



2009年11月17日

## 东方园林——国内园林绿化工程施工领域龙头

所属行业 林业

合理估值 50.4元~58.8元

### 发行上市资料

|          |          |
|----------|----------|
| 申购代码     | 002310   |
| 发行价格（元）  | 58.6     |
| 发行股数（万股） | 1450.00  |
| 发行市盈率    | 50.96    |
| 发行日期     | 20091118 |
| 资金解冻日    | 20091123 |
| 主承销商     | 中信建投     |

### 基础数据（发行后）

|          |         |
|----------|---------|
| 总股本（万股）  | 5008.13 |
| 每股净资产（元） | 20.3    |

英大证券研究员  
侯颖娜  
0755-83007043  
[hounyn@vsun.com](mailto:hounyn@vsun.com)

### 投资要点

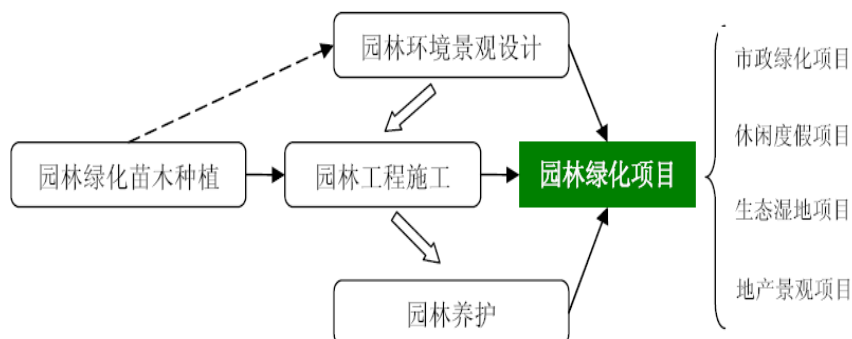
- 2002-2007 年，我国城市建设固定资产投资保持稳步增长态势，其中园林绿化行业的固定资产投资平均占城市建设固定资产投资的 7.57%。根据国务院发展研究中心的研究报告，“十一五”期间，我国国民经济仍将保持快速增长的势头，预计“十一五”期间我国国民经济年增长速度将保持在8%左右，国民经济的持续稳定增长将为国内园林绿化行业的发展创造有利条件。
- 公司是国内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的10 家企业之一，是国内园林绿化工程施工领域的龙头企业之一，是一家具有大中型项目施工经验和技术的跨区域发展的园林绿化企业。根据中国风景园林学会公布的《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2006 年）》，公司在园林绿化行业综合竞争实力、工程业务收入、净利润、跨区域经营收入、千万元以上工程收入等五项排名位列第一。
- 目前，公司北京地区之外项目已占公司业务总量的一半以上，在中国风景园林学会2006 年度园林绿化企业评比中名列跨区域施工能力第一名。通过多年来市场开拓经验的积累、管理模式的探索以及人才的培养，公司已经充分具备了跨区域的经营能力，为未来进入新的区域市场奠定了坚实的基础。
- 本次募集资金主要投入在设立分公司、建立苗木基地两个方向，预计未来5 年，公司新的利润点在海南高端度假休闲项目、西南市政工程项目及湿地环境工程等新领域，并通过向上游苗木种植的延伸，提高整体盈利水平。公司跨地域、一体化战略将拉动未来持续快速增长。
- 预计公司2009-2011年的每股盈利分别为1.68、2.79和3.87元，参照行业及可比公司估值情况，给予其09年30~35倍的市盈率水平，对应公司二级市场合理价格为50.4~58.8元。
- 因苗木种植易受旱、涝、冰雹、霜冻、火灾、病虫害、地震等自然灾害的影响，如果在公司苗木种植基地所在地出现严重自然灾害，则将对公司的苗木生产产生较大影响。

## 基本面：

公司从事苗木种植、园林绿化设计、施工和养护等全方位的综合性园林绿化服务。其中，园林绿化设计业务和施工业务在公司主营业务中占主要地位，而园林绿化施工业务又是公司营业收入和利润的主要来源；苗木种植以自用为主，绝大部分用于公司的园林绿化工程施工项目；园林养护业务仍以工程项目的后期养护为主，尚未作为独立的业务开展。

公司主要为各类重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林工程、大型生态湿地工程及地产景观等项目提供园林环境景观设计和园林绿化工程施工服务。

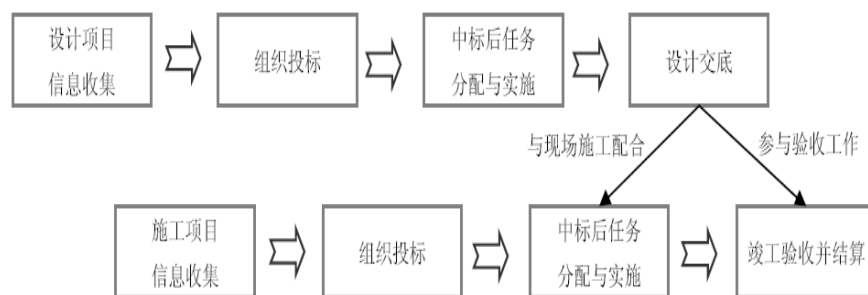
图1：园林绿化行业产业链示意图



资料来源：招股意向书，英大证券研究所

公司从事的园林环境景观设计和园林绿化工程施工业务的经营模式类似，基本上可以分为信息收集、投标、中标后的任务分配与实施、竣工验收结算等几方面内容。园林环境景观设计交底后仍需要与现场工程施工进行相互配合，并同时参与工程施工项目的验收工作。

图2：公司园林环境景观设计和园林绿化工程施工业务经营模式



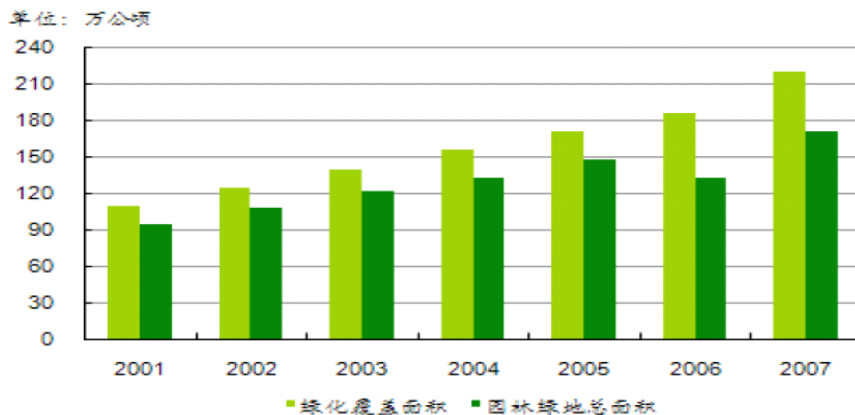
资料来源：招股意向书，英大证券研究所

我国园林绿化行业在计划经济下开始发展，并伴随我国市场经济地位的确立和改革开放的不断深入，逐步走上产业化发展的道路。1992年，国务院颁布《城市绿化条例》，园林绿化行业的发展步入法制化轨道，对园林绿化行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用。2001年，国务院召开全国城市绿化工作会议，并专门下发了《关于加强城市绿化建设的通知》，使得各级政府对城市绿化工作的重视程度大大提高，全社会广泛参与城市绿化的热潮开始形成，园林绿化行业进入了蓬勃发展时期。随着我国国民经济的持续快速发展以及对环境保护的重视程度越来越高，园林绿化越来越受到政府部门和企事业单位的重视，园林绿化产业发展表现出良好的发展态势。

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。2007年，我国绿化覆盖面积和园林绿地总面积已经分别达到219.08万公顷和170.90万公顷，比2001

年的109.13万公顷和94.54万公顷分别增长了100.75%和80.77%。

图3：2001 年-2007 年我国绿化覆盖面积和园林绿地总面积情况



资料来源：招股意向书，英大证券研究所

我国国民经济的快速增长为园林绿化行业创造了巨大的市场需求。中国城市建设统计年报数据显示，2002-2007 年，我国城市建设固定资产投资保持稳步增长态势，其中园林绿化行业的固定资产投资平均占城市建设固定资产投资的7.57%。根据国务院发展研究中心的研究报告，“十一五”期间，我国国民经济仍将保持快速增长的势头，预计“十一五”期间我国国民经济年增长速度将保持在8%左右，国民经济的持续稳定增长将为国内园林绿化行业的发展创造有利条件。

### 投资要点：

**综合实力优势**——公司是国内同时具有城市园林绿化一级企业资质和甲级工程设计资质的10 家企业之一，是国内园林绿化工程施工领域的龙头企业之一，是一家具有大中型项目施工经验和技术的跨区域发展的园林绿化企业。根据中国风景园林学会公布的《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2006 年）》，公司在园林绿化行业综合竞争实力、工程业务收入、净利润、跨区域经营收入、千万元以上工程收入等五项排名位列第一。

**设计、施工一体化优势**——在很多大型项目招标过程中，拥有工程设计甲级资质是园林工程施工招标最重要的入围条件之一；景观设计业务能为工程施工业务提供丰富的项目信息，有利于工程施工业务的市场开发；设计、施工一体化有利于工程项目进度安排的统筹调度和协同指挥；设计、施工一体化能更好的将设计理念和工程施工相结合，实现园林作品风格的和谐统一，创造园林精品工程，提升客户的满意程度；设计、施工一体化可以促进景观设计、施工工艺的同步提升和有效互动。

**跨区域经营能力优势**——近年来，公司除在公司所在的北京地区从事园林绿化项目外，还积极在国内其他地区开拓业务，并取得了良好的经营业绩。目前，公司北京地区之外项目已占公司业务总量的一半以上，在中国风景园林学会2006 年度园林绿化企业评比中名列跨区域施工能力第一名。通过多年来市场开拓经验的积累、管理模式的探索以及人才的培养，公司已经充分具备了跨区域的经营能力，为未来进入新的区域市场奠定了坚实的基础。

**技术创新能力**——为了推动公司技术发展，公司专门设立了技术中心，下设园林工程研究室、苗木和花卉研究室、生态湿地技术研究室从事相关领域关键技术的研发工作。公司目前掌握的关键技术主要包括：节水和集水技术在园林中的应用、小型污水处理工艺在湿地修复中的应用技术、园林景观中大树移植技术、天然湿地恢复及人工湿地建设综合技术等，上述四项技术已由北京林业大学完成

验收，取得了科学技术项目验收证书。此外，公司的苗圃管理和技术创新以及自主研发的苗木新品种——树状牡丹和观赏茶花品种获得了国家林业局主办的2007（第五届）中国·合肥苗木花卉交易大会金奖。

### 募集资金：

本次募集资金主要投入在设立分公司、建立苗木基地两个方向，预计未来5年，公司新的利润点在海南高端度假休闲项目、西南市政工程项目及湿地环境工程等新领域，并通过向上游苗木种植的延伸，提高整体盈利水平。公司跨地域一体化战略将拉动未来持续快速增长。

设立分公司——公司定位于创建全国园林绿化行业设计、施工领域的高端和领导品牌，通过设立分公司能完善公司的全国化战略布局，抢占新兴市场，提高公司的市场占有率和品牌影响力，同时满足公司业务发展的内在要求，避免业务过于集中，分散经营风险，实现本地化发展的需要，拟设立西南分公司、海南分公司和生态湿地工程分公司。

绿化苗木基地建设项目——现有苗圃的苗木无法满足公司主营业务的用苗需求，公司拟投资新建自营苗圃，生产大规格、高品质苗木，以满足公司园林工程用材需求，进一步打造完整的园林产业链，提升整体竞争实力。

### 估值分析：

公司主营业务和经营业绩持续增长，每年新签订的工程承包合同金额保持快速增长态势，综合实力不断增强。公司的营业收入在2007年和2008年分别比上年度增长25.52%和53.91%，2009年1-6月较上年同期增长32.98%；主营业务利润在2007年和2008年分别比上年度增长12.85%和57.66%，2009年1-6月较上年同期增长39.08%。

目前，公司的业务主要覆盖园林绿化产业比较发达的省市，如北京、山东、苏州、昆明等，是全国少数几个有能力跨地域开展大型园林工程施工业务的园林绿化企业之一。华北和华东地区是公司收入的主要来源。2006年、2007年、2008年和2009年1-6月，来自华北和华东地区的营业收入合计占公司营业收入的比重分别为94.15%、76.95%、73.45%和87.45%。

2006、2007、2008年以及2009年上半年，公司综合毛利率分别为34.58%、31.76%、32.16%和31.37%；净利率分别为12.01%、14.27%、14.24%和13.32%。公司的毛利率和净利率均低于绿大地（002200.SZ），这主要是由于公司的主要业务园林工程施工（09年上半年占营业总收入的97.12%）的毛利率较低（2009年上半年仅为31.26%）；而绿大地的主要业务苗木销售（09年上半年占营业总收入的64.29%）的毛利率较高（2009年上半年达到36.95%）。

预计公司2009-2011年的每股盈利分别为1.68、2.79和3.87元，参照行业及可比公司估值情况，给予其09年30~35倍的市盈率水平，对应公司二级市场合理价格为50.4~58.8元。

### 投资风险：

因苗木种植易受旱、涝、冰雹、霜冻、火灾、病虫害、地震等自然灾害的影响，如果在公司苗木种植基地所在地出现严重自然灾害，则将对公司的苗木生产产生较大影响。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业投资评级

|    |                              |
|----|------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数  |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 |

### 公司投资评级

|    |                        |
|----|------------------------|
| 买入 | 预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上    |
| 增持 | 预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间  |
| 中性 | 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
| 回避 | 预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上    |

#### 评级说明：

##### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

##### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准