

携手东方园林开发平潭绿化项目

买入 维持
目标价格：9元

投资要点：

- 与东方园林确定战略合作关系，优势互补、互利共赢
- 引入战略合作者，有利于提高平潭岛项目中标率
- 绿化项目增厚每股收益 0.23—0.34 元

报告摘要：

- **与东方园林签署战略合作备忘录。**2011 年 11 月 25 日，公司与东方园林股份有限公司签署战略合作备忘录，双方共同出资组建福建东方中福园林有限公司，建立双赢、可持续发展的战略合作伙伴关系，拓展在平潭岛乃至福建全省的景观绿化事业。这个备忘录的签署标志着公司在平潭岛项目中引入了全国一流的市政绿化公司，为公司投标平潭岛的绿化工程提供了资质保证。东方园林是市政道路绿化、景观设计等园林工程方面的龙头企业，它可以发挥在大型市政及度假景观领域内的综合优势，为东方中福提供管理、工程技术及设计等专业技术支撑。公司则运用区位优势，在东方中福注册、税收待遇、政府公关等方面予以强力支持，确保东方中福享受与公司相同税收待遇，即在平潭岛注册的实际税负为 10% 左右。同时公司发挥景观绿化苗培育的优势，保障项目绿化苗的供应，确保东方中福在平潭岛园林设计和建设领域内的市场占有率和领导地位。
- **引入战略合作者，有利于提高平潭岛项目的中标率。**公司引入东方园林成立东方中福公司后，公司在市政道路绿化和景观设计等园林工程方面的实力大大增强，加上公司在平潭岛绿化项目中的优势，保证公司在平潭岛绿化项目中的中标率。目前平潭岛计划 3 年投资 50 亿元用于道路绿化。前 2 年每年 15 亿元，第三年 20 亿，共计 50 亿元。预计公司能够拿到绿化投资项目的二分之一到三分之一的工程，按照占比二分之一测算前两年 7.5 亿，第三年 10 亿，按三分之一的占比计算，头两年可以拿到每年 5 亿元的工程，第三年拿到约 6.67 亿左右。未来的城市绿化与防护林建设有非常巨大的盈利空间。此外，福建省内的绿化工程，公司也可接单。
- **盈利预测与估值。**根据我们的业绩估值模型，预期 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.06 元、0.36 元、0.72 元，按 11 月 25 日的公司收盘价为 7.67 元计算，对应的市盈率分别为 124.63 倍、21.5 倍、10.58 倍。我们按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 9 元，维持“买入”评级。

中小市值上市公司研究组

高级分析师：
王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761
Email：wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 三季报数据

基本每股收益	0.026
摊薄每股收益	0.026
净资产收益率	1.7%
发行股数 (亿)	6.52
流通股 (亿)	5.7
流通股市值 (亿)	43.66
11 月 25 日收盘价 (元)	7.67

数据来源：聚源数据

相关研究

《依托林业资产 分享平潭政策红利——中福实业动态报告——王凤华》2011 年 11 月 21 日
《平潭综合实验区总体发展规划获批 巨额投资谁将受益——策略专题报告——王凤华》2011 年 11 月 21 日

引入东方园林战略合作者，获得平潭岛绿化建设资质

2011年11月25日，公司与东方园林股份有限公司签署战略合作备忘录，双方共同出资组建福建东方中福园林有限公司，建立双赢、可持续发展的战略合作伙伴关系，拓展在平潭岛乃至福建全省的景观绿化事业。

东方中福注册资金5000万元人民币，其中：东方园林以现金出资3000万元人民币，持有公司60%股份；中福实业以现金出资2000万元人民币，持有公司40%股份。公司注册地为福建省平潭岛。

公司首届董事会由5人组成，其中东方园林委派3人，本公司委派2人，公司董事长由东方园林委派人员担任。公司经营管理层由双方委派，董事会聘任。

东方园林应充分发挥在大型市政及度假景观领域内的综合优势，为东方中福提供管理、工程技术及设计等专业技术支撑；公司应充分运用区位优势，在东方中福注册、税收待遇、政府公关等方面予以强力支持，确保东方中福享受与本公司相同税收待遇，同时本公司应积极发挥景观绿化苗培育的优势，保障项目绿化苗的供应，确保东方中福在平潭岛园林设计和建设领域内的市场占有率和领导地位。

公司此次与东方园林展开合作，将有助于双方发挥在专业领域内的综合优势，进一步拓展在平潭岛乃至福建全省的景观绿化事业，提升公司的盈利能力，为股东创造更大的价值。

目前，平潭岛上的建设刚刚起步，几乎没有道路绿化，预计公司每年可以拿到好几亿元的绿化工程，中央绿化投入前2年每年15亿元，三年共计50亿元。保守估计，按照1/3-1/2的占比来计算，公司头两年拿到5-7.5亿元，第三年拿到6.67-10亿元的工程项目。如果公司在工程中使用自己的绿化苗，将带来50%的毛利率，未来的城市绿化与防护林建设有非常巨大的盈利空间。东方园林将凭借设计施工实力分享平潭市政道路绿化、景观设计等园林工程蛋糕。

