

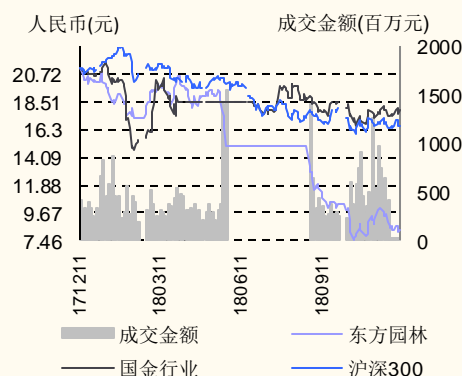
# 东方园林 (002310.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.30 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,537.69
总市值(百万元)	22,289.33
年内股价最高最低(元)	21.25/7.46
沪深 300 指数	3181.57
中小板综	7891.48



## 相关报告

- 1.《民营经济融资修复第一线，最暗时刻已过-东方园林事件点评》，2018.11.9
- 2.《紧资金面影响公司业绩，静待公司融资修复-【国金建筑黄俊伟】三...》，2018.11.2
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

## 融资修复快速推进，规范 PPP 料支撑基建反弹

### 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	11.16	10.14	8.41
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

### 事件简述

- 12月9日，东方园林发布公告，盈润汇民基金受让公司实际控制人何巧女士和唐凯先生 1.34 亿股公司股份（占公司总股本 5%）。

### 事件点评

- **国资入驻增强信心，融资修复快速推进。**1) 本次交易公司实际控制人何巧女士和唐凯先生共转让占公司总股本 5% 的股份，据我们测算转让价格约 7.47 元/股，总转让款约 10.14 亿元，股权转让款部分用于补充公司流动资金。2) 交易对手方盈润汇民是北京市朝阳区国有资本经营管理中心基金的主体，我们认为国有资本的入股一定程度上意味着公司融资最艰难的时刻已经过去。同时，国资入驻有望大幅修复公司市场信用，对后续拓宽融资渠道、降低融资成本有较大的影响。3) 公司进入 Q4 后筹资端各个方向利好频出，①信贷：10 月与华夏银行签订银企合作协议获 24 亿元意向性融资服务；②债券融资：11 月与中债信用增进公司等签订民营企业债券融资支持工具，成为北京市民营企业债券融资支持工具的首批三家签约民营企业之一，并发行 10 亿元超短融（融资利率 7.76%，融资期限 270 天）；③股权融资：农银投资债转股到账资金 10 亿元，后续有望再获 20 亿元。④公司拟非公开发行优先股募集资金 40 亿元，若发行成功有望大幅降低公司资产负债率；4) 公司 11/12 月到期的共计 20 亿元短期债券已经偿还，短期刚兑压力化解。同时，地方政府加快专项债发行、国常会要求开展专项行动解决拖欠民营企业账款问题、公司主动调整业务结构（增大 EPC 比例）等多重积极因素将有效保障公司化解中长期偿债风险。
  - **PPP 条例将助力行业提质增效，规范 PPP 料支撑基建反弹。**1) 11 月 22 日，财政部 PPP 中心主任在 PPP 融资论坛上表示：依法合规的 10% 支出红线以内的 PPP 支出责任并不属于隐性债务；2) 12 月 1 日，发改委投资司副司长在第四届中国 PPP 论坛上表示，规范有序已成为推进 PPP 模式的主基调，相关部门正在抓紧起草 PPP 条例为规范有序发展保驾护航。3) 11 月全库入库 2246 亿元，环比回升，落地率创历史新高（54.5%），退库维持低位，全库持续规范。4) PPP 于 2017-18 年进行“刮骨疗毒”。我们认为，规范 PPP 将成为基建资金的重要来源，在基建稳增长的大背景下，PPP 或将成为支撑基建反弹的重要力量。
- 投资建议：**预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.81/0.89 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**应收账款坏账风险、PPP 落地/危废投产/融资修复不及预期风险、宏观经济政策风险、解禁风险（约 644 万股股份于 11/12 月解禁）等。

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

**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>17,510</b>	<b>21,012</b>	<b>26,265</b>
增长率		59.2%	77.8%	15.0%	20.0%	25.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,639</b>	<b>-5,752</b>	<b>-10,421</b>	<b>-12,082</b>	<b>-14,498</b>	<b>-18,385</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>70.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>1,741</b>	<b>2,812</b>	<b>4,805</b>	<b>5,428</b>	<b>6,514</b>	<b>7,879</b>
%销售收入	32.4%	32.8%	31.6%	31.0%	31.0%	30.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-164</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-105</b>	<b>-105</b>	<b>-131</b>
%销售收入	3.1%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>	<b>-79</b>
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>管理费用</b>	<b>-594</b>	<b>-697</b>	<b>-1,233</b>	<b>-1,576</b>	<b>-1,786</b>	<b>-2,127</b>
%销售收入	11.0%	8.1%	8.1%	9.0%	8.5%	8.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>971</b>	<b>2,042</b>	<b>3,456</b>	<b>3,695</b>	<b>4,560</b>	<b>5,542</b>
%销售收入	18.0%	23.8%	22.7%	21.1%	21.7%	21.1%
<b>财务费用</b>	<b>-226</b>	<b>-303</b>	<b>-399</b>	<b>-833</b>	<b>-1,349</b>	<b>-1,762</b>
%销售收入	4.2%	3.5%	2.6%	4.8%	6.4%	6.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-50</b>	<b>-202</b>	<b>-392</b>	<b>-316</b>	<b>-402</b>	<b>-376</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>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
%税前利润	n.a	1.8%	n.a	0.8%	0.7%	0.6%
<b>营业利润</b>	<b>694</b>	<b>1,567</b>	<b>2,617</b>	<b>2,566</b>	<b>2,829</b>	<b>3,424</b>
营业利润率	12.9%	18.3%	17.2%	14.7%	13.5%	13.0%
<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>2,571</b>	<b>2,834</b>	<b>3,429</b>
利润率	13.2%	19.1%	17.2%	14.7%	13.5%	13.1%
<b>所得税</b>	<b>-111</b>	<b>-256</b>	<b>-394</b>	<b>-388</b>	<b>-428</b>	<b>-518</b>
所得税率	15.6%	15.7%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>2,183</b>	<b>2,406</b>	<b>2,911</b>
少数股东损益	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>20</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>2,178</b>	<b>2,396</b>	<b>2,891</b>
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
<b>净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,381</b>	<b>2,221</b>	<b>2,183</b>	<b>2,406</b>	<b>2,911</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>85</b>	<b>43</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>20</b>
<b>非现金支出</b>	<b>76</b>	<b>279</b>	<b>491</b>	<b>437</b>	<b>567</b>	<b>556</b>
<b>非经营收益</b>	<b>289</b>	<b>255</b>	<b>464</b>	<b>547</b>	<b>1,059</b>	<b>1,454</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-632</b>	<b>-374</b>	<b>-267</b>	<b>-2,853</b>	<b>-2,936</b>	<b>-3,398</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>333</b>	<b>1,541</b>	<b>2,908</b>	<b>313</b>	<b>1,096</b>	<b>1,524</b>
<b>资本开支</b>	<b>-120</b>	<b>-344</b>	<b>-430</b>	<b>-7,735</b>	<b>-4,642</b>	<b>-4,693</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>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,637</b>	<b>-2,644</b>	<b>-4,511</b>	<b>-7,766</b>	<b>-4,672</b>	<b>-4,673</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>6,208</b>	<b>5,035</b>	<b>4,802</b>
<b>其他</b>	<b>-189</b>	<b>-476</b>	<b>-825</b>	<b>-559</b>	<b>-1,258</b>	<b>-1,654</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>707</b>	<b>1,053</b>	<b>1,609</b>	<b>5,650</b>	<b>3,776</b>	<b>3,148</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-597</b>	<b>-51</b>	<b>6</b>	<b>-1,803</b>	<b>200</b>	<b>0</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>2,655</b>	<b>2,789</b>	<b>3,403</b>	<b>1,600</b>	<b>1,800</b>	<b>1,800</b>
<b>应收款项</b>	<b>4,635</b>	<b>5,591</b>	<b>7,945</b>	<b>12,027</b>	<b>12,272</b>	<b>14,064</b>
<b>存货</b>	<b>7,040</b>	<b>8,783</b>	<b>12,433</b>	<b>14,233</b>	<b>16,484</b>	<b>20,148</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>103</b>	<b>140</b>	<b>230</b>	<b>543</b>	<b>346</b>	<b>405</b>
<b>流动资产</b>	<b>14,433</b>	<b>17,303</b>	<b>24,011</b>	<b>28,404</b>	<b>30,902</b>	<b>36,418</b>
%总资产	81.6%	72.1%	68.4%	60.2%	57.0%	56.7%
<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>2,157</b>	<b>2,279</b>	<b>2,487</b>
%总资产	4.8%	3.9%	3.1%	4.6%	4.2%	3.9%
<b>无形资产</b>	<b>1,603</b>	<b>2,676</b>	<b>2,282</b>	<b>5,451</b>	<b>5,811</b>	<b>5,821</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,263</b>	<b>6,703</b>	<b>11,104</b>	<b>18,772</b>	<b>23,304</b>	<b>27,821</b>
%总资产	18.4%	27.9%	31.6%	39.8%	43.0%	43.3%
<b>资产总计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>47,176</b>	<b>54,206</b>	<b>64,239</b>
<b>短期借款</b>	<b>2,572</b>	<b>2,433</b>	<b>2,820</b>	<b>8,360</b>	<b>13,095</b>	<b>17,797</b>
<b>应付款项</b>	<b>5,403</b>	<b>7,835</b>	<b>14,351</b>	<b>16,540</b>	<b>17,243</b>	<b>20,120</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,712</b>	<b>638</b>	<b>4,122</b>	<b>5,592</b>	<b>4,652</b>	<b>4,269</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,687</b>	<b>10,906</b>	<b>21,293</b>	<b>30,492</b>	<b>34,990</b>	<b>42,186</b>
<b>长期贷款</b>	<b>68</b>	<b>853</b>	<b>200</b>	<b>900</b>	<b>1,200</b>	<b>1,300</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>33,578</b>	<b>38,376</b>	<b>45,672</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>6,250</b>	<b>9,185</b>	<b>11,315</b>	<b>13,538</b>	<b>15,760</b>	<b>18,476</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>150</b>	<b>253</b>	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>91</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,696</b>	<b>24,006</b>	<b>35,114</b>	<b>47,176</b>	<b>54,206</b>	<b>64,239</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	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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	0	2	5	5	16
增持	0	2	5	5	7
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.50	1.50	1.64	1.54

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

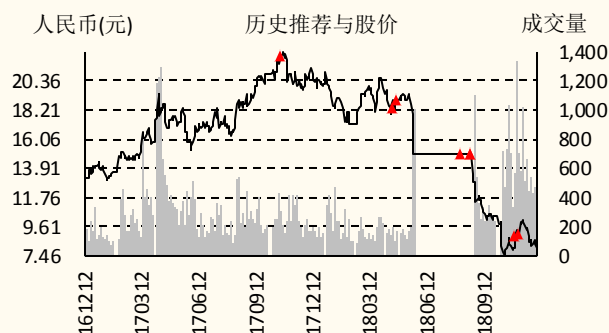
来源：国金证券研究所

**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