

建筑装饰

2017年04月18日

东方园林 (002310)

——业绩符合预期，PPP项目加速推进

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

投资要点：

- **公司2016年收入增速59.2%，净利润增速115.2%，符合我们预期。**2016年公司实现营收85.6亿元，同比增长59.2%；实现归属于上市公司股东净利润12.96亿元，同比增长115.2%，其中四季度单季收入35.5亿，同比增长81.5%，单季净利润7.79亿，同比增长129.3%；近两年并表公司中，中能环保、上海立源分别实现净利润2.13亿元\4179万元，完成了2.07亿元\4169万元的业绩对赌，中山环保实现净利润8014万元，略低于8520万元的业绩对赌要求。
- **环保业务规模扩张，PPP模式快速推进带动公司净利率提升4.97个百分点。**环保业务规模扩大，PPP模式快速推进带动公司综合毛利率提升0.47个百分点至32.83%，剔除“营改增”影响，全年公司营业利润率同比提升了近5个百分点；公司收入快速增长带来费用控制的规模效应明显，期间费用率同比下降3.55个百分点，其中管理费用率降低2.91个百分点至8.13%，财务费用率较去年同期出现下降0.67个百分点至3.53%；公司应收账款总额增加13.34亿元，按信用风险特征计提坏账准备增加，致使资产减值损失/营业收入比重增加1.43个百分点至2.36%，综合影响下公司净利率提升4.97个百分点。
- **公司经营性现金流净额较去年同期多流入12亿元。**2016年公司经营活动产生的现金流量净额15.68亿，较上年同期多流入12亿，源于公司持续加大对应收款项催收力度，同时PPP项目回款情况良好；投资性现金流同比多流出10.07亿元，源于支付股权投资款以及PPP项目公司投资款增加，收现比82.2%，较去年同期提升1.8个百分点，付现比71.8%，较去年同期下降5.9个百分点。
- **PPP龙头，订单充足保证业绩高增长。**公司较早布局流域治理，PPP大幕拉开后凭借其行业龙头地位、丰富的技术人才储备以及融资优势迅速抢占市场成为PPP龙头公司，2016年公司中标PPP项目380亿，PPP项目订单占比超过90%，根据公告大单执行情况统计全年PPP项目贡献收入占比超过50%，全年投资成立SPV公司23家（15年成立SPV9家），支出PPP项目公司股权投资共计19.15亿元，较年初增加13.91亿元，PPP项目推进走在行业前列，目前公司在手订单超过800亿元，是16年收入的10倍，保证业绩继续高增长。
- **员工持股增强员工凝聚力，激发企业活力。**作为生态环保的龙头，公司在技术和人才储备上拥有较强优势，为了更强的激发员工积极性，公司拟推出总人数不超过110人的第二期员工持股计划，通过二级市场购买（包括大宗交易以及竞价交易等方式）取得并持有东方园林股票总额不超过15亿元，是第一期员工持股计划规模的5倍，员工持股范围和规模的增加将吸引和保留优秀业务骨干，增强员工凝聚力，进一步提高公司竞争力。**区域生态建设龙头公司，受益于京津冀一体化建设推进。**京津冀一体化规定了京津冀地区生态环保红线、环境质量底线和资源消耗上线，随着区域环保重视程度的提升，未来在环保方面的投入还会不断加强，作为区域内生态建设的龙头公司，公司在市场开拓、业务承接上长期受益。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级：**预计公司17年-19年净利润为19.50亿/27.30亿/35.49亿，增速分比为51%/40%/30%，对应PE25X/18X/14X，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,381	8,564	11,460	15,056	18,953
同比增长率 (%)	14.98	59.16	33.82	31.38	25.88
净利润 (百万元)	602	1,296	1,950	2,730	3,549
同比增长率 (%)	-7.07	115.23	50.51	40.00	30.00
每股收益 (元/股)	0.60	0.48	0.73	1.02	1.33
毛利率 (%)	32.4	32.8	32.4	33.0	33.2
ROE (%)	9.6	14.1	17.5	19.7	20.4
市盈率	31	38	25	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2017年04月17日

收盘价 (元)	18.45
一年内最高/最低 (元)	26.97/10.61
市净率	5.4
息率 (分红/股价)	-
流通A股市值 (百万元)	26195
上证指数/深证成指	3222.17 / 10450.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产 (元)	3.43
资产负债率%	60.68
总股本/流通A股 (百万)	2677/1420
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东方园林 (002310) 点评：大规模员工持股计划提升活力，充分受益京津冀协同发展》 2017/04/10

《晨会推荐版 161227》 2016/12/27

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyong@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizy@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818×7373
lizy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,680	5,381	8,564	11,460	15,056	18,953
营业收入同比增长率 (yoy)	-5.91%	14.98%	59.16%	-	-	-
减: 营业成本	3,060	3,639	5,752	7,751	10,089	12,657
毛利率 (%)	34.62%	32.36%	32.83%	32.40%	33.00%	33.20%
减: 营业税金及附加	139	164	51	80	105	133
主营业务利润	1,481	1,577	2,760	-	-	-
主营业务利润率 (%)	31.64%	29.31%	32.23%	-	-	-
减: 销售费用	5	12	22	34	30	34
减: 管理费用	438	594	697	848	1,039	1,232
减: 财务费用	223	226	303	373	444	509
经营性利润	815	745	1,740	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-31.19%	-8.61%	133.59%	-	-	-
经营性利润率 (%)	17.41%	13.84%	20.31%	-	-	-
减: 资产减值损失	192	50	202	81	80	80
加: 投资收益及其他	103	0	29	49	50	51
营业利润	725	694	1,567	2,342	3,319	4,358
加: 营业外净收入	0	17	71	9	4	7
利润总额	725	711	1,638	2,351	3,323	4,365
减: 所得税	82	111	256	367	522	688
净利润	643	600	1,381	1,984	2,801	3,677
少数股东损益	-5	-2	85	34	71	128
归属于母公司所有者的净利润	648	602	1,296	1,950	2,730	3,549
净利润同比增长率 (yoy)	-27.17%	-7.07%	115.23%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,009	1,009	2,677	2,677	2,677	2,677
每股收益 (元)	0.64	0.60	0.51	0.73	1.02	1.33
归属母公司所有者净利润率 (%)	13.84%	11.19%	15.13%	-	-	-
ROE	11.36%	9.63%	14.11%	17.50%	19.70%	20.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。