

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 18.49

目标价格: 24.00

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

联系人: 焦俊

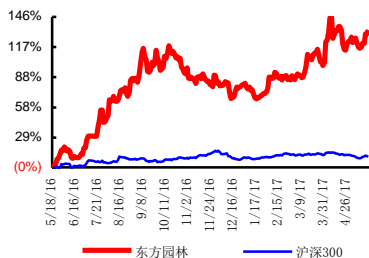
执业证书编号: S0740517050001

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)	1,420
市价(元)	18.49
市值(百万元)	49,504
流通市值(百万元)	26,251

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 东方园林: 一季度营收大幅增长, 盈利显著改善
- 2 东方园林: 经营性现金流大幅好转, PPP 订单饱满驱动高增长
- 3 二期员工持股计划彰显信心, PPP 订单趋势极佳

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,380.68	8,564.00	11,900.00	16,680.00	22,000.00
增长率 yoy%	14.98%	59.16%	38.95%	40.17%	31.89%
净利润	601.97	1,295.61	2,146.76	3,165.33	4,174.66
增长率 yoy%	-7.07%	115.23%	65.70%	47.45%	31.89%
每股收益(元)	0.60	0.48	0.80	1.18	1.56
每股现金流量	0.36	0.59	-0.19	1.4	1.51
净资产收益率	9.63%	14.10%	19.08%	21.96%	22.45%
P/E	44.34	29.24	23.06	15.64	11.86
P/B	4.27	4.12	4.40	3.43	2.66

备注:

**投资要点**
**事件: 5月18日, 公司董事会审议通过《关于开展全域旅游业务的议案》。**

- 此次议案标志着公司的重大战略拓展, 战略聚焦“生态工程+全域旅游”。目前旅游景点的投资建设运营归属于“东方园林产业集团公司”, 实际控制人决定将现有的全域旅游项目转让给上市公司(经和地方政府及其他联合体协商后)。“产业集团”目前已中标两单全域旅游项目分别是“凤凰全域旅游项目”以及“腾冲全域旅游项目”, 两个项目投资总额合计为 38.8 亿。我们认为此次战略调整对公司未来经营产生了两点积极的影响: 第一, 开拓了订单空间, “全域旅游”类订单单体订单大, 未来有望成为订单结构中重要组成部分。第二, 公司营收结构有望从单纯的工程收入向“工程+运营”结构转变, 未来有望转型成为“生态旅游工程综合服务商”。从中长期来看, 公司业务结构转变将会大幅提升未来盈利的可持续性。
- 政策力推“全域旅游”, 未来市场空间有望达万亿级。早在 2015 年 9 月国家旅游局就提出了“全域旅游”概念, 目的在于推动旅游行业由“景区旅游”向“全域旅游”升级。目前已经公布了两批国家全域旅游示范区创建名单, 共计 500 个。目前暂时没有任何一个已经被认定为国家全域旅游示范区, 都处在创建单位阶段。根据旅游局发布的文件: 凡列入国家全域旅游示范区名录, 将优先纳入中央和地方预算内投资支持对象。我们预计 17 年将会是“全域旅游”落地建设大年, 按照单一“全域旅游”项目投资 20 亿左右, 已有 500 个创建单位, 未来市场空间可达万亿级。
- 17 年年初至今新接订单相比去年同期增长 253%, 在手订单充足, 未来业绩增长可期。17 年年初至今公司新接订单 257.3 亿元(已公告订单, 包括产业集团即将转移订单, 不包括框架协议), PPP 类订单占比为 100%, 同比增长 253%(去年同期新签订单 72.96 亿元)。16 年至今公司累计新签订单 707.87 亿元(含框架协议), 在手订单充足。
- 经营性现金流大幅好转, PPP 现金流基本打平具有较强可持续性。公司 2016 年经营性现金流量净流入 15.68 亿元。投资性现金流净流出 26.44 亿元。与开展 PPP 业务相关的经营性现金流入与投资性现金流出相抵后净现金流为正, 表明公司 PPP 业务并未消耗资本金, 未来具有较强可持续性。
- 剥离“中能环保”相关对价款预计 7 月全部到位, 下半年业绩有望延续高增长。4 月 29 日, 公司出让“中能环保”, 对价 15.12 亿元。中能环保 17 年上半年预计将减少利润贡献约 0.7 亿左右。伴随股权对价款的收讫, 公司具有更多资金专注“生态工程”, 下半年业绩将会延续高增长。
- 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。
- 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 17/18/19 年公司归母净利润为 21.47/31.65/41.75 亿元, EPS0.80/1.18/1.56 元(最新股本摊薄), 16-19 年 CAGR 为 48%, 当前股价对应 PE 分别为 23/16/12 倍, 考虑到东方园林未来高成长的潜力, 我们给予目标价 24 元(对应 17 年 30 倍 PE), 买入评级。

**图表 1：“全域旅游”相关政策梳理**

时间	文件/会议	要点
2015 年 8 月	《关于开展“国家全域旅游示范区”创建工作的通知》	是全域旅游从理念向实践落实的重要推动，是地方践行全域旅游的重要指引。
2016 年 1 月	2016 年全国旅游工作会议	国家旅游局局长李金早提出，要推动我国旅游从“景点旅游”向“全域旅游”转变。
2016 年 2 月	公布首批创建“国家全域旅游示范区”名单	海南省和北京市昌平区等 262 个市县成为首批国家全域旅游示范区创建单位。 <b>提出凡列入国家全域旅游示范区名录，将优先纳入中央和地方预算内投资支持对象。</b>
2016 年 3 月	《全域旅游示范区创建验收标准》	根据国家旅游局创建示范区文件、国家旅游局局长李金早 2016 旅游工作会提出的要求，形成以下 8 个方面 1000 分的验收标准，四个基本标准为准入门槛，总分 750 通过验收。
2016 年 9 月	《国家全域旅游示范区认定标准（征求意见稿）》	该标准包括国家全域旅游示范区认定的基本要求和认定条件。基本要求包括体制机制、综合贡献、旅游规划、旅游厕所、安全文明等 5 个方面。
2016 年 9 月	《国家全域旅游示范区创建工作导则（征求意见稿）》	《导则》从“是什么”、“为什么”、“怎么干”、“什么样”四个方面对我国全域旅游工作提出了要求。
2016 年 11 月	公布第二批国家全域旅游示范区创建单位名单	238 个市县成为第二批国家全域旅游示范区创建单位。
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》	明确指出要在“2016 年底前，再新增 100 家全域旅游示范区创建单位”
2017 年 3 月	2017 政府工作报告	"大力发展全域旅游"写入 2017 政府工作报告

