

园林业务齐发展，区域拓展加速

乾景园林 (603778.SH)

核心观点：

- **公司以地产与市政园林绿化工程为主营业务，产业链完整，位列全国城市园林绿化企业 50 强。**公司拥有苗木培育、工程施工、园林设计、绿化养护的一体化经营模式，主营业务为地产园林和市政园林的绿化工程施工及园林景观设计。公司 2014 年收入/归母净利润为 6.03/0.81 亿元，2012-2014 年营业收入、净利润 CAGR 分别为 14.47%、14.39%。公司控股股东为杨静，回全福和杨静为共同实际控制人，发行前合计持股比例为 73.01%。
- **新型城镇化与消费升级助推园林产值规模，预计 2010-2015 年地产园林、市政园林 CAGR 分别达 14.45%、11.5%。**持续提升的城镇化率仍是园林需求主要驱动力，公共环境改善需求与居住品质升级是景观品质提升主动。目前园林行业企业已超过 16,000 家，行业竞争格局逐渐倾向第一梯队综合竞争力较强的龙头企业，市场集中度不断提升。公司竞争对手主要为棕榈园林、普邦园林、东方园林、铁汉生态、岭南园林、光合园林、苏州园林等。
- **公司竞争优势：**(1) 品牌优势明显，工程业绩丰富：公司拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质等资质证书；先后荣获全国百强绿化企业、全国园林绿化施工企业 50 强等荣誉。(2) 区域布局完善：公司已在贵阳、长沙、通州、合肥、长春、连江、兰州、漳州、抚松、扬中设立分公司。(3) 研发设计实力雄厚，产业链一体化：通过设立科技研发部、与科研机构、大专院校合作开展研发项目；已掌握一系列成熟应用技术，公司具备从景观设计到施工一体化服务能力。
- **公司未来成长驱动因素：**(1) 业务结构完整，产业链一体化拓展：公司立足地产园林，同时加强市政绿化和生态建设市场开拓。提升设计实力和一体化运营能力；加强相关技术创新和项目研发。(2) 人才引进与储备体系完善：完善人才招聘、培训和内部晋升培养体系，分设技术岗与管理岗，建立合理人才梯队。
- **风险因素：**客户集中度较高风险。
- **合理估值区间 41.3-47.2 元：**我们预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 1.18/1.37/1.67 元。可比公司 2015 年平均 PE 为 42 倍，我们认为可给予公司 15 年 35-40 倍 PE，合理价值区间为 41.3-47.2 元。公司本次拟发行对应发行理论价格不超过 22.19 元。

暂无评级

合理估值区间：41-47 元

分析师

鲍荣富

✉：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

周松

✉：021-68596786

✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

相关研究

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	585	603	694	798	957
增长率（%）	25.9	3.1	15.00	15.00	20.00
归母净利润（百万）	76	81.29	94.03	109.50	133.72
增长率（%）	21.7	7.5	15.67	16.45	22.12
每股收益	0.94	1.02	1.18	1.37	1.67

数据来源：wind，中国银河证券研究部 注：假定公司 2015 年公开发行 2000 万股，EPS 所用总股本为 8000 万股

目 录

一、公司概况	3
(一) 公司基本概况	3
(二) 股权架构	3
二、行业分析	4
(一) 新型城镇化与居住消费升级助推园林产值稳健增长	4
(二) 园林行业产值测算	6
(三) 行业竞争格局	7
三、公司分析	8
(一) 业务模式	8
(二) 业务构成：地产园林+市政园林	8
(三) 区域结构	9
(四) 公司财务分析	9
(五) 竞争优势	12
(六) 公司未来业绩驱动因素	13
四、募投项目分析	14
五、风险提示	14
六、盈利预测与估值	15

一、公司概况

(一) 公司基本概况

乾景园林成立于 2002 年，是一家综合性园林绿化企业。拥有苗木培育、工程施工、园林设计、绿化养护的一体化经营模式，形成了园林工程施工和园林景观设计两大主要业务领域，完成了多项跨领域的施工项目。公司主要客户包括房地产行业全国知名企业、政府机关、企事业单位等。近年来景观设计代表项目有鄂尔多斯西北新区中央公园景观设计、山东平度市生态商务区区域景观规划设计等；绿化工程代表项目如棠溪人家、长白山国际旅游度假区景观工程、顺义区汉石桥湿地工程等。

表 1：公司大事记

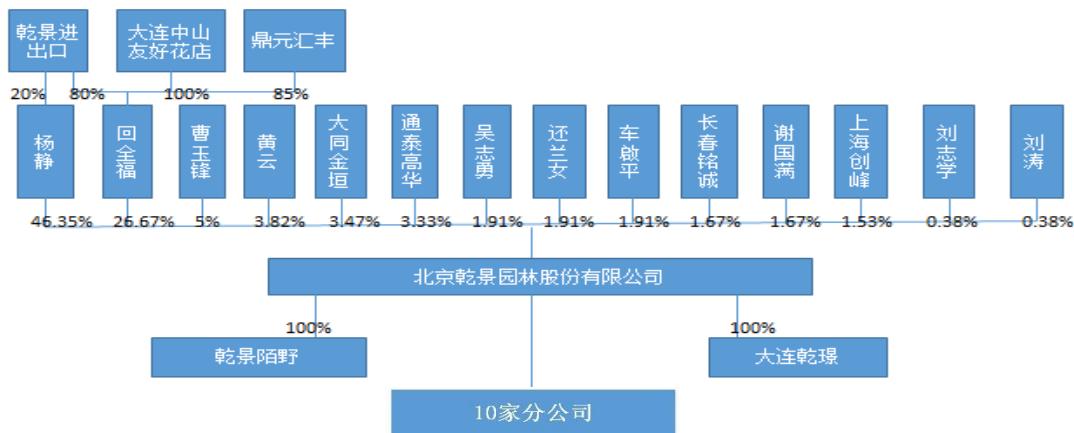
时间	事件	详细信息
2002. 11	成立	于北京成立北京乾景园林工程有限公司，注册资本 100 万元
2011. 07	改制	变更为北京乾景园林股份有限公司，注册资本 2,000 万元
截止目前	增资	公司注册资本 6,000 万元

