



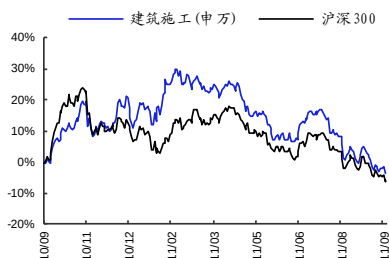
园林行业 2011 年四季度投资策略:

行业存隐忧, 良股仍可求

园林行业研究报告

评级: 强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
建筑施工 (申万)	-3.8	-10.6	-3.9
沪深 300	-4.2	-7.5	-6.0

重点公司	6m%	YTD%	评级
东方园林	-9.0	-30.4	增持
棕榈园林	-12.8	-28.9	增持
铁汉生态	28.8	28.8	增持

分析师

杨娟荣

电话: 0755-83707462

邮件: yangjr@ghzq.com.cn

证书编号: S0350510120011

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **园林行业发展前景广阔。**园林绿化、生态修复是园林行业两大分支。园林绿化行业的主要推动因素是城市化进程, 随着我国城镇化进程的推进, 园林绿化行业将保持蓬勃的生机。政策法规是生态修复行业的主要驱动因素, 随着民众环保意识的提高和国家政策支持力度的加大, 生态修复行业将迎来快速发展。
- **园林绿化市场空间巨大, 预计 2012 年行业增速下滑。**园林绿化每年市场规模约 2000 亿元, 市场空间巨大。2010-2011 年, 园林绿化行业增速保持在 25% 左右。受地产调控政策影响, 预计 2012 年园林绿化行业增速会下滑至 15% 左右。园林绿化行业从业企业众多, 且以中小型企业为主, 市场集中度较低。随着市场化程度的加深, 园林绿化行业将迎来整合并购潮, 在此过程中, 大型园林企业的市场份额有望获得提升。
- **生态修复行业发展前景值得期待。**生态修复行业下游涉及矿山、道路、水利工程。目前, 矿山生态修复市场空间逐渐打开, 道路边坡修复落实效果良好, 水利工程修复市场发展提速。“十二五”期间, 生态修复年均市场规模约 600 亿元, 市场空间巨大。生态修复在我国处于起步阶段, 从业企业数量少, 市场竞争程度低, 具备先发优势的企业将直接受益于行业的发展。
- **园林行业三家上市公司全方位大比拼。**在业务模式方面, 棕榈园林颇具优势。棕榈园林实行属地化管理, 在全国设立了 13 个营运中心, 负责当地项目的承揽、建设、施工、回款。这种模式有利于业务人员在当地建立稳定、深入的关系, 便于业务的拓展及项目的回款。在盈利能力方面, 东方园林居首。其以市政园林绿化为主营业务, 因此销售毛利率、净利率水平在三家公司中处于首位。在营运能力方面, 铁汉生态最强。其(应收账款+存货)/营业收入指标最低, 且总资产周转率最高, 这说明公司回款状况良好, 资金运用效率很高。
- **投资策略: 推荐铁汉生态 (300197)。**在三家园林上市公司中, 我们最看好铁汉生态。公司拥有丰富的施工经验, 上市后资金实力大增、品牌知名度高企, 业务承揽、运营能力大大增强。生态修复市场逐渐开启, 公司直接受益于此, 生态修复收入占比提高亦将提升公司综合毛利率。且在三家公司中, 公司营运能力最强, 资金运用效率最高。参考东方园林与棕榈园林上市后的收入增长情况, 预计近 2-3 年铁汉生态营业收入规模、归属于母公司所有者的净利润将保持快速增长, 因此予以推荐。

目录

一、园林行业发展前景广阔	2
1. 园林绿化、生态修复是园林行业两大分支	2
2. 园林绿化行业随城市化进程前行	2
3. 政策法规促生态修复行业快速发展	3
二、园林绿化市场空间巨大，预计 2012 年行业增速下滑	5
1. 景观设计、工程建设是园林绿化产业链的核心环节	5
2. 园林绿化每年市场规模约 2000 亿元，预计 2012 年行业增速下滑	5
3. 行业集中度低，地区性行业龙头逐渐形成	7
三、生态修复行业发展前景值得期待	8
1. 植物选培、基质配置、施工技术决定生态修复效果	8
2. 生态修复年均市场规模约 600 亿元	9
3. 行业起步之初，竞争程度不高	12
四、园林行业三家上市公司全方位大比拼	13
1. 业务模式：棕榈园林颇具优势	13
2. 盈利能力：东方园林居首	14
3. 营运能力：铁汉生态最强	16
五、投资策略：推荐铁汉生态（300197）	18

一、园林行业发展前景广阔

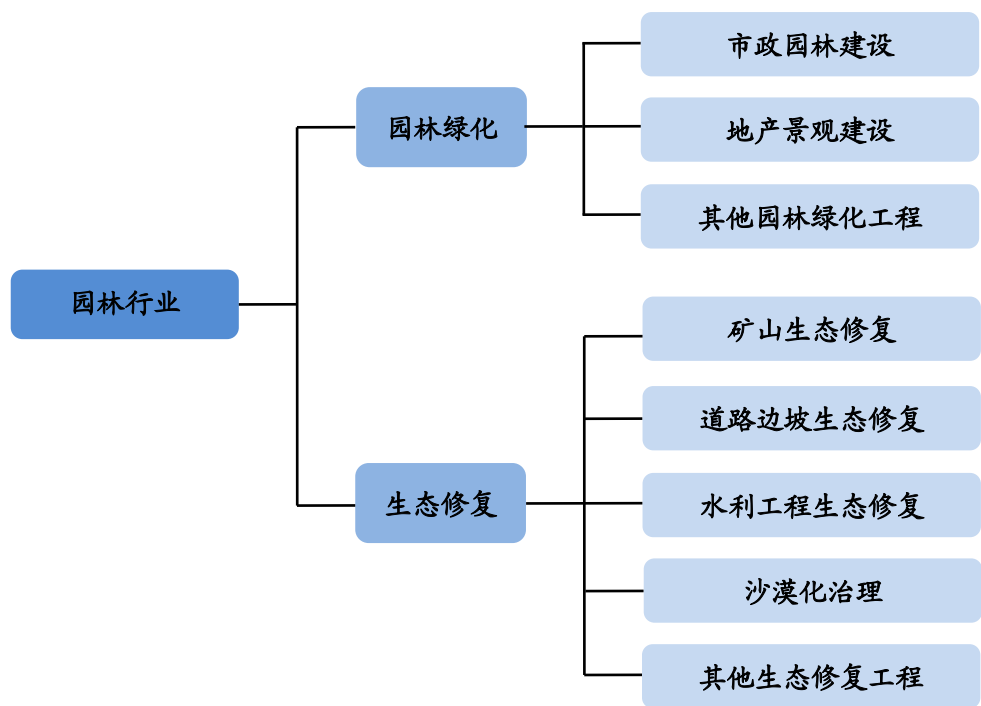
1. 园林绿化、生态修复是园林行业两大分支

从广泛意义上来讲，园林行业包括园林绿化和生态修复两个领域。

园林绿化是指充分利用城市自然条件、地貌特点和基础物种对城市中需绿色植物覆盖、美化的区域进行绿化建设，以营造一个舒适、和谐的城市人居环境。园林绿化包括市政园林建设、地产景观建设、其他园林绿化工程。

生态修复是指采用物理和生物工程等综合技术方法，对因人类活动造成的工程创伤（如道路边坡、矿山、采石场、水利堤坝等）及自然灾害（如地震、土地沙化）等因素导致受损的地表植被进行修复重建。生态修复涉及矿山生态修复、道路边坡生态修复、水利工程生态修复、沙漠化治理等。

图 1 园林行业两大领域



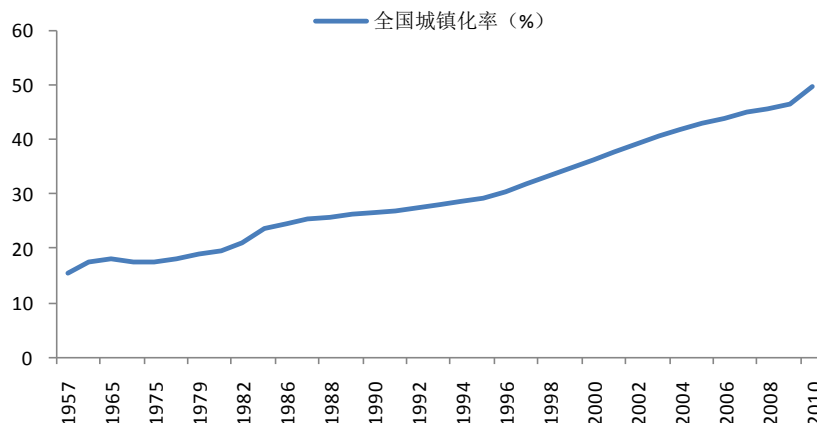
资料来源：《铁汉生态招股说明书》、国海证券研究所

2. 园林绿化行业随城市化进程前行

园林绿化行业的主要推动因素是城市化进程。2010 年，我国城镇化率为 49.68%，相比发达国家 70-80% 的城镇化水平仍有一定的差距。目前，上海、北京、天津、广东等经济发达地区的城镇化率相对较高，但西藏、贵州、甘肃、云南、河南等中西部地区的城镇化率仍处于较低水

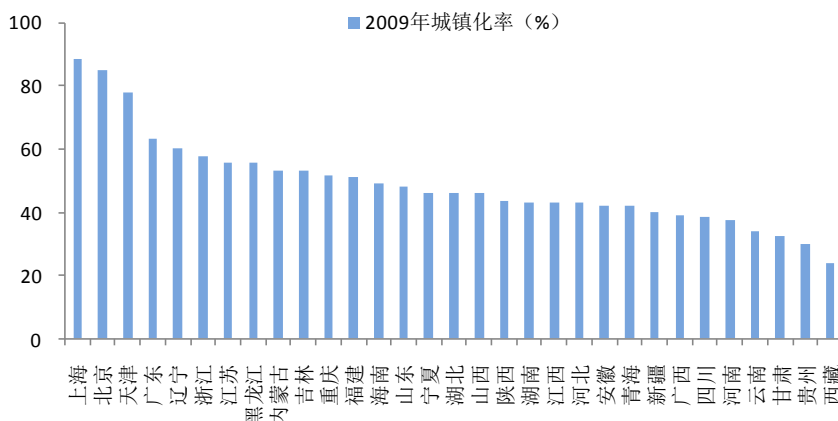
平，具有很大的提升空间。目前我国城镇化率接近 50%，处于世界公认的 30-70% 的加速发展阶段，伴随着我国城镇化进程的推进，园林绿化行业也将保持蓬勃的生机。

图 2 2010 年我国城镇化率为 49.68%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3 我国各省份城镇化率



资料来源：Wind、国海证券研究所

3. 政策法规促生态修复行业快速发展

生态修复属于环保范畴，政策法规是行业发展的主要驱动因素。生态修复涉及矿山生态修复、道路边坡生态修复、水利工程生态修复、沙漠化治理等。

对于矿山开采、道路建设、水利工程建设等易造成水土流失的项目，《水土保持法》要求水土保持设施与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用；《土地复垦条例》规定，生产建设活动损毁的土地，按照“谁损毁，谁复垦”的原则，由生产建设单位或者个人负责复垦；铁道部专门针对铁路建设出台了《铁路建设项目环境保护“三同时”管理办法》；对于矿山开采造成的地质环境破坏，《矿山地质环境保护规定》强制要求采矿权人必须予以治理恢复。

近年，生态修复相关政策法规逐步细化和完善，各行业生态修复落实效果日渐转好，随着民众环保意识的日益提高和国家政策支持力度的加大，生态修复行业将迎来快速发展。

表 1 生态修复行业相关政策法规

适用对象	政策/法规	颁布/施行时间	内容
会造成水土流失的生产建设项目	《中华人民共和国水土保持法》	1991 年 6 月 29 日颁布，2010 年 12 月 25 日修订	依法应当编制水土保持方案的生产建设项目中的水土保持设施，应当与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用；生产建设项目竣工验收，应当验收水土保持设施；水土保持设施未经验收或者验收不合格的，生产建设项目不得投产使用。
铁路建设	《铁路建设项目环境保护“三同时”管理办法》	1995 年 6 月 12 日颁布，发布当日起施行	铁路建设项目防治环境污染和破坏的设施必须与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。
矿山开采	《矿山地质环境保护规定》	2009 年 5 月 1 日起施行	开采矿产资源造成矿山地质环境破坏的，采矿权人必须予以治理恢复。采矿权人按照所属省、自治区、直辖市规定的标准缴存矿山地质环境治理恢复保证金，在采矿权人履行了矿山地质环境治理恢复义务后，才可收到返还的矿山地质环境治理恢复保证金。
会造成土地损毁的生产建设活动（如采矿，能源、交通、水利建设等）	《土地复垦条例》	2011 年 3 月 5 日起施行	生产建设活动损毁的土地，按照“谁损毁，谁复垦”的原则，由生产建设单位或者个人负责复垦。但是，由于历史原因无法确定土地复垦义务人的生产建设活动损毁的土地，由县级以上人民政府负责组织复垦。自然灾害损毁的土地，由县级以上人民政府负责组织复垦。

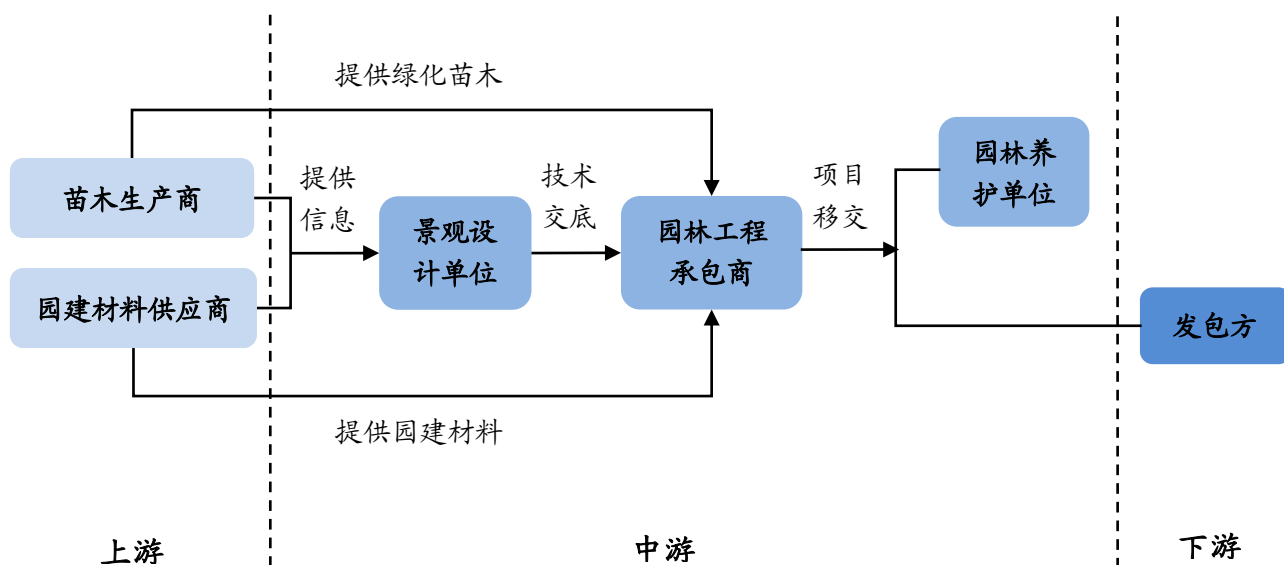
资料来源：公开网站、国海证券研究所

二、园林绿化市场空间巨大，预计 2012 年行业增速下滑

1. 景观设计、工程建设是园林绿化产业链的核心环节

在园林绿化行业产业链中，上游为苗木、园建材料提供商，中游为景观设计单位、工程建设单位、园林养护单位，下游是发包企业，即需求方。其中，中游的景观设计、工程建设在绝大部分程度上决定了园林化项目的效果和质量，是整个产业链的核心环节。

图 4 园林绿化行业产业链



资料来源：《棕榈园林招股说明书》、国海证券研究所

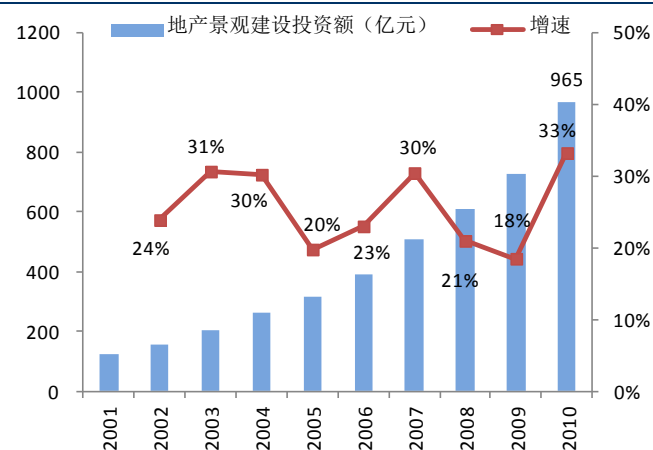
2. 园林绿化每年市场规模约 2000 亿元，预计 2012 年行业增速下滑

2001-2010 年，我国房地产市场快速发展，房地产开发投资年均复合增长率高达 25.5%。房地产市场的发展带动国内地产景观建设市场规模迅速扩大，以绿化投资占房地产开发投资的 2% 计算，2010 年，地产景观建设投资额为 965 亿元。

随着城市化进程的推进，我国市政园林绿化行业经历了快速发展时期。2001-2009 年，市政园林绿化投资额年均复合增长率为 24%。假设 2010 年行业增速仍为 24%，则当年市政园林绿化投资额在 1135 亿元左右。

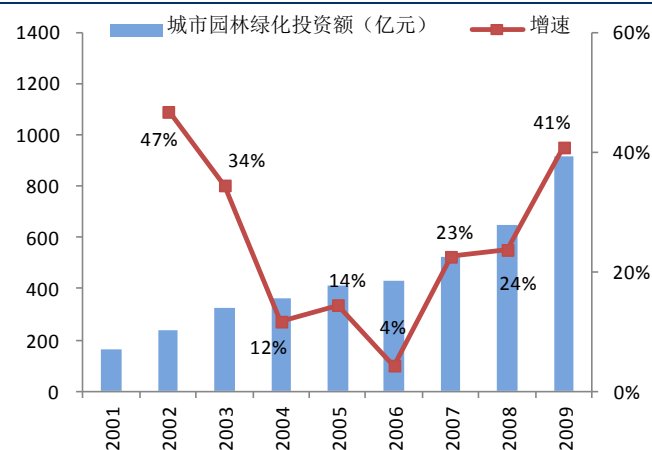
以地产景观建设投资额与市政园林绿化投资额计算园林绿化行业规模，近十年，园林绿化行业平均每年保持 24.7% 的增长，至 2010 年，园林绿化市场规模达到 2100 亿元，市场规模巨大。

图 5 地产景观建设投资额年均增速达 25.5%



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6 近年城市园林绿化投资保持快速增长

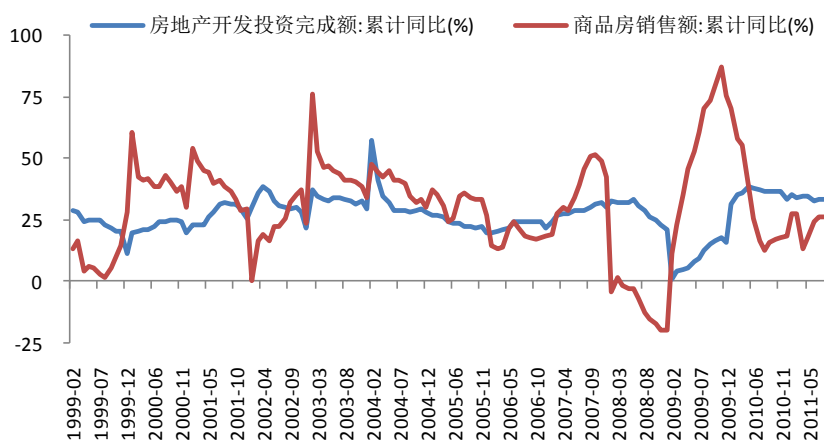


资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

经图形观察和数据分析,我们发现,房地产开发投资完成额累计同比增速滞后于商品房销售额累计同比增速,滞后时间约 8 个月。即,商品房销售增速变化领先于房地产开发投资完成额增速。

2010 年至今,政府接连出台了多项房地产调控政策。在此背景下,商品房销售额累计同比增速出现快速下滑,2009 年 11 月时此数据为 86.8%,2011 年 8 月时已下滑至 25.9%。基于以上分析,房地产投资增速面临较大的下行压力。由于房地产新开工一般集中在每年的三、四季度,因此预计 2011 年底开始房地产投资增速即会出现快速下滑,房地产投资增速预计会下行至 15% 左右。

图 7 房地产开发投资完成额累计同比滞后于商品房销售额累计同比



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 2 房地产开发投资完成额累计同比增速滞后商品房销售额累计同比增速约 8 个月

同期	商品房销售额累计同比									
	推后 1 期	推后 2 期	推后 3 期	推后 4 期	推后 5 期	推后 6 期	推后 7 期	推后 8 期	推后 9 期	推后 10 期

房地产开发投资完成额

累计同比与商品房销售 -0.07 0.04 0.17 0.30 0.42 0.52 0.58 0.62 **0.63** 0.62 0.60

额累计同比相关系数

资料来源：国海证券研究所

一方面，房地产投资增速放缓，将导致地产景观建设行业增速放缓。另一方面，在房地产市场处于低迷时期，各地方政府通过出让土地获得的收入减少，可投入市政园林绿化项目的资金亦会减少。综合以上分析，预计 2012 年园林绿化行业增速将下滑至 15% 左右。

3. 行业集中度低，地区性行业龙头逐渐形成

园林绿化行业从业企业众多，企业数量约有 16000 家，截止 2011 年具备城市园林绿化一级资质的企业就有 462 家；多数企业规模偏小，中小型企业数量占园林企业总量的 95% 以上，年度营业收入过亿的企业很少；市场集中度较低，以营业收入规模最大的上海园林为例，其 2010 年营业收入 20.32 亿元，市场份额仅为 0.97%；行业内公司呈现出地区化特征，具有全国性影响力的公司寥寥无几。但在各区域市场，已出现地区性的行业龙头，如上海园林、东方园林、棕榈园林、苏州园林等。

在园林绿化行业中，中小型企业数量众多、竞争力较弱，面临巨大的市场压力。随着市场化程度的加深，园林绿化行业将迎来整合并购潮，在此过程中，大型园林企业的市场份额有望获得提升。

表 3 园林绿化行业集中度较低（2010 年数据）

排名	公司名称	营业收入（亿元）	市场占有率（%）
1	上海园林有限公司	20.32	0.97
2	北京东方园林股份有限公司	14.54	0.70
3	棕榈园林股份有限公司	12.90	0.62
4	浙江森禾种业股份有限公司	12.21	0.59
5	上海市园林工程有限公司	10.63	0.51
6	中外园林建设有限公司	9.26	0.44
7	宁波海逸园林工程有限公司	8.81	0.42
8	广州普邦园林股份有限公司	8.61	0.41
9	苏州园林发展股份有限公司	7.28	0.35
10	北京朝园弘园林绿化有限责任公司	6.25	0.30

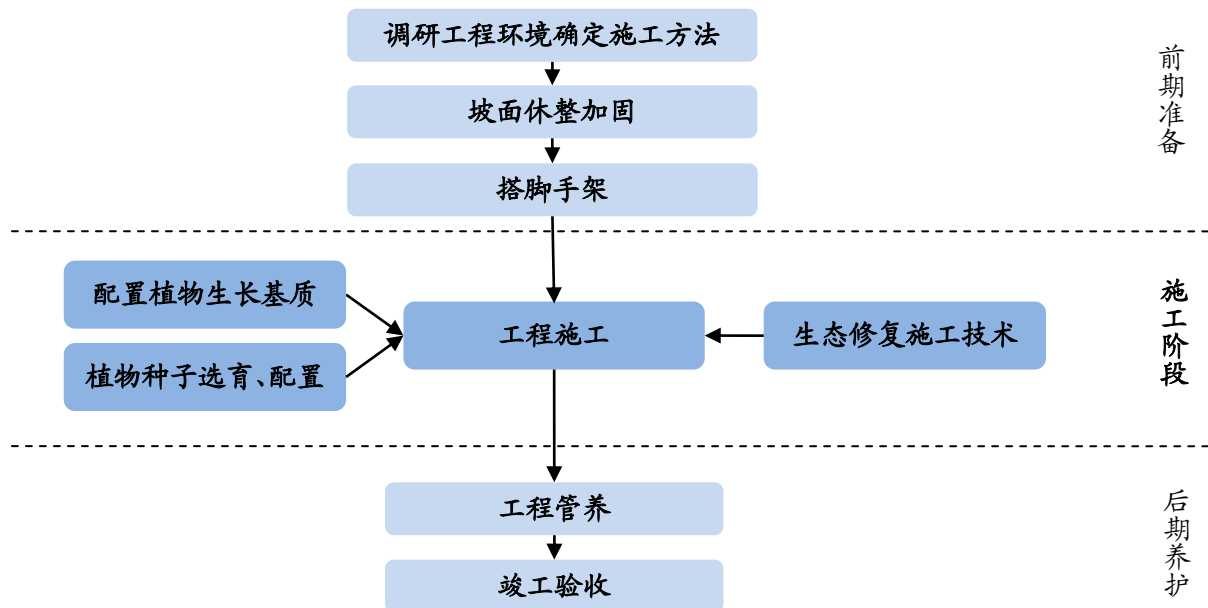
资料来源：中国花卉网、国海证券研究所

三、生态修复行业发展前景值得期待

1. 植物选培、基质配置、施工技术决定生态修复效果

生态修复工程施工过程包括前期准备、施工阶段、后期养护三个部分。其中，施工阶段的植物选培、基质配置、施工技术是整个施工过程的核心环节。

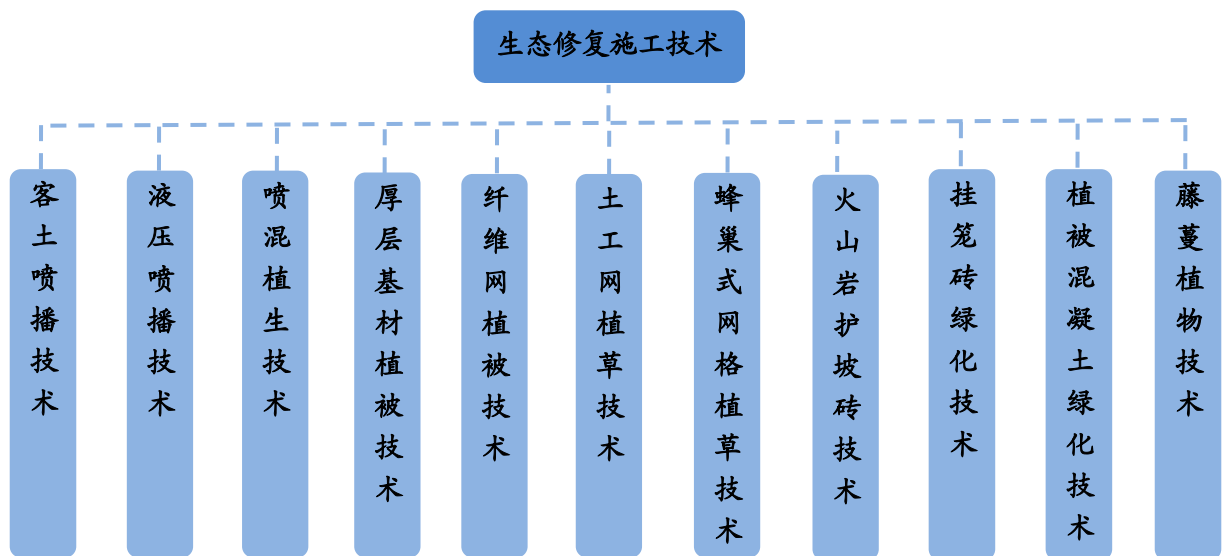
图8 生态修复工程施工过程



资料来源：《铁汉生态招股说明书》、国海证券研究所

生态修复施工技术种类较多，其中以客土喷播技术、液压喷播植草技术、喷混植生技术及厚层基材植被技术最为常用。

图9 生态修复施工技术



资料来源：国海证券研究所

2. 生态修复年均市场规模约 600 亿元

生态修复行业主要涉及矿山生态修复、道路边坡生态修复、水利工程生态修复、沙漠化治理等。经测算，“十二五”期间，生态修复年均市场规模为 600 亿元，市场空间巨大。

矿山生态修复，市场空间逐渐打开

从 2009 年 5 月 1 日起施行《矿山地质环境保护规定》明确规定，开采矿产资源造成矿山地质环境破坏的，采矿权人必须予以治理恢复。采矿权人按照所属省、自治区、直辖市规定的标准缴存矿山地质环境治理恢复保证金，在采矿权人履行了矿山地质环境治理恢复义务后，可收到返还的矿山地质环境治理恢复保证金。

虽然国家对矿山生态修复有强制性要求，但国内矿山经营单位中部分为中小型民企，导致生态修复落实效果不理想。现国内矿企在进行并购重组，采矿行业逐渐规范，且国家对矿山生态修复的监管趋严，矿山生态修复行业市场空间逐渐打开。

按照矿山修复每万公顷投资 19.40 亿元，矿山地质环境恢复治理率从目前的 12% 上升至 35%，矿区土地复垦率从目前的 12% 上升至 30%，可测算出，2010-2015 年矿山修复市场规模可达 1433.78 亿元，年均投资额为 286.76 亿元。

表 4 矿山修复市场规模测算

2008、2009 年矿山修复合计投入资金（亿元）			161.57
2008、2009 年合计修复矿山面积（万公顷）			8.33
单位面积矿山修复投资额（亿元/万公顷）			19.40
采矿形成采空区面积（万公顷）			134.90
矿山地质环境恢复	矿山地质环境恢复治理率	目前	12%
		2015 年目标	35%
		投资规模（亿元）	601.80
采矿活动占用或破坏的土地面积（万公顷）			238.30
矿区土地复垦	矿区土地复垦率	目前	12%
		2015 年目标	30%
		投资规模（亿元）	831.98
合计投资规模（亿元）			1433.78
年均投资规模（亿元）			286.76

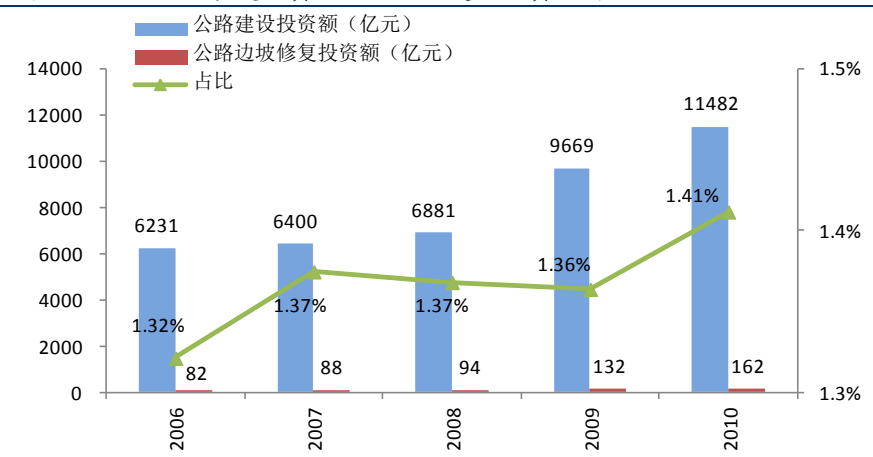
资料来源：国海证券研究所

道路边坡修复，落实效果良好

道路边坡修复主要包括公路、铁路边坡修复。新/改建公路、铁路会对周边生态环境产生破坏，因此，公路、铁路的建设将直接推动道路边坡修复行业的发展。道路建设一般由政府主导，因此道路边坡修复落实效果良好。且近几年，政府对道路边坡修复的监督、推动力度加大，这亦利好道路边坡修复行业的发展。

《“十二五”综合交通运输体系发展规划（征求意见稿）》规划，到 2015 年我国高速公路达 10.8 万公里。按照 2015 年高速公路里程数占全国公路里程数的 2.5%、每公里公路建设投资额为 780 万元、公路边坡修复投资额占公路建设投资额的 1.41% 计算，“十二五”期间，公路边坡修复投资为 343.20 亿元。

图 10 公路边坡修复投资额约占公路建设投资额的 1.4%



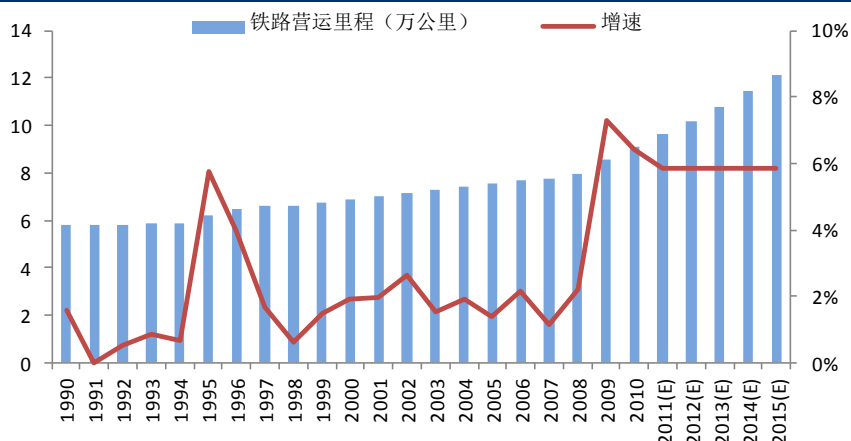
资料来源：交通部、国海证券研究所

铁道部发布的《铁路建设项目环境保护“三同时”管理办法》明确规定，铁路建设项目防治环境污染和破坏的设施必须与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。

《“十二五”综合交通运输体系发展规划（征求意见稿）》提出，“十二五”期间安排铁路投资 2.8 万亿元，新建铁路线 3 万公里，全国铁路营运里程达到 12 万公里左右。参照公路边坡修复的数据，假设铁路边坡修复投资额占铁路基本建设投资额的比例为 1.41%，则“十二五”期间，铁路边坡修复投资额总计为 394.80 亿元。

综合统计，“十二五”期间道路边坡修复市场规模为 738 亿元，年均投资额为 147.60 亿元。

图 11 2015 年全国铁路营运里程将达到 12 万公里



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 5 道路边坡修复投资额

2010-2015 年新建公路里程 (万公里)	31.20
单位里程投资额 (万元/公里)	780.15
公路边坡修复投资额占公路建设投资额比例	1.41%
公路边坡修复投资额	343.20
2010-2015 年新建铁路投资额 (亿元)	28000.00
铁路边坡修复投资额占铁路建设投资额比例	1.41%
铁路边坡修复投资额	394.80
合计投资规模 (亿元)	738.00
年均投资规模 (亿元)	147.60

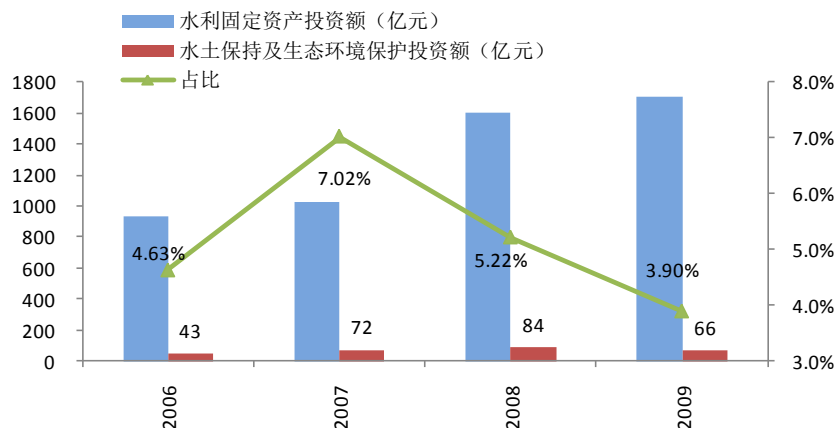
资料来源：国海证券研究所

水利工程修复，市场发展提速

水利工程建设一般为政府主导，因此生态修复工作落实效果较好。2011 年中央一号文件提出，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍，即每年投入约 4000 亿元。在水利工程建设加速的带动下，国内水利工程生态修复市场发展将提速。

2006-2009 年，我国水利固定资产投资额合计为 5266 亿元，其中水土保持及生态环境保护投资额为 265 亿元，占比为 5.04%。按照水利建设资金每年为 4000 亿元、水利工程生态修复投资占比为 5% 计算，水利工程生态修复投资额每年为 200 亿元，五年合计为 1000 亿元。

图 12 水利工程生态修复投资额约占水利固定资产投资额的 5%



资料来源：《全国水利发展统计公报》、国海证券研究所

表 6 水利工程生态修复投资额

2010-2015 年每年水利固定资产投资额	4000.00
水利工程生态修复投资占比	5%
每年水利工程生态修复投资额 (亿元)	200.00
未来 5 年合计投资规模 (亿元)	1000.00

资料来源：国海证券研究所

综合计算矿山生态修复、道路边坡生态修复、水利工程生态修复的市场规模，未来五年，我国生态修复市场规模为 3172 亿元，年均 634 亿元，市场需求充沛。

表 7 生态修复市场规模

2010-2015 年矿山生态修复市场规模 (亿元)	1434
2010-2015 年道路边坡生态修复市场规模 (亿元)	738
2010-2015 年水利工程生态修复市场规模 (亿元)	1000
未来五年生态修复市场规模 (亿元)	3172
年均投资规模 (亿元)	634

资料来源：国海证券研究所

3. 行业起步之初，竞争程度不高

生态修复在我国处于起步阶段，从业企业数量少、规模小，大多数企业只能从事一些简单的生态修复业务（如平面或土质坡面等），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，位于生态修复领域第一梯队的企业主要集中在深圳、北京等地区。

目前，在生态修复行业中处于领先地位的企业有铁汉生态、广东中绿园林、北京建工环境、北京鼎实环境、金字塔绿色科技等，凭借先发优势，他们将成为生态修复行业快速发展的最大受益者。

表 8 生态修复企业列表

公司名称	所在地
深圳市铁汉生态环境股份有限公司	深圳
广东中绿园林建设有限公司	深圳
北京建工环境发展有限责任公司	北京
北京鼎实环境工程有限公司	北京
金字塔绿色科技有限公司	东莞

资料来源：中国生态修复网、国海证券研究所

四、园林行业三家上市公司全方位大比拼

我们将从业务模式、盈利能力、营运能力三方面对园林行业三家上市公司东方园林（002310）、棕榈园林（002431）、铁汉生态（300197）进行对比。

1. 业务模式：棕榈园林颇具优势

在园林行业产业链中，上游为苗木、园建材料提供商，中游为景观设计单位、工程建设单位、园林养护单位。

东方园林、棕榈园林，既拥有苗圃，亦从事园林景观设计、园林施工，为全产业链企业。这两家企业具有苗木-设计-施工一体化优势，非常有助于公司提高销售毛利率及保持强大的综合竞争力。铁汉生态自有苗圃在建设之中，其业务主要为中游的园林景观设计、园林施工。因此，铁汉生态抗苗木价格波动风险的能力较差。

表 9 东方园林、棕榈园林为全产业链企业

公司名称	上游苗圃	中游园林景观设计	中游园林施工
东方园林	√	√	√
棕榈园林	√	√	√
铁汉生态	在建设中，尚未完成	√	√

资料来源：公司公告、国海证券研究所

棕榈园林 1984 年时以苗圃起家，目前在建苗圃面积为 17619 亩，是三家公司中最大的，目前棕榈园林苗木自给率约 30%，具有较强的抗苗木价格波动风险能力，且苗木资产增值迅速，对公司资产价值构成了一定的支撑。针对 13 个营运中心，公司均配有苗木流转场，这在保证项目所需苗木及时供应、保障跨区域工程施工顺利进行方面很有帮助。

表 10 棕榈园林苗圃开建时间最早，且苗圃在建面积最大

公司名称	在建苗圃面积（亩）	苗圃开建时间
东方园林	9000	2009 年
棕榈园林	17619	1984 年
铁汉生态	2175	2010 年

资料来源：公司公告、国海证券研究所

在三家公司中，东方园林、铁汉生态的业务模式基本相似，棕榈园林则有不同，其在全国设立了 13 个营运中心，营运中心独立运营，负责项目承揽、建设、施工、回款，总公司通过绩效指标考核、管理运营中心。这种模式意在推动分公司的属地化发展，有利于业务人员在当地建立稳定、深入的关系，便于业务的拓展及项目的回款，在促进公司业务规模扩大、运营效率提高方面颇有优势。

表 11 棕榈园林业务模式颇有优势

公司名称	业务模式
东方园林	公司下设 9 个分公司，分公司负责业务承揽，但项目管理、建设由总公司统筹安排。
棕榈园林	采用属地发展模式，在全国建有 13 个营运中心，依托营运中心开展业务，每个营运中心配有苗木流转场及施工人员，营运中心负责项目建设。
铁汉生态	在全国拥有 12 家分公司，分公司负责业务承揽，总公司负责业务承建。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2. 盈利能力：东方园林居首

园林施工涉及地产景观建设、市政园林绿化、生态修复。

地产景观建设下游为房地产企业，相比政府，企业更加重视成本控制，且地产景观建设行业发展相对成熟，因此其毛利率在 25%左右，低于市政园林绿化与生态修复。

市政园林绿化下游为地方政府，因此此行业具有行政壁垒，且市政园林绿化行业处于快速发展期，因此行业毛利率一般在 35%左右，有的项目甚至可以达到 50%。

我国生态修复行业刚刚起步，市场竞争程度不高，因此毛利率处于较高水平，一般在 35%左右。

表 12 三类园林施工业务毛利率水平

业务种类	下游对象	毛利率水平
地产景观建设	房地产企业	25%左右
市政园林绿化	地方政府	35%左右
生态修复	政府、企业	35%左右

资料来源：国海证券研究所

市政园林绿化是东方园林的主营业务，收入占比为 72%，因此其园林施工毛利率在 33%左右，高于棕榈园林和铁汉生态。棕榈园林以地产景观建设为主，其园林施工毛利率为 23%左右，在三家上市公司中处于末位。铁汉生态涉及地产景观建设、市政园林绿化、生态修复，毛利率水平居中。

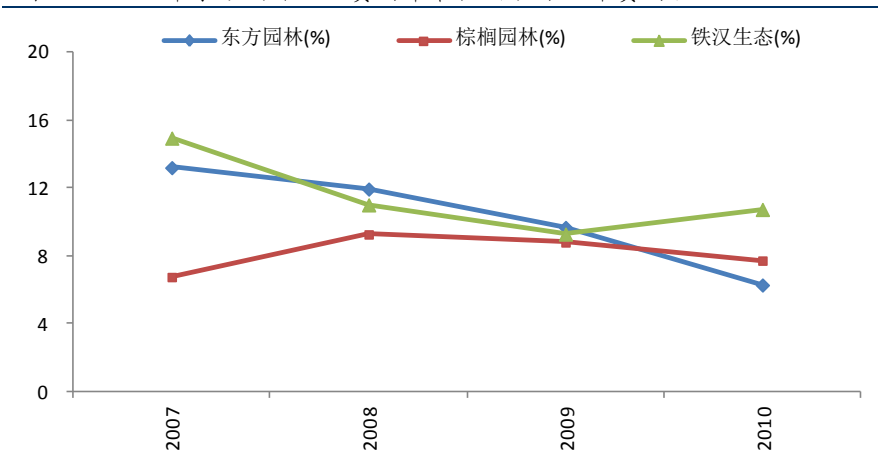
表 13 东方园林、棕榈园林、铁汉生态基本情况对比

公司名称	所在地	业务范围	2010 年营业收入（亿元）	园林施工毛利率
东方园林	北京	以市政园林绿化为主，亦涉及休闲度假区园林建设、园林景观设计等	16.13	33%
棕榈园林	广州	以地产景观建设为主，亦涉及市政园林绿化、园林景观设计、苗木销售等	12.90	23%
铁汉生态	深圳	地产景观建设、市政园林绿化、生态修复、园林景观设计	4.16	31%

资料来源：Wind、公司公告、国海证券研究所

随着收入规模的扩大，规模效应逐渐显现，三家公司的三项费用率（扣除上市费用）逐年下降，其中以东方园林的下降幅度最大。2010 年，东方园林三项费用率仅为 6.28%，为三家公司中最低。

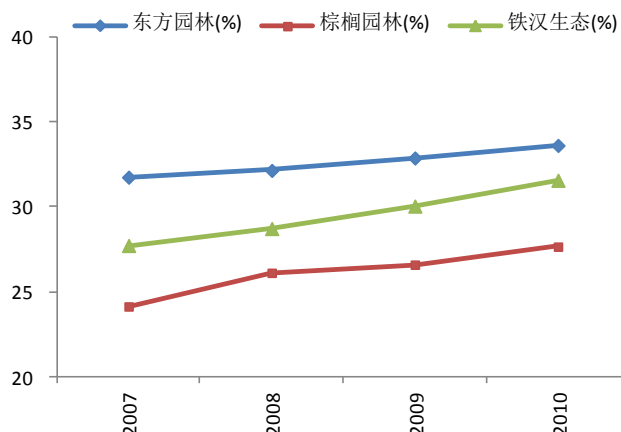
图 13 2010 年东方园林三项费用率最低（扣除上市费用）



资料来源：Wind、国海证券研究所

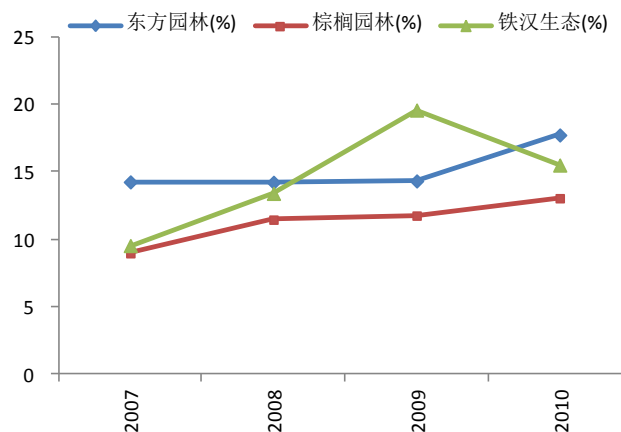
三家公司的主营业务均为园林施工，因此园林施工的毛利率水平基本决定了公司的综合毛利率水平。在三家公司中，东方园林的销售毛利率最高，铁汉生态次之，棕榈园林最低。加之东方园林的三项费用率为三者中最低，因此，其销售净利率仍领先于另外两家公司。

图 14 东方园林销售毛利率居首



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15 东方园林销售净利率领先



资料来源：Wind、国海证券研究所

3. 营运能力：铁汉生态最强

相比市政园林建设，地产景观建设项目资金占用比例较低、对公司现金流造成的压力较小，主要原因有以下四点：

第一，地产景观建设项目多有预付款，预付款比例一般为 10%，有时可达 15-20%；但市政园林绿化项目多无预付款。

第二，地产景观建设项目合同金额一般在千万数量级，施工周期一般为 2-3 个月，从签订合同到完成结算平均需要 9 个月；市政园林绿化项目合同金额很多已过亿，施工周期在 1 年左右。

第三，地产景观建设多按照工程进度付款；市政园林绿化项目多数按照工程进度付款，但近年 BT 项目逐渐增多，BT 项目回款周期一般为 3 年，因此市政园林绿化项目回款周期一般较长。

第四，绿化设施未完成建设会对地产商出售房子造成一定影响，因此地产景观建设商与地产商之间存在相互制约的关系，地产景观建设项目回款情况一般都较好；在与地方政府合作时，企业处于相对弱势地位，因此偶有地方政府拖欠项目款。认识到此问题后，企业开始要求政府在本项目建设前提供质押或担保，以避免回款风险。

表 14 地产景观建设、市政园林绿化业务资金占用情况

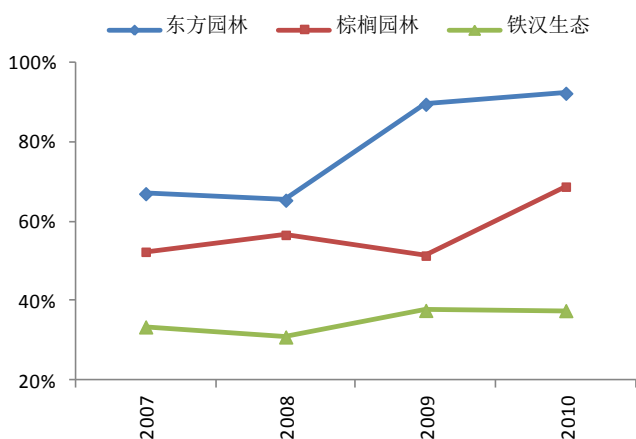
业务种类	下游对象	与业主关系	施工周期	回款进度	资金占用
地产景观建设	房地产企业	相互制衡	2-3个月	按照工程进度	一般有10%预付款
市政园林绿化	地方政府	处于弱势	1年左右	多按照工程进度，但近年BT项目（回款周期一般在三年以上）增加	多无预付款

资料来源：国海证券研究所

在三家公司中，铁汉生态的（应收账款+存货）/营业收入指标最低，说明其工程回款情况最好，这主要得益于公司收入结构较为均衡，且合作对象质地优良。棕榈园林回款情况好于东方园林，这是因为地产景观建设项目回款情况好于市政园林绿化，此结果与我们上面的分析结果一致。

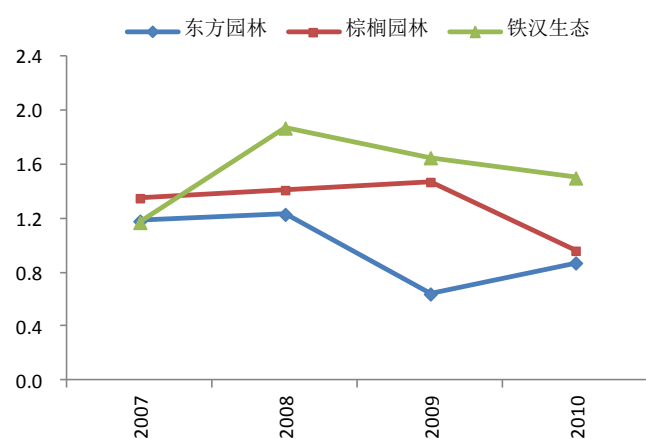
良好的回款情况为公司资金的充分运用奠定了基础。基于此，铁汉生态的总资产周转率最高，棕榈园林次之，东方园林最低，说明铁汉生态的资金使用效率最高。

图 16 三家上市公司（应收账款+存货）/营业收入情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 17 铁汉生态总资产周转率最高



资料来源：Wind、国海证券研究所

五、投资策略：推荐铁汉生态（300197）

在三家上市公司中，我们最看好铁汉生态（300197）。主要原因有以下五点：

一、公司上市后资金实力大增。公司 2011 年 3 月上市时超募约 8.2 亿元，截止 2011 年 6 月 30 日，公司拥有 9.4 亿元货币资金。且其资产负债率仅为 6.84%，仍有很大提升空间。

二、公司在园林绿化行业市场份额有望上升。2010 年数据显示，公司营业收入 4.16 亿元，市场占有率约 0.20%。公司上市后，品牌知名度高企，资金实力大增，因此市场份额有望出现大幅上升。虽然 2012 年园林绿化行业增速预计将出现下滑，但通过市场份额的提升，预计公司业务规模仍可保持增长。

三、生态修复市场逐渐开启，公司直接受益。在生态修复行业，公司具有显著优势，国内生态修复市场逐渐开启，公司将直接受益于此。

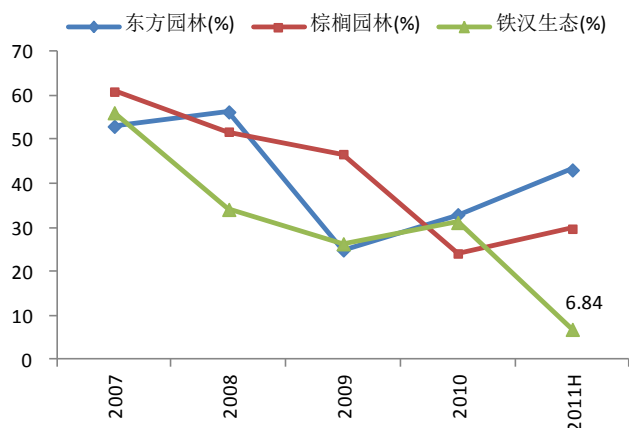
四、公司毛利率将逐步上升。公司计划逐渐将业务重心向生态修复倾斜，生态修复业务毛利率高于地产景观建设、与市政园林绿化相当。因此，生态修复收入占比的提高将有助于公司综合毛利率的提升。

五、在三家公司中，公司回款情况最好，资金运用效率最高。

雄厚的资金实力大大增强了公司业务承揽和运营能力，丰富的施工经验、高企的市场知名度非常有利于公司市场占有率的提升，生态修复市场的逐渐开启有望带来新的业绩增长点，生态修复收入占比提高将提升公司综合毛利率，且公司具有较高的资金运用效率，这些因素都为公司业务规模的快速增长奠定了基础。

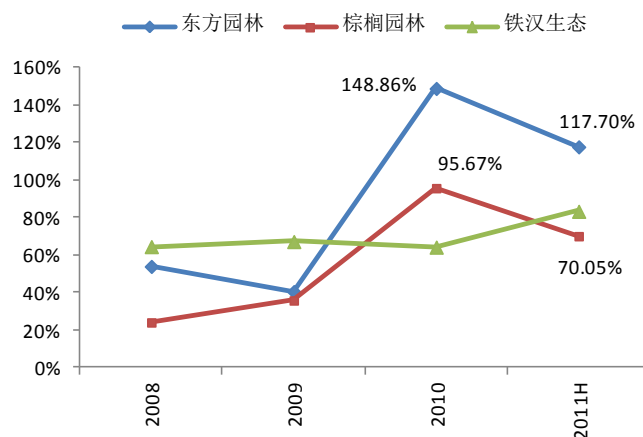
2009 年 11 月东方园林上市，2010 年其营业收入大幅增长接近 150%，2011 上半年仍延续高增长。2010 年 6 月棕榈园林上市，当年其营业收入同比增长 96%，2011 上半年营业收入同比增速亦高达 70%。参考东方园林与棕榈园林的情况，预计近 2-3 年铁汉生态营业收入规模、归属于母公司所有者的净利润将保持快速增长，因此予以推荐。

图 18 铁汉生态资产负债率仅 6.84% (2011 中报)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 19 近年营业收入增长情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 15 重点上市公司估值

股票代码	股票名称	EPS				股价	PE			
		2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
002310	东方园林	1.72	3.40	5.69	8.44	95.98	55.80	28.27	16.86	11.37
002431	棕榈园林	0.44	0.90	1.58	2.61	32.30	73.41	35.89	20.44	12.38
300197	铁汉生态	1.05	2.23	4.25	7.11	100.00	95.24	44.84	23.53	14.06

资料来源: Wind、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。