

大订单成就大公司



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级

买入 增持 中性 减持 **(维持)**

行业

建筑建材

目标价

137 元

报告发布日期

2011 年 4 月 19 日 星期二

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号: S0860207100115

联系人

糜韩杰

8621-63325888 x 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

事件

公司与浙江省海宁市盐官景区综合开发有限公司签订了《浙江省海宁市城市景观体系投资与建设战略合作意向书》。双方约定在三年到五年的期限内共同推动海宁盐官景区沿江大道及新塘河景观建设, 建设项目总长约 35 公里, 西起老盐仓回头潮景区, 东至尖山, 总投资额约 6 亿元人民币。

点评

海宁项目今年下半年启动建设的可能性很大。根据海宁新闻网 2011 年 3 月 11 日的报道, 盐官观潮景区管委会党工委书记汪维表示, “在加快盐官景区古城区块和沿江百里长廊区块拆迁的基础上, 2011 年将继续加大项目投入力度, 加快旅游项目与基础设施建设, 预计 10 余个项目将启动建设。”, 我们预计盐官景区沿江大道标段将有望于很快签署并于下半年开始建设, 根据项目合同金额 6 亿元, 建设期假设为 4 年, 我们预计今年下半年公司从海宁项目处有望获得 0.75 亿元的收入, 按照公司 2010 年净利润率 17.8%估算, 将为公司带来每股收益 0.28 元。

海宁项目 6 亿元投资的回款是有保障的。首先, 公司协议的交易对手方浙江省海宁市盐官景区综合开发有限公司的投资主体是海宁市资产经营公司, 而海宁市资产经营公司根据我们网上获得的信息, 其成立于 1996 年, 是海宁市人民政府投资并授权经营的国有独资企业, 海宁市财政局为其唯一出资人, 公司主要承担海宁市城市建设投融资和国有资产运营任务。截至 2008 年 6 月 30 日, 海宁市资产经营公司的资产总额为 134 亿元。其次, 海宁市是浙江省内经济活力十分发达的县市之一, 2009 年海宁市的生产总值在浙江 69 个县市中排在第 16 位, 2010 年海宁市的生产总值达到 455.09 亿元, 同比增速为 15.3%。最后, 项目投资金额占海宁市财政收入的比重很低。根据 2010 年海宁市财政总收入 59.17 元, 按照公司 5-3-2 的付款方式, 甲方最多的一年需付款 1.8 个亿, 仅占财政收入的 3%, 因此即使未来海宁政府由于土地收入减少或者受地方融资平台清理的影响, 财政收入减少, 我们认为也不会对该项目的回款造成不利影响。

施工合同分段签署缓解了公司的资金压力。根据公司公告中披露, 海宁项目建设可分段进行, 项目的具体情况以有权审批机关的立项批复为准, 施工合同可分段签署。施工合同的分段签署, 使得公司可以把 6 个亿的合同分成几段, 先后进行, 一方面减少了公司垫资的压力, 因为按照园林工程企业的经验, 一般一个项目需要垫资 30%左右, 6 个亿的项目如果不分段, 就意味着公司要一次性垫资 1.8 个亿, 对公司的资金压力无疑是十分巨大的, 另一方面, 施工合同分段签署, 也可以使公司提前收回部分施工款, 现金流提前流入, 有益于公司的稳健经营。

6 亿元合作意向书的签订再一次证明了公司超强的拿单能力。我们在之前的报告《抓住十二五城市化发展的机遇, 快速占领市场的大型园林企业》中明确指出, 城市景观综合服务商的模式, 是公司在经历了和 EDSA 设立合资公司大幅提高公司市政景观能力, 奥运会项目施工积累了大项目施工经验, 上市融资打开了资金瓶颈等一系列必要条件后自然的模式升华, 其高壁垒性, 同时在市政园林十二五期间高速发展的大背景下, 将使得公司持续获得大额订单, 充分分享行业快速增长所带来的巨大市场蛋糕。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

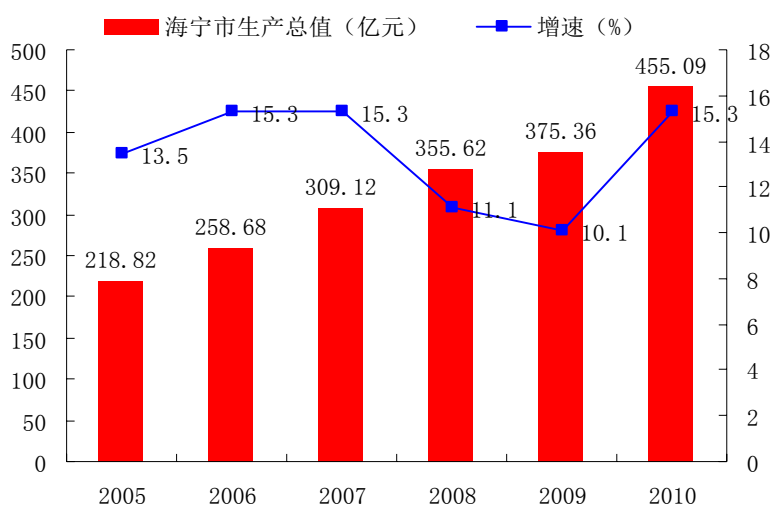
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

启动再融资对市场是机遇而非挑战。对于公司由于高速发展所带来的融资需求，未来很可能将启动再融资计划，我们认为这并非市场所想象的洪水猛兽，首先，公司所处行业的特殊性，决定了其快速增长必须充分借助资本市场；其次，目前上市的园林企业不多，抓住这一难得的先发优势，充分分享十二五行业快速发展的机遇，快速做大做强是十分重要的；最后，从目前看公司对于项目的选择是审慎的，对于应收账款的管理也是严格的。因此我们认为，只要这些基础不改变，我们就有理由相信公司通过融资实现快速增长是健康的。

盈利预测和投资建议：基于行业的高速增长和公司在市政园林领域巨大的优势，我们预计公司 2011 年到 2013 年每股收益为 3.05 元、4.76 元和 7.29 元，给予公司 2011 年 45 倍市盈率，对应目标价 137 元，维持公司“买入”评级。

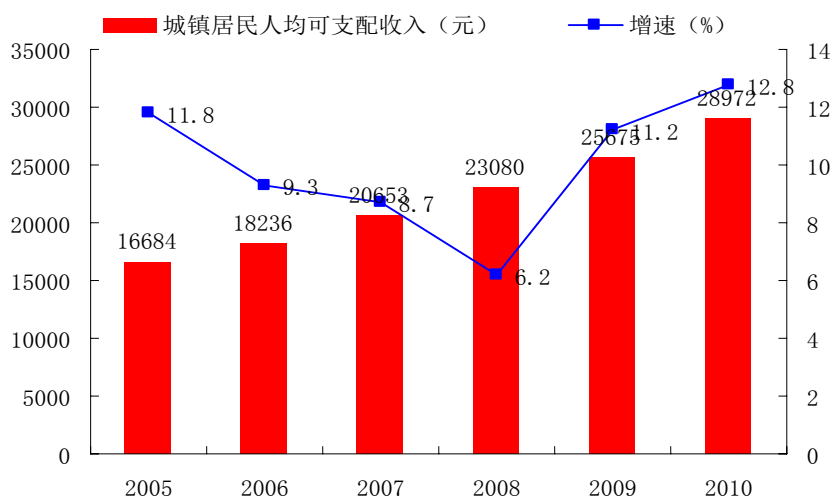
附表：

海宁市生产总值及增速



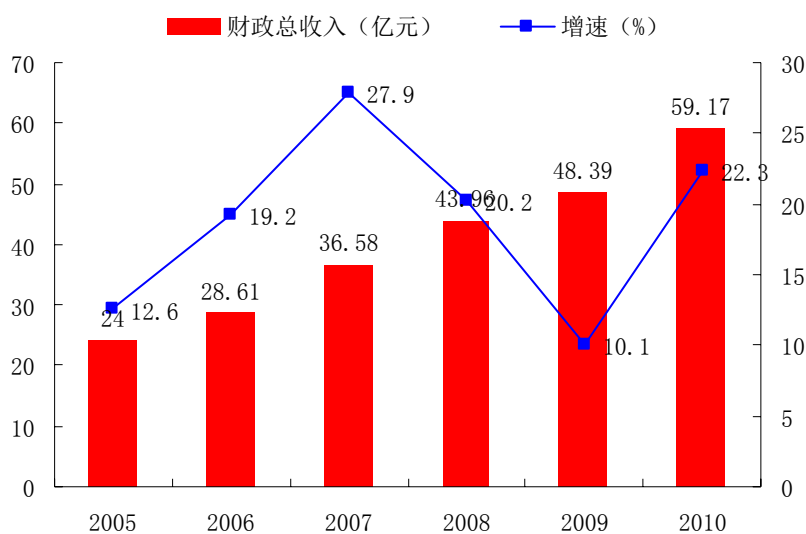
资料来源：海宁统计局、东方证券研究所

海宁市城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：海宁统计局、东方证券研究所

海宁市财政总收入及增速



资料来源：海宁统计局、东方证券研究所

新闻：

盐官：抓好四项工作推进景区建设 (<http://hnnews.zjol.com.cn/hnnews/system/2011/03/11/013371129.shtml>)

