



证券研究报告·上市公司简评

建筑和工程

大幅上调行权条件，5 年 10 倍的考核指标

事件

股权激励计划已经中国证监会备案无异议

公告：修订后的《北京东方园林股份有限公司首期股票期权激励计划（草案修订稿）》已经中国证监会备案无异议。

简评

股权激励有利于公司未来发展增长

公司授予本次股票期权激励计划限定的激励对象 378.98 万份股票期权，行权价格 64.89 元，占目前公司股本总额比例为 2.52%。激励对象涵盖公司骨干中层管理人员共计 70 人。股权激励的实施将有助于发挥公司管理团队积极性，更有利于公司未来的增长和发展。

修订后的方案与原方案相比，大幅提高行权条件

公司股权激励方案修订后，管理层获得期权的条件更高。首先，从利润增长水平看，11-14 年相对 10 年的增长水平分别为 30%、80%、140%、230%。公司三季报预计 2010 年度净利润同比变动幅度的预计范围 200%~240%，我们按最低 200%来计算，相对于 09 年的增长水平分别是 290%、440%、620%、890%，要远高于原方案的 140%、225%、340%、500%增长。也就是说公司由原来的 5 年 5 倍增长的考核提高到了 5 年近 10 倍的考核指标。

其次，本次方案中，高增长是建立在更大期权费用基础上得来的，每年摊销的期权费用要远高于上次的方案，如 11、12 年各年需要摊销的费用就超过了 09 年全年的利润。再者，修订的方案中还新增了净资产收益水平的指标。

期权费用会带来报表利润的变化，但不影响公司的经营和成长

股票期权费用的确认会相应减少公司的当期净利润和每股收益。但由于不是公司实际付现的费用，不会直接影响公司的财务状况。未来报表解读要注意剔除期权费用后真实利润的增长变化。

盈利预测和估值

我们预计（暂未考虑股权激励费用影响）公司 2010-2012 年三年收入分别为 14.2 亿元，29.2 亿元和 60.2 亿元，对应净利润分别增长 205.51%，124.78%和 105.75%。EPS 分别为 1.7、3.8、7.9 元。

公司目前股价对应 2011 年和 2012 年的动态 PE 分别为 33 倍和 16 倍，明显低于同类园林及装饰类小建筑公司，具备估值上的优势。我们维持“增持”评级。

请参阅最后一页的重要声明

东方园林 (002310)

维持评级

增持

田东红

tia donghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩 梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440210080009

郑 军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

发布日期：2011 年 1 月 11 日

当前股价：127.89 元

目标价格 6 个月：160 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.25/20.24	17.98/16.04	188.56/201.21
12 月最高/最低价 (元)		229.0/96.0
总股本 (万股)		15024.39
流通 A 股 (万股)		4798.14
总市值 (亿元)		192.15
流通市值 (亿元)		61.36
近 3 月日均成交量 (万)		194.88
主要股东		
何巧女		53.77%

股价表现



HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	584.08	1,415.62	2,918.65	6,022.07
主营收入增长率	40.48%	142.37%	106.17%	106.33%
EBITDA（百万）	110.95	326.72	695.02	1,432.44
EBITDA 增长率	45.41%	194.48%	112.72%	106.10%
净利润（百万）	83.73	255.80	575.00	1,183.07
净利润增长率	41.44%	205.51%	124.78%	105.75%
ROE	7.86%	18.33%	31.98%	45.05%
EPS（元）	1.672	1.703	3.827	7.874
P/E	76.49	75.12	33.42	16.24
P/B	6.01	13.77	10.69	7.32
EV/EBITDA	51.07	56.45	26.84	13.23

表 1： 先后方案对利润增长的比较

	利润增长	2010	2011	2012	2013	2014
修订后方案	相对 10 年增长		30%	80%	140%	230%
	相对 09 年增长	240%	342%	512%	716%	1022%
		200%	290%	440%	620%	890%
原方案	相对 09 年增长	80%	140%	225%	340%	500%

表 2： 相关公司估值比较

上市公司	EPS			PE		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
棕榈园林	0.83	1.80	3.30	99	46	25
金螳螂	1.59	2.13	3.00	44	33	23
亚厦股份	1.25	2.50	3.65	69	35	24
洪涛股份	0.74	1.30	2.00	51	29	19
广田股份	1.30	2.30	3.10	61	34	26
平均				65	35	23
东方园林	1.70	3.80	7.90	75	34	16



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材行业研究员。3 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

郑 军：建筑及水务行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑工作经验，4 年证券从业经验；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhoulv@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。