

路遥知马力，扶摇上青云

买入 维持

目标价格: 23.1 元

报告摘要:

- **外延扩张再下一城，设计全产业链建设加速。**公司9日公告以自有资金10,685万港元收购泛亚环境国际34%股权，交易价格以过去3年平均净利润计，静态市盈率为10倍，保守预计交易将增厚公司14年EPS约0.02元。此次收购在扩张普邦设计版图与增强设计管理能力的同时，有助于公司开拓旅游生态主题工程业务，整合市政园林渠道资源。
- **核心战略标准化、专业化、信息化夯实长期增长基础。**公司通过“三化”夯实长期增长基础，战略复制装饰龙头金螳螂上市初期路径，有望成为园林行业引领者。（1）加强设计工序专业化和施工方案研发，提质降耗，提高产能周转率；（2）布局研发，提高苗圃培植、机械化施工水平，加快施工材料与流程工厂化、标准化，缩短项目工期；（3）提高信息化精细化管理水平，设计施工资源模块化，建立人才与技工长期培养体系。
- **园林产值高速增长将维持，地产销售与政策是规模增长的核心变量。**十八大三中全会公报将生态环境建设提到战略高度，市政园林投资规模有望迎来加速成长期。我们测算：园林景观行业未来5年市场规模复合增速保持15%以上，2015年行业产值将达4819亿。地产销售与行业政策是影响未来园林行业规模的核心变量。
- **行业集中度仍低，公司凭借品牌与管理优势将快速获取市场份额。**园林工程低门槛、区域性等特点使行业长期处于零散格局，2012年行业CR10不超过5%。单体园林项目体量逐年扩大使业主愈发重视资金与品牌实力，公司强者恒强逻辑就此演绎。公司业务布局合理，市政将成为地产以外增长的又一引擎；设计实力快速提升，苗木培植、工程施工加强机械化有效提高产能周转率；同时，公司加强信息化精细化管理，建立标准资源库，提升工程管控效率，铸就核心竞争力，有望在新一轮行业成长及整合中占据先机。
- **盈利预测及投资评级：**根据公司最近的订单及项目进度，预测2013~15年EPS分别为0.56元、0.77元、1.04元，未来3年复合增速为34.4%，根据行业可比估值以及公司的成长性，给予公司14年30倍PE，目标价23.1元，维持“买入”评级。

建筑工程研究小组

分析师:

鲍荣富(S1180513070004)

电话: 021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话: 021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《12.6周报*优先股发行利好大型建筑蓝筹，推荐中国建筑、中国水电、中国化学、装饰、普邦、围海、三维*建筑工程行业》

2013/12/1

《公司季报点评*普邦园林：业绩增长平稳，管理奠定发展基础*00663*建筑工程行业》

2013/10/28

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1308.64	1850.81	2404.32	3251.95	4429.26
增长率(%)	52.01	41.43	29.91	35.25	36.20
归母净利润(百万)	168.14	240.19	309.46	413.31	560.50
增长率(%)	245.47	42.85	28.84	33.56	35.61
每股收益	0.30	0.43	0.56	0.77	1.04
市盈率	57.1	39.8	30.6	22.2	16.5

目录

一、公司简介	6
(一) 地产园林主导者，棋落全国	6
(二) 股权结构	6
(三) 公司业务结构与优势	7
1、主营地产园林业务	7
(1) 深耕地产园林，设计优势明显	7
(2) 立足华南，全国布局	7
2、业务优势	7
(1) 设计先导，建立品牌壁垒	7
(2) 大客户战略有效平滑周期	8
(3) 资金管理效率优异	10
二、行业空间：政策是未来核心变量	11
(一) 政策暖风频吹，生态建设加码	11
(二) 新型城镇化与居住消费升级助推园林产值稳健增长	13
1、“量”“质”并进：新型城镇化与消费升级助推园林产值规模	13
(1) “量”：持续提升的城镇化率仍是园林需求主要驱动力	13
(2) “质”：公共环境改善需求与居住品质升级带动景观品质提升	14
2、园林行业产值预测	15
(1) 地产园林：地产回暖与“生态宜居”共驱地产园林量价齐升	15
(2) 市政园林：生态建设纳入考核，投资规模有望加速	16
三、竞争格局：市场格局零散，行业集中度加速提升	17
(一) 行业格局零散，区域性竞争为主	17
(二) 行业趋势：资金品牌助推行业集中度加速提升	18
1、资金：订单落地的基础	18
2、管理与品牌：公司规模成长的核心要素	19
四、公司竞争优势与战略	20
(一) 设计主导，延伸设计产业链	20
1、设计优势	20
2、设计带动施工收入不断提升	21
3、设计工序专业化标准化	22
(二) 大客户发展战略巩固地产龙头地位	22
1、不断推进大客户发展战略	22
2、大客户发展战略助推跨周期成长	23
(三) 精细化管理支撑可持续发展	24
1、加快信息化建设，提高机械化水平	24
2、优化供应链管理，提升经营效率	25
(四) 创新商业模式，业务新增长点	26
1、基金引领园林项目创新模式，拓展市政业务空间	26
2、供应商扶持策略，构建生态圈	26

(五) 股权激励助推成长	26
1、股权激励加设业绩安全垫	26
五、风险因素	27
六、盈利预测与估值	28
(一) 盈利预测	28
1、营业收入预测	28
2、分项毛利率水平预测	28
3、期间费用率及税率预测	28
4、盈利预测结论	29
(二) 估值及投资建议	29

插图

图 1: 公司股权结构图 (截至 2013 年 3 季度)	6
图 2: 2009-2012 年公司收入构成 (按客户类型)	7
图 3: 2009-2012 年公司收入构成 (按业务结构)	7
图 4: 2009-2012 年公司主营收入区域占比结构图	7
图 5: 2009-2012 年公司前 5 大客户收入及增速	9
图 6: 2009-2013 年园林公司收现比	10
图 7: 2009-2013 年园林公司应收账款周转率	10
图 8: 2009-2013 年园林公司资产负债率	10
图 9: 2009-2013 年园林公司净利润现金比率	10
图 10: 1960-2012 年我国城市化率	13
图 11: 2011 年各省市城市化率	13
图 12: 2001-2011 城市园林绿地面积及其占比	14
图 13: 2001-2011 园林绿化投资额及增长率	14
图 14: 2003-2012 城市园林绿地面积及其占比	14
图 15: 2001-2011 历年园林绿化投资额	14
图 16: 房地产开发投资完成额累计值及累计同比	15
图 17: 住宅开发投资总额累计值及累计同比	15
图 18: 商品房销售面积累计值及累计同比	15
图 19: 商品房新开工面积累计值及累计同比	15
图 20: 商品房新开工面积 2012 年下半年起有所回升	16
图 21: 商品房销售面积 2012 年下半年起有所回升	16
图 22: 全国一级资质园林公司分布情况 (截至 2012 年 6 月)	18
图 23: 地产园林资金流入流出图	19
图 24: 园林公司设计人员占比	21
图 25: 2009-2012 年公司设计业务收入及增长率	21
图 26: 2009-2012 年园林公司设计施工收入比	22
图 27: 2009-2012 年园林公司设计业务毛利率	22
图 28: 2009-2012 年公司前 5 大客户收入及收入占比	23
图 29: 百强企业销售额市场份额及增长率	23
图 30: TOP10 企业销售额市场份额及增长率	23
图 31: 2010-2013 年万科单月销售面积及同比增速	24
图 32: 2010-2013 年保利单月销售面积及同比增速	24
图 33: 2010-2013 年合景泰富单月销售面积及同比增速	24
图 34: 2010-2013 年富力地产单月销售面积及同比增速	24
图 35: 公司管理费用率与销售期间费用率	25
图 36: 公司人均产值及设计业务人均产值	25
图 37: 2009-2011 年公司原材料平均成本结构图	25
图 38: 2009-2011 年公司绿化材料采购成本占比	25
图 39: 南沙项目基金引导园林项目模式示意图	26

表格

表 1: 公司拥有的经营资质证书.....	6
表 2: 企业荣誉.....	8
表 3: 公司战略大客户项目合作情况.....	9
表 4: 公司历年融资情况.....	10
表 5: 《关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见》要点.....	11
表 6: 国家园林城市 I 级与 II 级标准.....	12
表 7: 《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》有关规定.....	13
表 8: 地产园林市场估算.....	16
表 9: 基于城市化率与绿地率提高市政园林产值估算.....	17
表 10: 各级资质园林企业的经营范围.....	17
表 11: 园林公司收购建筑设计院情况.....	20
表 12: 公司项目获得重大奖项.....	20
表 13: 公司苗木基地及投资规模（截至 2013 年半年报）.....	25
表 14: 首次股票期权授予情况.....	27
表 15: 首次授予股票期权行权安排及行权条件.....	27
表 16: 公司收入预测表（百万元）.....	28
表 17: 公司分项毛利率假设.....	28
表 18: 公司期间费用率及税率情况及预测.....	29
表 19: A 股可比公司估值情况.....	29

一、公司简介

(一) 地产园林主导者，棋落全国

公司成立于1995年，2010年由普邦园林配套工程有限公司整体变更为股份有限公司，2012年3月16日首次发行A股股票并在深圳交易所正式挂牌上市。

公司主要从事园林工程施工、景观设计、苗木种植以及园林养护业务，以地产园林业务为核心，逐渐向全产业链扩展，目前重点拓展旅游度假与市政园林业务。公司立足华南，棋落全国，截至2013年，在海南、北京、青岛、成都、南宁、上海、武汉等地均设有分公司，目前位列园林绿化企业50强第4位，地产园林第2位。

表 1: 公司拥有的经营资质证书

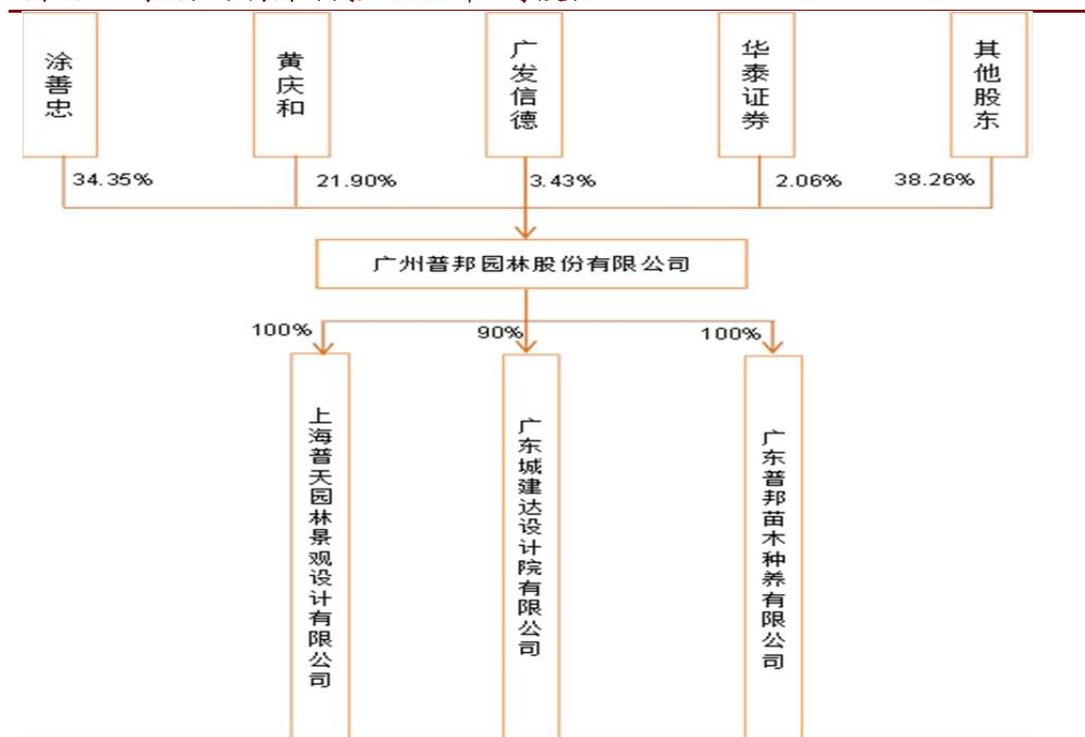
资质	颁发机构
城市园林绿化一级资质企业	中国住房和城乡建设部
风景园林工程设计专项甲级	中国住房和城乡建设部
建筑专业设计甲级（城建达）	中国住房和城乡建设部

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

(二) 股权结构

公司上市前后实际控制人未变更，目前两大股东为涂善忠与黄庆和，分别持股34.35%、22.43%，持股比例相较改制前50.00%和35.00%有所下降。公司同时拥有两家子公司——广东普邦苗木种养有限公司和上海普天园林景观设计有限公司。

图 1: 公司股权结构图（截至2013年3季度）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

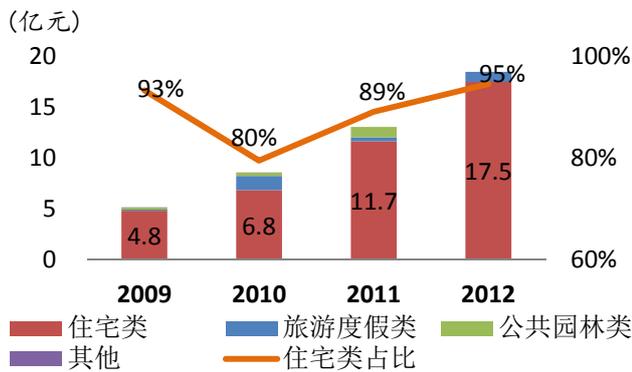
(三) 公司业务结构与优势

1、主营地产园林业务

(1) 深耕地产园林，设计优势明显

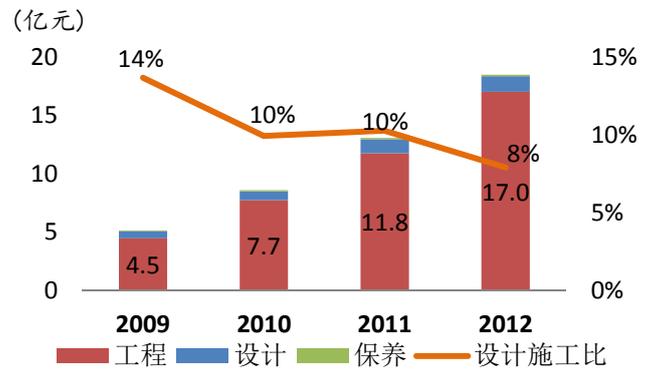
公司收入主要来自地产园林业务，近3年地产园林业务收入占比由2010年的79.54%上升至2012年的94.64%，2012年，住宅类园林业务收入达17.52亿元。公司设计收入规模、占比均处于行业领先地位，设计业务收入逐年攀升，2010~2012年设计业务CAGR为30.15%，2012年设计产值达1.35亿元；随着施工业务收入基数的不断扩大，设计施工比有所下降，由2009年的13.69%下降至2012年的7.92%。

图2：2009-2012年公司收入构成（按客户类型）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图3：2009-2012年公司收入构成（按业务结构）

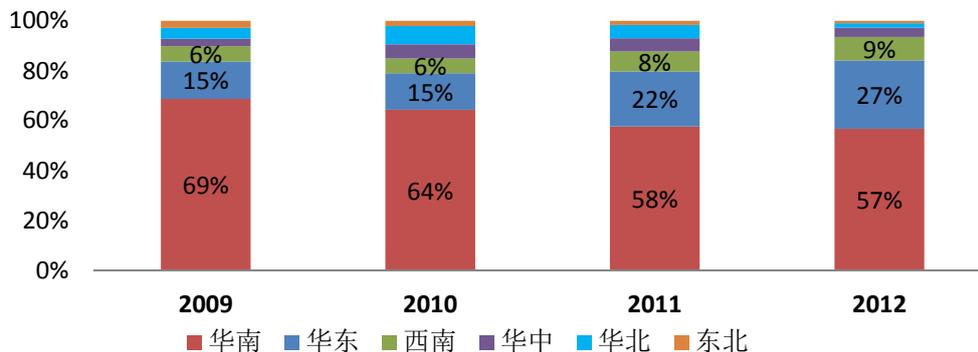


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

(2) 立足华南，全国布局

公司传统优势业务领域位于华南，并逐步向外省扩张；上市后在全国多个地区设立分公司与设计分院，进行全国布局。近年，华东、西南地区收入占比有显著提升，截至2012年，上述区域收入占比分别由2009年的14.97%、6.14%提升至27.42%、9.40%；华南以外地区整体收入则由35.59%提升至43.25%。

图4：2009-2012年公司主营收入区域占比结构图



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、业务优势

(1) 设计先导，建立品牌壁垒

公司设计实力卓越，拥有300余人设计团队，设计业务规模、毛利率处于行业领先地位。近10年，公司签约设计合同超过700个，设计业务成为公司获取工程订单的重要手

段，也是建立品牌优势的基础。2012年，公司陆续获得“全国十佳园林设计企业第一名”、“全国十佳园林工程企业第二名”、“中国城市园林绿化企业综合竞争力排名第四名”、“最佳上市企业治理10强”、“中国环境艺术优秀企业”等各类奖项，设计品牌优势有助于公司外省区域与渠道的加速扩张，并带动施工业务不断提升。

公司同时以收购手段加强设计实力。2013年12月9日，公告以自有资金10,685万港币收购泛亚环境国际控股有限公司34%的股权，外延扩张再下一城。泛亚国际在住宅与商业地产设计、旅游度假及主题公园景观领域优势明显，并在上海、北京、广州、深圳、香港、澳门等国内主要城市及菲律宾设有业务往来，渠道广泛，高端设计领域市占率较高。

设计端的外延发展有助于公司扩张设计版图并率先布局设计全产业链，未来将在拓展旅游生态主题项目领域渠道、提升公司综合设计管理能力、获取更大的品牌影响力等方面获益。同时，由于泛亚国际主要管理层承诺在未来5年继续在公司任职，也有助于公司设计人才队伍的稳定并发挥协同效应，有效增强综合设计实力。我们预计公司未来将继续深化与泛亚国际的战略合作，外延式收购也将成为普邦未来规模成长中的重要手段。

表 2: 企业荣誉

时间	公司历年所获荣誉
2013年	2010~2011年度国家“守合同重信用”企业 中国中小板及创业板上市公司最佳董事会30强
2012年	全国十佳园林设计企业第一名 全国十佳园林工程企业第二名 中国城市园林绿化企业综合竞争力排名第四名 《南方都市报》最佳上市企业治理10强 中国环境艺术优秀企业
2011年	2009-2011年度广东省优秀园林企业 2009-2010年度广东省20强优秀园林企业 广州市高新区黄花岗科技园2010年度先进企业 越秀区知识产权优势企业 越秀区2009-2010年度优秀民营企业 越秀区园林景观工程技术研究开发中心
2010年	全国城市园林绿化企业50强 2008-2009年度中国十佳园林养护企业 广东省连续十年守合同重信用企业 广东省高新技术企业 广州市2008-2009年度优秀民营企业
2009年	2008年度全国城市园林绿化企业50强 2008年度广东省优秀园林企业 2008年度广东省20强优秀园林企业 2007-2008年度广州黄花岗科技园先进企业

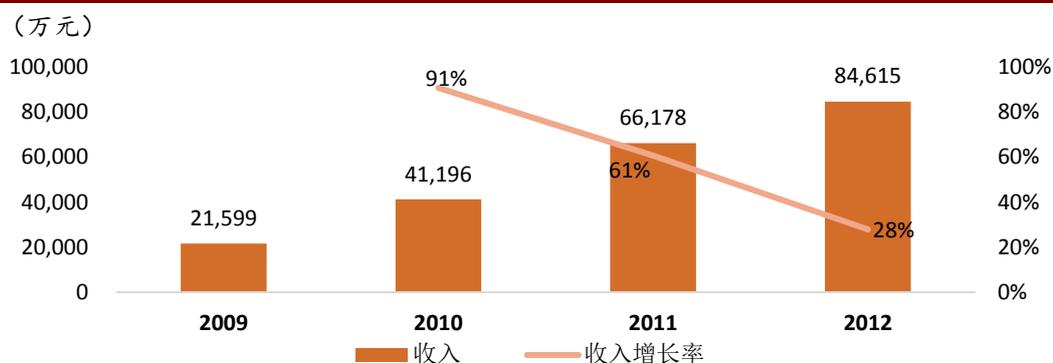
资料来源：公司网站，宏源证券研究所

(2) 大客户战略有效平滑周期

公司坚持大客户市场战略，客户网络广泛，目前已与万科、保利、中信华南、合景泰富、融侨集团等一批国内知名大型房地产商形成客户或战略合作伙伴关系；公司大客户数量持续增加，客户质量与客户结构不断优化，2009~2012年，前5大客户营收额由2.16亿增加

至 8.46 亿, 收入占比由 41.84% 上升至 45.71%; 由于大客户订单持续稳定, 回款更有保障, 有助于平滑公司收入波动, 采用大客户跟随战略, 公司在省外扩张上也更为顺利。

图 5: 2009-2012 年公司前 5 大客户收入及增速



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

表 3: 公司战略大客户项目合作情况

客户名称	合同名称	签约时间	合同金额 (万元)	进度
万科	深圳万科第五园项目七期园建绿化工程	2011 年 7 月	2700.00	施工中
	佛山万科水晶城一期别墅园建绿化工程	2011 年 8 月	1600.00	施工中
	万科惠州双月湾项目一期园建绿化工程	2011 年 7 月	1500.00	施工中
	广州万科清远万科城二期 9-30 示范区园建绿化工程	2011 年 10 月	1326.53	施工中
	佛山万科金城蓝湾北一期围合部分园建绿化工程	2011 年 7 月	1186.49	施工中
	万科双月湾一期项目景观施工设计合同	2010 年 11 月	147.00	设计中
保利地产	佛山市保利外滩花园项目园林景观工程	2011 年 9 月	2742.75	施工中
	佛山保利香樟花园 A 区项目园林景观工程	2011 年 4 月	1963.15	施工中
	佛山市保利东悦花园项目园林景观工程	2011 年 9 月	1876.24	施工中
	保利银滩项目展示区园林工程施工	主合同: 2011 年 1 月 补充合同: 2011 年 8 月	1812.11	施工中
保利中山港口项目园林景观工程设计合同	2011 年 10 月	663.58	设计中	
中信(华南)集团	中信森林湖兰溪谷二期园林绿化及配套水电工程	2011 年 5 月	4474.03	施工中
	增城市中心镇东港城市花园园林绿化及配套水电工程	2011 年 1 月	3450.00	施工中
	中信森林湖二期(东区)园林景观工程	2011 年 7 月	3255.50	施工中
	中信御园园林绿化及配套水电工程	主合同: 2010 年 5 月 补充合同: 2011 年 8 月	3242.00	施工中
中信森林湖二期(A 组团及沿湖滨水带)景观设计合同	2011 年 5 月	127.34	设计中	
合景泰富	海南新世界旅游度假区一期销售示范区园建工程	主合同: 2011 年 5 月 补充合同: 2011 年 9 月	1101.91	施工中
	成都誉峰项目二、三期苗木种植工程合同	2011 年 9 月	998.09	施工中

