

付豪杰
 农林牧渔行业研究员
 SAC 执业证书编号:
 S1410210050004
 021-58764426-8011
 fuhaojie@jhzqrs.com

东方园林 000310.sz

园林绿化施工

增利又增收，现金流状况良好

投资评级：增持

——东方园林 2010 年中报点评

事 件：

东方园林 7 月 27 晚发布了 2010 年中报：2010 年上半年实现营业总收入 54,864.94 万元，同比增长 111.03%；2010 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 8,940.23 万元，同比增长 158.23%，其中实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 8,931.85 万元，同比增长 157.76%，EPS 为 1.19 元，超额完成了公司董事会制定的半年度预算指标。基本符合我们预期。

根据公司董事会决议，公司拟以 2010 年 6 月 30 日公司总股本 7,512.195 万股为基数，以资本公积金每 10 股转增股本 10 股，并按每 10 股派发现金红利 2 元（含税），共分配现金股利 15,024,390 元。

投资要点：

◆上半年公司增收又增利

表 1、公司收入成本分行业状况（万元）

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
园林建设	52,366.45	36,368.95	30.55%	107.38%	109.22%	-0.61%
园林设计	2,247.39	669.48	70.21%	301.07%	93.95%	31.81%
苗木销售	251.10	147.07	41.43%	34.17%	27.67%	2.98%
合计	54,864.94	37,185.49	32.22%	111.03%	108.40%	0.86%

数据来源：公司公告，江海证券研发部

表 2、公司收入成本分产品状况（万元）

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比同比
市政园林项目	36,025.83	23,471.00	34.85%	85.11%	78.34%	2.47%
休闲度假项目	10,993.80	9,004.92	18.09%	157.62%	195.97%	-10.61%
地产景观项目	2,463.03	2,018.92	18.03%	177.70%	170.80%	2.09%
生态湿地项目	2,883.79	1,874.10	35.01%	354.14%	331.45%	3.42%
园林设计项目	2,247.39	669.48	70.21%	301.07%	93.95%	31.81%
苗木销售	251.10	147.07	41.43%	34.17%	27.67%	2.98%
合计	54,864.94	37,185.49	32.22%	111.03%	108.40%	0.86%

数据来源：公司公告，江海证券研发部

营业收入增长原因：报告期内，公司主营业务收入主要来源于园林绿化工程建设和园林环境景观设计业务，这两块业务均取得了显著增长。园林绿化建设方面，公司在坚持市政园林项目为主的基础上，稳步推进休闲度假项目、地产景观项目和生态湿地项目的发展，公司产品与服务结构得到进一步优化；园林环境景观设计方面，公司加强了对设计业务的资源投入，吸引了大批行业内知名设计师的加盟，园林环境景观设计业务战略布局效应开始显现。报告期内，苗木销售业务基本稳定，公司苗木资源仍以供应公司工程项目使用为主。

公司继续进行全国业务部署，在华北、西北、东北、华南、华中等区域的业务开展顺利，经营业绩取得了快速增长；公司在华东地区的业务得到了稳步推进；公司西南地区的业务，正在逐步由昆明向成都转移。

综合毛利率提升原因：报告期内，公司园林绿化工程建设项目毛利率总体基本稳定，其中市政园林项目、地产景观项目和生态湿地项目毛利率小幅升高，休闲度假项目毛利率下降幅度较大。休闲度假项目毛利率下降的原因

主要是公司休闲度假项目市场处于开拓期, 公司致力于打造精品项目, 对项目品质要求较高, 项目投入较大, 致使休闲度假项目毛利率有所下降。报告期内, 园林环境景观设计业务毛利率得到显著提升, 主要原因是公司的设计规划综合实力明显加强, 承揽的大型设计项目增多, 单个设计项目收费标准有所提高, 同时规模效应和公司进一步加强成本控制工作, 使得园林环境景观设计业务毛利率大幅度提高。

◆公司财务状况一切正常, 现金流正常

1、期间费用率(没有销售费用)下降, 说明管理有效。报告期内, 管理费用和财务费用累计支出4,057.35万元, 比上年同期增加1,157.6万元, 增长39.92%, 增长比例远远低于主营业务收入增长速度。主要原因一方面是公司进一步加强费用管理工作, 有效控制了费用增长; 另一方面募集资金增强了公司的资金实力, 公司的财务费用大幅降低, 同时公司的规模效应开始显现, 公司的期间费用率呈现出下降趋势。

2、稳健地计提坏账准备, 防患于未然。报告期内, 计提资产减值准备730.37万元, 比上年同期增加600.15万元, 增长460.87%。主要是公司上半年业务规模扩大, 应收账款增加, 导致应收账款计提坏账准备大幅增长。应收账款大是建筑行业的突出特点, 公司也不可避免, 公司按规定计提坏账准备, 说明公司采用稳健的财务政策。

3、现金流正常, 并非如媒体质疑一样。经营活动现金流入情况, 经营活动现金流入比上年同期增长26.46%, 系公司工程收款增长及公司投标保证金回收所致; 经营活动现金流出情况, 经营活动现金流出比上年同期增长103.53%, 系公司工程付款增长、公司支付给职工以及为职工支付的现金增长、支付投标保证金增长所致。中报披露经营性现金流量-1.65亿, 我们认为公司现金流一切正常, 因为公司货币资金尚有6亿元, 而短期有息借款只有4000万, 目前还不缺资金。另外公司资质优良, 将来还可以再融资来解决资金问题, 我们预计明年公司再融资的可能性比较大。

