

东方园林 (002310.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

唐笑
分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

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

东方园林 1 月 10 日董事会议案点评

事件

东方园林于 2011 年 1 月 11 日发布董事会公告, 对首期股权激励方案进行了调整、向银行申请不超过 20 亿元的综合授信额度、对全资子公司北京东方利禾景观设计有限公司增资 1000 万元。

评论

调整后的行权条件比调整前更严格: 1、原草案中本次股权激励有效期为 6 年, 考核期为 2010-2014 年。根据中国证监会的反馈意见, 取消了 2010 年的考核期, 考核期调整为 2011-2014 年, 有效期调整为 5 年; 2、原草案中行权条件考核指标为: 以 2009 年净利润为基数, 2010-2014 年净利润增长率分别不低于 80%、140%、225%、340%、500%, 现修改为: 以 2010 年的净利润为基数, 2011-2014 年的净利润增长率分别不低于 30%、80%、140%、230%。净资产收益率分别不低于 12%、13%、14%、15%; 3、如下图所示, 在修改后的方案中, 对于净利润的要求有所提高, 对于公司未来经营情况无疑有着正面的激励作用。

图表 1: 激励方案在修改前后对归属于母公司净利润的最低要求 (百万元)

		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
修改前	较 2009 年增长	0	80%	140%	225%	340%	500%
	净利润	83.73	150.72	200.96	272.13	368.42	502.39
	ROE	7.86%	12.60%	14.59%	16.69%	18.61%	20.41%
修改后	较 2010 年增长		0	30%	80%	140%	230%
	净利润	83.73	253.57	329.65	456.43	608.58	836.80
	ROE	7.86%	19.52%	20.48%	22.31%	23.09%	24.24%

来源: 公司公告 国金证券研究所

公司向银行申请不超过人民币 20 亿元综合授信额度: 1、目前东方园林的投资逻辑中有三个障碍: 一是现金流周转问题, 二是订单转为收入和利润, 三是收入和利润被顺利收回、转为现金, 其中现金流问题是目前东方园林投资逻辑中的最大障碍, 如果不能解决现金问题, 则公司的 EPS 和 PE 都要受到很大的影响; 2、假设公司每年都是 100 亿元的订单, 在收入上的分布是: 从次年开始连续三年 4-4-2 的分布, 现金流入情况是当年开始连续三年 5-3-2 的分布, 公司的垫款主要是成本和费用, 假设公司的销售净利率是 15%, 那么项目垫款就应该是现金流入减去成本支出 (收入的 85%), 我们做了如下简单模拟; 3、结果显示, 2011 年公司需垫款 14 亿, 2012 年垫资 16 亿元, 考虑此次授信, 公司 2011、2012 年快速增长得以保证; 4、而到了 2013 年, 公司经营性能现金流将会内生性好转。

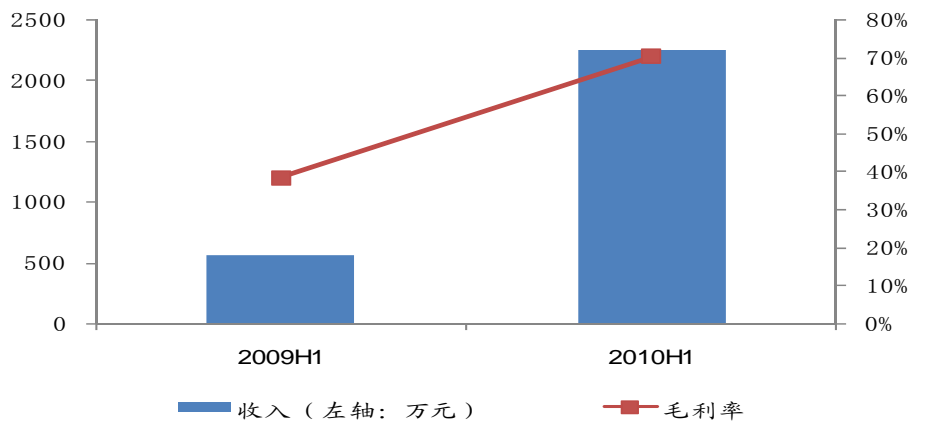
图表2: 公司经营性现金流状况简单模拟 (不考虑此次 20 亿元的授信额度带来的融资现金流变化)

订单	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2010 订单带来的收入	13	40	40	20					
2011 订单带来的收入			40	40	20				
2012 订单带来的收入				40	40	20			
2013 订单带来的收入					40	40	20		
2014 订单带来的收入						40	40	20	
2015 订单带来的收入							40	40	20
2016 订单带来的收入								40	40
2017 订单带来的收入									40
2018 订单带来的收入									
2019 订单带来的收入									
收入	13	40	80	100	100	100	100	100	100
2010 订单带来的现金		20	12	8					
			20	12	8				
				20	12	8			
2011 订单带来的现金			20	12	8				
				20	12	8			
					20	12	8		
2012 订单带来的现金				20	12	8			
					20	12	8		
						20	12	8	
2013 订单带来的现金					20	12	8		
						20	12	8	
							20	12	8
2014 订单带来的现金							20	12	8
								20	12
									20
现金流入小计		20	52	92	112	120	100	68	28
经营现金流简单测算1		-20	-28	-8	12	20	0	-32	-72
经营现金流简单测算2		-14	-16	7	27	35	15	-17	-57

来源: 国金证券研究所

对全资子公司北京东方利禾景观设计有限公司增资 1000 万元: 长期以来, 公司主要经营市政园林业务, 设计取费率较低, 公司的设计相对于施工力量相对薄弱; 近来公司有意识地加强设计力量, 包括 11 月份收购北京易地斯埃东方环境景观设计研究院有限公司 42% 的股权、此次增资东方利禾等等。

图表3: 2010 上半年设计收入、毛利率大幅上升是一个亮点



来源: 公司财务报告 国金证券研究所

投资建议

我们认为, 股权激励对业绩要求的提高、现金流周转问题的缓解、设计力量的加强, 均对公司构成利好, 维持对公司的“买入”评级。

图表4: 三张表摘要

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

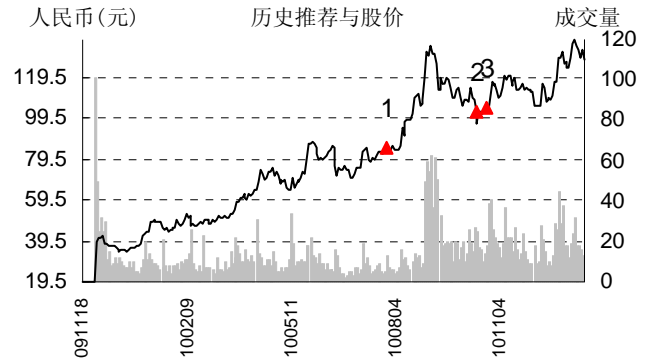
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	46	96	840	621	600	600
应收款项	98	133	223	450	900	1,350
存货	96	157	326	528	1,077	1,616
其他流动资产	0	0	0	2	2	2
流动资产	240	386	1,388	1,601	2,579	3,567
% 总资产	90.4%	93.6%	97.9%	87.3%	83.0%	82.3%
长期投资	6	5	6	7	6	6
固定资产	18	19	20	215	502	734
% 总资产	6.9%	4.6%	1.4%	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
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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
3	2010-10-25	买入	105.14	N/A

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室