



生态环保唯一全覆盖园林龙头, 受益海绵城市和PPP项目开启新成长

——东方园林 (002310) 调研报告

2016年04月26日

强烈推荐/维持

东方园林

调研报告

报告摘要:

东方园林是我国园林行业龙头,品牌知名度高,市场拓展能力优,综合竞争力强。从2009年上市后快速扩张,2015年营业收入和资产规模大幅增长8倍和12倍。公司主业是市政园林施工、设计和苗木销售等,2015年通过并购开展环保业务,形成海绵城市和生态园林城市建设的一站式服务体系。

- ◆ **处周期低谷,转型期孕育新成长。**公司2013年随行业整体下行后,处于消化历史问题和稳健发展时期,项目审核加大回款考核。同时积极转型完善海绵城市和生态园林城市建设体系,在该转型期公司收益率低,处周期低谷,转型储备完成后将开启新的增长。
- ◆ **海绵城市和PPP模式进入爆发期,公司受益大发展空间广。**人民生活提升和政府考核下园林行业前景广阔,特别是旧有城市设施不能负荷城镇人口的增长、环境污染严重和经济稳增长的情况下,海绵城市和生态园林建设成为未来的趋势和方向。除中央财政大力支持外,PPP融资模式符合当前的要求,2016年进入爆发期。东方园林作为唯一具备园林景观、水处理、固废处理的施工和设计的海绵生态城市建设功能的园林公司,2015和2016年PPP在手订单充足,受益最大,成为再次高增长得基础。
- ◆ **收购固废、水处理公司协同效应提升公司综合竞争力。**公司收购中能环保等有效利用公司区域市场拓展资源,达到协同优势。非公开增发募集配套和增发股份及现金收购中山环保和上海立源,增厚公司EPS,同时使得公司在海绵和生态城市建设中竞争力大幅提升。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016-2018年营业收入分别为75.05、93.81和112.58亿元,对应EPS为0.99、1.29和1.56元,维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,680	5,381	7,505	9,381	11,258
增长率(%)	-5.91%	14.98%	39.48%	25.00%	20.00%
净利润(百万元)	648	602	993	1,303	1,569
增长率(%)	-27.17%	-7.07%	64.99%	31.16%	20.48%
净资产收益率(%)	11.36%	9.63%	13.71%	15.24%	15.51%
每股收益(元)	0.640	0.600	0.99	1.291	1.56
PE	35.11	37.45	22.82	17.40	14.44
PB	3.98	3.63	3.13	2.65	2.24

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

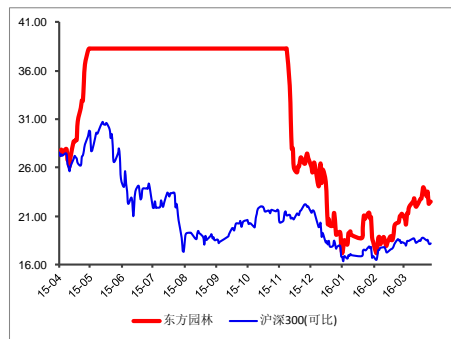
执业证书编号:

S1480512070003

交易数据

52周股价区间(元)	16.12-39.50
总市值(亿元)	22.67
流通市值(亿元)	12.54
总股本/流通A股(万股)	10.09/5.58
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.34

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

《东方园林(002310)2012年年报点评:市政园林龙头全国布局快速发展》 20130418

《东方园林2015年年报点评:订单足转型环保,海绵城市和PPP带来二次创业新机遇》 20160415

目 录

1. 市政园林龙头综合竞争力强，规模快速扩张	4
1.1 东方园林业务和实际控制人	4
1.2 园林龙头规模快速扩张，周期低谷期孕育新增长	5
2. 海绵城市和 PPP 模式开启公司新成长	7
2.1 园林前景广阔，向海绵城市和生态建设发展成为趋势	7
2.2 转型生态和海绵城市建设的全覆盖龙头	8
2.3 多模式回款，PPP 模式助力进入二次高增	9
3. 进军环保，协同优势打造生态园林和海绵城市一站式服务	11
3.1 收购申能环保等快速进入固废处理业务	13
3.2 计划收购中山环保等快速提升海绵城市建设综合竞争力	15
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 东方园林的实际控制人	4
图表 2: 东方园林组织架构	4
图表 3: 东方园林 2015 年各项业务收入占比	5
图表 4: 上市以来营业收入和资产变化（亿元）	5
图表 5: 上市以来历年营业收入和归属母公司净利润及增速	6
图表 6: 上市以来单季度经营活动现金流量净额和增速	6
图表 7: 历年净资产收益率	7
图表 8: 历年销售净利率	7
图表 9: 城市绿地和城市公园绿地面积	7
图表 10: 城镇人口和绿化率	7
图表 11: 城市园林绿化建设投资额和增速	8
图表 12: 房地产投资和增速	8
图表 13: 园林工程上市以来历年营业收入和毛利率（万元）	8
图表 14: 应收账款和存货（亿元）	10
图表 15: 经营活动现金流净额	10
图表 16: PPP 模式示意图	10
图表 17: 东方园林在手 PPP 项目订单	11
图表 18: 东方园林环保业务情况	12

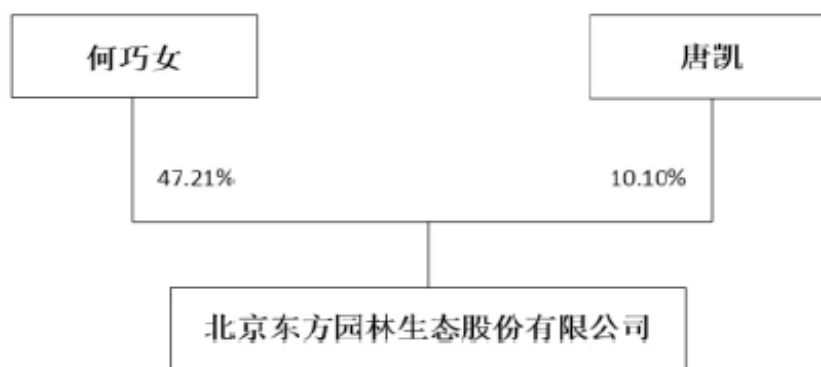
图表 19: 东方园林收购公司情况.....	12
图表 20: 全国环境污染治理投资（亿元）.....	13
图表 21: 全国工业污染治理投资额：固体废弃物（万元）.....	13
图表 22: 全国工业固体废弃物（万吨）.....	13
图表 23: 一般工业固体废物处置方式.....	14
图表 24: 工业危险废物处置方式.....	14
图表 25: 中能环保主营业务收入和综合毛利率.....	14
图表 26: 中山环保一体化回流技术示范图.....	15
图表 27: 中山环保新型垂直流入人工湿地技术.....	15
图表 28: 新型垂直流入人工湿地技术工程效果图.....	16
图表 29: 中山环保垃圾渗滤液处理技术设备图.....	16
图表 30: 微水澄清给水处理工艺技术.....	16
图表 31: 混合反应沉淀水处理系统.....	16
图表 32: 中山环保营业收入和毛利率.....	17
图表 33: 上海立源营业收入和毛利率.....	17
图表 34: 园林行业公司财务一览表.....	17

1. 市政园林龙头综合竞争力强，规模快速扩张

1.1 东方园林业务和实际控制人

东方园林是市政园林行业龙头，成立于 1992 年，2009 年在深圳中小板上市。公司拥有园林工程设计甲级资质和城市园林绿化一级资质、市政公用行业甲级工程设计资质、城市园林绿化企业一级资质和园林古建筑工程专业承包二级资质。

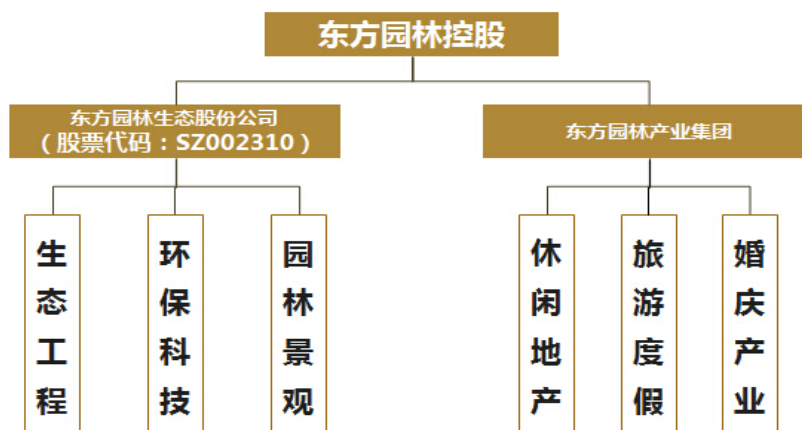
图表 1：东方园林的实际控制人



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

东方园林的实际控制人是何巧女和唐凯夫妇，二人通过直接和间接合计持股占比为 57.31%，对东方园林具有绝对的控制力。

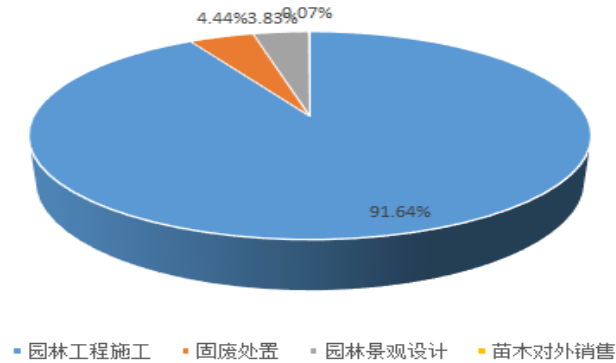
图表 2：东方园林组织架构



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

东方园林的主要业务是园林建设、环保业务、园林设计和苗木销售等, 很多施工项目获得精品工程和样板工程评价。公司作为市政园林行业的龙头企业, 市场拓展、团队、品牌知名度、设计、管理等综合竞争力较强, 在行业招标中拿单能力强, 在业内的品牌知名度高, 是精品园林工程的塑造者。

图表 3: 东方园林 2015 年各项业务收入占比



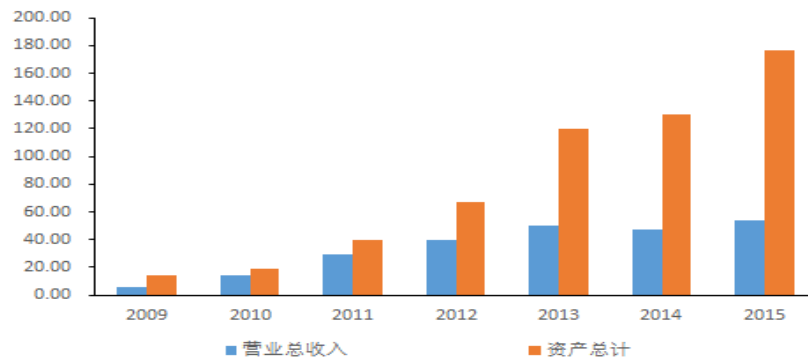
资料来源: wind, 东兴证券研究所

分业务中公司园林工程施工的营业收入和毛利占比最大, 2015 年为 91.64% 和 94.60%, 其次是固废处理营业收入占比 4.44%, 景观设计占比 3.83%, 苗木销售占比为 0.07%。

东方园林有三个事业部: 生态工程、环保科技和园林景观, 以及子公司东方利禾、易地斯埃东方、东联设计、东方苗联苗木、晟丽景观、苗联网、东方名源龙盛、中邦建设、东方德聪、金源铜业、申能固废、吴中固废等。

1.2 园林龙头规模快速扩张, 周期低谷期孕育新增长

图表 4: 上市以来营业收入和资产变化 (亿元)

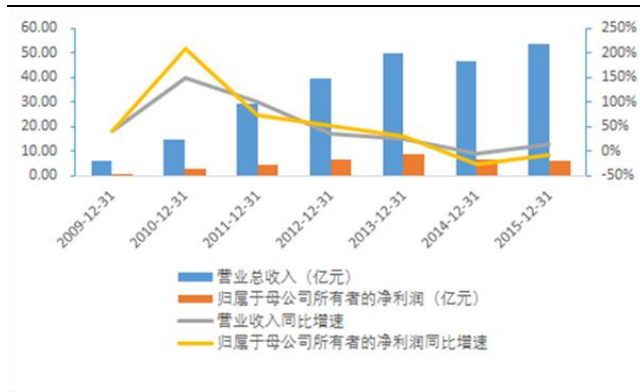


资料来源: wind, 东兴证券研究所

园林龙头规模快速增长。在上市后的几年里，公司凭借自身实力快速扩张，资产和营业收入规模得到较快地提升，由 2009 年上市时的营业收入 5.84 亿元快速增长到 2015 年的 53.81 亿元，7 年时间增长了 8.2 倍；资产规模从 14.18 亿元扩张到 2015 年的 176.96 亿元，增长了 11.48 倍。

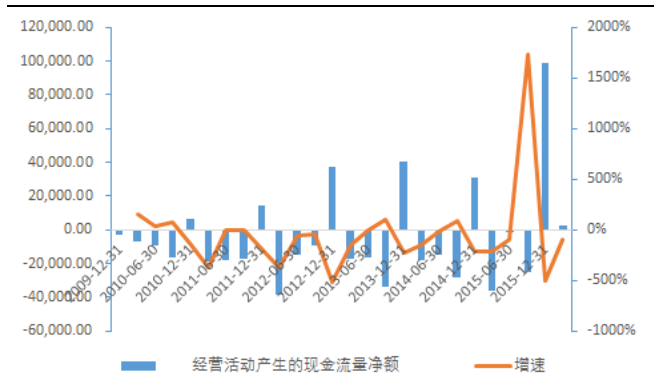
解决历史遗留稳健发展，效果显现。从 2009 年上市一直到 2013 年，公司营业收入和归属于母公司所有者的净利润保持两位数的高增长。随着行业景气度的下降，公司从 2013 年实施稳健发展战略，严格订单回款质量，加强历史项目回款工作，2014 年营业收入和归属于母公司所有者净利润负增长，2015 年营业收入增长恢复正常，劳务和人工成本上升以及新业务拓展费用率提升使得净利润增长仍为负值，但是经营现金流净值从 2015 年开始转正。

图表 5：上市以来历年营业收入和归属母公司净利润及增速



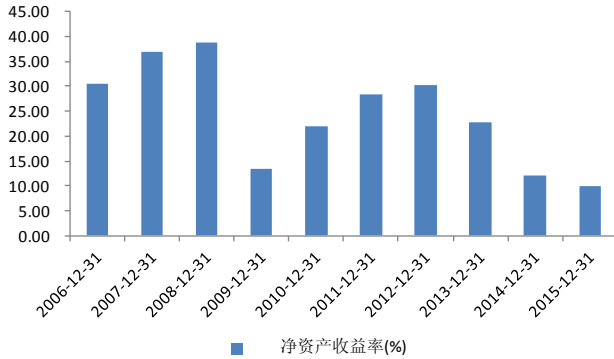
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 6：上市以来单季度经营活动现金流量净额和增速

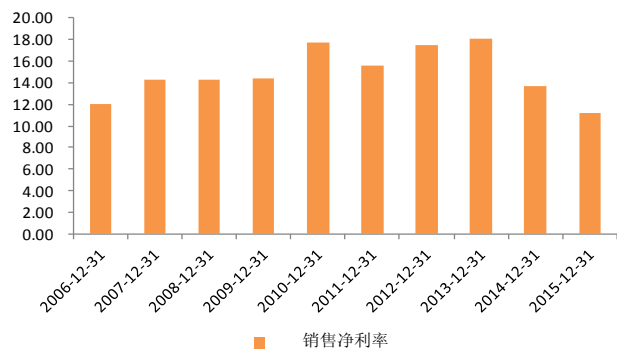


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

周期低谷积极转型，二次创业孕育新成长。公司上市后净资产收益率持续提升，在 2012 年达到阶段性峰值 30.29% 后逐年回落，当前净资产收益率已经下降至 10.07%。销售的净收益率也出现从 2013 年开始下降。整体上，公司处于行业周期的低谷期。面对问题公司提出各种解决方案，并取得较好的效果，同时顺应经济发展的大潮和政策趋势，积极通过外延式收购，完善自身生态环保技术和团队的不足，利用自身市场竞争优势，发挥协同效应，打造出能够适应未来海绵城市和生态环保城市建设的全产业链。进行“二次创业”，孕育公司未来新的高成长。

图表 7: 历年净资产收益率


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

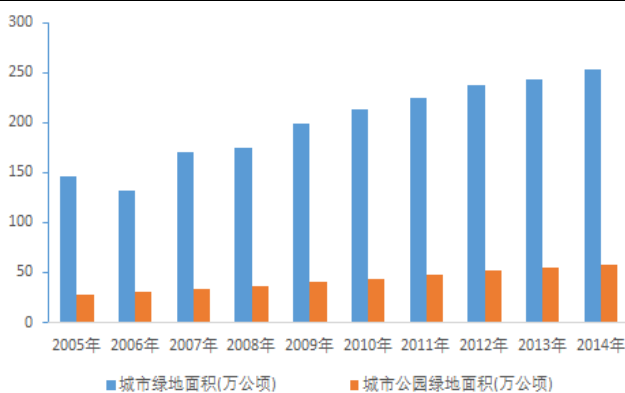
图表 8: 历年销售净利率


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

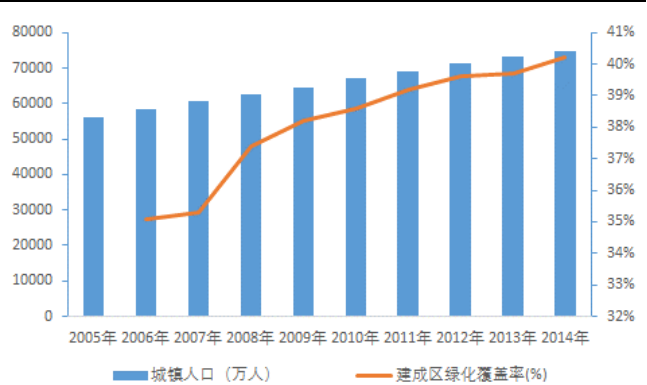
2. 海绵城市和 PPP 模式开启公司新成长

2.1 园林前景广阔, 向海绵城市和生态建设发展成为趋势

人民生活水平的提升和政府考核对城市绿化环境提出更高的要求。城市园林绿化成为城市化进程中城市建设不可缺少的必要内容, 近年来城市绿化水平不断地提升。城市绿化和园林建设也逐渐成为政府对于城市建设的评判标准, 这些使得近几年来园林建设行业需求快速释放。随着人民生活水平的继续提升, 对于生活品质的更高要求将推动城镇园林行业更快地发展, 园林行业未来前景广阔。

图表 9: 城市绿地和城市公园绿地面积


资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

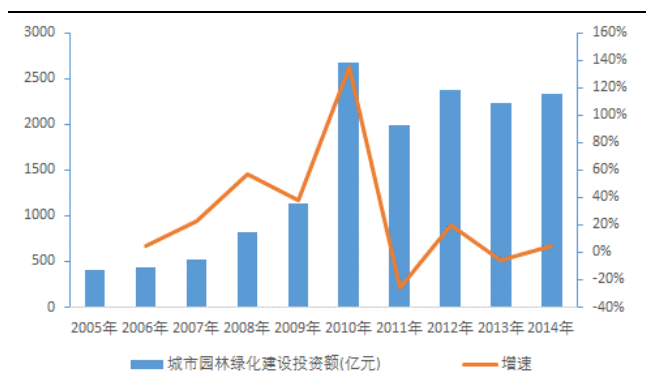
图表 10: 城镇人口和绿化率


资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

海绵城市建设是城镇化城市建设发展的必然。随着城市人口的负载增加, 旧有的城市配套设施已经不能够满足城市人口快速的生长的需求, 导致城市一下雨就涝。城市环境污染严重, 没有自身修复功能。传统的仅具美观功能的园林建设不能够解

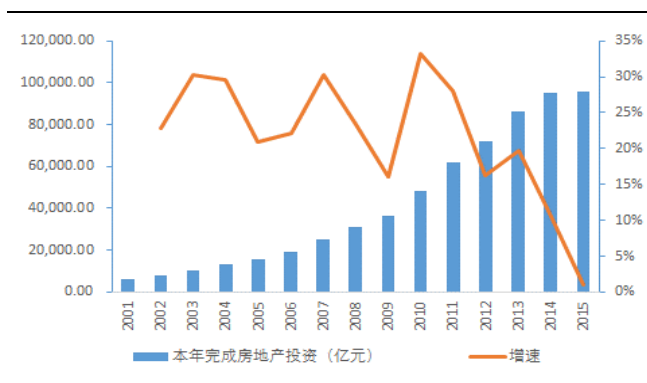
决城市发展超负荷和环境污染的严重问题。所以, 建设海绵城市和生态城市成为未来发展的必然趋势和方向。

图表 11: 城市园林绿化建设投资和增速



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图表 12: 房地产投资和增速

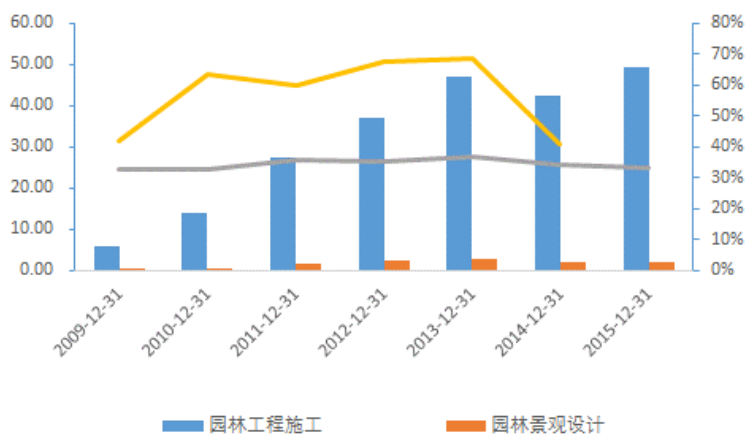


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

海绵城市建设也是经济稳增长的抓手。在房地产投资增速下滑的情况下, 地方政府资金受到制约。而中央财政在经济稳增长的要求下, 海绵城市和生态城市的建设成为着力点。在大力支持海绵城市建设的情况下, 传统的园林建设已经很难获得资金的支持, 而生态海绵城市建设在中央财政的支持下快速跟进。传统的园林建设向生态园林城市建设、海绵城市建设的方向发展成为必然。

2.2 转型生态和海绵城市建设的全覆盖龙头

图表 13: 园林工程上市以来历年营业收入和毛利率 (万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

东方园林公司主要业务是市政园林施工和设计，以景观设计和施工为主，在市政园林招标中竞争力强，在园林建设需求快速增长的情况下，公司进入高速增长期。但是随着房地产投资增速的下降，政府资金的局限，园林建设从 2013 年开始进入低潮期。

传统园林向生态园林转型。由于传统园林工程业务增速放缓，公司加强项目的现金回款工作，并开始积极寻求转型。在自身优势资源的基础上，通过收购积累技术和团队，通过研发和合作方式提升自身在生态和海绵城市建设技术和竞争力，由仅具备市政美化功能的市政园林向既有美化又有生态环境治理的生态型园林转型。

海绵城市政策支持力度大，公司受益大。2014 年住建部协同财政部、水利部共同发布海绵城市试点申通知，同时出台海绵城市试点补助标准通知。中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助，一定三年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年 6 亿元，省会城市每年 5 亿元，其他城市每年 4 亿元。对采用 PPP 模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励 10%。未来按照国务院的目标“到 2020 年城市建成区 20%以上面积达到目标要求，到 2030 年，城市建成区 80%以上的面积达到目标要求”，预计未来 5 年海绵城市投资额将达到 1.5 万亿，年均投资额为 3000-4000 亿元，未来 10 年投资额将达到 4 万亿。

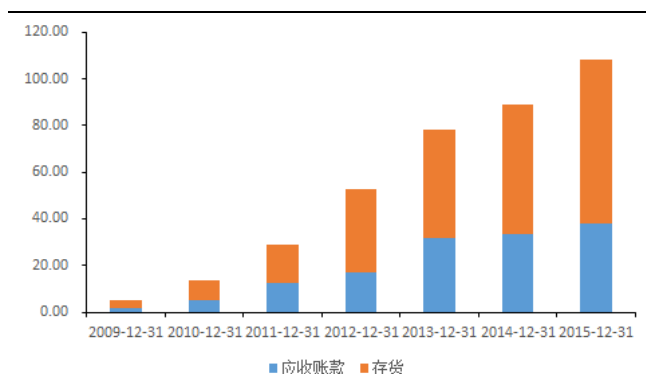
海绵城市建设龙头企业雏形已现，东方园林已经成为国内海绵生态城市建设的唯一全覆盖的龙头公司。2015 年公司已经逐步形成以水环境治理为主的生态修复业务。从设计到施工形成了生态城市规划、水利工程设计、市政施工一体的全产业链，利用自己的综合技术、设计等优势对海绵城市生态建设做到了全覆盖，从外部景观到地下引流，从污水治理到生态环境建设，从规划设计到施工建设都能承接，实现了海绵城市建设一条站式服务的优势，成为国内唯一能够具备海绵生态城市建设全产业链条覆盖的企业。打造出东方园林水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念，契合国家海绵城市建设，使得公司成为海绵城市建设的先行者和龙头企业。

在生态建设和海绵城市 PPP 项目加速拿单的推动下，2015 年园林工程施工营业收入 49.31 亿元，同比增长 16.09%。2016 年公司将继续实践“三位一体”综合治理理念来契合海绵城市建设，尤其是水资源管理、水域污染综合治理方面，结合公司传统园林建设优势，预计 PPP 订单签单量较上年继续将会有较大幅度增长。

2.3 多模式回款，PPP 模式助力进入二次高增

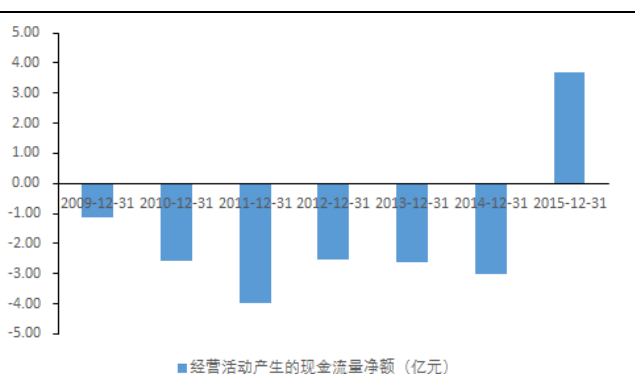
加强回款防风险成为项目主要要求。虽然上市以来公司在行业景气度向上和自身的综合竞争力强的优势下快速扩张，但由于承揽工程量越来越大和一些 BT 项目垫资严重，公司存货和应收账款占比较大。所以，公司为了防范未来的风险和资金的有效利用，加大了项目的挑选，把资金回款作为重要的标准。同时运用多种模式，加快项目回款，达到降低风险和稳健发展。

图表 14: 应收账款和存货 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

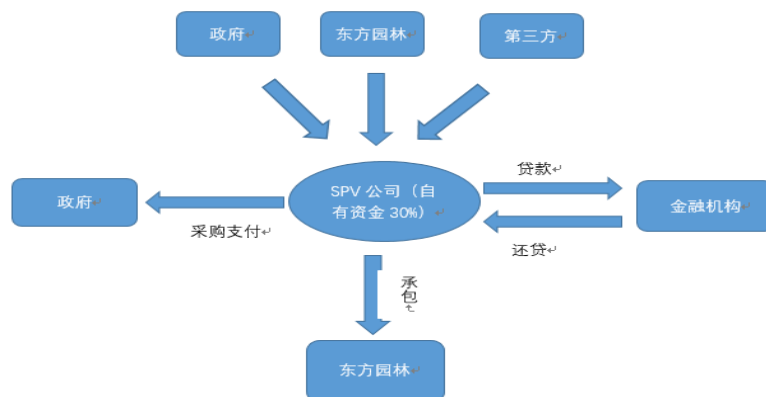
图表 15: 经营活动现金流净额



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

金融模式和 PPP 模式现金回款效果好, 保证项目施工融资。公司陆续推出了土地保障模式和金融保障模式, 以及主要订单类型的 PPP 模式。金融保障模式是公司代替政府去金融机构获得项目融资, 保障公司回款。金融保障模式将工程负债转化为金融负债, 解决政府资金不足, 实现公司回款。截至 2015 年末, 公司“应收账款+存货”约 108 亿的待收款中约 30 亿是金融模式保障。

图表 16: PPP 模式示意图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

随着中央政府对 PPP 模式的推进, PPP 模式成为公司保障回款和实现融资的主要方式。只需要用项目 30% 的资金去注册 SPV 公司, 就可以获得项目的融资, 如果项目分期进行, 公司现金要求更低。PPP 模式能够突破政府的预算制约, 使得项目能够获得融资。运用 PPP 模式和金融模式, 2015 年末公司实现正的经营净现金流, 改变了上市以来经营净现金流一直为负的情况。2016 年公司在金融模式和 PPP 模式的共同作用下回款状况将会得到持续改善。

充足 PPP 模式订单保证公司未来持续高增。2015 年以来东方园林签订了超过 410 亿元 PPP 订单，其中 7 个项目已开工建设。如果项目正常落地，预计 2016 年的产值超过 90 亿元，其中 PPP 项目占大约 60 亿元，较 2015 年不到 50% 的比例基础上大幅提升。预计 2016 年公司项目将以 PPP 项目为主，PPP 项目将开启公司的持续高增长之路。

图表 17：东方园林在手 PPP 项目订单

项目名称	公告日期	总投资（亿元）
高平市炎帝文化苑建设工程 PPP 项目	2016/4/18	2.6
阜阳市城南新区水系综合治理（I-1 期）建设 PPP 项目	2016/2/28	4.83
镇江市金港产业园东片区基础设施建设 PPP 项目	2016/2/1	14.56
黄浦区新城镇建设 PPP 项目	2016/1/7	37.4
火车站北片区二级渠防洪排涝及碧泉湖景观改造 PPP 项目	2016/1/6	4
巴州区生态建设和水源保护建设（PPP 模式）项目	2015/12/31	36
修武县运粮河改造及生态城市建设 PPP 项目	2015/12/30	6
齐河县生态综合治理 PPP 项目	2015/12/29	11.5
武义县壶山生态公园综合提升工程社会资本合作项目	2015/12/15	3
北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 政府采购项目	2015/9/24	21.75
辽中县城镇化基础设施建设 PPP 项目	2015/9/15	30
武汉市新洲区新城镇建设 PPP 项目	2015/9/2	50.67
湖北省（黄石）园林博览会园博园 PPP 项目	2015/8/12	6.2
萍乡市湘东区麻山生态新区 PPP 项目	2015/8/6	24
眉山市蟆颐堰一期生态综合治理工程项目投资建设	2015/6/26	7
射洪县城南生态新城景观及基础设施建设 PPP 项目	2015/6/19	20
武汉市江夏区“清水入江”一体化项目	2015/4/23	51.1
吉林省长春市绿园区合心省级特色城镇化示范镇建设指挥部	2015/3/18	70
盘县生态景观建设项目	2015/1/1	9.8
合计		410.41

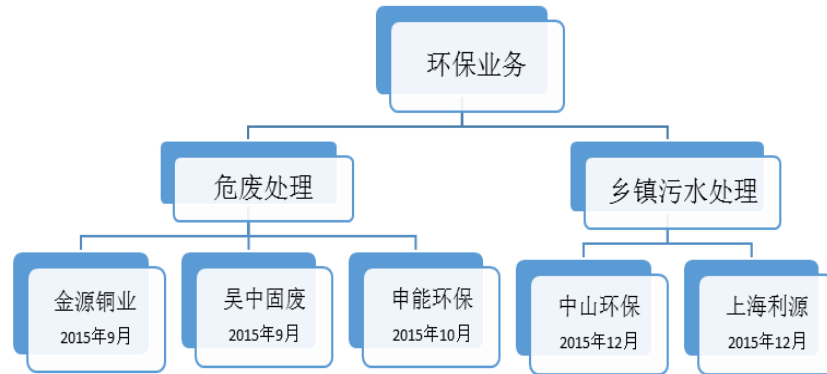
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 进军环保，协同优势打造生态园林和海绵城市一站式服务

收购方式快速打造海绵城市和生态园林建设一站式服务体系。传统市政园林建设需求减少，未来的园林项目将以海绵城市和生态园林建设为主，特别是中央财政对于海绵城市给予大力支持和推进。公司依据自身市场拓展的综合能力，利用生态环保园林建设的协同优势，积极拓展进军环保领域，布局生态修复和危废处理行业。由单纯的园林工程领域切入到危废处理行业和水处理业务，打造海绵城市建设的全产业链一站式服务业务体系，以满足海绵城市建设和生态园林建设的全方位需求。

2015 年 9 月收购金源铜业 100% 股权、收购吴中固废 80% 股权, 2015 年 10 月收购申能环保 60% 股权, 进入固废处理行业。2015 年 12 月计划通过非公开增发的方式募集配套资金以股份和支付现金方式收购中山环保和上海立源 100% 股权, 进军污水处理领域。

图表 18: 东方园林环保业务情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2015 年公司共完成 30 亿元左右的并购项目, 2016 年继续收购优质标的公司, 预计项目金额将达到 70 亿元左右。2015 年的并购这些公司项目将于 2016 年和 2017 年陆续并表, 增厚公司业绩水平。

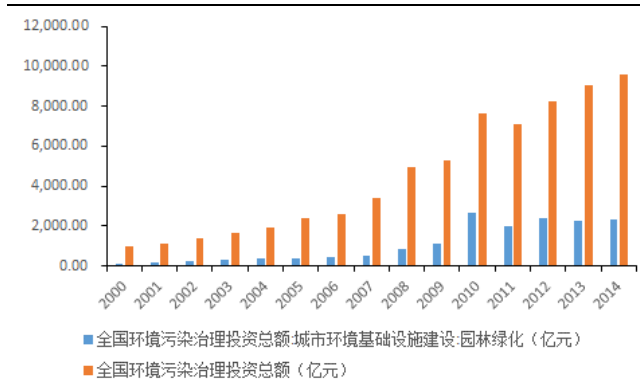
图表 19: 东方园林收购公司情况

	申能环保	金源铜业	吴中固废	上海立源	中山环保
主营业务	危废资源化及无害化	铜危废回收利用	危废焚烧处理	水处理系统	水污染治理
收购方式	现金	现金	现金	股份 1.09 亿元、现金 2.16 亿元	股份 6.175 亿元、现金 3.325 亿元
2015 业绩承诺 (亿)	1.8		3 年累计利润不	0.3	0.71
2016 业绩承诺 (亿)	2.07	净利润不小于增资额的 10%,	小于 5000 万	0.39	0.85
2017 业绩承诺 (亿)	2.38	即 1000 万元		0.51	1.02
2016 年增厚 EPS	0.21	0.01	0.02	0.02	0.05
2017 年增厚 EPS	0.24		0.02	0.03	0.06

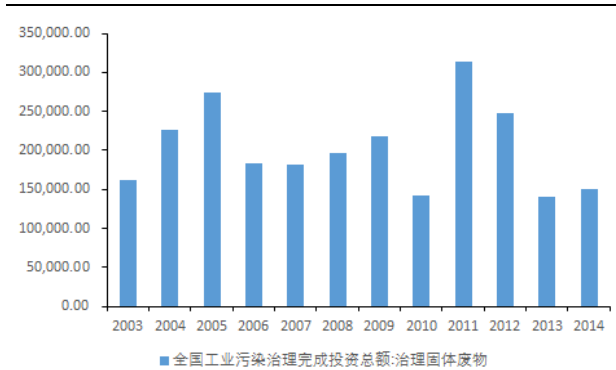
资料来源: wind, 东兴证券研究所

环境保护治理行业空间巨大。原先粗放式经济发展方式对城市环境造成破坏, 像雾霾和水污染问题严重, 民众对于环境改善的要求越来越迫切, 标准也日益提升。同时, 国家出台的新环保法在 2015 年实施, 提出保护环境是国家的基本国策, 对政府的环保职责提出更高要求, 对环境污染等违法行为加大惩罚力度, 将对环保行业的需求提升起到积极的作用。

根据中国环境规划院测算, 十三五期间社会环保投入将超过 17 万亿元, 年均投资额为 3.4 万亿元, 环保投资需求规模和空间巨大, 环保行业将进入快速增长阶段。

图表 20: 全国环境污染治理投资 (亿元)


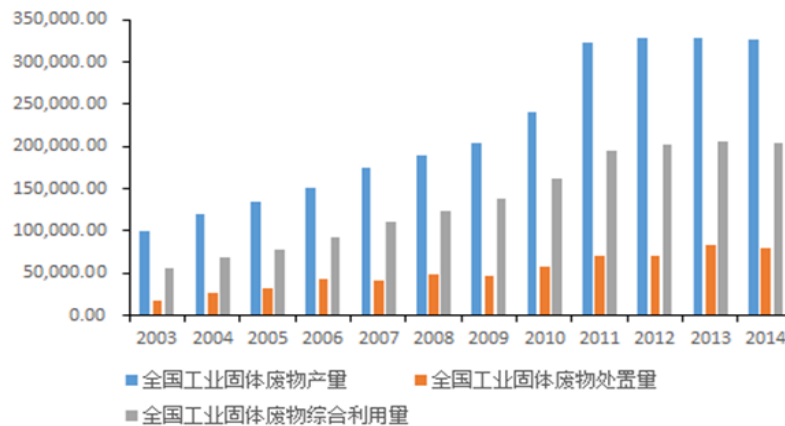
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 21: 全国工业污染治理投资额: 固体废弃物 (万元)


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3.1 收购申能环保等快速进入固废处理业务

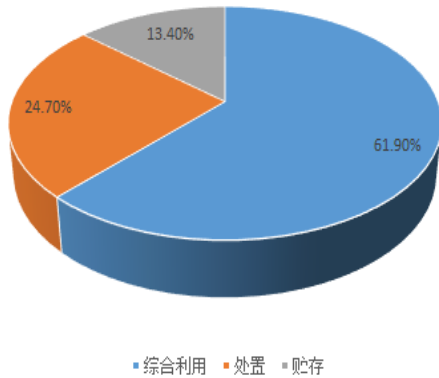
东方园林通过收购申能环保、金源铜业和吴中固废快速进入固废处理行业。公司在中标 PPP 项目后, 与政府部门开展项目前期统筹、规划、设计工作, 将固废处理纳入到 PPP 项目的当中顺理成章, 充分发挥公司在市场上的协同优势。利用收购公司实现生态城市建设中固废处理环节的业务能力和服务, 补充生态环保产业链条中固废处理一环。

图表 22: 全国工业固体废物 (万吨)


资料来源: wind、东兴证券研究所

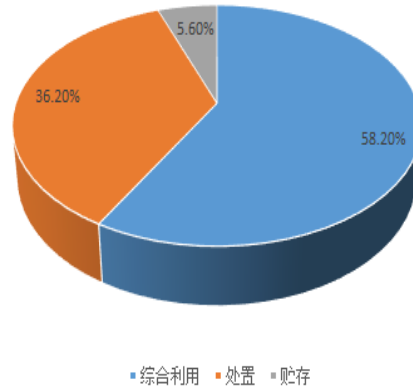
中能环保是华东地区最大的有色金属废渣、废泥处理企业, 全国最大的电子污泥和电镀污泥处理企业。公司有浙江省危险废物经营许可证。固体废物处置生产线的产能为 20 万吨/年, 其中危险废物处置量为 14.6 万吨。未来主营业务将继续由再生金属回收向危废无害化处理转变。

图表 23: 一般工业固体废物处置方式



资料来源: 环保部网站, 东兴证券研究所

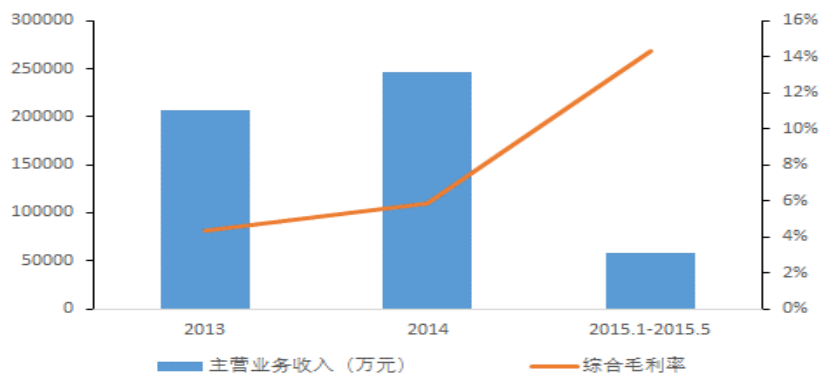
图表 24: 工业危险废物处置方式



资料来源: 环保部网站, 东兴证券研究所

中能环保 2013 年、2014 年主营业务收入 20.65 亿元、24.67 亿元, 2015 年 1-5 月收入为 5.77 亿元。2015 年东方园林固废处置营收收入为 2.39 亿元, 主要就是中能环保的并表收入, 2016 年中能环保完全并表, 将增厚公司 EPS 0.21 元。

图表 25: 中能环保主营业务收入和综合毛利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

金源铜业处于中能环保产业链的下游, 中能环保的合金金属产品主要销售给金源铜业, 形成公司间的协同效应。而金源铜业的大宗商品客户分散, 可有效降低上市公

司的客户集中风险。危废处理行业终端产品收入结算及时, 提供东方园林较好的现金流。

3.2 计划收购中山环保等快速提升海绵城市建设综合竞争力

增发募集配套资金收购污水处理业务, 开启新成长空间。2016 年公司计划以非公开发行方式募集资金, 以发行股份及支付现金的方式收购中山环保和上海利源(当前项目还未通过证监会审核通过)。按照自己“三位一体”的生态综合治理理念, 通过外延式收购提升自身在园林景观、水生态治理、固废、危废及土壤治理等方面的综合技术实力, 实现客户资源的共享, 对华北、华南和华东等区域实现环保业务的全布局和渗透, 进一步完善公司生态修复保护和园林美化的产业链条, 布局大环保和大生态。

中山环保主要业务是污水处理工程和污水污泥固废运营处理, 主要定位中小城镇和农村, 在小城镇和农村污水处理领域的综合竞争力强。2014 年污水处理工程和污水污泥固废运营处理营业收入分别为 2.92 亿元和 2203 万元, 占比分别是 86.54% 和 6.52%。

当前城市生活污水收集处理率高达 90.18%, 县城为 82.11%。而农村水处于起步阶段, 2014 年末生活污水进行处理的行政村占比仅为 9.98%, 中山环保未来市场空间广阔。

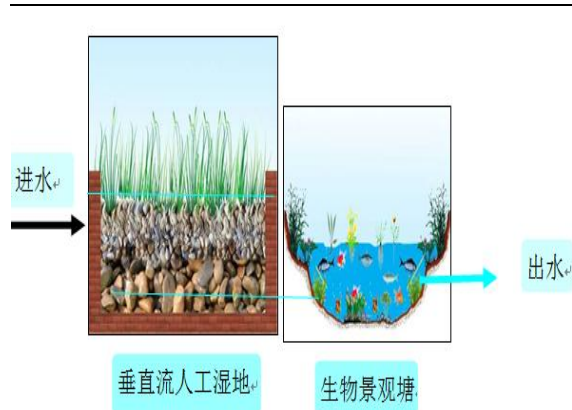
中山环保覆盖广, 品牌和技术优势明显。中山环保拥有 35 项专利, 有 30 年污水处理行业经验。拥有一体化自回流技术、新型垂直流入人工湿地技术和垃圾渗滤液处理技术, 这些技术符合海绵城市建设的要求, 提升东方园林在海绵城市建设的技术实力和在海绵城市项目招标的竞争力。在国内中小城镇水治理行业树立了品牌地位, 在广东各地、广西、湖南、湖北、成都、重庆、河南、山东、内蒙古等地均有业务布局。面对政府部门和大型企业等以 BOT、BT、EPC 三种模式开展业务。

图表 26: 中山环保一体化回流技术示范图



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图表 27: 中山环保新型垂直流入人工湿地技术



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

中山环保 2015 年、2016 年和 2017 年分别承诺营业收入 7100 万元，8520 万元、10224 万元，如果收购完成将增厚东方园林的业绩。

图表 28: 新型垂直流入人工湿地技术工程效果图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 29: 中山环保垃圾渗滤液处理技术设备图

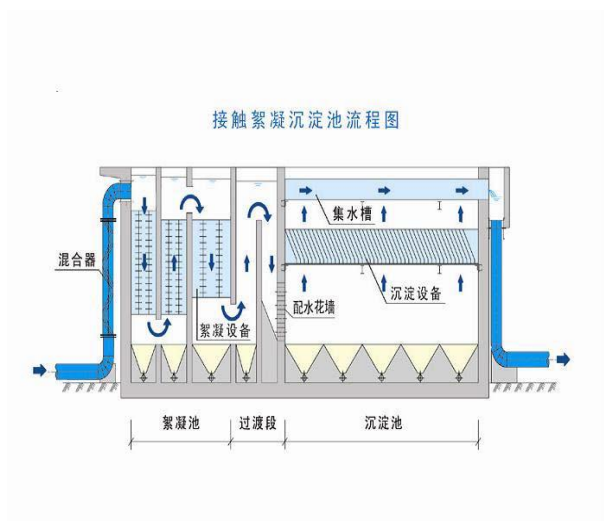


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

上海立源产品为水处理系统，用于市政给水、工业给水及工业污水处理等领域，具备微水澄清给水处理工艺技术和多元优化澄清工艺控制系统，上海利源的收购使得东方园林公司水处理产业链条从施工到产品端更加完整。

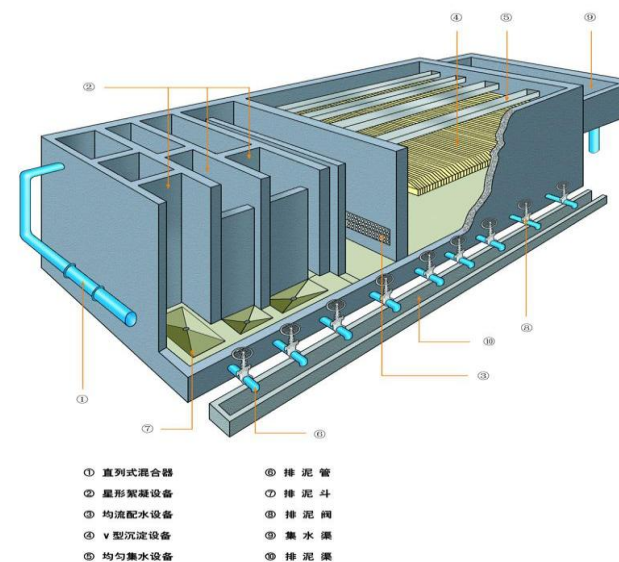
2013 年、2014 年上海立源主营业务收入 2501 万元、5034 万元，2015 年 1-9 月主营业务收入 4517 万元。上海立源 2015 年、2016 年和 2017 年分别承诺营业收入 3000 万元，3900 万元、5100 万元，提升东方园林业绩的业绩表现。

图表 30: 微水澄清给水处理工艺技术

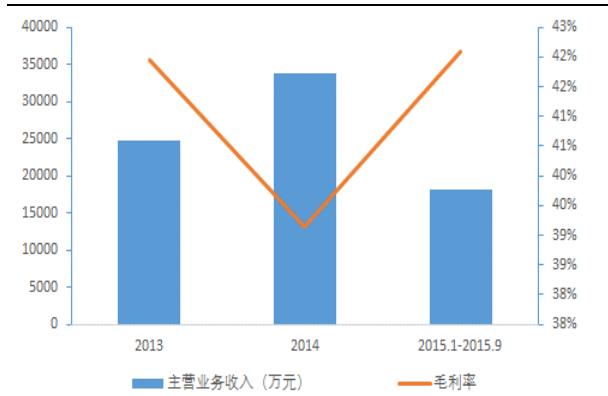


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

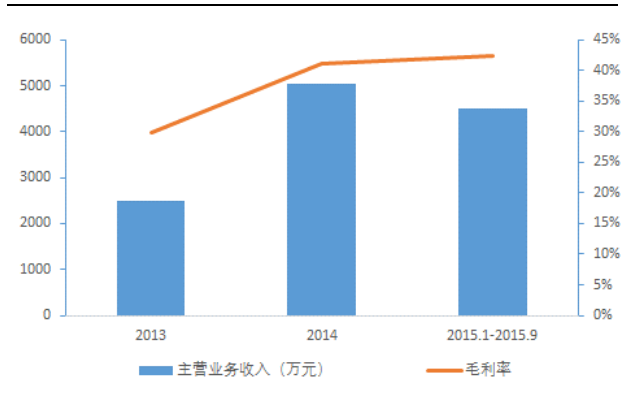
图表 31: 混合反应沉淀水处理系统



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图表 32: 中山环保营业收入和毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图表 33: 上海立源营业收入和毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司是市政园林行业龙头企业, 综合竞争优势突出。随着园林建设向生态园林和海绵城市发展, 公司业务积极拓展布局。通过收购兼并快速打造出具备生态园林和海绵城市建设的全产业链的一站式服务能力, 布局环保行业, 成为国内唯一具备海绵城市、生态园林和环保城市建设全覆盖的行业新龙头。由于自身的综合实力强公司 2105 年和 2016 年 1-4 月份在 PPP 项目上获得充足订单, 成为公司未来业绩持续高增长的基础。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 89.50 亿元、93.81 亿元和 112.57 亿元, 对应 EPS 为 0.99 元、1.29 元和 1.56 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

图表 34: 园林行业公司财务一览表

代码	名称	营业收入(亿)	净利率		总市值		2016PE
			(TTM)	ROE	(亿)	PE (TTM)	
002310.SZ	东方园林	53.81	11.03	10.07	221	37	23
300197.SZ	铁汉生态	26.13	11.64	11.63	124	42	26
300355.SZ	蒙草抗旱	17.70	10.85	12.30	68	40	28
002717.SZ	岭南园林	18.89	8.38	19.62	153	91	64
002775.SZ	文科园林	10.46	9.11	11.80	59	61	82
603778.SH	乾景园林	6.08	15.36	14.18	45	49	46

资料来源: 公司公告

我们选取了 5 家业务与东方园林相近的上市公司进行比较, 用市盈率来测算公司估值水平。可以看到东方园林 2016 年市盈率为 23 倍, 低于同行业 5 家公司的平均市盈率, 同时公司作为生态园林、海绵城市建设和环保行业公司应该有更高的估值, 所以公司估值处于较低水平。

5. 风险提示

1. 公司 PPP 业务落地开工速度不及预期。
2. 公司存货结算和应收账款回款低于预期。
3. 公司并购进展缓慢低于预期的风险。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	12397.49	14433.04	20012.29	24939.31	29898.99	营业收入	4679.59	5380.68	7505.00	9381.25	11257.50
货币资金	3202.54	2655.37	3752.50	4690.63	5628.75	营业成本	3059.58	3639.42	4990.83	6210.39	7446.84
应收账款	3369.57	3789.48	5346.03	6682.53	8019.04	营业税金及附加	139.29	164.28	255.17	281.44	337.73
其他应收款	186.92	473.02	659.77	824.71	989.65	营业费用	4.96	11.91	22.52	28.14	28.14
预付款项	22.34	69.06	69.06	69.06	69.06	管理费用	437.50	594.06	818.05	985.03	1120.12
存货	5534.76	7039.91	9653.49	12012.42	14404.02	财务费用	223.36	226.30	195.87	343.53	471.20
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	668.47	3262.59	3463.36	3691.03	3944.46	公允价值变动收益	102.94	(0.37)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.36	45.29	45.00	45.00	45.00	投资净收益	0.30	(0.37)	0.00	0.00	0.00
固定资产	43.35	851.76	1011.18	1222.39	1471.69	营业利润	6.64	18.00	18.00	35.00	35.00
无形资产	13.62	81.75	73.58	65.40	57.23	营业外收入	6.83	1.32	1.30	1.30	1.30
其他非流动资产	0.00	523.79	523.79	523.79	523.79	营业外支出	0.03	0.04	0.02	0.02	0.02
资产总计	13065.95	17695.64	23475.65	28630.34	33843.45	利润总额	82.15	110.69	191.08	250.63	301.95
流动负债合计	5684.87	9687.01	13918.03	17609.12	21089.20	所得税	0.11	0.16	0.16	0.16	0.16
短期借款	1150.44	2005.65	4748.63	7046.40	9113.88	净利润	647.78	601.97	993.16	1302.64	1569.37
应付账款	2432.58	3461.61	4676.33	5819.05	6977.58	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	2.96	297.16	297.16	297.16	297.16	归属母公司净利润	(4.68)	(1.89)	10.03	13.16	15.85
一年内到期的非	124.00	566.50	566.50	566.50	566.50	EBITDA	962.74	946.30	1440.40	1957.90	2422.42
非流动负债合计	1660.78	1608.10	1598.00	1598.00	1598.00	BPS (元)	0.64	0.60	0.99	1.29	1.56
长期借款	170.00	68.00	68.00	68.00	68.00	主要财务比率					
应付债券	1490.78	1494.14	1490.00	1490.00	1490.00	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	7345.65	11295.10	15516.03	19207.12	22687.20	成长能力					
少数股东权益	20.07	150.06	160.09	173.25	189.10	营业收入增长	-5.91%	14.98%	39.48%	25.00%	20.00%
实收资本(或股	1008.71	1008.71	1008.71	1008.71	1008.71	营业利润增长	-29.09%	-4.32%	69.66%	30.16%	20.93%
资本公积	1712.43	1726.27	1726.27	1726.27	1726.27	归属于母公司净利	-27.17%	-7.07%	64.99%	31.16%	20.48%
未分配利润	2683.80	3161.01	4054.86	5227.23	6639.66	获利能力					
归属母公司股东	5700.23	6250.47	7243.63	8546.27	10115.64	毛利率(%)	34.62%	32.36%	33.50%	33.80%	33.85%
负债和所有者权	13065.95	17695.64	23475.65	28630.34	33843.45	净利率(%)	13.84%	11.19%	13.23%	13.89%	13.94%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.30%	4.96%	3.40%	4.33%	4.66%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.36%	9.63%	13.71%	15.24%	15.51%
经营活动现金流	(303.50)	367.76	(1691.10)	(854.61)	(454.78)	偿债能力					
净利润	643.10	600.08	1003.19	1315.79	1585.22	资产负债率(%)	56.22%	63.83%	67.70%	68.78%	68.77%
折旧摊销	13.95	25.90	0.30	81.65	97.75	流动比率	2.18	1.49	1.44	1.42	1.42
财务费用	0.00	0.00	(195.87)	(343.53)	(471.20)	速动比率	1.21	0.76	0.74	0.73	0.73
应收账款减少	191.06	1029.04	1214.72	1142.71	1158.54	营运能力					
预收帐款增加	2.21	294.21	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.37	0.35	0.36	0.36	0.36
投资活动现金流	(54.20)	(1636.63)	254.34	(161.51)	(203.37)	应收账款周转率	0.60	0.58	0.60	0.57	0.56
公允价值变动收	102.94	(0.37)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	1.43	1.50	1.64	1.56	1.53
长期股权投资减	0.30	41.93	(0.29)	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	0.30	(0.37)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.64	0.60	0.98	1.29	1.56
筹资活动现金流	171.60	706.72	2533.89	1954.24	1596.28	每股净现金流(最新	(0.18)	(0.56)	1.09	0.93	0.93
应付债券增加	990.91	3.35	(4.14)	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	5.65	6.20	7.18	8.47	10.03
长期借款增加	46.00	(102.00)	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	339.46	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	35.11	37.45	22.82	17.40	14.44
资本公积增加	(332.06)	13.84	0.00	0.00	0.00	P/B	3.98	3.63	3.13	2.65	2.24
现金净增加额	(186.11)	(562.15)	1097.13	938.13	938.13	EV/EBITDA	23.27	25.51	17.90	13.86	11.67

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014 年（暨 2013 年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名，最高涨幅第 1 名。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。