449	597	P/B (倍)	4	4	3	3
归属于母公司净利润	276	308	436	579	P/S (倍)	3	2	2	2
少数股东损益	13	10	13	18	净资产收益率	14.40%	13.82%	16.36%	17.85%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760