



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年7月27日

小盘股

研究部

李永喜¹

分析员，SAC 执业证书编号：

S0080511010002

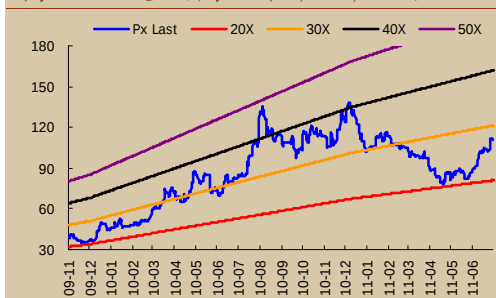
liyongxi@cicc.com.cn

审慎推荐

东方园林 (002310.SZ)

业绩高增长无忧，资金压力渐增

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司

图表 2: 分业务经营情况

(百万元)	1H10	2H10	1H11	YoY	HoH
营业收入	549	905	1,194	118%	32%
园林建设	524	869	1,124	115%	29%
市政园林	360	687	940	161%	37%
休闲度假	110	126	149	35%	18%
地产景观	25	6	8	-66%	46%
生态湿地	29	50	27	-7%	-46%
园林设计	22	23	68	204%	202%
苗木销售	3	13	2	-6%	-82%
毛利率	32.2%	34.5%	37.0%	4.7%	2.5%
园林建设	30.5%	33.9%	35.5%	4.9%	1.5%
市政园林	34.8%	35.0%	37.6%	2.7%	2.6%
休闲度假	18.1%	26.7%	24.4%	6.3%	-2.3%
地产景观	18.0%	21.3%	31.5%	13.5%	10.2%
生态湿地	35.0%	39.1%	23.4%	-11.7%	-15.7%
园林设计	70.2%	56.2%	61.4%	-8.9%	5.1%
苗木销售	41.4%	32.2%	45.4%	4.0%	13.2%

资料来源：公司公告，中金公司

公司动态：

东方园林公布 2011 年半季报：上半年实现收入 11.94 亿元，同比增长 118%，归属母公司净利润 2.05 亿元，同比增长 130%，扣除非经常性损益净利润为 1.71 亿元，同比增长 91%，实现每股收益 1.37 元，符合预期。

评论：

市政园林高增长，毛利率稳步提升。2011 上半年公司充分发挥在市政园林建设领域的综合优势，新进入浙江海宁、山西宁武、辽宁锦州、大连等城市，业务拓展顺利，市政园林项目同比增长 160.82%；受益于公司对设计能力的重视，整合国内外景观设计资源，景观设计的规模和实力大幅增强，设计项目同比大幅增长 204%；地产景观受政府调控影响同比下降 66%。公司上半年综合毛利率同比增长 4.7 个百分点，环比增长 2.5 个百分点，主要为公司优化项目成本管理以及规模效应的显现所致。

大单促进业绩高增长，非公开增发若顺利，有利于缓解资金压力。2011 年以来，公司已公告的框架协议金额为 19 亿元，加上去年的 76 亿元，目前公司已经签署的框架协议金额在 95 亿元左右，我们看好公司持续签订大额订单的能力，大额订单将成为今后几年收入持续高增长的基础。但由于园林工程企业的特殊性，施工各环节需要占用大量现金流，2011 上半年公司销售收现比为 0.34，经营活动现金流量净额为 -3.65 亿，资金流较为紧张，公司 22 亿的非公开增发若顺利完成，将有 6 亿元用于补充流动资金，有助于缓解公司资金压力，支撑业绩高增长。

收购上海尼塔，借机“南扩”。公司 7 月公告称公司受让上海尼塔建筑设计有限公司 75% 的股权。上海尼塔承担了 2010 年上海世博会园林核心景观的主要设计任务，为业内知名设计团队。本次收购的完成，将使得公司设计实力大增，提升品牌价值，也有助于向南方市场的扩张。

上调 11 年盈利预测 8%。由于本年度确认营业外收入股东苗欣先生的股权转让款 4565 万元，我们上调 2011 年每股收益至 3.35 元。

投资建议：

按调整后的盈利预测，当前股价对应 11~12 年 PE 分别 32.9 x、24.1x，在未来两年净利润复合增速超过 60% 的情况下，这一估值合理，对长期投资者来说有吸引力，维持“审慎推荐”。

