苗木保稳定，工程超预期

——绿大地（002200）动态点评

分析师
王萍
☎ (86-755) 83515609
✉ wangp@cgws.com

要点：

- 就签订两份重大绿化工程合同和终止定向增发工作，我们对公司作以下点评。
- 09年二、三季度，公司业绩超预期的主要原因在于绿化工程业务规模的迅速扩大，其中丰水湖公园项目一期和呈贡党政机关搬迁项目带来5912.12万元的收入。四季度，丰水湖公园项目二期和呈贡党政机关搬迁项目剩余部分将带来4316万元的收入，预计09年公司绿化工程业务的收入同比增幅在110%左右。
- 09年12月17日，公司与成都武侯城乡统筹建设开发公司签订武侯198绕城高速公路两侧植树绿化项目首期施工合同。该项目有两部分组成：绿化工程和绿化苗木种植基地，其中绿化工程金额为6365.2451万元，由于开工日确定为09年12月21日，建设期为152天，收入预计在今年上半年实现。
- 公司在绿化苗木种植基地上将投入6947.6198万元。建成后，公司将收回投资额的50%，另外50%将作为绿化苗木种植基地的权益额（权益比例为50%。），与成都武侯城乡统筹建设开发公司共同经营、共负盈亏。据了解，该基地占地600亩左右，与北京基地最接近，预计2012年开始产生收入。
- 有两点值得注意：一是绿化苗木种植基地的产品直接供应武侯198项目，因此基本不存在销售问题；二是“武侯198 项目”总面积为15.33平方公里，投资额达到250亿元以上，该项目属于其中的一部分，我们认为凭借公司实力（丰水湖公园项目可以说明问题。），未来与当地继续合作的可能性很大。
- 1月11日，公司又与江西丰城新城管委会签订丰水湖公园项目三、四期施工合同，金额为10900万元。一期在09年上半年已完工，二期截止09年末已完工67%，三、四期预计在今年上半年完工，这就意味着该项目在今年上半年为公司绿化工程业务带来14786万元的收入。结合武侯198绕城高速公路两侧植树绿化项目首期施工进度，以及绿化工程行业的前景，预计今年公司绿化工程业务的收入同比增幅在50%-100%，超预期可能性较大。

投资评级：推荐（维持）

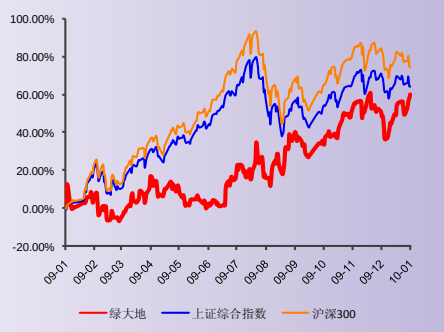
市场数据

总市值（亿元）	44.87
流通市值（亿元）	28.71
总股本（万股）	15108.71
流通股本（万股）	9665.61
12 个月最高/最低（元）	29.83/17.25
十大流通股（%）	22.95
股东总数	17559

公司盈利预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	34195	58656	76995
(+/-%)	32.8%	71.5%	31.3%
净利润	8677	12675	17541
(+/-%)	34.7%	46.1%	38.4%
摊薄每股收益	0.574	0.839	1.161
PE	51.7	35.4	25.6

股价表现图



相关报告

产能逐步释放，业绩增长确定，推荐，09.10.30

独立声明
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

- 公司利润主要还是来自于绿化苗木业务。外购生苗育熟业务规模在09年三季度得以迅速扩大，我们预计09年公司绿化苗木销售收入同比增幅接近60%。绿化工程业务和外购生苗育熟业务带来营业收入同比大幅增长的同时，由于毛利率低于自主繁育业务，公司盈利能力短期出现下降。以09年三季度为例，毛利率为24.38%，环比减少8.39个百分点，同比减少10.76个百分点。
- 公司月望基地预计在2013年左右达产，新增广南基地预计同年开始产生收入，解决之后的销售收入增长问题。另外，随着生产规模的扩大，公司将继续提高自主繁育品种在绿化苗木销售收入中所占比重，目标是40%，因此毛利率仍有提升空间（假定各业务毛利率维持上半年水平，绿化苗木业务盈利能力将提高12.02个百分点）。
- 原计划通过定向增发来解决广南基地建设和经营所需资金，但考虑到资产负债率较低（09年三季度末为29.09%，即使全部举债，也只达到48.88%），以及国家大力支持林权抵押贷款，公司在1月8日宣布终止该项工作。如果公司通过林权抵押贷款来解决所需资金，有利于净资产收益率的提高，对股东影响实际上是正面的。
- 上调公司2009-2011年的EPS为0.839、1.161、1.464元，复合增长率为36.62%，对应于最新收盘价，PE为35.4、25.6、20.3倍，维持“推荐”投资评级。

图表 1：公司盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	34195	58656	76995	96636
营业成本	22010	40196	51295	63746
销售费用	1806	2053	2695	3382
管理费用	1134	1936	2541	3189
财务费用	227	1006	1866	2865
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	8491	12938	17906	22584
营业外收支	259	0	0	0
利润总额	8751	12938	17906	22584
所得税	71	259	358	452
少数股东损益	3	5	6	8
净利润	8677	12675	17541	22125
资产负债表（万元）				
流动资产	59202	77622	99589	124002
货币资金	18250	3549	4659	5847
应收帐款	5952	10210	13402	16820
应收票据	0	0	0	0
存货	33036	60332	76991	95680
非流动资产	37479	46736	66817	85771
固定资产	13868	24769	46493	67091
资产总计	96680	124358	166406	209773
流动负债	16686	31684	56185	77419
短期借款	11000	11000	11000	11000
应付款项	2117	3866	4934	6131
非流动负债	5219	5219	5219	5219
长期借款	4500	4500	4500	4500
负债合计	21905	36903	61404	82638
股东权益	74775	87455	105002	127135
股本	15109	15109	15109	15109
留存收益	66235	72195	89736	111861
少数股东权益	146	151	157	165
负债和权益总计	96680	124358	166406	209773
现金流量表（万元）				
经营活动现金流	4402	-12783	4149	8552
其中营运资本减少	-8502	-28611	-17935	-19992
投资活动现金流	-21500	-12406	-24619	-25367
其中资本支出	-21503	-12406	-24618	-25366
融资活动现金流	1682	0	0	0
净现金总变化	-15415	-25189	-20470	-16815

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性				
营业收入增长	32.8%	71.5%	31.3%	25.5%
营业成本增长	32.4%	82.6%	27.6%	24.3%
营业利润增长	38.7%	52.4%	38.4%	26.1%
利润总额增长	33.2%	47.9%	38.4%	26.1%
净利润增长	34.7%	46.1%	38.4%	26.1%
盈利能力				
毛利率	35.6%	31.5%	33.4%	34.0%
销售净利率	25.4%	21.6%	22.8%	22.9%
ROE	11.6%	14.5%	16.7%	17.4%
ROIC	14.8%	14.5%	14.5%	14.4%
营运效率				
销售费用/营业收入	5.3%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用/营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用/营业收入	0.7%	1.7%	2.4%	3.0%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	0.8%	2.0%	2.0%	2.0%
应收帐款周转率	4.23	4.97	5.10	6.16
存货周转率	0.47	0.59	0.59	0.59
流动资产周转率	0.50	0.66	0.69	0.71
总资产周转率	0.31	0.40	0.41	0.43
偿债能力				
资产负债率	22.7%	29.7%	36.9%	39.4%
流动比率	3.55	2.45	1.77	1.60
速动比率	1.57	0.55	0.40	0.37
每股指标（元）				
EPS	0.574	0.839	1.161	1.464
每股净资产	4.95	5.79	6.95	8.41
每股经营现金流	0.29	-0.85	0.27	0.57
每股经营现金/EPS	0.5	-1.0	0.2	0.4
估值				
PE	51.7	35.4	25.6	20.3
PEG	1.41	1.10	0.98	-
PB	6.0	5.1	4.3	3.5
EV/EBITDA	46.29	27.82	20.45	16.16
EV/SALES	13.60	8.11	6.46	5.33
EV/IC	6.22	4.16	3.24	2.66
ROIC/WACC	1.34	1.31	1.31	1.30
REP	4.63	3.18	2.47	2.04

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王萍：中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，任农业行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：http://www.cgws.com