

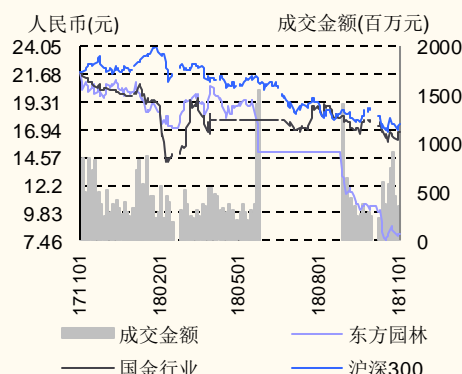
东方园林 (002310.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.08 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)	21,676.85
年内股价最高最低(元)	21.89/7.46
沪深 300 指数	3177.03
中小板综	7642.30



相关报告

- 1.《债转股协议助降杠杆，超短融发行促增信用-【国金建筑黄俊伟 公...】》，2018.8.24
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

紧资金面影响公司业绩，静待公司融资修复

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	0.812	0.893	1.078
每股净资产(元)	3.43	4.22	5.05	5.87	6.89
每股经营性现金流(元)	0.58	1.08	0.12	0.41	0.57
市盈率(倍)	29.24	24.83	9.95	9.05	7.50
净利润增长率(%)	115.23%	68.10%	0.00%	10.01%	20.67%
净资产收益率(%)	14.10%	19.25%	16.09%	15.20%	15.65%
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

业绩简评

- 公司 2018 前三季营收/归母净利 96.49/9.75 亿元，同比+11.74%/12.53%。

经营分析

- 受紧信用环境影响，营收/业绩均下滑。报告期内公司实现营收/归母净利/扣非净利为 96.49/9.75/9.63 亿元，同比+11.74%/+12.53%/-2.18%。2018Q1-Q3 营收增速分别为+106.6%/+4.5%/-12.7%；归母净利润增速分别为+127.8%/+30.2%/-22.1%，在经济下行、融资趋紧的宏观背景下，公司项目进展不及预期，营收/业绩下滑。公司预计 18 年归母净利增速为 0-30%。
- 毛利率同比+2.8pct，期间费用率大幅提升。报告期内公司毛利率/净利率为 32.7%/10.1%，较去年同期+2.8pct/-0.42pct。期间费用率为 19.38%（含研发费用），同比+5.93pct。主要是管理/财务费用率分别提升 3.94/2.06pct，其中财务费用同比增长 83%，研发费用增长 99%（主要是水环境治理等）。
- 资金面依旧较为紧张，资产质量有所下降。公司前三季度经营性现金流净流入 0.43 亿元（去年同期净流入 7.23 亿元），18Q1-Q3 经营活动现金流分别为 3.1/1.2/-3.8 亿元，呈现下降趋势；报告期内公司投资性现金流净流出较去年增加 12.2 亿元，而筹资净流入增加 30.8 亿元，收付现比为 73.0%/87.6%，同比+8.0pct/+32.5pct，现金流有所恶化。现金较年初下降 54%（减少 18.4 亿元），应收票据及应收账款增长 31.5%；短期借款/长期借款增长 49.0%/245.6%；资产负债率为 70.4%（上升 2.8pct），高于园林平均值 62.8%。整体而言，在宏观环境不利情况下，公司资产质量有所下降。
- 政策再次聚焦民企，规范 PPP 补充基建资金来源。1) 10 月 31 日的政治局会议强调“支持民营经济发展、研究解决民企遇到的困难”，国办下发指导意见提出“撬动社会资本特别是民资投入补短板重大项目”，再次聚焦民企发展问题。结合近期管理层密集发声支持民企，或将有更多政策落地利好民企；2) 民企是 PPP 的重要部分，据明树数据，民企 PPP 项目成交额 2.4 万亿，占总成交额 26%，若民企融资持续承压，PPP 资本金融资将举步维艰，政策支持民企融资某种程度上也是补充 2019 年基建资金来源。

投资建议

- 考虑公司利润低于预期，下调 2018/2019 年 EPS 至 0.81/0.89 元，当前股价对应 PE 为 10/9 倍。公司复牌至今跌幅为 46%，目前估值处在历史最低（TTM 估值为 9.5 倍，历史平均值 46 倍），当前节点维持“买入”评级。

风险提示：应收账款坏账、PPP 落地不及预期、危废投产及盈利不及预期、融资修复不及预期、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
主营业务收入	5,381	8,564	15,226	17,510	21,012	26,265
增长率		59.2%	77.8%	15.0%	20.0%	25.0%
主营业务成本	-3,639	-5,752	-10,421	-12,082	-14,498	-18,385
%销售收入	67.6%	67.2%	68.4%	69.0%	69.0%	70.0%
毛利	1,741	2,812	4,805	5,428	6,514	7,879
%销售收入	32.4%	32.8%	31.6%	31.0%	31.0%	30.0%
营业税金及附加	-164	-51	-75	-105	-105	-131
%销售收入	3.1%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-12	-22	-42	-53	-63	-79
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-594	-697	-1,233	-1,576	-1,786	-2,127
%销售收入	11.0%	8.1%	8.1%	9.0%	8.5%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	971	2,042	3,456	3,695	4,560	5,542
%销售收入	18.0%	23.8%	22.7%	21.1%	21.7%	21.1%
财务费用	-226	-303	-399	-833	-1,349	-1,762
%销售收入	4.2%	3.5%	2.6%	4.8%	6.4%	6.7%
资产减值损失	-50	-202	-392	-316	-402	-376
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	29	-125	20	20	20
%税前利润	n.a	1.8%	n.a	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	694	1,567	2,617	2,566	2,829	3,424
营业利润率	12.9%	18.3%	17.2%	14.7%	13.5%	13.0%
营业外收支	17	71	-2	5	5	5
税前利润	711	1,638	2,615	2,571	2,834	3,429
利润率	13.2%	19.1%	17.2%	14.7%	13.5%	13.1%
所得税	-111	-256	-394	-388	-428	-518
所得税率	15.6%	15.7%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	600	1,381	2,221	2,183	2,406	2,911
少数股东损益	-2	85	43	5	10	20
归属于母公司的净利润	602	1,296	2,178	2,178	2,396	2,891
净利率	11.2%	15.1%	14.3%	12.4%	11.4%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	600	1,381	2,221	2,183	2,406	2,911
少数股东损益	-2	85	43	5	10	20
非现金支出	76	279	491	437	567	556
非经营收益	289	255	464	547	1,059	1,454
营运资金变动	-632	-374	-267	-2,853	-2,936	-3,398
经营活动现金净流	333	1,541	2,908	313	1,096	1,524
资本开支	-120	-344	-430	-7,735	-4,642	-4,693
投资	-1,284	-2,249	-4,083	-51	-50	0
其他	-232	-51	1	20	20	20
投资活动现金净流	-1,637	-2,644	-4,511	-7,766	-4,672	-4,673
股权募资	0	1,044	50	0	0	0
债权募资	896	485	2,384	6,208	5,035	4,802
其他	-189	-476	-825	-559	-1,258	-1,654
筹资活动现金净流	707	1,053	1,609	5,650	3,776	3,148
现金净流量	-597	-51	6	-1,803	200	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,655	2,789	3,403	1,600	1,800	1,800
应收账款	4,635	5,591	7,945	12,027	12,272	14,064
存货	7,040	8,783	12,433	14,233	16,484	20,148
其他流动资产	103	140	230	543	346	405
流动资产	14,433	17,303	24,011	28,404	30,902	36,418
%总资产	81.6%	72.1%	68.4%	60.2%	57.0%	56.7%
长期投资	188	333	634	984	1,034	1,334
固定资产	853	924	1,098	2,157	2,279	2,487
%总资产	4.8%	3.9%	3.1%	4.6%	4.2%	3.9%
无形资产	1,603	2,676	2,282	5,451	5,811	5,821
非流动资产	3,263	6,703	11,104	18,772	23,304	27,821
%总资产	18.4%	27.9%	31.6%	39.8%	43.0%	43.3%
资产总计	17,696	24,006	35,114	47,176	54,206	64,239
短期借款	2,572	2,433	2,820	8,360	13,095	17,797
应付款项	5,403	7,835	14,351	16,540	17,243	20,120
其他流动负债	1,712	638	4,122	5,592	4,652	4,269
流动负债	9,687	10,906	21,293	30,492	34,990	42,186
长期贷款	68	853	200	900	1,200	1,300
其他长期负债	1,540	2,809	2,251	2,186	2,186	2,186
负债	11,295	14,568	23,744	33,578	38,376	45,672
普通股股东权益	6,250	9,185	11,315	13,538	15,760	18,476
少数股东权益	150	253	56	61	71	91
负债股东权益合计	17,696	24,006	35,114	47,176	54,206	64,239

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.597	0.484	0.812	0.812	0.893	1.078
每股净资产	6.196	3.431	4.217	5.046	5.874	6.887
每股经营现金净流	0.331	0.576	1.084	0.117	0.408	0.568
每股股利	0.065	0.060	0.030	0.065	0.065	0.065
回报率						
净资产收益率	9.63%	14.10%	19.25%	16.09%	15.20%	15.65%
总资产收益率	3.40%	5.40%	6.20%	4.62%	4.42%	4.50%
投入资本收益率	7.75%	11.10%	17.67%	12.52%	11.98%	11.81%
增长率						
主营业务收入增长率	14.98%	59.16%	77.79%	15.00%	20.00%	25.00%
EBIT增长率	-6.48%	110.32%	69.20%	6.92%	23.41%	21.54%
净利润增长率	-7.07%	115.23%	68.10%	0.00%	10.01%	20.67%
总资产增长率	35.43%	35.66%	46.27%	34.35%	14.90%	18.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	242.8	189.9	151.0	240.0	215.0	200.0
存货周转天数	630.6	502.0	371.5	430.0	415.0	400.0
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	34.1	29.7	24.5
偿债能力						
净负债/股东权益	23.11%	34.26%	15.86%	72.40%	92.74%	104.93%
EBIT利息保障倍数	4.3	6.7	8.7	4.4	3.4	3.1
资产负债率	63.83%	60.68%	67.62%	71.17%	70.80%	71.10%

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	2	2	2	11	19
增持	1	1	1	3	4
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	1
评分	1.33	1.33	1.75	1.44	1.42

来源：朝阳永续

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

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


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