

评级：推荐

建筑工程

行业深度报告

第一创业研究所

郭强 S1080209110064

联系人：神爱前

电话：0755-82481501

邮件：shenaiqian@fcsc.cn

交易数据

本年涨跌幅 1.17%

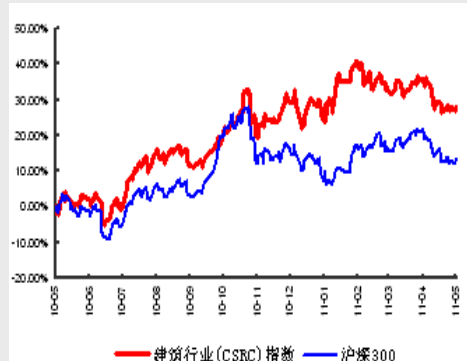
行业基本数据

A股流通市值(亿元) 4416

总市值(亿元) 7198

行业平均PE(X) 17.6

最近一年行业与沪深300指数表现



相关报告

园林绿化高速成长，乱世称雄正当时

——建筑工程专题报告——

要点：

- **城市化交响曲，园林绿化奏高潮** 在城市化加速发展的中后期，城市建设转向精细化，园林绿化等配套投资占比逐渐提升。我国城市化 2010 年接近 50%，在城市化正常进程、半城市化改造双重因素下，园林绿化必将奏响城市化的高潮。基于城市化新增园林市场及现有城市化水平下园林扩大化市场，未来五年，仅考虑政府主导的投资，平均每年市政园林绿化市场在 1300 亿—1800 亿之间。
- **成长源于驱动，新趋势造就新英雄** 环境保护意识驱动政策不断更新，消费升级引领园林绿化，政府经营城市土地，园林绿化成利器，这些因素在过去几年成为市政园林发展的重要驱动因素，并且越来越显现影响园林绿化发展方向的能力。园林从景观转向生态，生态功能渐成城市园林第一功能；城市土地经营催生片区景观整体规划布局需求。园林行业的发展新趋势对上市园林公司影响深远。
- **生态修复，起步之初，空间广阔** 生态修复在我国处于起步阶段，我国各种生态修复市场步入快速发展时期。我们基于公开数据与国家规划，通过合理正常的逻辑演算，未来五年，以 2010 年数据作为基数，公路生态绿化市场、矿区生态绿化市场、水利生态绿化市场平均每年分别增长 50%、112%、130%以上。
- **勇敢面对质疑，阻不住的高成长** 我们首次正面深入分析园林行业发展可能面对的质疑与疑虑，得出如下结论：房地产调控下的地产园林，远有空间，近有保障，未来市场情况不可能变得更加糟糕；调控下的地方政府收入，受土地出让收入影响并不如想象的大，并且政府园林绿化支出呈刚性特点，只升不降；目前上市园林公司经营现金流为负，是源于成长性过高，并且不是永不改变，通过我们模型测算，当增长率低于 40% 时，经营现金流为正。
- **倚天屠龙在手，乱世称雄正当时** 目前园林绿化行业极度分散，正是上市公司做大做强之际。在园林行业从分散到集中过程中，资金、大项目履历和品牌、经营特色成为最重要的核心竞争因素。东方园林高成长霸气依旧，铁汉生态后起之秀迅猛。
- **推荐组合** 我们重点推荐综合优势明显的东方园林，生态和园林复合业务竞争优势的铁汉生态。



目 录

1、城市化交响曲，园林绿化奏高潮	3
1.1、园林绿化奏响城市化高潮	3
1.2、城市化水平远未达到峰值，仍有较大空间	4
1.3、中国“半城市化”特征突出，半城市化改造推升城市建设投资	5
1.4、市政园林市场规模——基于城市化新增及存量市场的估算	7
2、成长源于驱动，新趋势造就新英雄	9
2.1、园林从景观转向生态，生态功能渐成第一功能	9
2.2、城市土地经营催生片区景观整体规划布局需求	12
3、生态修复，起步之初，空间广阔	13
3.1、生态修复处于起步阶段	13
3.2、公路生态绿化市场，未来五年基于 2010 年年均增长 50%	14
3.3、矿区生态恢复变化始于 2009 年，未来五年基于 2010 年年均增长 112%	16
3.4、水利生态修复受益 4 万亿水利建设投资，未来五年基于 2010 年年均增长 130%	18
4、勇敢面对质疑，阻不住的高成长	19
4.1、房地产调控下的地产园林，远有空间，近有保障	19
4.2、调控下的地方政府收入，园林支出呈刚性	22
4.3、上市园林公司经营现金流为负，缘于何，止于何	23
5、倚天屠龙在手，乱世称雄正当时	25
5.1、行业由分散到集中，核心竞争要素分析	25
5.2、东方园林—规划设计+园林建设，长江前浪依旧猛	26
5.3、铁汉生态—生态技术+园林绿化，长江后浪追前浪	27
6、行业股票盈利预测与估值	31



园林绿化行业大体可以分为市政园林、地产园林和生态修复等三大类。我国早期的园林绿化建设主要是市政园林建设,即使现在市政园林仍占据园林绿化行业的半壁江山。随着房地产市场迅速发展,地产园林也取得了迅速发展,同时国家有关部门逐步重视生态破坏修复国土整治工作,生态修复也成为园林绿化的一个新兴领域。

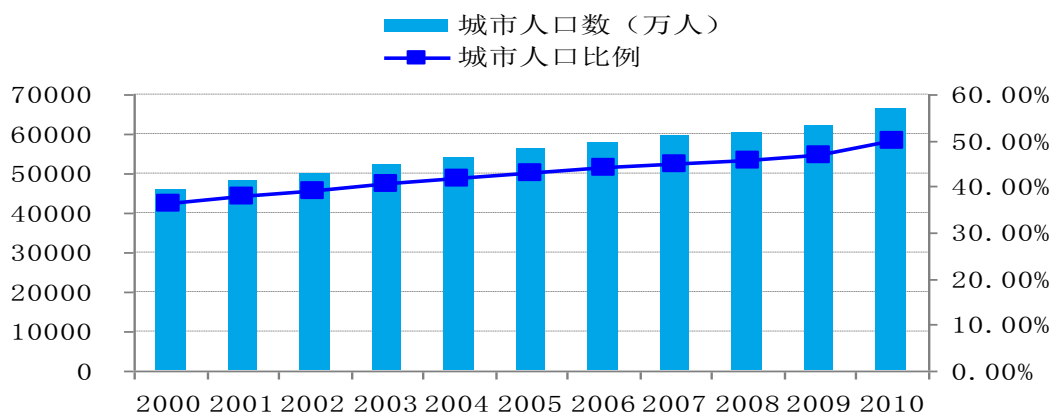
	市政园林	地产园林	生态修复
上市代表公司	东方园林	棕榈园林	铁汉生态
施工目的	公共休闲, 美化城市, 兼顾自然生态保护	美化私有生活、活动场所	修复被破坏的生态, 保护生态平衡

1、城市化交响曲，园林绿化奏高潮

1.1、园林绿化奏响城市化高潮

中国在过去 30 年中的城市化速度极快,超过了其他国家,城市化水平从 1980 年 19%跃升至 2010 年的 49.68%。1980 年,中国只有 51 个城市人口超过 50 万,自上个世纪 90 年代起,中国超过 50 万人口的城市数量显著增加。从 1980 年到 2010 年的 30 年间,共有 185 个中国城市跨过 50 万人口门槛。而根据联合国《世界城市化展望 2009 年修正版》预计至 2025 年中国城市化将达到 59%,届时中国将有 292 个城市跨过 50 万人口门槛。

图表 1: 我国城市化水平从 1980 年 19%跃升至 2010 年的 49.68%

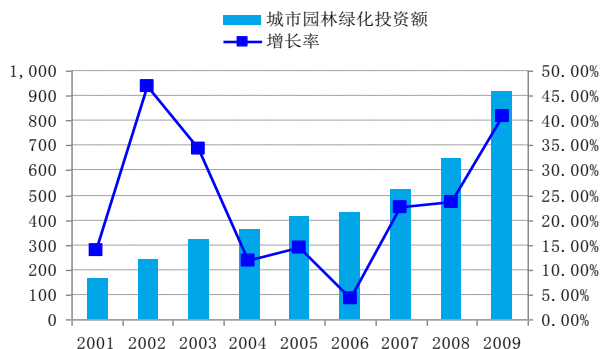


资料来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

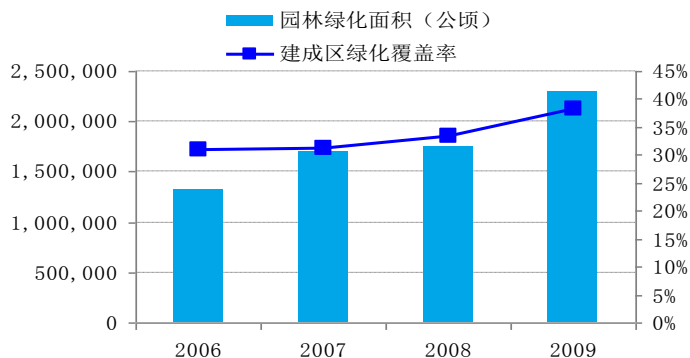


城市化进程的发展带来了园林绿化行业的契机。随着各级市政部门对市政园林的投资将持续增加，仅十一五期间，政府园林绿化投资额度从 2006 年的 429 亿元增长到 2009 年的 914.9 亿元，年均复合增长率达 28.7%。根据最新统计数据，我国人均公园绿地面积由 2006 年的 8.3 平方米上升至 2009 年末 10.66 平方米，2009 年建成区绿化覆盖率 38.22%。

图表 2：城市绿化投资年均复合增长率达 28.7%



图表 3：2009 年建成区绿化覆盖率上涨至 38.22%



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

一般从一个城市发展轨迹来看，在城市化发展初期，是基础建设为主的阶段，园林绿化等配套投资占比较小，而在城市加速发展的中后期，城市建设转向精细化，园林绿化等配套投资占比逐渐提升。而截至 2010 年，我国城市化率已达到 50% 左右，我们判断：

首先，我国城市化已度过初期阶段，对于很多城市来说，大规模的粗放城市基础建设已占比越来越少。

其次，我国城市化已度过初期阶段，但也未达到末期，我国城市化正处于加速发展的中期阶段。园林绿化建设正奏响城市化进程的高潮。

因此，我国未来园林绿化市场即来自于城市化进程的新增市场，也来自于现有城市化水平下园林市场的扩大化。

1.2、城市化水平远未达到峰值，仍有较大空间

城市化水平的峰值是一个国家城市化水平可能达到的最大值，这个值受到多种因素的影响，如国土面积、产业结构、生活习惯的影响。

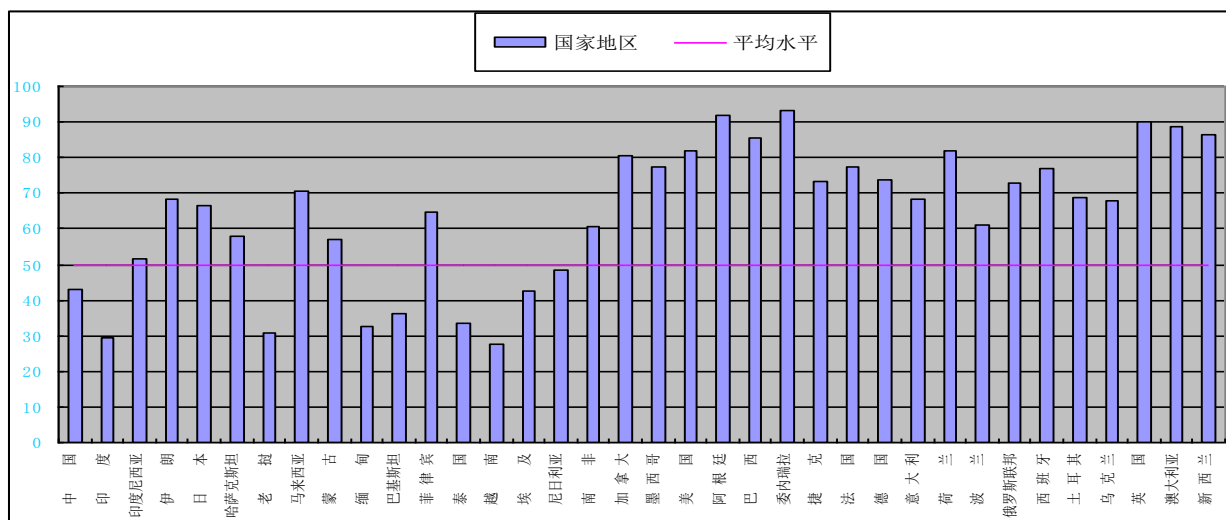
首先，从城市化时间来看，对照其它国家快速城市化时期看，日本快速城市化阶段(约保持了 30 年)年均增长 0.96 个百分点，英国(约保持了 70 年)年均增长 0.67 个百分点，德国(约保持了 70 年)年均增长 0.55 个百分点，美国(约保持了 100 年)年均增长 0.45 个百分点等。

我国近 30 年来的城市化水平年均提高约 0.92 个百分点，接近日本快速城市化 30 年的水平，比英国、美国和德国要快，而由于中国人口多、面积大，城市化的时间会比较长，不会像日本那样在较短的时间内快速城市化。



其次，参考中国未来可能达到的城市化峰值拐点。一个方法是参考其他发达国家的城市化过程，例如从经济发展水平、国土和人口等方面进行比较，以期获得未来可能达到的一个较为稳定的城市化水平，多数成熟城市化国家的城市化率水平在 75%~85%之间，因此，这一区间也很可能是中国未来较为稳定的城市化水平。

图表 4:2008 年世界各国城市化水平，中国低于世界平均水平



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

联合国经社理事会估计，未来世界城市化将仍然保持较快的发展速度，世界的城市化 2050 年将达到 70%。而且据估计 2007~2025 年世界的城市化水平将以年均 0.82 个百分点的速度增加，其中，发达国家为 0.33 个百分点，欠发达国家为 1.08 个百分点，亚洲国家为 1.24 个百分点，非洲国家为 1.1 个百分点，是未来城市化速度最快的两个地区。

1.3、中国“半城市化”特征突出，半城市化改造推升城市建设投资

虽然我国经济社会的快速发展极大地促进了城镇化水平的提高，截止 2010 年城市化率达到 49.68%。但我们也看到，目前中国城市化地区仍处于半城市化状态，即使不考虑城市化的新增长，半城市化改造将会继续推升城市建设投资。

正如《中国发展报告 2010：促进人的发展的中国新型城市化战略》所言，我国的城市化正以人类历史上从未有过的规模向前推进，但同时我国也面临着“半城市化”特征突出、城市形态和布局不均衡的挑战。中国半城市化问题至少从以下三方面推升城市建设投资。

城市化地区差异，中西部地区城市化进程有望加快

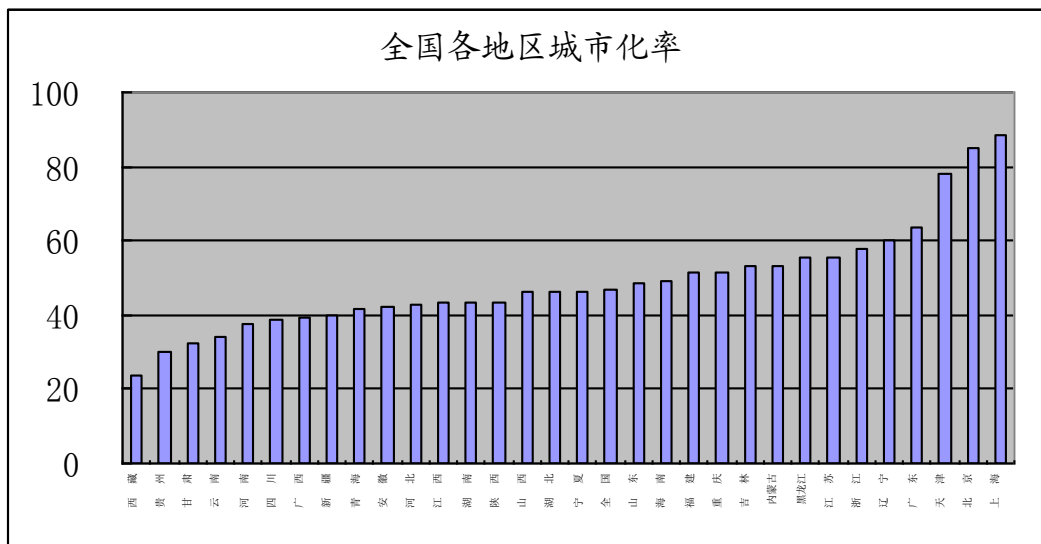
全国城市化总体水平较低这一现象掩盖了各地区发展水平的不均衡。虽然东部地区的平均城市化率已超过 55%，但是中西部地区的城市化率仍在 30-40%



之间。

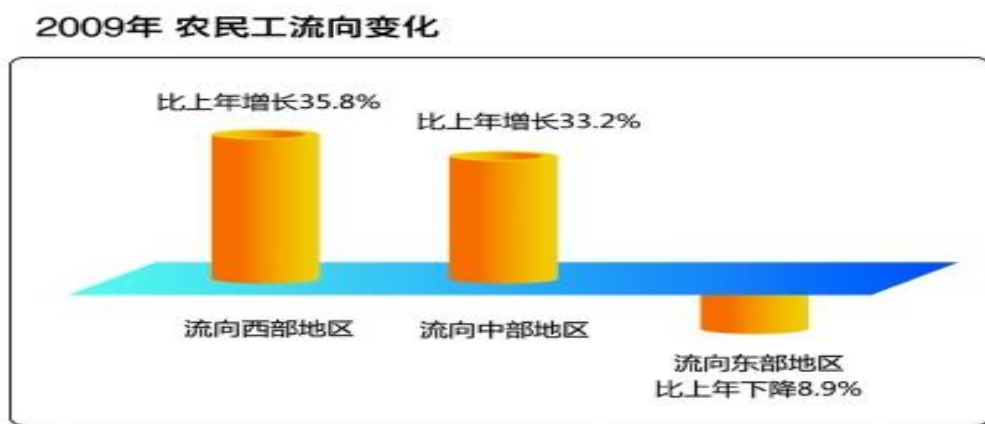
在国家区域经济政策及西部开发等政策影响下，中西部地区城市化进程有望加快，中国劳务工劳动力呈现向中西部流动迹象。

图表 5：中国各地区城市化发展水平的不均衡



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

图表 6：中国劳务工劳动力呈现向中西部流动迹象



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

农民工仍未市民化，新生代农民工倾向留居城市

2010 年，全国农民工总量为 2.42 亿人，但大多数农民工要么住在工厂宿舍、工地，或挤在郊区租金低廉的房屋里。因为生成本高、无法获得公共服务，绝大多数农民工都未城市化。

调查显示传统农民工中，只有 10.3% 的人愿意留居城市。而根据全国总工会数据也显示传统农民工大约有 10% 左右的人逐渐在城市沉淀了下来。

然而，据中国青少年研究中心发布的新生代农民工研究报告，目前农民工中新生代农民工已占据近一半。新生代农民工对务工城市的心态，从过客心理向期



盼在务工地长期稳定生活转变。在新生代农民工中，有 55.9% 的人准备将来“在打工的城市买房定居”。

新生代农民的留居城市心理及希望，随着社会的发展，会逐步得以实现，这无疑是未来城市化的一个重要驱动因素。

旧城区（城中村改造）带来大量城市建设及园林绿化投资

在我国城市中，存在大量旧城区、城中村等居住环境较差、利用率较低的区域。由于城市土地资源的紧缺性，为盘活中心城市的存量土地，改善市容市貌，旧城区改造和城中村拆迁成为许多城市建设重点，这不仅带来大量城市建设投资，更为园林绿化带来巨大市场。

仅以广州以广州旧城改造为例，根据 2010 年《广州市旧城更新改造规划纲要》，初步预计旧城拟拆除 1050 万平方米建筑，资金超过 1000 亿元，涉及整体拆除改造的用地约 5.53 平方公里；局部拆除改造的用地约 3.73 平方公里，其余整治规模约 7500 万平方米。同时旧城区改造也带来园林绿化市场，规划旧城区公共绿地 496 公顷，人均公共绿地约 2.5 平方米。

图表 7：广州市旧城更新改造规划图



资料来源：广州政府网站、第一创业证券研究所

1.4、市政园林市场规模——基于城市化新增及存量市场的估算

我国未来园林绿化市场即来自于城市化进程的新增市场，也来自于现有城市化水平存量市场的扩大化。下面演算只是针对政府主导的市政园林市场的估算。

首先就城市化进程新增市场来看，我国目前城市化率接近 50%，综合大多数学者、机构预期，我们按照 2025 年中国城市化将达到 60%，65% 等不同水平，对城市化进程新增园林市场做下估算。



以全国人口 13 亿，每平方米绿化投资 300 元为假设条件。

图表8：基于新增城市化水平园林市场的估算

2025城市化水平	60%	65%
年城市化率	0.67%	1%
每年带来城市人口	871万	1300万
目前人均绿地面积	35.52	35.52
每平方米绿化投资	300元	300元
每年园林绿化市场	928亿	1380亿

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所估算

其次，就目前城市化水平存量市场来看，园林绿化标准的不断提高带来存量市场的扩大化。我国目前建成区绿化率为 38.22%，而《城市园林绿化评价标准》I 级评价中城市建成区绿化率指标为 $\geq 40\%$ 。绝大多数城市将此指标作为五年之内绿化目标，并且很多城市其目标远超此指标。

图表9：未来五年基于现有城市化水平市政园林市场测算

目前建成区绿化率	38.22%
国家园林城市建成区绿化率	$\geq 40\%$
年提高率	0.36%
现建成区面积	38 107 000 000平方米
每平方米绿化投资	300元
每年投资额	412亿

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所估算

综合城市化新增园林市场及现有城市化水平下园林扩大化市场，未来五年，仅考虑政府主导的投资，平均每年的园林绿化市场在 1300 亿—1800 亿之间。



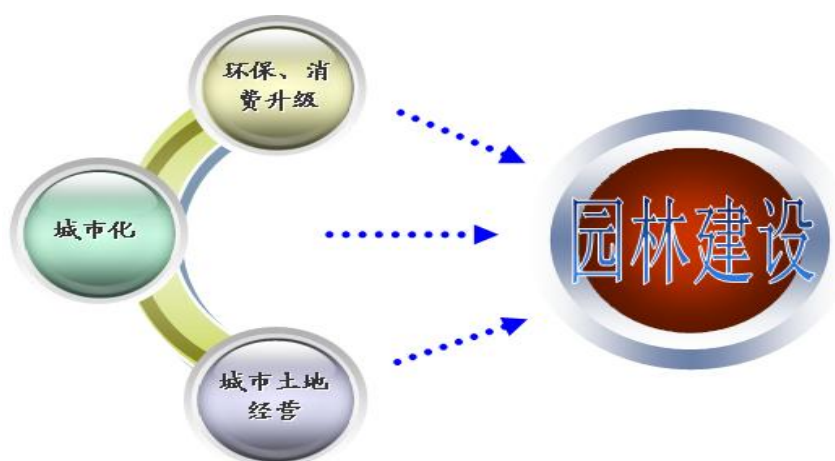
2、成长源于驱动，新趋势造就新英雄

城市化是园林绿化建设行业发展的根本动力，但环保意识与政策、消费升级概念以及地方政府经营土地需要也是刺激园林绿化发展的重要驱动因素。

环境保护意识驱动政策不断更新，消费升级引领园林绿化。经过学界、民间、政府等多方努力，如今环境保护意识已深入人心，人们在生活水平提高的同时也日益关注生活质量、居住环境问题。国家政府园林绿化鼓励政策不断更新，园林绿化标准将越来越高。以创建园林城市为契机，带动城市基础设施建设的发展，为市民创造一个宜居的生活环境，成为越来越多地方政府的重要目标。截至2010年底，共180个城市（区）通过了建设部的验收，被命名为国家园林城市（区）。

政府经营城市土地，园林规划建设成利器。城市经营中，园林绿化建设是非常重要的环节。园林绿化建设相对于其它基础建设，投资额较小，但却能显著提升区域居住生活环境与城市形象，更能推升周边区域土地升值。可以说，园林绿化在基础中对土地升值的推动力最大，且投资额度最小。

图表10：驱动因素不仅影响园林建设的发展速度，也决定了发展趋势与方向



资料来源：第一创业证券研究所

这些因素在过去几年成为市政园林发展的重要驱动因素，如今不只是影响园林绿化的发展速度，越来越显现影响园林绿化发展方向的能力，市政园林建设在此影响下出现新的趋势，对行业内公司发展影响深远。

2.1、园林从景观转向生态，生态功能渐成第一功能

正如上面所述，园林绿化发展的一个驱动因素是环境保护意识深入人心，人们在生活水平提高的同时也日益关注居住环境问题。在现代都市，城市自然生态功能因人口急剧增长而严重退化，人们希望通过加快城市园林建设，改善城市生态环境、提高居住质量。



园林绿化建设正从景观至上原则,过分强调园林绿地的视觉景观而转向用生态的标准进行园林建设,营造自然平衡的生态环境。园林界逐渐达成共识,生态功能成为现代都市园林的第一功能。作为城市自然生态环境的重要组成部分、作为城市唯一有生命的基础设施建设,园林必须首先承担改善自然生态环境的实质功能,而不是为了仅为了观赏功能甚至破坏原有的生态环境。

图表 11: 城市园林生态化, 与生态修复相结合



资料来源: 第一创业证券研究所

这种趋势转变不仅停留在研讨、理论层面,而已经实实在在走进城市园林建设中。2011 年全国绝大多数城市已经将建设“国家生态园林城市”作为城市绿化目标。按照建设部说法,生态园林城市将作为比“园林城市”更高层次的目标,已获得国家园林城市称号不少于 3 年城市才有申报资格。相较之下,“生态园林城市”的评估对城市生态环境质量要求更高,促进城市园林绿化建设向节约型、生态型、功能完善型发展。

图表 12: 园林生态城市评价标准调景观与生态保护(修复)结合, 向节约型、生态型、功能完善型发展

评价内容(部分)	评价项目	评价标准
节约型绿地建设率	一般项	≥ 80%
河道绿化普及率	附加项	≥ 80%
受损弃置地生态与景观恢复率	附加项	≥ 80%
城市公园绿地功能性评价值	基本项	≥ 9.00
水体岸线自然化率	附加项	≥ 80%
城市热岛效应强度	一般项	≤ 2.5℃
城市湿地资源保护	基本项	符合附录 A 中表 A.0.4 评价要求
生物多样性保护	基本项	

资料来源: 中国住建部、第一创业证券研究所

2011 年作为正式明确“国家生态园林城市”建设与申报的第一年,全国绝大多数城市将城市绿化目标定为达到“国家生态园林城市”标准,势必掀起全国城市园林与生态建设的高潮。



图 13、全国多数城市争创 “国家生态园林城市”

重庆	两年时间创建国家生态园林城市。建设一批城市生态林工程；建设 43 个城市公园，120 个社区公园，建设完善一批城市干道绿化；建设一批拆危建绿亮点和社区公园；建设 57 项生态修复工程。
太原	力争 2015 年太原市区达到国家生态园林城市标准。用 5 年左右时间完成 100 个小游园、太山植物园、南北沙河景观治理、体育公园、和平公园、龙城公园等公园绿地建设。对现有河渠进行综合景观治理，建生态廊道。
西安	用 3 年时间争创 “国家生态园林城市”，计划每年建设绿地广场不少于 100 个。
石家庄	计划在 2013 年正式申报国家生态园林城市，三年内市区新增绿地面积 2000 公顷，新增水面面积 1000 公顷，建成区绿地率、绿化覆盖率分别达到 44%和 48.5%以上，人均公园绿地面积达到 16.5 平方米以上。打造集生态保护、旅游度假、文化展示等功能于一体的生态产业聚集区。
黄石	2011 年黄石推出 “5 亿绿城计划”，努力向创建国家生态园林城市迈进。
银川	未来 5 年 银川争创 “国家生态园林城市”，到 2015 年，全市的城市建成区绿化覆盖率将达到 43.1%，人均公园绿地面积达到 14.2 平方米。
合肥	，“十二五”期间合肥将全面启动国家森林城市和生态园林城市创建工作，计划新建、改建城市公园 36 个，城区人均公园绿地面积达 13.5 平方米，城市绿地率达 42%、绿化覆盖率达 46.5%以上。
... ..	

资料来源：各地政府网站、第一创业证券研究所整理

景观功能与生态功能的融合，园林建设渐多考虑采用生态修复相关技术，充分利用地形、地貌、植被、土壤、气候及水源因素，用生态的标准进行园林建设。铁汉生态是少数有能力同时涉足生态修复及园林绿化领域的公司，并且在两个领域都有较强的竞争优势，这种复合竞争优势将为公司未来快速发展提供可靠保障。

图表14：铁汉生态在园林与生态结合方面具有独特复合技术优势

相关资质、荣誉	园林绿化专利、技术	生态修复专利、技术
国家级高新技术企业	用于生态园林的枝叶花草废弃有机物就地发酵	裸露坡面生态恢复新技术研究



器		
城市园林绿化企业一级资质	灵芝花卉共生盆景及其使用的多孔栽培器	矿山植被生态恢复技术及植被生态跟踪评估研究
造林工程施工乙级资质	一种定向多层排蓄水多层阻根培植绿化盘	废弃土石场水土保持生态环境建设研
全国绿化工程百强企业	一种室内外垂帘绿化可升降的固液二用植生盒	立面绿化植物新品种的应用示范与推
全国花卉十佳信誉示范企业	一种用于大树移栽的方法和系统	用于生态园林的枝叶花草废弃有机物酵器
“广东省优秀园林企业	灵芝花卉共生盆景、栽培方法及其使用的多孔栽培器	固坡节水型种植容器
2008-2009 年度‘深圳市优秀园林企业’第一名	一种立体花坛构件、装置及系统	胡杨 DREB 类转录因子、其编码基因
深圳市特色园林企业(生态修复)’第一名	应用于立体绿化的植生块	铃铛刺 DREB 转录因子 cDNA 序列及体和应用
	一种定向多层排蓄水多层阻根培植绿化盘及其组成的系统	一种裸露岩体坡面低养护的植物护坡

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2.2、城市土地经营催生片区景观整体规划布局需求

目前城市经营的理念与模式为大多数地方政府所接受，经营城市土地，合理规划和利用城市土地，不仅可以显著增强城市竞争力，还可以带来城市土地的经营收益，是政府重要的财政收入。

园林绿化建设是城市土地经营非常重要的一环。城市营业土地，往往借助园林绿化提升周边环境形象，提升区域价值，园林绿化这时整体规划布局就显得很重要。尤其在新城区开发、老城区改造等大规模片区建设时，园林绿化整体规划布局成为必要选择。而以往绝大部分园林公司只能承担小规模园林工程，并不能满足政府这方面需求。

东方园林上市后凭借突出综合优势，敏锐发掘园林这方面的需求，公司整合优势资源与城市对接，为城市景观生态系统建设提供从整体规划、方案提炼、设计到施工的整体解决方案。从过往的单一园林绿化工程建造商升级为向城市提供景观生态统一揽子服务的综合运营商。在此新商务模式下，大单数量和金额远远超过了以往水平。

图表 15：东方园林迎合新需求，大单数量和金额远远超过了以往水平

园林工程协议、合同	总投资金额(人民币)
浙江省海宁市城市景观体系投资与建设战略合作意向书	6 亿元
山西省宁武县天池景区及新城景观工程战略合作协议	2.1 亿元
淄博市临淄区人民政府签署框架合作协议书	6.6 亿
沈溪新城景观工程框架合作协议书	12 亿元



衡水市滏阳河市区段景观工程合作协议书	4.46 亿
鞍山市城市景观工程合作协议书	16 亿
大同市文瀛湖项目景观工程合同	12 亿

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

3、生态修复，起步之初，空间广阔

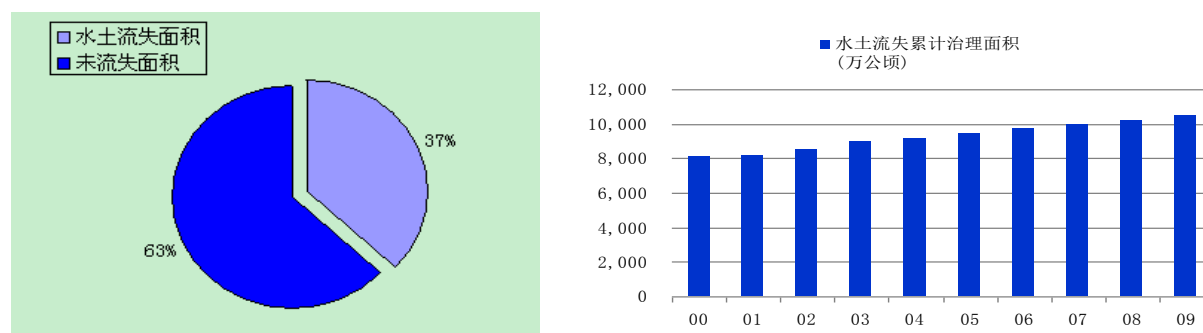
3.1、生态修复处于起步阶段

生态修复绿化工程主要指通过人为购建植被，对遭到破坏的生态系统进行辅助修复，主要包括公路、铁路边坡等道路边坡生态修复、矿山开采生态修复、水利工程生态修复、沙漠化荒漠化治理等。相对于园林绿化，生态修复工程所在的区域环境更加恶劣，土壤贫瘠，缺水，少肥是普遍问题，地质状况，坡度，高度等差异很大使得生态修复难度更大。这对生态植物的选择、基质配置、施工技术方面提出了很高的要求。

生态修复在我国处于起步阶段，从业企业数量少、规模小，并且大多集中在对技术要求不高的平面及土质坡面工程上，在技术要求较高的生态修复（如岩石坡面）工程上涉足公司很少，竞争程度不高。只有极少数公司具备生态修复领域的全面竞争优势，一般为国家级高新技术企业，属于生态修复领域内的第一梯队，主要集中在深圳、北京等地区。

过去 30 年我国经济高速发展的同时，生态环境也遭到了很大破坏，如伴随经济高速发展的基础设施建设和矿山开采带来的较严重的生态破坏。我国也无法避免的走上了先破坏后治理的道路。正是在这个背景下，国家制订了《国家环境保护标准“十二五”规划》，加强环境治理和保护，我国各种生态修复市场步入快速发展时期。