风险：

地方融资平台调控带来的地方财政收缩才刚刚开始，今年下半年或将面临较多的项目收款压力，资金链压力较大；大盘下跌带来的估值压力。

¹报告贡献人：彭颖 pengying@cicc.com.cn

图表 3: 分季度数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	1H11 YoY
营业收入	78.8	181.2	149.5	174.6	91.7	456.9	391.4	513.5	161.3	1,033.1	126%	541%	548.6	1,194.4	118%
营业成本	51.9	126.5	90.6	123.0	60.4	311.4	244.2	348.7	96.1	656.9	111%	583%	371.9	753.0	102%
营业税金及附加	2.65	5.6	4.7	5.8	2.8	15.5	13.5	17.9	6.4	35.2	126%	449%	18.39	41.57	126%
毛利	24.3	49.0	54.2	45.9	28.4	130.0	133.7	146.9	58.7	341.1	162%	481%	158.4	399.8	152%
营业费用	0.0	-	-	-	-	-	-	-	0.1	-0.1	n.a	-200%	0.0	0.0	n.a
管理费用	16.1	11.4	15.4	19.8	20.9	22.9	22.0	31.0	62.3	77.8	240%	25%	43.8	140.0	220%
财务费用	0.8	0.6	0.8	1.1	-0.2	-3.0	-0.4	-1.9	0.3	3.5	218%	1242%	-3.2	3.8	-218%
资产减值损失	0.0	1.3	3.8	-5.1	0.1	7.2	4.2	-33.2	2.3	21.2	193%	833%	7.3	23.5	222%
公允价值变动损益	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
投资收益	-0.1	0.7	2.5	-3.1	1.7	0.7	1.6	1.6	1.4	0.8	17%	-42%	2.4	2.2	-10%
营业利润	7.2	36.4	36.6	25.4	9.4	103.5	109.5	109.1	-4.8	239.5	131%	5074%	113.0	234.7	108%
营业外收入	0.0	-	-	-	0.8	0.3	0.0	0.8	0.1	45.5	13206%	34765%	1.2	45.6	3759%
营业外支出	0.0	-	-	-0.0	0.0	1.0	-	0.0	0.0	0.0	-99%	-60%	1.1	0.0	-96%
利润总额	7.2	36.4	36.6	25.4	10.3	102.8	109.5	109.9	-4.7	285.0	177%	6143%	113.1	280.3	148%
所得税	1.5	7.4	7.3	5.6	2.1	21.5	23.9	26.8	2.6	71.1	230%	2619%	23.7	73.7	211%
少数股东权益	0.0	-	-	-	-	-	-	-	1.3	0.1	n.a	-91%	0.0	1.4	n.a
净利润	5.7	29.0	29.3	19.8	8.1	81.3	85.5	83.1	-8.6	213.8	163%	2588%	89.4	205.2	129%
每股收益(元)	0.038	0.193	0.195	0.132	0.054	0.541	0.569	0.553	-0.057	1.423	163%	2588%	0.60	1.37	129%
毛利率	34.1%	30.2%	39.4%	29.6%	34.1%	31.8%	37.6%	32.1%	40.4%	36.4%	4.6%	-4.0%	32.2%	37.0%	4.7%
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	20.5%	6.3%	10.3%	11.3%	22.8%	5.0%	5.6%	6.0%	38.6%	7.5%	2.5%	-31.1%	8.0%	11.7%	3.7%
营业利润率	9.1%	20.1%	24.5%	14.5%	10.3%	22.7%	28.0%	21.2%	-3.0%	23.2%	0.5%	26.2%	20.6%	19.7%	-0.9%
净利润率	7.2%	16.0%	19.6%	11.3%	8.9%	17.8%	21.9%	16.2%	-5.3%	20.7%	2.9%	26.0%	16.3%	17.2%	0.9%
有效税率	21.0%	20.4%	19.9%	22.1%	20.8%	20.9%	21.9%	24.4%	-55.5%	25.0%	4.0%	80.4%	20.9%	26.3%	5.4%

资料来源：公司资料，中金公司

图表4：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

东方园林 002310 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	270	416	584	1,454	2,547	3,927	行业板块	7%	27%	8%	13%	35%	N/A
销售成本	-184	-282	-392	-965	-1,709	-2,672	第一大股东	工业		二级市场			园林绿化
营业费用	0	0	0	0	0	0	总市值(百万元)	何巧女		持股比率			53.77%
管理费用	-34	-47	-63	-97	-144	-214	发行股数(百万股)	16,578		流通市值(百万元)			5,396
EBIT	42	73	111	342	607	906		150		股票现价(元)			110.34
EBITDA	43	75	113	345	610	909	成长性分析						
财务费用	-2	-3	-3	5	3	2		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投资收益	0	1	4	3	4	6	销售收入	25.5%	53.9%	40.5%	148.9%	75.2%	54.2%
其他损益项	0	0	0	0	0	0	销售毛利	12.9%	57.7%	44.9%	153.3%	71.1%	49.1%
所得税	-5	-15	-22	-74	-126	-183	EBITDA	17.6%	71.9%	51.1%	206.3%	76.9%	49.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT	22.0%	71.9%	52.3%	209.4%	77.4%	49.2%
归属于股东的净利润	38	59	84	258	504	688	净利润	50.7%	54.4%	41.4%	208.1%	95.4%	36.5%

东方园林 002310 资产负债表 (人民币百万)							盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	46	96	840	494	386	431	毛利率	28.1%	28.8%	29.7%	30.2%	29.5%	28.5%
应收帐款	85	114	196	489	856	1,320	营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
预付帐款	0	0	-	1	2	4	管理费用率	12.5%	11.3%	10.7%	6.7%	5.7%	5.5%
存货	96	157	326	851	1,498	2,196	EBITDA利润率	16.0%	17.9%	19.3%	23.7%	24.0%	23.2%
其他流动资产	0	-	-	-	-	-	EBIT利润率	15.6%	17.5%	18.9%	23.5%	23.8%	23.1%
流动资产	240	386	1,388	1,878	2,819	4,069	净利润率	14.2%	14.2%	14.3%	17.8%	19.8%	17.5%
固定资产	18	19	20	24	27	29	偿债能力分析						
长期投资	6	5	6	10	4	4		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	流动比率	1.70	1.67	3.93	2.96	2.62	2.47
长期资产	26	26	30	50	54	62	速动比率	1.02	0.99	3.01	1.62	1.23	1.14
资产总额	265	412	1,418	1,928	2,873	4,131	现金比率	17%	23%	59%	26%	13%	10%
短期借款	15	48	101	60	60	60	资产负债率	53%	56%	25%	33%	37%	40%
各项应付款	95	141	200	449	795	1,243	债务/权益	113%	129%	33%	49%	60%	66%
应交税费	13	23	28	95	168	263	净债务/权益	-25%	-27%	-69%	-34%	-18%	-15%
应付职工薪酬	6	3	3	9	15	24	利息覆盖倍数	22	29	34	-63	n.a.	n.a.
其他流动负债	12	18	21	22	37	56	杜邦分析						
流动负债	141	232	353	635	1,076	1,646		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
长期借款	-	-	-	-	-	-	税后利润/EBIT	91%	81%	76%	75%	83%	76%
其他长期负债	-	0	0	-	-0	-0	×EBIT利润率	15.6%	17.5%	18.9%	23.5%	23.8%	23.1%
长期负债	-	0	0	-	-0	-0	=销售净利润率	14.2%	14.2%	14.3%	17.8%	19.8%	17.5%
负债总额	141	232	353	635	1,076	1,646	×资产周转率	1.02	1.01	0.41	0.75	0.89	0.95
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	=总资产收益率	16.7%	17.5%	9.1%	15.4%	21.0%	19.6%
股本	36	36	50	150	150	150	×总资产/净资产	2.13	2.29	1.33	1.49	1.60	1.66
公积金及未分配利润	89	145	1,015	1,143	1,647	2,335	=净资产收益率	30.8%	32.8%	7.9%	20.0%	28.0%	27.7%
股东权益	125	180	1,065	1,293	1,797	2,485	回报率分析						
负债及股东权益	265	412	1,418	1,928	2,873	4,131		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
							投入资本回报率	36.0%	38.8%	13.4%	21.9%	32.6%	32.1%
							平均资本回报率	14.4%	14.4%	5.9%	13.4%	17.5%	16.7%

东方园林 002310 现金流量表 (人民币百万)							每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	38	59	84	258	504	688	摊薄每股收益	0.26	0.39	0.56	1.72	3.35	4.58
折旧/摊销	1	2	2	3	3	3	每股经营性现金	1.19	0.68	-2.29	-1.72	-0.69	0.37
运营资本变化	5	-41	-187	-513	-608	-634	每股股息	-	-	0.10	-	-	-
其他项	-2	4	-13	-7	-3	-2	每股净资产	3.50	5.07	29.93	36.34	50.51	69.84
经营活动现金流	42	24	-115	-259	-103	56	估值分析						
固定资产投资	-2	-2	-1	-16	-10	-10		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
其他投资活动	2	5	3	6	3	-2	市盈率	280.0	198.0	64.3	32.9	24.1	
投资活动现金流	0	3	2	-10	-7	-12	市净率	21.8	21.8	3.7	3.0	2.2	
股权融资	3	-	816	-	-	-	股价/每股经营性现金流	161.9	-48.2	-64.0	-160.3	298.2	
借款变动	-5	26	44	-67	-0	-0	红利收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他融资活动	-2	-3	-3	-10	3	2							
融资活动现金流	-4	24	857	-77	3	2							
现金(等价物)变化	39	51	744	-346	-108	45							

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED