

东方园林(002310.SZ) 建筑施工行业

评级：买入 维持评级

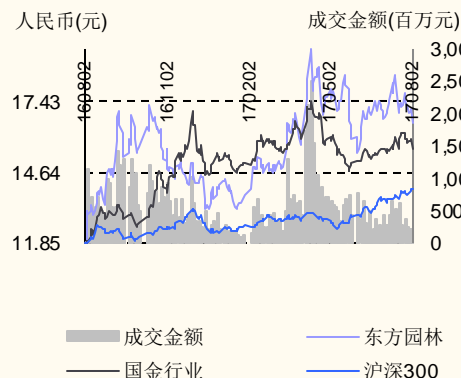
公司点评

市场价格(人民币): 16.59元
 目标价格(人民币): 23.00-23.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,494.38
总市值(百万元)	44,480.37
年内股价最高最低(元)	19.50/11.85
沪深300指数	3760.85
深证成指	10469.34



相关报告

1. 《员工持股完成卯足全力, PPP 龙头再度起航-东方园林公司深度研...》, 2017.7.11

石人望

联系人
shirenwang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

再计划第三期员工持股, 公司上下显长远信心

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.597	0.484	0.781	1.156	1.630
每股净资产(元)	6.20	3.43	4.27	5.39	7.00
每股经营性现金流(元)	0.33	0.58	-1.58	-1.69	-2.07
市盈率(倍)	44.34	29.24	21.24	14.35	10.18
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	-7.07%	115.23%	61.65%	48.04%	40.98%
净资产收益率(%)	9.63%	14.10%	18.34%	21.47%	23.34%
总股本(百万股)	1,008.71	2,677.36	2,681.16	2,681.16	2,681.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8月2日, 公司发布第三期员工持股计划(草案)。

经营分析

- **二期刚完三期又起, 员工总持股计划不超过总股本 10%:** 1) 公司今日发布第三期员工持股计划(草案), 本次募集资金上限为 9 亿元, 按照优先份额和次级份额不超过 1.5:1 的杠杆比例认购信托计划的次级份额, 以募资 9 亿元和 8 月 2 日收盘价 16.59 元计算, 能购买股票占公司总股本的 2.02%; 2) 本计划参加对象为在职员工, 总人数不超过 80 人, 锁定期为 12 个月; 3) 公司第一期和第二期员工持股计划已经于 2016 年 1 月 13 日和 2017 年 7 月 10 日完成购买, 筹资额为 3/14.8 亿元, 第三期购买完成后所有员工持股将不超过公司总股本 10%, 任一持有人不应超过公司总股本的 1%。
- **二期持股计划完成后动力十足, 三期值得期待:** 1) 自公司 7 月 10 日二期员工持股计划购买完成后不到一个月时间里, 公司公告新签 6 单 PPP 项目合计 49 亿(含联合中标), 经统计 2017 年至今一共新签订单 359 亿(含联合中标)(PPP 订单占比高达 100%), 对比 2016 年订单营收比达 4.2 倍; 2) 我们认为公司在二期员工持股刚刚完成之后又立即推出第三期员工持股计划, 一是显示了对自身长期发展的信心, 二也是在公司高速增长中继续完善激励机制, 我们看好公司的长期发展。
- **PPP 回调属于弱势市场的过度反应, 利空出尽静待价值回归:** 1) 昨日政府继续发声提出将严控 10%“红线”的硬性约束、守住严禁各类借 PPP 变相举债的“底线”、搭好全口径统计本地区 PPP 项目的“天线”、明确 PPP 的适用“界线”, 今日 SW 建筑板块跌幅 2.16%排名全市场第一, 建筑央企和 PPP 核心标的普遍回调; 2) 我们认为政府仍是在强调规范 PPP 的政策, 在存量资金博弈的情况下市场或反应过度, 当下 PPP 核心标的 17 年 PE 估值普遍不到 23 倍而今明两年的业绩增速均高于 30%, 从基本面和估值匹配来看已处于可积极布局的区间, 我们继续看好在未来 PPP 顶层设计继续规范+业绩/订单继续高增微观验证+估值切换到 2018 年的不断催化下, PPP 板块迎来估值修复行情。

投资建议

- 我们认为公司主营业务水治理/危废/园林景气度高, 且作为 PPP 先行者模式优势明显, 在手订单充足看好业绩继续爆发, 我们预计公司

2017/2018/2019 年 EPS 为 0.78/1.16/1.63 元，给予公司 6-12 个月 23 元目标价位，对应 17/18 年 PE 估值 30/22 倍。

风险提示

应收账款高坏账风险、PPP 落地不及预期风险、宏观经济政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,680	5,381	8,564	14,117	21,909	31,860	货币资金	3,203	2,655	2,789	2,000	2,500	2,500
增长率		15.0%	59.2%	64.8%	55.2%	45.4%	应收款项	3,617	4,635	5,591	10,443	17,335	23,568
主营业务成本	-3,060	-3,639	-5,752	-9,868	-15,403	-22,398	存货	5,535	7,040	8,783	14,869	23,210	36,818
%销售收入	65.4%	67.6%	67.2%	69.9%	70.3%	70.3%	其他流动资产	43	103	140	213	156	226
毛利	1,620	1,741	2,812	4,249	6,506	9,462	流动资产	12,397	14,433	17,303	27,525	43,201	63,112
%销售收入	34.6%	32.4%	32.8%	30.1%	29.7%	29.7%	%总资产	94.9%	81.6%	72.1%	93.8%	95.8%	97.3%
营业税金及附加	-139	-164	-51	-85	-131	-191	长期投资	3	188	333	345	344	344
%销售收入	3.0%	3.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	429	853	924	923	1,006	911
营业费用	-5	-12	-22	-35	-55	-80	%总资产	3.3%	4.8%	3.9%	3.1%	2.2%	1.4%
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	159	1,603	2,676	521	487	456
管理费用	-438	-594	-697	-1,271	-1,972	-2,867	非流动资产	668	3,263	6,703	1,825	1,871	1,746
%销售收入	9.3%	11.0%	8.1%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	5.1%	18.4%	27.9%	6.2%	4.2%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,038	971	2,042	2,859	4,348	6,324	资产总计	13,066	17,696	24,006	29,349	45,072	64,858
%销售收入	22.2%	18.0%	23.8%	20.3%	19.8%	19.9%	短期借款	1,274	2,572	2,433	1,298	6,976	13,402
财务费用	-223	-226	-303	-278	-599	-1,073	应付款项	3,462	5,403	7,835	12,035	18,769	27,293
%销售收入	4.8%	4.2%	3.5%	2.0%	2.7%	3.4%	其他流动负债	948	1,712	638	728	1,008	1,545
资产减值损失	-192	-50	-202	-89	-61	-51	流动负债	5,685	9,687	10,906	14,061	26,754	42,239
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	170	68	853	853	853	854
投资收益	103	0	29	10	10	10	其他长期负债	1,491	1,540	2,809	2,753	2,754	2,754
%税前利润	14.2%	n.a	1.8%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	7,346	11,295	14,568	17,667	30,361	45,847
营业利润	725	694	1,567	2,502	3,699	5,211	普通股股东权益	5,700	6,250	9,185	11,419	14,440	18,730
营业利润率	15.5%	12.9%	18.3%	17.7%	16.9%	16.4%	少数股东权益	20	150	253	263	272	281
营业外收支	0	17	71	3	3	3	负债股东权益合计	13,066	17,696	24,006	29,349	45,072	64,858
税前利润	725	711	1,638	2,505	3,702	5,214	比率分析						
利润率	15.5%	13.2%	19.1%	17.7%	16.9%	16.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-82	-111	-256	-401	-592	-834	每股指标						
所得税率	11.3%	15.6%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.642	0.597	0.484	0.781	1.156	1.630
净利润	643	600	1,381	2,104	3,109	4,380	每股净资产	5.651	6.196	3.431	4.265	5.393	6.996
少数股东损益	-5	-2	85	10	9	9	每股经营现金净流	-0.312	0.331	0.576	-1.578	-1.688	-2.071
归属于母公司的净利润	648	602	1,296	2,094	3,100	4,371	每股股利	0.070	0.060	0.030	0.030	0.030	0.030
净利率	13.8%	11.2%	15.1%	14.8%	14.2%	13.7%	回报率						
				339	440	540	净资产收益率	11.36%	9.63%	14.10%	18.34%	21.47%	23.34%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.96%	3.40%	5.40%	7.14%	6.88%	6.74%
净利润	643	600	1,381	2,104	3,109	4,380	投入资本收益率	10.64%	7.75%	11.10%	14.49%	14.45%	14.75%
少数股东损益	-5	-2	85	10	9	9	增长率						
非现金支出	206	76	279	195	167	156	主营业务收入增长率	-5.91%	14.98%	59.16%	64.84%	55.20%	45.42%
非经营收益	114	289	255	283	426	821	EBIT 增长率	-22.79%	-6.48%	110.32%	39.98%	52.11%	45.44%
营运资金变动	-1,278	-632	-374	-6,808	-8,223	-10,902	净利润增长率	-27.17%	-7.07%	115.23%	61.65%	48.04%	40.98%
经营活动现金净流	-315	333	1,541	-4,226	-4,520	-5,545	总资产增长率	8.89%	35.43%	35.66%	22.26%	53.57%	43.90%
资本开支	-83	-120	-344	4,694	-151	23	资产管理能力						
投资	29	-1,284	-2,249	-12	0	0	应收账款周转天数	254.4	242.8	189.9	230.0	250.0	230.0
其他	0	-232	-51	10	10	10	存货周转天数	609.7	630.6	502.0	550.0	550.0	600.0
投资活动现金净流	-54	-1,637	-2,644	4,692	-141	33	应付账款周转天数	278.8	295.6	265.7	265.0	265.0	265.0
股权募资	52	0	1,044	0	0	0	固定资产周转天数	3.4	57.8	37.6	22.0	13.6	8.9
债权募资	312	896	485	-1,138	5,679	6,427	偿债能力						
其他	-192	-189	-476	-117	-517	-916	净负债/股东权益	-4.67%	23.11%	34.26%	24.71%	54.82%	76.23%
筹资活动现金净流	172	707	1,053	-1,255	5,161	5,511	EBIT 利息保障倍数	4.6	4.3	6.7	10.3	7.3	5.9
现金净流量	-197	-597	-51	-789	500	0	资产负债率	56.22%	63.83%	60.68%	60.20%	67.36%	70.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	10	10	12
增持	2	4	4	4	7
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.43	1.40	1.40	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

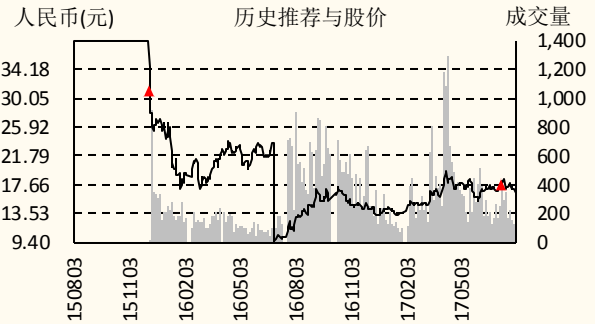
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-08	增持	38.30	28.00~40.00
2	2017-07-11	买入	17.79	23.00~23.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD