

强烈推荐-A (维持)**东方园林 002310.SZ**

目标估值: 175.5-205.0 元

当前股价: 168.00 元

2010 年 7 月 28 日

稳健地高成长, 关注现金流风险**基础数据**

上证综指	2575
总股本(万股)	7512
已上市流通股(万股)	2175
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	15.2
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	27.5%
主要股东	何巧女
主要股东持股比例	53.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	87	331
相对表现	8	100	356

**相关报告**

- 1、《东方园林(002310)——城市景观整体运营商战略启动, 连续大单确保公司高成长》2010/05/24
- 2、《东方园林(002310)——IPO 提升品牌力及资金实力, 尽显高成长》2010/02/12
- 3、《东方园林(002310)——园林行业龙头, 发展空间广阔》2009/11/13

王小勇

0755 - 82960440

wxy@cmschina.com.cn

S1090209120321

7月28日公司公告, 10年中期公司营业收入为5.49亿元, 同比增长111%亿元, 实现归属于母公司净利润达到8940万元, 同比增长达到158%, 基本每股收益达到1.19元, 并同时预告1-9月业绩同比增长210-240%(1.98亿元至2.18亿元)之间, 全年有可能超过我们此前2.67亿元的预期, 强烈推荐, 目标价205元。

- 各项财务指标出现了较大改善。上半年公司毛利率提升0.86个百分点, 三费用率为7.4%, 同比下降了3.75个百分点, 其中管理费用率下降了2.62个百分点, 财务费用率下降了1.13个百分点。2季度单季度毛利率同比上涨了1.69个百分点, 管理费用率下降了1.3个百分点, 营业利润率上涨了2.6个百分点, 净利润率上涨了1.79个百分点。
- 应收账款和预收账款的管理出现一定的成效。公司上半年应收账款增长50%, 远小于营业收入的增幅, 应收账款比率从75.5%下降至57%, 下降了18.5个百分点; 与此同时, 公司预收账款增长了1400%, 预收账款率由09年同期的0.32%上升了2.3%。
- “城市景观系统综合服务商”模式将是公司高成长的基础。该模式将从“景观艺术、生态循环、人的生活、文化历史、城市价值”五个方面进行对城市整体的综合的设计和创作, 为城市景观系统建设提供从整体规划、方案提炼、设计到施工等“一揽子”解决方案。保证整个城市景观系统有它统一的独特的艺术特点。公司计划与8-10个左右城市建立战略合作伙伴关系, 为战略城市提供专业的、高水平的、多层次的综合景观服务。上半年公司已与山西省大同市、辽宁省鞍山市、河北省张家口市张北县、湖南省株洲市等城市已经成为公司的战略性服务城市, 签署了总计人民币35亿元的合同(协议), 目前, 在上述城市的项目进展良好。
- 我们暂不上调公司盈利预测, 预计10年、11年归属母公司净利润分别为2.67亿元、4.39亿元, 同比增长219%、64%, 基本每股收益分别为3.56元、5.85元。
- 维持公司强烈推荐的投资评级, 目标价205元不变。
- 风险提示: 管理能否跟得上规模的发展的问题, 其次就是公司现金流风险, 10年中报经营性净现金流出达到1.65亿元, 同比增长了近900%。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	416	584	1359	2076	2750
同比增长	54%	40%	133%	53%	32%
营业利润(百万元)	72	106	337	554	754
同比增长	64%	47%	219%	64%	36%
净利润(百万元)	59	84	267	439	598
同比增长	54%	41%	219%	64%	36%
每股收益(元)	1.66	1.67	3.56	5.85	7.96
PE	101.0	100.5	47.2	28.7	21.1
PB	33.2	7.9	10.0	7.9	6.2

资料来源: 招商证券

表 1: 公司半年业绩回顾

(百万元)	08H2	09H1	09H2	10H1	同比	环比
营业收入	220	260	324	549	111%	69%
营业毛利	74	82	111	177	117%	60%
营业费用	0	0	0	0	-	-
管理费用	24	28	35	44	59%	24%
财务费用	1.8	1.4	1.9	-3.2	-321%	-267%
投资收益	2.7	0.6	3.5	2.4	325%	-30%
营业利润	42	44	62	113	159%	82%
所得税	8	9	13	24	165%	83%
归属母公司净利润	34	35	49	89	158%	82%
EPS (元)	0.94	0.69	0.98	1.19		