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(二) 股权架构

公司控股股东为杨静，回全福和杨静为共同实际控制人。杨静、回全福分别持有公司 2,780.96 万股、1,599.77 万股，分别占公司发行前总股本 46.3494%、26.6629%。两人合计持有公司股份 4,380.73 万股，占发行前总股本 73.0123%。回全福现任公司董事长，杨静现任公司副董事长。

图 1：公司股权架构图（IPO 前）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(特别说明：10 家分公司：贵阳分公司、长沙分公司、通州分公司、合肥分公司、吉林省分

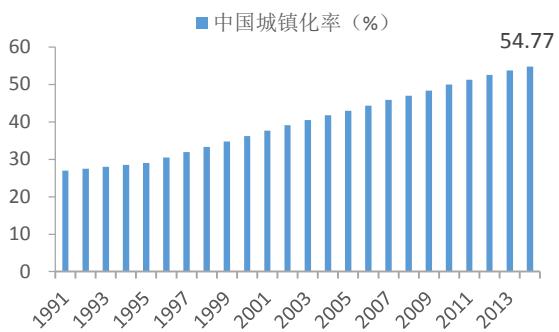
公司、连江分公司、兰州分公司、漳州分公司、抚松分公司、扬中分公司。)

二、行业分析

(一) 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，2004-2014年，我国城市化率由41.76%提升至54.77%，年均提高1.30%；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 2：我国城市化率情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

图 3：2014 年各省市城市化率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

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2003年的321.9亿元增加到2013年的1,647.4亿元，年复合增速17.74%。主要城市人均公园绿地面积从2003年的6.49m²增长到2013年的12.64m²，年复合增速6.89%。近年来，我国城市园林绿地面积和公园绿地面积分别由2003年的121.17万公顷和21.95万公顷增长至2013年的242.72万公顷和54.74万公顷，年均提高12.15万公顷和3.28公顷。

图 4：2003-2013 年园林绿化投资额及增长率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

图 5：2003-2013 年城市园林绿地面积及公园绿地占比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

图 6: 2003-2013 年人均公园绿地面积


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

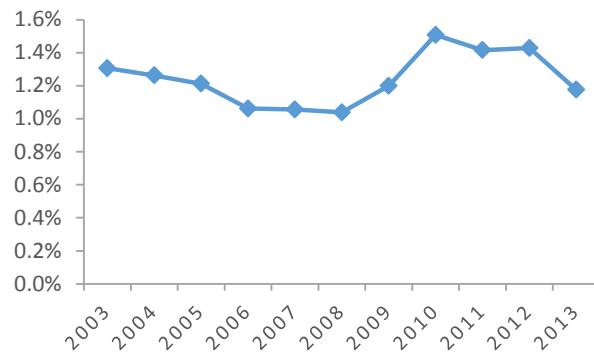
商品房投资稳步增长与居住消费升级支撑地产园林稳健增长。新型城镇化将带动农村人口向城市转移及居民环境品质消费的显著升级，同时带动商品房需求量的上升。2005~2015年，全国房地产开发投资保持了较快增长态势，房地产投资额复合增长率为24%。其中商品房住宅投资占房地产开发投资比重均在65%以上，商品房新开工面积CAGR为7.21%，商品房销售面积CAGR为14.27%。

图 8: 房地产开发投资完成额累计同比增速

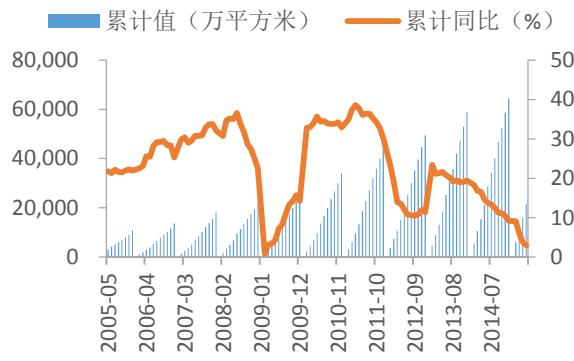

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 10: 商品房销售面积累计值及累计同比


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 2003-2013 年园林绿化投资额占财政支出比


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 9: 住宅开发投资总额累计值及累计同比


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 11: 商品房新开工面积累计值及累计同比


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(二) 园林行业产值测算

1. 地产园林：“生态宜居”驱动地产园林景气上升

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民对居住品质的提高、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。

自 2012 年下半年起，全国地产销售呈现逐渐回升趋势，2013 年 1-9 月份商品房新开工以及销售面积同比增速回升，但 2013 年 9 月份开始至今新开工以及销售面积同比增速有些许回落；房地产业景气度的回落对地产园林行业景气度影响不大，“生态宜居”的理念将会带动地产园林景气度的上行发展趋势。

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%。2014 年，我国房地产开发投资达到 95,035.61 亿；假设 2015 年我国房地产开发投资的增幅为 10%，2015-2020 年投资增速 CAGR 为 5%，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 2,090.78 亿元，2010-2015 年地产园林的 CAGR 预计将达到 16.72%。

表 2：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%
2013	86,013.38	1,290.20	1,720.27
2014	95,035.61	1,425.53	1,900.71
2015E	104,539.17	1,568.09	2,090.78
2016E	109,766.13	1,646.49	2,195.32
2017E	115,254.44	1,728.82	2,305.09
2018E	121,017.16	1,815.26	2,420.34
2019E	127,068.02	1,906.02	2,541.36
2020E	133,421.42	2,001.32	2,668.43
			4,669.75

资料来源：中国银河证券研究部

2. 市政园林：生态建设投资趋势向上

城市化率与绿地率双重提升市政园林产值。2014 年我国城市化率为 54.77%，预计 2015 年城市化率将达 55.37%（假设 2015 年之前年均提高 1.1pct），以 2012 年全国人口 13.54 亿，每平方米绿化投资 300 元为前提假设；同时，2003-2013 年，我国人均公园绿地面积由 6.49 平米提高到 12.64 平米，年均提高 0.6 平米。再假设 2020 年前该增速不变，以年均提高 0.6 平米估算未来的增量产值。据此测算，至 2015 年，市政园林绿化市场规模将达到 2595 亿，“十二五”期间 CAGR 将达 11.55%，存量产值按每年 1000 亿元计算。

表 3: 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	
	2015E	2020E
城市化水平	55.37%	60.37%
年城市化率	1.10%	1.00%
全国总人口	13.69	13.94
当年城镇人口数	7.66	8.49
目前人均绿地面积(平方米)	0.6	0.6
每平方米绿化投资	347.29	443.24
每年园林绿化市场	2595.47	3258.82

资料来源：中国银河证券研究部

(特别说明城市化水平：2015 年年提高率为 1.1%，2015-2020 年年提高率为 1%；全国总人口：每年增加 500 万；人均绿地面积年提高 0.6 平方米；每平米绿地投资：2013 年 315 元，每年增加 5%。)

(三) 行业竞争格局

园林企业数量多且散。目前我国园林企业数量已达 16,000 余家。2014 年全国城市园林绿化企业 50 强合计营业收入为 638.22 亿元，平均收入为 12.76 亿元，其中营业收入在 10 亿元以上的企业增加到 29 家，位居行业首位的棕榈园林营收达到 50.07 亿；排名第 50 位的企业营业收入 6.52 亿元。

一体化经营成为发展趋势。园林行业中大型园林绿化企业开始积极实施一体化经营战略，形成园林工程施工、景观设计、苗木种植和绿化养护并举的格局，为客户提供项目整体解决方案：能够将设计与施工方案有机结合，能够采用自有苗木避免外购对设计和施工的限制，能够提供选苗、育苗的市场适用性，能够通过绿化养护提高服务质量并维护好客户关系。

表 4: 公司主要竞争对手分析

企业名称	企业介绍
棕榈园林	成立于 1991 年，公司是一家以风景园林景观设计、园林工程施工和苗木生产为主业的综合性园林企业，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质。
普邦园林	成立于 1995 年，公司主要从事园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及园林养护业务，具有城市园林绿化企业一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质。
东方园林	成立于 1992 年，公司具备从景观设计到工程施工、苗木供应、养护运营的综合性服务能力，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质。
铁汉生态	成立于 2001 年，公司主要从事生态修复及园林绿化施工，此外从事与主营业务相关的技术研发、苗木培育、工程设计等业务，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质。

岭南园林	成立于 1998 年，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，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质。
苏州园林发展	成立于 2003 年，公司主要从事古典园林及仿古园林营造，文物古迹保护修缮，建筑仿古装修，景观绿化施工，建筑景观设计，拥有园林建筑工程专业承包一级资质、城市园林绿化一级资质、文物保护工程施工一级、风景园林工程设计专项甲级资质。
北京市花木公司	成立于 1956 年，公司主要从事花卉苗木生产、经营、科研以及市政工程和苗林经常化工程设计、施工，拥有城市园林绿化一级资质。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

三、公司分析

（一）业务模式

公司园林工程施工和园林景观设计业务的经营模式可分为业务承接、项目投标、签订合同、组建项目团队、项目实施（工程施工或工程设计）、竣工验收、竣工结算和工程移交等环节。

公司主营业务包括园林绿化工程施工、园林景观设计、园林养护及绿化苗木种植，主要为房地产景观工程及政府公共园林工程等项目提供园林景观设计、园林工程施工及园林养护服务。市政园林和地产园林的绿化工程施工业务为公司核心业务。

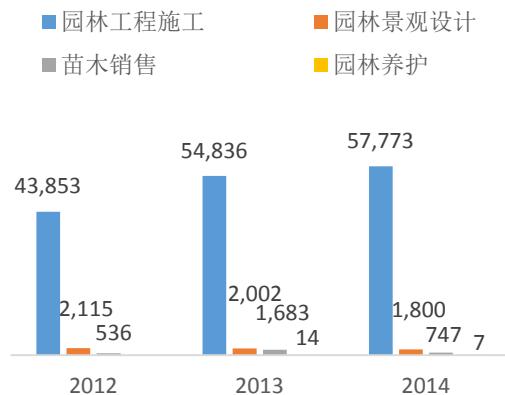
（二）业务构成：地产园林+市政园林

公司业务发展迅速。报告期内，营业收入从 2012 年的 46,503.29 万元增至 2014 年的 60,327.76 万元，CAGR 达 14.47%；报告期内，公司主营业务突出，主营业务收入占营业收入比例均为 100%，2013 年、2014 年主营业务收入增速分别为 25.87%、3.06%。

园林绿化工程施工业务为公司核心业务，营业收入从 2012 年的 43,852.83 万元增加到 57,773.20 万元，三年占比均超过 90%；园林景观设计业务略有下降，报告期营业收入分别为 2,114.63 万元、2,002.30 万元和 1,800.22 万元。报告期内，公司苗木销售、园林养护业务规模相对较小（2012 年公司开始对外销售自有苗木；2013 年公司开展园林养护业务）。

