

农林牧渔—园林绿化行业

王义国

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

东方园林

002310

推荐

盈利确定性增长推动估值上升

事件：公司 11 日公布 09 年年报，营业收入 5.84 亿元（同比增 40%），净利润 0.84 亿元（增 41%），分红方案 10 转 5 派 3 元。公司经营结果符合我们之前的预测。

投资要点：

6-12 个月目标价： 190 元

当前股价： 159.51 元

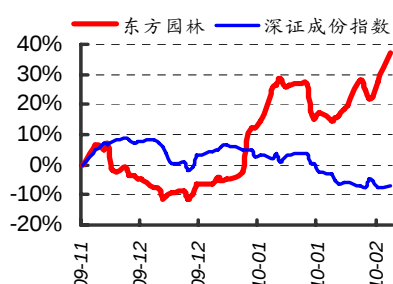
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	11947.34
总股本(百万)	50
流通股本(百万)	12
流通市值(亿)	19
09EPS	1.66
每股净资产(元)	21.27
资产负债率	24.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东方园林	19	37	/
深证成份指数	-10	-7	-8



相关报告

《东方园林：全方位布局的风景园林建设公司》
2009-11-25

- **关注今年和明年绿化工程定单的超预期增长** 公司公布的 09 年经营结果与我们之前的预测完全相同。我们建议跳过 09 年报表，多关注今年和明年绿化工程定单的超预期增长。
- **分红方案有多重要？** 作为深沪市场少见的小盘高价成长股（总股本五千万），市场一直关注公司的分红方案。公司公布的 10 转 5 派 3 元，我们认为与 09 年经营结果般配。公司的股票价值是公司未来盈利实现值的折现结果，不是单由分红方案决定。
- **全国“造城活动”支持公司定单快速增长** 中国城镇化的结果就是全国各个城市扩新城、改老城，公司是这场“造城活动”的完全受益者。项目大型化且工期短有利绿化施工单位提高经济效益；符合绿化景观大项目资质的企业全国也就二十来家，同业之间高端项目竞争并不激烈；绿化工程发标人对绿化景观项目所属的大规格、高品质树木一般都有保养要求，单个绿化工程毛利率一般都有 30% 以上。
- **我们预计 10 和 11 年盈利为 1.91 亿和 3.06 亿，每股盈利 3.81 元和 6.11 元** 基于公司是园林绿化行业的领先者、全国“造城活动”的完全受益者、公司定单快速增长，我们调高了 10 和 11 年收入和盈利预测，我们预计公司 10 和 11 年盈利分别为 1.91 亿元和 3.06 亿元，每股收益分别为 3.81 元和 6.11 元，较之前预测分别调高 22% 和 42%。
- **给予推荐评级** 公司盈利确定性增长推动估值上升，我们认为公司合理价值为 170 元，相当于 10 年的 45 倍，11 年的 28 倍。目标价相对现价有 10% 的涨幅，我们给予“推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009E	2010E	2011E
营业收入	585	1257	2069
同比(%)	41%	115%	65%
归属母公司净利润	83	191	306
同比(%)	41%	129%	60%
毛利率(%)	31.7%	31.5%	31.3%
ROE(%)	7.8%	15.2%	19.6%
每股收益(元)	1.66	3.81	6.11
P/E	93.38	40.71	25.40
P/B	7.30	6.19	4.98
EV/EBITDA	74	33	20

资料来源：中投证券研究所

1、全国“造城活动”支持公司定单快速增长

中国城镇化的结果就是全国各个城市扩新城、改老城，而且随着生活水平提高和模范示范影响，各个城市都在做城市规划和设计，包括城市公共空间规划设计、生态系统与生态旅游规划设计、公园及娱乐设施规划设计、旅游度假设施规划设计、社区居住环境规划等。除了建设用地，政府也专门划出非建设用地，用来建设森林、草地、花卉、水体和生态湿地公园等。政府市政管理部门这么做，一是建设美好城市形象，提高城市品位；二是建设用地拍卖可以获得更高价格，政府就更有条件增加城市投入。

随着我国城市化进程加速和社会对人居环境要求的提高，园林绿化产业获得巨大发展空间。城市园林绿化固定资产投资一直保持高速增长态势，01-07年年均复合增长率为 21%。大的园林设计和绿化施工单位是这场“造城活动”的受益者。

- 为新城市配套的景观绿化项目单个工程都有 8000-10000 万元，而且建设工期一般都在半年左右。项目大型化且工期短有利绿化施工单位提高经济效益。
- 符合绿化景观大项目资质（具备建设行政主管部门核发的城市园林绿化工程专业承包壹级企业资质的法人；近三年完成类似规模工程项目 3 个以上）的企业全国也就二十来家，同业之间高端项目竞争并不算激烈。
- 基于绿化工程发标人对绿化景观项目所属的大规格、高品质观赏树木一般都有保养要求，单个绿化工程毛利率一般都有 30% 以上。

