

**东方园林 (002310) / 园林工程**
**全域旅游业务拓展成果显著，业绩高增长趋势强劲**
**评级：买入(维持)**

市场价格：19.14

目标价格：24

分析师：夏天

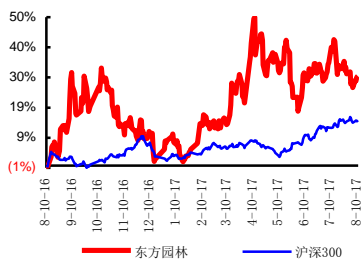
执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,681
流通股本(百万股)	1,520
市价(元)	19.14
市值(百万元)	51,317
流通市值(百万元)	29,095

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 中期业绩劲增 57%超预期，预计仍将逐季加速
- 2 三期员工持股彰显发展信心，订单增长保持强劲
- 3 二期员工持股购买完毕，基本面坚实向上

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5380.68	8564.00	12246.52	17169.6	22646.7
增长率 yoy%	14.98%	59.16%	43.00%	40.20%	31.90%
净利润	601.97	1295.61	2141.57	3168.90	4114.53
增长率 yoy%	-7.07%	115.23%	65.29%	47.97%	29.84%
每股收益(元)	0.22	0.48	0.80	1.18	1.54
每股现金流量	0.36	0.59	0.77	1.06	1.44
净资产收益率	9.63%	14.10%	19.30%	22.58%	23.09%
P/E	85.25	39.61	23.93	16.17	12.45
PEG	1.13	0.87	0.48	0.21	0.27
P/B	8.21	5.59	4.62	3.65	2.88

备注：

**投资要点**

- **事件：公司公告近日中标《广西大新县全域旅游一期 PPP 项目》，总投资额 93,395.61 万元，投资回报率：7.5%；年运维成本合理利润率：7.5%，项目建设工期 2 年；运营维护期 13 年。**
- **大力开拓全域旅游，危废业务全面推进，新业务拓展成果显著。**公司积极拓展全域旅游业务，截至目前已开展凤凰县全域旅游基础设施建设 PPP 项目、腾冲市全域旅游综合能力提升及生态修复 PPP 项目，总投资额约 38.8 亿元。近期公司连续中标五莲县全域旅游建设 PPP 项目、广西大新县全域旅游一期 PPP 项目，总投资约 24.5 亿元，全域旅游订单实现快速增长，与园林生态主业协同效应明显。上半年，公司公告收购了以危险废物焚烧处置为主的南通九洲和以危废废酸处理为主的杭州绿嘉等公司，增加了公司在环保危废领域经验和技术的，加大了环保危废领域战略布局。公司新业务拓展成果显著，有望为中长期发展增添新动力。
- **新签订单总额为 16 年营业总收入 5.5 倍，在手订单充足，未来业绩高增长可期。**17 年年初至今公司新接订单 471.9 亿元（已公告订单，不包括框架协议），PPP 类订单占比为 95.8%，为去年营业总收入（85.6 亿元）5.5 倍。16 年至今公司累计新签订单 922.4 亿元（含框架），订单收入覆盖倍数达 1.0.8 倍，未来业绩高增长基础坚实。
- **9 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。**近期，公司推出第三期员工持股计划，参加对象为公司及下属子公司的在职员工，总人数不超过 80 人（无董高监人员参与），我们预计此次员工持股计划主要针对新增全域旅游新团队及其他核心员工，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 1125 万，核心员工激励充分。公司在前次 15 亿元员工持股计划完成购买一个月内再推新持股计划，彰显未来发展强烈信心。
- **8 月份 PPP 成交旺盛，需求持续高增长，已成交项目进入实施阶段情况良好。**根据明树数据最新统计，1-8 月全国 PPP 累计成交金额同比增长 56.8%，其中 8 月单月同比增长 96.4%，PPP 订单落地继续保持高增速。从 2014 年 1 月份起至今，全国范围内公布中标 PPP 项目已达到 6.8 万亿元，其中已经设立项目公司并进入实施阶段项目个数达到 2685 个，占落地项目总个数 58.50%；已经进入正式实施阶段项目金额达到 4.4 万亿元，占落地项目总金额的 64.2%，中标项目进入实施阶段情况良好，有望持续转化为 PPP 企业收入与业绩。
- **投资建议：我们预测 17/18/19 年公司归母净利润为 21.42/31.69/41.15 亿元，EPS0.80/1.1/1.5 元，16-19 年 CAGR 为 50.2%，当前股价对应 PE 分别为 24/16/12 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。**
- **风险提示：存货及应收账款的风险，PPP 政策风险。**

图表 1: 公司 2016 年至今公告订单汇总

公告日期	项目名称	金额(亿)	是否 PPP	是否框架	是否入库
2016-1-6	黄浦区新城镇建设 PPP 项目	37.4	是		是
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	是		
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			
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	是		是
2016-2-18	阜阳市城南新区水系综合治理建设 PPP 项目	.83	是		是
2016-4-18	《战略合作框架协议》	100	是	是	
2016 4-18	高平市炎帝文化苑建设工程 PPP 项目	2.6	是		
2016-5-18	衡水市植物园项目 (PPP 模式)	6.5	是		
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	是		是
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	是		是
2016-5-26	韩城市三湖及水系工程 PPP 项目	46.87	是		是
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	1.6	是		是
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	是		
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	是		是
2016-7-23	长春北湖湿地生态文化综合治理项目	40	是		是
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	是		是
2016-10-13	江苏淮安美丽金湖全域生态环境保护 PPP 项目	10.28	是		是
2016-1 -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	是		是
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	是		是
2016-12-22	庆云县城乡基础设施建设 PPP 项目	1.7	是		是
2017-1-3	单县东舜河生态修复及综合整治 (A 段) PPP 项目	6.84	是		是
2017-1-5	襄阳市鱼梁洲环岛景观带 PPP 项目	8.92	是		是
2017-1-12	玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程项目	33.67	是		
2017-2-10	独山县九十九滩水环境综合治理工程 PPP 项目	45.65	是		是
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	是		是
2017-2-22	霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目	10.5	是		是
2017-2-28	庆云县生态景观综合治理工程项目	8.77	是		是
2017-3-10	随州高新技术产业园区漂水及府河流域水环境综合整治 PPP 项目	16.36	是		是
2017-3-14	钟山区江家寨城市棚户区综合整治 PPP 项目	14.88	是		是
2017-4-7	淄博高新区四宝山区域生态建设工程 PPP 项目	17.09	是		是
2017-4-10	乌鲁木齐高新区 (新市区) 二〇一七年园林绿化 (A 包) PPP 项目	2.54	是		是
2017-4-10	乌鲁木齐高新区 (新市区) 二〇一七年园林绿化 (D 包) PPP 项目	3.6	是		是
2017-4-14	联合体中标民权县生态城市建设及水系综合治理 PPP 项目	19.99	是		是
2017-4-22	昌宁县右甸河城镇核心段流域综合治理 PPP 项目	5.62	是		是
2017-5-18	凤阳县全域旅游基础设施建设 PPP 项目	20.6	是		是
2017-5-18	腾冲市全域旅游综合能力提升及生态修复政府和社会资本合作项目	18.2	是		
2017-6-2	栾川县 5A 县城景观提升工程 PPP 项目	6	是		
2017-6-14	保山中心城市清华海国家湿地公园及保山中心城市万亩东山生态恢复工程 PPP 项目	54	是		
2017-7-3	吉林市松花江南部新城段水生态综合治理 PPP 项目	5.31	是		

2017-7-17	南充市顺庆区文化旅游广播影视局西河生态乡村旅游开发 PPP 项目	4.59	是	是
2017-7-18	乌兰察布市机场连接线道路绿化工程 PPP 项目	3.98	是	是
2017-7-24	安徽居巢经济开发区南区（亚父园区）景观 PPP 工程	8.3	是	
2017-7-24	东宝区圣境山旅游综合开发 PPP 项目	8.56	是	
2017-7-26	衡水市冀州区冀新公园及冀午渠滨水公园建设工程 PPP 项目	2.1	是	
2017-7-31	联合中标巴彦淖尔市城市生态绿化及水系 PPP 项目	21.47	是	是
2017-8-11	联合中标“民和县湟水河生态综合治理 PPP 项目”	17.2	是	
2017-8-14	托克逊县水利基础设施建设 PPP 项目	4.46	是	是
2017-8-23	洪泽湖（溧河洼）生态廊道暨柳山稻米小镇 PPP 项目	22.26	是	是
2017-8-28	东阿县创森及生态环境综合治理工程社会资本方采购项目	19.79		
2017-8-30	国家级六安经济技术开发区文化生态旅游建设 PPP 项目的中标联合体	12.04	是	是
2017-9-6	五莲县全域旅游建设 PPP 项目	15.16	是	是
2017-9-8	广西大新县全域旅游一期 PPP 项目	9.34	是	是
	<b>合计</b>	<b>922.43</b>		

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,380.7	8,564.0	12,246.5	17,169.6	22,646.7	成长性					
减: 营业成本	3,639.4	5,752.5	8,232.1	11,551.7	15,397.5	营业收入增长率	15.0%	59.2%	43.0%	40.2%	31.9%
营业税费	164.3	51.1	75.9	106.5	160.8	营业利润增长率	-4.3%	125.7%	63.1%	49.7%	31.3%
销售费用	11.9	21.5	31.8	53.2	62.0	净利润增长率	-7.1%	115.2%	65.3%	48.0%	29.8%
管理费用	594.1	696.6	1,000.5	1,406.2	1,849.0	EBITDA增长率	-1.7%	105.7%	42.9%	39.8%	29.9%
财务费用	226.3	302.7	139.2	-24.9	-58.3	EBIT增长率	-3.0%	103.1%	44.2%	41.1%	30.6%
资产减值损失	50.2	202.1	255.2	274.3	243.9	NOPLAT增长率	-7.6%	102.9%	44.1%	40.7%	30.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	37.2%	19.2%	0.0%	0.1%
投资和汇兑收益	-0.4	29.1	43.9	24.2	32.4	净资产增长率	11.9%	47.5%	20.6%	26.5%	27.3%
营业利润	694.1	1,566.6	2,555.6	3,826.9	5,024.2	利润率					
加: 营业外净收支	16.7	71.0	29.2	39.0	46.4	毛利率	32.4%	32.8%	32.8%	32.7%	32.0%
利润总额	710.8	1,637.6	2,584.8	3,865.9	5,070.6	营业利润率	12.9%	18.3%	20.9%	22.3%	22.2%
减: 所得税	110.7	256.5	405.8	614.7	807.7	净利率	11.2%	15.1%	17.5%	18.5%	18.2%
净利润	602.0	1,295.6	2,141.6	3,168.9	4,114.5	EBITDA/营业收入	17.6%	22.7%	22.7%	22.6%	22.3%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	17.1%	21.8%	22.0%	22.1%	21.9%
货币资金	2,655.4	2,788.6	1,088.9	4,016.4	7,905.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	36	25	17	12
应收帐款	4,262.5	5,511.3	6,401.9	3,146.3	5,723.6	流动营业资本周转天数	315	224	205	168	129
应收票据	372.5	80.1	574.3	495.2	777.4	流动资产周转天数	898	667	584	532	527
预付帐款	69.1	45.8	118.8	131.8	184.6	应收帐款周转天数	262	205	175	100	71
存货	7,039.9	8,782.7	14,216.9	20,436.7	23,417.1	存货周转天数	421	333	338	363	349
其他流动资产	33.7	94.2	49.4	59.1	67.6	总资产周转天数	1,029	876	755	638	612
可供出售金融资产	143.1	134.9	92.7	123.5	117.0	投资资本周转天数	415	353	313	242	184
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.3	168.4	168.4	168.4	168.4	ROE	9.6%	14.1%	19.3%	22.6%	23.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	5.8%	8.0%	9.7%	9.8%
固定资产	851.8	883.3	821.1	758.9	696.8	ROIC	14.6%	22.3%	23.4%	27.7%	36.1%
在建工程	1.5	41.1	41.1	41.1	41.1	费用率					
无形资产	81.8	539.3	515.4	491.5	467.6	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	2,139.2	4,936.4	3,281.7	3,644.2	3,947.4	管理费用率	11.0%	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%
资产总额	17,695.6	24,005.9	27,370.3	33,513.1	43,514.3	财务费用率	4.2%	3.5%	1.1%	-0.1%	-0.3%
短期债务	2,005.7	1,236.4	-	-	-	三费/营业收入	15.5%	11.9%	9.6%	8.4%	8.2%
应付帐款	4,362.7	5,496.6	9,174.1	11,557.0	15,597.3	偿债能力					
应付票据	742.8	1,290.7	2,700.5	2,319.9	4,213.5	资产负债率	63.8%	60.7%	58.4%	57.0%	57.9%
其他流动负债	2,575.9	2,882.2	2,164.5	3,136.8	3,084.9	负债权益比	176.5%	154.4%	140.4%	132.7%	137.3%
长期借款	68.0	852.6	-	-	-	流动比率	1.49	1.59	1.60	1.66	1.66
其他非流动负债	1,540.1	2,809.2	1,946.7	2,098.7	2,284.9	速动比率	0.76	0.78	0.59	0.46	0.64
负债总额	11,295.1	14,567.8	15,985.7	19,112.3	25,180.6	利息保障倍数	4.07	6.18	19.36	-152.42	-85.25
少数股东权益	150.1	252.6	288.1	369.0	514.0	分红指标					
股本	1,008.7	2,677.4	2,677.4	2,677.4	2,677.4	DPS(元)	0.02	0.03	0.07	0.10	0.12
留存收益	5,241.8	6,508.1	8,419.2	11,354.4	15,142.3	分红比率	10.1%	6.2%	8.8%	8.3%	7.8%
股东权益	6,400.5	9,438.1	11,384.6	14,400.8	18,333.7	股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	600.1	1,381.1	2,141.6	3,168.9	4,114.5	EPS(元)	0.22	0.48	0.80	1.18	1.54
加: 折旧和摊销	60.3	104.0	86.1	86.1	86.1	BVPS(元)	2.33	3.43	4.14	5.24	6.66
资产减值准备	50.2	202.1	-	-	-	PE(X)	85.2	39.6	23.9	16.2	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	5.6	4.6	3.7	2.9
财务费用	264.8	315.1	139.2	-24.9	-58.3	P/FCF	1,037.2	92.7	-16.0	14.7	11.7
投资收益	0.4	-29.1	-43.9	-24.2	-32.4	P/S	9.5	6.0	4.2	3.0	2.3
少数股东损益	-1.9	85.5	37.4	82.3	148.3	EV/EBITDA	29.1	19.7	18.6	12.5	8.9
营运资金的变动	-391.9	-3,665.0	-294.7	-450.3	-395.3	CAGR(%)	75.6%	45.6%	50.2%	75.6%	45.6%
经营活动产生现金流	367.8	1,568.0	2,065.6	2,837.8	3,862.9	PEG	1.1	0.9	0.5	0.2	0.3
投资活动产生现金流	-1,636.6	-2,644.3	89.1	-8.2	38.9	ROIC/WACC	1.4	2.1	2.2	2.6	3.4
融资活动产生现金流	706.7	1,052.5	-3,854.4	98.0	-12.4	REP	2.8	1.9	2.0	1.6	1.1

来源: Wind, 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。