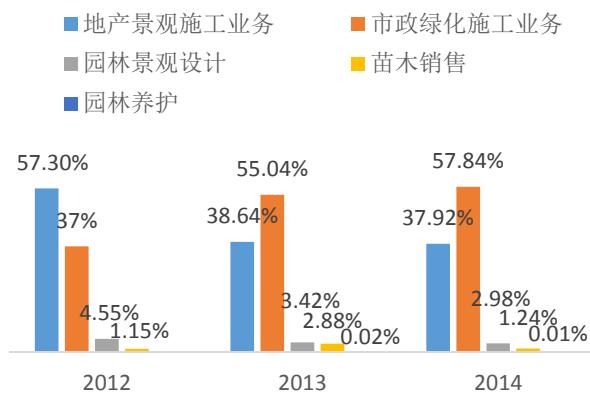
市政园林和地产园林齐发展。根据园林绿化市场的变化，为了抵御房地产市场调控的市场风险和顺应政府生态治理等一系列政策，公司合理分布工程施工项目。报告期内，地产园林收入有所下降，市政绿化项目收入增加。2012-2014 年，地产景观业务收入占营业收入比例分别为 57.30%、38.64%、37.92%；市政绿化业务收入占营业收入比例分别为 37%、55.04%、57.84%。

图 12: 2012–2014 年公司业务板块收入 (万元)



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 13: 2012–2014 年公司业务板块占比情况

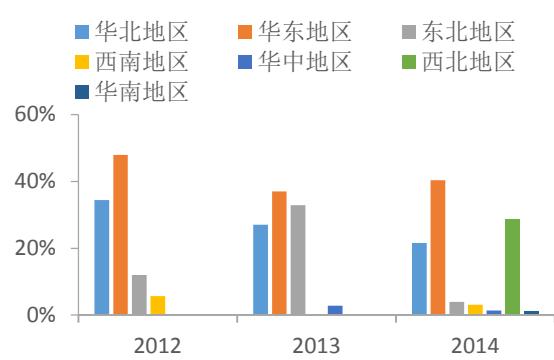


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

（三）区域结构

立足华北，拓展全国。报告期内，华北、华东地区为公司主要销售市场，营业收入合计占公司当期主营收入额比例均在50%以上，其中华东地区一直为公司主营业务收入的第一大来源地，占比分别为47.93%、36.99%、40.37%。同时，公司积极开拓全国其他地区，已在贵阳、长沙、合肥、连江、通州、吉林、兰州、漳州、抚松、扬中等地建立分公司，有效管理当地的园林景观施工项目和苗木生产基地，承接各类园林绿化工程。

图 14: 2012—2014 年公司主营业务区域占比



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

图 15: 公司园林景观工程施工区域覆盖图



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

（四）公司财务分析

公司业务规模逐年提升。公司 2012-2014 年营业收入、净利润保持增长。2013 年、2014 年公司营业收入增速分别为 25.87%、3.06%；净利润增速分别为 21.68%、7.54%。公司具有较强的盈利能力。

表 5: 盈利能力分析 (万元)

2012	2013	2014
------	------	------

营业收入	46,503.29	58,535.98	60,327.76
YOY(%)	N/A	25.87%	3.06%
毛利	12,409.11	16,047.66	15,799.56
YOY(%)	N/A	29.32%	-1.55%
归母净利润	6,212.18	7,559.13	8,129.24
YOY(%)	N/A	21.68%	7.54%
毛利率	26.68%	27.42%	26.19%
净利率	13.36%	12.91%	13.48%
收现比	0.79	0.88	0.81
付现比	0.97	0.73	1.03

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

1. 盈利能力：设计业务将成为未来营业利润重要增长点

公司综合毛利率逐年上升。2012-2014年公司综合毛利率基本保持稳定，分别为26.68%、27.42%、26.19%。2014年公司综合毛利率较上年度略有下降，主要是因为漳州市海滨城绿化景观工程项目因尚未签订合同，未确认毛利；同时，徐州市三环东路绿化景观提升BT工程6标段属于BT项目，相关收益递延至以后各期，导致2014年度主营业务毛利率有所下降。

图 16: 2012-2014年主营业务毛利占比情况

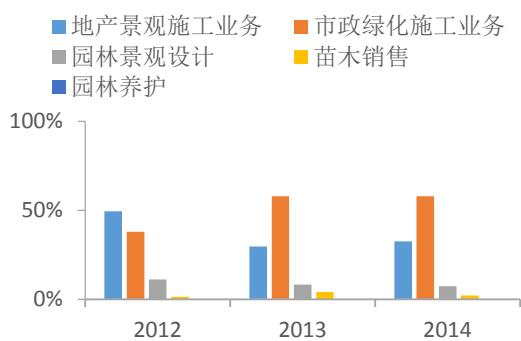
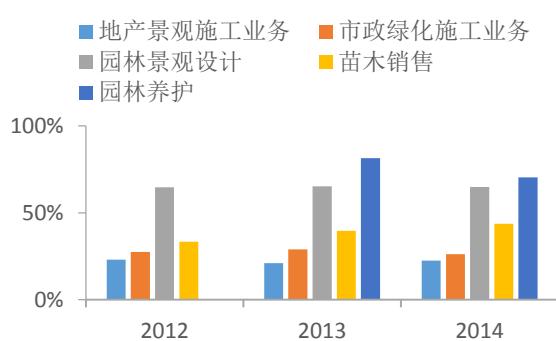


图 17: 2012-2014年主营业务毛利率情况

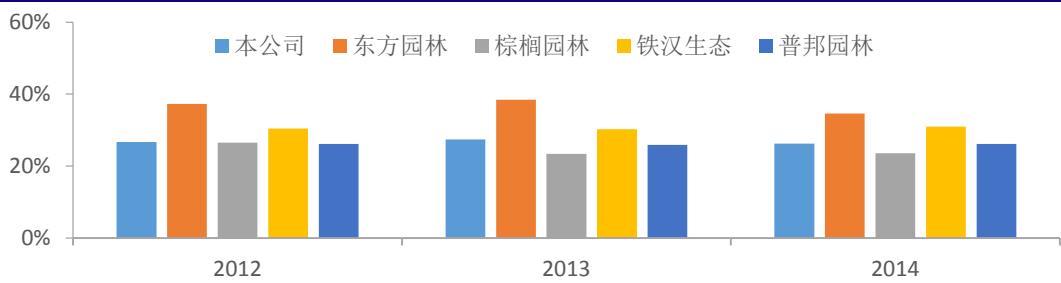


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司综合毛利率低于行业平均主要因为东方园林以市政园林项目为主，毛利率较高；铁汉生态的生态修复工程具有较高的毛利率。东方园林和铁汉生态较高的毛利率拉高了行业平均。

图 18: 2012-2014年同行业上市公司毛利率比较

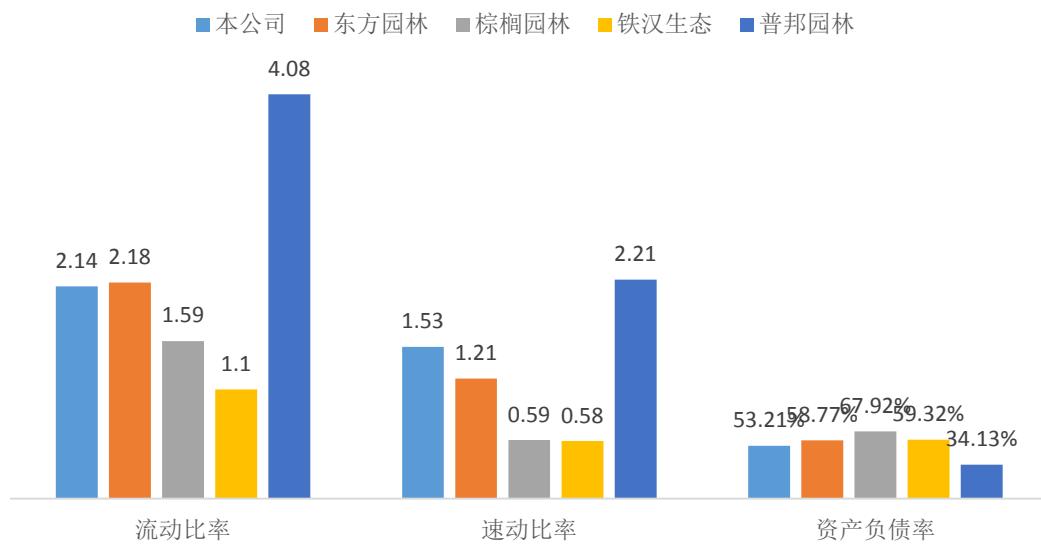


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2. 偿债能力

报告期内，公司流动比率和速动比率逐年下降，主要是公司应付账款和预收款项增加。总体而言，公司流动资产与流动负债的规模保持了正常水平，短期偿债能力良好。公司流动比率、速动比率处于行业内中等水平；资产负债率低于可比上市公司平均数。

图 19：2014 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较

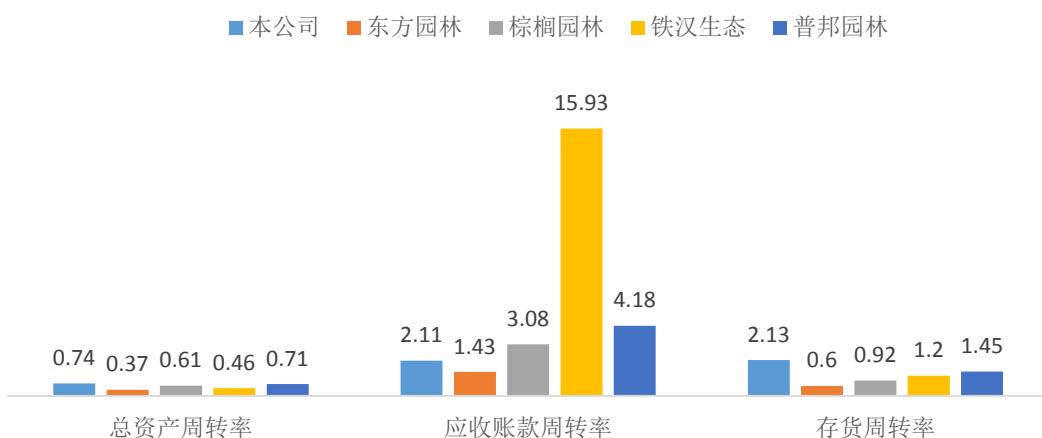


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3. 资产周转能力

2014 年度公司总资产周转率高于可比公司平均值，应收账款周转率略低于可比公司平均水平，存货周转率高于行业平均。总体上，公司在业务持续扩张的情况下，保持了良好的资产使用效率。