图表 16：我国水土流失及治理情况



资料来源：水利部、第一创业证券研究所



图表 17: 我国环境质量投资情况

指标	单位	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
环境污染治理投资总额	亿元	2388.0	2566.0	3387.3	4490.3	4525.3
城市环境基础设施建设投资	亿元	1289.7	1314.9	1467.5	1801.0	2512.0
工业污染源治理投资	亿元	458.2	483.9	552.4	542.6	442.6
建设项目“三同时”环保投资	亿元	640.1	767.2	1367.4	2146.7	1570.7
环境污染治理投资占 GDP 比重	%	1.30	1.22	1.36	1.49	1.33

资料来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

3.2、公路生态绿化市场，未来五年基于 2010 年年均增长 50%

在十一五期间,公路建设年均增速为全年完成公路建设投资 11482.28 亿元,比上年增长 18.8%,“十一五”累计完成投资 40752.63 亿元,年均增长 15.9%。

图表18: 全国公路总里程及公路密度



图表20: 全国公路建设投资额



资料来源: 交通部、第一创业证券研究所

公路生态修复绿化市场的增长来自两方面因素,一是新建公路,公路投资建设的增长;二是公路绿化投资标准的提高。

1. 保守公路绿化投资占公路总投资比例上升至 1.5%以上

根据交通部《交通运输行业公路水路环境状况公报(2009 年度)》,在 2009 年批复开工的公路水路建设项目中,环境保护投资概算总额平均占公路工程总投资的 2%。而根据《2007 年度中国公路水路交通环境保护状况报告》,环保投资中用于公路绿化及生态恢复工程的投资占到公路环保总投资的 69%,我们简化假设为 70%。

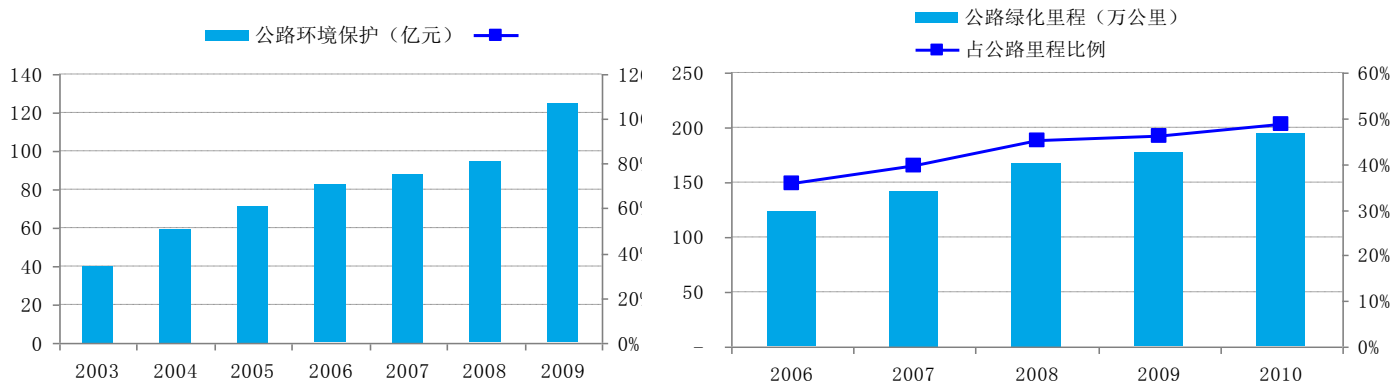
公路生态绿化投资=公路工程总投资*环境保护投资占总投资比例*公路生态绿化工程占环境保护投资比例=公路工程总投资*2%*70%=公路工程总投资*1.4%



事实上，公路绿化投资标准一直在增长，部分发达国家的环保投资比例甚至高达 5%，我国未来几年保守估计会上升至 1.5% 以上。数据显示，2010 年全国公路绿化里程 194.34 万公里，占公路总里程的 48.5%，比上年末提高 2.6 个百分点，比 2006 年底提高 12.7 个百分点。

图表 21：我国公路环境保护投资额不断上升

图表 22：公路绿化里程比例不断上升



资料来源：交通部、第一创业证券研究所

2. 未来五年公路投资基于 2010 年年均增长 8% 以上

据最新《“十二五”综合交通运输体系发展规划（征求意见稿）》，到 2015 年我国高速公路达 10.8 万公里，五年增长率达 45.9%，到 2015 年末，基本建成国家快速铁路网和国家高速公路网，高速公路运输服务基本覆盖 20 万以上人口城市，二级公路运输服务基本覆盖县城，农村公路运输服务基本覆盖至村。

据此测算，未来五年公路投资基于 2010 年年均增长 8% 以上

3. 未来五年公路生态绿化投资测算

我们按照公路投资基于 2010 年年均增长 8%，公路绿化投资占公路总投资比例 1.5% 对未来五年公路生态绿化投资测算如下。结果显示年均市场 186 亿，相对于 2010 年 120 亿的市场规模，年均增长 50% 以上。

图表 22：未来五年公路绿化投资额测算

公路投资年增速		公路绿化占总投资比例				
		1.40%	1.50%	1.60%	1.80%	2%
	5%	168.785	180.84	192.9	217.01	241.1
	8%	173.608	186.01	198.41	223.21	248
	10%	176.823	189.45	202.08	227.344	252.6

资料来源：第一创业证券研究所测算

图表 23：公路生态绿化图例



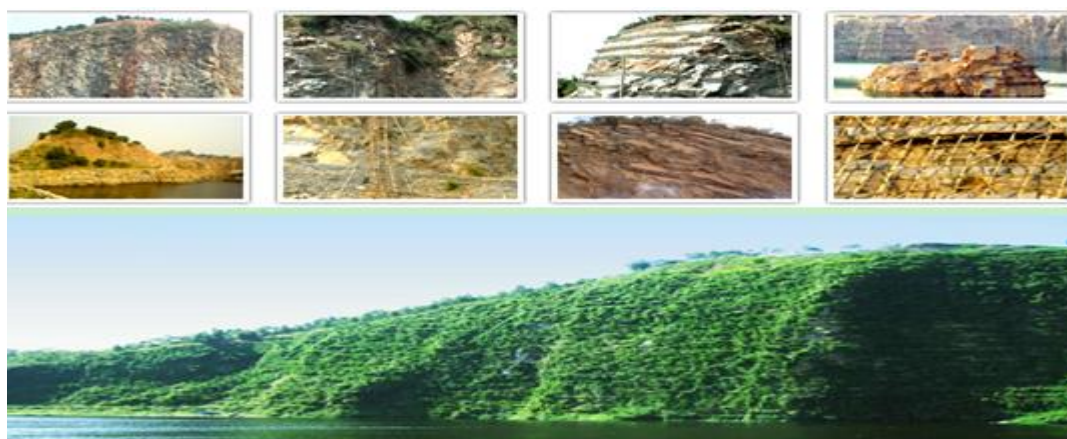


资料来源：第一创业证券研究所

3.3、矿区生态恢复变化始于 2009 年，未来五年基于 2010 年年均增长 112%

根据 2010 年全国矿山生态环境恢复治理现场会的初步统计，全国因采矿形成的采空区面积约 134.9 万公顷，占矿区面积的 26%，采矿活动占用或破坏的土地面积约 238.3 万公顷，占矿区面积的 47%，工矿废弃地复垦和生态恢复率从 1988 年的 2%提升为 2010 年的 12%。而在发达国家，普遍都有法律要求新开矿区的矿主出资恢复生态，土地复垦、生态恢复已经成为开采工艺的一部分，复垦和生态恢复率普遍超过 50%，英美等国家更超过 80%。

图表 24：矿区生态修复图例



资料来源：第一创业证券研究所

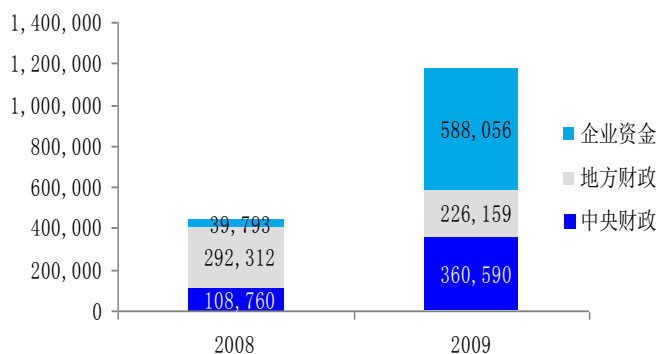
2009 年 5 月 1 日施行的《矿山地质环境保护规定》，规定矿主必须“缴存矿山地质环境治理恢复保证金”，标志着在全国范围内施行保证金制度。在此之前，保证金制度是试点，用于矿山生态修复的资金非常少。2009 年全国 30 多个省份已根据地区实际情况建立了矿山地质环境保护与治理恢复保证金制度。比如，山西规定对煤炭企业征收保证金的标准是每吨 10 元，陕西省是每吨 3 元，安徽、云南、山东、江西、新疆等省份则根据采矿的面积计算保证金金额。

保证金制度迫使矿主为拿回保证金，去积极主动修复矿区生态环境，否则政府会没收保证金去保证矿区环境修复资金来源。在制度施行后，矿区生态修复市场变化非常明显。2008 年，全国用于矿山土地修复的资金为 44.1 亿元，并主要来源于政府资金，而 2009 年增长至 117.5 亿，而其中主要来源变为企业资金，一举从 2008 年 3.9 亿暴增至 58.8 亿。由于 2009 年为政策强制推行的第一年，



而实际实施日期为 2009 年的 5 月 1 日，未来矿区生态环境恢复资金必将大幅增长。

图表 25：保证金制度 2009 年全国施行，矿区生态修复发生巨大变化



	项目个数	投入资金 (亿)	恢复面积(万公 顷)
2008	3346	44.09	4.37
2009	8663	117.48	3.96

资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

按照《全国矿产资源规划》，到 2015 年，新建和生产矿山的矿山地质环境得到全面治理，历史遗留的矿山地质环境恢复治理率达到 35%；新建和在建矿山毁损土地全面得到复垦利用，历史遗留矿山废弃土地复垦率达到 30%以上。到 2020 年，绿色矿山格局基本建立，矿山地质环境保护和矿区土地复垦水平全面提高。

而目前工矿废弃地复垦和生态恢复率仅是从 1988 年的 2%提升为 2010 年的 12%。要到 2015 年达到 30%的话，需提升 18%，相当于未来五年市场相当于过去 20 年市场总量的 2 倍，且不论新建矿山地质全面治理的要求。

图表 26：《全国矿产资源规划》约束指标

指 标		2010年	2015年	属性
矿山地质环境恢复治理率（%）	新建和生产矿山	全面治理		约束性
	历史遗留矿山	25	35	
矿区土地复垦率（%）	新建和在建矿山毁损土地	全面复垦		
	历史遗留矿山废弃土地	25	30	

资料来源：全国矿产资源规划、第一创业证券研究所

按照 2009 年数据看，矿区生态恢复每万公顷投资额为 29.6 亿元。到 2015 年工矿废弃地复垦和生态恢复率达到 30%，基于 2010 年需提升 18%，即需恢复 42.9 万公顷，平均每年恢复 8.6 公顷。按 2009 年的投资标准，恢复 8.6 公顷需投入 254 亿。

从资金来源看，保证金制度完全可以保证所需资金。毕竟 2009 年保证金制度仅施行半年，矿区生态环境恢复资金投入便达到 118 亿，而按照 2010 年矿产销量计算，每年保证金可达 340 亿左右，在加上政府投入资金，每年可以资



