

绿化苗木行业 2009 年二季度投资策略

产品与区域不平衡带来结构性投资机会

熊峰 农业/食品 行业 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

我国绿化苗木行业的供给分析

一是苗木品种结构性不平衡, 传统品种多而特色品种少、小苗相对过剩而中大规格苗木不足; 二是区域不平衡, 不同省份之间由于起步时间不同产业化发展水平、规模有较大差异。

我国绿化苗木行业的需求分析

市政绿化工程对苗木需求在未来几年仍将呈现持续、快速增长态势, 市政绿化未来发展趋势将是投资主体多元化、“生物多样性”、突出选用乡土树种、“新、特、奇、优”苗木产品等。

影响我国绿化苗木行业的不利因素和主要风险

一是行业集中度不高; 二是以粗放型为主、产品科技含量低; 三是流通体系不健全; 四是宏观政策和税收政策的影响较大。

与相近行业(林业)的比较

一是商业模式不同, 苗木行业的纵向产业链是苗木研发—种苗—绿化苗木种植基地—绿化苗木工程设计及施工; 二是盈利能力与市场估值水平不同, 绿化苗木公司市盈率明显低于林业类公司市盈率。

绿化苗木行业第2季度投资策略

我们认为我国绿化苗木行业具有长期投资价值。应重点关注: 1.纵向产业链健全的龙头公司。2.区域性苗木短缺的公司。3.以乡土品种和“新、特、奇、优”品种为主, 且具备科技开发能力的公司。

绿大地: 云南绿化苗木行业的领导者

我们预计公司2009—2011年EPS分别为1.25元, 1.51元, 2.33元。我们给予“买入”的投资评级。

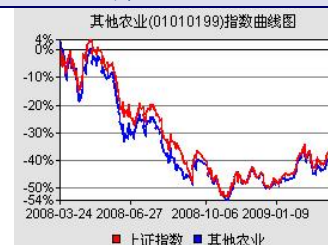
行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.30%	21.15%	-38.39%
上证综指	6.26%	25.47%	-35.51%

目录索引

一. 我国绿化苗木行业的供给分析.....	4
1. 我国绿化苗木行业的生产规模.....	4
2. 我国绿化苗木行业的销售状况.....	6
3. 进入该行业的主要障碍.....	7
4. 绿化苗木种植行业的区域性不平衡.....	8
5. 生苗育熟行业模式解析.....	8
二. 我国绿化苗木行业的需求分析.....	9
1. 市政绿化工程用苗需求状况.....	9
2. 市政绿化工程市场未来发展趋势.....	9
3. 道路绿化建设加快.....	10
三. 影响我国绿化苗木行业的不利因素和主要风险.....	10
1. 行业集中度不高.....	10
2. 以粗放型为主、产品科技含量低.....	11
3. 产品流通体系不健全.....	11
4. 受国家宏观政策调控和税收政策的影响.....	12
四. 与相近行业（林业）的上市公司比较.....	12
1. 营业模式不同.....	12
2. 盈利水平和市场估值不同.....	12
五. 绿化苗木行业第2季度投资策略.....	13
1. 纵向产业链健全的龙头公司.....	13
2. 区域性苗木短缺的公司.....	13
3. 具备科技开发能力的公司.....	13
六. 绿大地：云南绿化苗木行业的领导者.....	14
1. 云南省绿化苗木市场供不应求.....	14
2. 云南省绿化苗木行业的竞争状况.....	14
3. 绿大地的竞争优势.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	19

图表索引

图1: 各类花卉产品种植面积结构图.....	5
图2: 花卉及绿化苗木种植面积历年增长情况....	5
图3: 1998 年至2007年我国绿化苗木销售额增长趋势...	6
图4: 云南省绿化苗木行业的发展现状.....	15
表1: 花卉行业产品分类表.....	4
表2: 全国主要省份绿化苗木种植面积与销售额.....	8
表3从事林木种植业(或业务)的主要上市公司.....	12
表4: 林木类上市公司木材产品毛利率....	13
表5: 相近企业市盈率比较.....	13
表6: 南省绿化苗木种植企业(不包括农户)情况....	17
表7: 司在云南省的主要竞争对手情况.....	17
表8: 大地苗木基地分布.....	18
表9: 大地未来三年利润简表.....	20

一、我国绿化苗木行业的供给分析

花卉行业属农业的子行业，是一个正在逐步崛起、发展壮大的朝阳行业。在行业的具体分类上，花卉行业按种植产品的结构可以划分为9 大类。

表1：花卉行业产品分类表

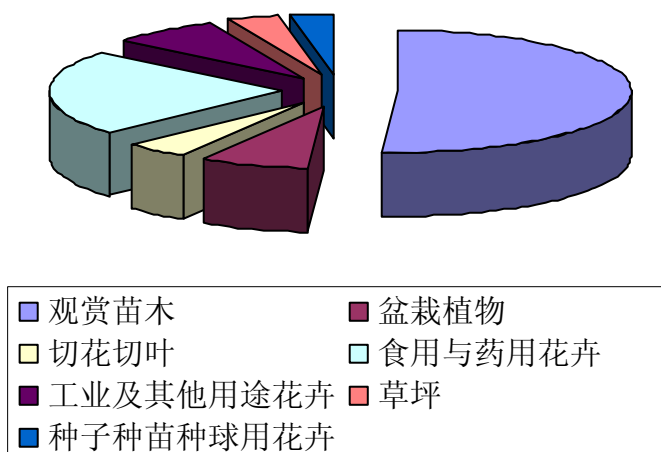
产品种类	产品简介
盆栽植物	主要指以观赏为目的可用容器养护的植物，包括盆栽花、观叶植物和盆景，主要用于城市街道等公共场所的环境景观绿化
观赏苗木	主要指以观赏为主要目的用于绿化、美化而种植的植物
切花切叶	主要包含鲜切花、鲜切叶和干花，其中鲜切花所占比重较大
食用与药用花卉	是指一些通过开发和深加工能对人体产生较高利用价值的花卉品种
工业及其他用途花卉	包括作为工业生产必需原料和作为其他产品生产资料所涉及的原料型花卉产品
草坪	主要是用于城市公共环境绿化及其一些特种用途，如广场、球场用草坪等
种子用花卉	指以花卉育种为目的，根据种子净度、发芽率、含水量和每克粒数作为培育标准的花卉产品
种苗用花卉	指以花卉育苗为目的，根据繁育苗木的种类、苗龄、地径、苗高和苗根系长作为培育标准的花卉产品
种球用花卉	指以花卉种球的围径、饱满度和病虫害指标进行划分的花卉产品

