

跨区域地产园林龙头 全产业链扩张发力

--- 普邦园林新股研究报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点:

- 一、 园林行业尚处于快速发展时期，下游市场需求较大，“大行业小公司”特征显著，全国前十名园林企业市场占有率均低于2%。我们预测2012年园林行业市场容量，城市园林与地产园林合计预计在2500-3600亿。
- 二、 普邦园林的业务主要分四项：园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及园林养护等。公司人员超过1400人，已经跻身园林行业龙头企业，在业内形成了较高的市场知名度。公司的经营理念是以园林设计为先导，园林施工为核心。目前公司业务中园林施工占90%左右，园林景观设计占10%左右，但园林设计力量是公司的优势所在。在公司的园林施工中，住宅占90%左右。
- 三、 公司的竞争优势主要体现在：工程质量优势；核心客户优势——万科、保利、合景泰富地产、中信地产等优质客户在公司营业收入中占比10%左右；突出的设计能力——公司有300多人的设计师团队，设计规模和收入在行业内持续处于领先地位。公司创立并形成了众多成熟并独具普邦特色的风格体系，在行业评比中屡屡获奖，如詹天佑大奖、中国风景园林学会2010年“优秀园林项目”“大金奖”等业内最高奖项；以及跨区域发展优势等。
- 四、 按照可比公司EPS/PE推算，2011年可比股价对应的市盈率区间范围为27.34-37.3倍，对应2012年市盈率区间为16.1-19.89倍，我们按照普邦园林2011年全面摊薄EPS预测为1.59计算，给予可比公司平均估值水平16-20倍PE，普邦园林的合理投资价值区间为25.44-31.8元。

风险提示:

房地产行业调控带来的经营风险、经营活动现金流量导致的偿债风险

普邦园林（002663） 2012-3-2

所属行业 园林

询价区间 25.44-31.8元

基础数据

总股本（亿股）	1.75
流通股本（亿股）	0.44
EPS（2011E 元）	1.59
资产负债率	31.36%

图 1：前十大股东（截止 2.24）

股东名称	股份类型	持股数(万)	占总股本比例(%)
涂善忠	个人股	6000	45.80
黄庆和	个人股	4200	32.06
广发信德投资管理 有限公司	境内法人 股	600	4.58
何宇飞	个人股	480	3.66
深圳市博益投资 发展有限公司	境内法人 股	360	2.75
其他自然人股东	个人股	260	1.98
钟良	个人股	240	1.83
曾伟雄	个人股	150	1.15
黄建平	个人股	120	0.92
叶劲枫	个人股	110	0.84
全小燕	个人股	80	0.61
合计		12600.00	96.18

研究员：左红英(执业证书 S0820209120023)

研究助理：谢非非

电话： 021-32229888-25516

E-mail: xiefeifei@ajzq.com

一、园林行业发展空间大，“大行业小公司”特征显著

园林也称作园、苑、园亭、庭园、园池、山池、池馆、山庄等，实质就是在一定的地段范围内，利用并改造天然山水地貌或人工开辟山水地貌，结合植物栽植和建筑布置，构成供人们观赏、游憩、居住的环境。

在当今人类社会生活空间中，城市已成为主要的组成部分之一。在城市生态系统中，园林能够以自然更新的方式改善城市日益严重的环境污染，在满足城市人群安全生活需求的同时，也提升了城市人群对生活满意度的心理体验。随着我国城市化进程的不断深入和人民生活水平的逐步提升，园林行业迎来了快速发展的契机。城市园林主要功能包括改善城市生态环境、美化城市景观等。

图 2：2001-2010 年全国城市绿化覆盖率及城市人均公共绿地面积



数据来源：国家林业局2001-2010年国土绿化状况公报、国家统计局

现在全国前十名园林企业市场占有率均低于2%。根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告 2009-2010年度》，当前我国园林企业数量总计已达16,000家左右，园林规划设计院和设计公司数量达1,200余家。参加调查的超过100家企业2009年平均营业收入2.00亿元，平均总资产1.6亿元，平均净资产7,452.76万元，平均营业利润1,432万元，平均从业人员290人，有61家企业在其他省市设立了294个分支机构，平均每家企业实现异地收入7,126万元。以上数据显示，当前我国园林行业市场集中度较低，企业实力和经营规模偏小，全国范围内跨区域经营的企业较少。

园林行业尚处于快速发展时期，下游市场需求较大，行业企业一般能够将成本的波动部分转移到下游客户，因此，行业内企业经营毛利率普遍维持在比较稳定的水平。根据普邦园林公司管理层的经验估计，行业平均毛利率水平约在12%-18%之间，行业领先企业的毛利率高于行业平均水平。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

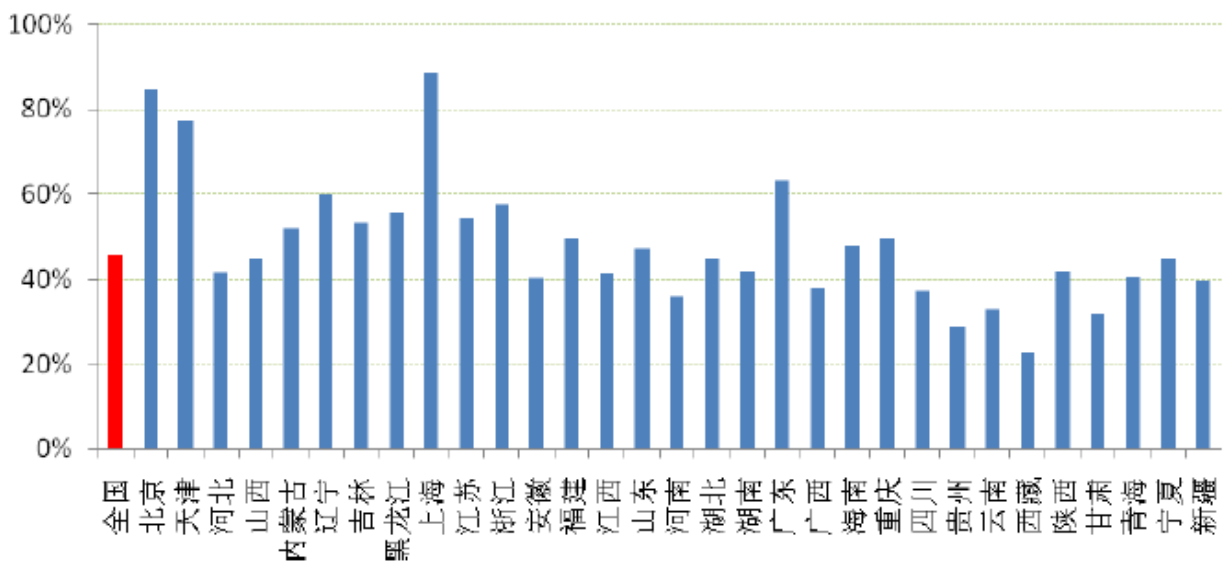
随着城市化进程，园林行业发展空间巨大。进入21世纪，我国城市化率从2000年的36.22%上升到2010年的49.68%，平均每年增幅达到1.35%；城镇人口从2000年的45,906万人上升到2010年的66,558万人，平均每年新增城镇人口2,065.15万人，全国城市化进程进入快速发展时期。其中，特别是中西部地区，未来发展速度仍将维持高位。

图 3：1985-2010 年我国城市化率及城镇人口



数据来源：国家统计局

图 4：2009 年全国及各省、自治区和直辖市城市化率情况



数据来源：国家统计局

我们2012年预测园林行业未来市场容量，城市园林与地产园林合计预计在2500-3600亿。2009年我请务必阅读正文之后的重要声明

国城市园林绿化固定资产投资达到**914.86**亿元，比上年增长**40.79%**，自**2001**年以来年复合增长率为**21.11%**。保守估计**2010-2012**年我国城市园林绿化固定资产投资增长率为**10%-20%**，**2012**年我国公共园林市场容量预计在**1,217.68-1,580.88**亿元之间。

图 5：1981-2009 年我国城市园林绿化固定资产投资额及增长率



数据来源：中国城市建设统计年鉴

预计**2012**年地产园林领域的园林市场规模将在**1,387.68-2,172.02**亿元之间。因为按照房地产投资额的**2-3%**用于园林投入计算，保守估计**2012**年我国房地产开发投资的增幅在**15%-20%**。**2000**年到**2010**年的**10**年间，我国房地产开发总投资额从**4,902**亿元增长到**48,267**亿元，年复合增长率为**25.70%**。而一般地产项目配套景观园林，投资占地产总投资额度的**1-4%**，其中高层、小高层住宅投资比例为**1-3%**，别墅类和酒店的比例略高，达到**2-4%**。**2011**年**1-11**月，我国房地产开发投资达到**55,483**亿元，同比增长**29.9%**，预计**2011**年全年房地产开发投资的同比增幅在**25%**左右。

二、普邦园林业务及核心竞争优势

普邦园林的业务主要分四项：园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及园林养护等。公司人员超过**1400**人，已经跻身园林行业龙头企业，在业内形成了较高的市场知名度。公司的经营理念是以园林设计为先导，园林施工为核心。目前公司业务中园林施工占**90%**左右，园林景观设计占**10%**左右，但园林设计力量是公司的优势所在。在公司的园林施工中，住宅占**90%**左右。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

图 6: 公司地产园林站收入 90%

项目	2011 年		2010 年		2009 年	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
住宅类	116,687.85	89.17%	68,476.54	79.54%	48,210.29	93.38%
公共园林类	10,231.95	7.82%	3,211.38	3.73%	2,184.26	4.23%
旅游度假类	3,944.10	3.01%	14,148.97	16.44%	1,134.60	2.20%
其他	0.00	0.00%	253.55	0.29%	98.71	0.19%

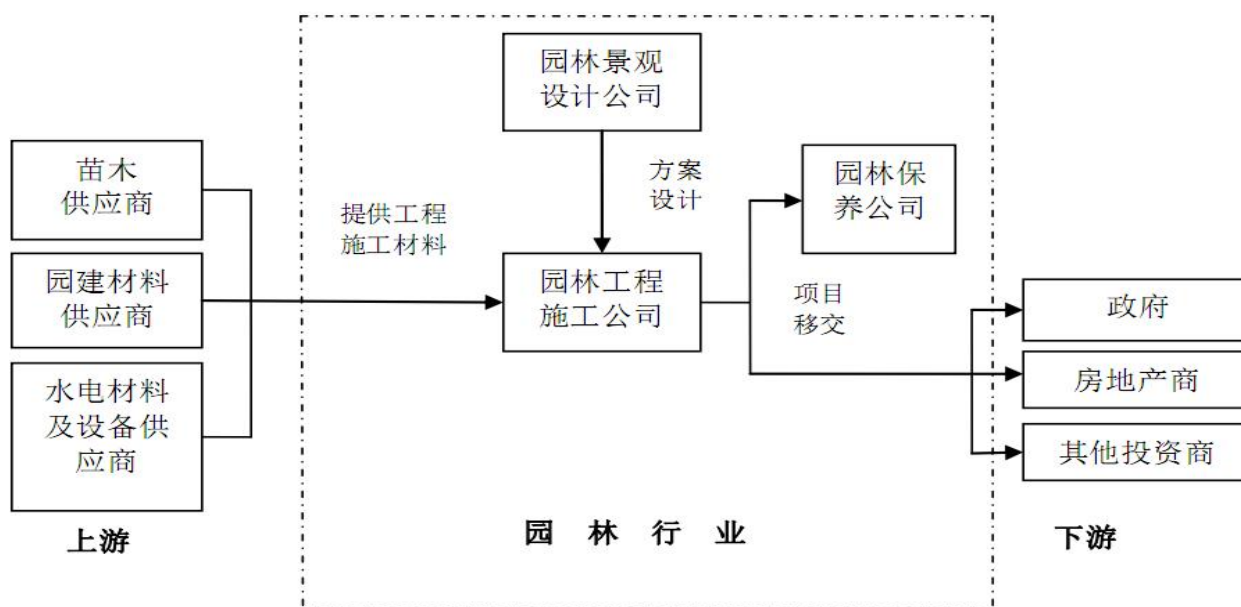
资料来源: 招股说明书

图 7: 公司工程施工收入占 90%

项目	2011 年		2010 年		2009 年	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
工程收入	117,731.34	89.96%	77,474.01	89.99%	44,708.68	86.60%
设计收入	12,101.65	9.25%	7,699.24	8.94%	6,122.69	11.86%
保养收入	1,030.91	0.79%	917.20	1.07%	796.50	1.54%
合计	130,863.90	100.00%	86,090.45	100.00%	51,627.87	100.00%

资料来源: 招股说明书

图 8: 园林行业上下游产业链

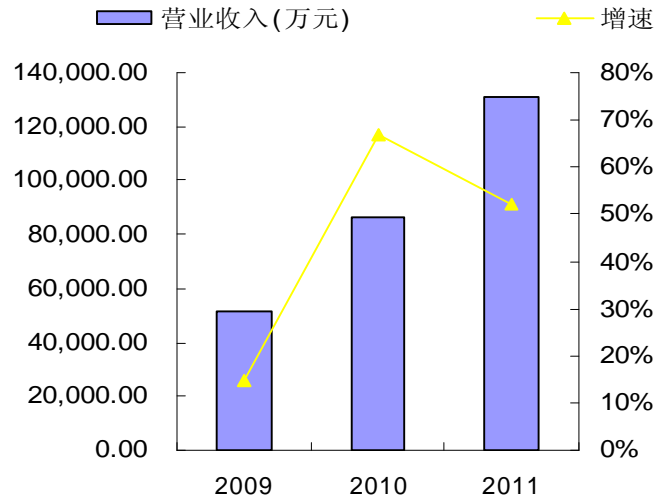


资料来源: 招股说明书 公开资料

请务必阅读正文之后的重要声明

公司业绩增长迅速，核心竞争优势明显，未来发展前景光明。而公司业绩增速得益于公司业务主要集中于地产园林，相对于业务聚焦市政园林的上市园林公司而言，普邦园林的总资产周转率、流动资产周转率都明显高。据公司透露，其接单市政项目的周转时间往往是地产项目的两倍甚至更久，市政项目高毛利、周转率低，而普邦园林更多的是体现在总体业绩增速快。

图 9：营业收入增长图



资料来源：招股书 公司资料

图 10：普邦园林总资产周转率在园林公司中较好

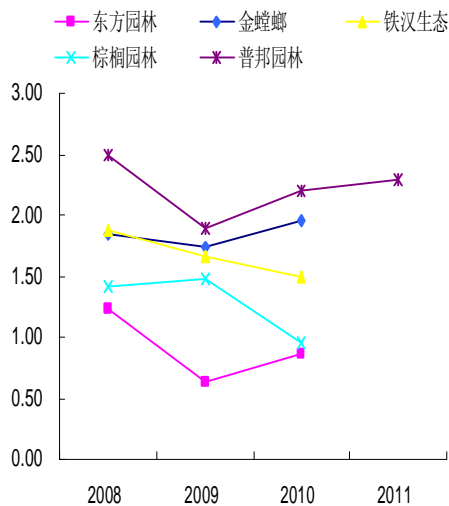
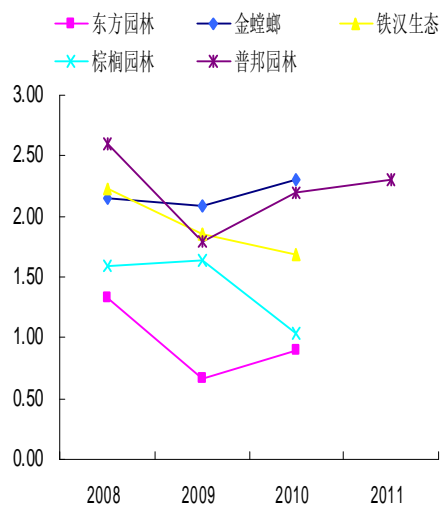


图 11：普邦园林流动资产周转率在园林公司中较好



数据来源：wind 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图 11：普邦园林毛利率与行业上市公司比较

	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	42.10	32.89
棕榈园林	23.30	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	29.40	52.36	30.21	30.96	38.18	30.10
平均值	29.23	54.70	30.77	28.90	46.46	29.92
普邦园林	22.41	71.86	26.80	19.23	70.85	25.58

数据来源：招股说明书 爱建证券

公司的竞争优势主要体现在以下几点：

- 1、核心客户——万科、保利、合景泰富地产、中信地产等优质客户在公司营业收入中占比10%左右。2012年公司大客户业务收入预计签约超过20亿，收入占比60-70%左右。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。公司订单来源无忧，对于客户有全面顾及，争取更多客户满意的初衷，但优质客户由于业务体量大、信誉好、结款及时等条件，公司还是对其有适当倾斜。

图 12：公司前五大客户收入占比过半

	核心客户	收入（万元）	占2011年收入比例
1	万科集团	16,472.34	12.59%
2	中信（华南）集团	15,728.51	12.02%
3	保利地产	15,344.57	11.73%
4	合景泰富	13,124.44	10.03%
5	融侨集团	5,508.46	4.21%
	合计	66,178.33	50.58%

资料来源：招股说明书 爱建证券

- 2、工程质量高。在园林行业的客户心目中，园林项目重要性的排序为——质量、时间、价格。因为好的园林可以提高项目总体品质、保证终端地产售价，而由于地产销售、结算有很强的时效性，能否保证按时交项目也是地产商重点关注的方面。相对普通园林企业，普邦园林的工程质量优势明显。

公司引入了ISO9001质量管理体系，对工程项目投标、施工组织管理、质量管理目标等方面建立了一套高效、科学的管理体系。公司严格执行工程投标预算审查、施工队伍培训和考核、施工组织方案编制、施工图会审、施工过程监管等制度，确保工程质量达到客户的要求。

请务必阅读正文之后的重要声明

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），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。

- 3、突出的设计能力——公司有300多人的设计师团队，设计规模和收入在行业内持续处于领先地位。公司创立并形成了众多成熟并独具普邦特色的风格体系，在行业评比中屡屡获奖，如詹天佑大奖、中国风景园林学会2010年“优秀园林项目“大金奖“等业内最高奖项。此外，公司与美国SWA GROUP、贝尔高林等近10家国际知名设计同行建立了紧密的合作关系，以突出的现场再创作能力和实操水平，与其合作向客户提供方案深化设计等后续服务，保障了具有国际水平的设计方案的现场效果，同时也使公司设计团体的设计理念和技術始终保持国内领先水平。
- 4、强大的跨区域扩展及经营能力。公司目前业务已经扩展至北到长春、南至三亚的中国领土区域。跨区域经营可以在一定程度上消除季节、气候等因素对公司业务的影响，对各地园林市场不同需求状况、地域风俗导致的设计风格特点都有更好的把握，这样不仅能增强设计的艺术表现力，更能有效提高公司内部资源配置效率，分散区域业务过度集中带来的经营风险。

而目前全国园林企业中，具备跨区域经营能力的企业并不多，根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》的结果，全国仅有18家企业拥有5家以上分支机构，能够开展南北差异化经营的则更少。公司坚持“立足华南、辐射全国”的经营策略，目前经营区域已经涵盖华南、华东、华北、西南、华中、东北等六大区域，2011年各区域站营业收入占公司总收入的比值分别为57.69%、22.05%、7.99%、5.28%、5.32%和1.67。

公司如果上市发行成功，募投项目包括在北京、上海、成都设立设计分院，讲进一步提升公司设计业务影响力和辐射范围，扩大公司业务辐射区域。

图 13：普邦园林业务分布图



资料来源：公司资料 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

三、公司募投项目

公司制定的业务目标、发展规划和拟投资项目是在现有主营业务基础上的有序延伸和规模化扩张。在发行成功后，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。

图 14：募集资金投资项目及投资计划

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
		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

资料来源：招股说明书

预计普邦园林募集资金预计投资总额为38,725.85万元，包括三部分：

1、在成都、南宁、武汉和上海四地设立景观工程分公司，总投资为16,594.51万元，全部来自于募集资金。预计项目实施第3年，四个景观工程分公司合计将为公司新增园林工程施工业务收入35,755.73万元，约占目标市场0.16%的市场份额，市场能够消化公司新增的产能。稳定经营后每年销售收入将达到49,943.35万元，每年实现净利润5,311.36万元，销售利润率达到14.14%，投资利润率将达到34.89%，所得税后内部收益率为38.18%。

图 15：公司园林工程施工业务的区域占比情况

覆盖区域	2011年		2010年		2009年	
	收入(万元)	占比	收入(万元)	占比	收入(万元)	占比
西南地区	10,146.35	8.62%	4,777.06	6.17%	2,640.40	5.91%
华南地区(不含广东省)	13,529.86	11.49%	4,034.99	5.21%	2,552.73	5.71%
华中地区	4,966.25	4.22%	3,572.29	4.61%	705.98	1.58%
华东地区	26,547.37	22.55%	11,610.72	14.99%	6,901.39	15.44%
小计	55,189.84	46.88%	23,995.06	30.98%	12,800.50	28.64%

资料来源：招股说明书

请务必阅读正文之后的重要声明

图 16: 景观工程分公司覆盖区域园林市场规模预测 单位: 亿元

覆盖区域	园林市场规模预计	2012 年	2013 年	2014 年
西南地区	政府投入园林	138.12	165.74	198.89
	地产园林	161.38	177.52	195.27
	小计	299.50	343.26	394.16
华南地区 (不含广东省)	政府投入园林	75.03	90.04	108.05
	地产园林	51.65	56.82	62.50
	小计	126.68	146.86	170.55
华中地区	政府投入园林	151.94	182.32	218.78
	地产园林	187.99	206.79	227.47
	小计	339.93	389.11	446.25
华东地区	政府投入园林	527.24	579.96	637.96
	地产园林	508.25	559.07	614.98
	小计	1,035.49	1,139.03	1,252.93
合计		1,610.15	1,801.60	2,263.90

资料来源: 招股说明书

2、苗木基地。公司拟用募集资金增资公司全资子公司普邦苗木, 增资资金用于在广东省阳春市和四会市两地建设苗木基地。预计两项目总投资**16,604.49**万元, 其中**80%**资金来自于募集资金, **20%**资金来自公司自有资金。苗木基地建设完成后第**3**年预计会实现收入**9,997.40**万元。预计项目稳定经营后每年销售收入将达到**12,346.60**万元, 每年实现净利润**7,060.68**万元, 阳春基地和四会基地的销售利润率分别达到**62.81%**和**63.48%**, 投资利润率分别达到**34.17%**和**43.09%**, 所得税后内部收益率分别为**20.85%**和**23.51%**。

3、公司拟在北京、上海和成都三地设立设计分院, 预计总投资为**5,526.85**万元, 全部来自于募集资金, 初始配置人员为**160**人。目前, 公司园林景观设计业务已经覆盖华南(公司总部所在地)、华东、西南、华北、华中和东北等六个大区。报告期内, 华南区外园林景观设计业务收入占公司的比重分别为**48.73%**、**41.14%**和**50.39%**。伴随着华北、华东及西南地区业务的增长, 公司有必要设立设计分院以满足这些区域业务的增长需求。因此, 设立设计分院能完善公司的全国化战略布局, 抢占新兴市场, 提高公司的市场占有率和品牌影响力, 壮大公司的竞争实力。预计募集资金投入**3**年后三家设计分院可实现营业收入合计为**7,040**万元, 项目稳定运营后预计每年实现设计收入**10,560.00**万元, 每年实现净利润**2,195.67**万元, 销售利润率达到**22.82%**, 投资利润率达到**25.50%**, 所得税后内部收益率为**71.09%**。

图 17: 2012-2014 年园林景观设计市场规模预测

覆盖区域	园林景观设计市场规模预测	2012 年 (亿元)	2013 年 (亿元)	2014 年 (亿元)
华北、东北地区	政府投入园林	17.03	18.73	20.60
	地产园林	29.04	31.95	35.15
	小计	46.07	50.68	55.75
华东地区	政府投入园林	26.36	29.00	31.90
	地产园林	38.12	41.93	46.12
	小计	64.48	70.93	78.02
西南地区	政府投入园林	6.91	8.29	9.95
	地产园林	12.10	13.31	14.64
	小计	19.01	21.60	24.59
合计		129.56	143.21	158.36

资料来源: 招股说明

图 18: 普邦园林募投项目盈利能力预测

	景观工程分公司	阳春苗木基地	四会苗木基地	设立设计分院	备注
稳定/正常经营后年销售收入	49,943.35	9,800.00	2,546.60	10,560.00	单位: 万元
稳定/正常经营后后年净利润	5,311.36	5,684.79	1,375.89	2,195.67	单位: 万元
销售利润率	14.14%	62.81%	63.48%	22.82%	
投资利润率	34.89%	34.17%	43.09%	25.50%	
所得税后动态内部收益率	38.18%	20.85%	23.51%	71.09%	>基准收益率10%
所得税后投资回收期(含建设期)	4.84	7.98	7.11	2.81	单位: 年
合计	稳定经营后年销售收入	7.28亿元	稳定经营后年净利润	1.46亿元	

资料来源: 招股说明书

而且由于园林行业在园林工程施工过程中需要垫付大量资金在各个环节, 通常流动资金占工程合同额的30%以上, 且冻结时间为6-12个月(市政园林的时间一般会 longer), 如果企业没有足够的资金, 不仅影响工程进度, 而且新项目承接空间大大缩小, 丧失市场机遇。

园林企业上市后, 东方园林、棕榈园林、铁汉生态等, 都实现了业绩大幅增长。我们按照它们的上市先后看: 东方园林2009年11月上市, 2010年营业收入、净利润分别增长了149%和207%, 2011年前三季度公司营业收入、净利润分别增长了109%和97%; 棕榈园林2010年6月上市, 2010年营业收入、净利润分别增长了96%和115%, 2011年前三季度公司营业收入、净利润分别增长了96%和77%; 铁汉生态2011年3月上市后, 2011年前三季度公司营业收入、净利润分别增长了87%和97%。可以说, 三请务必阅读正文之后的重要声明

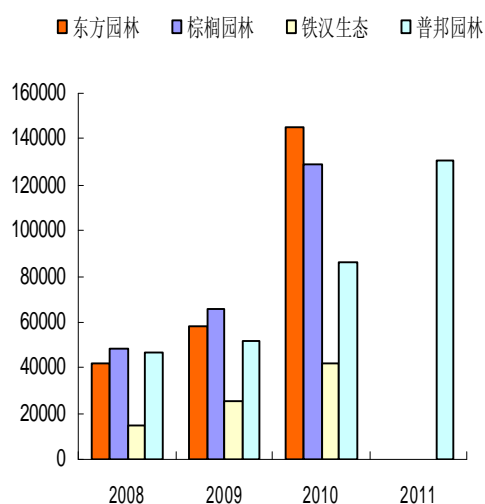
家园林企业上市后，资金瓶颈得到解决，业绩都取得了惊人的涨幅！

图 19：上市园林公司 IPO 募资对比

企业	募资计划（万元）	发行价格（元）	发行股本（万股）	募集资金净额（万元）	超募比例
东方园林	28612.83	58.6	1450	80103.85	179.96%
棕榈园林	16882	45	3000	127134.5	653.08%
铁汉生态	18000	67.58	1550	100028.2	455.71%
普邦园林	35404.95		4368		

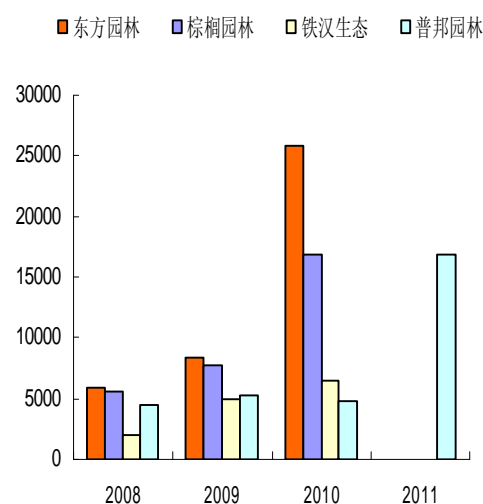
资料来源：各招股说明书 爱建证券

图 20：园林企业上市后营业收入大幅增长



数据来源：wind 爱建证券

图 21：园林企业上市后净利润大幅增长



四、盈利预测及询价区间估计

由于公司2010年、2011年分别实现营业收入8.61、13.09亿元，归属于母公司的净利润达0.49、1.68亿元；扣除非经常性损益后分别为1.07、1.68亿元（2010年非经常性损益主要为当年一次性扣除管理层股权激励费用5897.24万元），按发行后总股本1.7468万股计算，公司2010、2011年扣除非经常性损益后全面摊薄EPS为0.61、0.96元。目前公司在手订单充裕，我们预测2012年至2014年公司全面摊薄EPS为1.59、2.46元。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

图 22:公司前十大股东

十大股东 截至:2012-02-24			
股东名称	股份类型	持股数(万)	占总股本比例(%)
涂善忠	个人股	6000	45.80
黄庆和	个人股	4200	32.06
广发信德投资管理有限公司	境内法人股	600	4.58
何宇飞	个人股	480	3.66
深圳市博益投资发展有限公司	境内法人股	360	2.75
其他自然人股东	个人股	260	1.98
钟良	个人股	240	1.83
曾伟雄	个人股	150	1.15
黄建平	个人股	120	0.92
叶劲枫	个人股	110	0.84
全小燕	个人股	80	0.61
合计		12600.00	96.18

数据来源: wind 爱建证券

图 23: 园林行业可比公司 PE 比较

企业	EPS2011E	EPS2012E	可比股价	PE2011E	PE2012E
东方园林	3.26	5.14	82.79	29.4	16.1
棕榈园林	0.84	1.42	22.96	27.34	16.17
铁汉生态	1.12	2.1	41.78	37.3	19.89
可比园林公司 平均				30.01	17.39
普邦园林	1.59	2.46			

数据来源: wind 爱建证券

备注: 可比股价为2012年1月1日到3月1日期间共39个交易日收盘价的算术平均值。

如果采用三阶段DCF估值法, 假设2012年到2015年为告诉成长阶段, 复合增长率为50%, 2015年到2022年为快速增长阶段, 复合增长率为15%, 2022年后永续增长率2.5%, 股权资本成本10.46%, 债务成本6.56%, 资产贴现率10.52%, 计算出的合理投资价值中枢为28.1元/股。

综上所述, 我们认为普邦园林的新股询价区间应在25.44-31.8元之间, 对应2011年16-20倍PE。

请务必阅读正文之后的重要声明

五、风险提示

（一）房地产行业调控带来的经营风险

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。公司前5大地产商客户在公司同期总签约额中的占比超过50%。尽管国家出台房地产调控政策的初衷在于促进房地产行业的健康稳定发展，但房地产行业在未来一段时间内可能出现景气度回落的情况，这将直接影响到公司的业务扩张，从而对公司经营产生不利影响。

（二）经营活动现金流量导致的偿债风险

2009年至2011年期内，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3,174.57万元、8,839.09万元和3,834.39万元，波动较大。

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，报告期内，公司大客户数量持续增加，大型项目签约数量稳步增长，使公司业务稳定持续增长，流动资金使用安全有效。尽管如此，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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明