

# 东方园林 (002310.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 104.25元

## 东方园林 2010年3季报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	43.50
总市值(百万元)	15,662.93
年内股价最高最低(元)	135.50/19.50
沪深300指数	3378.66
中小板指数	7023.34



### 相关报告

- 《东方园林前三季度业绩预增公告点评》，2010.10.15
- 《东方园林2010年中期报告点评》，2010.7.28

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人  
(8621)61038229  
tangx@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.664	1.672	1.688	3.336	4.949
每股净资产(元)	5.07	21.27	8.65	11.85	16.67
每股经营性现金流(元)	0.66	-2.27	0.63	0.30	1.99
市盈率(倍)	N/A	66.32	61.77	31.25	21.07
行业优化市盈率(倍)	34.93	54.78	54.78	54.78	54.78
净利润增长率(%)	54.42%	41.44%	202.84%	97.64%	48.35%
净资产收益率(%)	32.83%	7.86%	19.52%	28.14%	29.68%
总股本(百万股)	35.58	50.08	150.24	150.24	150.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 东方园林于2010年10月23日发布公告, 2010年前三季度实现归属于母公司的净利润约1.75亿元, 同比增长约173.51%; 实现EPS1.16元; 预计全年归属于母公司利润增长200%-240%。

### 经营分析

- 第三季度净利润继续快速增长:** 公司前三季度归属于母公司净利润增长173.51%, 其中第三季度单季增长191.54%, 维持了快速增长的势头。公司上市以来, 品牌优势和资金实力进一步增强, 促使公司订单和收入大幅增长。上市以来, 公司频频接到大订单, 有的订单规模是2009年收入的几倍之多。如下表所示, 09年最后一天至今, 公司公告的大订单不完全统计达到52亿元以上, 而09年销售收入才5.84亿元左右, 目前在手订单可保证公司未来两年高速增长。
- 得益于规模效应, 公司费用率大幅下降:** 由于公司以项目组的形式运作项目, 随着公司单体合同金额的不断增大, 实现了人力资源的有效利用, 公司期间费用率大幅下降。预计随着公司收入规模进一步扩大, 公司期间费用率仍有下降空间。
- 我们坚持对公司的观点:** 公司是市政园林方面当之无愧的龙头, 有着品牌、经验、管理等多方面的显著优势, 相较于规模较小的园林企业和绿化大队, 公司能提供全面的、专业的园林和绿化方案, 显著的核心竞争力将使得公司迅速做大做强。

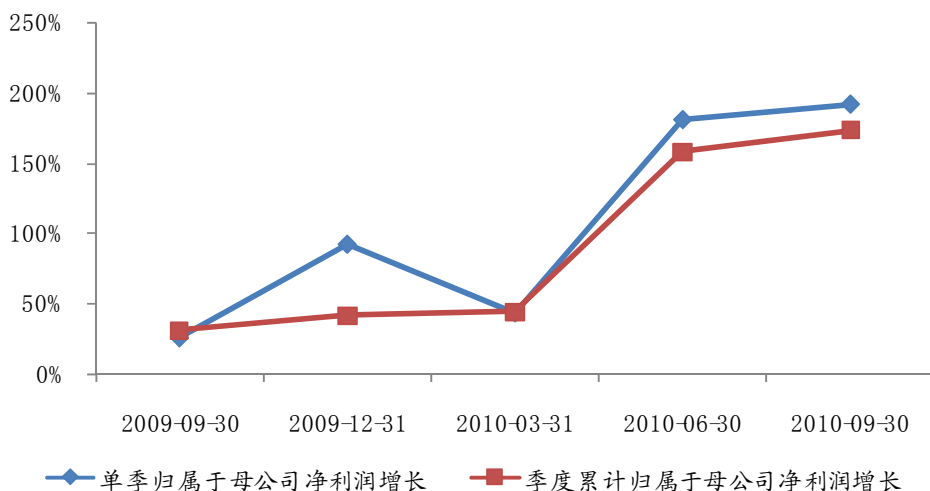
### 投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测, 2010-2012年归属母公司净利润分别为: 2.54亿元、5.01亿元、7.44亿元, 分别增长202.84%、97.64%、48.35%; 按总股本计算, 全面摊薄后EPS分别为1.69、3.34、4.95元, 对应估值分别为64、32、22倍左右, 我们看好园林行业的发展, 同样看好东方园林在行业中的发展, 目前价位维持对公司的“买入”评级。

### 第三季度净利润继续快速增长

- 公司前三季度归属于母公司净利润增长 173.51%，其中第三季度单季增长 191.54%，维持了快速增长的势头。公司上市以来，品牌优势和资金实力进一步增强，促使公司订单和收入大幅增长。

图表1: 公司分季度净利增长情况 (归属于母公司的净利润)



来源: 公司财务报告 国金证券研究所

- 上市以来，公司频频接到大订单，有的订单规模是 2009 年收入的几倍之多。如下表所示，09 年最后一天至今，公司公告的大订单不完全统计达到 52 亿元以上，而 09 年销售收入才 5.84 亿元左右，目前在手订单可保证公司未来两年高速增长。

图表2: 东方园林承接大订单不完全统计

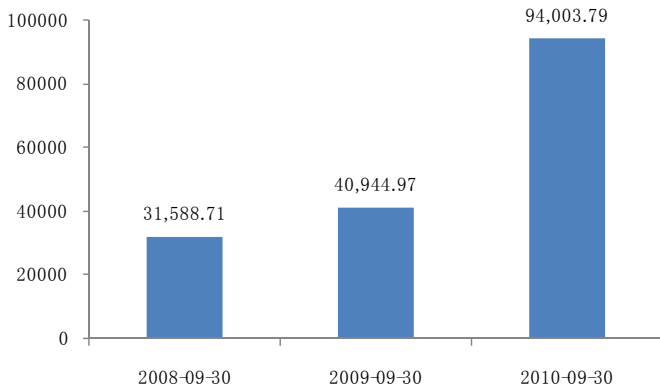
签署时间	合同内容	合同金额	工期	合同执行情况
2009年12月31日	株洲神农城景观项目	4.32亿元	两年	上半年实现收入44,236,340.96元
2009年12月31日	上海览海乡村俱乐部36洞球场建设项目	0.948亿元	566日历天	上半年实现营业收入21,977,071.04元
2010年5月7日	大同文瀛湖项目	12亿元	两年	上半年实现营业收入43,275,412.14元
2010年5月9日	张北县东洋河、玻璃彩河景观绿化工程	1.8亿元		上半年实现营业收入50,358,628.39元
2010年5月9日	张北风电基地园林景观工程	0.597亿元		上半年实现营业收入4,971,531.98元
2010年5月21日	鞍山市城市景观项目	约16亿元		预计2010年可完成项目设计，部分项目年内开始施工
2010年8月5日	衡水市滏阳河、吴公河市区段景观工程项目	约4.46亿元	约22个月、18个月	预计2010年完成部分项目设计
2010年9月6日	沈溪新城景观工程	约12亿元	约22个月	预计2010年完成部分项目设计
小计		约52.125亿元		

来源: 公司公告 国金证券研究所

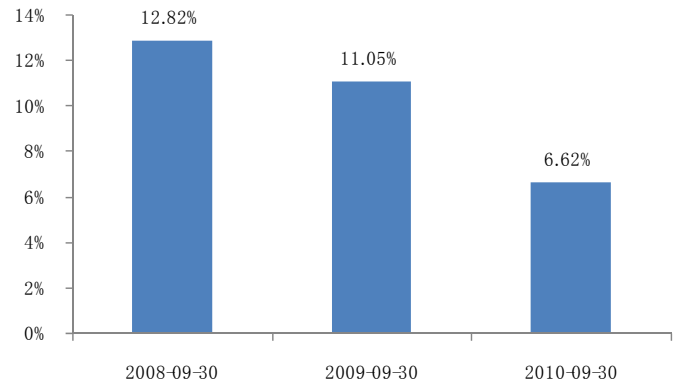
### 得益于规模效应，公司费用率大幅下降

- 由于公司以项目组的形式运作项目，随着公司单体合同金额的不断增大，实现了人力资源的有效利用，公司期间费用率大幅下降。预计随着公司收入规模进一步扩大，公司期间费用率仍有下降空间。

图表3: 近年来前三季度公司收入规模(万元)



图表4: 近年来前三季度公司期间费用率



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 我们坚持对公司的观点:

- 公司是市政园林方面当之无愧的龙头, 有着品牌、经验、管理等多方面的显著优势, 相较于规模较小的园林企业和绿化大队, 公司能提供全面的、专业的园林和绿化方案, 显著的核心竞争力将使得公司迅速做大做强。

### 投资建议:

- 我们维持对公司的盈利预测, 2010-2012 年归属母公司净利润分别为: 2.54 亿元、5.01 亿元、7.44 亿元, 分别增长 202.84%、97.64%、48.35%; 按总股本计算, 全面摊薄后 EPS 分别为 1.69、3.34、4.95 元, 对应估值分别为 64、32、22 倍左右, 我们看好园林行业的发展, 同样看好东方园林在行业中的发展, 目前价位维持对公司的“买入”评级。

图表5: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	270	416	584	1,428	2,856	4,284
增长率		53.9%	40.5%	144.5%	100.0%	50.0%
主营业务成本	-184	-282	-392	-964	-1,966	-2,948
%销售收入	68.2%	67.8%	67.1%	67.5%	68.8%	68.8%
毛利	86	134	192	465	891	1,336
%销售收入	31.8%	32.2%	32.9%	32.5%	31.2%	31.2%
营业税金及附加	-10	-14	-19	-43	-86	-129
%销售收入	3.7%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-34	-47	-63	-114	-229	-343
%销售收入	12.5%	11.3%	10.7%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	42	73	111	307	577	865
%销售收入	15.6%	17.5%	18.9%	21.5%	20.2%	20.2%
财务费用	-2	-3	-3	5	4	-4
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	-0.4%	-0.1%	0.1%
资产减值损失	-1	-2	-6	-4	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	4	5	10	15
%税前利润	9.2%	4.4%	3.8%	1.6%	1.7%	1.7%
营业利润	44	72	106	314	587	872
营业利润率	16.2%	17.3%	18.1%	22.0%	20.5%	20.3%
营业外收支	0	2	0	3	3	3
税前利润	44	74	106	317	590	875
利润率	16.2%	17.7%	18.1%	22.2%	20.6%	20.4%
所得税	-5	-15	-22	-63	-88	-131
所得税率	11.7%	19.7%	20.7%	20.0%	15.0%	15.0%
净利润	39	59	84	254	501	744
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	38	59	84	254	501	744
净利率	14.2%	14.2%	14.3%	17.8%	17.5%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	59	84	254	501	744
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	3	8	11	19	25
非经营收益	-2	-2	-2	1	-4	-1
营运资金变动	4	-37	-203	-171	-470	-468
经营活动现金净流	42	24	-114	95	46	299
资本开支	-1	-2	-1	-210	-306	-257
投资	-1	0	0	-1	0	0
其他	3	5	3	5	10	15
投资活动现金净流	0	3	2	-206	-296	-242
股权募资	3	0	816	0	0	0
债权募资	0	33	53	-101	258	-21
其他	-7	-9	-12	-7	-28	-36
筹资活动现金净流	-4	24	857	-108	230	-57
现金净流量	39	50	744	-219	-21	0

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	46	96	840	621	600	600
应收款项	98	133	223	450	900	1,350
存货	96	157	326	528	1,077	1,616
其他流动资产	0	0	0	2	2	2
流动资产	240	386	1,388	1,601	2,579	3,567
%总资产	90.4%	93.6%	97.9%	87.3%	83.0%	82.3%
长期投资	6	5	6	7	6	6
固定资产	18	19	20	215	502	734
%总资产	6.9%	4.6%	1.4%	11.7%	16.2%	16.9%
无形资产	0	0	0	9	17	24
非流动资产	26	26	30	233	527	766
%总资产	9.6%	6.4%	2.1%	12.7%	17.0%	17.7%
资产总计	265	412	1,418	1,834	3,106	4,333
短期借款	15	48	101	0	158	136
应付款项	107	155	221	439	896	1,343
其他流动负债	19	29	31	96	172	248
流动负债	141	232	353	535	1,225	1,727
长期贷款	0	0	0	0	100	101
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	141	232	353	535	1,325	1,828
普通股股东权益	125	180	1,065	1,299	1,781	2,505
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	265	412	1,418	1,834	3,106	4,333

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.077	1.664	1.672	1.688	3.336	4.949
每股净资产	3.504	5.067	21.267	8.647	11.852	16.671
每股经营现金净流	1.188	0.661	-2.273	0.630	0.305	1.992
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	30.75%	32.83%	7.86%	19.52%	28.14%	29.68%
总资产收益率	14.45%	14.35%	5.90%	13.83%	16.13%	17.16%
投入资本收益率	26.72%	25.55%	7.53%	18.93%	24.04%	26.82%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	25.52%	53.91%	40.48%	144.51%	100.00%	50.00%
EBIT增长率	21.96%	71.87%	52.30%	177.89%	87.54%	50.00%
净利润增长率	50.74%	54.42%	41.44%	202.84%	97.64%	48.35%
总资产增长率	36.40%	55.47%	243.80%	29.32%	69.36%	39.50%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	115.6	87.3	97.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	164.6	163.9	225.0	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	154.0	152.4	158.6	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	24.6	16.7	12.5	29.2	25.7	19.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.54%	-26.69%	-69.37%	-47.78%	-19.22%	-14.51%
EBIT利息保障倍数	21.2	28.2	33.0	-56.3	-144.5	207.1
资产负债率	53.01%	56.29%	24.90%	29.16%	42.67%	42.19%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	7
买入	0	1	2	8	10
持有	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-28	买入	85.46	5.00 ~ 15.00
2 2010-10-15	买入	103.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室