数据来源：《中国农业统计资料》

1、我国绿化苗木行业的生产规模

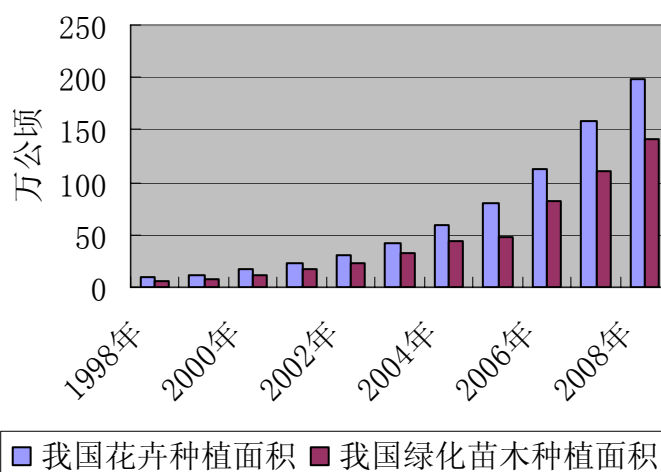
上世纪90 年代开始，花卉产业在我国逐步兴起，并在生产规模上得到了飞速的扩张。我国花卉的种植以绿化苗木(包括观赏苗木及盆栽植物)种植为主，2007年绿化苗木种植面积占花卉种植总面积的比例为58.64%，其中：观赏苗木、盆栽植物分别占51.23%、7.41%；2000 年至2007绿化苗木的种植面积年均复合增长率为41.27%，其中：观赏苗木年均复合增长率为44.63%，盆栽植物年均复合增长率为26.07%。

图1：各类花卉产品种植面积结构图



数据来源：《中国农业统计资料》、绿大地公司招股说明书

图2：我国花卉及绿化苗木种植面积增长趋势图

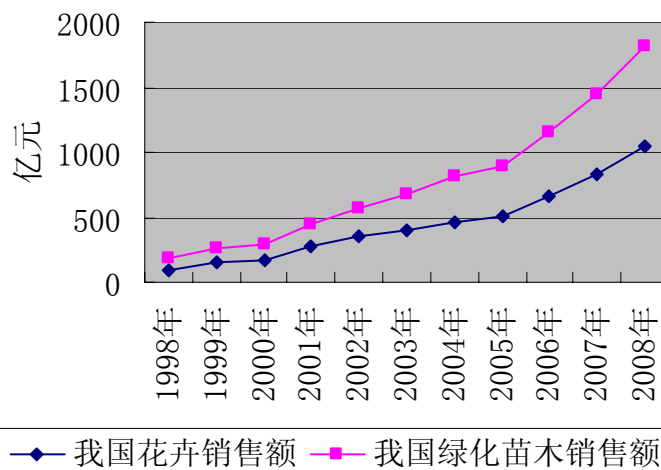


数据来源：《中国农业统计资料》、广发证券研发中心

2. 我国绿化苗木行业的销售状况

1998年至2007年，我国绿化苗木种植业销售额占花卉行业总体销售额的比例平均为74.63%；2007年我国绿化苗木销售额达650亿元，1998年至2007年年均复合增长率为26.71%。

图3：1998年至2007年我国绿化苗木销售额增长趋势



数据来源：《花卉销售年报》、绿大地公司报表

上述数据表明公司所处行业自1998年以来一直保持快速的增长趋势，市场需求十分旺盛，且市场容量及增长潜力巨大，是一个正在蓬勃发展的朝阳行业。

3、进入该行业的主要障碍

绿化苗木种植业是土地、资金与技术等生产要素投入较大的行业，土

地资源是行业进入前提，资金是基础，技术是保障。

① 土地壁垒

土地是绿化苗木种植企业最基本、最重要的生产要素。《中华人民共和国土地管理法》明确指出：“禁止占用基本农田发展林果业和挖塘养鱼等”。能否合法、经济、足额的取得生产经营所需土地资源是进入本行业也是约束企业进一步壮大壮大的最主要障碍。

② 生产周期较长导致的资金壁垒

绿化苗木的主要需求来自于绿化工程，苗木产品要达到用于绿化工程的要求，生产周期较长，如按照《云南省城市绿化办法》规定，云南省城市道路行道树应当选种胸径在6cm 以上的苗木，上述苗木的生产周期为3年以上。较长的生产周期，导致企业存货资金占用较大，流动资金周转较慢，对绿化苗木企业的资金实力提出了较高的要求。

③ 技术壁垒

首先，苗木产品生产过程所采用的生产技术较多，包括：组培快繁、扦插培育、播种育苗、定植、修剪整形、断根处理、特殊施肥、病虫害防治、嫁接改良、促花促果等，上述技术整体组合并大规模运用于各个生产环节，特别是掌握将生苗变为熟苗、提高苗木品质及一致性、促进苗木快速生长等提高苗木经济价值的关键生产环节技术，需要企业有较强的技术支持与积累。其次，随着经济的发展及人们对居住环境要求的不断提高，市场需求向“新、特、奇、优”苗木产品的方向发展，要求苗木生产企业具备自主研发并产业化生产绿化苗木新品种的技术实力。

此外，我国对绿化工程的设计及施工实行资质管理，只有具备相应资质的设计或施工单位才能开展该项业务，且持有资质等级越高，竞争优势越明显，形成了较高的进入壁垒。

4. 绿化苗木种植行业在产品品种上的不平衡

目前，我国绿化苗木种植行业产品品种的不平衡表现在以下两个方面：

第一. 产品的区域性。

我国国土面积广阔，地形复杂，呈现东低西高，南北跨40 个纬度，不同地区水、土、光、热等自然资源差异大，不同地区适宜生产的苗木产品存在一定差异，如北方地区因冬季寒冷漫长，春秋短促，绿化苗木以寒带、温带落叶树种为主，南方地区温暖湿润、冬季较短，绿化苗木以亚热带、热带常绿树种为主。加上由于苗木特别是生苗大规模跨区域销售在长途运输过程中存在一定的损耗，且增加了一定的运输成本，常规品种苗木由于其供应充足、单株价值较低、流通成本较高，供应以本地化生产、销售为主，如常规苗木杨树、柳树、槐树在北方各省都有生产，销售的目标市场也以本区域为主，存在一定的销售地域限制。

对于特色品种苗木，由于供应有限且单株价格较高，销售区域性不明显。

近年来，各省都加强市场细分，根据自身自然资源禀赋优势发展“新、特、奇、优”苗木产品，实现绿化苗木种植的错位经营，实现水、土、光、热等气候条件类似的省份之间特色苗木的补充、调剂，比如：江苏以雪松、广玉兰、龙柏、小檗等为主，浙江以黄杨、桂花、杜鹃、红枫、金叶女贞

和木兰科树种等见长，湖南以红花橙木起家，河南以黄杨打市场，广东用热带树种辐射全国，云南以云南拟单性木兰为代表的乡土苗木在满足本省需求的同时也开始向四川等地输出。

第二，在纵向产业链上存在一定的不平衡。主要表现为小苗相对过剩而中大规格苗木不足，能够满足绿化工程所用的熟苗少且苗木质量参差不齐。所以生苗育熟行业模式在现阶段具有合理性。详细分析见“生苗育熟行业模式解析”部分。

5. 我国绿化苗木业在发展水平上存在区域不平衡

目前，我国绿化苗木种植行业的生产经营存在一定的区域性，不同区域所经营的优势品种存在差异，苗木的跨区域销售以“新、特、奇、优”特色品种为主。

我国绿化苗木种植业的发展存在区域不平衡，不同省份之间由于起步时间不同产业化发展水平、规模有较大差异，目前，我国形成了绿化苗木种植业的四大主要产销中心，分别为：一是以浙江、江苏为主要生产区域，其主要市场为长江三角洲地区；二是以河南、山东为主要生产区域，其主要市场为北京、天津地区；三是以广东、福建为主要生产区域，其主要市场为珠江三角洲地区；四是以四川、江西、云南为主要生产区域，其主要市场为西南地区。

表2：全国主要省份绿化苗木种植面积与销售额

全国主要省份绿化苗木种植面积与销售额				
地区	种植面积	占全国的比例	销售额	占全国的比例
浙江	88,110	18.55%	57.72	15.00%
江苏	65,800	13.85%	56.44	14.67%
河南	61,026	12.85%	26.36	6.85%
山东	28,211	5.94%	19.59	5.09%
福建	42,788	9.01%	20.4	5.30%
广东	31,729	6.68%	57.33	14.90%
四川	26,340	5.54%	19.67	5.11%
江西	19,330	4.07%	14.21	3.69%
云南	2,652	0.56%	13.18	3.43%
全国	475,043	100%	384.76	100%

数据来源：绿大地公司报表

6. 生苗育熟行业模式解析

(1) 现阶段生苗育熟行业模式具有合理性

目前，外购半成品苗木种植是一般绿化苗木种植企业普遍采用的生产模式。应该说生苗育熟行业模式在现阶段具有合理性。

一是行业集中度不高与苗木生产周期较长的矛盾

绿化苗木种植以农户或苗圃为主，数量多而分散，单个经营实体资金实力普遍较弱，就绿化苗木种植而言，从种子、种苗——半成品苗——成品苗的种植时间相对较长，需占用的资金较多，为了保证生产经营的持续

性，分阶段种植是必然选择。

二是农户或苗圃大量生产生苗与工程大规模需求熟苗的矛盾

将生苗转变为熟苗主要通过移栽或多次断根的方式进行。现阶段农户或苗圃以提供生苗为主，主要获取苗木自然生长的价值增值收益，主要原因系：A、采取移栽方式将生苗变为熟苗，需要较大规模土地；B、移栽过程中缺乏定植、适应性培育、栽培管理或养护等技术力量与丰富的生产种植经验，无法保证移栽后苗木的较高成活率，生产成本较高；C、采取断根方式将生苗变为熟苗，断根后有3~6个月的缓苗期，苗木的自然生长会被抑制，此期间不能获得自然生长带来的价值增值，机会成本较大；D、将生苗变熟苗过程中均需要追加人力、农用材料等成本投入。

农户或苗圃以提供生苗为主，难以满足绿化工程对熟苗的大量需求。由于绿化工程对苗木外观质量与内在质量要求日趋提高，生苗的成活率较低，且移栽过程中需要去掉苗木枝条仅保留主干，形成截枝苗，不能直接用于绿化工程，因此整个产业链中需要大规模将生苗转变为熟苗的生产环节，填补绿化工程的需求缺口，从而形成分阶段种植的生产格局。

（2）金字塔型生苗育熟模式

根据分阶段种植的特点，行业内形成了金字塔型的生产格局和不同的经营盈利模式。A、数量众多资金实力弱的农户或苗圃主要通过外购种子、种苗生产中、小规格的生苗以获取苗木自然生长增值收益，进入壁垒低，投入小，收益相应也低；B、部分实力略强的苗圃或企业。一方面通过向前一环节农户或苗圃少量收购中、小规格生苗在自有的基地上进行种植，生产的熟苗数量、规格、品质很难完全满足终端工程客户用苗需求；另一方面通过向前一环节大量收购生苗，组织生苗货源后直接销售给实力较强的绿化苗木种植企业。其主要盈利模式为通过少量生产熟苗及收购生苗供应下一环节生产种植获取收益；C、实力较强的绿化苗木种植企业则可根据经营需要向前端收购各种规格的生苗进行种植，将熟苗直接供应绿化工程用苗客户。其盈利模式转变为主要获取生苗变为熟苗、苗木自然生长以及苗木品质提高带来的增值收益。

（3）自主繁育生产“新、特、奇、优”苗木产品趋势增强

绿化苗木分阶段种植的生产经营格局解决了绿化苗木生产周期较长与单个生产经营实体资金实力不足及生苗与工程用苗需求之间的矛盾，但由于经营苗木的品种、数量及质量受前端影响较大，自主性不强，导致目前我国绿化苗木品种结构性过剩问题日益突出，苗木的质量难以进一步提高。目前，技术及资金实力较强的企业通过不断提高自主繁育新品种苗木的比例，增强产品自主性，优化品种结构以满足市场需求变化趋势，增加苗木产品的附加值来提高经济效益，实现自身的持续发展，这是行业内部分优势企业发展到较高阶段后的必然选择。

二、我国绿化苗木行业的需求分析

1. 市政绿化工程用苗需求状况

我们预计，市政绿化工程对绿化苗木需求在未来几年仍将呈现持续、快速增长态势，主要原因为：

第一，城市绿化水平亟需提高。尽管各地城市绿化工作取得了长足进

步，我国城市绿地总量仍然不足、发展不平衡。很多城市还达不到国务院规定的指标，城市内部区域之间绿地不平衡，城市中心区和老城区绿量不足，西部地区园林绿化总体发展滞后。全国仍有76个城市人均公共绿地不足3平方米，其中36个城市绿化覆盖率不足10%。可见，城市绿化工程建设规模在未来仍将大幅上升，对绿化苗木的需求提供有力保障。

第二，政府明确了市政绿化的近、远期目标。根据《国务院关于加强城市绿化建设的通知》，“到2010年，全国城市规划建成区绿地率达到35%，绿化覆盖率达到40%以上，人均公共绿地面积10平方米。”要实现上述目标，全国城市公共绿地平均每年需增加2万公顷。

第三，各地积极出台具体措施落实市政绿化建设规划。为了达到国家提出的城市绿化近、远期目标，各地政府出台了具体措施，加大对市政绿化工程的投入力度。公司所在的云南省和昆明市也制定了详细的城市绿化建设的发展措施。

2. 市政绿化工程市场未来发展趋势

第一，市政绿化工程投资主体向多元化发展。目前，我国市政绿化工程投资主体主要为各级地方政府及相关部门，随着城市化进程的加快，投资主体由单一政府机关部门向非政府机构与企事业单位拓展，市政绿化建设筹资机制由以政府财政预算为主向资金来源多元化发展，如：许多城市在保证政府投入的前提下，拓宽融资渠道，通过公建民助、民建公助、捐资助绿、出让绿地冠名权和广告发布权等方式，引导社会资金参与市政绿化建设。

第二，突出选用乡土树种。第一，本地乡土树种资源丰富，适应性强，有较强的抗逆性，造景比较容易成功，市场接受能力和适应能力比外来苗木品种要快，栽培管理技术也比较成熟，栽植成本低、效率高，能降低市政绿化工程建设成本。第二，我国各地在城市绿化中进一步强调城市独特个性和城市地域文化特色，在城市绿化建设中积极向乡土树种倾斜，提高乡土树种在绿化工程用苗的比例，改变、扭转盲目跟风引进外来树种的不良倾向。

第三，推行“生物多样化”，追求对不同品种、不同色彩、不同功能绿化苗木的搭配。目前在我国市政绿化中，苗木品种较少，色彩单调，随着城市绿化对生态功能和景观效果要求的提高，生物多样性原则将越来越受到重视，绿化种苗的种类向多样化发展是必然的趋势。各地市政绿化工程设计、施工、建设方案更加注重园林建设的科学性、规划设计的合理性、植物搭配的多样性，不断提高园林绿化水平，重视与城市整体建设规划协调统一，强调城市造景的多样性、层次性、协调性，增强城市的季相变化。

第四，注重选用“新、特、奇、优”苗木产品。生物多样性和景观生态性的绿化工程设计理念升华，“新、特、奇、优”绿化苗木产品成为市政绿化工程市场新宠。城市绿地设计的整体水平提高，各个城市都在寻求独具特色的景观风格；生态景观的认识理念升华，苗木消费结构正在向“新、特、奇、优”苗木品种调整，常规苗木占据较大市场份额的格局正被逐步打破。

3. 道路绿化建设加快

我国现有铁路、国道、省道、县乡道、河渠、堤防总里程277.8 万公里，可绿化里程208.6 万公里。在可绿化里程中：已达标绿化里程58.6 万公里，已绿化未达标里程56.2 万公里，未绿化里程93.7 万公里。国务院已将绿色通道建设纳入全国生态环境建设规划，并且提出了绿色通道建设的目标和重点。根据绿色通道建设要求，到2010年，力争全国所有可绿化的公路、铁路、河渠、堤防全面绿化，按照上述绿色通道建设的规定和要求，绿化苗木总需求将达到95.7 亿株，其中乔木70.1 亿株，灌木22 亿株，其他苗木3.6 亿株(丛)。

此外，房地产行业、旅游及休闲度假产业、企事业单位绿化投入加大，巨大的市场需求将成为我国绿化苗木种植发展的重要引擎，我国绿化苗木种植业正面临前所未有的发展机遇。

三、影响我国绿化苗木行业的不利因素和主要风险

1. 绿化苗木种植业的行业集中度不高

我国从事绿化苗木种植的主体多是农户和苗圃，较为分散，受土地规模、资金实力与技术储备的约束，采取科学化、集约化、规模化现代经营方式少，品种结构调整带有一定盲目性和趋同性，容易一哄而起造成部分产品在一定区域内结构性过剩，一些传统品种，如北方的杨树、柳树已开始滞销，但“新、特、奇、优”品种供不应求；中、大规格苗木紧缺，小苗相对过剩。过度分散的经营模式，也限制了“新、特、奇、优”苗木品种的开发和现代农业种植技术的导入。

2. 绿化苗木种植以粗放型为主、产品科技含量低

目前，我国主要从事绿化苗木种植的地区，苗木种植仍主要依靠自然条件，“靠天吃饭”的传统作业方式未发生改变，以粗放型种植为主，产品科技含量低，产品的外观质量（如：规格、株型等）、内在质量（如：成活率、抗逆性等）均不高。同时，技术人员数量少，具有高级技术及管理水平的人员更是匮乏。我国绿化苗木种植业起步于粗放型的生产和对自然资源的依赖，这使得在行业发展初期，专业人才匮乏、科技水平滞后。科技人员的缺乏和整体科技水平的滞后直接影响了我国绿化苗木产品品种、质量，进而影响了我国绿化工程项目的整体质量。

3. 产品流通体系不健全

我国绿化苗木市场在生产和需求方面存在着地区不平衡的特点。目前，绿化苗木的流通体系尚不健全，批次流通量小，流通费用较高。

4. 受国家宏观政策调控和税收政策的影响

市政绿化工程投资主体的投资规模总量或方向可能受国家宏观调控政策、地方财政收支及投资预算的影响，上述国家或地方的经济紧缩调控政策可能会减少对绿化工程用苗的需求总量。

目前自产农业初级产品免征增值税，并对从事种植、栽培各种林木、苗木作物取得的生产、经营所得免征企业所得税。但上述税收优惠能否每年延续有一定的不确定性。

四. 与相近行业（林业）的上市公司比较

目前在A股上市公司中从事绿化苗木种植与销售业务的公司只有绿大地和世博股份。而世博股份的主营业务是商品房开发与世博园运营，在2007年业务收入中绿化苗木与绿化工程业务收入只有317万，只占公司总收入的1%。所以真正以绿化苗木种植与销售为主营业务的A股上市公司只有绿大地。

目前，A股上市公司中与绿化苗木行业最为接近的是林业。在A股市场，完全从事林木种植业的上市公司也不多，它们一般是拥有一些林木种植基地，同时还向下游拓展一些造纸、家具、人造板、化工等业务，主要如下：

表 3：从事林木种植业（或业务）的主要上市公司

企业名称	下游主营业务	原料林（万亩）
大亚科技	中纤板、木地板	76.5 万亩，规划 300 万亩
威华股份	中纤板	65 万亩，计划 120 万亩
升达林业	中纤板、木地板	10 万亩，规划 100 万亩
永安林业	人造板	181 万亩
吉林森工	人造板、木地板	450 万亩
景谷林业	人造板、林化产品	50 万亩
宜华木业	家具	10 万亩速生丰产林
绿大地	绿化苗木	1. 6 万亩
岳阳纸业	新闻纸、文化纸	98.59 万亩
晨鸣纸业	综合性纸业龙头	25 万亩，规划 300 万亩
华泰股份	新闻纸	规划 150 万亩
美利纸业	文化纸	50 万亩
景兴纸业	包装纸	规划 30 万亩
青山纸业	包装纸	在建 160 万亩
福建南纸	新闻纸	50 万亩

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

1. 营业模式不同

虽然说农业类上市公司中林业与绿化苗木比较接近，主要体现在它们都依赖于种植基地且生长周期长。但实际上绿化苗木的附加值显著高于一般林木，而且绿化苗木行业与一般的林木种植业在商业模式上也大不相同。

一般林木产业的纵向产业链主要有：

- (1). 林木种植——大径材——实木家具、实木地板、实木建筑装修等；
- (2). 林木种植——小径材或枝丫材、刨花等剩余物——人造板——家

具、强化木地板、建筑装饰、包装等；

(3). 林木种植——木浆 ——造纸；

(4). 林木种植——林副产品（如松脂等）——林化产品（如松香、松节油等）；

而绿化苗木行业的纵向产业链是绿化苗木研发—种苗—绿化苗木种植基地—绿化苗木工程设计及施工。而且该行业通行生苗育熟的业务模式。

2. 行业盈利水平和市场估值不同

由于我国林木产品一直供不应求，而林木产品的供应能力受到自然资源及国家政策的限制，我国林木种植行业将长期处于景气周期中，林木种植企业的毛利率也将长期维持在较高水平。上市公司吉林森工和永安林业2006年及2007年的木材产品毛利率均在40%-53%之间，相比其他行业处于比较高的水平。

林木产品的供应能力受到自然资源及国家政策的限制，而需求则一直处于增长的状态，因此拥有森林资源的林木种植企业木材产品的毛利水平一般比较高。上市公司吉林森工和永安林业2004-2007年的木材产品毛利率均在45%左右浮动，相对其他农业产品处于比较高的水平。

与一般的林木种植业相比，作为绿化苗木种植业代表的绿大地，盈利水平更为突出。绿大地自主繁育业务毛利率2007年高达80.41%，生苗育熟业务2007年毛利率也高达27.79%。

以下是林木类上市公司中产生了木材产品销售收入的部分公司列表。

表 4： 林木类上市公司木材产品毛利率

		2007 年报	2006 年报	2005 年报	2004 年报
永安林业	木材(%)	44.86	50.56	44.36	39.41
	木材二次加工产品(%)	15. 59	13.97	15.52	NA
吉林森工	木材产品(%)	49. 55	42.91	50	53.99
	人造板产品(%)	20. 25	21.18	21.03	23.41
	实木复合地板(%)	13. 99	14.52	18.23	18.86
宜华木业	原木(%)	43. 40	52. 78		
	地板(%)	19. 51	18. 02		
	家具(%)	27. 95	28. 65		
青山纸业	营林业	41. 20	40. 93		
	浆及副产品	51. 15	53. 69		
	纸、板系列	9. 49	10. 81		
绿大地	自主繁育	80.41	80.4		
	生苗育熟	27.79	30		

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

以绿大地为代表的绿化苗木公司在A股市场的市盈率明显低于林业类上市公司市盈率，这说明绿化苗木行业的投资价值有待于市场的进一步了

解和挖掘。

表 5: 相近企业市盈率比较 (按 2009 年 3 月 24 日收盘价)

证券简称	08EPS (元)	2008 年市盈率	09EPS (元)	2009 年市盈率
绿大地	1.03	33	1.25	27. 2
永安林业	0. 08	87. 2	0. 15	46. 5
吉林森工	0.15	51	0.20	38
景谷林业	0.12	80	0.25	38. 3

数据来源: 广发证券发展研究中心

五. 绿化苗木行业第2季度投资策略

由于我国市政绿化工程对苗木需求在未来几年仍将呈现持续、快速增长态势,道路绿化建设加快也将为苗木行业提供强劲需求。所以我们认为我国绿化苗木行业具有长期投资价值。但由于该行业在产品和区域上存在不平衡,而且行业集中度不高,生产种植以农户或苗圃为主,且产品科技含量低,所以我们认为明智的投资策略是:

1. 投资纵向产业链健全的龙头公司,尤其是自主繁育比例高的公司。在现阶段生苗育熟业务具有一定的经济合理性,但完全依靠生苗育熟的公司从长期看有一定的局限性。
2. 投资区域性苗木短缺的公司。我国苗木种植业的发展存在区域不平衡,不同省份之间由于起步时间不同产业化发展水平、规模有较大差异。
3. 投资以乡土品种和“新、特、奇、优”品种为主,且公司具备相当的科技开发能力的公司。

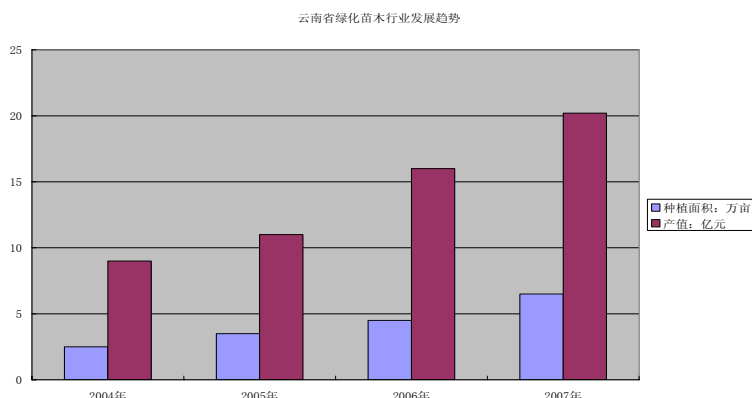
六. 绿大地: 云南绿化苗木行业的领导者

1. 云南省绿化苗木市场供不应求

(1) 云南省绿化苗木市场需求旺盛

云南省具有发展花卉产业得天独厚的资源条件,在云南省花卉行业整体快速发展的同时各子行业间发展呈现不均衡的格局,表现为:云南切花切叶产销规模较大,发展水平较高,是我国最大的鲜切花生产基地,鲜切花产量已连续十多年保持全国第一的领先地位,占据了我国鲜切花市场50%以上市场份额。与此同时绿化苗木产业发展相对滞后,种植面积小,产业基础薄弱,产业化水平低,苗木产量远远不能满足本省市场需求,市场缺口较大,全省每年大约60%左右的绿化苗木要从浙江、福建、广东、四川、江西等地购进。

图4: 云南省绿化苗木行业的发展现状



数据来源：绿大地招股说明书

在“十一五”期间云南将继续大力推进省内城市群建设,全面启动“七彩云南保护行动”,积极推动昆明等城市创建国家园林城市、国家卫生城市、国家环保模范城市,云南省对绿化苗木的需求仍将保持快速增长,为省内绿化苗木种植企业的发展提供了很大的市场空间:

① “七彩云南保护行动”的开展

为了贯彻“生态立省、环境优先”的生态环境建设理念,2007年2月云南省人民政府启动了“七彩云南保护行动”,该行动以创建生态园林城市为重点,积极推进城市中心公园、道路和住宅区绿地建设,大力开展城郊环城森林带和森林公园建设。持续推行城区园林化、城郊森林化、道路绿荫化、庭院花园化,不断提高城市绿地覆盖水平,建设绿色城市;结合新农村建设,积极推进集镇和村庄绿化,同步推进公路铁路沿线、江河两岸、湖泊水库周围和乡村面山的绿化美化。创建2~3个环保模范城市,创建100个绿色城镇,包括20个生态县(市、区),30个生态示范区,50个生态乡镇。

② 新昆明“一湖四环、一湖四片”的开发建设

根据昆明市“十一五”规划,“十一五”期间将全力推进新昆明建设,把昆明建设成一个山青、水秀、天蓝、地绿、花艳、树荫,最适宜人居住的城市,建设重点工程为“一湖四环、一湖四片”,围绕滇池发展城市,进行环湖新区建设,利用便捷、发达的环湖交通,把城市、山水、历史文化、风景名胜古迹等有机地连接在一起,使山湖在城中,城在山水中,城市建筑和山水园林融为一体,交相辉映,将充分显现昆明“春城”、历史文化名城、风景旅游城市、山水园林生态城市的魅力和特色。到2010年,昆明市建成区绿地率达到35%以上,绿化覆盖率达40%以上,人均绿地面积达10平方米以上,实现国家园林城市目标。而昆明目前的绿化覆盖率为20.79%,人均绿地面积为6.04平方米,为此昆明需在“十一五”期间新增城市绿地4,249.3公顷,为了实现上述目标,根据昆明市“十一五”期间市级重点基础设施项目投资计划,昆明市将投资95亿元新建城市公园、大型绿地和绿化系统,东南二环道路、昆洛路、广福路等道路绿化带,城市中心区主干道“拆临、拆违、建绿、透绿”、“万棵树木进城工程”、“市民林”建设等一大批高起点、高标准的大型绿化项目已纷纷开建。

③ 个、开、蒙滇南中心城市群的建设

个旧、开远、蒙自是中国—东盟自由贸易区的前沿城市，规划到2020年，三个城市建设面积要达到150 平方公里，城市化率由现在的54.75%提高到80%，计划城市新区绿化投资达93.5 亿元，绿化率要达到35%以上（摘自《滇东南花卉产业发展规划》）。

近年来，云南省在绿化苗木需求总量迅速扩大的同时也积极调整需求结构：

在城市绿化中强调云南城市独特个性和城市地域文化特色，在城市绿化建设中积极向云南乡土树种倾斜，改变目前以外来苗木品种为主的格局。为了扶持云南乡土苗木品种的发展，云南省制定了《云南省城市绿化办法》，规定“城市绿化苗木应当选用<云南省城市绿化树种名录>中的树种，其中地方特色树种的苗木数量占所选用树种苗木总量的60%以上”。

（2）云南省大约60%左右的苗木从省外购进

从目前供应状况来看，云南省大约60%左右的苗木从省外购进，省内存产的苗木产量远远不能满足需求，省内的绿化苗木供应以外地苗圃（或公司）为主，外地苗圃（或公司）的种植基地不在云南，其主要通过在云南省内建立苗场（通常为几十亩）作为销售窗口，供应苗木时临时从其在各自地区的自有种植基地调配或向其所代表地区的农户或苗圃收购。

云南绿化苗木种植业发展相对滞后的原因主要系：① 云南省经济发展水平不高，省内城市化进程与城市建设与沿海省份相比相对滞后，导致行业发展起步晚；② 与鲜切花相比，行业管理指导相对滞后，缺乏必要的配套法规、标准、办法的指导和约束，导致生产规模小、分布零散；③ 经营的品种以省外品种为主，本地乡土苗木生产供应不足，品种结构未能充分发挥云南省优越的气候、种植资源优势。综上，云南从省外采购不是品种缺乏，而是规模化供应能力不足所形成的数量上的缺口。

2、云南省绿化苗木行业的竞争状况

目前，绿大地的绿化苗木主要在云南省内销售。根据云南省园林绿化行业协会统计，2005年、2006年、2007年云南单个绿化苗木种植企业平均销售额分别为153 万、187 万、234 万；平均种植面积分别为54 亩、62 亩、78 亩；平均拥有的技术人员分别为3 人、3.9 人、4.6 人。由此可见，云南省绿化苗木行业发展现状与全国基本一致，也处于发展的初级阶段。

表6：云南省绿化苗木种植企业（不包括农户）情况

云南省绿化苗木种植企业（不包括农户）情况

	苗木企业家数	销售额（万元）	种植面积（亩）	全部从业人员	全部技术人员
04年	369	56,457	19,926	4,440	1,110
2005年	402	75,174	24,924	6,000	1,559
2006年	465	108,810	36,270	9,300	2,145
2007年	538	139,277	52,781	13,950	3,226

数据来源：绿大地公司报表

3. 绿大地的竞争优势

目前云南省60%的苗木从外省购入。以绿大地为代表的生产基地在省内的绿化种植优势企业与外地苗圃（或公司）相比，竞争优势明显：苗木

供应及时性较强,规避了苗木远距离供应中运输成本较高且成活率不高的问题;苗木质量较高,本地化生产使苗木更加适合云南的气候、水、土等外部环境,苗木的成活率较高、抗逆性较强;生产更加贴近本地市场,经营的品种、规格与本地中、大型绿化工程项目用苗需求匹配性更强。从市场需求结构变化趋势来看,随着云南省城市绿化突出强调云南城市独特个性和城市地域文化特色,在云南省内城市建设中优先选用云南乡土树种,扶持并推动本地绿化苗木行业发展,不断提高本地自供苗木的比例,以绿大地为代表的省内绿化苗木优势企业将受益于苗木供应本地化带来的巨大机遇。

绿大地目前在云南省绿化苗木行业,无论是产品种类、基地规模还是盈利能力,都是处于绝对领先的地位。目前,云南绿化苗木种植行业进入快速成长阶段,绿化苗木行业的经营业态正向科学化、专业化、集约化的经营方式演变,在市场竞争机制的作用下行业资源趋于集中,已培育和出现了以绿大地为代表的一批已初具规模的企业,这些企业的出现将对行业内的竞争格局、产业组织形式和生产结构产生深远影响,将生产作业方式由小规模、分散化转变为现代化、工厂化、规模化,推动和领导着绿化苗木种植行业的改造、提升和发展。

表7: 公司在云南省的主要竞争对手情况

企业名称	基地种植面积(亩)	绿化工程资质等级
云南园林绿化发展公司	1,450	2级
版纳热带花卉园	1,000	无
云南汇元生物开发公司	1,008	无
大理明泉花卉有限责任公司	740	无
昆明汇丰花卉园艺公司	960	2级
绿大地	16263	1级

数据来源:绿大地公司报表

总的来说,公司的主要优势体现在:

(1). 区位优势

目前云南的中大规格苗木和特种苗木处于供不应求的局面,60%需从外省购进,而且中大规格苗木和特种苗木的需求量今后几年都将保持25%以上的年增长速度,作为本地最大苗木企业的绿大地无疑是占尽天时地利。

云南的气候条件适宜生产热带、亚热带、温带的各种植物,而且公司的种植基地又比较均匀地分布在各种气候带。加上云南政府又极力鼓励发展地方特色的苗木。所以绿大地具备外省同行所没有的商机。

(2). 技术优势

公司与中科院昆明植物研究所合作,下设技术开发中心,拥有几十种特色品种的组培快繁技术、播种培育技术及扦插育苗技术,具备自主繁育特色种苗并将现代农业技术大规模组合运用于绿化苗木生产各环节的能力,这在云南乃至全国同行中都是出类拔萃的。

(3). 基地优势

2004年—2006年云南单个绿化苗木种植企业平均种植面积分别为54

亩、62亩、78亩，而绿大地目前基地的种植面积为16263 亩，在全国的同类公司中拥有的基地规模处于前列，在云南同行中处于绝对领先的地位（云南处于第二位的苗木公司基地面积仅1000多亩）。而且由于公司的基地比较均匀地分布在各种气候带，所以对公司种植各种特色苗木非常有利。

（4）. 产业链优势

公司的主要盈利模式为外购半成品进行生苗育熟，熟苗是指种苗至少进行过一次移栽或进行过断根处理的苗木。应该说，在目前云南市场上生苗相对过剩的背景下，公司的生苗育熟盈利模式毛利率接近30%，所以这种模式现阶段还是现实可行的。但从长远来说，这种依赖外购原料的业务模式有一定的局限性。所以公司几年来努力打造“研发一种苗—苗木种植基地—工程设计及施工”的完整产业链，目前公司的研发能力已初步形成，募集项目达产后，种苗的自主繁育将占新增销售额的46%，远高于目前15%的比例，而种苗自主繁育——苗木种植的毛利率水平可接近80%，远高于生苗育熟的毛利率水平。2008年工程设计及施工业务也已经占到业务收入的 20 %以上，这项业务也能为苗木销售业务带来协同效应。所以，绿大地“研发一种苗—苗木种植基地—工程设计及施工”的产业链已经初步形成。这种纵向一体化的业务模式在满足中、大型绿化工程投资商的“一站式”采购需求上具有极大的竞争优势。

表8：绿大地苗木基地分布

	面积（亩）	使用情况
河口县沙坝	30.37	主要用于盆栽植物种植（热带、亚热带品种）
总部	26.5	公司总部及技术开发中心（新品种研发、盆栽植物组培种苗生产）
昆明市伍家村	61.83	产品展示及销售中心
卧云山	84.08 亩	计划运用募集资金建设特色绿化苗木种苗繁育工厂项目中品种园
旧县基地	960 亩	主要用于中、大规格观赏苗木种植（温带品种）
马鸣	3500亩	主要用于中、大规格观赏苗木种植（温带品种）
成都市温江区	50.07 亩	主要用于成都子公司生产经营
思茅	2600亩	种植亚热带特色观赏苗木（热带、亚热带品种）
猫猫洞	9000亩	主要用于中、大规格观赏苗木种植和盆栽植物

数据来源：绿大地公司报表

4. 盈利预测与投资建议

（1）. 大规格绿化苗木产品的供应缺口和价格刚性

我们特地考察了绿大地位于昆明金殿的绿化苗木销售示范基地，虽然我们未能详细掌握公司的产品价格情况，但我们的基本印象是绿化苗木的价格受宏观性经济衰退的影响很小，价格去年以来保持了刚性。我们认为，只要云南继续实施十一五规划，加上加大基础设施建设以刺激经济的新政，市政绿化工程用的大规格绿化苗木价格在未来2-3年将继续保持刚性。

而且绿大地的现代化、工厂化、规模化供苗方式确实与大规模的市政绿化工程相配套，与中小规模的竞争对手相比具有竞争优势。

（2）. 纵向产业链提升公司的盈利能力

绿大地已经基本形成“研发—种苗—苗木种植基地—工程设计及施工”的完整产业链，募集项目达产后，种苗的自主繁育将占新增销售额的46%，远高于目前15%的比例，而种苗自主繁育——苗木种植的毛利率水平可达到70%以上，远高于生苗育熟的毛利率水平。所以，随着绿大地募投项目产能的逐年释放，自繁比例的逐年提高，绿大地的业绩也将逐年增长。

（3）. 成本费用继续下降的空间有限，绿大地未来2-3年的业绩增长主要来源于产能的逐年释放

一个公司的盈利能力提升要么是成本费用下降，要么是业务收入增加。对绿大地来说，成本费用继续下降的空间有限，因为公司在主要原材料（生苗）的收购上目前已经处于比较有利的市场地位，随着公司产能的扩大，公司对生苗的需求量加大，要继续大幅降低收购成本有困难。而在市场存在供应缺口的情况下，业务收入的增加主要取决于产能大小。所以募投项目产能的逐年释放是绿大地未来业绩增长的主要看点。

（4）. 盈利预测与投资评级

我们假设公司采购的主要半成品和公司销售的主要产品的价格在未来几年保持不变，公司的免税优惠保持不变。按照以上我们描述的公司募集项目产能释放进度，我们保守地预计公司2009——2011年的税后利润分别为10458万元，12626万元，19511万元。按8393.73万的总股本，2009——2011年公司EPS分别为1.25元，1.51元，2.33元。对应的2009——2011年市盈率分别为25倍、21倍、13.6倍。目前农业板块2009年的平均动态市盈率在30倍以上，按30倍市盈率，公司目前的合理价值为37.5元。考虑到该公司清晰的行业前景、优良的资产质量和有效的管理水平，我们给予“买入”的投资评级。

表9：公司未来三年损益表
单位：万元

项目	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	25747	34195	40954	49332	56345
减：主营业务成本	16625	24067	27236	33059	32846
主营业务利润	9159	10128	13718	16273	23499
减：营业费用	1010	1099	1199	1299	1399
减：管理费用	986	1249	1349	1449	1549
减：财务费用	736	169	600	800	900
利润总额	6569	8751	10579	12756	19651
减：所得税	128	74	120	130	140
净利润	6441	8677	10458	12626	19511

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。