公司盈利我们测算如下：东方园林2011年中报数据显示，园林工程建设和设计毛利率35%，苗木销售毛利率45%。我们测算苗木成本占比65%，中福实业的苗木基地为低成本收购和自建的，毛利率预计超过50%，预计在60%以上。

假设东方中福中标5亿元，中福实业的苗木收入为： $5 \text{亿元} \times 65\% = 3.25 \text{亿元}$ ，毛利率60%，净利润率40%，利润为1.3亿元。

东方中福的管理工程费收入5亿元，毛利率35%，净利率20%，为1亿元，中福实业享有权益40%，即4000万元。

两项合计中福实业税前利润为1.7亿元，扣税后净利润为1.53亿元，增厚每股收益0.23元。如果公司获得标段为二分之一，则增厚业绩0.345元。当然，如果东方园林也提供部分苗木，收益也要做相应变动。

合作的具体内容及实施还需履行必要的审批程序，具有不确定性。未来拿单的收益分配还需看实际情况，我们暂时维持盈利预测不变。根据我们的业绩估值模型，预期2011-2013年公司的EPS分别为0.06元、0.36元、0.72元，按11月25日的公司收盘价为7.67元计算，对应的市盈率分别为124.63倍、21.5倍、10.58倍。我们按2012年25倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为9元，维持“买入”评级。

利润表

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	499	633	730	1,509	货币资金	570	158	183	377
减：营业成本	384	525	439	905	应收票据	25	19	22	45
营业税金及附加	3	4	4	8	应收账款	99	127	146	302
销售费用	6	9	6	12	预付账款	36	44	51	106
管理费用	44	52	51	106	其他应收款	19	24	28	57
财务费用	21	14	15	19	存货	647	1,050	879	1,810
资产减值损失	0	1	0	(1)	其他流动资产	36	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	1,432	1,422	1,308	2,697
二、营业利润	39	27	214	460	长期股权投资	26	26	26	26
加：营业外收支净额	0	25	25	25	固定资产	269	344	413	475
三、利润总额	93	52	239	485	在建工程	6	106	306	606
减：所得税费用	2	1	2	4	无形资产	44	41	38	35
四、净利润	91	51	237	481	其他非流动资产	149	149	149	149
归属于母公司的利润	69	40	232	472	非流动资产合计	494	667	933	1,292
五、基本每股收益(元	0.00	0.06	0.36	0.72	资产总计	1,927	2,089	2,241	3,989

主要财务指标

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	短期借款	344	407	335	1,520
BV/EBITDA	82.0	21.0	12.8		应付票据	0	0	0	0
成长能力:					应付账款	5	7	6	13
营业收入同比	54.5%	26.8%	15.4%	106.6%	预收账款	14	16	16	16
营业利润同比	5.3%	-31.5%	694.4%	114.7%	其他应付款	60	55	55	55
净利润同比	22.8%	-43.9%	365.2%	103.1%	流动负债合计	476	488	415	1,606
营运能力:					长期借款	179	279	279	379
应收账款周转率	6.89	5.60	5.36	6.74	其他非流动负债	29	29	29	29
存货周转率	0.64	0.62	0.46	0.67	非流动负债合计	208	308	308	408
总资产周转率	0.33	0.32	0.34	0.48	负债合计	684	796	723	2,014
盈利能力与收益质量:					股本	652	652	652	652
毛利率	23.0%	17.0%	39.8%	40.0%	资本公积	739	739	739	739
净利率	13.9%	6.3%	31.8%	31.3%	留存收益	33	71	292	740
总资产净利率ROA	3.6%	1.9%	10.4%	11.8%	少数股东权益	243	254	259	269
净资产收益率ROE	4.2%	2.3%	12.0%	19.7%	所有者权益合计	1,667	1,717	1,942	2,400
资本结构与偿债能力:					负债和股东权益合计	1,927	2,513	2,665	4,414
流动比率	3.01	2.91	3.15	1.68					
资产负债率	35.5%	38.1%	32.3%	50.5%	现金流量表				
长期借款/总负债	26.2%	35.0%	38.6%	18.8%	项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标:					经营活动现金流量	(96)	(359)	424	(648)
每股收益	0.00	0.06	0.36	0.72	投资活动现金流量	(161)	(200)	(300)	(400)
每股经营现金流量		(0.55)	0.65	(0.99)	筹资活动现金流量	759	147	(99)	1,242
每股净资产		2.63	2.98	3.68	现金及等价物净增加	502	(412)	24	195

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司高级研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队
华北区域
郭振举

010-88085798

guozhen.ju@hysec.com

牟晚凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

孙利群

010-88085756

sunliqun@hysec.com

华东区域
张璐

010-88085978

zhang.lun3@hysec.com

王俊伟

021-51782236

wang.junwei@hysec.com

赵佳

010-88085291

zhao.jia@hysec.com

奚曦

021-51782067

xixi@hysec.com

华南区域
崔秀红

010-88085788

cuixiu.hong@hysec.com

贾浩森

010-88085279

jiahaosen@hysec.com

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

罗云

010-88085760

luoyun@hysec.com

曾利洁

010-88085991

zeng.lijie@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。