

务实高效，稳步开拓

增持首次

投资要点:

- 📖 行业排名居前
- 📖 经营风格稳健
- 📖 IPO 优势突出

- **新签订单稳步增长。**2012年前4个月，公司新签合同总额7亿元，同比增长30%，在建项目150个左右，平均项目合同金额在600万元，对应金额约9亿元。就地产园林而言一般下半年订单要好于上半年，上半年中一季度由于天气及春节的因素，订单相对较少。随着地产调控政策的微调，公司在手项目自4月份以来开工加快。
- **风控意识强烈，回款能力优异。**即使在2011年的调控环境下，公司的收现比仍然高达86.7%，风险控制切实贯彻到项目甄选、执行、回款等每一环节，项目组的超额收益奖金的发放亦以回款为主要标准。
- **单体项目金额提高将是推动业绩成长的重要动力。**公司首发上市获得超募资金9.05亿元，目前剩余4.25亿元，资金充裕使公司有获取大项目、大订单，大型生态度假村和市政园林是目标拓展市场。不过，保证回款仍然是甄选项目的首选条件。
- **拟再推股权激励。**为更大范围的激励员工、提高团队凝聚力，公司有意再次推出股权激励，保证尚无股权的大部分员工有机会共享公司发展硕果。
- **我们的观点:**公司上市以前就稳居业内排行榜第五，信息化建设完善，内部管理科学高效；上市后资金瓶颈得以突破，品牌效应更加彰显，有望地产园林、生态度假村、市政园林等多领域全面开花，业务发展步入快车道。我们预计，公司2012-2014年EPS分别为1.48元、2.22元和3.07元，给予“增持”评级。

建筑工程行业高级分析师

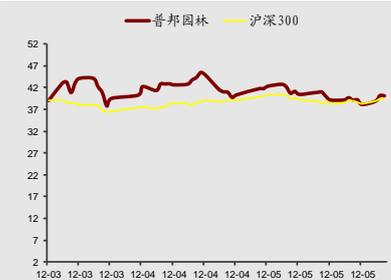
周蓉姿

电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

市场表现



公司数据

总股本(万股)	17,468
流通股(万股)	3,499
每股净资产(元)	9.76
主要股东	涂善忠
主要股东持股比例	34.35%

数据来源: 港澳资讯

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	860.90	1308.64	1840.26	2714.19	3756.18
同比增长率	66.75%	52.01%	40.62%	47.49%	38.39%
净利润(百万)	48.67	168.14	257.89	388.09	536.49
同比增长率	-8.57%	245.47%	53.38%	50.49%	38.24%
每股收益(元)	0.279	0.963	1.476	2.222	3.071
净资产收益率	17.19%	37.26%	31.68%	32.28%	30.86%

一、目前公司在建项目及订单情况？

今年 1-4 月新承接订单 7 亿元，同比增长 30%，在建项目 150 个左右，平均项目合同金额在 600 万元。就地产园林而言一般下半年订单要好于上半年，上半年中一季度由于天气及春节的因素，订单最少。随着地产调控政策的微调，公司在手项目从 4 月份以来开工加快。

二、Q1 经营性净现金流为-1.4 亿元？

关于现金流的问题，一方面是由于季节性因素，一季度一般净现金流都为负；一方面是公司业务的快速增长。

三、项目经理的激励政策和考核标准？

目前对于项目经理的考核中，一般针对不同项目公司制定一个毛利率水平，平均在 23%，因个体差异，从 17%-30% 不等，超过制定的毛利率水平的超额收益 80% 奖励给项目组，但发放是以项目回款为主要标准。

四、制约公司发展的主要瓶颈？

就公司发展而言人才、资金都是发展的瓶颈，但更重要的是公司内部管理体系的建立，只有建立了更为完善的管理制度，才能实现更强可复制性增长。上市后，公司资金瓶颈得以缓解，现在正在更注重内部制度的建设，目前项目经理有 100 多人，设计人员 300 多人，在必要的人员增长的情况下，发挥公司成本费用控制的优势，通过提高平均项目合同金额作为提升业绩的主要动力。未来公司希望能够通过大型生态度假村市场的拓展来提高项目的合同金额。最大单体合同金额做到 2-3 个亿。

项目经理的年产值为 3000~10000 万元之间，因此现有人员队伍可以支撑 30 亿元以上的营收规模。

五、公司对地产调控的直观感受？

宏观调控必然会对行业造成负面影响，新开工数据是在下滑，行业也感觉到了缩小，但公司认为整体市场仍旧很大，开发商只不过是将计划的开工项目缩减，比如之前可能每年计划开工 5 个项目，但现在情况不好，就开工 3-4 个，但每一个的园林投资要比以往要加大，对园林的品质更加重视。目前房地产新开工数据快速下滑，如果这种低迷持续到年底，则明年此时新签订单将会承压。

六、如何自评相对棕榈园林的优劣势？

棕榈苗木优势突出，而公司的苗木建设更多是周转场，由于业务快速发展，建设育苗基地从小培养不论从资金的占用和回收期来看都过长。公司的设计是传统强项，与棕榈在施工业务方面差不多。棕榈率先上市取得了先发优势，收购贝尔高林后施工业务增长更加稳健，公司也有收购上游优秀设计企业的想法，尚未找到合适标的。

七、公司未来的发展定位？是否介入市政园林？

公司依然会坚持地产园林为主的发展思路，尽管市政项目单个体量大，由于整个市政园林市场项目回款周期长，公司在拓展市政园林市场会更注重项目回款风险，目前正在接触几个市政项目，但前提条件是要保证回款。

八、股权激励及资本运作规划？

股权激励摊销，今年基本结束。未来将扩大股权激励的范围，如果承接到大额合同，不排除再融资的可能。

我们的观点：

- 经营风格稳健：调控环境下，公司 2011 年收现比高达 86.7%，风控意识强烈，今年以来新签订单同增 30%，业绩保障性高；
- 费用管理到位：四家园林上市企业中，公司期间费用率多年来持续最低，成本管控严谨；
- IPO 优势突出：利用首发上市募集资金，公司地产园林业务进入快速扩张期，并有能力介入大型生态度假村项目及高金额、高毛利的市政园林 BT 项目。

公司上市后资金充裕、品牌效应彰显，有望地产园林、生态度假村、市政园林等多领域全面开花，业务发展步入快车道。我们预计，公司 2012-2014 年 EPS 为 1.48 元、2.22 元和 3.07 元，首次给予“增持”评级。

利润表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1308.64	1840.26	2714.19	3756.18
减: 营业成本	957.46	1339.01	1968.15	2719.51
营业税金及附加	46.11	64.96	95.54	132.22
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.68	144.09	210.35	289.23
财务费用	-0.49	-12.95	-17.67	-16.68
资产减值损失	3.31	2.00	1.50	1.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.58	303.15	456.32	630.92
加: 其他非经营损益	0.51	0.25	0.25	0.25
利润总额	201.09	303.40	456.57	631.17
减: 所得税	32.95	45.51	68.49	94.68
净利润	168.14	257.89	388.09	536.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	168.14	257.89	388.09	536.49
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	38.51	222.60	233.95	494.33
投资性现金净流量	-7.87	-149.79	-149.79	-54.79
筹资性现金净流量	-8.72	108.72	6.81	12.93
现金流量净额	21.92	181.53	90.97	452.47
收益率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	26.84%	27.24%	27.49%	27.60%
三费/销售收入	7.73%	7.13%	7.10%	7.26%
EBIT/销售收入	15.32%	16.28%	16.57%	16.46%
EBITDA/销售收入	15.73%	16.57%	17.46%	17.58%
销售净利率	12.85%	14.01%	14.30%	14.28%
资产获利率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
ROE	37.26%	31.68%	32.28%	30.86%
ROA	31.62%	29.35%	30.74%	30.54%
ROIC	75.57%	63.55%	59.24%	52.36%
资本结构指标	2011A	2012E	2013E	2014E
资产负债率	28.82%	20.26%	17.83%	14.10%

资产负债表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	142.36	323.89	414.86	867.33
应收和预付款项	218.78	267.89	426.80	507.65
存货	250.65	264.35	332.06	347.82
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	18.51	162.25	287.75	299.99
无形资产和开发支出	1.53	1.29	1.05	0.81
其他非流动资产	2.12	1.29	0.46	0.46
资产总计	633.95	1020.97	1462.98	2024.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	156.71	180.87	234.80	259.39
其他负债	26.00	26.00	26.00	26.00
负债合计	182.71	206.87	260.80	285.39
股本	131.00	174.68	174.68	174.68
资本公积	142.99	204.28	204.28	204.28
留存收益	177.24	435.13	823.22	1359.71
归属母公司股东权益	451.24	814.10	1202.18	1738.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	451.24	814.10	1202.18	1738.67
负债和股东权益合计	633.95	1020.97	1462.98	2024.07
每股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.963	1.476	2.222	3.071
每股经营性现金流	0.220	1.274	1.339	2.830
增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增长率	52.01%	40.62%	47.49%	38.39%
EBIDA 增长率	171.90%	48.18%	55.37%	39.34%
净利润增长率	245.47%	53.38%	50.49%	38.24%
经营营运资本增长率	76.75%	18.76%	48.70%	20.30%
估值指标	2011A	2011E	2012E	2014E
PE	40.35	26.31	17.48	12.65
PB	15.04	8.33	5.64	3.90
EV/EBITDA	24.48	21.69	13.90	9.40

分析师简介:

周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、鸿路钢构、江河幕墙等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。