图 20：2014 年同行业上市公司资产周转能力情况

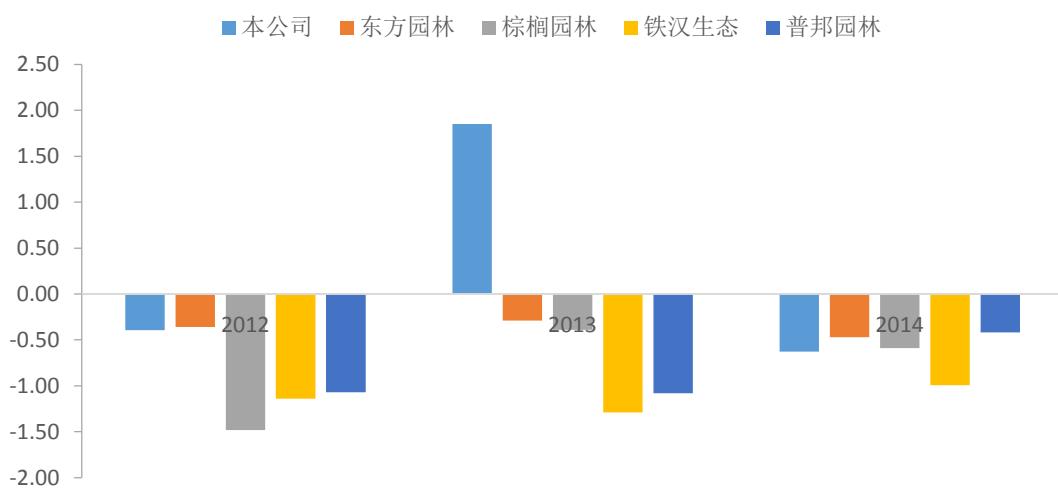


资料来源：Wind，中国银河证券研究部

4. 现金流量

园林绿化行业公司经营活动产生的现金流净额平均较低，公司经营活动现金净额/净利润指标高于行业可比公司平均。报告期内，公司该指标分别为-0.39、1.85、-0.63，相关指标存在一定的波动。主要原因是报告期期初，公司业务扩张，资金投入较大，随着公司综合实力的提升，指标为负数的状况在2013年逐步得到改善。

图 21：2012-2014年同行业上市公司经营活动现金净额/净利润指标比较



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

（五）竞争优势

1. 品牌优势明显，工程业绩丰富

公司拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质，公司在全国百强绿化企业中综合竞争力排名第20位，自2010年以来连续4年被评为AAAAA守信企业，先后荣获全国园林绿化施工企业50强、中国园林绿化行业优秀百强企业等荣誉。

近年来，公司在国内完成了一批工期要求紧、质量要求高、技术难度大的大型工程，代表性案例包括：棠溪人家景观绿化工程、印象春城三四街区景观设计、滨湖假日F-3景观绿化工程等，分别获得了2012年度园治杯住宅景观设计金奖、银奖、铜奖。同时，公司具备在特殊自然地理条件下进行园林工程施工的丰富经验，尤其通过在云贵高原高海拔地区、吉林长白山高寒冻土地区的施工，积累了丰富的特殊自然地理条件下施工的管理经验和施工经验，成功设计并承建了丽江中济海公园、长白山国际旅游度假区景观工程等较高难度施工项目。

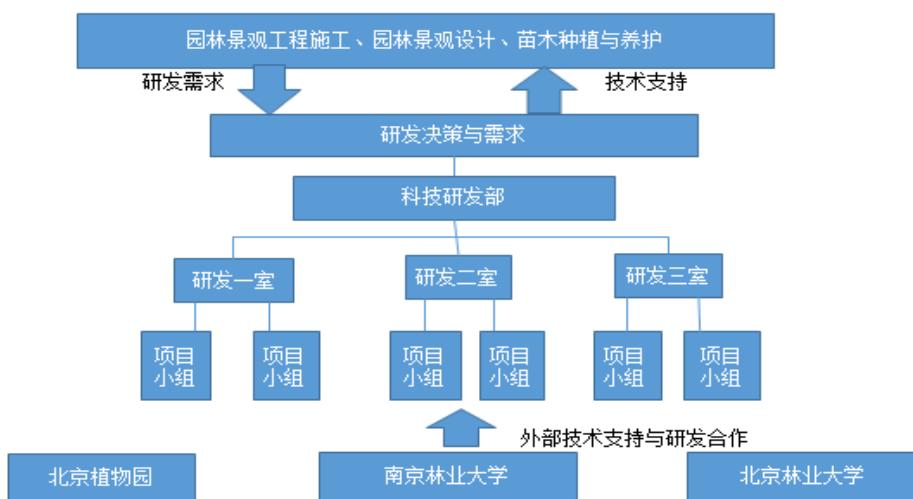
2. 区域布局完善

较强的跨区域经营能力。近年来，公司积极拓展跨区域业务，已相继在贵阳、长沙、通州、合肥、长春、连江、兰州、漳州、抚松、扬中设立分公司，施工地点北至内蒙、东北到长白山、西南到西双版纳、东南至福建，先后在全国十几个省、自治区、直辖市开展业务，加快全国化布局。

3. 研发设计实力雄厚，产业链运营一体化

多年应用技术研究和经验积累。公司建立技术研发团队，设立科技研发部作为公司技术研究、产品开发的专门机构，并管理公司与科研机构、大专院校合作开展的研发项目。公司已掌握了一批成熟的应用技术，具体包括大规格乔木彩化换头技术、花境植物配置技术、废弃采石矿和煤矿生态修复技术以及花卉立体装饰技术；与南京林业大学合作研发湿地植物筛选、扩繁与应用；与北京市植物园开展北方地区适应性新优植物引种驯化、新优植物繁体系建立、新优植物组合应用合作；截至目前，公司已拥有3项专利。

图 22：公司研究开发部组织结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

一体化综合发展。经过多年的业务经营，公司逐步扩大园林工程施工业务规模、成立主要负责园林景观设计的子公司（乾景陌野）、建设自有苗圃、建立专业化的园林养护队伍，形成了园林工程施工、园林景观设计、苗木种植和园林养护等业务，构建了较为完整的园林产业链，成为为客户提供一体化服务的园林综合服务商。

（六）公司未来业绩驱动因素

未来三年，公司将坚持以园林工程施工业务为核心，进一步拓展园林景观设计业务，加快自由苗木基地的建设，扩大研发团队提高研发实力，通过苗木自给、技术研发为各项业务提供有力保障，加大品牌推广力度，优化主营业务机构，提升综合竞争力。未来三年力争实现主营业务收入年复合增长率40%以上。

1. 驱动因素之一：业务结构完整，产业链一体化拓展

多领域园林施工业务共同发展。未来三年，将巩固和发展地产园林业务，抓紧城市园林高端细分市场的发展趋势，重点研究屋顶花园的规划设计、适合屋顶生态环境的特殊植物材料的筛选、保水性轻质种植基质的配制、屋顶绿化的养护技术，开展地产景观项目的细分市场开发。同时，重点提高市政绿化和生态建设的业务量，积极参与北京市百万亩生态造林项目和京津风

沙源治理二期工程项目的建设，实现园林工程施工业务的均衡发展。

提升景观设计实力，加强设计施工一体化发展。加大景观设计业务投入，开拓公司景观设计业务，充分发挥园林景观设计对工程施工业务先导作用，加强设计施工一体化发展；同时，将设计业务单独作为公司主营业务发展重点之一，进一步扩大园林景观设计业务的比重。

加强技术创新和研发能力。未来三年，公司将扩大与科研机构、大专院校研发合作的范围与深度，通过与科研院所合作研发，在植物繁殖技术、植物应用技术、湿地建设、生态修复、病虫害防治技术等领域取得进一步的研发成果和专利项目。

规划苗木基地全国布局，扩大苗木资源自给规模。公司一方面将稳步扩大苗圃租赁土地面积，逐步开展苗圃基地自建（本次募投项目之一生态林木培育基地建设）及签约型苗圃合作，扩大苗圃规模，提供自有苗木供应；另一方面通过在自有苗圃内进行高附加值的苗木培育，发展适合不同地区气候特点的彩叶树、加大容器苗生产、造型苗木的生产等，提高公司利润率水平。

探索园林养护新业务。公司拟建立专业的绿化养护管理团队，逐渐承接园林绿化养护业务，推广公司以生物防治为重要手段的有害生物综合治理技术，形成企业新的利润增长点。

2. 驱动因素之二：人才引进与储备体系完善

完善人才队伍培养体系。公司将人才的招聘、培训和内部晋升通道的设立体系化。按照园林规划与设计，工程施工、预算与招标，苗木生产与管理，园林绿化养护，营销等专业进行人才的培养，并分别设立技术岗与管理岗，建立合理的人才梯队。

3. 驱动因素之三：资本实力增强，奠定外延扩张基础

公司上市后将形成较全面的融资平台，有助于公司分阶段、低成本地筹集短期流动资金和长期资本，充分发挥财务杠杆和资本市场融资功能，保持稳健的资产负债结构，支持公司健康发展。

四、募投项目分析

生态林木培育基地建设项目，项目实施地点为吉林省抚松县兴隆林场，苗圃面积 4,302 亩，将主要种植乔木、灌木球、地被植物。

表 6：募投项目介绍（万元）

序号	募集资金项目使用	募集资金使用量
1	补充园林工程施工业务营运资金	18,761.87
2	生态林木培育基地建设项目	20,242.58
	合计	39,004.45

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

五、风险提示

客户集中的风险：公司施工的园林景观工程项目主要以大中型项目为主，客户集中度相对较高。2012 年度、2013 年度和 2014 年度，公司向前 5 名客户合计的销售额占当期销售总额的比例分别为 67.58%、72.29% 和 78.22%。如果公司的主要客户流失或生产经营发生重大变化，

将对公司持续盈利能力造成一定的不利影响。

原材料和劳务价格波动风险：公司进行园林工程施工需要耗用大量的苗木、石材、水泥、钢材等建筑材料和人力，苗木等绿化材料和劳务成本构成了公司主营业务成本的主要内容。报告期内公司劳务分包成本占工程施工成本分别为 4.40%、10.26% 和 9.60%。同时，公司人均薪酬较同行业上市公司存在一定差距。如果未来原材料价格和劳务价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和施工成本的控制带来不确定性，进而影响公司盈利能力。

应收账款比重较大导致的坏账损失风险：2012 年末、2013 年末和 2014 年末，公司应收账款净额分别为 14,420.39 万元、22,430.37 万元和 34,864.24 万元，占当期营业收入的比例分别为 31.01%、38.32% 和 57.79%，存在上升的趋势。随着公司园林工程施工业务规模的增长，公司的应收账款余额可能继续保持在较高水平。未来一旦某个客户出现无法按期付款或者没有能力支付款项的情况，对公司的盈利水平将产生一定的负面影响。

业务模式转变对公司收入结算的风险：公司正从以地产景观为主的业务模式向以市政绿化为主的业务模式转变，而市政绿化项目具有施工周期长、工程进度款和结算款审核程序复杂、结算审计程序周期长的特征，可能导致公司应收账款周转变慢，回款账期变长，资产流动变慢。

六、盈利预测与估值

2012-2014 年公司主营业务收入分别为 4.65/5.85/6.03 亿元，2013、2014 年的同比增速分别为 25.87% 和 3.06%。结合公司业务发展情况，我们预测公司 2015-17 年营业收入分别增长 15%/15%/20%。

经模型测算，公司 2015 年、2016 年和 2017 年净利润分别为 0.94 亿元、1.10 亿元和 1.34 亿元，按发行后总股本 8,000 万股计算的 2015/16/17 年 EPS 分别为 1.18/1.37/1.67 元。

参考相近公司的估值情况，结合公司未来的成长性，我们认为可给予一定的估值溢价，可给予公司 15 年 35-40 倍 PE，相对合理价值区间为 41.3-47.2 元。

公司本次拟发行不超过 2000 万股，不进行老股转让，发行后总股本不超过 8000 万股。预计募集资金 44380 万元，在没有超募且足额发行的情况下，对应发行理论价格不超过 22.19 元。

表 7：A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
002310.SZ	东方园林	38.30	0.64	0.77	0.95	1.13	59.8	49.7	40.5	33.7
002663.SZ	普邦园林	9.70	0.70	0.33	0.43	0.53	13.9	29.2	22.7	18.2
002431.SZ	棕榈园林	29.02	0.93	0.87	1.03	1.24	31.2	33.3	28.2	23.4
300197.SZ	铁汉生态	36.03	0.48	0.59	0.77	0.95	75.1	60.7	47.1	37.8
002717.SZ	岭南园林	20.62	0.73	0.50	0.67	0.83	28.2	41.1	30.7	24.7
行业平均							41.6	42.8	33.8	27.6

资料来源：wind，中国银河证券研究部 注：表中收盘价为 2015 年 6 月 30 日价格，各公司未来三年 EPS 取自万得一致预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)						
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	585	603	694	798	957	货币资金	265	205	318	476	465
营业成本	425	445	512	589	707	存货	188	231	264	310	372
毛利率	27.4%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	应收账款	224	349	401	308	370
营业税金及	18	17	21	24	28	其他流动	22	78	101	76	97
营业费用	0	0	0	0	0	流动资产	699	862	1,084	1,170	1,304
营业费	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产	10	10	29	48	73
管理费用	32	33	39	44	53	长期股权	0	0	0	0	0
管理费	5.47%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%	无形资产	0	0	1	1	1
财务费用	7	7	5	5	3	其他长期	13	38	38	37	37
财务费	1.20%	1.14%	0.72%	0.58%	0.34%	非流动资	23	49	68	86	111
投资收益	0	3	3	3	3	资产总计	723	911	1,152	1,256	1,414
营业利润	99	96	111	130	159	短期借款	10	10	0	0	0
营业利	16.90%	15.91%	16.06%	16.29%	16.60%	应付账款	153	123	142	163	196
营业外收入	1	1	1	1	1	其他流动	158	270	297	314	352
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	321	403	439	476	548
利润总额	99	97	113	131	160	长期负债	35	60	0	0	0
所得税	24	16	19	22	26	其他长期	3	3	0	0	0
所得税	24.0%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	非流动性	38	63	0	0	0
少数股东损	0	0	0	0	0	负债合计	359	466	439	476	548
归母净利润	76	81	94	109	134	股本	60	60	80	80	80
净利润率	12.91%	13.48%	13.55%	13.72%	13.97%	资本公积	130	130	257	257	257
EPS(元)	0.94	1.02	1.18	1.37	1.67	股东权益	363	445	667	755	862
						少数股东	0	0	0	0	0
						负债权益	723	911	1,152	1,256	1,414

现金流量表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	76	81	94	109	134
少数股东权	0	0	0	0	0
折旧和摊销	3	4	46	76	75
营运资金变	49	-149	-41	146	-50
其他	12	12	6	-9	3
经营现金流	140	-51	104	323	161
资本支出	-1	-7	-65	-95	-100
投资收益	0	0	3	3	3
资产变卖	3	-10	0	0	0
其他	0	17	0	0	0
投资现金流	2	-1	-62	-92	-96
发行股票	79	0	147	0	0
负债变化	17	-8	-52	-47	-47
股息支出	0	0	-19	-22	-27
其他	-79	0	-5	-5	-3
融资现金流	17	-8	71	-73	-77
现金及等价	159	-60	113	158	-12

主要财务	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率					
营业收入	25.87	3.06	15.00	15.00	20.00
营业利润	24.21	(3.02)	16.08	16.64	22.33
净利润	21.68	7.54	15.67	16.45	22.12
利润率					
毛利率	27.42	26.19	26.19	26.19	26.19
EBIT	18.87	17.87	17.59	17.67	17.71
EBITDA	19.40	18.52	24.22	27.19	25.52
净利率	12.91	13.48	13.55	13.72	13.97
回报率					
净资产收	20.80	20.12	16.92	15.40	16.55
总资产收	10.46	9.95	9.12	9.09	10.01
其他(%)					
资产负债	49.71	51.18	38.12	37.92	38.74
所得税率	23.97	16.48	16.48	16.48	16.48
股利支付	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

表格目录

表 1: 公司大事记.....	3
表 2: 地产园林市场估算.....	6
表 3: 基于城市化率与绿地率提高市政园林产值估算.....	7
表 4: 公司主要竞争对手分析.....	7
表 5: 盈利能力分析 (万元)	9
表 6: 募投项目介绍 (万元)	14
表 7: A 股可比公司估值情况.....	15

插图目录

图 1: 公司股权架构图 (IPO 前)	3
图 2: 我国城市化率情况.....	4
图 3: 2014 年各省市城市化率	4
图 4: 2003-2013 年园林绿化投资额及增长率	4
图 5: 2003-2013 年城市园林绿地面积及公园绿地占比	4
图 6: 2003-2013 年人均公园绿地面积	5
图 7: 2003-2013 年园林绿化投资额占财政支出比	5
图 8: 房地产开发投资完成额累计同比增速	5
图 9: 住宅开发投资总额累计值及累计同比	5
图 10: 商品房销售面积累计值及累计同比	5
图 11: 商品房新开工面积累计值及累计同比	5
图 12: 2012-2014 年公司业务板块收入 (万元)	9
图 13: 2012-2014 年公司业务板块占比情况	9
图 14: 2012—2014 年公司主营业务区域占比	9
图 15: 公司园林景观工程施工区域覆盖图	9
图 16: 2012-2014 年主营业务毛利占比情况	10
图 17: 2012-2014 年主营业务毛利率情况	10
图 18: 2012-2014 年同行业上市公司毛利率比较	10
图 19: 2014 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较	11
图 20: 2014 年同行业上市公司资产周转能力情况	11
图 21: 2012-2014 年同行业上市公司经营活动现金净额/净利润指标比较	12
图 22: 公司研究开发部组织结构	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、周松，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn