

地产市政俱佳，稳健成长可期

建议询价区间：
22.9-28.6 元

报告摘要：

- **业务结构完整，全国化布局有望加速。**公司产业链完整，拥有国家城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计甲级资质。公司市政园林和地产景观两大业务板块发展均衡，历年市政园林业务占比约在**60-70%之间**，公司同时也是华南地区率先向省外扩张的大型园林企业，公司12年收入规模约7亿，综合竞争力处行业第6名。截止13年6月，公司华南区域外收入占比达76%，在北京等14个区域设有分公司，未来有望持续深化全国布局。
- **生态建设滞后与地产消费升级助推行业投资高增长。**十八大提出加强生态文明建设、建设美丽中国，打开园林行业发展空间。地产景观消费逐步升级与地方生态景观建设投资加码，将共同助推**园林景观行业未来5年市场规模复合增速保持15%以上**，估算至**2015年行业产值将达4819亿**。园林工程低门槛、区域性等特点使行业长期处于极为分散的状态，我们估算**2012年行业CR10不超过5%**。
- **竞争优势明显，设计与施工实力强劲。**公司品牌优势明显，在09-11年园林行业竞争力排名均位于前十甲，上市后有助于品牌力将显著提升，有助于公司深化渠道营销，加速区域扩张；公司设计与施工执行能力强大，设计施工一体化持续提高大型项目承接能力，设计施工收入比持续提升；同时，地产与市政均衡发展将有效平滑公司营收波动。
- **资金、品牌与规模驱动公司稳健成长。**公司体量逐年扩大，IPO融资后资金品牌实力将显著增强，有助于区域扩张；公司设计实力雄厚，市政业务拓展迅速，驱动公司在未来稳健增长；同时，市政园林业务单体量及规模化施工能力要求高的特点使得业主愈发重视规模品牌实力，有助于公司获取大型市政项目订单，公司稳健成长可期。
- **风险因素：**区域扩张进度不达预期与市政项目回款风险。
- **建议公司询价区间 22.9-28.6 元：**根据背景条件测算，公司 DCF 估值为 29.84 元。考虑到公司在行业中的优势地位，业务结构及未来成长性。相对估值区间为 22.9-28.6 元，中枢 25.72 元。建议询价区间为 22.9-28.6 元。

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

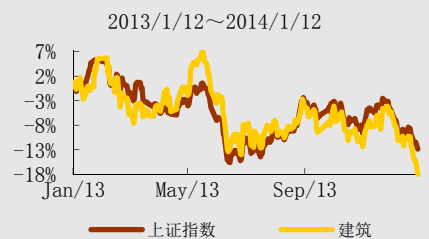
Email: fuying@hysec.com

研究助理：

姜天骄

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	637.99	702.81	805.16	1079.50	1394.54
增长率 (%)	57.21	10.16	14.56	34.07	29.18
归母净利润(百万)	73.29	82.53	95.72	134.70	178.34
增长率 (%)	19.70	12.60	15.98	40.73	32.40
每股收益	0.88	0.99	1.14	1.61	2.13

目 录

一、估值与投资建议	6
(一) 绝对估值法: 29.41 元	6
(二) 相对估值法: 22.9-28.6 元	7
二、公司简介	8
(一) 公司简介	8
(二) 股权结构	8
(三) 盈利情况	9
1、收入规模稳定增长, 净利润逐年攀升	9
2、毛利率保持稳定	9
三、园林行业分析	10
(一) 行业概况	10
1、行业现状	10
2、行业特征	11
(二) 行业上下游关系	11
(三) 行业驱动力: 政策与新型城镇化共推园林产值稳健增长	12
1、政策暖风频吹, 生态建设加码	12
2、新型城镇化与居住消费升级助推园林产值稳健增长	13
3、“园林城市”建设为园林绿化行业提供发展空间	14
(四) 行业空间	15
1、地产园林: “生态宜居”需求催生地产园林量价齐升	15
2、市政园林: 生态建设纳入考核, 投资规模有望加速	15
(五) 行业趋势: 资金品牌助推行业集中度加速提升	16
1、资金: 订单落地的基础	16
2、管理与品牌: 公司规模成长的核心要素	16
四、公司主营业务及竞争优势	17
(一) 业务结构分析	17
1、产业链完整, 设计实力卓越	17
2、地产与市政园林业务双轮驱动	17
(1) 市政园林工程	18
(2) 地产景观工程	19
(3) 市政园林与地产景观业务均衡发展	20
3、景观设计业务	20
4、绿化养护行业领先	21
(二) 竞争优势	22
1、品牌优势突出	22
2、市政地产业务均衡发展, 抗风险与可持续发展能力强	24
3、设计施工一体化, 承接大型项目能力强	24
4、省外收入占比持续提升	25
5、专业人才优势	26

五、募投项目分析	27
六、盈利预测	28
七、风险因素	29

插图

图 1: 岭南园林发行前股权结构图.....	9
图 2: 2010-2013H1 公司营业收入规模及增速.....	9
图 3: 2010-2013H1 公司净利润规模及增速.....	9
图 4: 2010-2013H1 公司主营业务毛利率.....	10
图 5: 2012 年公司主营业务毛利结构.....	10
图 6: 2001-2012 年我国城市园林绿地面积及增速.....	10
图 7: 2012 年我国城市园林绿地面积区域分布.....	10
图 8: 全国一级资质园林公司分布情况 (截至 2012 年 12 月)	11
图 9: 园林行业产业链示意图.....	12
图 10: 1960-2012 年我国城市化率.....	13
图 11: 2012 年我国各省市城市化率.....	13
图 12: 2003-2012 年绿地率及城市建成区绿化覆盖率.....	14
图 13: 2001-2011 年园林绿化投资额及增速.....	14
图 14: 房地产开发投资投资额累计值及累计同比.....	14
图 15: 商品房销售额累计值及累计同比.....	14
图 16: 2010-2013H1 主营业务收入结构.....	17
图 17: 2012 年主营业务毛利构成.....	17
图 18: 2010-2013H1 工程施工收入及增速.....	18
图 19: 2010-2013H1 工程施工毛利及增速.....	18
图 20: 2010 年市政园林工程施工收入区域分布.....	18
图 21: 2012 年市政园林工程施工收入区域分布.....	18
图 22: 精品市政工程—东莞大圳埔湿地公园.....	19
图 23: 精品市政工程—大朗荔香湿地公园.....	19
图 24: 精品地产景观工程—深圳华为新科研中心.....	20
图 25: 精品地产景观工程—佛山万科金域蓝湾.....	20
图 26: 2010-2013H1 设计业务收入及增速.....	21
图 27: 2010-2013H1 设计业务毛利率.....	21
图 28: 东莞大道项目.....	21
图 29: 2010-2013H1 园林工程收入构成.....	24
图 30: 2010-2013H1 市政与地产园林毛利率.....	24
图 31: 成都国色天乡水上乐园项目护城河.....	25
图 32: 成都国色天乡水上乐园项目景区主路口.....	25
图 33: 2010-2013H1 主营业务收入区域占比结构图.....	26
图 34: 2010-2013H1 华西地区收入及增速.....	26
图 35: 2010-2013H1 华北地区收入及增速.....	26
图 36: 截至 2013 年 6 月公司员工受教育程度.....	27
图 37: 截至 2013 年 6 月公司员工专业结构.....	27

表格

表 1: FCF 计算	6
表 2: 贴现率计算	6
表 3: 敏感性分析	6
表 4: A 股可比公司估值情况	7
表 5: 岭南园林 IPO 发行价与 EPS 计算样表	7
表 6: 公司及子公司拥有的资质和认证证书	8
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	15
表 9: 基于城市化率与绿地率提高市政园林产值估算	16
表 10: 公司承接的代表性市政园林工程项目	19
表 11: 公司承接的代表性地产景观工程项目	20
表 12: 公司承接的代表性绿化养护项目	22
表 13: 公司获得的主要社会荣誉	22
表 14: 公司承建的部分工程项目获奖情况	23
表 15: 募集资金投向	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	29
表 18: 公司期间费用率及税率情况及预测	29

一、估值与投资建议

(一) 绝对估值法：29.41 元

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。公司目前以园林工程业务为主，公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护和苗木产销等业务。根据公司的经营情况及发展战略，我们预计 2013-2015 年将实现营业收入 8.05、10.80 和 13.95 亿元，同比分别增长 14.6%、34.1% 和 29.2%，我们假设公司毛利率略低于 2012 年，同时费用率有所下降。根据 DCF 估值模型，得出公司合理估值为 29.41 元。

表 1: FCF 计算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	145.00	196.29	252.84	294.99	314.84	333.67	346.84	369.54	386.73	396.54
所得税率	16.50%	16.00%	15.50%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIAT	121.07	164.89	213.65	250.74	267.62	283.62	294.81	314.11	328.72	337.05
加：折旧和摊销	3.58	4.68	5.18	6.33	6.00	7.22	8.47	9.77	11.10	12.49
减：运营资金的追加	7.77	128.78	149.63	109.22	111.41	109.94	104.04	79.83	62.52	40.86
资本性支出	17.61	12.62	13.13	13.70	14.32	15.00	15.75	16.57	17.48	18.48
FCF	99.27	28.17	56.06	134.16	147.89	165.91	183.49	227.48	259.83	290.21

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 2: 贴现率计算

行业平均资 Beta	1	T	15.00%
无风险利率	4.08%	Ka	13.08%
风险溢价	9.00%	股票 Beta	1.15
公司股价	29.84	Ke	14.43%
发行在外股数(百万股)	82.5	E/(D+E)	40.00%
股票市值(E)	2462.7	D/(D+E)	60.00%
有息负债总额(D)	307.1	WACC	8.63%
现金和投资	80.5	TV 增长率%	1.50%
Kd	5.60%		

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 3: 敏感性分析

		TV						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.50%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	5.6%	45.51	49.18	53.64	59.18	66.25	75.58	88.46
	6.6%	36.68	39.07	41.89	45.26	49.36	54.45	60.95
	7.6%	30.26	31.90	33.79	36.00	38.59	41.69	45.45
	8.6%	25.40	26.57	27.90	29.41	31.15	33.18	35.56
	9.6%	21.61	22.47	23.43	24.51	25.73	27.13	28.73
	10.6%	18.58	19.23	19.95	20.74	21.63	22.62	23.75
	11.6%	16.12	16.62	17.16	17.76	18.42	19.15	19.97

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

(二) 相对估值法: 22.9-28.6 元

公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护和苗木产销等业务。我们选取行业内与公司的规模、行业地位、成长性、净利润率较为相似的公司作为估值参照对象, 可比上市公司主要有棕榈园林、普邦园林、东方园林、铁汉生态、蒙草抗旱。

目前 5 家可比上市公司股价 (2014 年 1 月 10 日收盘价) 对应 2012 年最新摊薄后 EPS 平均市盈率为 29 倍, 对应 13 年、14 年预期 EPS 的平均市盈率为 25.7 倍和 19 倍, 我们认为可给予公司 2013 年摊薄后 EPS 对应 20.0-25.0 倍 PE。我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 1.14、1.61 和 2.13 元, 2013~2015 年 CAGR 达 29.28%, 得出公司合理价值区间为 22.9-28.6 元。

表 4: 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	18.11	0.65	0.88	1.22	1.80	27.86	20.58	14.84	10.06	2.57
002663.SZ	普邦园林	14.72	0.92	0.56	0.77	1.04	16.00	26.29	19.12	14.15	2.20
002310.SZ	东方园林	28.95	1.14	1.54	2.10	2.99	25.39	18.80	13.79	9.68	4.96
300197.SZ	铁汉生态	25.53	0.69	0.83	1.13	1.69	37.00	30.76	22.59	15.11	2.28
300355.SZ	蒙草抗旱	25.28	0.62	0.78	0.99	1.31	40.77	32.41	25.54	19.30	3.06
平均							29.41	25.77	19.18	13.66	3.01
002717.SZ	岭南园林		0.99	1.14	1.61	2.13					

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 宏源证券研究所

公司本次发行、新股发行和老股转让之间的数量关系比较明确, 关键变量是发行价格的确定; 理论上, 发行价格与新股发行数量应该是动态调整过程, 即发行价格确定-因不能超募从而引发新股发行数量变动-总股本变动-每股收益变动-估值变动-价格变动, 我们以公司发行价作为假设并对其相应的股本和 EPS 变化制作了计算样表, 以供参考, 我们假设发行价为 25.72 元, 则公开发行人股数为 873.64 万股, 需转让老股数量为 373.64 万股, 总股本 873.64 万股, 对应公司 13 年 EPS 为 1.14 元, 如果给予公司 13 年 PE 20-25x, 则对应估值区间为 22.9-28.6 元。如发行价变动, 会引发公司总股本和相应 EPS 变动。

表 5: 岭南园林 IPO 发行价与 EPS 计算样表

募集资金净额 (万元)	21000	承销费率 (预计)	7%	发行新股数	873.64
募集资金总额 (万元)	22470			需转让老股数	373.64
新股数 (万) MIN	500	发行价(假设)	25.72	理论最高发行价	44.94
老股数 (万) MAX	2000			理论最低发行价	8.99
年份	2012A	2013E	2014E	2015E	
净利润 (万)	8252.99	9572.01	13470.23	17833.94	
总股本 (万)	8253.02	8253.02	8253.02	8253.02	
对应 EPS (元)	0.99	1.14	1.61	2.13	
PE/20x	19.7	22.9	32.2	42.6	
PE/25x	24.6	28.6	40.2	53.2	

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

二、公司简介

(一) 公司简介

岭南园林成立于 1998 年，主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护和苗木产销业务，公司产业链完整，并同时拥有国家城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计甲级资质。公司实现了市政园林和地产景观两大业务板块的均衡发展，具备从事大型园林工程施工及跨区域经营的能力，据《中国城市园林绿化行业经营状况调查报告（2010-2011）》统计，公司位居全国园林绿化综合竞争力百强企业第 5 位。

表 6：公司及子公司拥有的资质和认证证书

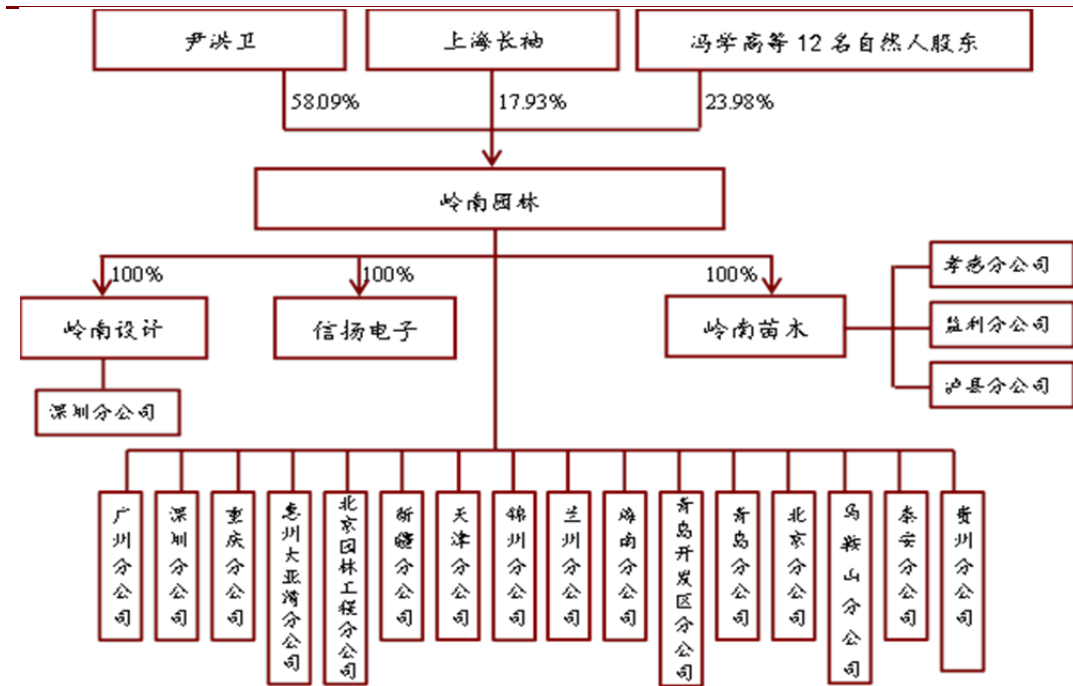
资质	颁发机构
城市园林绿化企业壹级资质	中国住房和城乡建设部
风景园林工程设计专项甲级	中国住房和城乡建设部
城乡规划编制丙级资质	广东省住房和城乡建设厅
造林工程施工丙级资质	东莞市林学会营造林专业委员会
市政公用工程施工总承包叁级（含城市及道路照明工程专业承包和体育场地设施工程专业承包）	东莞市住房和城乡建设局
质量管理体系认证证书（ISO9001:2008）	北京联合智业认证有限公司
环境管理体系认证证书（ISO14001: 2004）	北京联合智业认证有限公司
职业健康安全管理体系认证证书（GB/T28001-2001/OHSAS18001:2007）	北京联合智业认证有限公司
高新技术企业认证	广东省科学技术厅、财政厅、国家税务局和地方税务局

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

(二) 股权结构

本次 IPO 拟发行 A 股不超过 2500 万股，发行前，公司实际控制人、董事长兼总经理尹洪卫持股 58.09%，发行后，其持股比例下降至 43.56%，发行前后公司控制权不变更。

图 1: 岭南园林发行前股权结构图



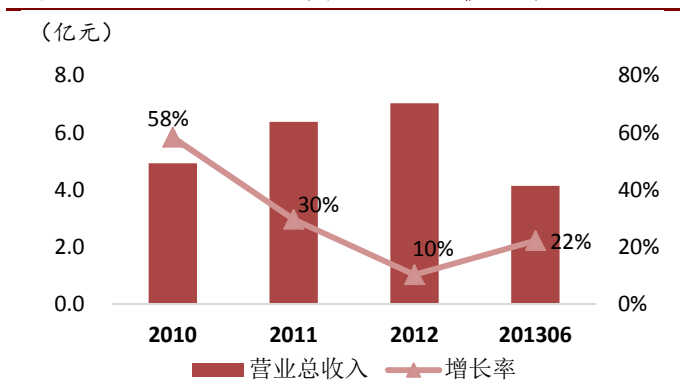
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

(三) 盈利情况

1、收入规模稳定增长, 净利润逐年攀升

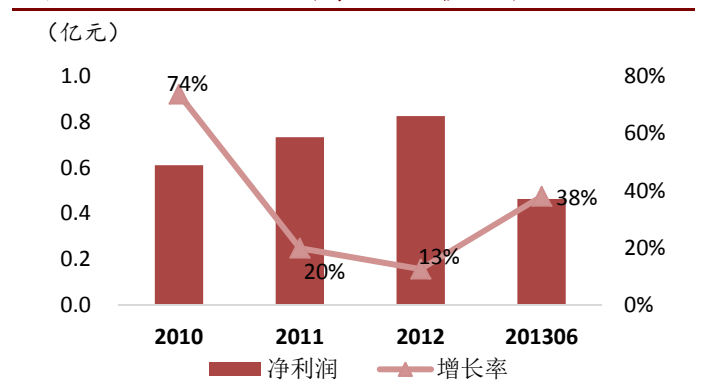
近年, 公司收入规模持续稳步提升, 2010-2012 年, 主营收入由 4.92 亿元上升至 7.03 亿元, 3 年复合增速为 30.92%; 净利润逐年攀升, 由 2010 年的 6111 万元上升至 2012 年的 8253 万元, CAGR 达 32.86%。