◆2010年1-9月净利润同比增长210-240%, 约1.98亿-2.18亿, 折合EPS为2.64-2.90元

公司同时披露了业绩预告, 预计公司1-9月净利润同比增长210-240%, 去年同期净利润63,961,621.01。原因是: 公司综合实力显著增强, 由“单一园林景观项目设计施工供应商”向“城市景观系统综合服务商”的业务升级稳步推进, 上半年公司业务拓展顺利, 合同履行情况良好。以上业绩预测未考虑期权费用。

◆估值和投资建议

预计2010-2012年公司EPS为3.36、8.24和9.72元(原预测分别为2.98、7.47和9.01元), 鉴于公司未来两年较明确的成长性, 我们给予公司未来三年的PE为50倍、30倍和20倍, 对应股价分别为168元、247元和194.4元。因此股价应在168-247元之间, 保守取中值目标价为207.5元, 针对目前171元的股价, 还有近21.35%的空间, 由“买入”评级下调至“增持”评级。

◆重点关注事项

股价催化剂: 获取大单; 业绩超预期。

风险提示: 大盘系统性风险; 利润分配方案未获股东大会批准风险; 地方财政收紧, 大单不稳定和毛利率下降风险。

(下页附业绩预测表格)

表 3、公司未来三年营业收入预测

单位: 百万元		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
园林工程 施工	项目收入	403.09	570.17	1,510.00	4,043.60	5,183.72
	增长率	56.83%	41.45%	164.84%	167.79%	28.20%
	项目成本	274.06	383.47	1,041.90	2,790.08	3,576.77
	项目毛利	129.03	186.70	468.10	1253.52	1606.95
	毛利率	32.01%	32.74%	31.00%	31.00%	31.00%
	收入占比	96.95%	97.62%	97.39%	97.48%	97.47%
园林景观 设计	项目收入	11.31	12.06	37.75	101.09	129.59
	增长率	-11.03%	6.67%	212.91%	167.79%	28.20%
	项目成本	7.14	6.99	11.33	30.33	38.88
	项目毛利	4.17	5.08	26.43	70.76	90.72
	毛利率	36.87%	42.10%	70.00%	70.00%	70.00%
	收入占比	2.72%	2.07%	2.43%	2.44%	2.44%
苗木对外 销售	项目收入	1.38	1.85	2.77	3.61	5.05
	增长率	227.06%	33.58%	50.00%	30.00%	40.00%
	项目成本	0.87	1.52	1.80	2.34	3.28
	项目毛利	0.52	0.33	0.97	1.26	1.77
	毛利率	37.43%	17.83%	40.00%	40.00%	40.00%
	收入占比	0.33%	0.32%	0.18%	0.09%	0.09%
合计	营业收入	415.78	584.08	1,550.52	4,148.30	5,318.36
	增长率	53.91%	40.48%	165.46%	167.54%	28.21%
	营业成本	282.06	391.97	1,055.03	2,822.75	3,618.93
	毛利	133.72	192.11	495.50	1,325.54	1,699.43
	综合毛利率	32.16%	32.89%	31.96%	31.95%	31.95%

数据来源: 江海证券研发部

表 4、公司未来三年损益表预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	415.78	584.08	1,550.52	4,148.30	5,318.36
增长率		40.48%	165.46%	167.54%	28.21%
减: 营业成本	282.06	391.97	1,055.03	2,822.75	3,618.93
增长率		38.96%	169.16%	167.55%	28.21%
减: 营业税金及附加	14.01	18.75	51.17	136.89	175.51
比例	3.37%	3.21%	3.30%	3.30%	3.30%
减: 销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
减: 管理费用	47.02	62.73	124.04	352.61	478.65
比例	11.31%	10.74%	8.00%	8.50%	9.00%
减: 财务费用	2.58	3.33	0.00	41.48	106.37
比例	0.62%	0.57%	0.00%	1.00%	2.00%
减: 资产减值损失	1.50	5.72	6.20	16.59	21.27
比例	0.36%	0.98%	0.40%	0.40%	0.40%
加: 投资净收益	3.26	4.02	5.00	6.00	7.00

二、营业利润	71.86	105.60	319.08	783.97	924.64
加：营业外收入	2.24	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.33	0.03	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	73.77	105.57	319.08	783.97	924.64
减：所得税	14.75	22.17	67.01	164.63	194.17
比例	20.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
四、净利润	59.02	83.40	252.08	619.33	730.46
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
母公司所有者净利润	59.02	83.40	252.08	619.33	730.46
五、每股收益	0.79	1.11	3.36	8.24	9.72
总股本	75.13	75.13	75.13	75.13	75.13

数据来源：江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15%以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

付豪杰，农林牧渔行业研究员

重点覆盖公司：登海种业、丰乐种业、圣农发展、海大集团、獐子岛、好当家、顺鑫农业、天康生物、中牧股份、南宁糖业、绿大地、东方园林、棕榈园林

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。