

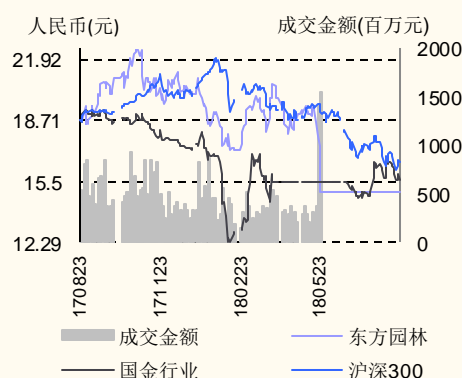
# 东方园林 (002310.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.03 元  
目标价格 (人民币): 23.00-23.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,623.25  
总市值(百万元) 40,161.19  
年内股价最高最低(元) 22.50/14.97  
沪深 300 指数 3307.96  
中小板综 8667.28



## 相关报告

- 1.《危废处置新贵崛起，布局江南鹏程万里——东方园林江苏危废处置...》，2018.8.22
- 2.《业绩持续高增，危废版图显现-【国金建筑黄俊伟|东方园林 201...》，2018.8.7
- 3.《开年业绩亮眼，超强回款能力护航良性发展-东方园林公司点评》，2018.4.27
- 4.《订单饱满+经营现金流良性发展的PPP龙头-东方园林公司点评》，2018.4.20
- 5.《净利润如期高增，现金流超预期爆发-东方园林公司点评》，2017.10.23

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

## 债转股协议助降杠杆，超短融发行促增信用

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.484	0.812	1.235	1.878	2.814
每股净资产(元)	3.43	4.22	5.47	7.28	10.03
每股经营性现金流(元)	0.58	1.08	1.09	1.06	1.57
市盈率(倍)	29.24	24.83	15.41	10.13	6.76
净利润增长率(%)	115.23%	68.10%	52.07%	52.12%	49.82%
净资产收益率(%)	14.10%	19.25%	22.57%	25.79%	28.05%
总股本(百万股)	2,677.36	2,681.16	2,682.78	2,682.78	2,682.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事项

- 公司 8 月 23 日与农银投资签署了市场化债转股战略合作协议。农银投资拟出资不超过 30 亿元持有公司全资子公司东方园林集团环保有限公司不超过 49% 的股权，具体依据最终资产评估以及双方谈判结果确定。
- 公司近日完成 2018 二期超短期融资券的发行，募资 12 亿元，利率 7.7%。

### 事项点评

- **债转股若完成资产负债率有望下降 4.9pcts。**在“去杠杆”的大背景下，债转股若完成将显著降低公司的资产负债率，提高潜在债务融资空间。按增资本额 30 亿元测算，公司负债率将从 70.2% (2018 中报) 下降 4.9pcts 至 65.3%，低于园林行业平均资产负债率 68%，保持稳健经营。
- **资金面偏紧大幅缓解，公司市场信用得到修复。**1) 因宏观环境紧信用紧信贷以及民营企业爆发违约潮，公司今年 5 月发债遇冷，市场过度悲观造成“民营企业一刀切”。资金面偏紧对公司业务发展有一定的抑制作用，公司其他非流动资产 2Q2018 增加 0.44 亿元，相较于一季度的 8.49 亿元回落明显，PPP 项目股权投资放缓；2) 本次 12 亿元的超短期融资券按计划成功发行，以及近期相继与兴业银行、广发银行等机构签订《银企合作协议》获得 40 亿元授信和融资支持，叠加公司回款能力增强 (2018H1 经营活动现金净流入 4.27 亿元，同比+91.41%)，公司资金面紧张得到大大缓解，在订单充裕的前提下 (公司 2018H1 中标 PPP 项目合计金额约 340 亿元，同比+18.65%，与去年营收比达 2.2 倍)，公司业绩有望进一步释放；3) 超短融资券的全额发行以及 40 亿元的信贷支持表明市场正在减少对公司信用违约的担忧，公司信用得到修复，后续融资有望逐渐降低成本。
- **危废业务版图初步显现。**本次农银投资债转股对象是公司全资子公司东方园林集团环保有限公司。环保公司是以南通九洲等十四家危废工厂为载体专业从事工业危废处置的企业。危废处置市场空间巨大，供需严重失衡，公司计划至 2021 年形成 1000 万吨辐射全国的处置产能。公司已累计取得危废环评 176 万吨，同时拥有 49 万吨的在建持证产能，危废业务版图初步显现。

### 投资建议

- 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 1.24/1.88 元，维持目标价 23 元，对应 2018/2019 年 PE19/12 倍。

### 风险提示

- 存货跌价损失、应收账款坏账、PPP 落地不及预期、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)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,381</b>	<b>8,564</b>	<b>15,226</b>	<b>22,839</b>	<b>33,117</b>	<b>48,019</b>
增长率		59.2%	77.8%	50.0%	45.0%	45.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,639</b>	<b>-5,752</b>	<b>-10,421</b>	<b>-15,759</b>	<b>-22,850</b>	<b>-33,229</b>
<b>%销售收入</b>	<b>67.6%</b>	<b>67.2%</b>	<b>68.4%</b>	<b>69.0%</b>	<b>69.0%</b>	<b>69.2%</b>
<b>毛利</b>	<b>1,741</b>	<b>2,812</b>	<b>4,805</b>	<b>7,080</b>	<b>10,266</b>	<b>14,790</b>
<b>%销售收入</b>	<b>32.4%</b>	<b>32.8%</b>	<b>31.6%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.0%</b>	<b>30.8%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-164</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-114</b>	<b>-166</b>	<b>-240</b>
<b>%销售收入</b>	<b>3.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-69</b>	<b>-99</b>	<b>-144</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-594</b>	<b>-697</b>	<b>-1,233</b>	<b>-1,850</b>	<b>-2,682</b>	<b>-3,890</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>971</b>	<b>2,042</b>	<b>3,456</b>	<b>5,047</b>	<b>7,319</b>	<b>10,516</b>
<b>%销售收入</b>	<b>18.0%</b>	<b>23.8%</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.1%</b>	<b>21.9%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-226</b>	<b>-303</b>	<b>-399</b>	<b>-539</b>	<b>-719</b>	<b>-887</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.8%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-50</b>	<b>-202</b>	<b>-392</b>	<b>-563</b>	<b>-621</b>	<b>-695</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>-125</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>%税前利润</b>	<b>n.a</b>	<b>1.8%</b>	<b>n.a</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>
<b>营业利润</b>	<b>694</b>	<b>1,567</b>	<b>2,617</b>	<b>3,955</b>	<b>5,988</b>	<b>8,945</b>
<b>营业利润率</b>	<b>12.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.6%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>17</b>	<b>71</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>711</b>	<b>1,638</b>	<b>2,615</b>	<b>3,960</b>	<b>5,993</b>	<b>8,950</b>
<b>利润率</b>	<b>13.2%</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.2%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-111</b>	<b>-256</b>	<b>-394</b>	<b>-598</b>	<b>-905</b>	<b>-1,351</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>3,362</b>	<b>5,088</b>	<b>7,599</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>602</b>	<b>1,296</b>	<b>2,178</b>	<b>3,312</b>	<b>5,038</b>	<b>7,549</b>
<b>净利率</b>	<b>11.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.7%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>3,362</b>	<b>5,088</b>	<b>7,599</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>非现金支出</b>	<b>76</b>	<b>279</b>	<b>491</b>	<b>653</b>	<b>722</b>	<b>808</b>
<b>非经营收益</b>	<b>289</b>	<b>255</b>	<b>464</b>	<b>288</b>	<b>496</b>	<b>659</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-632</b>	<b>-374</b>	<b>-267</b>	<b>-1,389</b>	<b>-3,462</b>	<b>-4,843</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>333</b>	<b>1,541</b>	<b>2,908</b>	<b>2,915</b>	<b>2,845</b>	<b>4,222</b>
<b>资本开支</b>	<b>-120</b>	<b>-344</b>	<b>-430</b>	<b>-3,711</b>	<b>-4,292</b>	<b>-4,593</b>
<b>投资</b>	<b>-1,284</b>	<b>-2,249</b>	<b>-4,083</b>	<b>-51</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-232</b>	<b>-51</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,637</b>	<b>-2,644</b>	<b>-4,511</b>	<b>-3,752</b>	<b>-4,332</b>	<b>-4,583</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,044</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>896</b>	<b>485</b>	<b>2,384</b>	<b>1,725</b>	<b>2,972</b>	<b>2,009</b>
<b>其他</b>	<b>-189</b>	<b>-476</b>	<b>-825</b>	<b>-290</b>	<b>-685</b>	<b>-849</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>707</b>	<b>1,053</b>	<b>1,609</b>	<b>1,434</b>	<b>2,287</b>	<b>1,160</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-597</b>	<b>-51</b>	<b>6</b>	<b>597</b>	<b>800</b>	<b>800</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>2,655</b>	<b>2,789</b>	<b>3,403</b>	<b>4,000</b>	<b>4,800</b>	<b>5,600</b>
<b>应收款项</b>	<b>4,635</b>	<b>5,591</b>	<b>7,945</b>	<b>9,506</b>	<b>12,872</b>	<b>17,797</b>
<b>存货</b>	<b>7,040</b>	<b>8,783</b>	<b>12,433</b>	<b>15,975</b>	<b>22,850</b>	<b>32,774</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>103</b>	<b>140</b>	<b>230</b>	<b>291</b>	<b>361</b>	<b>454</b>
<b>流动资产</b>	<b>14,433</b>	<b>17,303</b>	<b>24,011</b>	<b>29,772</b>	<b>40,883</b>	<b>56,624</b>
<b>%总资产</b>	<b>81.6%</b>	<b>72.1%</b>	<b>68.4%</b>	<b>66.8%</b>	<b>68.2%</b>	<b>70.7%</b>
<b>长期投资</b>	<b>188</b>	<b>333</b>	<b>634</b>	<b>984</b>	<b>1,034</b>	<b>1,334</b>
<b>固定资产</b>	<b>853</b>	<b>924</b>	<b>1,098</b>	<b>1,280</b>	<b>1,449</b>	<b>1,608</b>
<b>%总资产</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.0%</b>
<b>无形资产</b>	<b>1,603</b>	<b>2,676</b>	<b>2,282</b>	<b>2,336</b>	<b>2,362</b>	<b>2,388</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,263</b>	<b>6,703</b>	<b>11,104</b>	<b>14,779</b>	<b>19,025</b>	<b>23,510</b>
<b>%总资产</b>	<b>18.4%</b>	<b>27.9%</b>	<b>31.6%</b>	<b>33.2%</b>	<b>31.8%</b>	<b>29.3%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>44,551</b>	<b>59,908</b>	<b>80,134</b>
<b>短期借款</b>	<b>2,572</b>	<b>2,433</b>	<b>2,820</b>	<b>4,577</b>	<b>7,549</b>	<b>9,557</b>
<b>应付款项</b>	<b>5,403</b>	<b>7,835</b>	<b>14,351</b>	<b>19,212</b>	<b>25,914</b>	<b>35,737</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,712</b>	<b>638</b>	<b>4,122</b>	<b>3,599</b>	<b>4,368</b>	<b>5,337</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,687</b>	<b>10,906</b>	<b>21,293</b>	<b>27,388</b>	<b>37,831</b>	<b>50,631</b>
<b>长期贷款</b>	<b>68</b>	<b>853</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>201</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,540</b>	<b>2,809</b>	<b>2,251</b>	<b>2,186</b>	<b>2,186</b>	<b>2,186</b>
<b>负债</b>	<b>11,295</b>	<b>14,568</b>	<b>23,744</b>	<b>29,774</b>	<b>40,216</b>	<b>53,018</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,250</b>	<b>9,185</b>	<b>11,315</b>	<b>14,672</b>	<b>19,536</b>	<b>26,910</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>150</b>	<b>253</b>	<b>56</b>	<b>106</b>	<b>156</b>	<b>206</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>44,551</b>	<b>59,908</b>	<b>80,134</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.597	0.484	0.812	1.235	1.878	2.814
每股净资产	6.196	3.431	4.217	5.469	7.282	10.031
每股经营现金净流	0.331	0.576	1.084	1.086	1.060	1.574
每股股利	0.065	0.060	0.030	0.065	0.065	0.065
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.63%	14.10%	19.25%	22.57%	25.79%	28.05%
总资产收益率	3.40%	5.40%	6.20%	7.43%	8.41%	9.42%
投入资本收益率	7.75%	11.10%	17.67%	19.71%	20.97%	22.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.98%	59.16%	77.79%	50.00%	45.00%	45.00%
EBIT增长率	-6.48%	110.32%	69.20%	46.07%	45.00%	43.69%
净利润增长率	-7.07%	115.23%	68.10%	52.07%	52.12%	49.82%
总资产增长率	35.43%	35.66%	46.27%	26.88%	34.47%	33.76%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	242.8	189.9	151.0	150.0	145.0	140.0
存货周转天数	630.6	502.0	371.5	370.0	365.0	360.0
应付账款周转天数	295.6	265.7	236.8	230.0	190.0	160.0
固定资产周转天数	57.8	37.6	22.3	16.1	11.9	8.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	23.11%	34.26%	15.86%	20.05%	26.08%	23.40%
EBIT利息保障倍数	4.3	6.7	8.7	9.4	10.2	11.9
资产负债率	63.83%	60.68%	67.62%	66.83%	67.13%	66.16%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

**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	2017-07-11	买入	18.19	23.00~23.00
2	2017-08-03	买入	16.59	23.00~23.00
3	2017-08-11	买入	16.93	23.00~23.00
4	2017-10-23	买入	21.64	23.00~23.00
5	2018-04-20	买入	19.03	23.00~23.00
6	2018-04-27	买入	18.83	23.00~23.00
7	2018-08-07	买入	14.97	23.00~23.00
8	2018-08-22	买入	14.97	23.00~23.00

来源：国金证券研究所


**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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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 7GH