金 400 亿以上。

图表 24：未来五年矿区生态修复每年投资金额测算

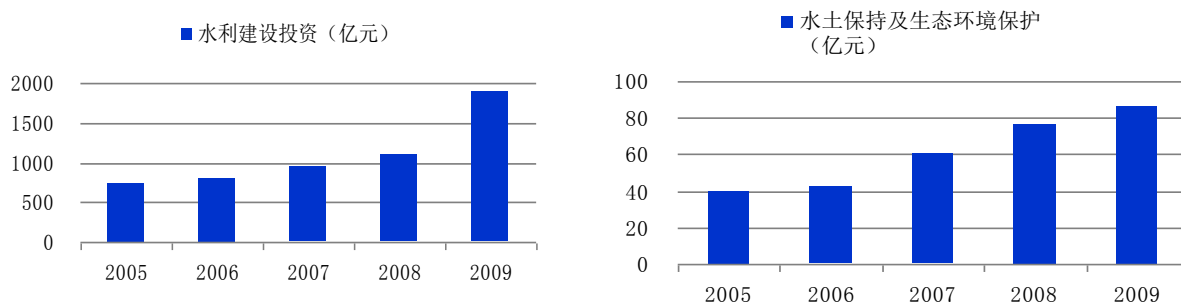
采矿活动占用或破坏的土地面积	238.3 万公顷
现在恢复率	12%
2015 年规划目标恢复率	30%
每年恢复面积	8.6 万公顷
矿区生态恢复每万公顷投资额（2009）	29.6 亿元
每年投资金额	254 亿

资料来源：第一创业证券研究所

因此，在保证金制度确保资金不成问题的情况下，《全国矿产资源规划》2015 年矿区恢复率达到 30% 的目标完全可以达到，据此测算，未来五年，平均每年矿区生态修复资金为 250 亿左右，基于 2010 年增长 112%。

3.4、水利生态修复受益 4 万亿水利建设投资，未来五年 基于 2010 年年均增长 130%

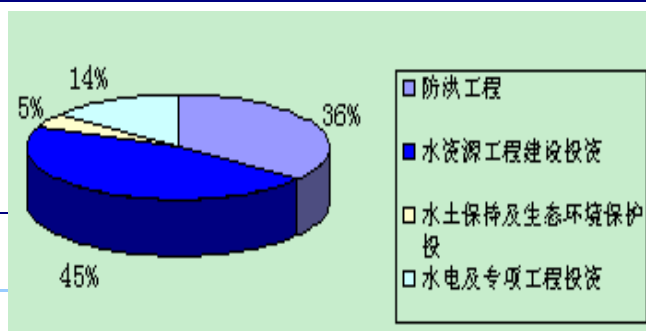
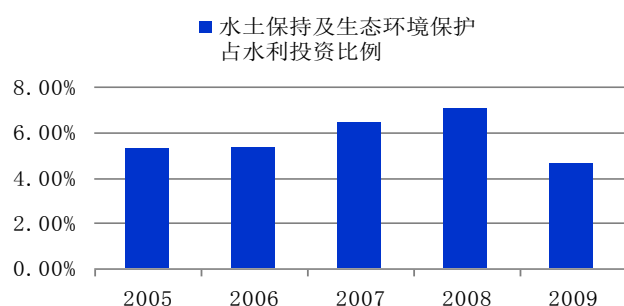
图表 25：2005—2009 我国水利建设投资和水土保持生态环境保护投资情况



资料来源：水利部、第一创业证券研究所

2011 年中央一号文件指出，未来 10 年水利投资将达到 4 万亿元，平均每年 4000 亿。而水利中很重要的一项便是完成重点河流重要河段治理，主要包括水质改善和水土涵养（河道护坡和沿岸造林绿化）。反映在水利建设投资项目中就是“水土保持及环境保护”一项。

图表 26：2005-2009 年我国水土保持及环境保护投入资金一直占水利建设投资的 5% 以上





资料来源：水利部、第一创业证券研究所

2005-2009 年我国水土保持及环境保护投入资金一直占水利建设投资的 5%以上，我们以 5%的比例估算今后十年水利生态绿化的市场。

图表 27：水利生态修复图例



资料来源：第一创业证券研究所

今后十年水利投资将达到 4 万亿元，4 万亿的 5%是 2000 亿，平均每年水土保持及环境保护投入资金 200 亿，平均每年相对于 2010 年增长 130%多，市场增长幅度非常大。

4、勇敢面对质疑，阻不住的高成长

正如鲁迅所说“真正的勇士，敢于面对惨淡的人生，敢于正视淋漓的鲜血。”任何事物都有两面性，园林行业在高增长的同时，也面临着三个被人们所质疑的隐患问题，那就是房地产调控对地产园林形成影响，对公司影响有多大？调控背景下，地方政府资金紧张，对园林行业影响有多大？园林公司普遍连续几年经营现金流为负，这种情况是否合理正常，能否改善，什么情况下改善？

以上三个问题，市场上鲜有深入直面分析，我们在此愿做尝试，对问题进行分析阐述。

4.1、房地产调控下的地产园林，远有空间，近有保障

1. 房地产困局实质是在供给阶段各方利益纠纷，不会减少房地产需求

在目前房地产调控的背景下，与房地产市场高度相关的地产园林难免受到影响。我们在此不对房地产走向做预测，而是从需求角度阐述地产园林情况。

首先，我们可以认为房地产调控，调控的是房地产价格，而不是房地产供给数量。房地产调控是从供给角度解决居民住房问题，最终目的是解决房地产问题，而不是阻碍房地产发展。至于最终调控会演变如何，我们认为不外乎三种结局：1.以房地产价格上涨（或不变）方式向社会供给住宅，社会继续按照原节奏负购房。2.以房地产价格下降方式向社会供给住宅，社会短时间内释放需求。



3.以保障房替代或其他方式替代向社会供给住宅，引生边缘需求，社会需求增大。

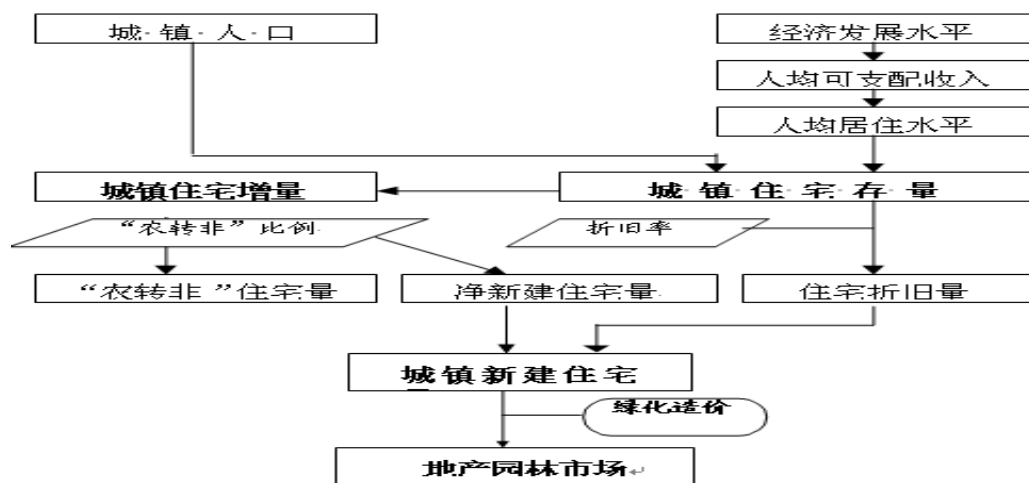
房地产困局实质是在供给阶段各方利益纠纷问题，不管以哪种方式解决供给问题，都不会减少房地产需求。

2.地产园林市场取决于房地产建设数量，远有空间，近有保障

从长期看，本质上讲房地产需求取决于城市化速度和居民收入水平，而房地产需求决定房地产数量，房地产建设数量决定地产园林市场。

远期地产园林预测逻辑如下图所示

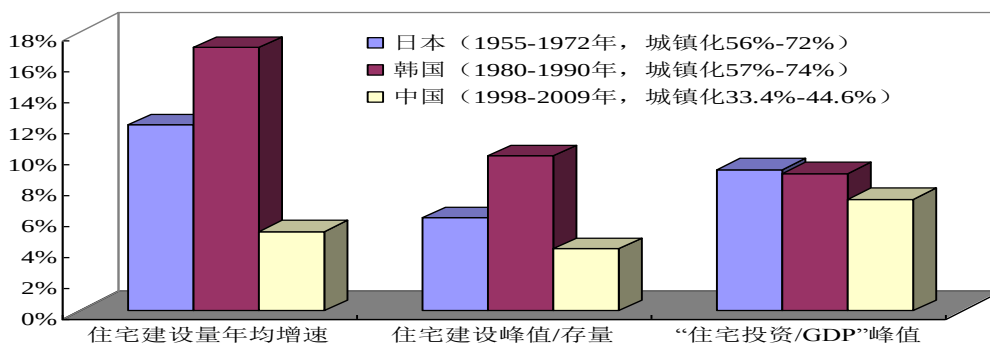
图表 28：地产园林远期预测逻辑



资料来源：第一创业证券研究所

在本报告第一部分对城市化问题有所阐述，我国城镇化进程仍处于快速发展阶段。对照发达国家发展经验，城镇化超过 70%之前，住房建设规模将保持快速增长。我国未来几十年房地产市场空间都很广阔。

图表 29：各国住房建设投资规模高峰阶段的比较

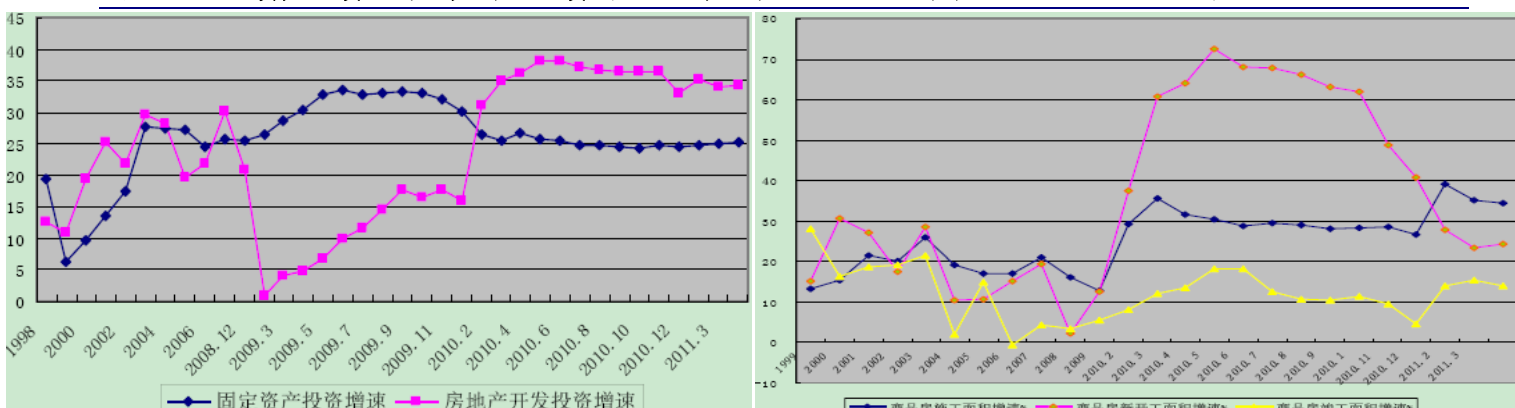


资料来源：各国统计网站、第一创业证券研究所

就短期而言，地产园林市场取决于当前政策博弈，从数据走势上看，后续并不悲观。



图 30、固定资产投资与房地产开发投资增速% 商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%



资料来源：中国统计年鉴 2010、第一创业证券研究所

从上图截止今年 4 月份的数据走势看，房地产开发投资增速一直在高位企稳，全国房屋新开工面积在连续下行后也出现企稳态势。后续即使出现商品房销售量的萎缩，影响开发商新开工积极性的局面，我们仍认为，房地产新开工面积增速仍下探空间有限，因为目前的数据保障房开工力度并不大。

我们认为，上述数据走势基本是商品房自身的作用，保障房对数据并无明显的贡献。因为，一方面据我们房地产研究组调研，保障房在前四月开工力度很小；另一方面，我们从今年前四个月的财政开支可窥见一斑。1-4 月在全国财政开支比去年同比增长 27.4% 的情况下，保障房支出同比增长 27.1%，还略低于全国财政开支增长速度。

这足以说明保障房年初并没多大实质性开工进展。要知道 11 年保障房的目标是 1000 万套，远超以往年度目标。未来五年要建设城镇保障性安居工程 3600 万套，今年 1000 万套，明年 1000 万套，后面三年还有 1600 万套，使保障性住房的覆盖率达到 20%。对于保障房的规划，我们坚信中央会坚定不移的执行下去，因为这已上升为国家重要政策方针，关乎执政者信誉乃至社会稳定的政治问题。

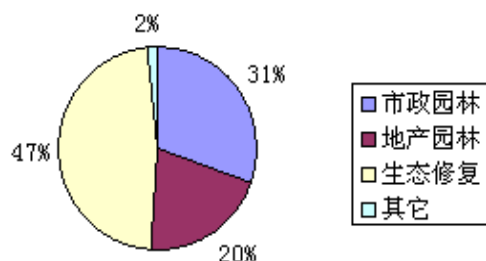
因此，考虑目前数据走势基本是商品房自身的作用，后续即使出现商品房开工下滑，保障房的开工建设相当程度上可抵消商品房下滑趋势，后续数据走势不可能变得更加糟糕。

3. 相关上市公司核心业务不在地产园林

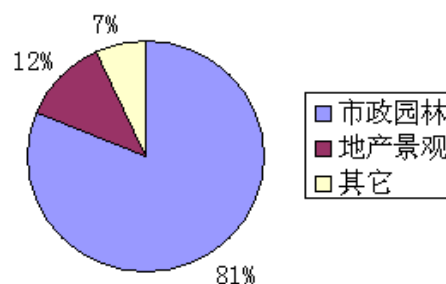
园林上市公司中，除棕榈园林以外，其它上市公司核心业务不在于地产园林，即使后续地产园林出现超出我们现在预期的悲观走势，对相关上市公司的影响微乎其微。更何况它们竞争优势明显，即使在地产园林整体下滑时，自身业务并不一定受到波及。



图表 31: 2010 年铁汉生态利润来源分布



图表 32: 2010 年东方园林利润来源分布



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

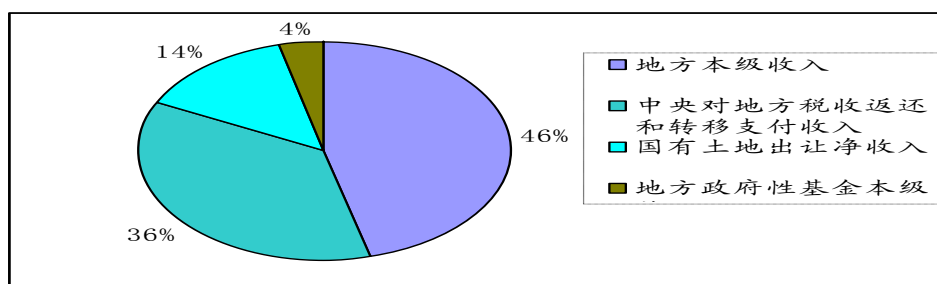
4.2、调控下的地方政府收入，园林支出呈刚性

目前，普遍认为地产调控下，地方政府土地出让收入大幅将少，严重影响地方财政。部分媒体报道，土地出让收入在地方政府财政收入中占据半壁江山，在有些城市这个比率甚至更高。在目前园林绿化市场主要受政府投资主导的情况下，地产调控对地方政府收入影响有多大？是否会影响政府主导的园林绿化市场规模？

1. 土地出让收入占地方政府收入比例较低，完全可被财政收增长覆盖

我们研究认为，土地出让收入占地方政府收入比例很低，并不像外界说的那么严重。土地出让收入在带来收入的同时，也伴随发生支出，如拆迁补偿等费用，只有扣除伴随支出，剩下的土地出让净收入才是对地方收入的真正贡献。我们以土地出让收入最多的 2010 年为例进行数据分析，结果表明土地出让收入对地方政府收入贡献率仅为 14%。

图表 33: 2010 年全国地方政府收入组成



资料来源: 财政部、第一创业证券研究所

土地出让收入占地方资金比例并不像想象的那么大。反而，如果财政收入大幅上升，完全可以覆盖土地出让收入可能的下滑。据最新数据，今年 1-4 月全国财政收入 36207.8 亿元，比去年同期增长 31.4%。其中地方本级收入 17935.07 亿元，同比增长 33.4%。

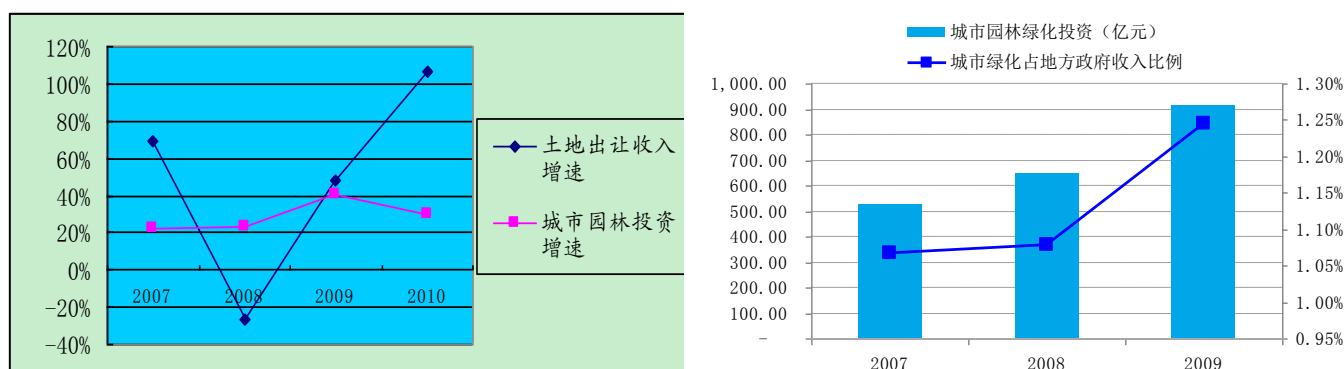
2. 园林绿化支出呈现刚性特点，受地方政府资金影响甚微



专业生态修复工程如公路绿化、水利生态保护、矿区生态修复等一般伴随专项基建投资，资金有专门来源。地产调控下地方资金紧张问题唯一可能受影响的在于市政园林。

我们对过去几年，政府土地出让收入与市政园林建设投资做了对比分析，我国对公共绿化的投资建设需求呈现刚性特点，并不受土地出让收入变动影响，即使在 2008 年也保持 20% 以上的增速。

图 34、园林绿化支出呈现刚性特点，与土地出让收入无关联，占地方收入比例不断上升



资料来源：财政部、第一创业证券研究所

对于这个结果，我们并不感到意外。因为城市园林绿化投资占整体政府收入比例很小，数据显示 2007—2009 年城市绿化投资占地方政府收入比例分别为 1.07%，1.08%，1.24%。占比非常小，政府非但不会削减，反而在逐年稳步增加投入。

这正契合我们的判断，在目前城市绿化投资占比较小的情况下，城市绿化投资只可能升不可能降，正像本报告第一部分城市化中所述，一般在城市化中后期，城市绿化投资进入高潮。而且中国特色国情决定中国特色发展，从政治角度，中央部门高度重视城市环境建设，作为政绩考核的一部分，城市园林作为最“显性”的工程，既能提升城市形象，又提高政绩，地方政府你追我赶申报“园林城市”与“生态园林城市”；从经济角度，城市土地运营，园林绿化成利器，可显著提升周边区域价值，不仅增加土地出让收入，而且从提高人们对城市环境满意度，吸引人才与招商引资。

4.3、上市园林公司经营现金流为负，缘于何，止于何

园林上市公司现金流问题一直为人们所诟病，甚至有人认为园林上市公司经营负现金流说明了业务发展的不健康，就像无底洞，只能吞噬现金，不能产生现金，永远只能赚取纸面利润。我们愿对此问题进行分析，园林上市公司近几年经营现金流普遍为负，其原因是什么？什么情况下可以改善？

园林项目建设施工期一般 0.5-1 年，我们按照比较苛刻的回款比例 5:3:2，完成合同当年回款 50%，第二年回款 30%，第三年回款 20%，进行模拟估算。

假设去年收入为 a ，平均每年增长率为 x 。今年大致回款现金流入为：



$$20\%a(1-x)+30\%a+50\%a(1+x)$$

今年经营现金流出，考虑毛利率在 30%以上（成本率 70%以下）及数额不等的投标保证金、履约保函保证金等，我们采用较严格的估算，今年经营现金流出为 $80\%a(1+x)$ 。

保证经营现金流为正的条件是 $20\%a(1-x)+30\%a+50\%a(1+x) > 80\%a(1+x)$

$$X < 40\%$$

可见，公司现金流状况取决于三个因素：1.回款结构比例，尤其当年回款率 2.成长率 3.成本率。在当前回款结构及毛利率情况下，根据以上假设模型，当成长率低于 40%时，现金流会为正。

虽然以上模型只是简单模拟，现实中由于个别合同因素、跨期核算因素等，并不能与这个模型完全吻合，但它至少解释了园林行业现金流问题，至少说明两点：1.上市园林公司现金流为负，不是源于不好的因素，是因为增长率过快引发的。2.上市园林公司现金流为负，并不是永远不变的，当未来企业发展到一定规模，增长趋于稳定，现金流自然为正。

图表 35：上市园林公司经营现金流与模型吻合情况

		2007 年	2008	2009	2010
东方园林	收入增长率	25.52%	53.91%	40.48%	148.86%
	经营现金流量净额	42,258,820.00	23,508,729.00	-113,819,014.00	-259,011,069.00
铁汉生态	收入增长率		64.48%	67.18%	64.20%
	经营现金流量净额		-2,202,073.11	-2,984,453.29	-41,163,561.56

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

而现在上市园林公司正逢迎难得的高速发展历史机遇，自然是牺牲现金流追求高成长，没有企业会不理智的降低增速，来保证现金流，至少现在不会。因为，这涉及到我们要推理的第二个问题，经营现金流为负，不代表资金紧缺，更不代表无力承担工程项目。

目前上市园林公司距离刚刚上市募集资金不久，加上银行授信，普遍有十几亿的资金数额，行业一般的收款支出进度，工程项目资金占用比例大约是 30%，每年可至少支持 40-50 亿收入规模。而现在即使规模收入最大的东方园林，2010 年的收入也不到 15 亿。

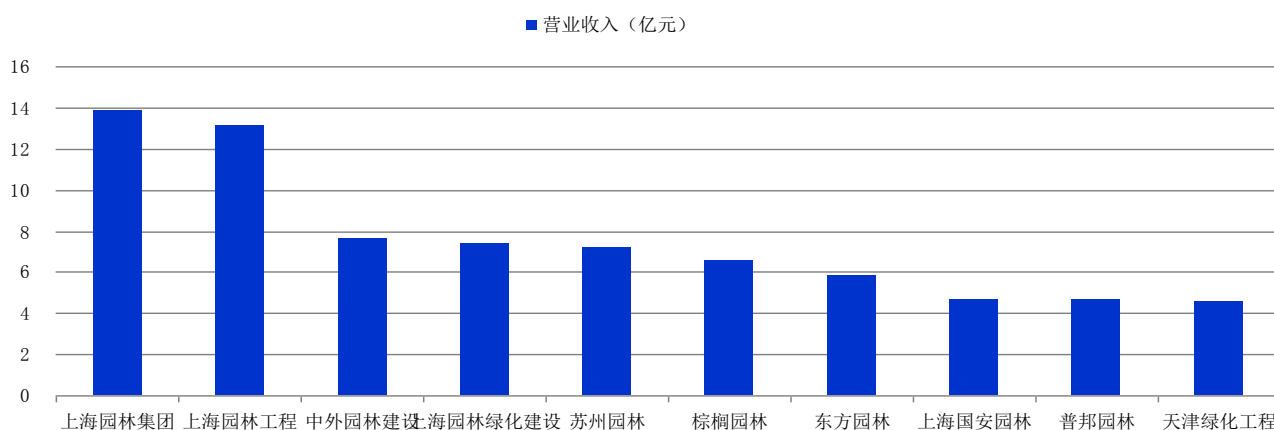


5、倚天屠龙在手，乱世称雄正当时

5.1、行业由分散到集中，核心竞争要素分析

截至 2010 年 12 月 31 日，我国园林企业数量总计超过 15000 家，园行业内具有城市园林绿化一级资质的企业有 479 家，行业整体集中度较低，竞争激烈。任何一家园林绿化企业占整个行业的市场份额均不高。2009 年全国城市园林绿化企业前 50 强占行业整体规模比重仅为 12% 左右，前十大企业市场份额均不超过 1%。行业内尚未出现能够主导国内市场格局的大型企业。

图表 36：2009 年度全国城市园林绿化企业营业收入前十名



资料来源：中国花卉网、第一创业证券研究所

目前整个园林绿化行业处于分散竞争状态，随着行业发展，必将由分散走向集中，具有竞争优势的企业将不断提高市场占有率。我们相信园林绿化行业也将像其它行业一样杀出几个全国性的主导企业。问题是相关上市公司能否在这乱世争霸中脱颖而出？

要回答这个问题，必须明明确园林绿化行业核心竞争要素是什么？相关上市公司是否在核心竞争要素上面具有显著优势？

1. 资金实力决定了施工规模及发展速度

园林绿化建设行业属于资金密集型的“轻资产”行业，生产经营中所投入的资本中固定资产较少，大多以流动资产的形态存在。该行业特点决定了工程施工业务对工程项目配套资金的需求量大，且持续于整个项目实施过程，因此园林绿化工程业务规模的扩张对工程项目配套资金具有高度的依赖性，工程项目配套资金规模直接决定了公司的工程施工规模及成长状况。从工程施工行业现状来看，资金实力是制约工程类企业进行大型工程项目施工，开拓全国市场的瓶颈。

园林绿化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。这类项目



施工建设与政府融资相结合，需要施工方进行垫资。在当前内工程项目的投资规模呈递增趋势，大型建设项目的投资总额日趋庞大，因此对承包商的资金实力提出了更高的要求。

未上市园林企业融资渠道单一，资金缺乏是它们的最大瓶颈，而“轻资产”的行业特征由决定了难以抵押贷款，限制了企业业务的快速扩张。**在地产调控、资金紧缩的 2011 年，贷款更是难上加难。**

2. 大项目履历说明一切，成熟的大项目履历铸就品牌

园林设计和施工具有很高的技术和素质要求，项目制的特点决定了对人才竞争、异地施工、现场管理能与质量、资金周转等各方面实力要求很高，而这些因素招标单位难以清晰的加以判断评价。

这时以往大项目履历就是对公司现场施工能力与质量、管理能力等各方面实力的最好说明。这就像个人参加招聘会找工作一样，用人单位只相信以往履历说明一切。

丰富的工程施工经验特别是大型工程项目的施工经验是公司投标及获取工程合同的核心竞争力。现在许多大型工程的招标，除了硬指标的打分外，还包括软指标，其中一项就是实地考察施工企业过去的项目，并走访原业主单位。

3. 脱离同质化竞争，彰显特色经营战略。

任何企业走向最终的霸者，都需脱离同质化竞争，探索出适合企业发展的特色经营战略。对于园林企业也是如此，能否走向最终的胜利，企业现在能否提炼出个性特色化经营战略与方向至关重要。

5.2、东方园林—规划设计+园林建设，长江前浪依旧猛

我们按照以上竞争核心要素对东方园林进行分析，东方园林综合优势明显，在中国园林公司中无可比拟，已当之无愧的成为龙头老大。

首先，在资金方面，今年撬动 60 亿的收入规模不成问题。目前公司账面资金 4 个多亿，以股权质押担保分别获得光大银行、民生银行、北京银行逾 13 亿的授信额度，今年同时动用资金最多可至 17 亿，撬动 60 亿的收入规模不成问题。

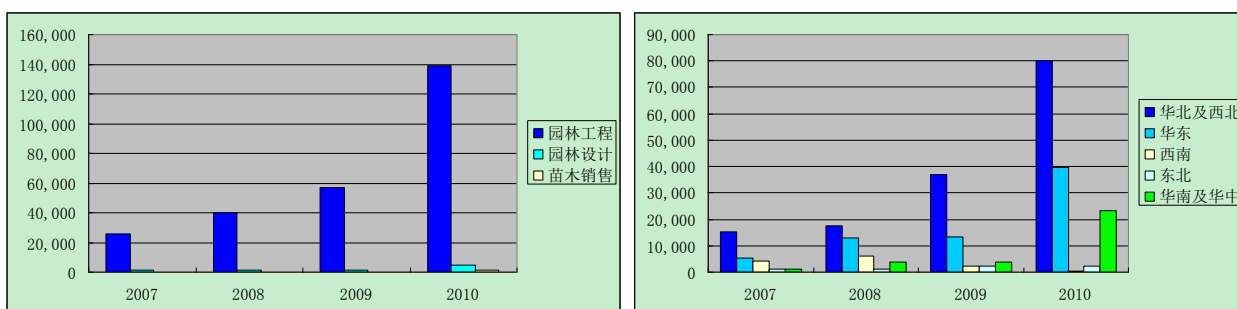
其次，东方园林在其过往大项目履历、品牌知名度方面，优势无可比拟。在上市之初，利用资本市场迅速扩大知名度，而借助以往奥运会工程、奥林匹克公园等知名、成熟工程项目履历，持续获得市政园林大订单、大项目，如沈溪新城景观工程、鞍山城市景观工程等城市整体景观设计施工，单个项目金额高达十几亿。可以说东方园林已成为中国园林公司中当之无愧的品牌龙头，知名度、大项目履历，优势无可比拟。

最后，综合实力彰显经营特色，在经营模式与盈利模式上已经和一般园林公司远远拉开了差距。公司是全国同时拥有城市园林绿化一级资质和园林工程设



计专项甲级资质的 16 家企业之一，设计能力同样出众。公司利用出众的自身综合实力，在持续获得大单的同时，审时度势，适时推出“城市景观生态系统综合运营商”的业务升级概念。从过往的单一园林绿化工程建造商升级为向城市提供景观生态系统一揽子服务的综合运营商。在新商务模式下，公司整合优势资源与城市对接，为城市景观生态系统建设提供从整体规划、方案提炼、设计到施工的整体解决方案。以园林施工工程带动园林设计规划高端业务的成长与扩大，以园林设计规划争取更多大项目施工工程，在经营模式与盈利模式上已经和一般园林公司远远拉开了差距。

图表37：东方园林收入增速迅猛，由区域走向全国



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

5.3、铁汉生态—生态技术+园林绿化，长江后浪追前浪

我们按照以上竞争核心要素对铁汉生态进行分析，铁汉生态资金实力优势显著，技术优势彰显经营特色，项目履历相较一般公司具有明显优势。

1.首先，在资金方面，今年支持撬动近 40 亿的收入规模。

公司上市募集资金 10 亿，又获得银行授信额度 1 亿元，今年可最大撬动 40 亿的收入规模。在调控、资金紧缩的背景下，中小园林公司很难获得贷款，资金成为企业竞争显著优势。

2.其次，在品牌、过往项目履历方面，专业生态修复具有丰富经验，渐成品牌。自设立以来已成功完成了多个大型生态环境建设工程项目，积累了丰富的专业技术和项目管理经验。公司建设的项目获得客户的高度认可，市场美誉度不断提升，品牌优势逐渐形成。

在公路绿化修复与水利绿化修复方面，项目经验丰富，做了很多大项目，并且施工地质恶劣，显现了其领先的生态修复技术优势。如深圳南坪快速干道边坡复绿工程获“国家水土保持重点示范工程”称号，三亚大隆水库大坝背水坡面边坡喷草绿化工程等。值得一提的是，公司于 2009 年 11 月 13 日与粤水电签署《战略合作协议》，协议约定粤水电承揽的各项工程中，包含绿化工程的，在同等市场价格条件下优先分包给铁汉生态，更增加了其在公路绿化修复与水利绿化修复方面的优势。

在矿区生态修复方面，公司代表性项目并不多，但技术优势、施工质量出众。典型的工程有广州南沙开发区采石场整治绿化工程。该施工地质非常复杂、恶劣，



公司充分利用此项目练兵,以广州南沙开发区采石场为技术应用、研究基地,先后形成了“废弃土石场水土保持生态环境建设研究”、“立面绿化植物新品种的应用示范与推广”、“矿山植被生态恢复技术及植被生态稳定性跟踪评估研究”等科技成果,归纳形成了一整套用于边坡修复及矿山生态修复的植物配置及护坡技术。公司目前技术实力已能承担基本所有矿区的恶劣地质情况,随着公司上市规模与知名度的扩大,我们看好公司在此领域的持续开拓。

在园林建设方面,公司以生态技术优势开拓园林绿化领域,生态与园林结合,能适应复杂地形建设生态性园林。生态与园林的结合代表有承建的深圳市第五届中国国际花卉博览会南山园获得博览会金奖,星河丹堤和星河发展中心获 2010 年国家优秀景观工程金奖。

图表 38: 铁汉生态代表性大项目履历

工程领域	代表项目名称	大项目金额情况 (元)
公路绿化修复	江西鹰潭至瑞金高速公路建设项目绿化景观工程、龙岗区龙翔大道改造工程——绿化景观工程、深圳市南坪快速路(一期)第17 合同段绿化景观工程、二广高速公路怀集至三水段第46 合同段.....	1000万---2000 万之间
水利绿化修复	唐山市陡河青龙河防洪排涝综合整治工程、三亚大隆水库大坝背水坡面边坡喷草绿化工程、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、全市饮用水源水库水土治理工程	1000万---4500 万之间
矿区生态修复	广州南沙开发区采石场整治绿化工程	5000多万
生态园林建设	湖南长沙太阳星城生态景观工程、龙岗区龙城公园一标、龙城公园二标工程、深圳市星河丹堤展示区入口道路及样板绿化工程、星河苏活公园项目园建工程、卓越皇岗世纪中心园林景观工程.....	最高金额达2亿元,多在1500万--4500万之间

资料来源:公司公告、第一创业证券研究所

3. 生态园林复合优势彰显经营特色

虽然公司只具有园林工程设计乙级资质,在设计方面比东方园林略逊一筹,但乙级资质足以胜任施工过程中的施工图纸深化设计能力。同时公司利用自身独特优势,创出了适合自身发展的特色经营优势。

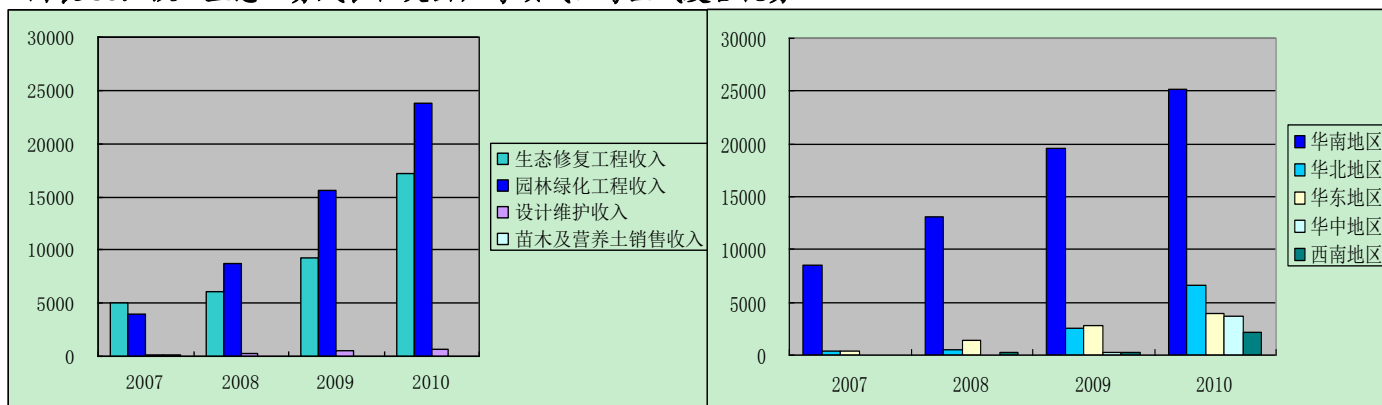
铁汉生物在生态修复领域具有明显的竞争优势,公司是园林上市公司中唯一**国家级高新技术企业**,目前共获得国家专利 9 项、已受理申请专利 7 项、科技成果登记证书 4 项,拥有的裸露坡面生态恢复新技术、改良的客土喷播技术以及节水微灌技术等均达到国内领先水平。

同时积极顺应园林绿化生态化发展的趋势,凭借生态修复领域的综合优势积极拓展园林绿化领域业务。已发展成为国内少数能够同时从事生态修复及园林绿



化两个领域业务的企业之一，具有明显的复合竞争优势，形成竞争对手难以模仿的经营特色。

图表 39：铁汉生态业务成长性突出，跨领域、跨区域复合优势



4 铁汉生态能否重现东方园林上市之初的辉煌

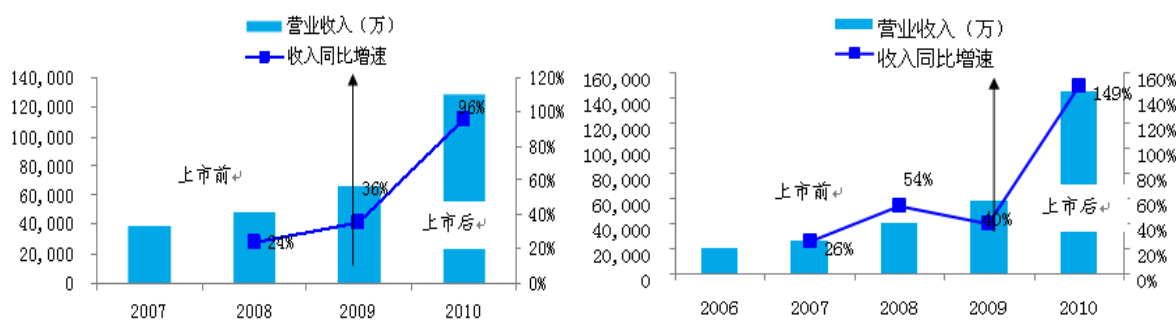
东方园林和棕榈园林的成功上市为公司树立了很好的典范，成功上市不仅为公司募集资金，更树立形象，强化品牌效应，上市之初立即迎来了业务的迅速扩张，东方园林更是在上市首年实现了近 150% 的收入增长率。铁汉生态能否重现当初的风光？

铁汉园林在大项目履历、品牌效应方面比当初上市的东方园林稍逊一筹，但对比一般公司优势明显。而在生态修复方面领先的技术优势、丰富的项目经验，带来生态与园林复合优势，发展特色鲜明，核心竞争因素并不比当初东方园林差。

在园林绿化高速发展的大环境下，园林企业又普遍面临今年银根紧随的资金调控局面，给上市募集资金丰厚的铁汉生态带来难得发展机遇。

在上市之前，铁汉生态成长性远超东方园林、棕榈园林上市前的成长表现，2008—2009 年收入增长率分别为：64%，67%，65%。对比毛利率水平，高于棕榈园林，略低于东方园林，但净利率水平与东方园林不相上下。衡量园林公司发展的重要因素——区域收入分布方面，铁汉生态本区域外业务收入比例稳步上升，在上市之前 2010 年已十分接近东方园林本区域外业务收入比例，形成立足华南辐射全国局面。而在单位人均产出方面，铁汉生态一直明显高于东方园林，生产效率和经营效率优势明显。

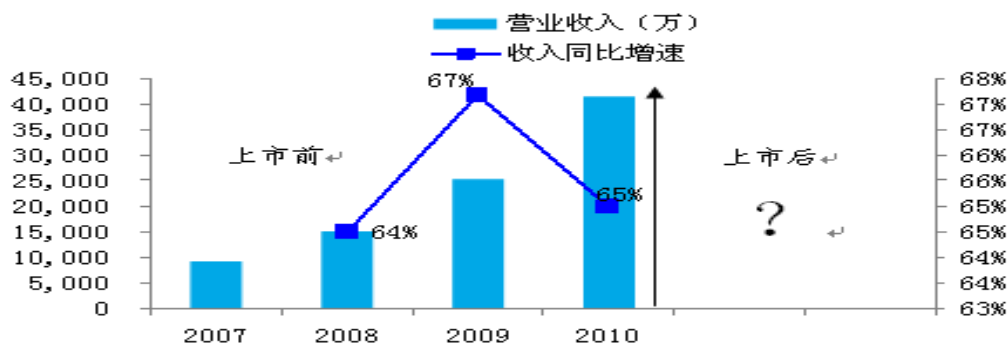
图表 40：东方园林、棕榈园林在上市后迎来业务收入暴涨



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

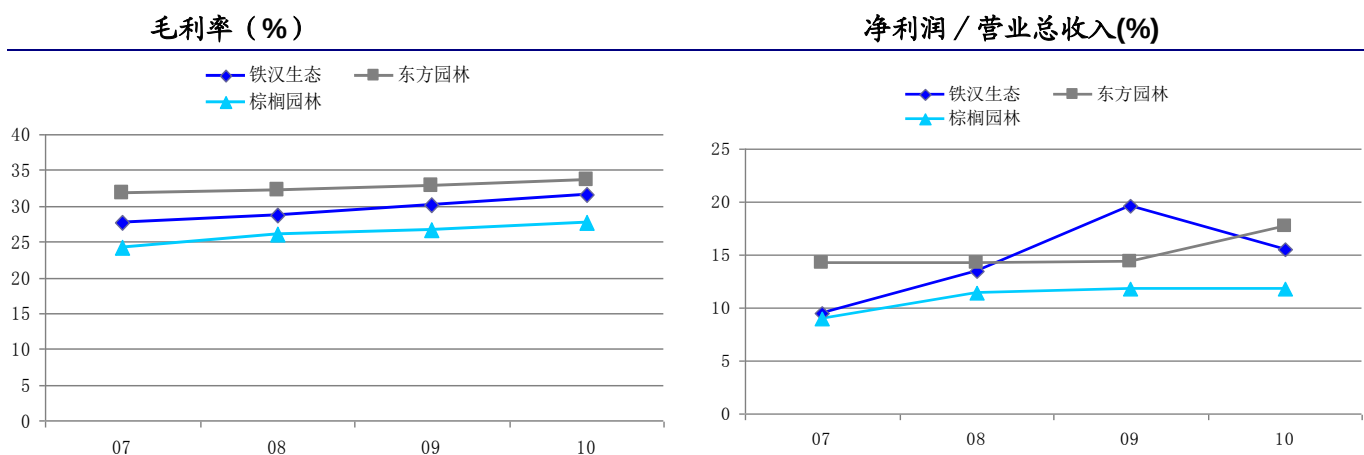


图表 41: 铁汉生态在上市前成长性远超东方园林、棕榈园林



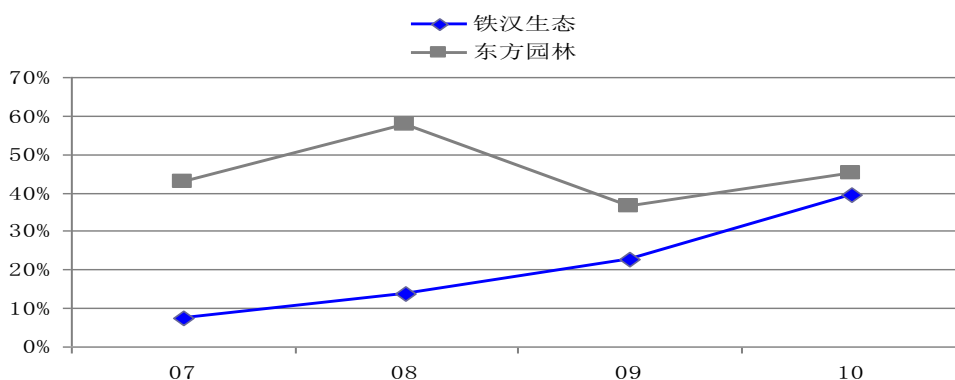
资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

图表 42: 铁汉生态毛利率略低于东方园林, 但净利率与东方园林不相上下销售



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

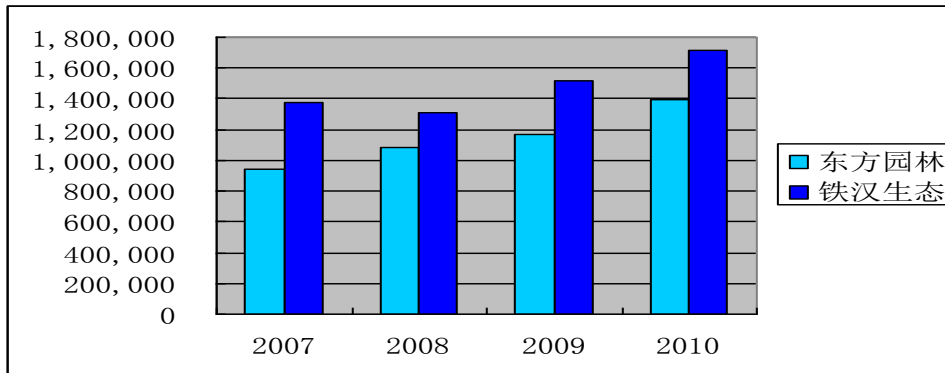
图表43、铁汉生态本区域外业务收入比例稳步上升, 在上市之前2010年已十分接近东方园林



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所



图 45: 单位人均产出收入, 铁汉生态一直明显高于东方园林, 生产效率和经营效率优势明显



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

6、行业股票盈利预测与估值

我们重点推荐, 综合优势明显的东方园林, 生态和园林复合业务竞争优势的铁汉生态。

行业股票盈利预测与估值

代码	名称	股价	评级	EPS			PE		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E
002310.sz	东方园林	86.95	强烈推荐	1.72	3.35	4.88	46	24	16
300197.sz	铁汉生态	66.80	强烈推荐	1.40	2.01	3.61	50	35	19
002431.sz	棕榈园林	32.26	审慎推荐	0.44	0.78	1.12	70	40	28
002200.sz	*st 大地	12.78	无	-	-	-	-	-	-

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120