

日期: 2014年1月10日

行业: 土木工程建筑业



王昊

021-53519888-1957



wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

IPO 报价区间 RMB7.64~9.16 元
上市合理定价 RMB 20.52~24.62 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	25.00
发行后总股本 (百万股)	100.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	中信建投证券

主要股东 (IPO 前)

尹洪卫	58.09%
上海长袖投资有限公司	17.93%
冯学高	9.00%
吴文松	3.03%

收入结构 (13H1)

市政园林工程收入	63.77%
地产景观工程收入	27.95%
景观规划设计收入	4.11%
绿化养护收入	3.44%
苗木销售收入	0.46%

报告编号: WH14-NSP04

首次报告日期: 2014/01/10

借政策东风加速扩张的南派园林典范

■ 投资要点:

打通全产业链 为南派园林代表性企业

公司目前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主营业务。已获得“城市园林绿化壹级资质”和“风景园林工程设计专项甲级资质”，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。为国内园林绿化行业的领先企业之一，企业综合竞争实力位居同行业前茅。

受益政策红利 未来发展有望加速

“十二五”期间中国生态环保投入将达到 3.4 万亿元，城镇化进程的不断推进和房地产市场的发展将带动园林绿化市场的发展。公司上市后，将解决资金和苗木瓶颈，强化其对 BT 项目的拿单能力，提升品牌形象，有望进入加速发展期。

公司在行业内竞争优势明显

公司的竞争优势有：1) 较强的抗风险能力和可持续发展的优势；2) 较强的设计施工一体化能力的优势；3) 跨区域经营能力优势。

上市 6 个月内的估值区间为 20.52-24.62 元

我们认为给予公司 13 年每股收益 24 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 20.52-24.62 元，相对于 2012 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 24.86-29.83 倍。

建议询价区间为 7.64-9.16 元

由于新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 2500 万股新股，则公司总股本为 10000 万股，公司本次募集资金额为 2.10 亿元，据此推算发行价格为 8.40 元，据此推算折扣率为 62.78%，假设以 8.40 元作为询价中枢的话，考虑 20% 的询价区间，我们建议设定询价区间为 7.64-9.16 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	702.81	800.27	986.33	1,314.33
年增长率	10.16%	13.87%	23.25%	33.25%
归属于母公司的净利润	82.53	94.04	135.60	166.20
年增长率	12.60%	13.94%	44.20%	22.56%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.83	0.94	1.36	1.66

注: 有关指标按最新总股本计算 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

公司目前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主营业务。

经过改革开放三十多年的经济快速发展，我国的园林业得到了长足的发展，成为社会主义现代化建设的重要行业之一。随着我国城镇化进程的不断推进，园林绿化行业将随之进入加速发展的黄金期。据国家统计局统计，截至 2011 年底，我国城市绿地面积达到 2,134,339 公顷，城市公园绿地 441,276 公顷，建成绿化覆盖率 38.6%。

1.2 行业增长前景

2012 年 11 月，中国共产党第十八次全国代表大会报告提出“要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，实现中华民族永续发展。”党的十八大报告将推进生态文明建设独立成篇集中论述，并系统性提出了今后五年大力推进生态文明建设的总体要求，强调要把生态文明建设放在突出地位，要纳入社会主义现代化建设总体布局。报告指出，“十二五”期间中国生态环保投入将达到 3.4 万亿元。

城镇化进程的不断推进和房地产市场的发展将带动园林绿化市场的发展，“园林城市”建设为园林绿化行业提供发展空间，此外，园林绿化“三分建，七分管”，绿化养护管理是园林绿化行业远期的重要支撑点。

1.3 行业特点

我国的园林绿化行业呈现以下特点：（1）资金密集特征，园林企业在项目施工和养护管理过程中占用了大量运营资金。（2）生产经营活动主要依靠大量劳动力的使用，必须保留或采用大量的人工作业。因此，园林工程施工企业具有劳动密集型的特征。（3）园林绿化产业发展与经济发展水平和经济发展周期具有一致性，也会随着房地产市场的调控周期进行波动。

（4）苗木的种植与苗木资源在园林工程施工中的配置受季节性影响。（5）区域性特征：我国幅员辽阔，各地区之间经济发展不平衡，我国园林绿化行业的发达程度在东部、中部和西部之间具有明显的差异。

1.4 行业竞争结构及公司地位

根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2010-2011 年度）》显示，经过近 20 年的发展，目前我国园林绿化行业的企业数量大致在 16,000 家左右，具有城市园林绿化壹级资质的企业共有 800 余家。园林绿化行业

的行业竞争特征主要有以下几方面：(1) 行业整体集中度低，有竞争力的大型企业数量较少，(2) 区域竞争为主，只有少数公司具备跨区域经营能力，(3) 质量和品牌是竞争中的关键因素。

在 2009 年、2010 年和 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 名、第 6 名、第 5 名。公司是集园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等为一体的，具有丰富的大中型项目施工经验和跨区域经营能力的综合性园林绿化企业。同时也是园林绿化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，具有良好的抗风险能力和可持续发展能力。

1.5 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：

(1) 业务均衡发展，具有较强的抗风险能力和可持续发展的优势：由于市政园林项目和地产景观项目具有不同的特点，目前行业内大多数企业均选择以市政园林或地产景观某一方面为主的倾向性发展的模式，若政府公共投资减少或房地产市场低迷时，此种模式的企业受政策与市场影响较大，抗风险能力相对较弱。公司在市政园林业务与地产景观业务实现了并行均衡发展，市政园林项目为公司贡献了较高的业务收入和毛利率，而地产景观园林项目为公司带来了更快的回款速度和更高的品牌知名度。

(2) 具备较强的设计施工一体化能力的优势：公司坚持走专业化经营、产业化发展之路，已经形成了集园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护等为一体的产业链，各项业务优势互补，协调发展，既实现了企业经营的效益，又提升了企业的综合竞争力。

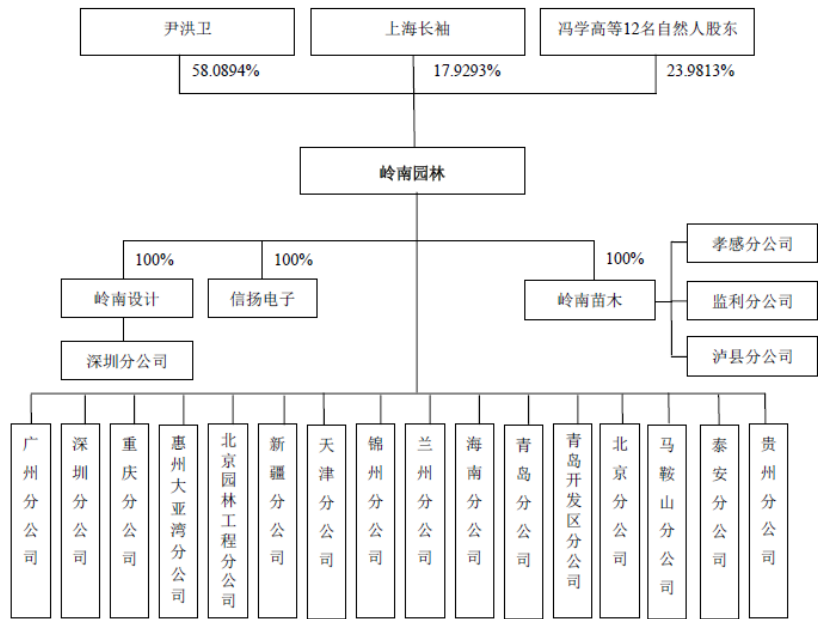
(3) 跨区域经营能力优势：跨区域经营是对企业营销能力、管理能力、人力资源储备及培养能力等的严峻考验，公司自成立以来一直坚持跨区域经营，不断在全国范围内拓展业务，通过多年来的市场开拓、经验积累、管理模式探索以及人才培养，已经充分具备了跨区域的经营能力。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

岭南园林由岭南建设依法整体变更设立，公司发起人股东包括尹洪卫等 14 名自然人和上海长袖 1 名法人。实际控制人为尹洪卫。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等主营业务，已获得“城市园林绿化壹级资质”和“风景园林工程设计专项甲级资质”，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。经过十余年的不断努力，公司在市政园林工程和地产景观工程两大类业务方面实现了并行均衡发展，具备了较强的大型园林工程施工能力、景观规划设计能力和跨区域经营能力，发展成为国内园林绿化行业的领先企业之一，企业综合竞争实力位居同行业前茅。

2010年-2013年1-6月，公司主营业务分别实现营业收入4.89亿元、6.33亿元、6.97亿元和4.12亿元，主营业务突出，分别占到了全部收入的99.24%、99.18%、99.18%和99.73%。园林工程施工收入、绿化养护收入和景观规划设计收入是主营业务收入的主要来源，近三年一期，该三项业务收入合计占主营业务收入的比例分别为99.21%、99.89%、98.59%和99.54%。

表 1: 公司按产品分类的营业收入情况 (万元)

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
园林工程施工	63,498.72	90.35%	56,706.59	88.88%	41,761.96	84.81%
绿化养护	2,515.76	3.58%	2,980.46	4.67%	4,489.50	9.12%
景观规划设计	2,711.99	3.86%	3,516.05	5.51%	2,229.80	4.53%
苗木销售	980.17	1.39%	71.50	0.11%	386.72	0.79%
其他业务	574.81	0.82%	524.01	0.82%	373.17	0.76%
合计	70,281.45	100.00%	63,798.61	100.00%	49,241.15	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2.3 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于以下项目：

表 2：公司的募集资金项目计划概况

序号	项目名称	建设期	预计投资总额 (万元)	运用募集资金 总额 (万元)	内部收益率	静态投资回 收期
1	园林工程施工项目运营资金需求	-	9,000.00	9,000.00	-	-
2	四川省泸县得胜镇高端苗木生产基地建设	1 年	5,500.00	5,500.00	29.45%	4.55 年
3	湖北省荆州市监利县苗木生产基地建设	1 年	6,500.00	6,500.00	29.00%	5.49 年
合计			21,000.00	21,000.00		

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

按照发行 2,500 万股，每股需募集资金 8.40 元

园林工程施工项目运营资金需求

园林绿化行业内的各个项目的各个领域，从前期项目招标、景观设计、工程原材料采购，到工程施工、项目维修质保、园林绿化养护等各个业务环节，都需要资金支持，而发包方对园林工程结算和园林企业对上游材料提供商的结算存在时间差异，导致园林企业在项目施工和养护管理过程中占用了大量运营资金。另外，随着国内市场竞争的加剧及园林行业的发展，资金实力已成为国内园林企业承揽项目和实施运作的重要条件之一。上述客观情况决定了园林行业具有资金密集型的特征。因此，资金实力和融资能力决定了公司承建工程项目的规模。公司近几年的资金实力已经无法适应公司业务规模快速增长的需求，资金不足已成为当前制约公司业务发展的主要瓶颈。

四川省泸县得胜镇高端苗木生产基地建设

苗木生产基地的建设将有助于提升公司的跨区域竞争能力。华西地区的市政园林建设正进入一个新的投资建设期，苗木资源也将成为新的投资热点。华西地区的大、中、小城市乃至乡镇园林绿化都在逐步进行改造，重庆、昆明等大型城市计划未来加大投入打造生态城市，实现可持续发展。华西区域还将建设一批大型生态公园、湿地公园、江河堤岸生态保护项目等公共绿化事业项目。同时，该区域房地产业的发展也将对苗木资源产生大量需求。

湖北省荆州市监利县苗木生产基地建设

预计未来三年后，公司在华中及周边区域的苗木资源需求总量将超过 5,000 万元，项目建成后，将可以充分保障园林工程施工业务的快速发展对苗木的大量需求。项目采用的容器育苗技术成果和项目环保措施切实可行，符合环境保护和农业可持续发展要求。

三、财务状况和盈利预测

3.1 综合毛利率保持平稳

2010-2013 年 1-6 月，公司主营业务毛利分别为 14,712.04 万元、18,310.92 万元、21,435.23 万元和 12,059.81 万元。三年一期公司综合毛利率分别为 30.21%、28.95%、30.78%和 29.28%。总体而言，公司毛利率较高，盈利能力较强。

园林工程施工作为发行人的主要业务内容，其毛利率与主营毛利率的变动趋势基本吻合。发行人在进行园林工程施工业务项目招投标时，可以根据工程项目的具体施工内容、技术条件以及预算成本的高低自行选择并确定各项目的毛利率，随着公司在园林绿化行业的知名度和影响力的逐渐提高，市场认同度不断提升，新老客户会优先考虑或主动邀请发行人参与园林工程项目的合作，从而使得发行人可以在项目招投标及项目选择方面具有一定的主动性，确保公司各年度承接工程项目的毛利率基本保持稳定。

表 3：公司主要产品毛利率

项目	2012 年	增长率	2011 年	增长率	2010 年
1、营业收入(单位：万元)					
园林工程施工	63498.72	11.98%	56706.59	35.79%	41761.96
绿化养护	2515.76	-15.59%	2980.46	-33.61%	4489.5
景观规划设计	2711.99	-22.87%	3516.05	57.68%	2229.8
苗木销售	980.17	1270.87%	71.5	-81.51%	386.72
其他业务	574.81	9.69%	524.01	40.42%	373.17
合计	70281.45	10.16%	63798.61	29.56%	49241.15
2、营业成本(单位：万元)					
园林工程施工	44212.60	8.41%	40782.32	38.31%	29485.25
绿化养护	1910.54	-18.38%	2340.76	-29.54%	3322.17
景观规划设计	1403.52	-21.68%	1792.03	68.71%	1062.17
苗木销售	744.75	1433.67%	48.56	-83.04%	286.35
其他业务	375.23	2.73%	365.27	75.55%	208.07
合计	48646.64	7.32%	45328.95	31.91%	34364.01
3、毛利(万元)					
园林工程施工	19286.12	21.11%	15924.27	29.71%	12276.71
绿化养护	605.22	-5.39%	639.70	-45.20%	1167.33
景观规划设计	1308.47	-24.10%	1724.02	47.65%	1167.63
苗木销售	235.42	926.24%	22.94	-77.14%	100.37
其他业务	199.58	25.73%	158.74	-3.85%	165.10
合计	21634.81	17.14%	18469.66	24.15%	14877.14
4、毛利率(%)					
园林工程施工	30.37%		28.08%		29.40%
绿化养护	24.06%		21.46%		26.00%
景观规划设计	48.25%		49.03%		52.36%

苗木销售	24.02%	32.08%	25.95%
其他业务	34.72%	30.29%	44.24%
合计	30.78%	28.95%	30.21%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 收入、利润保持稳定增长

2011年和2012年,公司的主营业务收入持续增长,增长率分别为29.48%和10.17%。其中占比较大的园林工程业务实现了35.79%和11.98%的增长,主要原因是:(1)人们对改善生活居住条件的要求不断提高,以及城市建设的不断发展,为国内园林绿化行业的快速发展提供了广阔的市场需求,(2)园林工程施工业务的市场网络不断扩大、跨区经营能力逐年提高,(3)通过市政园林工程和地产景观工程两类业务的稳定、协调增长,实现园林工程施工业务的持续发展,(4)完整的业务产业链促进了公司工程施工业务的发展。

近三年一期,公司分别实现净利润6,111.15万元、7,329.17万元、8,252.99万元和4,635.16万元,近两年一期分别实现了19.93%、12.60%和38.02%的增长。从报告期内的经营成果看,公司具有较强的盈利能力和持续经营能力,并且呈现出良好的增长态势。

3.3 主要资产运营能力处于行业平均水平

公司2012年的应收账款周转率3.17,略低于行业可比公司均值3.48。随着公司业务规模扩大,工程项目施工过程中的已结算未收回的应收款项出现明显增加,导致应收账款余额增长较快,致使公司的应收账款周转率呈现逐年下降趋势。

公司2012年的存货周转率1.57,略高于行业可比上市公司中值1.55。随着近三年来公司园林工程施工业务的逐年稳步增长,公司各期末存货余额呈现持续增加的趋势,导致公司各期存货周转率呈一定的下降趋势。

表4: 同行业重点上市公司营运能力比较 (单位:次/年)

