

地产园林双雄之一

报告关键点:

- 📖 园林工程行业维持高景气度。
- 📖 全产业链协调均衡发展。
- 📖 优质客户资源为公司的后续发展提供了有力保障。
- 📖 询价区间建议为32-40元。

报告摘要:

- **园林工程行业维持高景气度。** 园林景观行业进入快速发展阶段,随着创建“园林城市”活动的不断深化,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,在越来越多的城市中被摆在了突出的位置,并成为各地方政府的重要目标。而居民生活水平不断提和国内房地产市场的快速成熟带来了地产景观园林的蓬勃发展。近年来国内园林绿化行业呈现出超常规的发展态势,发展速度远超过国民经济总体增长速度。
- **全产业链协调均衡发展。** 公司经过十多年的发展、探索和积累,已经建立起一支规模较大、园林专业技术工种齐全的团队。在大型园林建设项目的技术服务和运营管理上,公司具备了设计—施工—苗木采购—园林养护等多环节的一体化运作的丰富经验,能够承接并顺利完成各种规模大、工期短、技术要求高的园林景观建设项目,并在项目运作中,不断完善公司的一体化运作模式,提升公司的综合服务能力。
- **优质客户资源为公司的后续发展提供了有力保障。** 公司在开展地产园林业务的过程中与国内具有行业领导力的房地产开发商建立了长期、广泛、紧密的合作关系,主要客户包括万科集团、保利地产、保利投资、中信(华南)集团、合景泰富、融侨集团、新鸿基地产、长隆集团、方圆集团、侨鑫集团、中海地产等。优质的客户资源保证了公司业务稳定和持续增长,且有利于公司控制应收账款回收等带来的财务风险,同时也有助于公司实现跨区域扩张,降低跨区域经营的风险。
- 我们认为公司主营业务在未来3年有望保持较快增长,预计2012-2014年公司主营收入分别为20.96、31.92和44.7亿元,CAGR50.6%;预计2012-2014年EPS分别为1.62元、2.50元和3.52元。在目前的国内上市公司中,东方园林、棕榈园林和铁汉生态等与公司业务相类似,我们主要参考其上市定价。考虑到公司未来业绩的成长速度,询价区间建议为2012年20-25倍PE,对应价格为32-40元。公司作为中小板的上市公司,公司所处行业景气度高,成长性确定,预计上市首日价格区间为40-48元。
- 风险提示: 房地产持续调控风险,现金流风险

建议询价区间:

32.00 - 40.00 元

上市首日定价区间:

40.00 - 48.00 元

报告日期: 2012-02-28

发行数据

总股本(万股)	13,100
发行数量(万股)	4,368
网下发行(万股)	869
网上发行(万股)	3,499
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2012-03-06
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

涂善忠	45.80%
黄庆和	32.06%
广发信德投资管理有限公司	4.58%
何宇飞	3.66%
深圳市博益投资发展有限公司	2.75%
钟良	1.83%
曾伟雄	1.15%
黄建平	.92%
叶劲枫	.84%

李孔逸

0755-82558015
执业证书编号

傅真卿

021-68767632
执业证书编号

行业分析师

liky@essence.com.cn
S1450511020034

行业分析师

fuzq@essence.com.cn
S1450511110002

财务和估值数据摘要

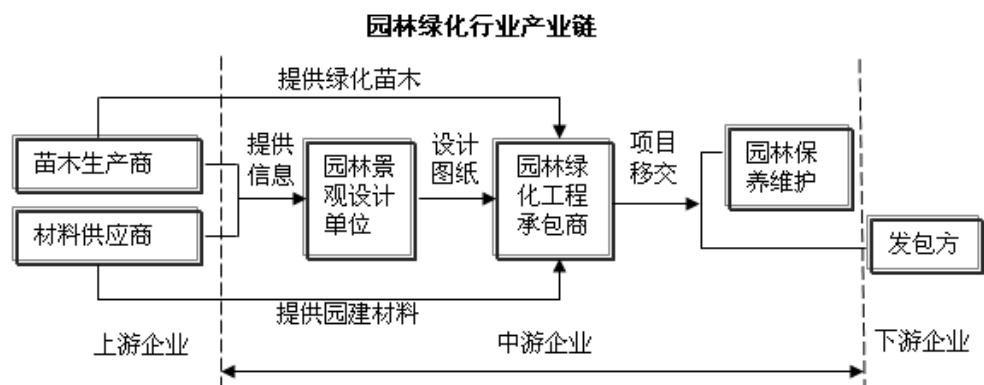
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	860.9	1,308.6	2,095.9	3,192.2	4,470.7
Growth(%)	66.8%	52.0%	60.2%	52.3%	40.1%
净利润	48.7	168.1	282.5	437.1	615.0
Growth(%)	-8.6%	245.5%	68.0%	54.8%	40.7%
毛利率(%)	26.8%	26.8%	26.9%	27.1%	27.3%
净利润率(%)	5.7%	12.8%	13.5%	13.7%	13.8%
每股收益(元)	0.37	1.28	1.62	2.50	3.52
每股净资产(元)	2.16	3.44	12.29	14.54	17.71
净资产收益率(%)	17.2%	37.3%	13.2%	17.2%	19.9%
ROIC(%)	38.5%	98.0%	88.4%	48.5%	46.6%

1. 园林工程行业的领先企业

1.1. 公司概况

经过多年发展，公司已经跻身全国园林行业龙头企业行列。自成立以来，普邦园林累计完成的项目过千个，逐渐树立了“优质、精工、有艺术品位”的普邦品牌形象。公司具有国家城市园林绿化一级资质，是广东省风景园林协会和广州市城市绿化协会副会长单位，广东园林学会常务理事单位。根据中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国城市出版社、中国风景园林网、世界园林杂志社评选的“2011年度全国城市园林绿化企业50强”，公司位列园林绿化企业综合竞争力排名第五位，营业利润位列第五位。经过16年的发展，公司已形成园林工程施工、园林景观设计、苗木种植和园林养护四项主营业务，构建了较为完整的园林行业产业链，成为能够为客户提供一体化服务的园林综合服务商。

图 1 园林绿化行业产业链



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

公司与国内具有行业领导力的房地产开发商建立了长期、广泛、紧密的合作关系，主要客户包括万科集团、保利地产、保利投资、中信（华南）集团、合景泰富、融侨集团、新鸿基地产、长隆集团、方圆集团、侨鑫集团、中海地产等，报告期内，公司与上述客户签订的合同金额超过15亿元，在公司同期总签约额中的占比超过50%以上。

优质的客户资源保证了公司业务稳定和持续增长，且有利于公司控制应收账款回收等带来的财务风险，同时也有助于公司实现跨区域扩张，降低跨区域经营的风险。

1.2. 控股股东背景

公司是由普邦园林有限公司于2010年8月5日以整体变更方式设立的股份公司，公司发起人包括涂善忠、黄庆和、何宇飞、钟良、黄建平5名自然人股东和广发信德、博益投资2家法人股东。本次发行前，涂善忠持有公司45.802%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。

公司董事长涂善忠先生为公司的第一大股东，广州市城市绿化协会秘书长，广东省风景园林协会副会长，广州青年企业家协会副会长，广东省土木建筑学会环境艺术学术委员会副秘书长。2005年获“广州市优秀中国特色社会主义事业建设者”荣誉称号。历任普邦园林有限总经理、执行董事，现任公司董事长。

表 1 公司的股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
涂善忠	6,000.00	45.80	6,000.00	34.35
黄庆和	4,200.00	32.06	4,200.00	24.04
广发信德	600.00	4.58	600.00	3.44
何宇飞	480.00	3.66	480.00	2.75
博益投资	360.00	2.75	360.00	2.06

钟良	240.00	1.83	240.00	1.37
曾伟雄	150.00	1.15	150.00	0.86
黄建平	120.00	0.92	120.00	0.69
叶劲枫	110.00	0.84	110.00	0.63
其他自然人	840.00	6.42	840.00	4.80
社会公众股	-	-	4,368.00	25.01
合计	13,100.00	100	17,468.00	100

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

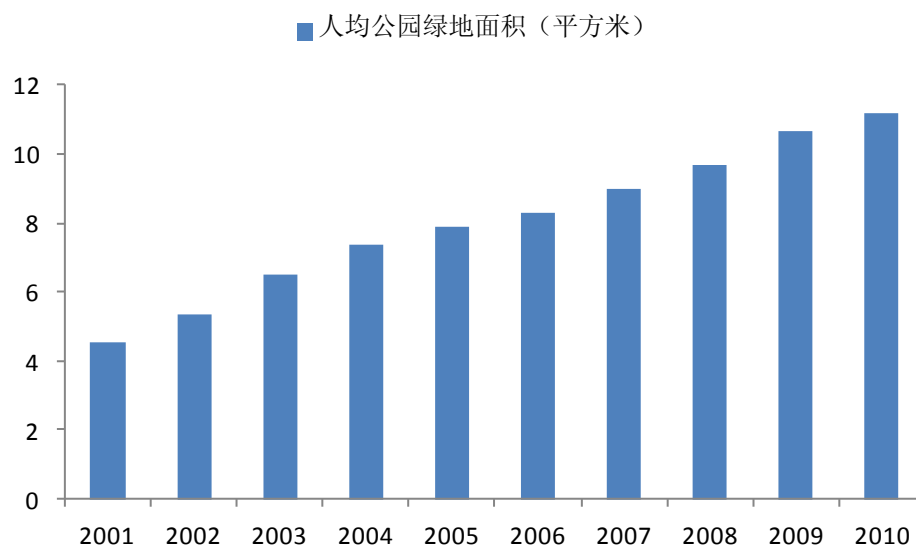
2. 园林行业景气度高

2.1. 园林工程快速发展

在园林绿化行业中，根据投资对象的不同可以分为以政府公共投资为主的市政园林景观和以私人投资为主的地产园林景观（包括酒店、休闲、度假等），两者均呈现出快速发展态势。

一方面，随着我国工业化和现代化进程加快，城镇化水平将不断提高，城市在国民经济和社会发展中的主导作用日益突出，越来越多的人口正转向城镇生活和工作，对城市生态环境的压力也将越来越大，为了满足人们对生态环境的美好诉求，各地纷纷创建园林城市和森林城市，对人均绿地和城市森林覆盖率的要求不断提升，各城市开始不断加大对市政园林绿化的投资力度。城区扩大，人口增加，人均绿地面积上升，多重因素叠加使得市政园林绿化投资持续高速增长。

图 2 我国人均公园绿地面积持续上升



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

另一方面，随着经济的快速发展和经济结构的优化，综合国力不断提高，生活水平不断改善，居民对住宅小区的环境要求也越来越高，外出旅游度假的需求快速增长，地产园林行业相应呈现出超常规的发展态势，发展速度远超过国民经济总体增长速度。

一般来说，园林绿化的经济功能主要体现在两个方面：一是优美的公共园林空间是城市建设的绿色基础设施。公共绿地的建设会提高周边不动产的商业附加值，有利于城市招商引资，同时为大众提供休闲娱乐的场所，丰富人们的精神生活，提高人们的生活水平。二是优美的园林环境会提高房地产项目的经济效益。近年来，房地产发展商越来越重视园林营建对其物业价值的提升作用，优雅的居住小区园林景观已成为楼盘售房的重要卖点，尤其是高档住宅小区及业内知名房地产发展商，优秀的园林景观已俨然成为其品牌的代言人。

2.2. 政策扶持园林绿化行业

1992 年，国务院颁布《城市绿化条例》，对城市规划区内种植和养护树木花草等城市

绿化的规划、建设、保护和管理提出了具体的要求，规定“城市绿化工程的设计，应当委托持有相应资格证书的设计单位承担，城市绿化工程的施工，应当委托持有相应资格证书的单位承担。”园林绿化行业的发展步入法制化轨道，国内园林绿化行业正式起步。

2001年，国务院召开全国城市绿化工作会议，并专门下发了《关于加强城市绿化建设的通知》，通知要求“各级城市人民政府要把城市绿化作为一项重要工作，列入议事日程。要把城市绿化纳入国民经济和社会发展规划，市长对城市绿化工作负主要责任”。各级政府对城市绿化工作的重视程度大大提高，全社会广泛参与城市绿化的热潮逐渐形成。

《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出，要把节约资源作为基本国策，保护生态环境，加快建设资源节约型、环境友好型社会，促进经济发展与人口、资源、环境相协调。党的“十七大”也提出，必须把建设资源节约型、环境友好型社会的要求落实到每个单位、每个家庭，从而有力的推动了我国风景园林行业的发展。

2005年，国家发展和改革委员会《产业结构调整指导目录（2005年本）》更是将城镇园林绿化及生态小区建设列为国家鼓励发展的产业，园林绿化行业进入发展春天。

2.3. 各地争创“园林城市”

我国从1992年开始在全国开展创建“园林城市”活动，2004年起又增加了“国家森林城市”的评选。随着人民生活水平的不断提高，对生活质量、生存环境的关注日益增强，创建园林城市、宜居城市在越来越多的城市中被摆在了突出的位置。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，总共有180个国家园林城市、7个国家园林城区、61个国家园林县城、15个国家园林城镇，以及22个国家森林城市被命名。越来越多的城市、县区将园林绿化建设作为发展规划的重点之一，不断加大园林绿化的投入，为园林行业发展提供了保障。

表 2 国家“园林城市”部分指标

	100万以上 人口城市	50—100万人 口城市	50万以下 人口城市
人均公共绿地（平方米）			
秦岭淮河以南	7.5	8	9
秦岭淮河以北	7	7.5	8.5
绿地率（%）			
秦岭淮河以南	31	33	35
秦岭淮河以北	29	31	34
绿化覆盖率（%）			
秦岭淮河以南	36	38	40
秦岭淮河以北	34	36	38

数据来源：建设部，安信证券研究中心

3. 全产业链协调发展

公司经过十多年的发展、探索和积累，已经建立起一支规模较大、园林专业技术工种齐全的团队。在大型园林建设项目的技术服务和运营管理上，公司具备了设计—施工—苗木采购—园林养护等多环节的一体化运作的丰富经验，能够承接并顺利完成各种规模大、工期短、技术要求高的园林景观建设项目，并在项目运作中，不断完善公司的一体化运作模式，提升公司的综合服务能力。

3.1. 品牌形象良好，团队工作经验丰富

自成立以来，公司累计完成的项目过千个，逐渐树立了“优质、精工、有艺术品位”的普邦品牌形象。公司先后获得“中国泛珠区域园林景观（设计与施工）品牌企业”、“2011年度全国城市园林绿化企业50强”（排名第五）、“广东省优秀园林企业”、“广

东省二十强优秀园林企业”（排名第二）等称号。品牌优势使公司在业务承接中处于有利的竞争地位，尤其有利于公司承接大型项目，也有利于公司业务全国化战略的实施。

公司在园林业发展十多年，培养出了一大批技术精湛、现场艺术创作能力强、施工造诣高的园林专业人才，形成了一支作战能力强、工作经验丰富的团队。从 2006 年开始，公司先后在北京林业大学、华中农业大学、华南农业大学、华南理工大学、广东工业大学、广州大学和仲恺农业工程学院等 7 所院校建立了教学实习和就业实践基地，设立“普邦园林”奖学金，通过与高等院校的合作开展园林学术交流活动，吸引优秀人才，满足公司未来发展。

公司现拥有 25 年以上从业经验的园林专家超过 70 人，约 100 人的项目经理团队和 300 多人的设计师团队，15 年以上资深经验的技术人员超过 150 人，5 年以上经验的园林技术人员超过 400 人，其中园林规划设计、园林建筑、建筑结构、园林植物等相关专业高级工程师 17 位，一级注册建筑师 4 位，一级注册结构工程师 3 位，同时公司还聘请了多位毕业于国外知名景观院校、工作年限超过 15 年的外籍设计师。

3.2. 具备优质客户资源

公司在开展地产园林业务的过程中与国内具有行业领导力的房地产开发商建立了长期、广泛、紧密的合作关系。公司还先后与广州合景房地产开发有限公司、佛山市万科置业有限公司、佛山市顺德区万科置业有限公司、佛山市万科投资有限公司、佛山市南海区万科金域华府房地产有限公司、中信华南（集团）东莞有限公司、方圆地产控股有限公司和重庆融汇地产集团有限公司等客户签订了战略合作协议。

优质的客户资源保证了公司业务的稳定和持续的增长，且有利于公司控制应收账款回收等带来的财务风险，同时也有助于公司实现跨区域扩张，降低跨区域经营的风险。目前公司的主要客户包括万科集团、保利地产、保利投资、中信（华南）集团、合景泰富、融侨集团、新鸿基地产、长隆集团、方圆集团、侨鑫集团、中海地产等，公司与上述客户签订的合同总金额超过 15 亿元，在公司同期总签约额中的占比超过 50% 以上。保利、万科、中信、合景泰富预计 2012 年实现的签约量就超过 11 亿元，其他的预计超过 12 亿元。

3.3. 公司盈利能力有望进一步提升

公司营业收入主要来源于设计和工程业务，其中，设计业务的毛利率高于同行业上市公司平均水平，与棕榈园林基本一致，因为两者的主要客户均是国内领先的房地产开发商。作为国内园林景观设计行业的领先企业之一，公司多次获得行业内颁发的设计大奖，与房地产开发商合作密切，积累了丰富的经验，在业界具有较高的知名度，建立了品牌效应，提高了公司的议价能力，从而能获得高于行业平均水平的毛利率。

公司工程施工业务的毛利率低于同行业上市公司平均水平，与棕榈园林接近，主要因为棕榈园林与公司均是以房地产园林为主，而其他三家园林企业均是以市政园林为主，而在国内园林行业中，市政园林的毛利率通常高于其他园林业务，因此公司工程施工业务的毛利率明显低于市政类园林公司。上市以后，公司资金实力大幅增强，品牌优势更加显著，同时还将加大市政园林的拓展力度，毛利率有望持续上行。

表 3 园林类上市公司毛利率的对比

	2010 年度			2009 年度		
	工程 (%)	设计 (%)	综合 (%)	工程 (%)	设计 (%)	综合 (%)
东方园林	32.67	63.21	33.63	32.74	42.1	32.89
棕榈园林	23.3	69.45	27.67	21.97	69.05	26.61
铁汉生态	31.54	33.76	31.58	29.94	36.51	30.06
岭南园林	29.4	52.36	30.21	30.96	38.18	30.1
平均值	29.23	54.7	30.77	28.9	46.46	29.92
普邦园林	22.41	71.86	26.8	19.23	70.85	25.58

数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

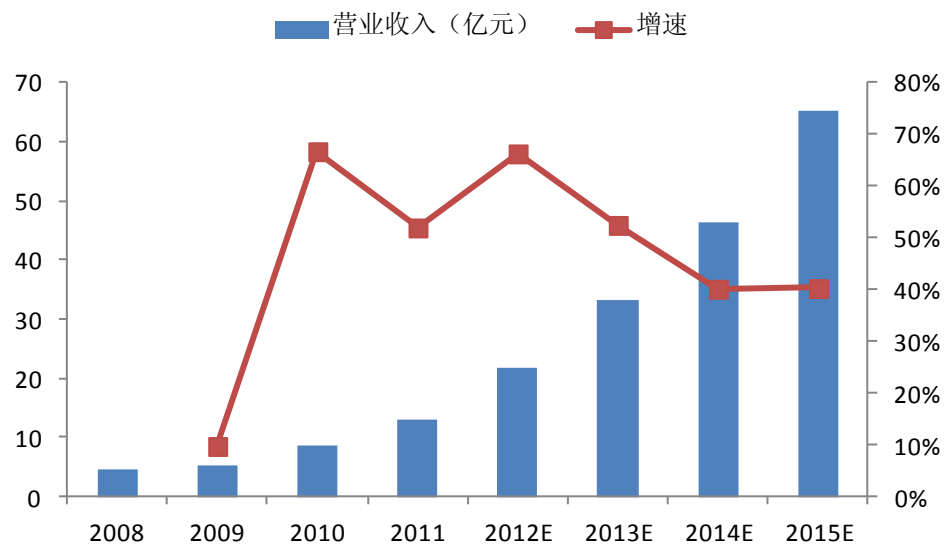
3.4. 业绩快速增长

近年来，国内居民越来越重视居住环境的绿化程度，政府也纷纷加大对绿化建设的投入。在这两个因素的推动下，国内风景园林行业发展迅速。公司凭借着自身的竞争优势，在行业中树立了较好的口碑，在市场竞争中占据了有利的市场地位，并取得了较大的市场份额。随着行业的快速发展，公司业务规模不断扩大，收入快速增长。

2009-2011 公司主营业务收入分别为 5.16、8.61 和 13.09 亿元，区间增幅为 153.5%。同期，随着综合服务能力的提升，公司品牌逐步建立起来，公司的大项目签约金额不断提高，从 2009 年的 3.25 亿元增加至 2011 年的 8.9 亿元，增幅 174.35%。

随着 IPO 的顺利发行，公司资金实力和品牌优势将进一步显现，预计未来三年主营业务仍将保持快速增长，2012-2014 年的复合增长率超过 50%。

图 3 2008-2015 年公司（预计）营业收入及增速



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

4. 募集资金投资项目

本次 IPO 公司拟发行 4368 万股，募集资金约 3.54 亿元，其中，1.66 亿投资设立景观工程分公司；1.66 亿建设阳春和四会苗木基地；约 5500 万设立设计分院。公司将利用募集资金在全国范围内实现业务扩张、扩大苗木种植规模，提升公司实力，提高市场快速反应能力和市场占有率，增强品牌号召力和影响力。同时，募集资金投资项目所产生的经济效益，将壮大公司的资本实力，提高公司资金流动性和强化公司抗风险能力，增强公司的竞争力。

表 4 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	设立景观工程分公司	16,594.51	16,594.51
2	苗木基地建设	16,604.49	13,283.59
2.1	阳春八甲镇中田村苗木基地建设	7,747.61	6,198.09
	阳春三甲镇大垌村苗木基地建设	6,021.02	4,816.81
2.2	四会苗木基地建设	2,835.86	2,268.69
3	设立设计分院	5,526.85	5,526.85
	合计	38,725.85	35,404.95

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

通过本次发行，公司资产规模将出现较大幅度的增长。同时，随着募集资金投资项目的实施，预计今后几年公司的固定资产规模和存货将保持较快速度的增长。随着资金实力的增强和品牌的进一步树立，公司承揽项目的能力将进一步提高，公司的盈利能力也将进一步提升。

5. 盈利预测与估值

公司主营业务突出，具有较强的盈利能力，凭借行业良好的发展前景和公司自身的竞争优势，公司将保持较高的毛利率及稳定的业绩增长，并不断扩大公司的经营规模及经营区域。随着公司募集资金项目的投入，公司异地工程项目的流动资金扩张需求将得到填补，设计业务的覆盖范围得以扩展，公司全国化业务发展战略得以快速推进；另外，随着自有苗木基地建设的加快，公司工程中的自有苗木使用率将进一步增加，有助于增加公司的毛利率，从而增加公司的盈利。

我们认为公司主营业务在未来3年有望保持较快增长，预计2012-2014年公司主营收入分别为20.96亿、31.92亿和44.7亿元，CAGR50.6%；毛利率分别为26.9%、27.1%和27.3%；预计2012-2014年EPS分别为1.62元、2.50元和3.52元。

在目前的国内上市公司中，东方园林、棕榈园林和铁汉生态等与公司业务相类似，我们主要参考其来上市定价。考虑到公司未来业绩的成长速度，询价区间建议为2012年20-25倍PE，对应价格为32-40元。公司作为中小板的上市公司，公司所处行业景气度高，成长性确定，预计上市首日价格区间为40-48元。

6. 主要风险

6.1. 房地产持续调控风险

公司主要收入来自于地产园林的工程施工业务和景观设计业务。由于房地产行业在国民经济中占据重要地位，为保障房地产行业的健康稳定发展，2010年以来，国家及各级政府出台了一系列政策来调控和规范房地产市场，这些调控措施可能对中国房地产行业未来一段时间的发展造成一定影响，进而影响到公司所在的园林行业，从而对公司经营产生不利影响。

