

公司研究/中报点评

2020年08月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.38  
目标价格(元): 6.00

**鲍荣富** SAC No. S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**王涛** SAC No. S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

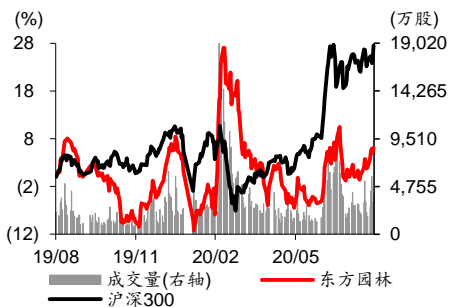
**方晏荷** SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**王雯** SAC No. S0570119080192  
联系人 021-38476718  
wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《东方园林(002310 SZ,买入): Q4 业绩大幅回暖, 看好基本面反转》2020.03
- 2《东方园林(002310,买入): 融资有望改善, 业绩重回正轨》2019.04
- 3《东方园林(002310,买入): 拟发行优先股, 进一步缓解融资压力》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## Q2 单季实现盈利, 负债结构好转

### 东方园林(002310)

#### Q2 单季度已实现盈利, 基本面有望持续好转, 维持“买入”评级

公司 8 月 28 日发布 2020 中报, H1 公司营收 17.8 亿元, yoy-18.9%, 归母净利润-1.88 亿元, 19H1 亏损 8.94 亿元, 20H1 实现扣非净利-2.88 亿元, 同比实现大幅减亏。20H1 公司 CFO 净流出 9.6 亿元, 同比多流出 1.6 亿元。公司 Q2 单季实现盈利, 费用率同比明显下降, 架构与业务调整初现成效, 20H1 末负债结构相比 19FY 末也更加健康。公司可转债发行已通过二次反馈, 且已发布定增预案, 我们认为公司基本面未来有望持续好转, 预计 20-22 年 EPS0.30/0.42/0.59 元, 维持“买入”评级。

#### 上半年大幅减亏主要得益于费用端的良好控制

Q1/Q2 公司单季收入同比增-56.5%/13.5%, 疫情过后收入结转呈现加速。H1 公司工程/环保收入同比增-33.7%/178%, 收入占比同比变动-16.5/15.5pct, 低毛利率环保业务占比提升, 及两项主业毛利率的同比下行, 带动公司综合毛利率同比降 3.6pct。但公司架构调整显成效, 20H1 销售/管理/财务/研发费用率同比变动-0.23/-14.98/0.22/-1.8pct, 其中财务费用绝对值同比降 1.32 亿元。H1 股权调整产生的投资收益增加及信用减值损失占收入比重的下行对利润率修复也有较明显的带动作用, 但总体来看, 业务和组织架构调整所产生的效率提升是 20H1 大幅减亏的核心原因。

#### 负债结构明显改善, 后续资金端有望获持续支持

20H1 末公司资产负债率 69.9%, 同比小幅下降, 期末有息负债余额 142.4 亿元, 虽然较 19FY 末小幅增加 22 亿元, 但一年以内到期债务的占比较 19FY 末下降 17.1%, 债务结构有所改善。公司公告称今年以来新获银行贷款成本基本在基准利率左右。公司 7 月末已完成优先股发行二次反馈, 并于 6 月初公告 20 亿元定增预案, 我们认为公司未来资本结构有望进一步优化。资产端, 相比 19FY 末, 20H1 末公司应收款余额净减少约 4 亿元, 存货类资产基本持平, PPP 项目投资及运营资产小幅净增加。我们认为公司未来有望继续加快两金清收工作, 改善资产结构及现金流。

#### Q2 为全年奠定良好基调, 维持“买入”评级

公司 Q2 单季实现净利率 7.99%, 单季度销售/管理费用率已低于 18Q2 水平, 财务费用也与 18Q2 水平接近, 我们预计随着公司高成本有息负债的持续置换和权益融资的推进, H2 公司财务费用或低于 H1, 收入结转速度或较 H1 提速。但考虑到疫情对毛利率提升幅度的影响及公司融资进度的不确定性, 我们调低 20-22 年预测 EPS 至 0.30/0.42/0.59 元 (前值 20-21 年 0.35/0.52 元), 当前可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE18.3 倍, 我们预计公司后续基本面恢复速度有望快于行业平均, 认可给予公司 2020 年 20 倍 PE, 对应目标价 6.00 元 (前值 5.25-5.60 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 订单结转进度不及预期, 盈利能力提升进度不及预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,685
流通 A 股 (百万股)	2,561
52 周内股价区间 (元)	4.50-6.44
总市值 (百万元)	14,448
总资产 (百万元)	44,874
每股净资产 (元)	4.55

资料来源: 公司公告

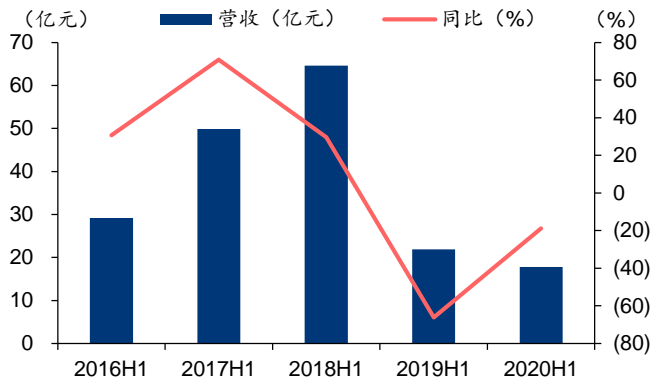
### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	13,293	8,133	8,970	10,653	12,618
+/-%	(12.69)	(38.82)	10.28	18.77	18.45
归属母公司净利润 (百万元)	1,596	51.91	798.37	1,139	1,596
+/-%	(26.72)	(96.75)	1,438	42.73	40.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.59	0.02	0.30	0.42	0.59
PE (倍)	9.05	278.35	18.10	12.68	9.05

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

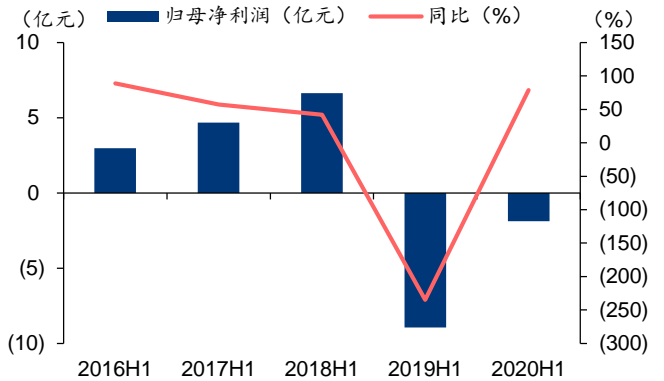
## 经营情况及可比公司估值表

图表1: 公司 2016-2020 年中报营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司 2016-2020 年中报归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测及关键假设调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	90.65	107.82	-	89.70	106.53	126.18	-1.05%	-1.20%	-
收入增速 (%)	17.50	18.90	-	10.30	18.80	18.40	-7.20	-0.10	-
毛利率 (%)	31.20	32.10	-	30.00	29.60	29.50	-1.20	-2.50	-
期间费用率 (%)	16.85	14.80	-	19.05	15.55	13.01	2.20	0.75	-
净利率 (%)	10.30	12.90	-	8.90	10.70	12.60	-1.40	-2.20	-
归母净利润 (亿元)	9.37	13.89	-	7.98	11.39	15.96	-14.83%	-18.00%	-
EPS (元)	0.35	0.52	-	0.30	0.42	0.59	-14.83%	-18.00%	-

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值比较

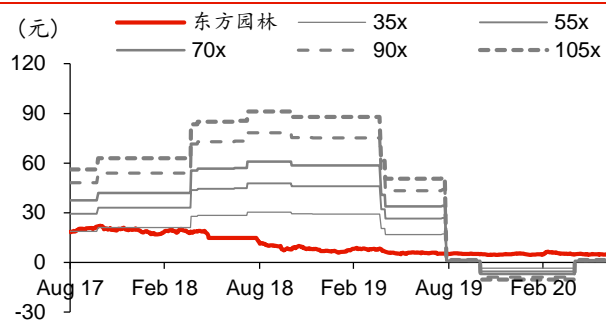
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)		当前价格 (元)	评级	EPS (元)				PE (倍)			
		目标价 (元)	评级			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002717 CH	岭南股份	64.36	5.92-6.29	买入	4.21	0.21	0.23	0.28	0.35	19.64	18.49	14.78	11.90
300495 CH	美尚生态	60.08	13.04-13.72	买入	8.91	0.32	0.38	0.47	0.60	28.04	23.29	18.89	14.94
603359 CH	东珠生态	64.24	24.00-25.60	买入	20.16	1.13	1.53	1.99	2.48	17.77	13.16	10.11	8.12
300070 CH	碧水源	303.17	11.28	买入	9.58	0.44	0.53	0.66	0.79	21.96	18.17	14.54	12.19
000826 CH	启迪环境	126.75	-	无评级	8.86	0.25	0.54	0.65	0.85	35.27	16.49	13.67	10.41
002672 CH	东江环保	93.47	13.50	买入	10.63	0.48	0.55	0.69	0.80	22.05	19.48	15.52	13.26
平均										21.85	18.28	14.58	11.79
002310 CH	东方园林	144.48	6.00	买入	5.38	0.02	0.30	0.42	0.59	278.35	18.10	12.68	9.05

注: 数据截至 2020 年 8 月 28 日收盘, 20-22 年 EPS 除东方园林为华泰预测外, 其余公司均为 Wind 一致预测;

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

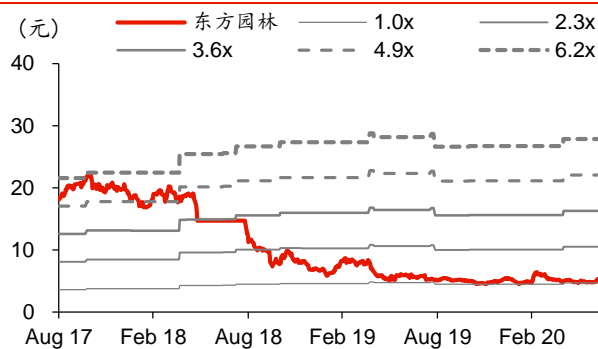
**PE/PB - Bands**

图表5: 东方园林历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 东方园林历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	26,799	27,817	27,815	28,895	30,722
现金	2,009	1,284	1,000	1,000	1,000
应收账款	8,979	9,650	9,965	10,806	11,281
其他应收账款	445.68	387.54	271.24	322.14	381.58
预付账款	30.91	32.57	35.64	42.58	50.55
存货	14,994	16,011	16,263	16,442	17,743
其他流动资产	340.47	452.58	278.84	281.75	265.00
非流动资产	15,293	15,994	21,660	25,612	29,848
长期投资	273.67	279.65	320.00	330.00	340.00
固定投资	1,763	1,196	2,222	3,129	3,948
无形资产	560.78	738.12	738.12	738.12	738.12
其他非流动资产	12,696	13,781	18,379	21,416	24,822
资产总计	42,093	43,812	49,474	54,507	60,569
流动负债	27,140	26,103	31,546	35,362	39,741
短期借款	2,947	6,543	9,048	9,883	10,515
应付账款	12,018	12,695	13,892	16,598	19,703
其他流动负债	12,176	6,864	8,607	8,881	9,524
非流动负债	2,044	5,019	4,390	4,397	4,384
长期借款	722.45	2,810	2,810	2,810	2,810
其他非流动负债	1,321	2,209	1,580	1,587	1,574
负债合计	29,184	31,122	35,937	39,759	44,126
少数股东权益	153.49	261.89	311.79	383.01	482.75
股本	2,685	2,685	2,685	2,685	2,685
资本公积	1,796	1,673	1,673	1,673	1,673
留存公积	8,269	8,069	8,867	10,007	11,603
归属母公司股东权益	12,755	12,427	13,226	14,365	15,961
负债和股东权益	42,093	43,812	49,474	54,507	60,569

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	50.93	(1,327)	84.23	586.37	733.79
净利润	1,591	44.11	848.27	1,211	1,696
折旧摊销	163.87	192.93	95.41	154.60	211.30
财务费用	687.28	802.68	602.60	402.00	345.01
投资损失	(304.19)	43.16	(150.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,410)	(2,688)	2,250	1,749	1,850
其他经营现金	323.05	277.31	(3,562)	(2,830)	(3,268)
投资活动现金	(3,589)	(620.23)	(2,209)	(1,020)	(1,020)
资本支出	1,010	1,261	1,000	1,000	1,000
长期投资	2,654	370.12	756.96	20.00	20.00
其他投资现金	75.18	1,010	(451.99)	0.00	0.00
筹资活动现金	2,164	1,923	1,841	433.63	286.21
短期借款	715.20	3,597	2,504	835.63	631.22
长期借款	522.33	2,088	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.68	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	11.84	(122.74)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	911.62	(3,639)	(663.33)	(402.00)	(345.01)
现金净增加额	(1,374)	(24.98)	(283.57)	0.00	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,293	8,133	8,970	10,653	12,618
营业成本	8,764	5,734	6,275	7,497	8,899
营业税金及附加	72.89	30.27	33.38	39.65	46.96
营业费用	37.81	29.30	29.60	29.83	35.33
管理费用	1,425	830.88	1,076	1,225	1,262
财务费用	687.28	802.68	602.60	402.00	345.01
资产减值损失	(438.40)	(156.51)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	304.19	(43.16)	150.00	100.00	100.00
营业利润	1,855	72.55	922.97	1,379	1,950
营业外收入	7.40	39.50	80.00	50.00	50.00
营业外支出	10.54	33.84	5.00	5.00	5.00
利润总额	1,852	78.22	997.97	1,424	1,995
所得税	260.83	34.11	149.70	213.65	299.23
净利润	1,591	44.11	848.27	1,211	1,696
少数股东损益	(4.95)	(7.79)	49.90	71.22	99.74
归属母公司净利润	1,596	51.91	798.37	1,139	1,596
EBITDA	2,706	1,068	1,621	1,936	2,506
EPS (元, 基本)	0.59	0.02	0.30	0.42	0.59

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(12.69)	(38.82)	10.28	18.77	18.45
营业利润	(29.12)	(96.09)	1,172	49.45	41.36
归属母公司净利润	(26.72)	(96.75)	1,438	42.73	40.05
获利能力 (%)					
毛利率	34.07	29.50	30.04	29.63	29.47
净利率	12.01	0.64	8.90	10.70	12.65
ROE	12.51	0.42	6.04	7.93	10.00
ROIC	32.78	4.30	11.87	15.19	21.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.33	71.04	72.64	72.94	72.85
净负债比率 (%)	16.46	31.70	35.78	34.44	32.46
流动比率	0.99	1.07	0.88	0.82	0.77
速动比率	0.43	0.45	0.36	0.35	0.33
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.19	0.19	0.20	0.22
应收账款周转率	1.40	0.75	0.79	0.89	0.99
应付账款周转率	0.85	0.46	0.47	0.49	0.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.02	0.30	0.42	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	(0.49)	0.03	0.22	0.27
每股净资产(最新摊薄)	4.75	4.63	4.92	5.35	5.94
估值比率					
PE (倍)	9.05	278.35	18.10	12.68	9.05
PB (倍)	1.13	1.16	1.09	1.01	0.91
EV_EBITDA (倍)	8.33	21.10	13.91	11.64	8.99

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、王涛、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、王涛、方晏荷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

## 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com