

## 东方园林(002310)/园林工程

## 全年业绩超预期, PPP 驱动持续高增长

**评级: 买入(首次)**

市场价格: 14.64

目标价格: 23

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

分析师: 杨涛

电话: 021-20315167

Email: yangtao@r.qizq.com.cn

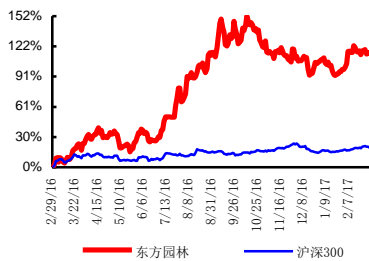
联系人: 焦俊

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 2,677  |
| 流通股本(百万股) | 1,416  |
| 市价(元)     | 14.64  |
| 市值(百万元)   | 39,197 |
| 流通市值(百万元) | 20,732 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2014A    | 2015A    | 2016E    | 2017E     | 2018E     |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 4,679.59 | 5,380.68 | 8,417.00 | 12,902.00 | 18,699.00 |
| 增长率 yoy%  | -5.91%   | 14.98%   | 56.43%   | 53.29%    | 44.93%    |
| 净利润       | 647.78   | 601.97   | 1,301.98 | 2,068.77  | 2,976.54  |
| 增长率 yoy%  | -27.17%  | -7.07%   | 116.29%  | 58.89%    | 43.88%    |
| 每股收益(元)   | 0.64     | 0.60     | 0.49     | 0.77      | 1.11      |
| 每股现金流量    | -0.30    | 0.36     | -0.17    | 1.02      | 0.69      |
| 净资产收益率    | 11.36%   | 9.63%    | 16.90%   | 21.17%    | 23.35%    |
| P/E       | 28.76    | 44.34    | 29.10    | 18.31     | 12.73     |
| PEG       | —        | —        | 0.25     | 0.31      | 0.29      |
| P/B       | 5.65     | 6.20     | 2.88     | 3.65      | 4.76      |

备注:

**投资要点**

事件: 1、公司发布业绩快报, 16 年营收 84.17 亿较上年同期增长 56.44%, 净利 13.01 亿元较上年同期增长 116.18%。2、公司中标“山东德州庆云县生态景观综合治理工程”总额 8.77 亿。

- 营收净利持续超预期, PPP 贡献显著。**2016 年营收 84.2 亿元, 同比增长 56%; 归母净利润 13.0 亿元, 同比增长 116%。公司 2016 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为 96%/17%/76%/74%, 归母净利润增速分别为 NA/54%/109%/131%, 营收进入快速增长通道, 盈利持续加速增长, PPP 项目贡献显著。ROE 从 15 年的 10% 已稳步提升至 17 年的 14.35% (考虑并购影响)。
- 在手订单极为饱满, 累计获得 PPP 订单 1089 亿元, 2017 年业绩有保障。**2016 年东方园林新接订单 391 亿元(同比增长 30%), 其中 PPP 订单 347.5 亿元, 占订单总额的 89%。订单结构向水生态明显倾斜, 2016 年水生态类订单占比达 74%。2015 年至今, 公司承接 PPP 订单量已达 1089 亿元(包含 300 亿框架协议, 公告中标订单 789 亿元), 2017 年全年是订单高速增长叠加业绩释放的大年, 盈利有望持续高速增长。
- 现金流逐步好转, 专业合规 PPP 模式可持续性较强。**由于 2015 年开始大规模进行 PPP 拿单需要投资项目公司股权, 投资性现金流大幅流出。伴随 PPP 订单在营收中占比逐步升高, 经营性现金流出现了大幅好转的趋势。2015 年经营性现金流已经转正, 公司 2016 年现金流水平有望实现明显整体好转, PPP 业务扩张将具有强持续性。
- PPP 落地速度略超预期, 预计 2017 年新增落地 2.5-3 万亿。**2016 年末全部入库项目 11260 个, 总投资额 13.5 万亿元, 其中已进入执行阶段项目总投资额 2.23 万亿元, 略超出之前预期, 12 月单月落地高达 4000 亿。落地率从 2016 年 1 月的 19.6% 提升至 12 月的 31.6%。预计 2017 年新增落地 2.5-3 万。
- 风险提示:** 存货及应收账款的风险, PPP 政策风险。
- 盈利预测、估值与投资建议:** 我们预测 16/17/18 年公司归母净利为 13.0/20.7/29.67 亿元, EPS0.49/0.77/1.11 元(最新股本摊薄), 15-18 年 CAGR 为 70.5%, 当前股价对应 PE 分别为 30/18/13 倍, 考虑到东方园林未来高成长的潜力, 我们给予目标价 23 元(对应 17 年 30 倍 PE), 买入评级。

**图表 1: 15 年以来 PPP 订单梳理**

| 公告日期              | 项目名称   | 金额 (亿) | 工期                      |
|-------------------|--|--------|-------------------------|
| 2015/2/2          | 《房山区域生态城市开发建设项目战略合作框架协议》                       | 200    | 5 年                     |
| 2015/3/18         | 长春市绿园区合心镇城镇化建设项目 PPP 模式                        | 70     | 一期 2 年                  |
| 2015/4/8          | 武汉市江夏区“清水入江”水环境综合治理系统化项目                       | 51.1   | 3-5 年                   |
| 2015/6/20         | 射洪县城南生态新城景观及基础设施建设 PPP 采购项目                    | 20     | 10 年                    |
| 2015/6/27         | 眉山市蟆颐堰一期生态综合治理工程项目投资建设项目                       | 7      | 730 天                   |
| 2015/8/7          | 萍乡市湘东区麻山生态新区 PPP 项目                            | 24     | 待定                      |
| 2015/8/12         | 湖北省（黄石）园林博览会园博园 PPP 项目                         | 6.2    | 待定                      |
| 2015 年 9 月<br>7 号 | 武汉市新洲区新城镇建设 PPP 项目                             | 50.67  | 3-5 年                   |
| 2015/9/15         | 辽中县城镇化基础设施建设 PPP 项目                            | 30     | 3 年                     |
| 2015/9/24         | 北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 政府采购项目                       | 21.75  | 待定                      |
| 2015/12/15        | 武义县壶山生态公园综合提升工程社会资本合作项目                        | 3      | 待定                      |
| 2015/12/30        | 齐河县生态综合治理 PPP 项目                               | 11.5   | 2+8 年                   |
| 2015/12/30        | 修武县运粮河改造及生态城市建设 PPP 项目                         | 6      | 2+8 年                   |
| 2016/1/6          | 黄陂区新城镇建设 PPP 项目                                | 37.4   | 5+8 年                   |
| 2016/1/6          | 湘潭市火车站北片区二级渠防洪排涝及碧泉湖景观改造 PPP 项目                | 4      | -                       |
| 2016/1/18         | 陕西斗门水库试验段堤岸环境提升工程 EPC 项目                       | 3.07   | 456 天                   |
| 2016/2/1          | 镇江市金港产业园东片区基础设施建设 PPP 项目                       | 14.56  | 3 年                     |
| 2016/2/18         | 阜阳市城南新区水系综合治理建设 PPP 项目                         | 4.83   | 360 天                   |
| 2016/4/18         | 《战略合作框架协议》                                     | 100    | 10 年                    |
| 2016/4/18         | 高平市炎帝文化苑建设工程 PPP 项目                            | 2.6    | 1+9 年                   |
| 2016/5/18         | 衡水市植物园项目（PPP 模式）                               | 6.5    | 2+10 年                  |
| 2016/5/20         | 夏邑县城市生态环境质量及天龙湖综合开发 PPP 项目                     | 41.3   |                         |
| 2016/5/26         | 南水北调中线工程叶县段生态廊道建设及灰河、沙河治理 PPP 项目               | 5.72   | 1+10 年（一期 1 年，<br>二期待定） |
| 2016/5/27         | 韩城市三湖及水系工程 PPP 项目                              | 46.87  | 2+11 年（一期 2 年，<br>其他待定） |
| 2016/6/24         | 中标通辽市科尔沁工业园区（南区）水资源综合利用及人工湿地生态一体化 PPP 项目       | 1.66   | 1+25 年                  |
| 2016/7/4          | 贵州省荔波县三荔水库、拉寨水库、水春河景区、板麦电站政府与社会资本合作（PPP）整体实施项目 | 26.42  | 5+15 年                  |
| 2016/7/20         | 临淄区马莲台生态环境综合治理整治工程 PPP 项目                      | 20     | 2+8 年                   |
| 2016/7/23         | 长春北湖湿地生态文化综合治理项目                               | 40     | 1+29 年                  |
| 2016/9/23         | 通州·北京城市副中心水环境治理（北运河生态带）PPP 建设项目                | 70     | 25 年                    |
| 2016/10/13        | 江苏淮安美丽金湖全域生态环境保护 PPP 项目                        | 10.28  | 2+8 年                   |

|            |                                   |       |        |
|------------|-----------------------------------|-------|--------|
| 2016/11/15 | 安徽颍泉泉水湾湿地公园工程政府与社会资本合作 (PPP) 模式项目 | 6.16  | 2+8 年  |
| 2016/12/21 | 平昌县金宝森林康养产业园建设项目 PPP 模式公开采购项目     | 7.5   | 2+8 年  |
| 2016/12/22 | 庆云县城乡基础设施建设 PPP 项目                | 1.7   | 1+15 年 |
| 2017/1/3   | 单县东舜河生态修复及综合整治 (A 段) PPP 项目       | 6.84  | 2+12 年 |
| 2017/1/5   | 襄阳市鱼梁洲环岛景观带 PPP 项目                | 8.92  | 3+13   |
| 2017/1/12  | 玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程项目               | 33.67 | 2+15   |
| 2017/2/10  | 独山县九十九滩水环境综合治理工程 PPP 项目           | 45.65 | 5+19   |
| 2017/2/15  | 济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理 PPP 项目          | 24.07 | 3+15   |
| 2017/2/22  | 霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目            | 10.5  | 3+15   |
| 2017/2/27  | 庆云县生态景观综合治理工程 PPP 项目              | 8.77  | 3+12   |

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 2：公司三表**
**损益表 (人民币亿元)**

|              | 2013   | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入        | 50     | 47    | 54    | 84    | 129   | 187   |
| 增长率          | 26.29% | -5.9% | 15.0% | 56.4% | 53.3% | 44.9% |
| 营业成本         | -31    | -31   | -36   | -57   | -88   | -127  |
| % 销售成本       | 61.6%  | 65.4% | 67.6% | 67.2% | 67.9% | 67.9% |
| 毛利           | 19     | 16    | 17    | 28    | 41    | 60    |
| % 销售毛利       | 38.4%  | 34.6% | 32.4% | 32.8% | 32.1% | 32.1% |
| 营业税金及附加      | -2     | -1    | -2    | -3    | -4    | -6    |
| % 销售税金       | 3.1%   | 3.0%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  |
| 营业费用         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 销售费用       | 0.0%   | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| 管理费用         | -4     | -4    | -6    | -9    | -14   | -21   |
| % 销售管理       | 8.3%   | 9.3%  | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 13     | 10    | 10    | 16    | 23    | 33    |
| % 销售 EBIT    | 27.0%  | 22.2% | 18.0% | 18.4% | 17.8% | 17.7% |
| 财务费用         | -2     | -2    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| % 销售财务       | 3.2%   | 4.8%  | 4.2%  | -0.4% | 0.0%  | -0.1% |
| 资产减值损失       | -2     | -2    | -1    | -1    | 1     | 0     |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0      | 1     | 0     | 0     | 1     | 2     |
| % 投资利润       | 0.0%   | 14.2% | —     | 2.0%  | 2.0%  | 4.3%  |
| 营业利润         | 10     | 7     | 7     | 15    | 24    | 35    |
| 营业利润率        | 20.6%  | 15.5% | 12.9% | 18.1% | 18.8% | 18.7% |
| 营业外收支        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 税前利润         | 10     | 7     | 7     | 15    | 24    | 35    |
| 所得税率         | 20.6%  | 15.5% | 13.2% | 18.3% | 18.9% | 18.8% |
| 所得税          | -1     | -1    | -1    | -2    | -4    | -5    |
| 所得税率         | 12.2%  | 11.3% | 15.6% | 15.6% | 15.6% | 15.6% |
| 净利润          | 9      | 6     | 6     | 13    | 21    | 30    |
| 少数股东损益       | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司的净利润   | 9      | 6     | 6     | 13    | 21    | 30    |
| 净利润率         | 17.9%  | 13.8% | 11.2% | 15.5% | 16.0% | 15.9% |

**现金流量表 (人民币亿元)**

|          | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 9    | 6    | 6    | 13    | 21    | 30    |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 2    | 2    | 1    | 2     | 0     | 1     |
| 非经营收益    | 1    | 1    | 3    | 0     | -1    | -2    |
| 营运资金变动   | -15  | -13  | -6   | -19   | 7     | -11   |
| 经营活动现金净流 | -3   | -3   | 4    | -5    | 27    | 18    |
| 资本开支     | 3    | 1    | 1    | 5     | 5     | 5     |
| 投资       | 0    | 0    | -13  | -4    | -9    | -11   |
| 其他       | 0    | 0    | -2   | 0     | 1     | 2     |
| 投资活动现金净流 | -3   | -1   | -16  | -8    | -13   | -14   |
| 股权募资     | 16   | 1    | 0    | 3     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 15   | 3    | 9    | -20   | 0     | 0     |
| 其他       | -5   | -2   | -2   | 0     | -2    | 0     |
| 筹资活动现金净流 | 26   | 2    | 7    | -17   | -2    | 0     |
| 现金净流量    | 21   | -2   | -6   | -30   | 12    | 4     |

**资产负债表 (人民币亿元)**

|          | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 35    | 32    | 27    | -3    | 9     | 13    |
| 应收款项     | 33    | 36    | 46    | 61    | 45    | 45    |
| 存货       | 47    | 55    | 70    | 91    | 118   | 153   |
| 其他流动资产   | 0     | 0     | 1     | 1     | 2     | 3     |
| 流动资产     | 115   | 124   | 144   | 150   | 174   | 214   |
| % 总资产    | 95.8% | 94.9% | 81.6% | 78.7% | 76.5% | 76.0% |
| 长期投资     | 0     | 0     | 2     | 6     | 15    | 26    |
| 固定资产     | 4     | 4     | 9     | 12    | 15    | 18    |
| % 总资产    | 3.0%  | 3.3%  | 4.8%  | 6.4%  | 6.7%  | 6.4%  |
| 无形资产     | 1     | 2     | 16    | 17    | 17    | 18    |
| 非流动资产    | 5     | 7     | 33    | 41    | 53    | 68    |
| % 总资产    | 4.2%  | 5.1%  | 18.4% | 21.3% | 23.5% | 24.0% |
| 资产总计     | 120   | 131   | 177   | 191   | 227   | 282   |
| 短期借款     | 20    | 13    | 26    | 6     | 6     | 6     |
| 应付款项     | 33    | 35    | 54    | 69    | 83    | 103   |
| 其他流动负债   | 10    | 9     | 17    | 21    | 24    | 29    |
| 流动负债     | 62    | 57    | 97    | 96    | 112   | 137   |
| 长期贷款     | 1     | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他长期负债   | 5     | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 负债       | 68    | 73    | 113   | 112   | 128   | 153   |
| 普通股股东权益  | 51    | 57    | 63    | 77    | 98    | 127   |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 负债股东权益合计 | 120   | 131   | 177   | 191   | 227   | 282   |

**比率分析**

|              | 2013    | 2014    | 2015   | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
|--------------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 每股指标         |         |         |        |         |        |        |
| 每股收益 (元)     | 1.329   | 0.642   | 0.597  | 0.486   | 0.773  | 1.112  |
| 每股净资产 (元)    | 7.658   | 5.651   | 6.196  | 2.877   | 3.650  | 4.761  |
| 每股经营现金净流 (元) | -0.393  | -0.301  | 0.365  | -0.172  | 1.024  | 0.693  |
| 每股股利 (元)     | 0.000   | 0.000   | 0.060  | 0.060   | 0.000  | 0.000  |
| 回报率          |         |         |        |         |        |        |
| 净资产收益率       | 17.35%  | 11.36%  | 9.63%  | 16.90%  | 21.17% | 23.35% |
| 总资产收益率       | 7.41%   | 4.96%   | 3.40%  | 6.83%   | 9.10%  | 10.56% |
| 投入资本收益率      | 27.76%  | 16.89%  | 10.60% | 13.39%  | 19.94% | 25.15% |
| 增长率          |         |         |        |         |        |        |
| 营业总收入增长率     | 26.29%  | -5.91%  | 14.98% | 56.43%  | 53.29% | 44.93% |
| EBIT 增长率     | 36.94%  | -22.79% | -6.48% | 59.80%  | 47.59% | 44.84% |
| 净利润增长率       | 29.25%  | -27.17% | -7.07% | 116.29% | 58.89% | 43.88% |
| 总资产增长率       | 77.84%  | 8.89%   | 35.39% | 7.70%   | 19.29% | 24.04% |
| 资产管理能力       |         |         |        |         |        |        |
| 应收账款周转天数     | 179.1   | 254.4   | 242.8  | 215.0   | 80.0   | 40.0   |
| 存货周转天数       | 491.7   | 609.7   | 630.6  | 589.0   | 490.0  | 440.0  |
| 应付账款周转天数     | 218.3   | 278.8   | 295.6  | 250.0   | 150.0  | 100.0  |
| 固定资产周转天数     | 3.3     | 3.4     | 30.4   | 53.1    | 55.1   | 51.4   |
| 偿债能力         |         |         |        |         |        |        |
| 净负债/股东权益     | -17.41% | -4.67%  | 23.11% | 31.38%  | 12.23% | 6.10%  |
| EBIT 利息保障倍数  | 8.4     | 4.6     | 4.3    | -46.6   | -674.1 | -175.5 |
| 资产负债率        | 57.05%  | 56.22%  | 63.82% | 58.81%  | 56.41% | 54.34% |

来源：中泰证券研究所



**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。