

强烈推荐-A (维持)

东方园林 002310.SZ

当前股价: 5.34 元
2020 年 01 月 19 日

拟非公开发行 30 亿优先股, 控股股东提供流动性支持, 促进财务结构优化

基础数据

上证综指	2963
总股本 (万股)	268546
已上市流通股 (万股)	164745
总市值 (亿元)	130
流通市值 (亿元)	80
每股净资产 (MRQ)	4.3
ROE (TTM)	-2.3
资产负债率	71.3%
主要股东	何巧女
主要股东持股比例	33.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方园林 (002310) 一朝阳国资 5% 入股落地, 细则更显扶持诚意》2018-12-10
- 2、《东方园林 (002310) 一融资环境改善, 流动性危机缓解, 未来成长潜力仍大》2018-11-16
- 3、《东方园林 (002310) 一毛利率及回款略有增强, 关注融资恢复和经营模式转换》2018-10-31

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

事件:

- 1、公司公告第七届董事会审议通过了《关于修改 2018 年度非公开发行优先股方案的议案》、《关于〈北京东方园林环境股份有限公司 2018 年度非公开发行优先股预案 (修订版)〉的议案》及相关文件。公司拟对非公开发行优先股股票预案进行部分修改并公告最新预案。根据最新预案, 公司拟非公开发行不超过 3000 万股优先股, 募集资金总额不超过 30 亿元, 票面股息率为附单次跳息安排的固定股息率, 扣除发行费用后的净额中不超过 25 亿元用于偿还金融机构贷款及兑付到期债券, 不超过 5 亿元用于补充流动资金。同时, 公司和光大集团旗下光大金瓯资产签署《附条件生效的优先股认购合同》, 光大金瓯已确定拟以自有资金认购不超 5 亿, 若组建基金或联合第三方则合计认购不超 25 亿。
- 2、公司同时公告控股股东拟对公司提供增信、委托贷款等流动性支持, 此交易为关联交易, 主要内容为: (1) 股东借款或委托贷款: 以合同期内应付利息总额作为交易金额, 股东借款或委托贷款年化利率不高于 5.655% (含); (2) 接受担保: 公司及各级子公司接受控股股东为公司融资、发行债券等事项提供担保, 以合同期内应支付的担保费总额作为交易金额, 年担保费率不高于担保金额的 0.5% (含)。公司预计 2020 年与控股股东关联交易总额不超 3.5 亿。

点评

1、优先股发行将有效降低资产负债率, 优化财务结构, 提升持续融资能力, 增强流动性, 保障业务开展的资金需求

截止 2019 年 9 月末, 公司资产负债率为 71.3%, 假设按照 30 亿元的优先股发行规模, 若以 9 月末的财务数据为基数, 本次优先股发行完毕并偿还债务后, 公司的资产负债率将降低至 64.5%。

公司目前债务融资期限相对较短多在 5 年以内, 截止 2019 年 9 月末, 公司短期借款余额约 37.6 亿元, 其他流动负债 (主要为短期应付债券) 余额约 15.8 亿, 长期借款余额为 23.4 亿, 应付债券余额为 22.9 亿; 通过发行期限长的优先股偿还期限相对较短的公司债务, 可以优化公司资本结构, 降低对短期债务融资的依赖, 同时能够有效地提升公司除传统银行贷款及债券方式之外的多渠道融资能力。同时, 本次发行募集资金不超 5 亿元用于补充流动资金, 将共同为公司业务开展提供有力的资金保障。

光大集团旗下光大金瓯资产拟以自有资金认购不超 5 亿, 若组建基金或联合第三方则合计认购不超 25 亿, 将有助于公司优先股的顺利发行, 也体现了市场对公司优先股发行的认可。

2、控股股东提供增信、委托贷款等流动性支持, 将有力增强流动性, 有助业绩快速恢复

控股股东对公司的流动性支持主要通过提供股东借款或委托贷款、增信等方式进行，此交易为关联交易，公司预计 2020 年于控股股东关联交易总额不超 3.5 亿元。根据公司公告，控股股东为公司提供的股东借款或委托贷款支持以合同期内应付利息总额作为交易金额，股东借款或委托贷款年化利率不高于 5.655%（含）；

为公司提供担保以合同期内应支付的担保费总额作为交易金额，年担保费率不高于担保金额的 0.5%（含）；若假设总金额 3.5 亿中，委托贷款应付利息和担保费分别为 3.0 亿和 0.5 亿元，可测算对应 53 亿元贷款额和 100 亿元担保融资额；若假设委托贷款应付利息和担保费分别为 2.5 亿和 1.0 亿元，则可测算对应 35.4 亿元贷款额和 200 亿元担保融资额。控股股东对公司流动性支持力度较大，将进一步拓宽公司的融资渠道，降低财务成本，改善融资效率，更好的支持公司业务开展，有助公司业绩快速恢复。

3、四季度业绩拐点已现，未来业绩快速恢复的驱动力得到增强

根据我们近期调研，公司的债务危机和流动性危机已基本消除，公司在手项目梳理有效，历史经营风险得到较好释放，公司 19 年第三季度亏损大幅缩减，收入快速恢复，公司经营已出现明显边际改善；公司三季报中预计 2019 年度归母净利润为-3.5~1.0 亿元，四季度业绩拐点已现；随着朝阳国资入主及董事会换届选举在 2019 年 10 月底已顺利落地，双方之间的融资、业务等方面的协同效应将逐步显现，有助于持续消除历史经营风险，推进在手工程类项目顺利执行以及危废业务经营的快速恢复，叠加未来优先股的顺利发行和控股股东流动性支持的释放，公司业绩快速恢复的驱动力得到增强。

4、风险提示

- 新增项目、项目进度不达预期；
- 优先股最终未顺利发行；
- 财务费用未能有效下降，对净利润侵蚀较大；
- 大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24011	26799	20387	23673	25965
现金	3403	2009	930	969	1163
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	127	13	9	12	14
应收款项	7471	8979	7428	8189	8107
其它应收款	350	446	312	393	454
存货	12433	14994	11456	13793	15861
其他	228	358	253	317	366
非流动资产	11104	15293	16023	16697	17317
长期股权投资	134	274	274	274	274
固定资产	930	1763	2555	3283	3953
无形资产	592	561	505	454	409
其他	9448	12696	12690	12686	12682
资产总计	35114	42093	36411	40370	43283
流动负债	21293	27140	19539	22150	23634
短期借款	2231	2947	4024	5068	5468
应付账款	11271	12838	6700	7260	7421
预收账款	2598	2619	2002	2411	2772
其他	5193	8737	6813	7411	7973
长期负债	2451	2044	4249	4449	4649
长期借款	200	722	1922	2122	2322
其他	2251	1321	2327	2327	2327
负债合计	23744	29184	23789	26599	28284
股本	2683	2685	2685	2685	2685
资本公积金	1784	1796	1796	1796	1796
留存收益	6848	8274	7987	9139	10373
少数股东权益	56	153	154	150	145
归属于母公司所有者权益	11315	12755	12468	13621	14854
负债及权益合计	35114	42093	36411	40370	43283

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2924	51	(1545)	288	1332
净利润	2178	1596	(45)	1152	1579
折旧摊销	114	164	205	262	315
财务费用	382	612	750	550	450
投资收益	125	(304)	50	0	0
营运资金变动	143	(1973)	(2507)	(1682)	(1014)
其它	(18)	(43)	2	6	2
投资活动现金流	(4511)	(3589)	(992)	(942)	(942)
资本支出	(430)	(1010)	(942)	(942)	(942)
其他投资	(4081)	(2579)	(50)	0	0
筹资活动现金流	1611	2164	1457	694	(196)
借款变动	3852	3924	1443	1244	599
普通股增加	5	3	0	0	0
资本公积增加	26	12	0	0	0
股利分配	(1339)	(161)	(242)	0	(346)
其他	(935)	(1614)	256	(550)	(450)
现金净增加额	23	(1374)	(1080)	40	194

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15226	13293	9305	11725	13542
营业成本	10421	8764	6700	8067	9276
营业税金及附加	75	73	51	64	74
营业费用	42	38	26	33	39
管理费用	1030	1425	1210	1231	1422
研发费用	203	370	259	234	271
财务费用	399	687	750	550	450
资产减值损失	392	438	300	150	100
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	(48)	358	(50)	0	0
营业利润	2617	1855	(41)	1395	1910
营业外收入	1	7	7	7	7
营业外支出	4	11	11	11	11
利润总额	2615	1852	(44)	1392	1907
所得税	394	261	1	243	333
净利润	2221	1591	(45)	1149	1574
少数股东损益	43	(5)	0	(4)	(5)
归属于母公司净	2178	1596	(45)	1152	1579

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	78%	-13%	-30%	26%	16%
营业利润	67%	-29%	-102%	-3528%	37%
净利润	68%	-27%	-103%	-2658%	37%
获利能力					
毛利率	31.6%	34.1%	28.0%	31.2%	31.5%
净利率	14.3%	12.0%	-0.5%	9.8%	11.7%
ROE	19.2%	12.5%	-0.4%	8.5%	10.6%
ROIC	17.9%	11.8%	3.1%	7.6%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	69.3%	65.3%	65.9%	65.3%
净负债比率	8.6%	11.4%	17.2%	18.6%	18.7%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.0	0.6	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	2.4	1.6	1.1	1.5	1.7
应付帐款周转率	1.2	0.7	0.7	1.2	1.3
每股资料 (元)					
EPS	0.81	0.59	-0.02	0.43	0.59
每股经营现金	1.09	0.02	-0.58	0.11	0.50
每股净资产	4.22	4.75	4.64	5.07	5.53
每股股利	0.06	0.09	0.00	0.13	0.18
估值比率					
PE	6.6	9.0	-318.4	12.4	9.1
PB	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.7	13.5	39.3	16.3	13.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。