证券代码	证券简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2012A	2011A	2010A	2012A	2011A	2010A
002310.SZ	东方园林	2.63	3.32	4.24	0.95	1.48	1.64
002431.SZ	棕榈园林	3.48	4.60	5.24	1.41	2.02	2.55
002663.SZ	普邦园林	5.58	7.88	6.22	3.28	4.97	6.09
300197.SZ	铁汉生态	15.64	15.38	22.07	1.55	1.97	2.66
300355.SZ	蒙草抗旱	1.04	1.37	1.81	6.80	5.76	2.89
行业可比上市公司中值		3.48	4.60	5.24	1.55	2.02	2.66
002717.SZ	岭南园林	3.17	4.20	5.42	1.57	2.23	2.85

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 主要资产偿债能力弱于行业平均水平 未来有望改善

公司 2012 年的流动比率 1.29，低于行业可比上市公司中值 2.00。公司 2012 年的速动比率 0.63，低于行业可比上市公司中值 1.01。公司 2012 年的资产负债率 62.12%，高于行业可比上市公司中值 38.00%。

公司目前处于业务扩张的发展期，经营业绩良好，资产保持着相对良好的流动性，不存在偿债能力不足的情况。总体上看，园林绿化企业对于资金的需求较高，公司未上市前，资产偿债能力较低符合行业发展规律，未来融资完成后，有望得到改善。

表 5： 同行业上市公司偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率			速动比率			资产负债率(%)		
		12A	11A	10A	12A	11A	10A	12A	11A	10A
002310.SZ	东方园林	1.62	1.84	2.96	0.74	1.06	1.62	60.12	52.30	32.92
002431.SZ	棕榈园林	2.00	2.25	3.93	0.95	1.37	2.84	54.28	41.38	24.10
002663.SZ	普邦园林	6.00	3.51	3.01	4.32	2.12	2.07	15.38	31.36	37.41
300197.SZ	铁汉生态	1.76	7.61	2.83	1.01	5.18	1.53	35.75	11.89	31.15
300355.SZ	蒙草抗旱	2.45	1.69	2.03	2.31	1.56	1.68	38.00	54.48	45.61
行业可比上市公司中值		2.00	2.25	2.96	1.01	1.56	1.68	38.00	41.38	32.92
002717.SZ	岭南园林	1.29	1.65	1.95	0.63	0.88	1.04	62.12	57.83	47.98

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 盈利预测及主要假设

1) 公司各主要业务毛利率保持稳定，2013-2015 年综合毛利率分别为 29.57%、30.42%和 31.31%；

2) 募投项目进展顺利，2014 年开始逐步贡献业绩；

3) 下游地方政府债务危机不进一步恶化，房地产调控未大幅度再收紧。

基于以上假设，我们预计 2013-2015 年归母公司的净利润将实现年递增 13.94%、44.20%和 22.56%。假定公司发行 2500 万股新股，则公司总股本为 10000 万股。则相应的稀释后每股收益为 0.94 元、1.36 元和 1.66 元。

四、风险因素

4.1 市场竞争加剧的风险

随着今后市场化程度的不断加深和行业管理体制的逐步完善，园林绿化行业将出现新一轮的整合，优胜劣汰的局面也将更加突出；同时由于行业集中度较低，企业数量众多、业务资质参差不齐导致市场竞争不断加剧，激烈的市场竞争环境可能使公司的市场份额出现下降，并进一步影响公司

经营业绩的持续增长和盈利能力的稳步提升。

4.2 经营活动现金流量为负导致的偿债风险

由于近年来园林工程施工业务的快速扩张，公司需要垫付大量的流动资金，给公司带来较大的资金压力，同时，工程结算周期的相应延长带来了应收账款回款周期的增长，对营运资金的占用时间也随之相应延长，最终导致报告期内发行人经营活动现金流量净额较低或为负数

4.3 工程结算滞后引起的经营风险

若由于工程施工项目变更、工程验收时间拖延及甲方审价审图程序复杂，或各种原因导致的甲方现场人员变更，结算资料跟踪不到位等原因不能按照合同约定条款定期进行结算，可能导致存货中的工程施工余额未得到甲方确认不能向甲方请款，从而使得存货库龄较长，从而对公司的工程款的回收产生进一步的滞后影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2012 年业绩和 2013 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 12 年、13 年平均市盈率为 34.26 倍、25.72 倍。

表 6 国内可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PER(倍)			PB
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
002310.SZ	东方园林	28.95	1.03	1.42	2.01	28.16	20.38	14.44	7.25
002431.SZ	棕榈园林	18.11	0.65	0.88	1.20	28.04	20.69	15.04	3.80
002663.SZ	普邦园林	14.72	0.43	0.57	0.78	34.26	25.72	18.89	4.32
300197.SZ	铁汉生态	25.53	0.68	0.90	1.30	37.34	28.51	19.65	5.20
300355.SZ	蒙草抗旱	25.28	0.62	0.72	1.00	40.82	35.26	25.22	6.37
行业可比上市公司平均						34.26	25.72	18.89	5.20

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所（对应股价为 2014-1-10 日收盘价）

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司的竞争优势有：1) 较强的抗风险能力和可持续发展的优势；2) 较强的设计施工一体化能力的优势；3) 跨区域经营能力优势。我们认为给予公司 13 年每股收益 24 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 20.52-24.62 元，相对于 2012 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 24.86-29.83 倍。由于新股发行价格由项

目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 2500 万股新股，则公司总股本为 10000 万股，公司本次募集资金金额为 2.10 亿元，据此推算发行价格为 8.40 元，据此推算折扣率为 62.78%，假设以 8.40 元作为询价中枢的话，考虑 20% 的询价区间，我们建议设定询价区间为 7.64-9.16 元。

附表 1 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测（单位：万元）

分业务主营收入测算	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
园林工程施工	56,706.59	63,498.72	73,023.53	91,279.41	123,227.20
绿化养护	2,980.46	2,515.76	2,641.55	2,773.63	2,912.31
景观规划设计	3,516.05	2,711.99	2,847.59	2,989.97	3,438.46
苗木销售	71.50	980.17	882.15	926.26	1,157.83
其他业务	524.01	574.81	632.29	663.91	697.10
合计	63,798.61	70,281.45	80,027.11	98,633.17	131,432.90
分业务增速	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
园林工程施工	35.79%	11.98%	15.00%	25.00%	35.00%
绿化养护	-33.61%	-15.59%	5.00%	5.00%	5.00%
景观规划设计	57.68%	-22.87%	5.00%	5.00%	15.00%
苗木销售	-81.51%	1270.87%	-10.00%	5.00%	25.00%
其他业务	40.42%	9.69%	10.00%	5.00%	5.00%
合计	29.56%	10.16%	13.87%	23.25%	33.25%
分业务主营成本	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
园林工程施工	40,782.32	44,212.60	51,846.70	63,895.59	85,026.77
绿化养护	2,340.76	1,910.54	2,007.58	2,107.96	2,213.35
景观规划设计	1,792.03	1,403.52	1,423.79	1,494.98	1,719.23
苗木销售	48.56	744.75	670.44	694.70	868.37
其他业务	365.27	375.23	410.99	431.54	453.12
合计	45,328.94	48,646.64	56,359.50	68,624.76	90,280.84
毛利率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
园林工程施工	28.08%	30.37%	29.00%	30.00%	31.00%
绿化养护	21.46%	24.06%	24.00%	24.00%	24.00%
景观规划设计	49.03%	48.25%	50.00%	50.00%	50.00%
苗木销售	32.08%	24.02%	24.00%	25.00%	25.00%
其他业务	30.29%	34.72%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	28.95%	30.78%	29.57%	30.42%	31.31%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

附表 2 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	63,799	70,281	80,027	98,633	131,433
二、营业总成本	54,249	60,349	69,324	83,124	109,864

营业成本	45,329	48,647	56,360	68,625	90,281
营业税金及附加	2,360	2,373	2,801	3,452	4,600
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	5,437	6,691	8,003	9,863	13,143
财务费用	597	1,609	2,001	986	1,577
资产减值损失	526	1,030	160	197	263
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	9,549	9,933	10,703	15,509	21,569
加：营业外收入	251	93	440	542	723
减：营业外支出	17	28	80	99	131
五、利润总额	9,783	9,997	11,063	15,953	22,160
减：所得税	2,454	1,744	1,660	2,393	5,540
六、净利润	7,329	8,253	9,404	13,560	16,620
归属于母公司所有者的净利润	7,329	8,253	9,404	13,560	16,620
七、摊薄每股收益(元)	0.73	0.83	0.94	1.36	1.66

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 王昊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。