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 2: 公司季度业绩回顾

(百万元)	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	同比	环比
营业收入	120	100	79	181	149	175	92	457	152%	398%
营业毛利	48	27	27	55	59	52	31	146	166%	366%
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
管理费用	16	8	16	11	15	20	21	23	100%	10%
财务费用	0.6	1.2	0.8	0.6	0.8	1.1	-0.2	-3.0	-571%	-1448%
投资收益	2.4	0.3	-0.1	0.7	2.5	0.9	1.7	0.7	-4%	-61%
营业利润	29	13	7	36	37	25	9	104	184%	997%
归属母公司净利润	23	10	6	29	29	20	8	81	180%	901%
EPS (元)	0.31	0.14	0.08	0.39	0.39	0.26	0.11	1.08	180%	901%

主要比率

毛利率	39.5%	27.0%	34.1%	30.2%	39.4%	29.6%	34.1%	31.8%	1.7%	-2.2%
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	13.3%	7.9%	20.5%	6.3%	10.3%	11.3%	22.8%	5.0%	-1.3%	-17.8%
营业利润率	24.0%	12.9%	9.1%	20.1%	24.5%	14.5%	10.3%	22.7%	2.6%	12.4%
有效税率	4.6%	2.6%	1.9%	4.1%	4.9%	3.2%	2.3%	4.7%	0.6%	2.4%
净利率	19.3%	10.3%	7.2%	16.0%	19.6%	11.3%	8.9%	17.8%	1.8%	8.9%

YoY

收入	24%	75%	16%	152%
归属母公司净利润	26%	92%	44%	180%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 3: 公司分项业务预测

收入 (百万元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
园林工程施工	193	257	403	570	1342	2054	2725
园林景观设计	14	13	11	12	16	20	23
苗木对外销售	8	0	1	2	2	2	3
合计	215	270	416	584	1359	2076	2750
收入 (YOY)							
园林工程施工		33.5%	56.8%	41.4%	135.3%	53.1%	32.7%
园林景观设计		-11.1%	-11.0%	6.7%	30.0%	25.0%	15.0%
苗木对外销售		-95.0%	227.1%	33.6%	10.0%	15.0%	15.0%
合计	25.5%	25.5%	53.9%	40.5%	132.7%	52.7%	32.5%
毛利 (百万元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
园林工程施工	63	80	129	187	476	767	1031
园林景观设计	7	6	4	5	7	9	11
苗木对外销售	4	0	1	0	0	1	1
合计	74	86	134	192	484	777	1042
毛利 (YOY)							
园林工程施工		26.0%	61.4%	44.7%	155.1%	61.1%	34.3%
园林景观设计		-18.5%	-26.7%	21.8%	39.0%	30.6%	15.0%
苗木对外销售		-96.3%	248.8%	-36.4%	35.7%	46.4%	23.2%
合计	15.3%	55.8%	43.7%	151.8%	60.7%	34.1%	
毛利率	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
园林工程施工	33.0%	31.1%	32.0%	32.7%	35.5%	37.4%	37.8%
园林景观设计	48.8%	44.8%	36.9%	42.1%	45.0%	47.0%	47.0%
苗木对外销售	47.2%	35.1%	37.4%	17.8%	22.0%	28.0%	30.0%
合计	34.6%	31.8%	32.2%	32.9%	35.6%	37.4%	37.9%

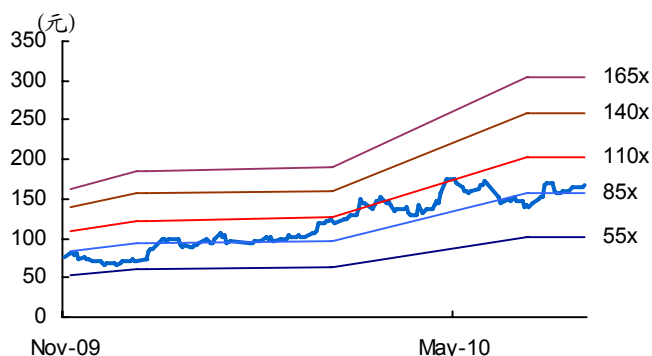
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	416	584	1359	2076	2750
营业成本	282	392	875	1299	1708
营业税金及附加	14	19	44	67	88
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	47	63	109	162	212
财务费用	3	3	(1)	1	(5)
资产减值损失	2	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6	7
营业利润	72	106	337	554	754
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	74	106	337	554	754
所得税	15	22	70	115	156
净利润	59	84	267	439	598
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59	84	267	439	598
EPS (元)	1.66	1.67	3.56	5.85	7.96

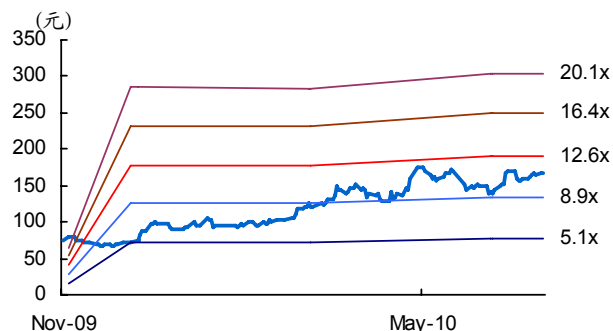
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 1: 东方园林历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 东方园林历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《东方园林（002310）—城市景观整体运营商战略启动，连续大单确保公司高成长》2010/05/24
- 2、《东方园林（002310）—IPO 提升品牌力及资金实力，尽显高成长》2010/02/12
我们提出，资金和人才是扩张瓶颈所在，而上市正好可大大缓解这两个问题，因此上市后仅为公司高成长的起点。
- 3、《东方园林（002310）—园林行业龙头，发展空间广阔》2009/11/13
我们提出，公司跨地域、一体化战略将拉动未来持续快速增长。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	386	1388	1826	2359	2906
现金	96	840	595	512	469
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	114	196	425	649	859
其它应收款	19	27	62	95	125
存货	157	326	744	1104	1452
其他	0	0	0	0	0
非流动资产	26	30	40	53	65
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产	19	20	34	47	59
无形资产	0	0	0	0	0
其他	2	4	0	0	0
资产总计	412	1418	1866	2412	2971
流动负债	232	353	600	816	926
短期借款	48	101	100	100	0
应付账款	141	200	446	662	871
预收账款	0	1	2	3	4
其他	43	51	51	52	52
长期负债	0	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	1	1	1
负债合计	232	353	601	817	927
股本	36	50	75	75	75
资本公积金	1	788	763	763	763
留存收益	143	227	428	757	1205
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	180	1065	1266	1595	2043
负债及权益合计	412	1418	1866	2412	2971

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	(114)	(166)	39	212
净利润			267	439	598
折旧摊销			3	4	5
财务费用			(1)	1	(5)
投资收益			(5)	(6)	(7)
营运资金变动			(452)	(416)	(396)
其它			21	17	16
投资活动现金流	3	2	(17)	(17)	(17)
资本支出			(17)	(17)	(17)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	24	857	(61)	(105)	(238)
借款变动			(1)	0	(100)
普通股增加			25	0	0
资本公积增加			(25)	0	0
股利分配			(67)	(110)	(149)
其他			6	5	12
现金净增加额	50	744	(245)	(83)	(43)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	416	584	1359	2076	2750
营业成本	282	392	875	1299	1708
营业税金及附加	14	19	44	67	88
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	47	63	109	162	212
财务费用	3	3	(1)	1	(5)
资产减值损失	2	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6	7
营业利润	72	106	337	554	754
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	74	106	337	554	754
所得税	15	22	70	115	156
净利润	59	84	267	439	598
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	59	84	267	439	598
EPS (元)	1.66	1.67	3.56	5.85	7.96

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	54%	40%	133%	53%	32%
营业利润	64%	47%	219%	64%	36%
净利润	54%	41%	219%	64%	36%
获利能力					
毛利率	32.2%	32.9%	35.6%	37.4%	37.9%
净利率	14.2%	14.3%	19.7%	21.2%	21.7%
ROE	32.8%	7.9%	21.1%	27.5%	29.3%
ROIC	26.2%	7.4%	19.5%	26.0%	29.1%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	24.9%	32.2%	33.9%	31.2%
净负债比率	11.6%	7.1%	5.4%	4.1%	0.0%
流动比率	1.7	3.9	3.0	2.9	3.1
速动比率	1.0	3.0	1.8	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.4	0.7	0.9	0.9
存货周转率	2.2	1.6	1.6	1.4	1.3
应收帐款周转率	4.2	3.8	4.4	3.9	3.6
应付帐款周转率	2.4	2.3	2.7	2.3	2.2
每股资料(元)					
每股收益	1.66	1.67	3.56	5.85	7.96
每股经营现金	0.66	-2.27	-2.22	0.52	2.82
每股净资产	5.07	21.27	16.85	21.23	27.20
每股股利	0.22	0.14	0.89	1.46	1.99
估值比率					
PE	101.0	100.5	47.2	28.7	21.1
PB	33.2	7.9	10.0	7.9	6.2
EV/EBITDA	20.2	13.9	4.5	2.8	2.0

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。