

## 东方园林(002310)/园林工程

## 二期员工持股计划彰显信心, PPP 订单趋势极佳

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 18.37 元

目标价格: 23.00 元

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

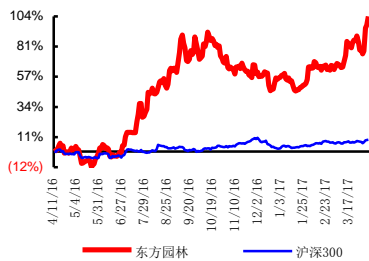
联系人: 焦俊

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.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)	18.37
市值(百万元)	49,183
流通市值(百万元)	26,014

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 一季度亏损大幅收窄, PPP 驱动持续高增长
- 2 东方园林: 全年业绩超预期, PPP 驱动持续高增长

**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	1,300.44	2,084.62	2,977.75
增长率 yoy%	-27.17%	-7.07%	116.03%	60.30%	42.84%
每股收益(元)	0.64	0.60	0.49	0.78	1.11
每股现金流量	-0.30	0.36	0.23	0.63	0.69
净资产收益率	11.36%	9.63%	16.89%	21.30%	23.33%
P/E	28.76	44.34	37.82	23.59	16.52
P/B	3.27	4.27	6.39	5.03	3.85

备注:

**投资要点**

事件: 公司公布《第二期员工持股计划》, 发行上限为 15 亿元。按照不超过 1.5:1 的杠杆比例设置优先级份额和次级份额(9 亿优先级、6 亿劣后级)。计划通过二级市场购买的方式取得并持有本公司股票(包括大宗交易及竞价交易的方式)。控股股东何巧女女士、唐凯先生为员工持股计划承担优先份额差额补足义务。

- **15 亿元员工持股计划推出, 深度绑定核心骨干成员利益, 业绩释放动力充足。** 本次员工持股计划参加对象为公司及下属子公司的在职员工, 总人数不超过 110 人(无董监高人员参与), 假若全额按计划发行则每位计划参与者初始持有市值约为 1363.6 万。相比第一次员工持股计划, 此次计划覆盖人员更多为公司业务骨干(第一期员工持股计划中 45% 为高管持股), 持有市值更大(第一期员工持股计划总额为 3 亿)。
- **一季度业绩亏损幅度大幅收窄, 主要得益于 PPP 业务快速增长。** 公司 17 年一季度预计亏损 2500-4000 万元, 去年同期亏损 6668.5 万元, 亏损幅度大幅收窄(考虑到去年一季度非经常性损益贡献净利 3310 万元, 去年一季度扣非归母净利为亏损 1 亿元, 假若今年一季度没有非经常性损益, 扣非后净利亏损收窄幅度将会更大)。一季度在执行 PPP 项目较去年明显增多, 预计营收有望同比明显增长。但是由于公司人员扩张导致管理费用及成本增长仍然一定程度拖累了一季度业绩, 导致一季度业绩仍然为亏损。随着二季度开工量的逐步增加, 二季度业绩将会显著增长。
- **一季度新接订单相比去年同期增长 192.44%, 在手订单充足, 未来业绩增长可期。** 17 年一季度公司新接订单 186.75 亿元(已公告订单, 不包括框架协议, PPP 类订单占比为 100%), 同比增长 192.44%(去年同期新签订单 63.86 亿元)。16 年至今公司累计新签订单 637.32 亿元(含框架协议), 在手订单充足。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。
- **现金流逐步动态好转, 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。
- **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 年公司归母净利润为 13.0/20.84/29.78 亿元, EPS0.49/0.78/1.11 元(最新股本摊薄), 15-18 年 CAGR 为 70.5%, 当前股价对应 PE 分别为 38/24/17 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: 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
% 销售收入	61.6%	65.4%	67.6%	67.3%	67.9%	67.9%
毛利	19	16	17	27	41	60
% 销售收入	38.4%	34.6%	32.4%	32.7%	32.1%	32.1%
营业税金及附加	-2	-1	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4	-4	-6	-9	-14	-21
% 销售收入	8.3%	9.3%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	13	10	10	15	23	33
% 销售收入	27.0%	22.2%	18.0%	18.4%	17.8%	17.7%
财务费用	-2	-2	-2	0	0	0
% 销售收入	3.2%	4.8%	4.2%	-0.4%	-0.2%	-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
% 税前利润	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%	18.0%	18.9%	18.7%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	10	7	7	15	25	35
利润率	20.6%	15.5%	13.2%	18.2%	19.1%	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
净利率	17.9%	13.8%	11.2%	15.5%	16.2%	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	-8	-4	-11
经营活动现金净流	-3	-3	4	6	17	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	-7	-13	-1
其他	-5	-2	-2	0	-2	0
筹资活动现金净流	26	2	7	-4	-14	-1
现金净流里	21	-2	-6	-6	-11	3

**资产负债表 (人民币亿元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	35	32	27	21	10	14
应收款项	33	36	46	61	45	45
存货	47	55	70	81	118	153
其他流动资产	0	0	1	1	2	3
流动资产	115	124	144	163	175	214
% 总资产	95.8%	94.9%	81.6%	80.1%	76.6%	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%	6.0%	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%	19.9%	23.4%	24.0%
资产总计	120	131	177	204	228	282
短期借款	20	13	26	19	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	109	113	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	125	129	153
普通股股东权益	51	57	63	77	98	128
少数股东权益	0	0	2	1	1	1
负债股东权益合计	120	131	177	204	228	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	0.779	1.112
每股净资产 (元)	7.658	5.651	6.196	2.876	3.655	4.767
每股经营现金净流 (元)	-0.393	-0.301	0.365	0.226	0.631	0.694
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%	16.89%	21.30%	23.33%
总资产收益率	7.41%	4.96%	3.40%	6.38%	9.14%	10.56%
投入资本收益率	27.76%	16.89%	10.60%	14.96%	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%	59.07%	48.27%	44.84%
净利润增长率	29.25%	-27.17%	-7.07%	116.03%	60.30%	42.84%
总资产增长率	77.84%	8.89%	35.39%	15.28%	11.88%	23.64%
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	520.0	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%	17.80%	12.07%	5.97%
EBIT利息保障倍数	8.4	4.6	4.3	-46.4	-83.6	-163.2
资产负债率	57.05%	56.22%	63.82%	61.53%	56.51%	54.31%

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。