6.2. 现金流风险

由于公司业务全国化战略正在逐步实施，营运资金需求较大，如经营活动现金流量净额出现持续大幅下滑将对公司营运资金的安排使用造成不利影响，使公司面临偿债风险。公司所处行业具有资金密集型的特征，公司一直重视营运资金的管理，并已设置了专门机构，采取有力措施加强应收账款的管理，在应收账款的规模、客户信用等级评估等方面执行较为严格的措施。另外，公司还重视与资金信用情况较好的重要客户形成战略合作关系。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-02-28
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	860.9	1,308.6	2,095.9	3,192.2	4,470.7	成长性					
减: 营业成本	630.2	957.5	1,532.0	2,327.7	3,251.9	营业收入增长率	66.8%	52.0%	60.2%	52.3%	40.1%
营业税费	30.4	46.1	73.8	112.4	157.4	营业利润增长率	-1.3%	184.1%	67.4%	54.8%	40.7%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-8.6%	245.5%	68.0%	54.8%	40.7%
管理费用	129.5	101.7	157.2	239.4	335.3	EBITDA 增长率	3.7%	165.9%	62.2%	54.5%	41.9%
财务费用	2.8	-0.5	-8.8	-15.4	-15.5	EBIT 增长率	1.7%	172.7%	63.5%	54.3%	41.9%
资产减值损失	-2.2	3.3	5.9	8.1	9.9	NOPLAT 增长率	-4.4%	226.0%	64.1%	54.2%	41.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.0%	81.9%	181.2%	47.6%	42.7%
投资和汇兑收益	0.2	-	-	-	-	净资产增长率	79.3%	59.4%	375.8%	18.3%	21.8%
营业利润	70.6	200.6	335.9	520.0	731.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	毛利率	26.8%	26.8%	26.9%	27.1%	27.3%
利润总额	70.7	201.1	336.3	520.4	732.2	营业利润率	8.2%	15.3%	16.0%	16.3%	16.4%
减: 所得税	22.1	33.0	53.8	83.3	117.1	净利润率	5.7%	12.8%	13.5%	13.7%	13.8%
净利润	48.7	168.1	282.5	437.1	615.0	EBITDA/营业收入	9.0%	15.7%	15.9%	16.1%	16.3%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	8.5%	15.3%	15.6%	15.8%	16.0%
货币资金	134.3	163.8	1,371.5	1,404.6	1,469.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	5	5	5	6	7
应收账款	155.7	211.5	468.6	698.3	1,003.6	流动营业资本周转天数	57	61	94	112	116
应收票据	-	0.2	-	-	-	流动资产周转天数	154	146	249	283	246
预付账款	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0	应收帐款周转天数	62	49	54	61	63
存货	134.3	250.7	419.7	637.7	890.9	存货周转天数	43	53	58	60	62
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	162	153	258	294	257
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	64	66	102	122	126
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	17.2%	37.3%	13.2%	17.2%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	25.6%	12.0%	15.3%	17.4%
固定资产	15.5	18.5	42.5	71.2	98.7	ROIC	38.5%	98.0%	88.4%	48.5%	46.6%
在建工程	-	-	16.0	28.8	39.0	费用率					
无形资产	0.4	1.5	6.1	5.7	5.3	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	5.2	4.2	13.0	13.0	13.0	管理费用率	15.0%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	452.3	657.4	2,344.4	2,866.4	3,527.5	财务费用率	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.3%
短期债务	-	-	-	1.2	-	三费/营业收入	15.4%	7.7%	7.1%	7.0%	7.2%
应付账款	76.4	106.8	146.9	274.2	383.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.4%	31.4%	8.4%	11.4%	12.3%
其他流动负债	66.3	72.6	65.9	65.9	65.9	负债权益比	59.8%	45.7%	9.2%	12.8%	14.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.01	3.51	11.48	8.43	7.77
其他非流动负债	26.0	26.0	-	-	-	速动比率	2.07	2.12	9.35	6.47	5.72
负债总额	169.2	206.2	197.5	326.0	433.7	利息保障倍数	26.68	407.15	37.10	32.79	46.13
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	131.0	131.0	174.7	174.7	174.7	DPS(元)	-	-	0.16	0.25	0.35
留存收益	152.1	320.2	1,972.2	2,365.6	2,919.2	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	283.1	451.2	2,146.9	2,540.3	3,093.9	股息收益率					
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	48.7	168.1	282.5	437.1	615.0	EPS(元)	0.37	1.28	1.62	2.50	3.52
加: 折旧和摊销	3.9	5.4	5.4	8.9	12.7	BVPS(元)	2.16	3.44	12.29	14.54	17.71
资产减值准备	-2.2	3.3	5.9	8.1	9.9	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.8	3.4	1.1	-8.8	-15.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-0.2	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-23.5	-139.4	-402.3	-328.5	-459.6	CAGR(%)	107.9%	54.1%	45.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	88.4	38.3	-117.4	110.2	162.5	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-18.1	-7.9	-55.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	14.7	-8.7	1,396.0	-27.1	-47.2	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034