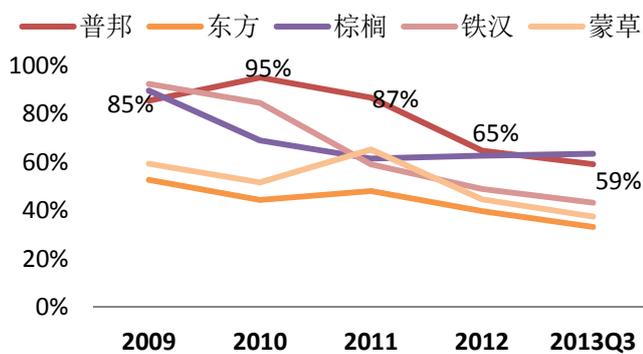
融侨集团	增城誉山国际三区一期园林工程	2011年8月	949.41	施工中
	花都峰境园H组团及中心湖岸改造园建绿化工程设计	2009年12月	66.8	设计中
	淮安一期样板及公共区域景观绿化工程	2010年10月	1800.00	已完结
	江南水都6D景观工程	2011年7月	1394.64	已完结
	江南水都6C项目样板区总管网、硬质景观及绿化工程	主合同: 2011年5月 补充合同: 2011年8月	1337.23	已完结
	江南水都六期6D地块设计合同	2009年3月	65.00	设计完工

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

(3) 资金管理效率优异

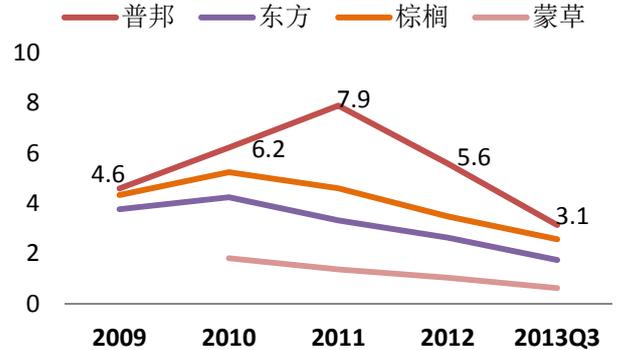
截至2013年3季度, 公司在手货币资金10.93亿元, 资产负债率33.20%, 参照可比上市园林公司50%以上的资产负债率, 公司资金实力最为雄厚。2013年5月, 公司发行7亿五年期公司债, 用以补充流动资金, 13年收现比约59.15%, 资金管理效率优异。

图6: 2009-2013年园林公司收现比



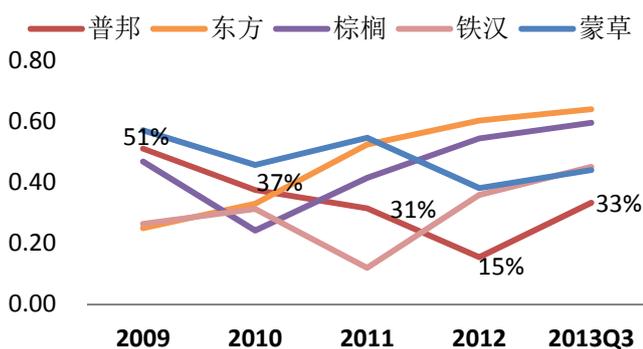
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图7: 2009-2013年园林公司应收账款周转率



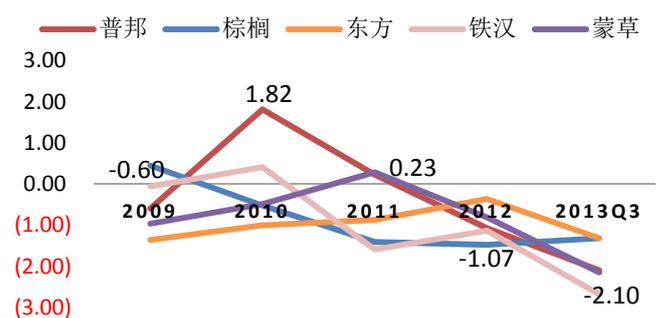
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图8: 2009-2013年园林公司资产负债率



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图9: 2009-2013年园林公司净利润现金比率



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

表4: 公司历年融资情况

时间	融资形式	融资金额 (万元)	事件说明
2012	IPO	125,926.26	2012年3月16日首次向全社会公开发行人民币普通股4,368万股, 募集资金净额人民币12.6亿元。
2013	公司债	70,000	2013年5月10日发行70,000万元公司债, 票面利率5.50%。

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

二、行业空间：政策是未来核心变量

（一）政策暖风频吹，生态建设加码

“十八大”报告将生态建设提升至新高度。继十七大报告之后，十八大报告明确提出“生态文明”建设：论述“把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国”。充分表明新一届政府已充分认识到生态园林建设的重要性与现实性，从而有望在新政府任期中，在地方市政基础设施建设上明确对生态环境建设的投资引导与倾斜措施。

住建部指导意见保障园林投资规模。2012年11月27日公布的《关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见》，明确了2020年城市园林发展目标，建成区绿化覆盖率I和II级标准在2020年需分别达到40%和36%；绿地率I和II级标准至2020年分别达到35%和31%。目前我国657个设市城市中，仅有200多个城市满足国家I和II级标准，政绩考核的量化约束力将促使我国近70%的城市加大市政园林投资。我们判断，住建部的指导意见如有财政配套细则落地，将有效保证未来园林行业投资规模，市场规模有望上台阶。

表 5:《关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见》要点

	<p>1. 生态优先，科学发展：树立按照尊重自然、顺应自然、保护自然的生态文明理念，加强对城市所依托的山体、河湖水系、林地、生物物种等自然生态资源的保护。</p> <p>2. 量质并举，功能完善：要在合理增加城市绿量的基础上全面提升绿地品质。通过科学规划和合理设计，进一步完善绿地系统布局 and 结构。</p> <p>3. 因地制宜，资源节约：要以“节地、节水、节材”和“减少城市热岛效应、减少城市空气和水体污染、减少城市建筑和基础设施能耗”为核心，在城市园林绿化规划、建设和各个环节中最大限度地节约资源，提高资源使用效率，减少资源消耗和浪费。</p> <p>4. 政府主导，社会参与：明确城市政府责任，强化政府在资源协调、理念引导、规划控制、财政投入等方面的作用，鼓励民间资本通过政府购买服务的形式进入园林绿化的运营和养护。</p>
<p>基本原则</p>	<p>1. 到 2020 年，全国设市城市要对照《城市园林绿化评价标准》完成等级评定工作，达到国家 II 级标准，其中已获得命名的国家园林城市要达到国家 I 级标准。</p> <p>2. 在积极拓展城市绿量的基础上，进一步均衡绿地分布，加强城市中心区、老城区的园林绿化建设和改造提升。</p> <p>3. 按照城市居民出行“300 米见绿，500 米见园”的要求，出行等需求，加快公园绿地、居住区绿地、道路绿化和绿道建设；继续推广节约型园林绿化；不断完善绿地系统综合功能。</p> <p>4. 以保护城市规划区内水系、山体、湿地、林地等自然生态资源为依托，统筹城乡绿化发展。</p>
<p>发展目标</p>	<p>1. 在落实地方政府的城市绿化目标责任制基础上，加强行业指导，以示范项目带动推进生态园林城市建设。</p> <p>2. 通过强化专业化、精细化的管护严格保护园林树木，完善法规标准，建立长效监管机制，加强公园绿地监管。</p> <p>3. 在加强城市园林绿化专业技术团队和宣传力度的同时，各地政府组织开展城市园林绿化专项检查，促进城市园林绿化事业健康、可持续发展。</p>
<p>组织落实</p>	

资料来源：中国住房和城乡建设部，宏源证券研究所

表 6: 国家园林城市 I 级与 II 级标准

序号	评价内容	评价项目评价标准(到2020年)		
		I 级	II 级	
1	建成区绿化覆盖率	基本项 $\geq 40\%$	基本项 $\geq 36\%$	
2	建成区绿地率	基本项 $\geq 35\%$	基本项 $\geq 31\%$	
3	城市人均公园绿地面积	1) 人均建设用地小于 80m ² 的城市	基本项 ≥ 9.50 m ² /人	基本项 ≥ 7.50 m ² /人
		2) 人均建设用地 80 m ² ~100m ² 的城市	基本项 ≥ 10.00 m ² /人	基本项 ≥ 8.00 m ² /人
		3) 人均建设用地大于 100m ² 的城市	基本项 ≥ 11.00 m ² /人	基本项 ≥ 9.00 m ² /人
4	建成区绿化覆盖面积中乔、灌木所占比率	基本项 $\geq 70\%$	基本项 $\geq 60\%$	
5	城市各城区绿地率最低值	基本项 $\geq 25\%$	基本项 $\geq 22\%$	
6	城市各城区人均公园绿地面积最低值	基本项 ≥ 5.00 m ² /人	基本项 ≥ 4.50 m ² /人	
7	公园绿地服务半径覆盖率	基本项 $\geq 80\%$	一般项 $\geq 70\%$	
8	万人拥有综合公园指数	基本项 ≥ 0.07	基本项 ≥ 0.06	
9	城市道路绿化普及率	基本项 $\geq 95\%$	一般项 $\geq 95\%$	
10	城市新建、改建居住区绿地达标率	一般项 $\geq 95\%$	一般项 $\geq 95\%$	
11	城市公共设施绿地达标率	一般项 $\geq 95\%$	一般项 $\geq 95\%$	
12	城市防护绿地实施率	一般项 $\geq 90\%$	一般项 $\geq 80\%$	
13	生产绿地占建成区面积比率	一般项 $\geq 2\%$	一般项 $\geq 2\%$	
14	城市道路绿地达标率	附加项 $\geq 80\%$	附加项 $\geq 80\%$	
15	大于 40hm ² 的植物园数量	附加项 ≥ 1.00	附加项 ≥ 1.00	
16	林荫停车场推广率	附加项 $\geq 60\%$	附加项 $\geq 60\%$	
17	河道绿化普及率	附加项 $\geq 80\%$	附加项 $\geq 80\%$	
18	受损弃置地生态与景观恢复率	附加项 $\geq 80\%$	附加项 $\geq 80\%$	

资料来源: 中国住房和城乡建设部, 宏源证券研究所

中央关于全面深化改革的决定将生态建设提至新高度。2013 年 11 月 15 日公布的《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》进一步将生态环境建设提高到战略高度。该决定第 14 章“加快生态文明制度建设”52 节重点提到划定生态保护红线,“坚定不移实施主体功能区制度,建立国土空间开发保护制度,严格按照主体功能区定位推动发展,建立国家公园体制,探索编制自然资源资产负债表,对领导干部实行自然资源资产离任审计”。我们判断,生态系统建设如直接纳入地方政府政绩考核标准的刚性约束下,地方财政有望强化在市政园林领域的投入,投资强度与项目落地节奏将快速提高,市政园林主流的商业模式将会有所改良,从而逐步改变园林公司规模成长伴随着现金流量表恶化的通病。

“决定”53 节还重点提到实行资源有偿使用制度和生态补偿制度,“坚持谁受益、谁补偿原则,完善对重点生态功能区的生态补偿机制,推动地区间建立横向生态补偿制度”。

我们判断，在此制度基础上，生态环境修复和补偿标准将随后出台，生态修复将在政府单一业主投资基础上，未来可通过类似于碳排放机制在民用市场拓宽空间，促使各地方业主加大生态修复和补偿建设力度。生态修复有望成为地产园林、市政园林领域之外成为园林公司的第三大增长极。

表 7:《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》有关规定

14 章 52 节: 划定生态保护红线	1. 坚定不移实施主体功能区制度，建立国土空间开发保护制度，严格按照主体功能区定位推动发展，建立国家公园体制。 2. 探索编制自然资源资产负债表，对领导干部实行自然资源资产离任审计。建立生态环境损害责任终身追究制。
14 章 53 节: 实行资源有偿使用制度和生态补偿制度	1. 加快自然资源及其产品价格改革，全面反映市场供求、资源稀缺程度、生态环境损害成本和修复效益。 2. 坚持谁受益、谁补偿原则，完善对重点生态功能区的生态补偿机制，推动地区间建立横向生态补偿制度。

资料来源：十八届三中全会公报，宏源证券研究所

(二) 新型城镇化与居住消费升级助推园林产值稳健增长

1、“量”“质”并进：新型城镇化与消费升级助推园林产值规模

(1) “量”：持续提升的城镇化率仍是园林需求主要驱动力

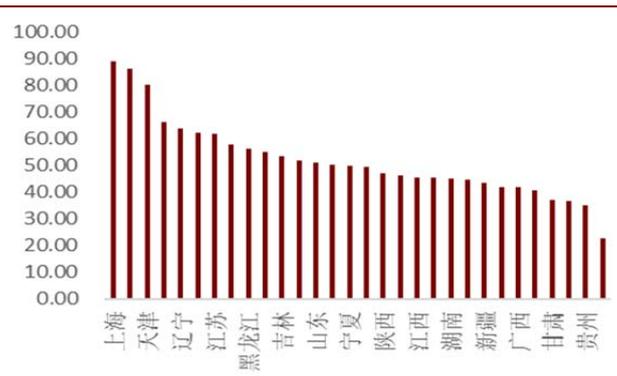
城市化进程趋势不改，区域城市化率仍有快速提升空间。城市化率持续提升仍是园林需求的主要驱动力。中国城市化进程仍将持续，2002~2012 年，我国城市化率由 39.09% 提升至 52.57%，年均提高 1.35%；然而，国内各区域城市化率程度不一，东部显著高于中西部。城市化率提升的驱动力仍在，“新型城镇化”也提出更需注重城市化质量。因此，园林建设投资的强化也有利于提升城市环境，符合新一届政府新型城镇化的政策导向。

图 10: 1960-2012 年我国城市化率



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 11: 2011 年各省市城市化率



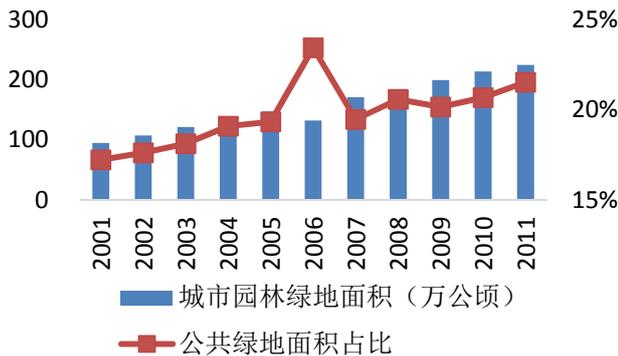
资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

新型城镇化规划方案出台在即，预计新型城镇化细则 2014 年将落地，带动下一轮市政园林行业投资高速增长。我们判断，新型城镇化的实质在于通过产业转移和梯次升级带动当地新城镇就业并创造税收，真正使农业人口脱离土地，使其有技能、有收入、有权利在城镇扎根并融入城镇生活，从而去伪城镇化，促进常住人口所在城镇社区硬软件覆盖全面化和受益均等化，使城镇化本身真正能够带动产业结构的调整和转移。城镇实际居住人口如纳入人均绿地指标等考核范围，将有效带动市政园林行业投资增速上移。

(2) “质”：公共环境改善需求与居住品质升级带动景观品质提升

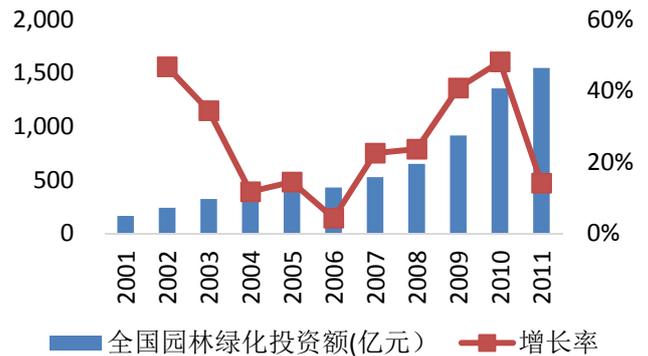
公共环境改善需求带动市政园林单位投资额提升。城市建成区面积的不断扩大和公共环境的持续改善将带动市政园林单位投资额逐年提升，大型公共绿地建设投资由 2001 年的 163.50 亿元增加到 2011 年的 1546.2 亿元，年复合增速 25.19%。主要城市人均公园绿地面积为 11.8 m²，年复合增速 4.54%。近年来，我国绿地率和城市建成区绿化覆盖率分别由 2003 年的 27.26% 和 31.5% 增长至 2012 年的 35.5% 和 39.22%，年均提高 0.92pct 和 0.86pct。

图 12：2001-2011 城市园林绿地面积及其占比



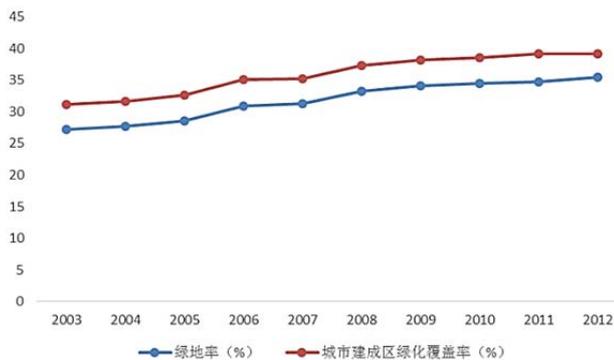
资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 13：2001-2011 园林绿化投资额及增长率



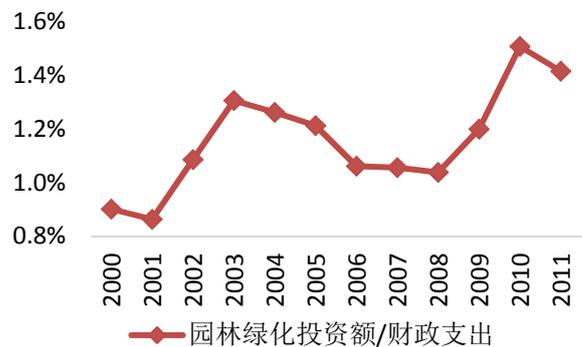
资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 14：2003-2012 城市园林绿地面积及其占比



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 15：2001-2011 历年园林绿化投资额



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

2001~2011 年，我国园林绿化投资额、园林绿化投资额占财政支出比重均稳定增长。市政园林的投入主要来源于各级地方政府的财政支出，市政园林的投资在 2008 年 4 万亿以后有大幅上升，园林绿化占财政支出比例持续增加，市政园林在地方基础设施建设中日益受到重视。

商品房投资稳步增长与居住消费升级支撑地产园林稳健增长。新型城镇化将带动农村人口向城市转移及居民环境品质消费的显著升级，同时带动商品房需求量的上升。2001~2012 年，全国房地产开发投资保持了较快增长态势，房地产投资额复合增长率为 25%。其中商品房住宅投资占房地产开发投资比重均在 60% 以上，房地产新开工面积 CAGR 为 45%，商品房销售面积 CAGR 为 55.3%。

图 16: 房地产开发投资完成额累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 17: 住宅开发投资总额累计值及累计同比



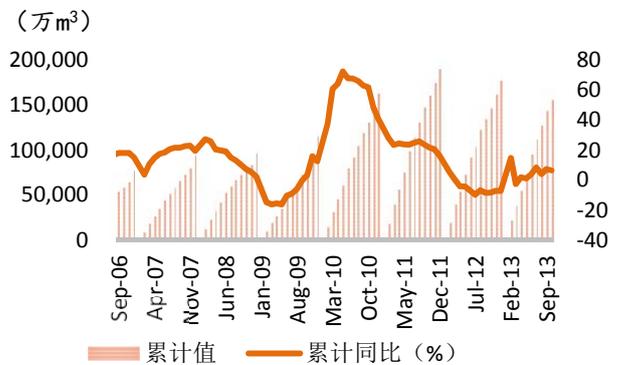
资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 18: 商品房销售面积累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 19: 商品房新开工面积累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

我们判断: 房地产开发投资增速在未来 5 年将大概率维持在 15% 左右, 同时伴随着居民对楼盘居住品质的日益重视, 绿化景观在地产投资中占比将逐年提升, 地产园林产值也将实现稳步增长。

2、园林行业产值预测

(1) 地产园林: 地产回暖与“生态宜居”共驱地产园林量价齐升

地产园林投资主体为地产商, 地产园林产值增速与房地产销售密切相关, 地产园林行业规模的扩大也越来越得益于人们对居住品质的提高、居住环境的重视, 同时也受到国家政策支持, 《城市绿化条例》和《城市绿化规划建设指标》中规定: 新建居住区绿地占居住区总用地比例须达 30% 以上; 此外, 房地产开发商通过提高地产品质附加值来提高差异化竞争优势, 也促进了地产类园林行业的发展。

此外, 自 2012 年下半年起, 全国地产销售呈现逐渐回升趋势, 13 年商品房新开工商品房销售同比增速回升, 地产销售回暖已有效带动今年的地产园林行业景气上行。

图 20: 商品房新开工面积 2012 年下半年起有所回升



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 21: 商品房销售面积 2012 年下半年起有所回升



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

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%。2012 年，我国房地产开发投资达到 71803.79 亿；假设 2013 年起我国房地产开发投资的增幅为 15%，按照房地产投资额的 2% 用于园林投入计算，预计到 2015 年地产园林领域的园林市场规模将在 2184 亿元，2011~2015 年地产园林的 CAGR 预计将达到 12.08%。

表 8: 地产园林市场估算

	房地产投资额 (亿元)	地产园林占房产投资额(亿元)		
		1.50%	2%	3.50%
2012	71803.79	1077.06	1436.08	2513.13
2013E	82574.36	1238.62	1651.49	2890.10
2014E	94960.51	1424.41	1899.21	3323.62
2015E	109204.59	1638.07	2184.09	3822.16
2016E	125585.28	1883.78	2511.71	4395.48
2017E	144423.07	2166.35	2888.46	5054.81
2018E	166086.53	2491.30	3321.73	5813.03
2019E	190999.51	2864.99	3819.99	6684.98
2020E	219649.44	3294.74	4392.99	7687.73

资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

(2) 市政园林: 生态建设纳入考核, 投资规模有望加速

城市化率与绿地率双重提升市政园林产值。2012 年我国城市化率为 52.57%，预计 2015 年城市化率将达 56.47%（假设 2015 年之前年均提高 1.3pct），以现在全国人口 13.54 亿，每平方米绿化投资 300 元为前提假设；同时，2002~2011 年，我国人均公园绿地面积由 5.4 平方米提高到 11.8 平方米，年均提高 0.71 平方米。再假设 2020 年前该增速不变，以年均提高 0.7 平方米估算未来的存量产值。据此测算，至 2015 年，市政园林绿化市场规模将达到 1879.35 亿，“十二五”期间 CAGR 将达 23.41%。

表 9: 基于城市化率与绿地率提高市政园林产值估算

指标	增量假设条件	
	2015 年	2020 年
城市化水平	56.47%	61.47%
年城市化率	1.3%	1%
全国总人口	13.69 亿	13.94 亿
当年城镇人口数	7.73 亿	8.57 亿
目前人均绿地面积 (平方米)	14.6	18.1
每平方米绿化投资	347.3 元	443.2 元
每年园林绿化市场	1879.35 亿	2658.64 亿

资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

注: 假设条件为 2015 年前城市化率按年均提高 1.3pct, 2020 年前年均提高 1pct 计算, 人均绿地面积按年均提高 0.7 平米计算 (以 2002-2011 年均增长数为标准), 每平米绿化投资按年均增速 5% 计算, 总人口按 2020 年前年均增加 500 万估算;

三、竞争格局: 市场格局零散, 行业集中度加速提升

(一) 行业格局零散, 区域性竞争为主

园林企业数量多且散。据中国风景园林学会信息委员会编著的《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告 2009-2010 年度》, 我国园林企业数量总计已达 16,000 家左右, 行业集中度极低。2011 年全国城市园林绿化企业 50 强合计营业收入为 334.86 亿元, 平均收入仅 6.7 亿元, 其中营业收入在 10 亿元以上的企业仅有 5 家, 位居行业首位的东方园林营收达到 29.10 亿, 但市场份额也仅占到 1.42%。

园林公司仍以区域性竞争为主。截至 2012 年 12 月, 我国共有城市园林绿化企业一级资质 769 家 (住建部), 其中浙江、广东、江苏、北京和福建城市园林绿化一级资质企业数量名列前五位, 占全国总数的 54%。园林绿化一级资质企业集中于经济相对发达的沿海省市, 以上市公司为代表的园林景观企业凭借平台优势已在全国范围内展开合作或竞争, 但园林行业区域性较强, 中小型项目竞争激烈, 本地公司具有较强的渠道订单获取能力, 大型园林项目市场则主要为以上市公司为主导的企业参与。

表 10: 各级资质园林企业的经营范围

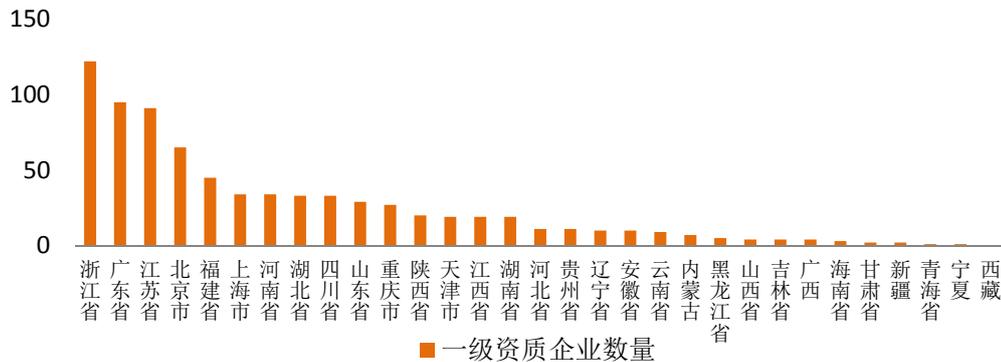
资质等级	经营范围
一级资质	1、可承揽各种规模以及类型的园林绿化工程, 包括各类公园及生产绿地等各类绿地。
	2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
	3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
	4、可从事园林绿化苗木资源培育、生产和经营。
	5、可从事园林绿化技术咨询、培训和信息服务。
二级资质	1、可承揽工程造价在 1200 万元以下的园林绿化工程, 包括各类公园和绿地。
	2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
	3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
	4、可从事园林绿化苗木资源培育、生产和经营。园林绿化技术咨询和信息服务。

三级资质

- 1、可承揽工程造价在 1200 万元以下的园林绿化工程，包括各类公园和绿地。
- 2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
- 3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
- 4、可从事园林绿化苗木、花卉、盆景、草坪的培育、生产和经营，园林绿化技术咨询和信息服务。

资料来源：《城市绿化企业资质标准》，宏源证券研究所

图 22：全国一级资质园林公司分布情况（截至 2012 年 6 月）



资料来源：中国住房和城乡建设部，宏源证券研究所

（二）行业趋势：资金品牌助推行业集中度加速提升

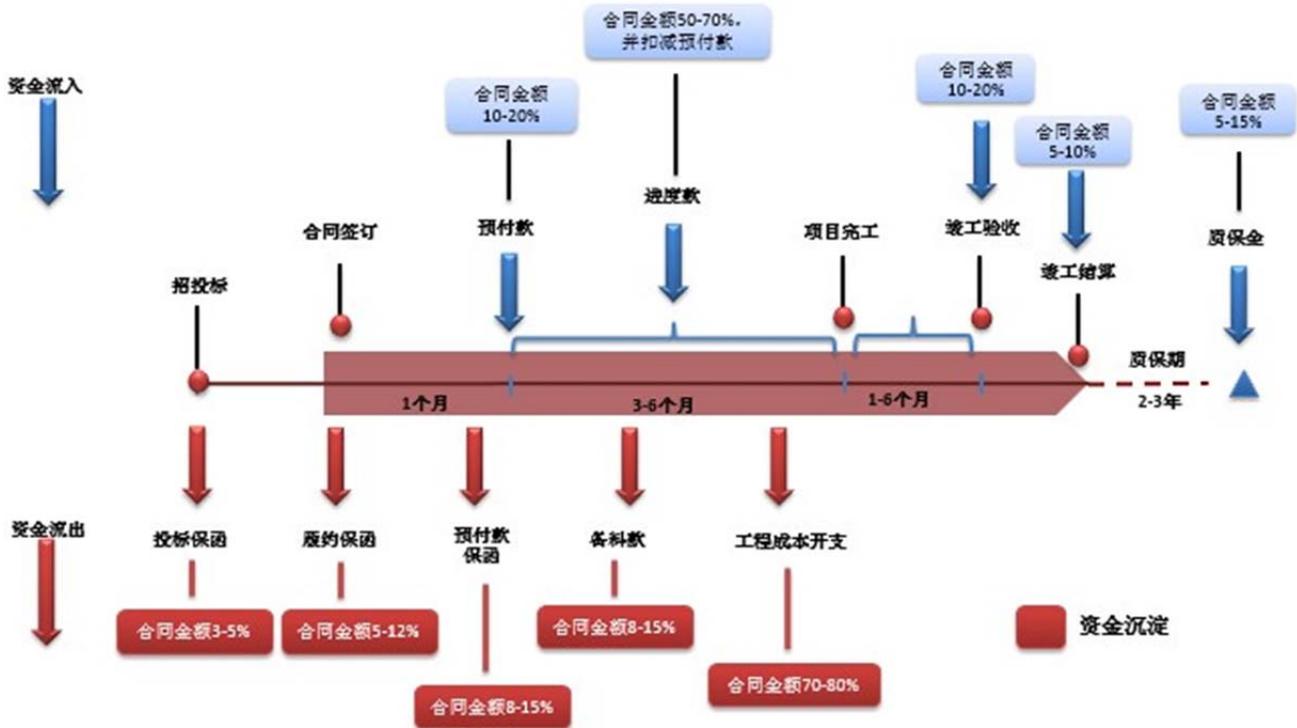
低行业门槛、区域分散、苗木维保属地化等行业特性决定园林产业长期处于分散状态。多数园林公司发展初期项目数量小，且区域相对封闭；少部分地产园林公司跟随地产商进行区域扩张，逐步掌控区域渠道，获取竞争优势。市政园林行业发展初期单体金额小，且大部分业务都由地方园林局下属的园林公司承担。随着城市化进程不断加速，市政业务逐步由小型绿化项目、道路景观向大型公共绿地、城市综合景观扩张，一部分园林公司凭借资金与渠道优势迅速抢占市场，并率先进入资本市场。

2009~2012 年，东方园林、棕榈园林、铁汉生态普邦园林等行业龙头企业陆续登陆资本市场成功上市，加速了园林公司第一梯队的成长进程。上市公司凭借融资优势加速区域扩张，营收快速增长。截至 2012 年末，国内大型民营园林企业尤其是上市园林企业市场份额迅速上升；2012 年，四家上市园林公司东方园林、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林的营业收入分别为 39.38 亿元、31.92 亿元、12.04 亿元和 18.50 亿元，市场份额分别为 1.42%、1.22%、0.40%和 0.64%，其中东方园林和棕榈园林的市场份额已超过 1%；同时，园林行业 50 强企业前 10 名企业营收均突破了 10 亿元，市场集中度加速提升。

1、资金：订单落地的基础

园林行业的项目运作方式决定了园林行业具有资金密集型的特征。园林项目从前期项目招标、景观设计、苗木等工程原材料采购，到工程施工、项目维修质保等各个业务环节，都需要资金支持；而发包方对园林工程结算和园林企业对材料供应商及分包商结算存在时滞，导致园林公司在正常项目施工过程中将有占项目金额约 30%~40%的资金沉淀在项目周期各环节。市政项目的垫资比例更高，资金沉淀比例约在 40%~50%之间，而以 BT 模式承接的市政大型项目基本无预付款，完全依靠承建方的资金实力。

图 23：地产园林资金流入流出图



资料来源：宏源证券研究所

随着大部分地产园林公司涉足高毛利的市政园林业务，业主在市政业务中则占据主导地位，部分园林公司创新工程承接新模式以获取大额市政订单。市政 BT、土地与金融保障等模式逐步取代以渠道与资质为基础的商业模式，尤其在地方政府将投资杠杆逐步转移至承建方的背景下，资金实力越来越成为业主选择承建方的重要标准，资金实力已逐渐代替渠道成为获取订单的关键前提。资金管理能力及持续的融资能力成为园林公司成功获取大体量订单的重要条件，大型园林企业尤其是上市公司资金及融资优势突出，加速了行业集中度提升。

2、管理与品牌：公司规模成长的核心要素

管理铸就项目品质，工程业绩创造品牌。随着园林绿化行业的不断发展，大型园林绿化项目逐步增加，对园林项目品质要求逐步提高。客户对园林承接商的考量更为注重公司的历史工程业绩及其品牌沉淀。优秀的品牌往往代表着高质量的设计方案和高效的施工能力，尤其在景观设计方案环节，品牌溢价更为明显。

公司与香港团队合作设立全资子公司上海普天，进军高端设计市场；公司 12 月上旬又收购泛亚环境国际 34% 股权，且未来将持续通过收编设计团队、拓宽设计领域、增强高端设计等途径进一步抢占高端设计市场。行业内另一地产园林巨头棕榈园林则通过收购贝尔高林 30% 股权介入园林高端业务设计领域，成为园林公司提升品牌实力的代表路径。公司进军高端设计领域将业务逐步带入良性循环，高端地产园林设计施工项目的累积为公司规模成长创造了条件，而园林公司自身规模的进一步扩大将促进业务承接额的提高；园林行业也已逐步跨入集中度自然加速提升的阶段。

我们判断，未来园林行业的竞争格局将有所分化：小型园林公司将依然以区域竞争为主，占据本地渠道，但规模增长将较为有限；以上市园林公司为代表的大型园林公司将凭

借资金实力与管理优势，规模与品牌溢价将进一步得到强化，渠道不断下沉蚕食区域性市场，加速园林行业集中度的提升。

表 11: 园林公司收购建筑设计院情况

公司	收购日期	控股公司	持股比例	备注
东方园林	2012/4/20	新道信东恺（上海）建筑工程有限公司	51%	合作方在主题公园设计、建造及运营管理等方 面具有丰富的国际经验
	2011/11/18	东联（上海）创意设计发展有限公司	70%	具备风景园林设计甲级资质和风景旅游规划甲 级资质
	2011/7/15	上海尼塔建筑景观设计有限公司	75%	承担了 2010 年上海世界博览会园林核心景观 的主要设计任
	2011/6/10	大连东方盛景园林有限公司	100%	加强对东北市场直接管理，有利于东北区域的 市场开拓和项目管理。
	2011/1/10	北京东方利禾景观设计有限公司	100%	下设公园分院和高尔夫分院，主要提供市政景 观和高尔夫球场设计
	2010/11/11	北京易地斯埃东方环境景观设计研究 院有限公司	75%	定位于高端市场，主要业务为规划、景观设计、 城市设计等
	2010/5/7	北京东方艾地景观设计有限公司	50%	市场定位于规划、度假景观工程的设计
棕榈园林	2012/7/23	北京筑韵天成国际建筑设计有限公司	100%	公司主营为建筑工程设计；技术服务、咨询等
	2011/9/29	贝尔高林国际（香港）有限公司	30%	公司主业为景观设计、环境规划咨询、土地规 划
普邦园林	2011	山东胜伟园林科技有限公司	51%	公司主营为园林绿化设计、施工、园林建筑等
	2013/4	广东城建达设计院	90%	公司主营为建筑工程设计、市政、园林；技术 服务、咨询等
	2013/9	泛亚环境国际有限公司	34%	公司主营公共开放空间及主题公园景观设计、 住宅及商业地产景观设计等

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

四、公司竞争优势与战略

（一）设计主导，延伸设计产业链

1、设计优势

设计收入占比领先。公司设计实力卓越，截至 2012 年底，设计师超过 300 人，约占员工总数的 1/5；设计施工比稳居 5 家上市公司之首；2012 年，公司设计业务规模达 1.35 亿。近 10 年，公司签约设计合同超过 700 个，设计领域经验丰富，并在行业评比中屡次获得如詹天佑土木工程大奖、优秀住宅小区金奖、“优秀园林项目”大金奖等业内顶级奖项。

表 12: 公司项目获得重大奖项

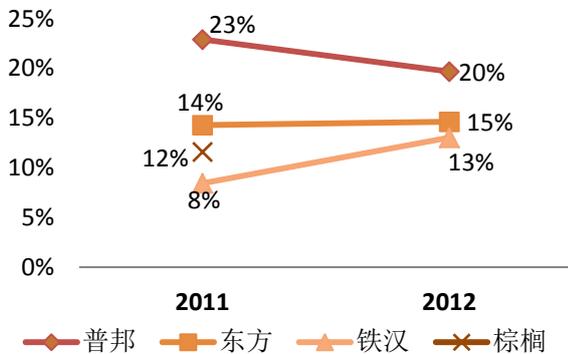
获奖时间	获奖项目	奖项	授予单位
2012	南宁市盛天华府一、二期环境景观工程	优秀园林绿化工程金奖	风景园林学会
2012	北京东燕郊意华广场二期及商业街园林 绿化工程	优秀园林绿化工程金奖	风景园林学会
2011	武汉市新长江香榭琴台园林绿化工程	优秀园林绿化工程金奖	风景园林学会

2011	中信凯旋城枫丹白露区 11-18 栋	詹天佑奖住宅小区优秀规划奖	土木工程学会
2011	重庆融汇国际温泉城景观工程	优秀园林绿化工程金奖	风景园林学会
2011	嘉盛豪庭绿化工程	优秀园林绿化工程金	风景园林学会
2010	广州长隆酒店二期园林绿化工程	“优秀园林绿化工程奖” 大金奖	风景园林学会
2009	武汉东湖天下住宅小区园林景观工程	中国风景园林学会“优秀园林绿化工程” 金奖	风景园林学会
2009	佛山中海金沙湾西区	中国土木工程詹天佑大奖优秀住宅 小区金奖	土木工程学会
2008	天津格调春天花园	詹天佑大奖优秀住宅小区金奖	土木工程学会
2003	丽日豪庭	第三届詹天佑土木工程大奖	土木工程学会

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

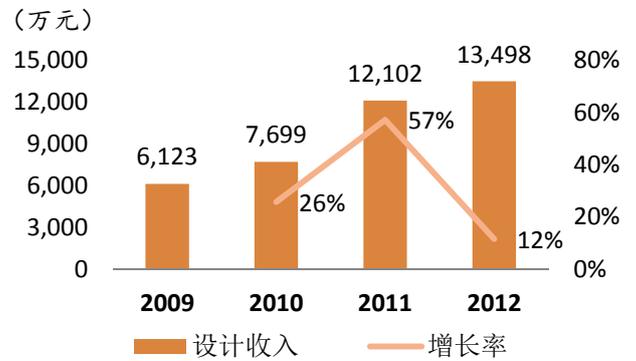
延伸设计产业链，拓展规划与建筑设计。上市以来，公司进一步加大设计投入，加强设计人员专业培训，完善设计标准并建立设计模块资源库；同时加强设计人员引进，拓展高端设计领域实力。2012 年 9 月，公司在上海设立全资子公司“上海市普天园林景观设计有限公司”，进军高端园林设计业务；同时，在北京、上海、成都等地设立设计分院，进行设计业务布局。此外，公司积极延伸设计产业链，向设计上游例如旅游规划、风景园林区域规划、建设设计等细分领域发展，在未来形成“区域规划+综合设计”整体布局。2013 年 4 月，公司收购城建达设计院 90% 股权，后者拥有建筑行业工程设计甲级资质、市政行业工程设计乙级资质；在拓宽设计幅度的同时，更有利于公司提前获取园林设计项目信息与渠道，提前跟踪后续施工公司，扩大潜在项目储备池，从而提高中标率。

图 24：园林公司设计人员占比



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 25：2009-2012 年公司设计业务收入及增长率



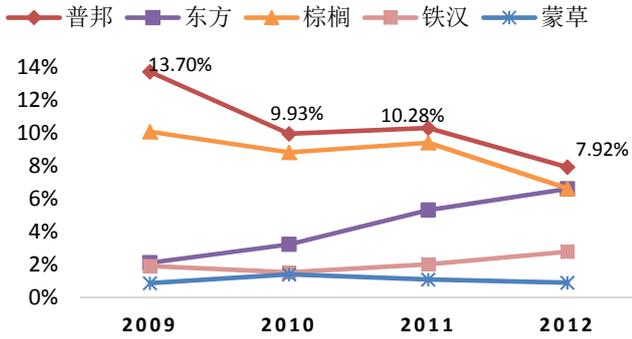
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、设计带动施工收入不断提升

设计先导，带动施工。设计位于产业链前端，设计业务对工程业务拉动明显。公司突出的设计优势增强了施工业务的承揽能力，对施工带动效应明显；设计优势亦是公司“设计施工一体化”经营方式的有力支撑，有助于提升公司在承接大型项目方面竞争优势。

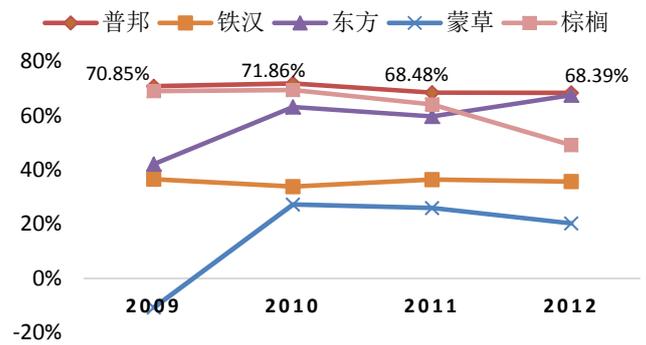
公司设计业务毛利率在行业内最高，2009~2012 年毛利率维持在 70% 左右。公司设计业务对利润的贡献远超于收入贡献，2009~2012 年，伴随公司设计收入占比由 2009 年的 11.86% 下滑至 7.29%，设计业务毛利对总毛利贡献由 32.85% 下降至 19.06%，设计业务利润占比基本 3 倍于收入贡献。

图 26: 2009-2012 年园林公司设计施工收入比



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 27: 2009-2012 年园林公司设计业务毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

3、设计工序专业化标准化

园林景观行业设计的主流模式为设计所或工作室模式,基本是以项目为中心开展设计工作。普邦借鉴并逐步将设计工序专业化,倡导设计专业所模式,提高设计图纸精度和设计效率,在各个设计环节提升标准化水平,吸引并培养设计专业工序人才,不断减少设计返工修改环节,提高出图水平与效率。同时,在设计方案期与客户对接汇报方面,引进并培养专业人员提高与客户沟通水平,增强客户体验感。设计模式层面的改良在提升设计效果,提升设计品牌效应的同时,提高了设计产能周转率,并增强客户粘性,有助于获取后续设计及施工订单。

此外,在设计方案层面,公司加强对工程施工材料的研发,逐步做到施工材料标准化、工厂化,在施工端层面减少材料损耗,提升项目施工效果并延长使用寿命。从设计端保证园林施工产品的质量与长期效果。

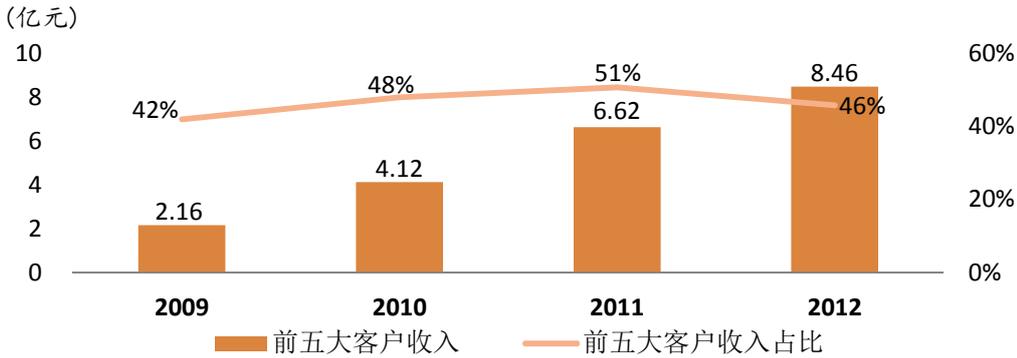
(二) 大客户发展战略巩固地产龙头地位

1、不断推进大客户发展战略

优质大客户资源保障业绩增长与收入质量。公司不断推进大客户发展战略,建立了广泛优质的客户网络。现已与万科集团、保利地产、中信(华南)集团、合景泰富、融侨集团、富力地产、雅居乐、碧桂园等具有行业领导力的全国 50 强房地产开发企业建立了长期、广泛、紧密的合作关系。2012 年,公司与上述客户签订的合同金额超过 8 亿元,占公司同期总签约额近 40%;公司前 5 大客户收入逐年提升,2009 年至 2012 年,前 5 大客户贡献收入由 2.16 亿增加至 8.46 亿,收入占比由 41.84% 上升至 45.71%。优质的大客户资源是公司业务稳定而持续增长的有力保障,且优质大客户普遍具有良好的资信,工程回款得以保障,有利于公司控制应收账款回收等带来的财务风险。

凭借多年累积的大客户服务经验以及自身综合服务能力的不断提高,公司有能力开拓更多优质大客户资源,不断推进大客户战略,保证业务稳定持续增长的同时,推进跨区域扩张,逐步提高地产园林的市场份额,巩固行业龙头地位。

图 28: 2009-2012 年公司前 5 大客户收入及收入占比

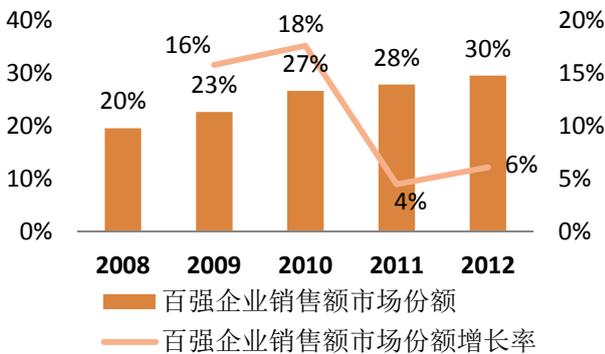


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 宏源证券研究所

2、大客户发展战略助推跨周期成长

地产调控加速房企分化, 行业集中度提升。随着房地产调控政策持续深化, 房地产企业加速分化, 大型房地产企业在融资渠道和成本以及品牌方面的优势更加突显, 一些龙头企业依靠灵活的营销策略与战略规划实现了利润大幅增长, 而中小企业受到融资等方面限制, 政策负影响显著。根据中国房地产百强企业研究报告, 2008~2012 年, 地产百强企业市场份额已从 19.6% 增长至 29.6%, 综合实力前十的地产企业市场份额也持续上升至 11.5%, 行业集中度不断上升。

图 29: 百强企业销售额市场份额及增长率



资料来源: 2013 中国房地产百强企业研究报告, 宏源证券研究所

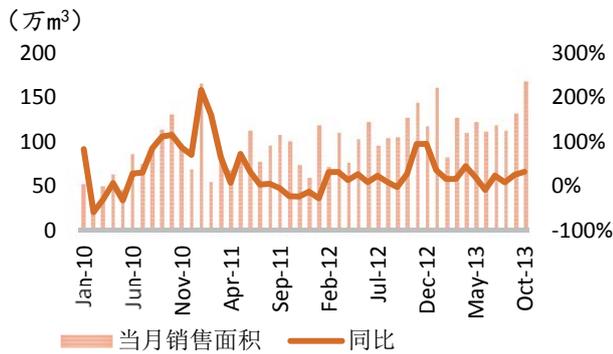
图 30: TOP10 企业销售额市场份额及增长率



资料来源: 2013 中国房地产百强企业研究报告, 宏源证券研究所

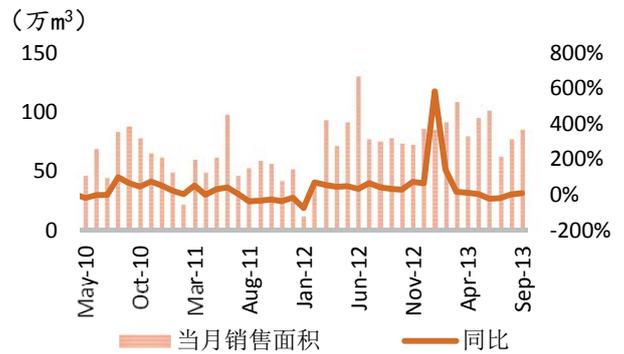
同时, 地产行业集中度的提升促使大型地产商倾向于与稳定的园林景观工程商合作, 万科、保利等公司近年来逐步缩减园林供应商规模, 公司凭借自身资金、品牌等优势进入上述公司供应商名单, 有助于稳定后续地产园林业务并稳步提升工程量。2012 年, 在地产全行业商品房面积销售仅增长 1.8% 的背景下, 公司仍保持 41.43% 的收入增长。因此, 我们认为公司的“大客户战略”有助于平滑公司的订单和收入波动, 在地产园林行业周期中稳步提升市场份额。

图 31: 2010-2013 年万科单月销售面积及同比增速



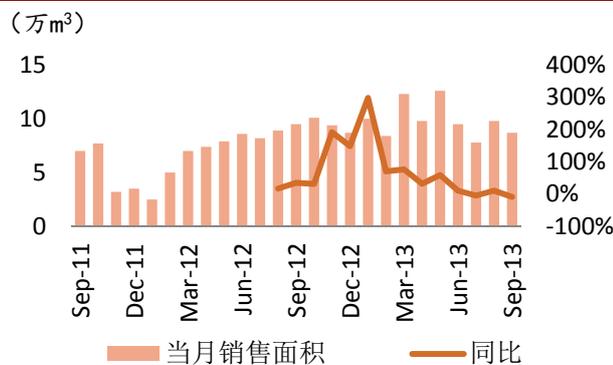
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 32: 2010-2013 年保利单月销售面积及同比增速



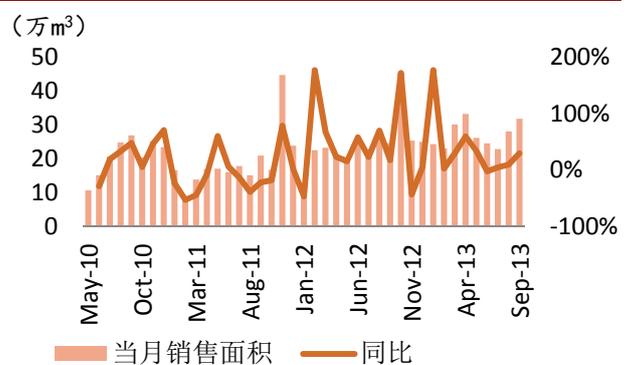
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 33: 2010-2013 年合景泰富单月销售面积及同比增速



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 34: 2010-2013 年富力地产单月销售面积及同比增速



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

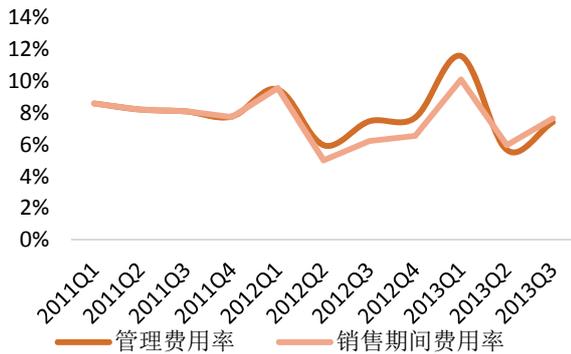
（三）精细化管理支撑可持续发展

1、加快信息化建设，提高机械化水平

公司在内部管理方面充分运用信息化工具，公司信息化管理水平初具规模，已成熟的应用包括 OA 协同办公系统、财务管理系统、项目管理系统、档案管理系统及智库等 ERP 系统，已为公司整体信息化管理体系搭建了基本架构并不断延伸，有效提高了公司经营效率，优化了项目管理流程并对成本进行了目标控制。2013 年，公司进一步加大在项目管控方面的力度，正式成立投标预结算管理中心，将整合招投标、预结算、成本控制、合同管理规整的资源联动平台，加强公司对项目整体流程的把控。公司信息化管理程度的提升将提高公司项目流程扁平化，缩短项目从跟踪投标到验收完成结算的全流程周期，提高人员与资金周转率，并有效管理费用，提升公司盈利水平。

同时，公司积极考虑提升园林施工机械化水平，在苗圃培植、摘种等方面参与研发并改进施工工艺，缩短各施工环节时间，提高施工效率；由于苗圃、人工成本未来将有上涨趋势，苗木培育与项目施工环节机械化应用程度的提高有助于减少人工使用，提升项目整体毛利率和周转率，而所有手段的指向是整体提升公司 ROE 水平。

图 35: 公司管理费用率与销售期间费用率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 36: 公司人均产值及设计业务人均产值

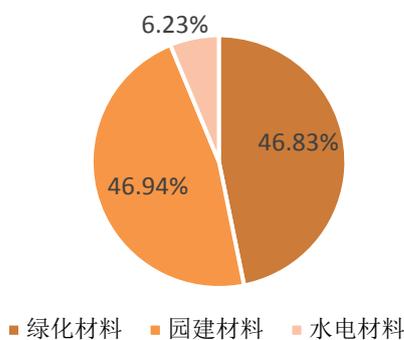


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2、优化供应链管理, 提升经营效率

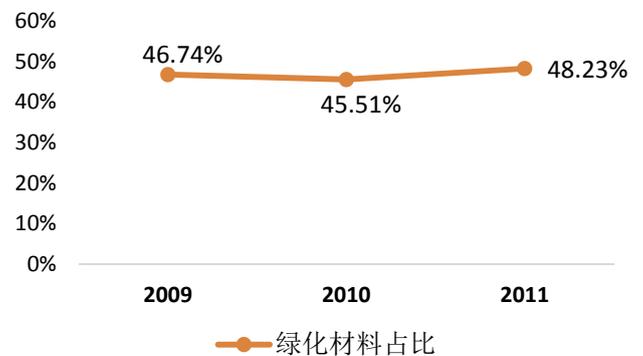
苗木是园林工程中主要的绿化材料, 2009~2011 年, 公司绿化材料成本在原材料总采购成本中平均占比超过 45%, 因而苗木价格对整个工程利润率有显著影响。公司自 2008 年起, 逐步加大了苗木基地建设, 2012 年上市以来, 公司利用募集资金加快自有苗木基地建设, 自有苗木供给率逐步提升。公司现有苗木生产基地遍布广东省内外, 总种植面积近 5000 亩。公司在工程项目中自有苗木的使用率逐步增加, 降低了工程成本, 提升毛利率; 同时, 自有苗木基地可满足设计业务需要, 保障重点工程供应, 从而提升项目施工效率, 使得整体盈利能力得以提升。稀缺的苗木储备以及广泛的苗圃分布还有利于公司承接高端园林项目。

图 37: 2009-2011 年公司原材料平均成本结构图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 38: 2009-2011 年公司绿化材料采购成本占比



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

表 13: 公司苗木基地及投资规模 (截至 2013 年半年报)

苗木基地	面积 (亩)	投资规模及历年投资情况
四会蒲洞苗木基地	1183.5	募集资金承诺投资总额 13,283.59 万元, 2013 年上半年已投入 6,236.88 万元, 2012 年全年投入 4,692.13 万元。
高安建山苗木基地	1700	
四会苗木基地	699	

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

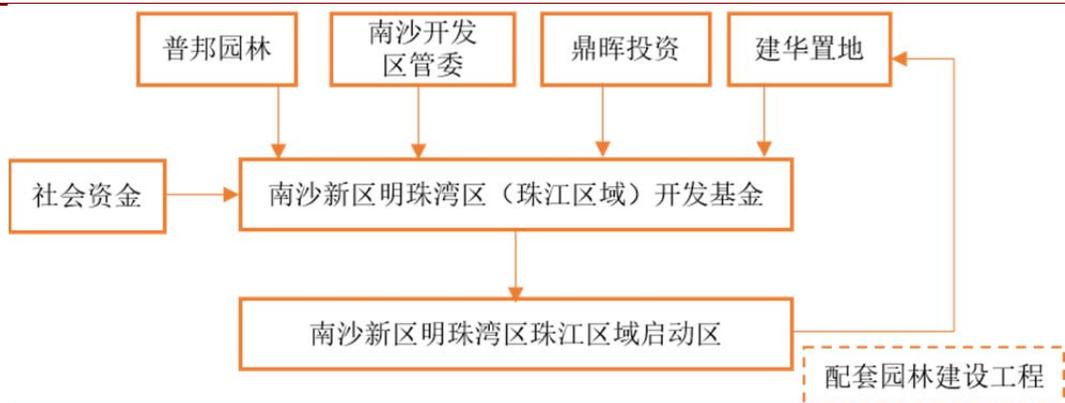
（四）创新商业模式，业务新增长点

1、基金引领园林项目创新模式，拓展市政业务空间

投资国家级战略新区，大额框架协议切入市政园林。2013年5月公司与广州南沙开发区管理委员会、鼎晖投资及建华置地四方签订《明珠湾区（珠江区域）开发基金投资服务协议》框架协议，共同投资开发明珠湾区珠江区域。合作四方共同发起与募集基金，一期规划总金额约人民币160亿元，全部用于明珠湾区珠江区域启动区建设开发。

基金引导园林项目创新模式，拓展市政业务空间。项目开拓了基金引领园林项目的创新模式，引入地产公司与外部投资者联盟运作市政业务，有效分散项目风险并提高回款保证。公司将负责项目中的园林建设并介入到大市政领域，为打造明珠湾区珠江区域的城市园林生态空间项目提供设计施工一体化服务，协议将为公司带来较多市政订单。南沙开发区的合作框架建立了新的园林项目承接模式，有助提升公司承接城镇化园林景观项目的综合能力，利于拓展公司市政园林业务的市场空间，增强公司市场竞争力。

图 39：南沙项目基金引导园林项目模式示意图



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、供应商扶持策略，构建生态圈

充分利用资金优势扶持供应商。2013年，公司作为主发起人投资设立广州普融小额贷款有限公司，注册资本人民币20,000万元，其中公司出资6,000万元，占总股本的30%。公司通过设立小额贷款公司，为上游供应商提供小额贷款的资金支持，有利于完善与上游的整体合作，巩固上游平滑周期波动，为公司长期发展奠定基础。同时，公司利用小额信贷公司介入部分地产开发商的拿地环节并提供有效支持，在获取投资回报的同时不断拓展客户圈，获取后续园林景观订单并积累大客户。因此，小额信贷公司的运作进一步提高了资金使用效率，获取投资收益和项目效益。

（五）股权激励助推成长

1、股权激励加设业绩安全垫

2013年9月25日为公司股权激励首次授予日，向中高层管理人员与技术人员合计195人授予股票期权1,393万份，约占公司股本总额的2.49%；其中授予中高层管理人员及核心骨干人员合计共184人股票期权1,193万股，占授予总量85.64%。激励计划覆盖面广，激励对象涵盖总经理、副总经理、财务总监、中高层管理人员以及核心业务骨干人员，占公司总人数12.40%。

表 14: 首次股票期权授予情况

首次股票期权授予时间	2013 年 9 月 25 日	
股票期权行权价格	14.68 元	
股票期权的首次授予对象及授予数量	高层管理人员 (合计 11 人)	曾伟雄、全小燕、叶劲枫三名董事股票期权份数各 5 万股, 总计占授予总量比例为 1.08%, 占股本总额比例为 0.03%; 谭广文、林奕文、郭沛锦、区锦雄、郭穗海、马力达、曾杼等七名副总经理股票期权份数共 41 万股, 总计占授予总量比例 2.95%, 占股本总额比例为 0.08%; 财务总监周滨股票期权份数 11 万股, 占授予总量比例 0.79%, 占股本总额比例为 0.02%;
	中高层管理人员及核心骨干人员 (合计 184 人)	股票期权份数共 1,193 万股, 总计占授予总量比例 85.64%; 占股本总额比例为 2.13%;
	预留股份	股票期权份数 133 万股, 总计占授予总量比例 9.55%, 占股本总额比例为 0.24%;
	合计	股票期权份数 1393 万股, 占股本总额比例为 2.49%;

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

股权激励有利于激发公司管理团队经营积极性, 刺激业绩增长, 加速公司业绩释放: 公司股权激励条件需 4 年复合净利增长达 31.6%, 若各期都达到行权条件, 公司 2013~2016 年净利分别需同比增长 27%、30%、33%、36%, 呈现逐年提高态势, 奠定了公司稳健持续增长的基础, 彰显公司对自身业绩的强大信心。

表 15: 首次授予股票期权行权安排及行权条件

行权期	行权比例	行权条件
第一个行权期: 授权日起 12 个月~24 个月	20%	2013 年度实现净利润扣除非经常损益后较 2012 年增长不低于 27%; 且实现的加权平均净资产收益率不低于 14.50%;
第二个行权期: 授权日起 24 个月~36 个月	30%	2014 年度实现净利润扣除非经常损益后较 2012 年增长不低于 65%; 且实现的加权平均净资产收益率不低于 14.50%;
第三个行权期: 授权日起 36 个月~48 个月	30%	2015 年度实现净利润扣除非经常损益后较 2012 年增长不低于 120%; 且实现的加权平均净资产收益率不低于 15.00%;
第四个行权期: 授权日起 48 个月~60 个月	20%	2016 年度实现净利润扣除非经常损益后较 2012 年增长不低于 200%; 且实现的加权平均净资产收益率不低于 15.00%;

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

五、风险因素

- 1、地产园林仍是公司的主营业务收入来源, 占公司营业收入的 90% 以上, 且地域性较强, 如地产行业政策发生重大变化或公司在区域拓展时受地方准入政策等影响, 公司收入规模将会有较大波动。
- 2、公司目前积极拓展高毛利市政业务, 如市政业务拓展或项目落地进度不达预期, 有可能对公司收入和盈利产生重大影响。
- 3、园林工程主要采取完工百分比法或 BT 模式进行, 如业主由于各种原因导致无法及时

付款,有可能导致公司应收账款余额过大,造成大额坏账损失或应收账款减值损失。

4、外延扩张风险。公司在外地设立分公司,收购或并购子公司,如无法有效管理产生协同效应,有可能造成人才流失,使业务份额减少进而导致亏损。

六、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

1、营业收入预测

根据公司目前经营发展及在手订单情况,我们预计公司园林工程业务收入增长较为平稳,其中14年、15年收入增速较快,设计业务扩张较快,预测未来两年增速将处于较高水平。分项业务收入预测如下表所示:

表 16: 公司收入预测表 (百万元)

业务	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
业务收入合计	860.90	1308.64	1850.81	2404.32	3251.95	4429.26
增长率	66.75%	52.01%	41.43%	29.91%	35.25%	36.20%
工程业务	774.74	1177.31	1704.27	2,215.55	2,990.99	4,067.75
增长率	73.29%	51.96%	44.76%	30.00%	35.00%	36.00%
设计业务	76.99	121.02	134.98	175.47	245.66	343.93
增长率	25.74%	57.19%	11.54%	30.00%	40.00%	40.00%
保养业务	9.17	10.31	11.56	13.29	15.29	17.58
增长率	15.20%	12.43%	12.12%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源:公司公告,宏源证券研究所预测

2、分项毛利率水平预测

我们预计,随着13年行业竞争加剧,公司今年地产园林毛利率略有下滑,但未来2年高毛利率的市政业务占比将增加,使公司整体毛利率有所回升;设计业务毛利率未来将稳中有降;工程保养业务毛利率相对稳定。各项业务毛利率水平预测参见下表:

表 17: 公司分项毛利率假设

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
工程业务	22.41%	22.66%	22.89%	22.60%	22.80%	22.95%
设计业务	71.85%	68.48%	68.39%	65.00%	63.00%	63.00%
保养业务	19.74%	15.13%	15.92%	16.00%	16.00%	16.00%
综合毛利率	26.80%	26.84%	26.17%	25.66%	25.80%	26.03%

资料来源:公司公告,宏源证券研究所预测

3、期间费用率及税率预测

我们预计,随着公司2013~2015年营业收入规模逐步扩大,规模效应将缓步显现,管理费用率将有所下降;由于公司13年5月发行7亿元公司债,今年财务费用率将转正,但明后年费率将有所下降。期间费用率及税率预测参见下表:

表 18: 公司期间费用率及税率情况及预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	15.04%	7.77%	7.70%	7.80%	7.65%	7.30%
财务费用率	0.32%	-0.04%	-1.15%	0.32%	0.20%	0.18%
实际所得税率	31.19%	16.39%	16.61%	14.85%	14.60%	14.30%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所预测

4、盈利预测结论

在上述假设下, 经模型测算, 公司 2013 年、2014 年和 2015 年净利润分别为 3.10、4.29 和 5.80 亿元, 复合增长率为 34.4%, 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.56/0.77/1.04 元。

(二) 估值及投资建议

公司主要从事园林工程施工、景观设计、苗木种植以及园林养护业务, 业务相近的可比上市公司主要有棕榈园林、东方园林、铁汉生态、蒙草抗旱等。我们将上述公司作为估值参照对象, 样本 2014 年 PE 均值为 20 倍, PEG 均值为 0.60。

表 19: A 股可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS (元)				PE				peg
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
002431.SZ	棕榈园林	20.80	0.65	0.88	1.22	1.80	29.95	22.13	15.96	10.82	0.41
002310.SZ	东方园林	34.59	1.14	1.54	2.10	2.99	27.25	20.18	14.80	10.39	0.41
300197.SZ	铁汉生态	27.50	0.69	0.83	1.13	1.69	38.04	38.04	23.23	15.53	0.64
300355.SZ	蒙草抗旱	28.13	0.62	0.78	0.99	1.31	44.53	35.40	27.89	21.08	1.08
平均							35	29	20	14	0.60

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所预测

我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.56/0.77/1.04 元, 2013~2015 年 CAGR 达 34.4%。当前股价为 17.13 元, 对应 2013/14/15 年 30/22/16 倍 PE。

考虑到园林行业景气度较高, 和其他四家园林公司相比业务相对稳健, 并考虑到公司在行业中的地位及成长的确定性, 我们采用 0.85 倍的 PEG 给予公司估值, 得出公司合理价值为 23.1 元 (对应 2014 年 30 倍 PE), 维持“买入”评级。

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2078	3186	4064	5530	营业收入	1851	2404	3252	4429
现金	974	1600	1951	2658	营业成本	1367	1787	2413	3276
应收账款	473	701	917	1249	营业税金及附加	60	75	99	133
其它应收款	19	27	37	50	营业费用	0	0	0	0
预付账款	8	19	29	39	管理费用	142	188	249	323
存货	583	822	1110	1507	财务费用	-21	-11	3	38
其他	22	17	20	27	资产减值损失	20	2	3	3
非流动资产	173	365	447	477	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	15	18
固定资产	66	233	345	405	营业利润	283	364	500	675
无形资产	2	3	4	5	营业外收入	5	0	0	0
其他	105	128	98	68	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2252	3551	4511	6007	利润总额	288	363	500	674
流动负债	346	677	1320	2348	所得税	48	53	71	94
短期借款	0	150	655	1463	净利润	240	310	429	580
应付账款	191	268	362	491	少数股东损益	0	0	0	0
其他	155	259	303	393	归属母公司净利润	240	310	429	580
非流动负债	0	700	700	700	EBITDA	270	366	527	744
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.56	0.77	1.04
其他	0	700	700	700					
负债合计	346	1377	2020	3048					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	279	559	559	559	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1254	974	974	974	成长能力				
留存收益	372	641	958	1426	营业收入	41.4%	29.9%	35.3%	36.2%
归属母公司股东权益	1905	2174	2491	2959	营业利润	41.2%	28.4%	37.5%	34.9%
负债和股东权益	2252	3551	4511	6007	归属于母公司净利润	42.9%	29.2%	38.1%	35.3%
					获利能力				
					毛利率	26.2%	25.7%	25.8%	26.0%
					净利率	13.0%	12.9%	13.2%	13.1%
					ROE	12.6%	14.3%	17.2%	19.6%
					ROIC	25.8%	21.2%	22.8%	24.9%
					偿债能力				
					资产负债率	15.4%	38.8%	44.8%	50.7%
					净负债比率	7.5%	10.9%	32.4%	48.0%
					流动比率	6.00	4.71	3.08	2.36
					速动比率	4.32	3.49	2.24	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	0.83	0.81	0.84
					应收账款周转率	5	4	4	4
					应付账款周转率	9.65	7.79	7.66	7.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.56	0.77	1.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	0.22	0.09	0.16
					每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.89	4.46	5.29
					估值比率				
					P/E	39.87	30.85	22.33	16.50
					P/B	5.03	4.40	3.84	3.24
					EV/EBITDA	32	23	16	11

资料来源：宏源证券研究所，单位：百万元

作者简介:

鲍荣富: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名（团队成员），2013年水晶球第二名，新财富建筑工程行业入围。

傅 盈: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，工科硕士，四年建筑工程行业从业经历；2013年水晶球第二名，新财富建筑工程行业入围。

机构销售团队

类别	姓名	手机号	手机号	邮箱	
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。