

2011-05-27

农林牧渔

东方园林 002310.SZ

首次

买入

当前价格	83.52 元
目标价格	110.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

王天睿(执业证书编号: S1450210070004)

021-22169323 wangtr@ebsecn.com

石磊(执业证书编号: S1450209090259)

021-22169154 shilei@ebsecn.com

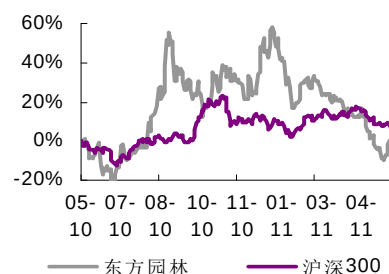
张力扬(执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	150
总市值(百万元)	11,959
流通比例(%)	32.55%
12 个月最高/最低(元)	229.00/76.48
近 3 月日均成交量(百万股)	0.84
主要股东	何巧女

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.51	-21.97	-12.78
绝对收益	-13.86	-28.82	-6.94

相关报告:

回归价值投资, 关注高成长性

◇ 事件: 公司估值回归

◆ 估值回归, 投资价值显现

受益于绿化工程业务的迅猛成长, 预计公司 2011-2014 年 3 年净利润的复合增长率为 60%, 其中 2011、2012 年 EPS 分别为 3.08、5.8 元, 目前 PE 仅有 26 倍, 对应 PEG 降至 0.5 以下。我们认为公司已经进入价值投资区间, 未来两年以订单带动的高成长性可以预期。公司未来催化剂包括业绩逐步兑现、订单的持续释放以及行业内整合的推进; 积极看好公司未来的成长性, 建议“买入”评级, 6 个月目标价 110 元。

◆ 高订单带来高成长

公司 2010 年全年签订合作框架协议及正式合同总额 76 亿元, 保守预计 2011 年公司全年签订合作框架协议及合同总额将突破 80 亿元。对于工程类企业来看, 大量的在手订单使得公司未来收入、业绩的增长相对确定性较高。公司目前在手项目均在积极推进中, 如山西大同等项目甚至加快了项目进度, 毛利率基本保持稳定; 我们预计 2011 年收入规模实现 30 亿元, 增速将超过 100%。

◆ “区域+业务”多维拓展

随着公司根据区域和功能重新组建成为六个事业部以及设计资源的整合, 我们看好公司对南方市场拓展以及休闲度假、生态湿地等新业务的成长。绿化运营业务的发展也将为公司带来持续稳定的收入与现金流, 对于平滑工程类公司的季节以及周期因素带来很大的作用。

◆ 经营性现金流预计 2014 年转正

由于绿化工程行业特点, 工程进度款通常只有 50-60%; 另一方面公司成长迅猛, 前期需要大量的苗木采购以及人员、项目的投入。这两个因素造成了公司 2009、2010 年经营性现金流持续为负。我们认为公司负现金流状况将随着公司施工工程规模体量的迅速增长、增速回落而逐步缓解; 我们通过模型进行模拟, 预计 2011-2012 年将是公司经营净现金流的负值高点, 随后逐步回落, 至 2014 年公司现金流将转正。预计公司未来可能会结合财务杠杆以及再融资等形式来进行现金流的补充。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	584	1,454	2,992	5,305	8,388
营业收入增长率	40.48%	148.86%	105.87%	77.30%	58.11%
净利润(百万元)	84	258	462	872	1,371
净利润增长率	41.44%	208.13%	79.23%	88.53%	57.23%
EPS(元)	0.56	1.72	3.08	5.80	9.12
ROE(归属母公司)	7.86%	19.95%	26.34%	33.18%	34.28%
P/E	143	46	26	14	9
P/B	11	9	7	5	3
EV/EBITDA	32	37	20	11	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

今年以来，受调控政策以及整体行业估值回落影响，东方园林出现了较大幅度的调整。目前，我们认为公司已经进入价值投资区间，前期我们也提示了相应的投资机会，这里我们再就公司的投资逻辑以及市场关注的要点分析如下。

高成长性，PEG 降至 0.5 以下

我们预计公司 2011-2014 年 3 年净利润的复合增长率为 60%，其中 2011、2012 年 EPS 分别为 3.08、5.8 元，目前 PE 仅有 26 倍，对应 PEG 降至 0.5 以下。

公司得以支持高成长的因素，我们认为在主要有以下三方面：

- 1、高在手订单支撑未来发展。公司 2010 年全年签订合作框架协议及正式合同总额 76 亿元，由于绿化工程 5: 3: 2 的收入确认周期以及工程开工期等因素，2010 年确认设计施工收入仅有 14.4 亿元，我们保守预计 2011 年公司全年签订合作框架协议及合同总额将突破 80 亿元。对于工程类企业来看，大量的在手订单使得公司未来收入、业绩的增长相对确定性较高。公司目前在手项目均在积极推进中，如山西大同等项目甚至加快了项目进度，毛利率基本保持稳定，预计 2011 年收入规模实现 30 亿元，增速将超过 100%。
- 2、对外加大市场布局，对内重管理提升。2010 年以来，公司不断的通过对内改善、对外扩张，以适应公司的高速成长。在保持单个事业部的收入规模增长的前提下，将原有三个事业部根据区域和功能重新组建成为六个事业部；整合公司设计资源，通过在原有三大设计子公司上建立景观设计集团，形成以设计为导向的业务模式；同时新设运营事业部，培育公司新的业务增长点。管理改善方面，公司在新的商务模式下，通过重新梳理业务流程建立工程艺术总监体系以及工程项目的标准化管理，确保了项目的质量与盈利能力。同时，引入股权激励并分期进行，既形成了对外部的优秀人才的吸引力及内部核心员工队伍的稳定，也通过业绩考核的行权要求达到了员工激励目的。
- 3、行业洗牌加速，新业务试水进行。公司前期的项目以市政园林且为北方地区为主，随着公司六大事业部的建立，公司也积极加大了对南方区域的拓展。随着目前绿化工程市场对设计、施工的要求不断提升，在设计、苗木资源、施工能力以及资金方面具备优势的企业将不断获取更多的市场，而不具备这些优势的企业（包括之前各地方园林局下属的绿化工程公司）将逐步出局，行业整合也将加速；在这一过程中，在以上所说明的四方面均在国内处于绝对优势的东方园林的机会将会更多。在新业务方面，目前公司也对休闲度假、生态湿地等业务方面加大拓展，2010 年这两部分业务收入增速均超过 150%，预计未来两至三年将持续高速增长。运营业务公司目前也在积极试水，绿化运营的发展将为带来持续稳定的收入与现金流，对于平滑工程类公司的季节以及周期因素带来很大的作用。

对市场担心因素的理解

- 1、国家调控政策对公司的影响。从目前公司了解的情况来看，调控政策对公司的影响主要体现在项目的推进进度以及投资规模上，具体表现为部分项目的开工时间略有延后。由于公司目前在手订单庞大，项目施工及苗木反而成为公司的发展瓶颈，个别项目的延期对公司整体收入确认影响幅度较小；当然我们在盈利预测部分也考虑这一因素并做

了保守处理。

- 2、公司现金流状况。由于绿化工程行业特点，工程进度款通常只有 50-60%；另一方面公司成长迅猛，前期需要大量的苗木采购以及人员、项目的投入。这两个因素造成了公司 2009、2010 年经营性现金流持续为负。我们认为，公司负现金流状况将随着公司施工工程规模体量的迅速增长、增速回落而逐步缓解；我们通过模型进行模拟，预计 2011-2012 年将是公司经营性净现金流的负值高点，随后逐步回落，至 2014 年公司现金流将转正。

此外，从公司前期公告来看，公司对苗木基地的布局做出了大幅调整，由于目前的北方项目占比较高，公司此前将募集资金建设苗木基地项目基本调整到了北京、河北等一带；随着公司未来对南方市场的大幅拓展，南方苗木基地的建设需要同步投入。虽然公司目前的资产负债率约为 31%，较上市前 50%以上的负债率还有较大的空间，但根据目前的现金流状况，我们预计公司未来可能会结合财务杠杆以及再融资等形式来进行现金流的补充。

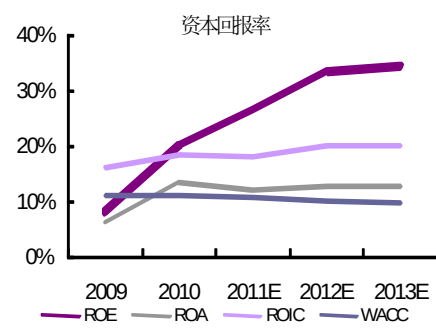
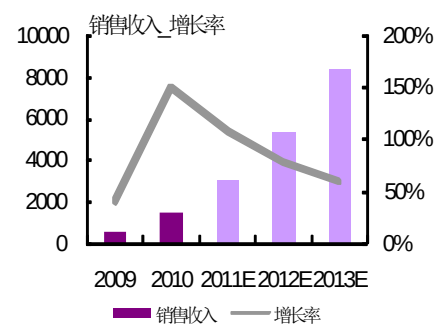
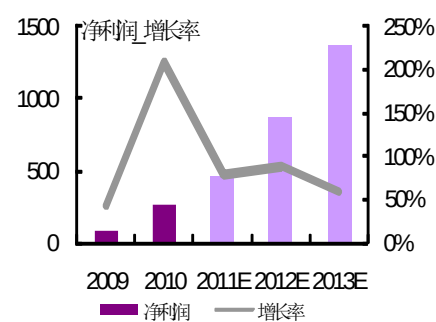
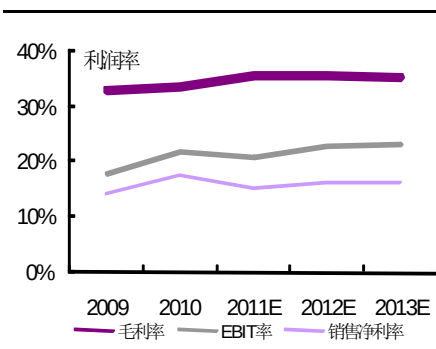
- 3、应收账款问题。同上部分所述，园林绿化工程行业以及公司的业务模式决定了企业的高成长期的应收账款规模的不断上升，这一点与市场所熟知的装饰装修行业有相似之处。所不同的是，由于公司的客户主要为各地政府，一些规模较大的项目多数是通过当地的人大审核通过的重点工程，在政府的预算以及后续支付中相应获得的重视度也较高。此外我们认为，公司创新性的开展绿化运营以及尝试性的通过土地质押等形式来平滑和预防可能出现应收风险也值得市场关注。
- 4、今年 1 季度盈利同比回落幅度较大。我们认为市场有所误读，一季度本身是行业施工淡季，今年北方地产 1 季度气温回暖较晚也对公司同期施工进度以及收入确认产生一定的影响。同时，1 季度的执行股权激励所产生的期权费用约 1800 万元的摊销对业绩影响也较大。

估值合理，催化剂较多，建议“买入”

综合而言，我们预计公司受益于绿化工程业务的迅猛成长，全年业务收入约为 30 亿元，考虑全年的期权摊销约为 1 亿元，公司的归属母公司净利润将达到 4.6-5 亿元，对应 EPS 将超过 3.08 元；未来两年以订单带动的高成长性可以预期。

公司未来股价催化剂包括业绩逐步兑现、订单的持续释放以及行业内整合的推进；我们积极看好公司未来的成长性，建议“买入”评级，6 个月目标价 110 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	584	1,454	2,992	5,305	8,388
营业成本	392	965	1,927	3,418	5,442
折旧和摊销	2	3	4	6	8
营业税费	19	50	105	186	294
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	63	97	299	424	629
财务费用	3	-5	32	97	178
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	5	5	5
营业利润	106	332	600	1,131	1,779
利润总额	106	332	601	1,132	1,780
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	83.73	258.01	462.42	871.79	1,370.69

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,418	1,928	3,881	6,864	10,863
流动资产	1,388	1,878	3,814	6,762	10,724
货币资金	840	494	1,047	1,857	2,936
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	196	489	979	1,734	2,742
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	27	44	90	159	252
存货	326	851	1,696	3,008	4,789
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6	10	10	11	11
固定资产	20	24	44	71	102
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	353	635	2,125	4,236	6,866
无息负债	252	575	1,202	2,123	3,366
有息负债	101	60	923	2,114	3,500
股东权益	1,065	1,293	1,755	2,627	3,998
股本	50	150	150	150	150
公积金	812	736	763	763	763
未分配利润	203	407	842	1,714	3,085
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-114	-259	-252	-249	-89
净利润	84	258	462	872	1,371
折旧摊销	2	3	4	6	8
净营运资金增加	249	817	1,293	2,028	2,719
其他	-449	-1,337	-2,011	-3,155	-4,186
投资活动产生现金流	2	-10	-26	-36	-41
净资本支出	1	12	30	40	45
长期投资变化	6	10	-1	-1	-1
其他资产变化	-5	-32	-55	-75	-85
融资活动现金流	857	-77	831	1,094	1,208
股本变化	15	100	0	0	0
债务净变化	53	-41	863	1,191	1,386
无息负债变化	68	322	628	920	1,243
净现金流	744	-346	554	810	1,079

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	40.48%	148.86%	105.87%	77.30%	58.11%
净利润增长率	41.44%	208.13%	79.23%	88.53%	57.23%
EBITDA 增长率	46.40%	202.28%	95.15%	94.78%	59.52%
EBIT 增长率	47.50%	205.47%	95.55%	95.11%	59.62%
估值指标					
PE	143	46	26	14	9
PB	11	9	7	5	3
EV/EBITDA	32	37	20	11	8
EV/EBIT	33	38	21	11	8
EV/NOPLAT	41	48	27	15	10
EV/Sales	6	8	4	3	2
EV/IC	7	9	5	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.89%	33.63%	35.59%	35.57%	35.12%
EBITDA 率	18.31%	22.24%	21.08%	23.16%	23.37%
EBIT 率	17.96%	22.05%	20.95%	23.05%	23.27%
税前净利润率	18.07%	22.87%	20.07%	21.34%	21.22%
税后净利润率 (归属母公司)	14.34%	17.75%	15.45%	16.43%	16.34%
ROA	5.90%	13.39%	11.92%	12.70%	12.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.86%	19.95%	26.34%	33.18%	34.28%
经营性 ROIC	15.85%	18.31%	18.09%	19.91%	20.08%
偿债能力					
流动比率	3.93	2.96	1.88	1.63	1.61
速动比率	301.17%	161.90%	104.56%	90.75%	89.04%
归属母公司权益/有息债务	10.55	21.55	1.90	1.24	1.14
有形资产/有息债务	14.00	31.86	4.20	3.24	3.10
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.56	1.72	3.08	5.80	9.12
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.76	-1.72	-1.67	-1.66	-0.59
每股自由现金流(FCFF)	-1.06	-3.70	-5.34	-7.10	-7.87
每股净资产	7.09	8.61	11.68	17.49	26.61
每股销售收入	3.89	9.67	19.92	35.31	55.83

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年起于安信证券研究所从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名，2011年3月加入光大证券研究所中小盘研究团队。

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月起就职于中信建投证券研究所，从事建筑与建材行业研究。2006、2007年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”，2009年荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。2011年1月加入光大证券研究所中小盘研究团队。

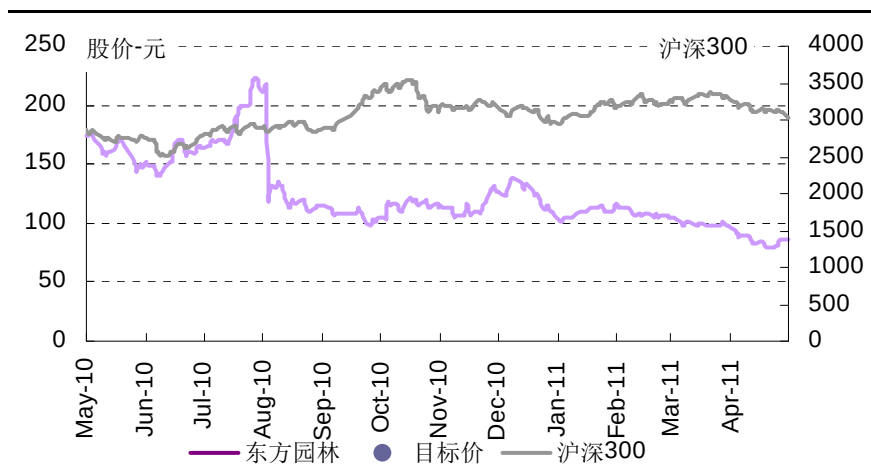
分析师声明

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，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所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、竞争性因素以及光大证券股份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。

投资建议历史表现图

东方园林（002310）

分析师：王天睿



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。