东方园林公司一直以高端设计为领先（它拥有百余名设计师数量可能是国内园林绿化单位中最多的），08-09 年参与的奥林匹克奥运会、苏州金鸡湖大酒店、首都国际机场等高端大型项目，所以自去年上市募集 8 个亿资金后，异地扩张步伐加快。今年 1 月投标所中的大型项目湖南株洲神农城项目（4.32 亿元）就是全国造城活动背景下的一个案例。

株洲市将在河西新城建造一个占地 87 公顷的“神农城”，打造成大都市休闲中心。“神农城”项目基地位于河西新城，毗邻未来市级行政中心和大学城，处城市发展的重要位置。“神农城”将整合炎帝广场和天台公园自然生态资源，建设以休闲商业为主导的区域。“神农城”包括“炎帝广场”和“华夏神州”公园两部分。公园设计分景观公园和建筑公园两部分，公园内的景观主要设置三个主题：嬉水湾——提供水上游乐活动；奇幻绿洲——展现来自世界各地的独特植物种群形成的自然景观；五彩梯田——利用自然地形开拓种植乐园。该项目拟分三期进行。首期计划年内投入使用，二期预计明年投入使用，整个项目预计 5 年内竣工。

图表 1: 公司中标的湖南神农城项目和上海览海 36 洞高尔夫球场分析

单位: 万元	10 年收入	11 年收入	12 年收入
1、神农城	26900	13800	1300
2、神农城设计费	1200	/	/
3、上海览海俱乐部 36 洞高尔夫球场	6000	3480	/
合 计	34100	17280	1300

资料来源: 中投证券研究所

我们分析, 公司聚焦的绿化景观四大业务——市政绿化工程、生态湿地公园、度假高尔夫和地产景观, 公司已经做到细分市场领先、项目大型化和专业品质保证。公司目前毛利率相对低一点的地产景观业务不到整个收入的 10%, 所以地产市场的调整对公司业务影响并不大。从今年和明年接获定单数量看, 公司定单快速增长, 10 和 11 年定单数量预计有 13 亿元和 20 亿元。

图表 2: 公司 10 年和 11 年绿化工程定单量预测

单位: 万元	09 年 E	10 年 E	11 年 E
1、湖南神农城		28,100	13,800
2、上海览海俱乐部 36 洞高尔夫球场		6,000	3,480
3、华北市政绿化工程		34,000	51,000
4、华北生态湿地公园		22,000	42,500
5、云南海南度假项目		16,000	28,000
6、地产景观		18,000	24,000
7、华东和西部项目		/	28,000
8、其他		6,000	10,000
合 计	60,000	130,100	200,780

资料来源: 中投证券研究所

2、毛利率相对稳定保证公司盈利质量

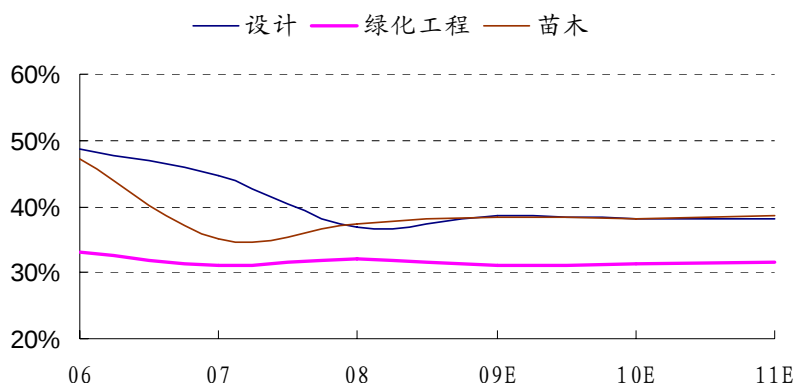
公司盈利增长首先取决于绿化工程定单的增长情况, 其次取决于定单毛利率水平的变动情况。可以说, 定单毛利率水平是否稳定将影响公司的盈利质量。单就绿化工程业务我们将东方园林公司与绿大地公司作一比较, 大致看出这两家公司的经营差异。

东方园林是绿化施工一级资质和设计一级资质的企业, 承接过国内著名的大项目, 09 年营业收入有 5 亿多。绿大地是绿化施工一级资质和设计二级资质的企业, 承接过大项目主要是江西丰城市丰水湖公园, 09 年绿化工程收入预计有 1.5 亿。绿大地承接丰水湖公园一期工程 (0.58 亿元) 毛利率是 34%, 二期工程据公司公告, 因属于追加工程, 毛利率下降到 30%。今年承接的三、四期工程 (90 天, 1.09 亿元) 鉴于土建工程较多, 绿化苗木需求量较少, 合同毛利率存在下降风险。

东方园林公司绿化工程、设计和苗木三块业务中, 绿化工程的毛利率相对

设计和苗木比较稳定，大约在 31%左右。从公司今年初中标的湖南神农城项目看，是一个设计、绿化、灯光、水体、娱乐一体的大项目，要求高，施工年限长（接近二年），发标单位从属于湖南省株洲市政府。虽然项目金额大，但公司中标的毛利率并未相应降低，这证明东方园林公司设计和施工优势。

图表 3：公司绿化工程、设计和苗木毛利率变化



资料来源：中投证券研究所

我们认为，公司园林绿化设计和施工的卓越能力保证公司定单毛利率水平的相对稳定。而毛利率相对稳定保证了公司盈利质量。

3、盈利确定增长推动公司估值上升

基于公司是园林绿化行业的领先者、全国“造城活动”的完全受益者、公司定单快速增长，我们调高了 10 和 11 年的收入和盈利预测，我们预计公司 10 和 11 年的盈利分别为 1.91 亿元和 3.06 亿元，每股收益分别为 3.81 元和 6.11 元，较之前预测分别调高 22%和 42%。

图表 4：公司收入和盈利预测的变化

单位：亿元	10 年预测			11 年预测		
	旧的	新的	变化	旧的	新的	变化
营业收入	10.37	12.57	+21%	14.01	20.69	47%
净利润	1.57	1.91	+22%	2.15	3.06	42%
每股收益	3.14	3.81	+22%	4.29	6.11	42%

资料来源：中投证券研究所

现价贵还是不贵？根据公司未来几年盈利每年 50%的复合增长率，我们计算现价 10 年和 11 年的 PEG 分别为 0.81 和 0.50。

我们认为公司的合理价值为 170 元，分别相当于 10 年和 11 年的 45 倍和 28 倍，相当于 10 年的 0.9 倍 PEG。目标价相对现价有 10%的涨幅，我们给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009E	2010E	2011E
流动资产	1392	1746	2234
现金	948	827	841
应收账款	175	339	559
其它应收款	29	63	124
预付账款	0	0	0
存货	240	516	711
其他	0	0	0
非流动资产	27	76	121
长期投资	5	5	5
固定资产	20	68	113
无形资产	0	0	0
其他	2	3	3
资产总计	1419	1822	2355
流动负债	354	565	793
短期借款	45	0	20
应付账款	280	516	711
其他	29	49	62
非流动负债	0	0	0
长期借款	0	0	0
其他	0	0	0
负债合计	354	565	793
少数股东权益	0	0	0
股本	50	50	50
资本公积	789	789	789
留存收益	227	418	724
归属母公司股东权	1065	1256	1562
负债和股东权益	1419	1822	2355

现金流量表

会计年度	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	56	-34	34
净利润	83	191	306
折旧摊销	1	2	5
财务费用	-1	-7	-7
投资损失	-2	-2	-2
营运资金变动	-26	-218	-267
其它	0	-1	0
投资活动现金流	0	-48	-48
资本支出	2	50	50
长期投资	-0	0	0
其他	2	2	2
筹资活动现金流	796	-38	27
短期借款	-3	-45	20
长期借款	0	0	0
普通股增加	15	0	0
资本公积增加	787	0	0
其他	-3	7	7
现金净增加额	852	-120	13

利润表

会计年度	2009E	2010E	2011E
营业收入	585	1257	2069
营业成本	400	861	1421
营业税金及	19	39	64
营业费用	0	0	0
管理费用	64	126	207
财务费用	-1	-7	-7
资产减值损	1	1	1
公允价值变	0	0	0
投资净收益	2	2	2
营业利润	104	240	385
营业外收入	1	1	0
营业外支出	0	0	0
利润总额	105	240	385
所得税	21	49	79
净利润	83	191	306
少数股东损	0	0	0
归属母公司	83	191	306
EBITDA	104	235	383
EPS (元)	1.66	3.81	6.11

主要财务比

会计年度	2009E	2010E	2011E
成长能力			
营业收入	40.6%	115.0%	64.6%
营业利润	44.7%	130.5%	60.8%
归属于母公	40.7%	129.4%	60.2%
获利能力			
毛利率	31.7%	31.5%	31.3%
净利率	14.2%	15.2%	14.8%
ROE	7.8%	15.2%	19.6%
ROIC	66.1%	55.3%	51.5%
偿债能力			
资产负债率	24.9%	31.0%	33.7%
净负债比率			
流动比率	3.94	3.09	2.82
速动比率	3.26	2.17	1.92
营运能力			
总资产周转	0.64	0.78	0.99
应收账款周	4	5	5
应付账款周	1.90	2.16	2.32
每股指标			
每股收益(最	1.66	3.81	6.11
每股经营现	1.11	-0.68	0.68
每股净资产	21.27	25.08	31.20
估值比率			
P/E	93.38	40.71	25.40
P/B	7.30	6.19	4.98
EV/EBITDA	74	33	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王义国: 中投证券研究所农业行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、洞庭水殖、新赛股份、东凌粮油、绿大地、开创国际、山下湖、亚盛集团等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434