图 2: 2010-2013H1 公司营业收入规模及增速



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 3: 2010-2013H1 公司净利润规模及增速

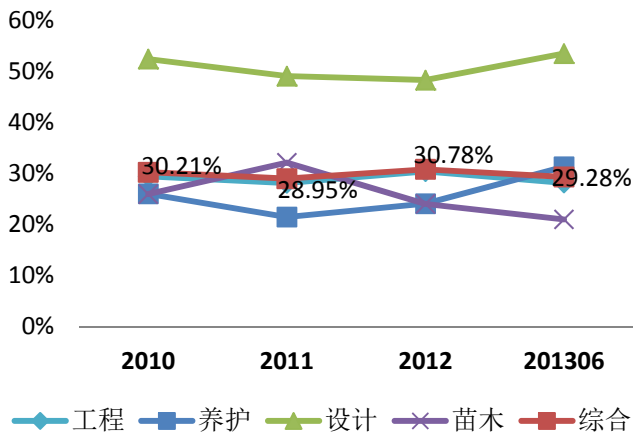


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

2、毛利率保持稳定

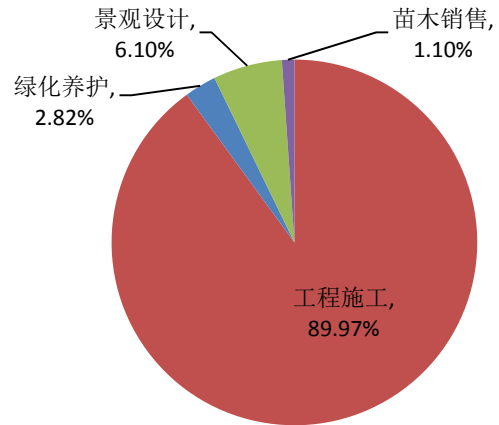
公司主营业务毛利率及综合毛利率总体平稳, 10、11、12 年综合毛利率分别为 30.21%、28.95%、30.78%; 主营业务中园林工程施工业务贡献主要毛利, 10、11、12 年, 工程施工业务占主营业务毛利比例分别达 83.45%、86.97%、89.97%, 毛利率较为平稳, 分别为 29.40%、28.08%、30.37%; 设计业务毛利率最高, 2010-2013 年 6 月均值达 50.77%。

图 4: 2010-2013H1 公司主营业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 5: 2012 年公司主营业务毛利结构



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

三、园林行业分析

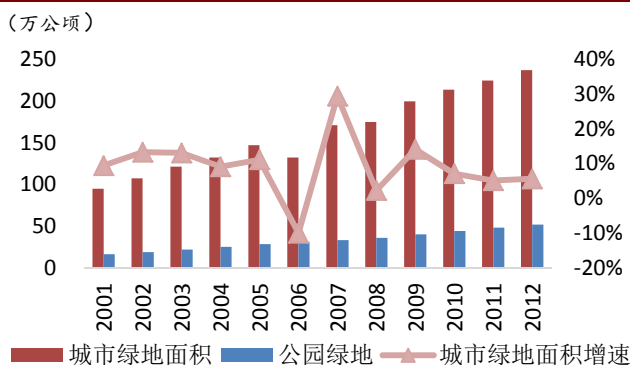
(一) 行业概况

1、行业现状

随着中国经济的持续快速增长和城市化进程的不断推进, 园林绿化行业高速发展。自 1992 年国务院颁布《城市绿化条例》起, 园林绿化行业的发展正式步入法制化轨道。2001 年, 国务院召开全国城市绿化工作会议, 并下发《关于加强城市绿化建设的通知》, 使各级政府对城市绿化工作的重视程度大大提高, 园林绿化行业进入蓬勃发展时期。近年来, 城市化进程加速推进, 城市居住舒适感与房地产消费水平升级的需求刺激了园林绿化率不断上升; 同时, 国家城市规划政策和“园林城市”、“生态城市”等标准让地方政府在城市建设中更重视园林的营造, 为园林绿化行业步入高速发展提供了有利条件。

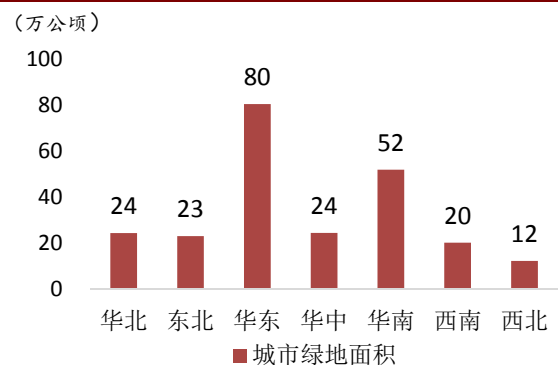
城市绿地的发展情况基本代表了园林绿化行业的发展情况, 城市绿地分为公共绿地、居住区绿地、单位附属绿地、防护绿地、生产绿地和风景林地等六类。据国家统计局统计, 截至 2012 年, 我国城市绿地面积已达 236.78 万公顷, 城市公园绿地 51.78 万公顷, 建成绿化覆盖率 39.59%; 然而区域发展不均衡, 华东和华南地区城市园林绿地面积和公园绿地面积显著高于其他地区。

图 6: 2001-2012 年我国城市园林绿地面积及增速



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 7: 2012 年我国城市园林绿地面积区域分布



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

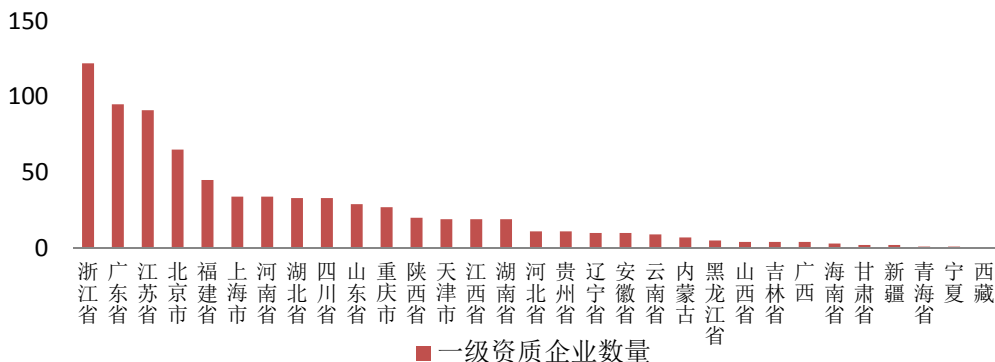
2、行业特征

园林企业数量众多，市场集中度低。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）》统计，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%。

资金密集型特征。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。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。

区域性特征。我国地区经济发展不平衡，园林绿化行业的发达程度在东中西部之间具有明显差异。截至 2012 年，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。

图 8：全国一级资质园林公司分布情况（截至 2012 年 12 月）



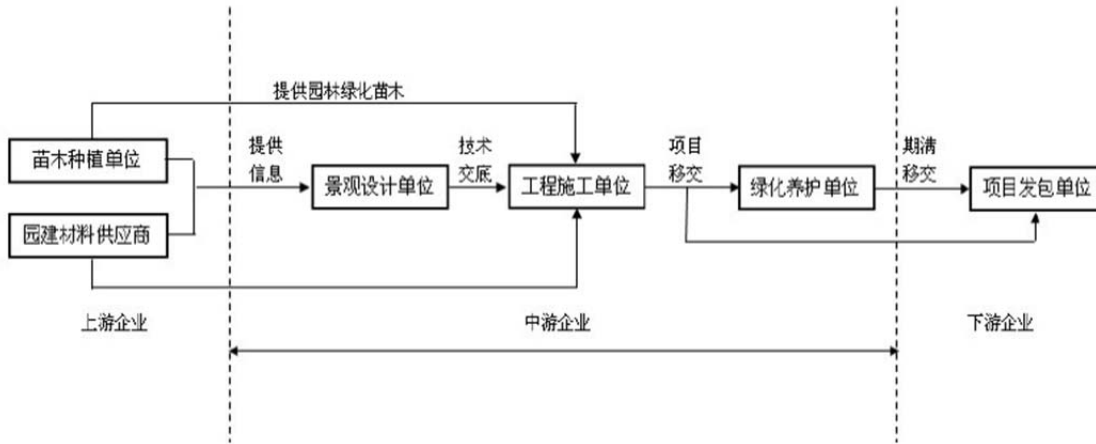
资料来源：中国住房和城乡建设部，宏源证券研究所

周期性特征。园林绿化产业发展与经济发展水平和经济发展周期密切相关。环境保护和园林绿化投资是基于基本发展需求已满足的前提，因而，国民经济总体发展情况将影响各类投资主体的可支配收入，进而影响在园林绿化方面的投资。此外，园林绿化行业亦随房地产市场的调控周期波动，在国家对房地产行业进行调控时，地产景观项目将减少；反之当调控放缓时，地产景观项目将随房地产项目的增加而增加。

（二）行业上下游关系

园林绿化行业主要包括绿化苗木产销、景观规划设计、园林工程施工和绿化养护四个方面，且这四个方面的相互独立又相互影响。园林绿化项目一般依次经历“设计师方案设计”、“施工方工程施工”、“养护期”三个阶段。园林绿化苗木种植主要为园林工程施工服务，同时绿化苗木的品种和资源对项目设计方案也产生一定的影响。

图 9：园林行业产业链示意图



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

（三）行业驱动力：政策与新型城镇化共推园林产值稳健增长

1、政策暖风频吹，生态建设加码

“十二五”规划确立生态文明建设重要地位。2010年10月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中明确提出，要坚持把建设资源节约型、环境友好型社会作为加快转变经济发展方式的重要着力点；深入贯彻节约资源和保护环境基本国策，节约能源，降低温室气体排放强度，发展循环经济，推广低碳技术，积极应对气候变化，促进经济社会发展与人口资源环境相协调，走可持续发展之路。

“十八大”报告将生态建设提升至新高度。2012年11月，十八大报告明确提出“生态文明建设”，“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，至2020年，建成区绿化覆盖率I和II级标准需分别达到40%和36%，绿地率I和II级标准分别达到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。

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》将生态环境建设提高到战略高度。“决定”第14章52节重点提到划定生态保护红线，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。53节还重点提到实行资源有偿使用制度和生态补偿制度，我们判断生态环境修复和补偿标准将随后出台，生态修复和补偿未来将通过类似碳排放的机制在民用市场拓宽空间，促使各地方业主加大建设力度。生态修复有望成为地产园林、市政园林领域之外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

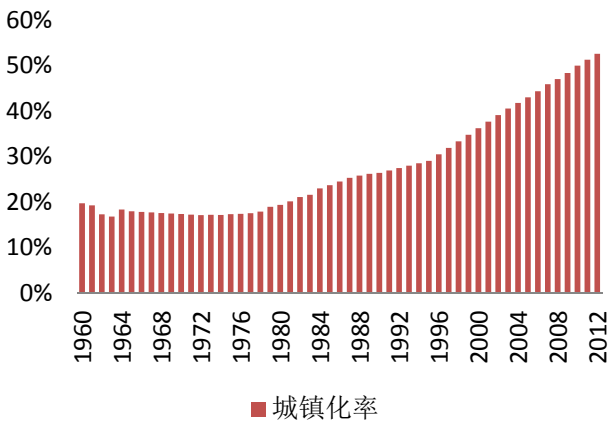
<p>14 章 52 节: 划定生态保护红线</p>	<p>1. 坚定不移实施主体功能区制度, 建立国土空间开发保护制度, 严格按照主体功能区定位推动发展, 建立国家公园体制。</p> <p>2. 探索编制自然资源资产负债表, 对领导干部实行自然资源资产离任审计。建立生态环境损害责任终身追究制。</p>
<p>14 章 53 节: 实行资源有偿使用制度和生态补偿制度</p>	<p>1. 加快自然资源及其产品价格改革, 全面反映市场供求、资源稀缺程度、生态环境损害成本和修复效益。</p> <p>2. 坚持谁受益、谁补偿原则, 完善对重点生态功能区的生态补偿机制, 推动地区间建立横向生态补偿制度。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

资料来源: 十八届三中全会公报, 宏源证券研究所

2、新型城镇化与居住消费升级助推园林产值稳健增长

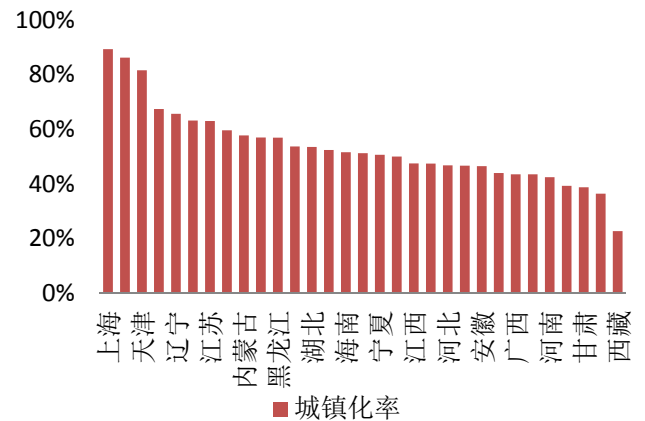
城市化进程趋势不改, 区域城市化率仍有快速提升空间。城市化率持续提升仍是园林需求的主要驱动力。中国城市化进程仍将持续, 2002-2012 年, 我国城市化率已由 39.09% 提升至 52.57%, 年均提高 1.35%, 而国内各区域城市化率程度不一, 东部显著高于中西部, 区域城市化率仍有快速提升空间。不断增加的城镇人口对城市的生态环境要求越来越高, 推动城市园林绿化水平不断发展和提升。

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: 2012 年我国各省市城市化率



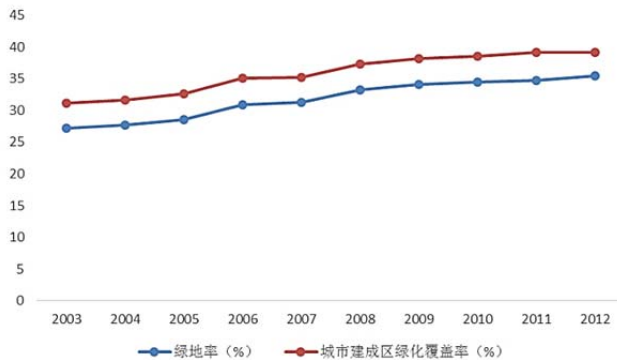
资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

中央城镇化工作会议召开, 新型城镇化规划发布在即, 发改委配套政策 14 年将跟进, 带动下一轮市政园林行业投资高速增长。中央城镇化工作会议 12-13 日在京召开, 会议要求要以人为本, 推进以人为核心的城镇化, 提高城镇人口素质和居民生活质量, 把促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化作为首要任务。会议提出了推进城镇化的六项主要任务, 着力于推进农业转移人口市民化, 提高建设用地利用效率, 提高城镇建设水平等。同时, 发改委 14 年将同有关部门进一步出台户籍、土地、资金、住房、基本公共服务等方面的配套政策。我们判断, 新型城镇化将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。

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

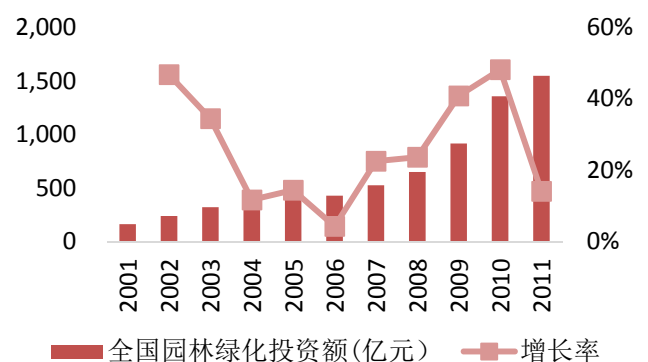
2003年的27.26%和31.5%增长至2012年的35.5%和39.22%，年均提高0.92pct和0.86pct。

图 12: 2003-2012 年绿地率及城市建成区绿化覆盖率



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

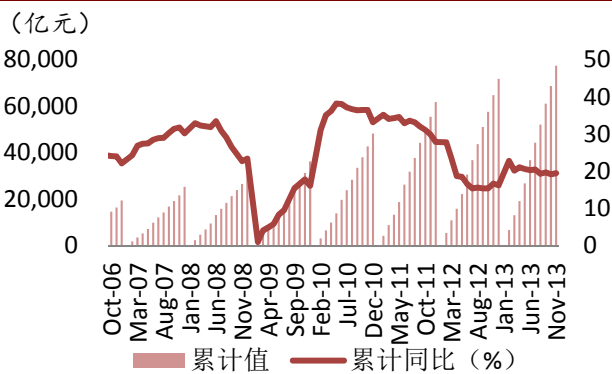
图 13: 2001-2011 年园林绿化投资额及增速



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

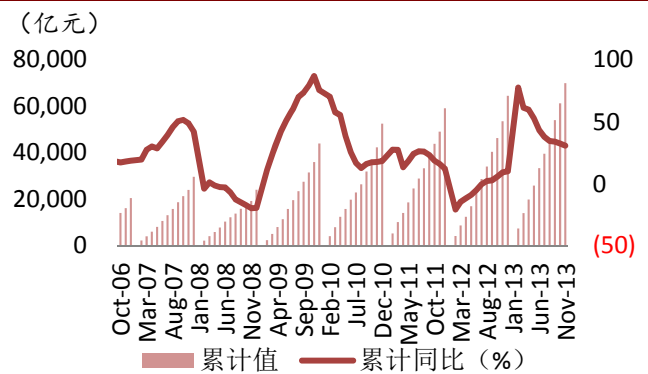
商品房投资稳步增长与居住消费升级支撑地产园林稳健增长。新型城镇化将带动农村人口向城市转移及居民环境品质消费的显著升级, 同时带动商品房需求量的上升。2001-2012年, 全国房地产开发投资保持了较快增长态势, 房地产投资额复合增长率为 25%。其中住宅投资占房地产开发投资比重均在 60%以上, 房地产新开工面积 CAGR 为 45%, 商品房销售面积 CAGR 为 55.3%。我们判断, 房地产开发投资增速在未来 5 年将大概率维持在 15%左右, 同时伴随着居民对楼盘居住品质的日益重视, 绿化景观在地产投资中占比将逐年提升, 地产园林产值也将实现稳步增长。

图 14: 房地产开发投资投资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 15: 商品房销售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

3、“园林城市”建设为园林绿化行业提供发展空间

国家住建部、全国绿化委员会、国家林业局等先后出台了国家园林城市(区)、县城、城镇, 国家森林城市, 全国绿化模范城市(区)、县(市)等称号的评比评审办法, 并以城市街道绿化普及率、达标率、居住区绿化面积、城市公园绿化面积、城市森林覆盖率、人均公共绿地面积、建成区绿化覆盖率等指标作为考察内容, 督促各城市(区、县)改善城市园林化管理, 提高园林绿化水平, 加强节约型、生态型园林绿化建设。截至第十五批国家园林城市认定结果, 共有 225 个城市(区)通过了住建部的验收, 被命名为国家园林城市(区)。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”的理念正被越来越多的城市所接纳, 以创建园林城市为契机, 带动如建设城市绿道、森林公园、湿地公园等城市基础设施建设园林绿化工程的发展。

（四）行业空间

1、地产园林：“生态宜居”需求催生地产园林量价齐升

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的支持，《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。

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，预计至 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 m² 提高到 11.8 m²，年均提高 0.71 m²；再假设 2020 年前该增速不变，以年均提高 0.7 m² 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 亿元，“十二五”期间 CAGR 将达到 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 (m ²)	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 m² 计算（以 2002-2011 年均增长数为标准），每平方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；

（五）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、棕榈、铁汉、普邦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。国内大型民营园林企业尤其是上市园林企业凭借融资优势加速区域扩张，营收快速增长，市场份额迅速上升。2012 年，四家上市园林公司东方、棕榈、铁汉、普邦的营收分别为 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%，其中东方和棕榈的市场份额已超过 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。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。资金管理能力和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，客户在对园林承接考量中更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。棕榈通过收购贝尔高林 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；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。

四、公司主营业务及竞争优势

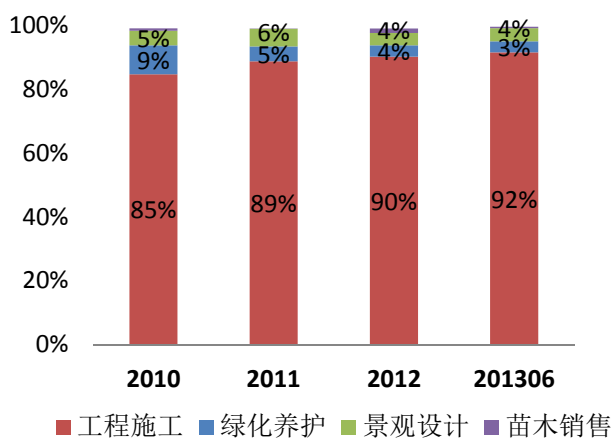
（一）业务结构分析

1、产业链完整，设计实力卓越

公司主营业务由园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销四部分构成，公司拥有集“园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护”为一体的完整产业链，产业链各环节优势互补，协调发展，公司综合竞争力突出。据《中国城市园林绿化行业经营状况调查报告（2010-2011）》统计，公司在全国园林绿化企业综合竞争力排名中位居第5名，且在全国十佳工程、十佳设计、十佳绿化养护企业排名中分别位居全国第2、第5、第3名。

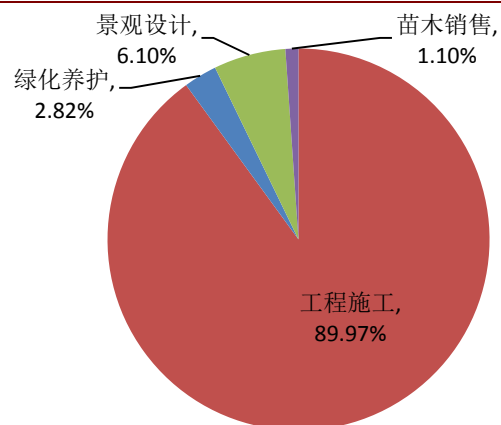
园林工程施工实力强劲。公司主营业务四大板块中，园林工程施工业务为主要收入来源，10、11、12年工程施工收入占比分别为85.46%、89.62%、91.09%，贡献毛利83.45%、86.97%、89.97%；设计和绿化养护为第二、三大业务板块；苗木销售业务对收入贡献较小。

图 16：2010-2013H1 主营业务收入结构



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 17：2012 年主营业务毛利构成

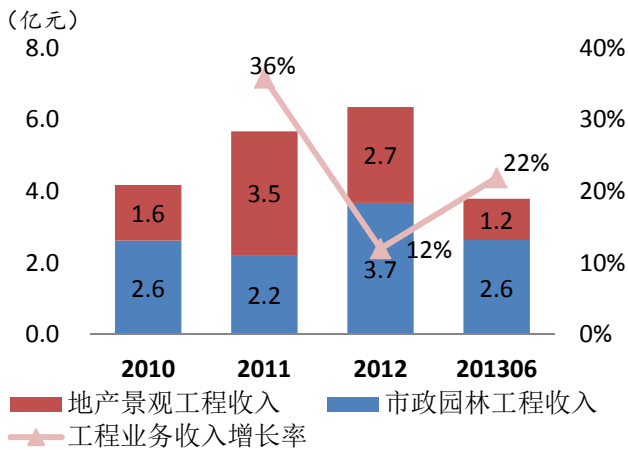


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

2、地产与市政园林业务双轮驱动

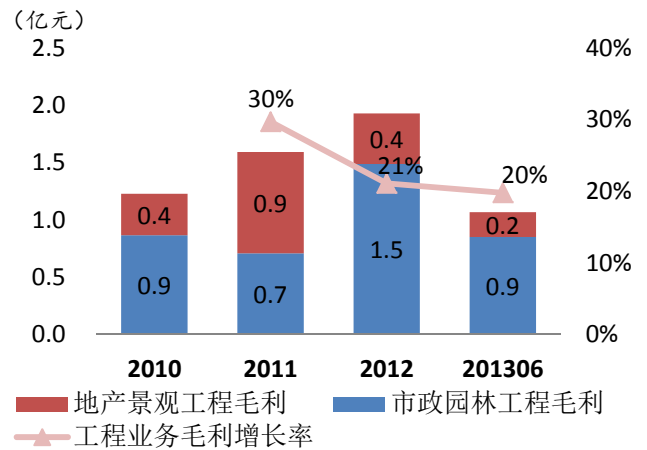
随着园林行业市场容量的快速增长，公司全国跨区域市场战略的快速推进以及品牌影响力的逐步扩大，2010年来，公司承接工程规模不断扩大，营收快速增长。2010-2012年，公司园林工程施工业务收入由4.18亿元上升至6.35亿元，3年复合增长率34.36%；公司签订工程合同金额逐年攀升，10、11、12年和2013年上半年，公司承接工程合同总金额分别达到4.98亿元、6.10亿元、6.78亿元和6.29亿元。

图 18: 2010-2013H1 工程施工收入及增速



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 19: 2010-2013H1 工程施工毛利及增速

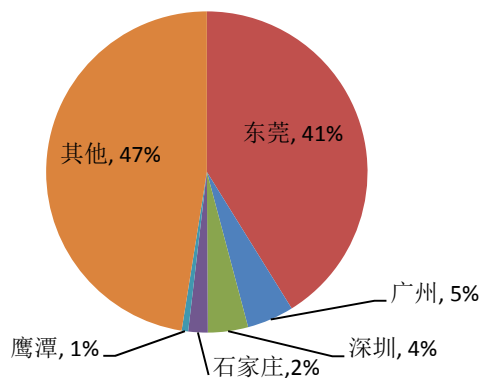


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

(1) 市政园林工程

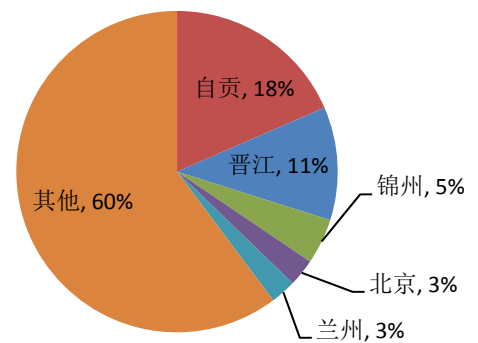
近年来,除了 2011 年由于地产景观工程业务同比 122.68% 的高速增长使得市政园林收入占比降低至 39.12% 外,市政园林工程在园林工程施工收入占比基本保持在 60%~70% 左右,为主要收入来源;2013 年上半年,公司市政园林工程业务收入增长较快,业务收入占比达到 69.53%。2010-2012 年,市政园林工程收入由 2.63 亿元增长至 3.68 亿元,3 年复合增长率为 18.62%。

图 20: 2010 年市政园林工程施工收入区域分布



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 21: 2012 年市政园林工程施工收入区域分布



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

业务由华南向全国拓展。2012 年以前,公司市政工程业务集中于华南地区,东莞是公司市政园林工程最大的收入来源;2012 年,东莞已不在区域收入前 5 之列,公司前 5 大园林业务区域分别为自贡、晋江、锦州、北京、兰州,其中自贡、晋江收入占比分别为 18.48%、11.41%,其余 3 个区域收入占比均不足 5%,前 5 大区域收入占主营收入比例仅 39.77%。公司已基本完成市政工程业务华南主导向全国化布局的转型。

市政 BT 工程业务拓展。自 2012 年,公司开始以 BT 建设项目模式进行业务拓展。截至 2013 年 6 月,公司承建了包括“锦州经济技术开发区道路绿化改造施工工程(一标段滨海路)”、“自贡市釜溪河复合绿道(示范段)工程”及“自贡市汇东公园工程”等 BT 项目。市政 BT 工程业务的拓展将推动公司市政园林业务规模和盈利能力进一步提升。

表 10: 公司承接的代表性市政园林工程项目

序号	项目名称	业主名称	合同金额(亿元)	承接时间
1	釜溪河复合绿道(示范段)工程项目	自贡市高新投资有限公司	1.98	2012年5月
2	博乐市2013年绿化景观建设工程	博乐市阳光城乡投资建设有限责任公司	0.99	2013年4月
3	自贡汇东公园工程项目	四川自贡汇东发展股份有限公司	0.85	2013年2月
4	自贡市西山路片区综合改造工程(盐都植物园工程)/标段投资建设移交项目	自贡市城市建设投资开发有限公司	0.74	2013年8月
5	中央水系岸线景观绿化工程	东莞生态园管理委员会	0.72	2010年1月
6	晋江市世纪大道景观提升工程施工	晋江市市政园林局	0.63	2012年5月
7	通州区永乐店镇2013年平原区造林工程(永乐店镇景观生态林④)	北京市通州区永乐店镇人民政府	0.52	2013年4月
8	深圳大运中心景观绿化工程II标段	深圳市建筑工务署	0.51	2010年5月
9	东莞市绿道网黄江段景观工程-B段及CDEF段	东莞市黄江镇人民政府	0.44	2010年7月
10	大圳埔湿地建设工程	东莞生态园管理委员会	0.31	2009年8月

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 22: 精品市政工程—东莞大圳埔湿地公园


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 23: 精品市政工程—大朗荔香湿地公园


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

(2) 地产景观工程

近年, 公司地产景观工程收入规模快速增长, 2009年, 地产景观工程业务收入仅为0.42亿元, 占工程施工收入比例为15.87%, 至2012年已达2.67亿元, 占比提升至42.12%; 2010年和2011年2年收入增速分别高达273.25%和122.68%; 2010-2012年3年地产景观工程收入CAGR达86.04%。

公司近年来的主要业务客户大多为房地产行业区域龙头或全国性经营的房地产企业, 目前, 公司已与恒大、万科、万达、保利、金融街等全国地产龙头建立良好的客户关系或合作伙伴关系; 2012年, 金融街和恒大地产分别位居公司地产景观工程收入前5大客户第1和第4位。近年, 公司通过打造“广州恒大御景半岛项目”、“成都金碧天下”等精品项目, 赢得了良好的市场口碑, 扩大了品牌知名度。

表 11: 公司承接的代表性地产景观工程项目

序号	项目名称	业主名称	合同金额(亿元)	承接时间
1	兰州新区保障性住房小区绿化景观工程	兰州新区城市发展投资有限公司	0.66	2013 年 2 月
2	武汉万达中心一期及二期 H 片区园林景观工程	武汉武昌万达广场投资有限公司	0.35	2011 年 4 月
3	咸宁公安局小区园林景观工程	武汉市傅友建设集团有限公司	0.31	2010 年 7 月
4	恒大城首期园建工程施工	重庆恒大基宇置业有限公司	0.30	2008 年 2 月
5	华为软件研发中心项目绿化分包工程	华为技术有限公司	0.27	2011 年 5 月
6	重庆恒大金碧天下二期园建景观工程	恒大地产集团江津有限公司	0.21	2010 年 1 月
7	天津一期园林景观风尚英伦标段	天津海尔房地产开发有限公司	0.19	2011 年 9 月
8	华为新科研及软件研发中心项目软质绿化分包工程	华为技术有限公司	0.18	2011 年 3 月
9	泽科·港城国际 32#地块园林景观工程	重庆旭华房地产开发有限公司	0.16	2011 年 7 月
10	广西荣和大地一组团园林工程	广西荣和企业集团有限责任公司	0.15	2010 年 5 月

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 24: 精品地产景观工程—深圳华为新科研中心


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 25: 精品地产景观工程—佛山万科金域蓝湾


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

(3) 市政园林与地产景观业务均衡发展

公司园林工程施工业务收入结构均衡, 截至 2012 年末, 公司市政园林工程和地产景观工程业务收入占工程施工总收入比例分别为 57.88% 和 42.12%; 2013 年上半年, 由于公司市政园林工程项目收入增长较快, 同时受房地产调控影响地产景观工程项目收入减少, 市政园林工程收入占比上升至 69.53%。市政园林与地产景观两大园林工程业务的协调发展, 促进公司园林工程施工业务持续增长。

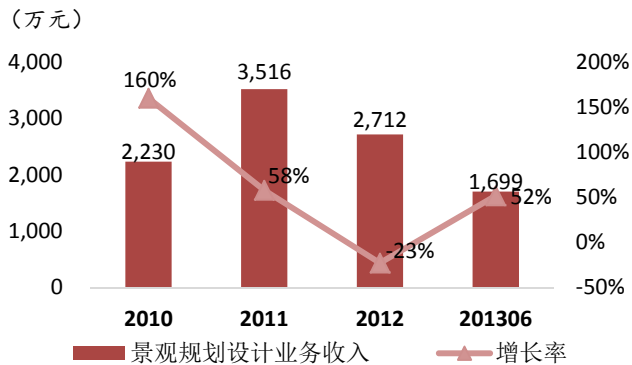
3、景观设计业务

近年, 公司将景观规划设计作为重点发展的业务之一; 公司下属全资子公司“岭南设计”早在 2011 年 1 月就取得了国家住建部颁发的“风景园林工程设计专项甲级资质”证书, 使得公司迈入同时拥有“园林绿化壹级资质”与“风景园林工程设计专项甲级资质”的“双甲”园林绿化企业行列, 为公司景观规划设计业务规模的持续快速发展奠定稳固基础。此外, 公司凭借强大的园林施工能力带动工程业务市场规模不断扩大, 为景观规划设计业务的持续增长提供更多产业链支持与发展空间。

公司设计业务收入规模在 10、11 年经历了高速增长后, 12 年有所下降, 13 年上半年设计

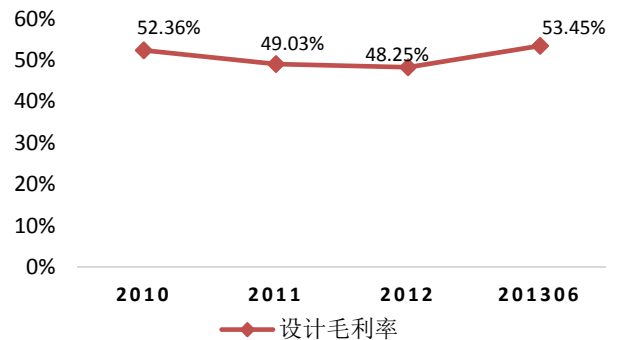
业务收入回升，同比增长 51.53%。10、11、12 年，公司设计业务收入分别为 0.22 亿元、0.35 亿元、0.27 亿元，3 年复合增速 46.71%。设计业务毛利率总体平稳，13 年上半年毛利率较 12 年有显著提升，达 53.45%，2010-2012 年 3 年平均毛利率为 49.88%。

图 26: 2010-2013H1 设计业务收入及增速



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 27: 2010-2013H1 设计业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

4、绿化养护行业领先

绿化养护是园林绿化行业未来发展的一个重要方向，随着我国城市建设的不断完善，绿化养护面积将不断增加，市场空间广阔。公司拥有一支成熟的养护管理队伍，具有丰富的养护管理经验，可以很好地满足市政园林或地产景观等各类客户对绿化养护管理的需求。据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》2008-2009 年度和 2009-2010 年度统计，在园林绿化养护产值排名中，公司分别位居第 6 和第 4 名；在 2010-2011 年度统计中，公司位居全国十佳园林养护企业第 3 名。公司已逐渐发展成为全国最大的绿化养护企业之一。

公司借助绿化养护业务合同周期长、收入稳定、回款相对较快的特点，一定程度上改善了现金流情况和收入结构，减少了因市场波动对主营业务收入的影响，使收入更加持续平稳；同时养护业务为公司培养了高素质的园林管理专业队伍。近年来，公司承接的“东莞大道”、“松山湖科技产业园”、“大朗镇主干道路”、“东部快速路西段”等绿化养护项目得到了业主与社会的高度评价，创造了良好的经济效益、社会效益和生态效益。

图 28: 东莞大道项目



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

表 12: 公司承接的代表性绿化养护项目

序号	项目名称	业主名称	合同金额(元)	承接时间
1	东部快速路路段绿化养护	东莞市城市综合管理局	12,192,090.48	2012 年 12 月
2	常平镇环常路、东深路、东平大道、旗岭路绿化养护项目	东莞市常平镇人民政府城市综合管理局	6,805,395.90	2012 年 8 月
3	晋江市新建道路绿化养护管理服务	晋江市市政园林局	4,678,892.40	2012 年 8 月
4	广东欧珀移动通信有限公司绿化养护	广东欧珀移动通信有限公司	1,396,500.00	2012 年 3 月
5	东莞市松山湖科技产业园区绿化养护承包合同（第六标：滨湖路、中心区）	东莞松山湖科技产业园区社会事务管理局	7,537,204.80	2011 年 3 月
6	东莞市大朗镇部分绿化养护及大朗绿道清扫保洁项目	东莞市大朗镇政府采购中心	4,677,662.42	2011 年 6 月
7	凤岗镇园林绿化养护工程	东莞市凤岗镇人民政府	4,273,532.48	2011 年 5 月
8	大朗主干道道路绿化养护	东莞市大朗镇公用事业服务中心	11,635,681.80	2009 年 1 月

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

（二）竞争优势

1、品牌优势突出

公司自成立以来一直重视企业信誉与工程质量，全力推行品牌战略；坚持以客户为中心，快速响应客户需求，为客户提供高品质的服务。公司凭借优异的经营业绩和一批精品工程赢得了良好的市场口碑和社会的广泛认可，多个项目先后荣获省市级及国家级大奖，并先后当选为东莞市园林绿化行业协会首任理事长单位、广东省风景园林协会副会长单位。公司先后荣获“广东省优秀园林企业 20 强”、“中国园林绿化行业优秀企业”、“全国城市园林绿化企业 50 强”、“中国风景园林学会奖——优秀管理奖”、“年度十佳设计机构”、“中国园林绿化 AAA 级信用企业”、“2012 年度全国城市园林绿化企业 50 强”等荣誉。据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》统计，在 2009、2010 和 2011 年全国园林绿化企业综合竞争力排名中，公司分别位居第 4、第 6、第 5 名。品牌优势有助于提升公司承揽业务尤其是大型项目的竞争力，也有利于公司实现区域快速扩张。

表 13: 公司获得的主要社会荣誉

时间	公司历年所获荣誉	授予单位
2013 年	2012 年度全国城市园林绿化企业 50 强	中国花卉报社等
	2012 年度中国园林绿化行业优秀企业	中国工程建设行业协会
	中国园林绿化 AAA 级信用企业	中国工程建设行业协会/北京国信联合信用管理有限公司
	广东省风景园林协会副会长单位	广东省风景园林协会
	年度十佳设计机构	中国建设报社/国际园林景观规划设计行业协会
	中国风景园林学会奖——优秀管理奖	中国风景园林学会

2012年	广东园林学会先进集体	广东省园林协会
	2010-2011年度中国城市园林绿化综合竞争力百强企业	中国风景园林网、中国花卉园艺与园林绿化行业协会等
2011年	2009-2010年度广东省优秀园林企业	广东省风景园林协会
	2009-2010年度广东省二十强优秀园林企业	广东省风景园林协会
2010年	守合同重信用企业	东莞市工商行政管理局
	2010年度中国园林绿化行业优秀企业	中国工程建设行业协会
2009年	2008年度全国城市园林绿化企业50强	中国风景园林学会等
	广东省风景园林企业20强企业	广东省风景园林协会
	广东省优秀园林企业	广东省风景园林协会
	东莞市农业龙头企业	东莞市农业局

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

公司致力于打造精品工程，2009年以来，公司承建的“大朗荔香湿地公园工程”、“中国（济南）第七届国际园林花卉博览会“东莞园”工程项目”、“寮步市民广场景观工程”等工程项目相继荣获国家级大奖，为公司树立了优秀的品牌形象，赢得良好的市场口碑，为公司进一步开拓市场奠定基础。

表 14：公司承建的部分工程项目获奖情况

时间	项目名称	所获荣誉	授予单位
2013	东莞市绿道网总体规划	“艾景奖”第三届国际园林景观规划设计大赛--年度十佳设计奖	国际园林景观规划设计行业协会/中国建设报社
	九龙湖生态湿地公园一期工程设计	“艾景奖”第三届国际园林景观规划设计大赛--年度十佳设计奖	国际园林景观规划设计行业协会/中国建设报社
	珠海富华里都市中心综合体	“艾景奖”第三届国际园林景观规划设计大赛--年度十佳设计奖	国际园林景观规划设计行业协会/中国建设报社
	佛山万科金域蓝湾景观绿化工程	优秀园林绿化工程金奖	中国风景园林学会
	深圳华为新科研及软件研发中心项目景观绿化工程	优秀园林绿化工程金奖	中国风景园林学会
	2012	大圳埔湿地公园建设工程	广东园林优秀作品
2012	中航城·国际社区住宅公园景观工程	2011-2012年度广东省优秀园林“居住小区绿化”银奖	广东省风景园林协会
	深圳大运中心景观工程II标段	优秀园林工程金奖	中国风景园林学会
	武汉万达中心一期及二期H片区园林景观工程	优秀园林工程金奖	中国风景园林学会
	大圳埔湿地建设工程	2011-2012年度广东省风景园林优良样板工程金奖	广东省风景园林学会
2011	南宁市荣和大地一组团园林一标景观工程	优秀园林绿化工程金奖	中国风景园林学会
	成都市青羊绿舟·绿岭B区景观工程（一标段）2、3、5、6号楼	优秀园林绿化工程金奖	中国风景园林学会
	东莞市南城周溪社区环境优化设计	第一届优秀风景园林规划设计	中国风景园林学会

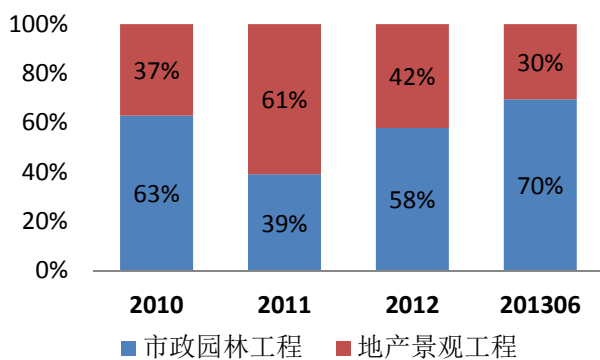
规划设计	计三等奖	
深圳大运会场馆	大运会场馆工程建设突出贡献奖	深圳第26届世界大学生夏季运动会场馆工程建设与保障指挥部
大朗荔香湿地公园工程	2010年度优秀园林工程金奖	中国风景园林学会
重庆恒大城首期园建工程	广东省2009年度优秀园林工程银奖	广东省风景园林学会
2010 中国(济南)第七届国际园林花卉博览会“东莞园”工程项目	园博会综合类金奖,同时囊括设计、施工、植物配置、建筑小品四项大奖	第七届中国(济南)国际园林花卉博览会组委会
2009 大朗荔香湿地公园工程	2009年度风景园林优良样板工程金奖	广东省风景园林协会

资料来源:招股说明书,宏源证券研究所

2、市政地产业务均衡发展,抗风险与可持续发展能力强

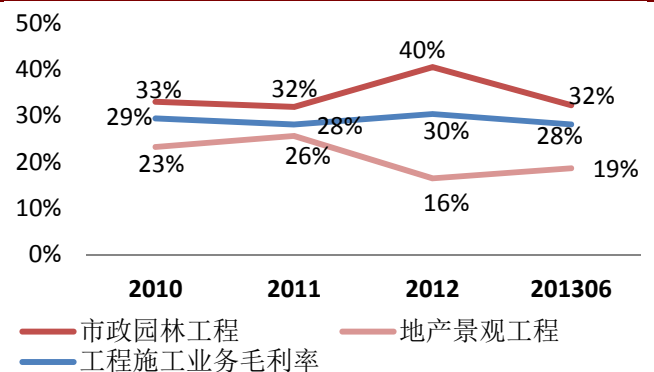
园林行业内少数市政园林业务与地产景观业务均衡发展的企业之一,抗风险能力与可持续发展能力强。相较于行业内绝大多数以市政或地产某一方面为主的倾向性发展模式,公司均衡发展的模式使公司不必依赖于单一项工程业务,受政策或市场影响更小,从而有效降低经营风险,保障公司持续快速发展。2010年以来,公司市政园林业务与地产景观业务均衡发展,除了2011年地产景观业务超规模发展导致市政业务收入占比下降至39%外,市政业务收入约占到60%~70%,地产业务约占30%~40%。

图 29: 2010-2013H1 园林工程收入构成



资料来源:招股说明书,宏源证券研究所

图 30: 2010-2013H1 市政与地产园林毛利率



资料来源:招股说明书,宏源证券研究所

市政业务贡献高收入高毛利,地产景观业务快回款拓品牌。市政园林项目具有投资大、单位面积造价低、毛利率高、回款周期长等突出特点。2010年-2013上半年,公司市政园林工程业务贡献主要收入,平均毛利率达34.42%,高于地产景观工程业务超过10pct。而地产业务回款速度较快,有助于提升公司资金周转效率;精品地产景观工程的打造也为公司带来更大的品牌知名度。市政园林工程与地产景观工程两大业务板块均衡发展,促进公司工程施工业务持续增长,为公司长期稳定发展奠定基础。

3、设计施工一体化,承接大型项目能力强

公司坚持走专业化经营、产业化发展之路,依靠设计施工一体化优势,形成了集园林景观规划设计、园林工程施工、园林绿化养护及苗木产销等为一体的完整产业链,为客户提供全面的专业化服务,有利于主营业务在市政园林与地产景观两大业务板块间相互延伸,增

强公司业务承揽能力。公司将设计理念与工程施工相结合，有助于打造精品工程、提升客户满意度，形成差异化服务。据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》2008-2009年度、2009-2010年度和2010-2011年度统计，公司大型项目施工能力排名均为第3名。

设计施工一体化提高工程效率，降低工程成本。设计施工一体化有助于公司充分发挥自身资源整合能力，在设计方案与工程施工中更多的使用自有苗木资源及已有原材料供应渠道资源，有助于降低工程成本；同时可避免设计施工相悖引起的工期延长等诸多问题，从而提高工程效率，保证项目品质，进而提升综合利润率。

2010年以来，公司独家设计并施工的代表性项目包括中国（济南）第七届国际园林花卉博览会“东莞园”工程、重庆珠江太阳城园林景观工程、成都国色天乡水上乐园项目绿化工程、甘肃省军区0九一工程等，这些优秀工程项目的成功承接都是公司具有较强的设计施工一体化能力的有效印证。

图 31: 成都国色天乡水上乐园项目护城河



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 32: 成都国色天乡水上乐园项目景区主路口



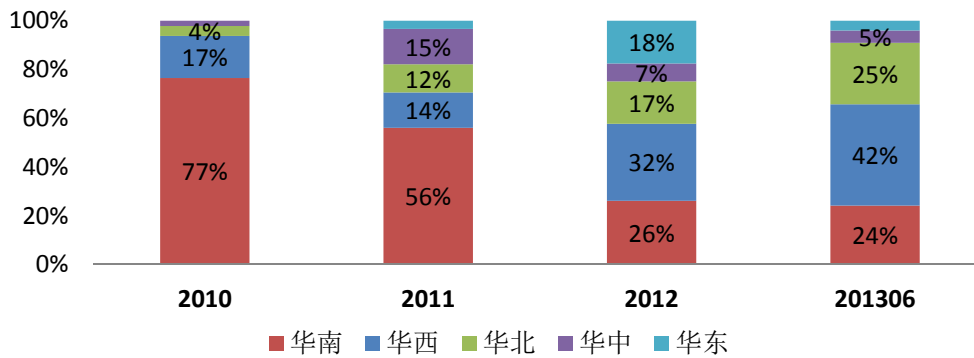
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

4、省外收入占比持续提升

公司坚持跨区域经营，不断在全国范围内拓展业务，经过多年在市场开拓、管理模式、人才培养等方面的探索与经验积累，已充分具备了跨区域的经营能力。截至2013年，公司已相继在深圳、广州、北京、重庆、惠州、天津、锦州、兰州、海南、青岛、马鞍山、新疆、贵州、泰安等14个地区设立分公司，分支机构遍布全国。

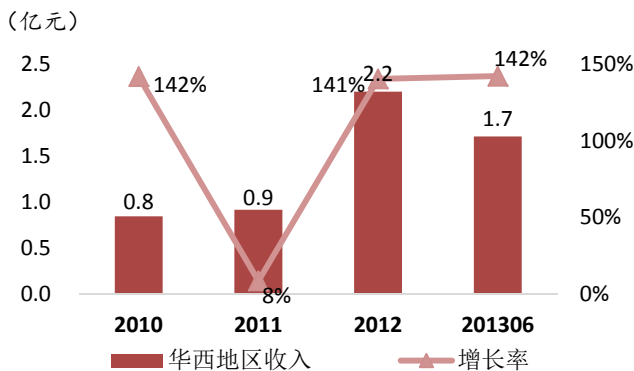
巩固优势业务领域的同时实现省外业务快速增长。近年，公司在巩固和发展广东省内业务的同时，实现了省外业务的快速增长。2010年以来，公司在华南地区收入有所下降，而华南以外地区收入快速攀升，由2010年的仅1.15亿元至2012年已达5.15亿元，2010-2012年3年CAGR高达113%，推升华南以外地区收入占比由2010年的23.50%上升至2012年的73.87%；尤其是华西和华北地区，2012年，两地区年收入已分别突破2亿元和1亿元，收入占比分别达31.61%和17.39%。省外业务的快速增长改变了公司2012年前华南地区为主要收入来源占比超过50%的情况，公司已逐步展开华南、华北、华中、华西等区域同步发展的全国化布局。

图 33: 2010-2013H1 主营业务收入区域占比结构图



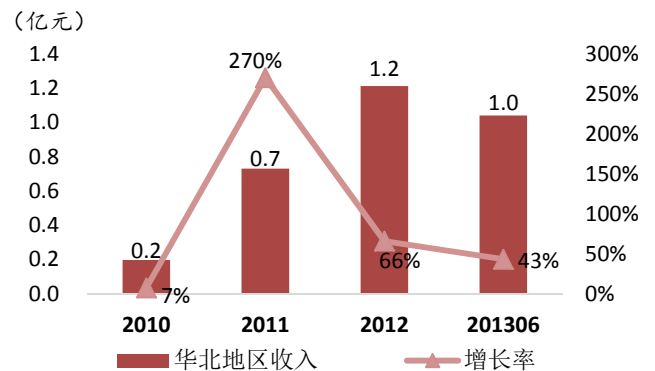
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 34: 2010-2013H1 华西地区收入及增速



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 35: 2010-2013H1 华北地区收入及增速



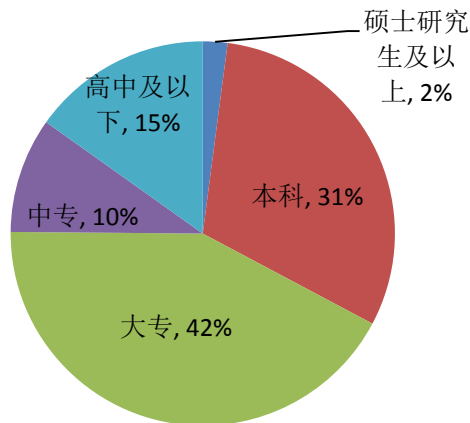
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

公司跨区域经营能力可有效提高公司内部资源配置效率, 充分发挥规模化与产业化的优势; 与此同时, 均衡市场业务, 分散业务区域集中可能带来的经营风险, 且可一定程度上消除季节性因素对公司工程业务的影响; 跨区域经营的能力亦有助于强化公司品牌优势, 有助于提升公司综合竞争力。

5、专业人才优势

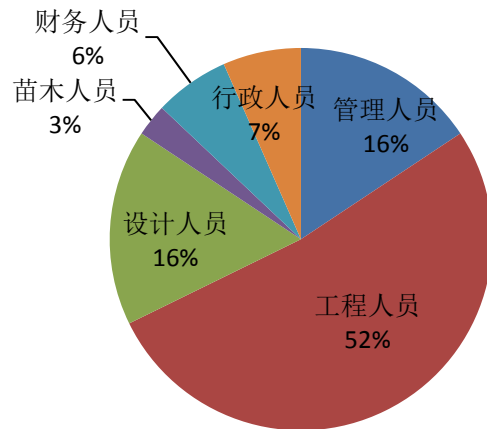
公司自创立之初就将人才摆在企业发展的重要位置, 经过多年的发展, 在人才的选、用、育、留等方面形成了一套科学有效的人才观念, 并通过设立“岭南园林奖学金”及建立实训基地等方式与浙江农林大学园林学院、仲恺农业工程学院等高校建立了良好的校企合作关系, 为引进优秀专业人才奠定了良好基础。伴随业务规模的不断扩大, 公司员工人数逐年增长, 2010-2012年, 公司人数已由 592 人增加至 793 人, 其中工程人员与设计人员占比居前两位, 截至 2013 年 6 月, 分别为 52.07% 和 16.58%。公司目前拥有技术管理人员近千名, 其中, 中高级职称 200 多名, 国家注册结构师、建筑师、一二级建造师 40 多名, 资深优秀项目经理 60 多名。

图 36: 截至 2013 年 6 月公司员工受教育程度



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 37: 截至 2013 年 6 月公司员工专业结构



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

此外, 公司着力于人才的培养与发展, 全力为员工打造良好的事业平台, 提供广阔的发展空间和具有行业竞争力的薪酬福利待遇, 并营造良好的企业文化氛围。2010 年 7 月, 公司通过增资扩股, 将一批业务骨干和公司高管发展成为公司股东, 有利于提高管理团队和骨干员工的积极性, 保持管理团队和人才队伍的稳定, 为公司实现持续、稳定、快速发展提供了重要保障。截至 2013 年 6 月 30 日, 公司在册职工总数为 772 人, 其中研究生 16 人、大学本科 237 人、大专学历 327 人, 大专及以上学历占比达 75.13%。

五、募投项目分析

公司募集资金拟投资于“园林工程施工项目营运资金需求”、“四川省泸县得胜镇高端苗木生产基地建设”、和“湖北省荆州市监利县苗木生产基地建设”三个项目。

表 15: 募集资金投向

序号	项目名称	拟使用募集资金额 (万元)	募集资金使用计划 (万元)		
			第一年	第二年	第三年
1	园林工程施工项目营运资金需求	9,000.00	根据园林工程施工业务所需使用该笔资金		
2	四川省泸县得胜镇高端苗木生产基地建设	5,500.00	5,300.00	100.00	100.00
3	湖北省荆州市监利县苗木生产基地建设	6,500.00	6,100.00	200.00	200.00
合计		21,000.00	-	-	-

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

补充园林工程业务运营资金, 支持园林工程业务持续快速增长。园林行业资金密集型的特点决定了企业对运营资金的需求较大, 随着公司经营规模的不断扩大, 公司对运营资金的需求日益提高, 为保障公司业务规模的持续扩张, 实现主营业务收入与利润每年同比增长 30% 以上的经营目标, 公司迫切需要增加工程项目配套资金以支持业务的快速扩张。上市前, 公司主要通过加大财务杠杆、提高资金使用效率、提高收款效率等方式解决运营资金需求, 但长期来看单纯依赖上述方式很难满足公司业务持续、快速增长对资金的需求。公司拟将募集资金中的 9,000 万元用于补充园林工程业务的运营资金, 以支持公司园林工程业务持续快速增长。

苗木基地建设保障区域扩张，强化公司完整产业链优势。近年公司园林工程业务跨区域经营范围不断扩展，公司承建的许多园林工程项目施工过程中对大规格、高品质苗木材料的需求也在不断增大。因而，公司拟利用本次发行募集资金在四川和湖北两地投资新建苗木生产基地，以满足园林工程施工业务需要。此外，苗木基地的建设还将有利于各项业务的相互延伸和发挥协同效应。充足的苗木储备给予设计方案更多的选择，在工程项目的设计方案中适当增加自有绿化苗木的使用量，可以有效降低工程项目的施工成本，同时也可避免因苗木供应不及时而导致的工期延长，从而提高施工效率，确保项目质量，进而提升公司整体的毛利率。

六、盈利预测

1、营业收入预测

我们预计，公司园林工程收入未来3年将保持相对平稳。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
营业收入	492.41	637.99	702.81	805.16	1079.50	1394.54
增长率	57.21%	29.56%	10.16%	14.56%	34.07%	29.18%
市政园林工程（百万元）	262.59	221.85	367.55	507.22	689.82	910.56
增长率		-15.51%	65.68%	38%	36%	32%
地产园林工程（百万元）	155.03	345.22	267.44	221.98	295.23	374.94
增长率		122.68%	-22.53%	-17%	33%	27%
绿化养护收入（百万元）	44.90	29.80	25.16	27.42	31.54	34.69
增长率	18.77%	-33.61%	-15.59%	9%	15%	10%
景观规划设计收入（百万元）	22.30	35.16	27.12	38.78	52.35	62.83
增长率	159.58%	57.68%	-22.87%	43%	35%	20%
苗木销售收入（百万元）	3.87	0.72	9.80	4.02	4.82	5.79
增长率	1004.92%	-81.51%	1270.82%	-59%	20%	20%
其他收入(百万元)	3.73	5.24	5.75	5.75	5.75	5.75
增长率		40.33%	9.73%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、分项毛利率水平预测

我们预计，景观规划设计等高毛利率业务未来随着竞争加剧毛利率则略有下降，整体来看公司综合毛利率保持相对平稳。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
综合毛利率	30.21%	28.95%	30.78%	30.39%	30.22%	30.08%
市政园林工程	33.01%	31.90%	40.49%	33.50%	33.20%	33.00%
地产园林工程	23.27%	25.63%	16.47%	20.00%	20.00%	20.00%
绿化养护	26.00%	21.46%	24.06%	25.00%	25.00%	25.00%
景观规划设计	52.36%	49.03%	48.25%	53.00%	52.00%	51.00%
苗木销售	25.95%	32.08%	24.02%	24.00%	23.00%	22.00%
其他成本	44.53%	30.18%	34.61%	34.61%	34.61%	34.61%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

3、期间费用率及税率预测

我们预计, 公司随着规模效应缓步体现, 未来管理费用率稳步下降同时财务费用率也将逐步下行。

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	8.63%	8.52%	9.52%	9.90%	9.60%	9.40%
财务费用率	0.68%	0.94%	2.29%	2.01%	1.47%	1.34%
实际所得税率	25.92%	25.08%	17.45%	16.50%	16.00%	15.50%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

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 9572.01 万元、1.35 亿元、1.78 亿元, 复合增长率为 29.28%, 2013/14/15 年 EPS 分别为 1.14、1.61、2.13 元。

七、风险因素

- 1、地产园林是公司的重要收入来源, 占公司营业收入的 30% 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。

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	638	703	805	1,080	1,395	货币资金	90	71	81	108	139
营业成本	453	486	560	753	975	存货	261	358	392	527	683
毛利率	28.9%	30.8%	30.4%	30.2%	30.1%	应收账款	190	254	268	359	464
营业税金及附加	24	24	27	37	47	其他流动资产	17	16	18	24	31
营业费用	0	0	0	0	0	流动资产	558	699	759	1,019	1,317
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产	17	20	32	39	45
管理费用	54	67	80	104	131	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	8.52%	9.52%	9.90%	9.60%	9.40%	无形资产	0	0	0	0	0
财务费用	6	16	16	16	19	其他长期资产	11	151	252	364	486
财务费用率	0.94%	2.29%	2.01%	1.48%	1.35%	非流动资产	28	171	285	403	532
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	586	870	1,043	1,421	1,849
营业利润	95	99	114	160	210	短期借款	135	260	307	254	410
营业利润率	14.97%	14.13%	14.16%	14.79%	15.08%	应付账款	154	214	241	324	419
营业外收入	3	1	1	1	1	其他流动负债	49	67	89	120	154
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	339	540	637	698	983
利润总额	98	100	115	160	211	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	25	17	19	26	33	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	25.1%	17.4%	16.5%	16.0%	15.5%	非流动性负债	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	339	540	637	698	983
归属于母公司股东的净利润	73	83	96	135	178	股本	75	75	75	83	83
净利率	11.49%	11.74%	11.89%	12.48%	12.79%	资本公积	53	53	53	254	254
每股收益(元)(摊薄)	0.88	0.99	1.14	1.61	2.13	股东权益合计	247	330	406	723	865
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						负债股东权益总计	586	870	1,043	1,421	1,849

现金流量表						主要财务指标					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	73	83	96	135	178	增长率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	营业收入	29.56	10.16	14.56	34.07	29.18
折旧和摊销	3	6	4	5	5	营业利润	14.29	4.02	14.75	40.06	31.71
营运资金变动	-128	-236	-8	-129	-150	净利润	19.70	12.60	15.98	40.73	32.40
其他	11	27	24	26	31	利润率(%)					
经营现金流	-40	-121	115	37	65	毛利率(%)	28.95	30.78	30.39	30.22	30.08
资本支出	-7	-7	-18	-13	-13	EBIT Margin(%)	16.73	17.89	17.09	17.22	17.28
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin(%)	17.20	18.71	17.53	17.66	17.65
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率(%)	11.49	11.74	11.89	12.48	12.79
其他	0	0	-100	-110	-121	回报率(%)					
投资现金流	-7	-7	-118	-123	-134	净资产收益率(%)	29.68	28.63	26.03	23.86	22.46
发行股票	0	0	0	209	0	总资产收益率(%)	12.51	11.34	10.01	10.93	10.91
负债变化	103	125	47	-53	156	其他(%)					
股息支出	-5	-15	-19	-27	-36	资产负债率(%)	57.83	62.12	61.08	49.14	53.18
其他	-2	-6	-16	-16	-19	所得税率(%)	25.08	17.45	16.50	16.00	15.50
融资现金流	97	104	12	113	101	股利支付率(%)	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金净增加额	49	-24	9	27	32						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

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	分机号	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。