来源：国家旅游局、互联网、中泰证券研究所

图表 1: 公司三表

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	47	54	86	119	167	220	货币资金	32	27	28	10	24	50
增长率	-5.91%	15.0%	59.2%	39.0%	40.2%	31.9%	应收款项	36	46	56	77	46	37
销货成本	-30	-36	-56	-79	-112	-148	存货	55	70	88	114	152	180
% 收入	64.8%	66.5%	66.0%	66.5%	67.3%	67.4%	其他流动资产	0	1	1	2	2	2
毛利	16	18	29	40	55	72	流动资产合计	124	144	173	203	225	270
% 收入	35.2%	33.5%	34.0%	33.5%	32.7%	32.6%	% 总资产	94.9%	81.6%	72.1%	73.0%	71.8%	72.3%
销售及行政费用	-6	-8	-8	-11	-15	-20	长期投资	0	2	3	7	16	27
% 收入	12.4%	14.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	固定资产	4	9	9	9	9	9
EBITDA	11	10	21	29	40	52	无形资产	2	16	27	31	35	39
% 收入	22.7%	19.2%	25.1%	24.5%	23.7%	23.6%	非流动资产合计	7	33	67	75	88	104
折旧与摊销	0	-1	-1	-1	-1	-1	% 总资产	5.1%	18.4%	27.9%	27.0%	28.2%	27.7%
% 收入	0.5%	1.1%	1.2%	0.8%	0.6%	0.5%	资产总计	131	177	240	278	313	373
EBIT	10	10	20	28	38	51	短期借款	13	26	24	21	12	12
% 收入	22.2%	18.0%	23.8%	23.8%	23.1%	23.1%	应付款项	35	54	78	95	104	117
利息费用	-2	-2	-3	-1	0	0	其他流动负债	9	17	6	9	10	12
投资收益	1	0	0	0	1	2	流动负债	57	97	109	125	126	141
税前经营收益	9	7	18	28	39	53	长期贷款	2	1	9	9	9	9
% 收入	19.6%	13.8%	20.7%	23.6%	23.2%	23.9%	其他长期负债	15	15	28	28	28	28
其他非经营收益	-2	0	-1	-1	2	1	负债	73	113	146	161	162	177
税前利润	7	7	16	27	41	53	普通股股东权益	57	63	92	113	144	186
% 收入	15.5%	13.2%	19.1%	23.1%	24.3%	24.3%	少数股东权益	0	2	3	4	7	10
所得税	-1	-1	-3	-4	-6	-8	负债股东权益合计	131	177	240	278	313	373
所得税率	11.3%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%							
少数股东损益	0	0	1	2	3	3							
归属于普通股股东净利润	6	6	13	21	32	42							
净利率	13.8%	11.2%	15.1%	18.0%	19.0%	19.0%							
现金流量表 (人民币亿元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6	6	14	23	34	45	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	2	3	3	每股收益(元)	0.642	0.597	0.484	0.802	1.182	1.559
非现金支出	2	1	3	2	0	1	每股净资产(元)	5.651	6.196	3.431	4.203	5.385	6.944
非经营收益	1	3	3	0	-1	-2	每股经营现金净流(元)	-0.301	0.365	0.586	-0.193	1.399	1.507
营运资金变动	-13	-6	-4	-30	4	-4	每股股利(元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
经营活动现金净流	-3	4	16	-3	40	44	回报率						
资本开支	1	1	3	5	5	5	净资产收益率	11.36%	9.63%	14.10%	19.08%	21.96%	22.45%
投资	0	-13	-22	-4	-9	-11	总资产收益率	4.96%	3.40%	5.40%	7.73%	10.11%	11.19%
其他	0	-2	-1	0	1	2	投入资本收益率	16.89%	10.60%	13.90%	15.22%	20.43%	25.62%
投资活动现金净流	-1	-16	-26	-8	-13	-14	增长率						
股权募资	1	0	10	0	0	0	主营业务收入增长率	-5.91%	14.98%	59.16%	38.95%	40.17%	31.89%
债权募资	3	9	5	-4	-9	0	EBIT增长率	-22.79%	-6.48%	110.32%	38.40%	36.13%	31.87%
其他	-2	-2	-5	-1	-1	0	净利润增长率	-27.17%	-7.07%	115.23%	65.70%	47.45%	31.89%
筹资活动现金净流	2	7	11	-5	-10	0	总资产增长率	8.89%	35.39%	35.60%	15.81%	12.70%	19.16%
现金净流量	-2	-6	0	-16	17	29	资产管理能力						
							应收账款周转天数	254.4	242.8	189.9	215.0	80.0	40.0
							存货周转天数	609.7	630.6	502.0	520.0	490.0	440.0
							应付账款周转天数	278.8	295.6	265.7	250.0	150.0	100.0
							固定资产周转天数	3.4	30.4	37.0	26.6	18.2	13.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-4.67%	23.11%	34.26%	39.77%	15.55%	-1.22%
							EBIT利息保障倍数	4.8	4.6	7.1	32.0	64.2	126.8

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。