2011年3月11日 8时49分 海宁新闻网

本报讯 今后五年是盐官景区和沿江百里长廊开发建设的关键时期，盐官观潮景区管委会党工委书记汪维认为，观潮景区将以“征地拆迁、规划建设、沿江开发、市场营销”16个字作为工作重点，逐步将盐官观潮景区和沿江百里长廊区域打造成为世界知名观潮胜地、国内著名历史文化名镇、长三角休闲养生基地。

为加快盐官景区古城区块和沿江百里长廊区块拆迁，加快推进企业“退二进三”，尽快为景区和沿江腾出更多发展空间，观潮景区2011年计划确保完成拆迁面积5万平方米，力争达到7万平方米。汪维表示：“在征地拆迁的基础上，2011年我们将继续加大项目投入力度，加快旅游项目与基础设施建设，预计10余个项目将启动建设。”汪维表示，已建项目重点抓进度，未建项目重点抓开工。通过规划、建设，明确景区新一轮发展方向，改善景区形象面貌，为景区大发展打好基础。

今年，观潮景区将围绕沿江几个重要节点，力争实现“古城内外联动、沿江整体开发”。汪维介绍：“按计划，今年年内我们将配合沿江各镇基本完成九里桑园区块企业腾空、周王庙武侠城区块腾房，启动丁桥大缺口交叉潮景区建设和夹塘内的征迁工作，完成沿江大道一期涉及的征迁工作。”

在市场营销方面，观潮景区要努力开拓新市场，搞活旅游活动，积极做好金庸书院、观潮节和央视直播海宁潮等宣传推广。计划全年完成游客接待量190万人次。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1878	2647	4001	5561	营业收入	1454	2386	3689	5527
现金	494	477	603	525	营业成本	965	1526	2342	3483
应收账款	489	753	1214	1808	营业税金及附加	50	80	124	186
其它应收款	44	96	143	200	营业费用	0	0	0	0
预付账款	1	1	3	4	管理费用	97	155	240	359
存货	851	1320	2039	3025	财务费用	-5	4	17	28
其他	0	0	0	0	资产减值损失	22	16	18	18
非流动资产	50	53	62	71	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	10	8	9	9	投资净收益	6	5	5	5
固定资产	24	28	33	39	营业利润	332	610	952	1459
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	1	2	1
其他	16	16	20	23	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1928	2700	4063	5632	利润总额	332	611	954	1460
流动负债	635	979	1672	2240	所得税	74	153	238	365
短期借款	60	136	425	430	净利润	258	458	715	1095
应付账款	449	733	1113	1661	少数股东损益	0	0	0	0
其他	126	110	134	150	归属于母公司净	258	458	715	1095
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	329	616	973	1491
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.72	3.05	4.76	7.29
其他	0	0	0	0					
负债合计	635	979	1672	2240	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	150	150	150	150	成长能力				
资本公积	688	688	688	688	营业收入	148.9%	64.2%	54.6%	49.8%
留存收益	455	883	1553	2554	营业利润	214.0%	83.8%	56.2%	53.2%
归属母公司股东权益	1293	1721	2391	3392	净利润	208.1%	77.5%	56.2%	53.1%
负债和股东权益	1928	2700	4063	5632	获利能力				
					毛利率	33.6%	36.0%	36.5%	37.0%
					净利率	17.8%	19.2%	19.4%	19.8%
					ROE	20.0%	26.6%	29.9%	32.3%
					ROIC	18.1%	24.8%	25.8%	29.2%
					偿债能力				
					资产负债率	32.9%	36.3%	41.2%	39.8%
					净负债比率				
					流动比率	2.96	2.70	2.39	2.48
					速动比率	1.62	1.36	1.17	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	1.03	1.09	1.14
					应收账款周转率	4	4	4	3
					应付账款周转率	2.97	2.58	2.54	2.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.72	3.05	4.76	7.29
					每股经营现金流	-1.72	-0.39	-0.64	0.29
					每股净资产	8.61	11.45	15.91	22.58
					估值比率				
					P/E	65.69	37.01	23.70	15.48
					P/B	13.11	9.85	7.09	5.00
					EV/EBITDA	50	27	17	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn