

2017年08月15日

# 东方园林 (002310.SZ)

## 动态分析

### 订单加速落地助推业绩高速增长，综合治理实力增强可期

#### 投资要点

- ◆ **订单加速积累，业绩高速增长**：2017年上半年公司出售申能环保60%股权，若扣除申能环保业绩贡献，公司上半年扣非后的归母净利润约5.15亿元，较上年同期的1.97亿元同比增长约161.42%。公司业绩高速增长主要来源于项目订单的快速积累：报告期内公司合计中标项目金额302.94亿元，同比增长24.52%，其中PPP订单投资总额286.11亿元。
- ◆ **盈利能力保持稳定，投资力度不减**：2017年上半年公司整体毛利率31.94%，长期看略有下滑，符合行业竞争加剧背景下的发展趋势；净利率略降至10.32%主要由于上半年投资损失金额较大所致。经营性现金流回款状况良好，投资性现金净流出凸显投资力度：2017年上半年公司实现经营性现金净流量2.23亿元，较上年同期有所下降，主要由于项目拓展力度加大，公司支付保证金以及各项费用额度增加，但整体回款状况良好；投资性现金净流出7.72亿元，公司投资性现金净流出规模从2015年下半年开始大幅增长，投资力度显著加大，为公司打下了业绩增长基础。
- ◆ **水环境治理核心地位渐显，综合实力增强**：8月公司再添两项目中标，截至目前，公司2017年已中标PPP项目金额合计376.01亿元，已接近2016年全年394.4亿元的中标量。从建设内容看，公司核心业务已由市政园林转型为水系治理。分业务看，2017年上半年公司四大收入来源分别为园林工程施工、水系治理、固废处置和生态修复工程收入，营收占比依次为34.73%、21.34%、19.67%和18.49%。
  - ①公司业务转型颇具成效：自2016年下半年以来，水系治理、生态修复工程业务开始占据重要地位；
  - ②剥离申能环保无碍公司危废领域布局及固处置业务拓展：2017年上半年公司收购以危废焚烧处置为主的南通九洲环保科技有限公司和以危废废酸处理为主的杭州绿嘉净水剂科技有限公司等，报告期内共实现固废处置收入9.8亿元，同比增长137.45%；
  - ③延伸产业布局，开展全域旅游业务：接手原由东方园林产业集团有限公司承接的全域旅游项目（凤凰项目、腾冲项目），中标东宝区圣境山旅游综合开发PPP项目，未来将为公司贡献业绩。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.78、1.11和1.47元，给予增持-A建议，6个月目标价为20.28元，相当于2017年26倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：PPP项目落地不及预期、竞争加剧

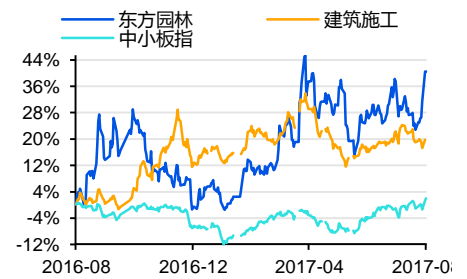
建筑 | 建筑施工 III

投资评级	增持-A(上调)
6个月目标价	20.28元
股价(2017-08-15)	18.80元

#### 交易数据

总市值(百万元)	50,405.72
流通市值(百万元)	28,578.56
总股本(百万股)	2,681.16
流通股本(百万股)	1,520.14
12个月价格区间	12.76/19.99元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	-3.48	40.37
绝对收益	2.08	7.86	44.76

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20377088

#### 报告联系人

宋怡萱  
 songyixuan@huajinsec.cn  
 021-20377051

#### 相关报告

东方园林：PPP项目持续发力，环保业务拓展顺利 2016-10-24

东方园林：PPP先发优势凸显，业绩超预期增长 2016-08-13

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,380.7	8,564.0	13,937.4	20,296.9	26,963.4
同比增长(%)	15.0%	59.2%	62.7%	45.6%	32.8%
营业利润(百万元)	694.1	1,566.6	2,468.2	3,568.7	4,788.0
同比增长(%)	-4.3%	125.7%	57.6%	44.6%	34.2%
净利润(百万元)	602.0	1,295.6	2,081.7	2,972.2	3,945.7
同比增长(%)	-7.1%	115.2%	60.7%	42.8%	32.8%
每股收益(元)	0.22	0.48	0.78	1.11	1.47
PE	83.7	38.9	24.2	16.9	12.8
PB	8.1	5.5	4.6	3.6	2.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、订单加速积累，业绩高速增长.....	4
二、水环境治理核心地位渐显.....	5
三、投资建议.....	6
四、风险提示.....	6

## 图表目录

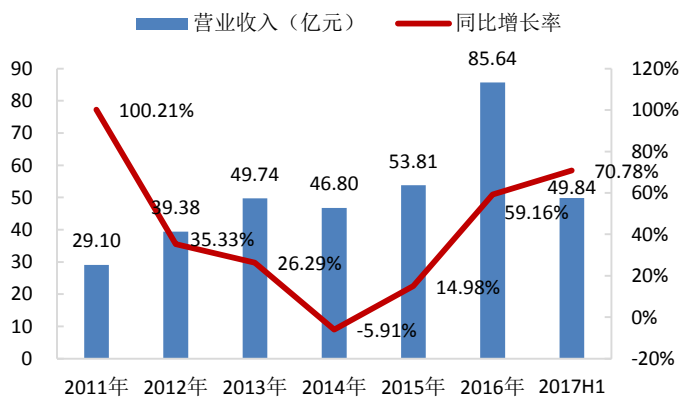
图 1：公司营业收入增长情况.....	4
图 2：公司归母净利润增长情况.....	4
图 3：公司盈利能力变动情况.....	4
图 4：公司历年经营性现金净流量（万元）.....	5
图 5：公司历年投资性现金净流量（万元）.....	5
图 6：公司营业收入构成情况.....	6
表 1：公司 2017 年 PPP 项目中标情况.....	5

## 一、订单加速积累，业绩高速增长

**扣除申能环保业绩贡献，2017年上半年公司业绩同比增长约161.42%：**报告期内公司实现归母净利润4.68亿元，扣非后的归母净利润5.86亿元，非经常性损益-1.18亿元主要是剥离控股子公司申能环保所致。公司于2015年11月以现金14.64亿元收购申能环保60%股权，报告期内以2016年12月31日的资产评估值15.115亿元（扣除2016年度红利0.475亿元）出售申能环保60%股权，两次交易对价价差0.95亿元，2015-2016年申能环保并表业绩合计约1.45亿元，2017年上半年申能环保并表业绩0.71亿元，因此本次出售股权约产生1.21亿元的投资损失。在扣非后归母净利润基础上扣除申能环保并表影响，可得公司上半年业绩同比增长约161.42%（2017年上半年扣非后归母净利润5.86亿元包含申能环保业绩贡献0.71亿元，2016年上半年扣非后归母净利润2.55亿元包含申能环保业绩贡献0.58亿元）。

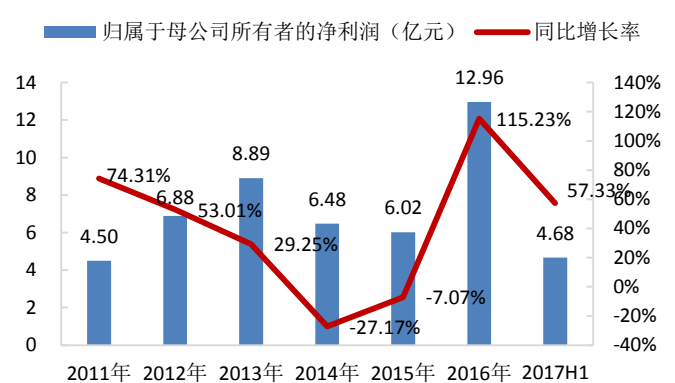
公司业绩高速增长主要来源于项目订单的快速积累：报告期内公司合计中标项目金额302.94亿元，同比增长24.52%，其中PPP订单投资总额286.11亿元。

图1：公司营业收入增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

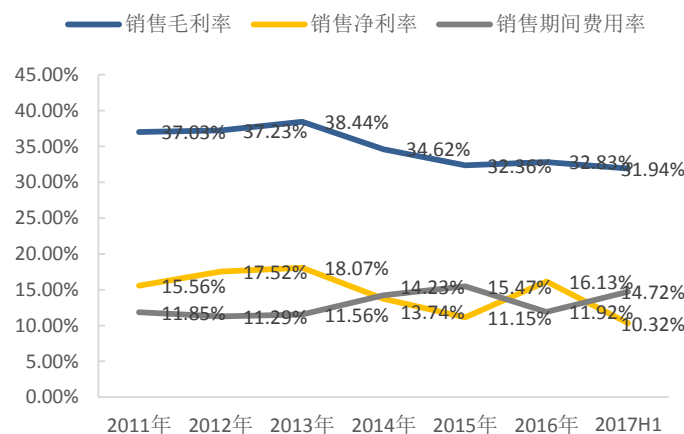
图2：公司归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

2017年上半年公司整体毛利率31.94%，长期看略有下滑，符合行业竞争加剧背景下的发展趋势；净利率略降至10.32%主要由于上半年投资损失金额较大所致。

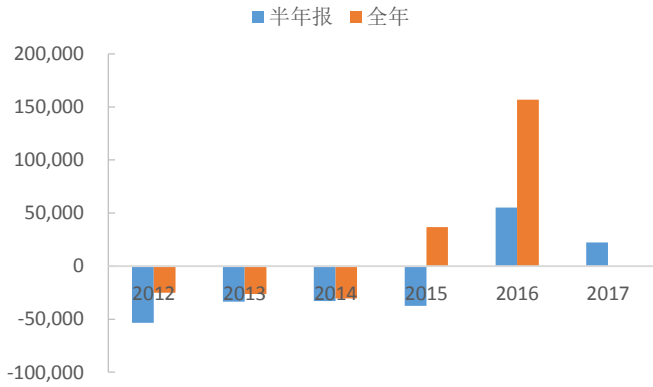
图3：公司盈利能力变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

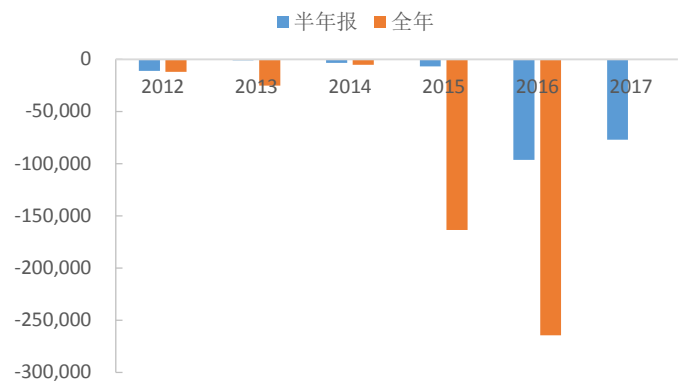
**经营性现金流回款状况良好，投资性现金净流出凸显投资力度：**2017 年上半年公司实现经营性现金净流量 2.23 亿元，较上年同期有所下降，主要由于项目拓展力度加大，公司支付保证金以及各项费用额度增加，但整体回款状况良好；投资性现金净流出 7.72 亿元，公司投资性现金净流出规模从 2015 年下半年开始大幅增长，投资力度显著加大，为公司打下了业绩增长基础。

图 4：公司历年经营性现金净流量（万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司历年投资性现金净流量（万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、水环境治理核心地位渐显

8 月公司再添两项目中标，截至目前，公司 2017 年已中标 PPP 项目金额合计 376.01 亿元，已接近 2016 年全年 394.4 亿元的中标量。从建设内容看，公司核心业务已由市政园林转型为水系治理。

表 1：公司 2017 年 PPP 项目中标情况

中标时间	项目名称	项目地点	投资金额（亿元）	投资回报率
2017.8.14	托克逊县水利基础设施建设 PPP 项目	新疆	4.46	6%
2017.8.11	民和县湟水河生态综合治理 PPP 项目	青海	17.2	5.95%
2017.7.31	巴彦淖尔市城市生态绿化及水系 PPP 项目	内蒙古	21.47	6.13%
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	河北	2.1	7.00%
2017.7.24	安徽居巢经济开发区南区（亚父园区）景观 PPP 工程	安徽	8.3	5.39%
2017.7.24	东宝区圣境山旅游综合开发 PPP 项目	湖北	8.56	7%
2017.7.18	乌兰察布市机场连接线道路绿化工程 PPP 项目	内蒙古	3.98	-
2017.7.17	南充市顺庆区文化旅游广播影视局西河生态村乡村旅游开发 PPP 项目	四川	4.59	7%
2017.7.4	吉林市松花江南部新城段水生态综合治理 PPP 项目	吉林	5.31	5.60%
2017.6.14	保山中心城市青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	云南	54	6.40%
2017.6.3	栾川县 5A 县城景观提升工程 PPP 项目	河南	6	7.50%
2017.5.31	淄博市临淄区水生态建设项目	山东	21.53	5.88%
2017.4.22	昌宁县右甸河城镇核心段流域综合治理 PPP 项目	云南	5.62	6.80%
2017.4.15	民权县生态城市建设及水系综合治理 PPP 项目	河南	19.99	6.20%
2017.4.11	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（A 包）PPP 项目	新疆	2.54	5.70%
2017.4.11	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（D 包）PPP 项目	新疆	3.6	5.70%
2017.4.7	淄博高新区四宝山区生态建设工程 PPP 项目	山东	17.09	5.98%
2017.3.14	钟山区汪家寨城市棚户区综合整治 PPP 项目	贵州	14.88	6.98%
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	湖北	16.36	6.20%

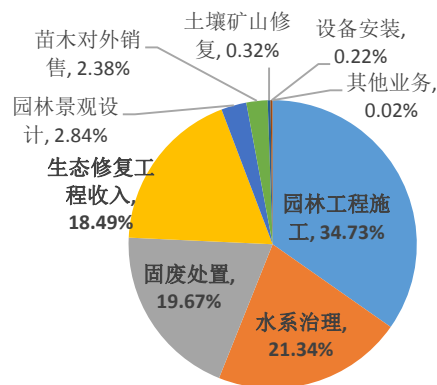
2017.2.22	霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目	安徽	10.5	-
2017.2.28	庆云县生态景观综合治理工程项目	山东	8.77	6%
2017.2.15	济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理 PPP 项目	山东	24.07	6.88%
2017.2.10	独山县九十九滩水环境综合治理工程 PPP 项目	贵州	45.65	7.50%
2017.1.12	玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程项目	云南	33.68	-
2017.1.5	襄阳市鱼梁洲环岛景观带 PPP 项目	湖北	8.92	7.90%
2017.1.3	单县东舜河生态修复及综合整治 ( A 段 ) PPP 项目	山东	6.84	6.50%
合计			376.01	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

分业务看，公司四大收入来源分别为园林工程施工、水系治理、固废处置和生态修复工程收入，营收占比依次为 34.73%、21.34%、19.67%和 18.49%，毛利率水平分别为 32.06% ( +5.52pct )、32.53% ( -1.26pct )、35.11% ( +2.28pct )、24.39% ( +2.92pct )。

①公司业务转型颇具成效：自 2016 年下半年以来，水系治理、生态修复工程业务开始占据重要地位；②剥离申能环保无碍公司危废领域布局及固处置业务拓展：2017 年上半年公司收购以危废焚烧处置为主的南通九洲环保科技有限公司和以危废废酸处理为主的杭州绿嘉净水剂科技有限公司等，报告期内共实现固废处置收入 9.8 亿元，同比增长 137.45%；③延伸产业布局，开展全域旅游业务：接手原由东方园林产业集团有限公司承接的全域旅游项目（凤凰项目、腾冲项目），中标东宝区圣境山旅游综合开发 PPP 项目，未来将为公司贡献业绩。

图 6：公司营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

### 三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.78、1.11 和 1.47 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 20.28 元，相当于 2017 年 26 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

PPP 项目落地不及预期、竞争加剧

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,380.7	8,564.0	13,937.4	20,296.9	26,963.4	年增长率					
减:营业成本	3,639.4	5,752.5	9,648.9	14,109.0	18,642.0	营业收入增长率	15.0%	59.2%	62.7%	45.6%	32.8%
营业税费	164.3	51.1	98.8	173.1	221.0	营业利润增长率	-4.3%	125.7%	57.6%	44.6%	34.2%
销售费用	11.9	21.5	47.8	156.6	122.8	净利润增长率	-7.1%	115.2%	60.7%	42.8%	32.8%
管理费用	594.1	696.6	1,283.4	1,920.3	2,678.6	EBITDA 增长率	-1.7%	105.7%	38.7%	45.0%	34.4%
财务费用	226.3	302.7	122.1	205.2	309.3	EBIT 增长率	-3.0%	103.1%	38.6%	45.7%	35.1%
资产减值损失	50.2	202.1	148.2	133.5	161.3	NOPLAT 增长率	-7.6%	102.9%	39.4%	45.2%	35.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.9%	37.2%	-4.3%	32.1%	19.6%
投资和汇兑收益	-0.4	29.1	-120.0	-30.4	-40.4	净资产增长率	11.9%	47.5%	20.1%	25.0%	26.7%
营业利润	694.1	1,566.6	2,468.2	3,568.7	4,788.0						
加:营业外净收支	16.7	71.0	29.2	39.0	46.4	<b>盈利能力</b>					
利润总额	710.8	1,637.6	2,497.4	3,607.6	4,834.4	毛利率	32.4%	32.8%	30.8%	30.5%	30.9%
减:所得税	110.7	256.5	379.3	558.3	746.5	营业利润率	12.9%	18.3%	17.7%	17.6%	17.8%
净利润	602.0	1,295.6	2,081.7	2,972.2	3,945.7	净利润率	11.2%	15.1%	14.9%	14.6%	14.6%
						EBITDA/营业收入	17.6%	22.7%	19.4%	19.3%	19.5%
						EBIT/营业收入	17.1%	21.8%	18.6%	18.6%	18.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	63.8%	60.7%	63.4%	60.9%	59.3%
货币资金	2,655.4	2,788.6	4,538.2	6,609.0	8,779.7	负债权益比	176.5%	154.4%	173.6%	155.8%	145.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.59	1.31	1.53	1.65
应收帐款	4,262.5	5,511.3	5,924.9	6,467.2	7,664.7	速动比率	0.76	0.78	0.66	0.79	0.89
应收票据	372.5	80.1	45.2	16.3	566.7	利息保障倍数	4.07	6.18	21.21	18.39	16.48
预付帐款	69.1	45.8	147.1	158.9	224.1	<b>营运能力</b>					
存货	7,039.9	8,782.7	10,396.5	12,460.5	14,622.0	固定资产周转天数	30	36	23	16	12
其他流动资产	33.7	94.2	49.4	59.1	67.6	流动营业资本周转天数	315	224	139	103	104
可供出售金融资产	143.1	134.9	92.7	123.5	117.0	流动资产周转天数	898	667	496	416	385
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	262	205	148	110	94
长期股权投资	45.3	168.4	368.4	568.4	668.4	存货周转天数	421	333	248	203	181
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,029	876	710	596	536
固定资产	851.8	883.3	895.3	901.4	892.5	投资资本周转天数	415	353	245	191	180
在建工程	1.5	41.1	41.3	41.3	41.3						
无形资产	81.8	539.3	897.7	1,429.5	1,743.6	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	2,139.2	4,936.4	7,601.7	7,388.6	8,703.0	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.8%	0.5%
资产总额	17,695.6	24,005.9	30,998.3	36,223.6	44,090.5	管理费用率	11.0%	8.1%	9.2%	9.5%	9.9%
短期债务	2,005.7	1,236.4	3,686.5	3,800.8	4,164.2	财务费用率	4.2%	3.5%	0.9%	1.0%	1.1%
应付帐款	4,362.7	5,496.6	7,930.2	9,282.7	10,863.7	三费/营业收入	15.5%	11.9%	10.4%	11.2%	11.5%
应付票据	742.8	1,290.7	1,243.2	708.1	872.9	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	2,575.9	2,882.2	3,299.1	3,087.5	3,498.9	ROE	9.6%	14.1%	18.9%	21.5%	22.6%
长期借款	68.0	852.6	1,561.6	3,082.7	4,468.3	ROA	3.4%	5.8%	6.8%	8.4%	9.3%
其他非流动负债	1,540.1	2,809.2	1,946.7	2,098.7	2,284.9	ROIC	14.6%	22.3%	22.6%	34.3%	35.1%
负债总额	11,295.1	14,567.8	19,667.3	22,060.5	26,152.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	150.1	252.6	288.9	366.1	508.3	DPS(元)	0.02	0.03	0.07	0.09	0.11
股本	1,008.7	2,677.4	2,677.4	2,677.4	2,677.4	分红比率	10.1%	6.2%	8.8%	8.3%	7.8%
留存收益	5,241.8	6,508.1	8,364.6	11,119.7	14,752.1	股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
股东权益	6,400.5	9,438.1	11,330.9	14,163.1	17,937.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.22	0.48	0.78	1.11	1.47
净利润	600.1	1,381.1	2,081.7	2,972.2	3,945.7	BVPS(元)	2.33	3.43	4.12	5.15	6.51
加:折旧和摊销	60.3	104.0	109.6	142.0	164.9	PE(X)	83.7	38.9	24.2	16.9	12.8
资产减值准备	50.2	202.1	-	-	-	PB(X)	8.1	5.5	4.6	3.6	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	1,018.8	91.1	11.8	26.1	14.2
财务费用	264.8	315.1	122.1	205.2	309.3	P/S	9.4	5.9	3.6	2.5	1.9
投资损失	0.4	-29.1	120.0	30.4	40.4	EV/EBITDA	20.9	26.1	18.0	12.5	9.0
少数股东损益	-1.9	85.5	36.3	77.2	142.2	CAGR(%)	71.9%	43.6%	48.8%	71.9%	43.6%
营运资金的变动	-391.9	-3,665.0	-1,083.2	-1,834.5	-3,113.4	PEG	1.2	0.9	0.5	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	367.8	1,568.0	1,386.6	1,592.5	1,489.1	ROIC/WACC	1.5	2.3	2.4	3.6	3.7
投资活动产生现金流量	-1,636.6	-2,644.3	-1,055.0	-1,042.8	-703.9						
融资活动产生现金流量	706.7	1,052.5	1,418.0	1,521.1	1,385.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn