

公司研究/年报点评

2019年04月22日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.09
合理价格区间(元): 9.60~10.40

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

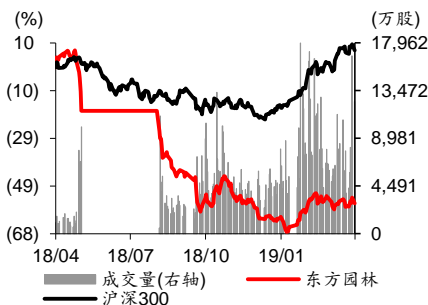
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《东方园林(002310,买入): 拟发行优先股, 进一步缓解融资压力》2018.11
- 2《东方园林(002310,买入): 融资最坏时可能已过, 现金流有望好转》2018.11
- 3《东方园林(002310,买入): 发债低于预期, 无碍业务发展》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,685
流通 A 股 (百万股)	1,628
52 周内股价区间 (元)	5.97-19.55
总市值 (百万元)	21,725
总资产 (百万元)	42,093
每股净资产 (元)	4.75

资料来源: 公司公告

融资有望改善, 业绩重回正轨

东方园林(002310)

业绩低于预期, 维持“买入”评级

公司发布 18 年年报, 实现营收 132.93 亿元, YoY-12.69%, 归母净利润 15.96 亿元, YoY-26.72%, 扣除非经常性损益后净利润 YoY-42.40%, 低于市场和我们预期, 主要原因 1) 由于 18 年融资环境紧张, 公司在 18H2 主动放缓了施工进度, 对应收入有所降低; 2) 管理/财务费用同比增长 38.56%/72.46%。19 年融资环境改善, 公司拟增加传统施工模式比例, 业绩有望获得平稳增长。我们预计公司 19-21 年 EPS 0.80/0.96/1.16 元, 维持“买入”评级。

毛利率提升, 净利率下滑, 费用率增长较快

18 年整体毛利率为 34.07%, 同比增加 2.51pct, 因为 1) 市政园林毛利率同比增加了 6.69pct, 2) 全域旅游毛利率较高 (35.26%), 收入占比同比提升 8.44pct。期间费用率 18.96%, 同比上升 7.96pct, 其中管理 (包含研发)/财务费用率分别同比上涨了 5.41/2.55pct。管理费用率增加主要与人力成本增加有关 (同比增加 3.49 亿元), 财务费用率的大幅提升与平均融资成本上升有关。净利率同比下滑 2.61pct 至 11.97%, 主要原因是费用率的增加远超毛利率增幅。

经营性现金流承压, 调整借款结构

18 年经营性现金流净额 5092.92 万元, YoY-98.26%, 主要因为应付票据中银行承兑汇票降低 18.96 亿元, 导致经营性现金流出同比增加 24.61%, 付现比同比增加了 31.47pct。收现比同比增加 1.39pct 至 69.24%, 对经营性现金流影响不大。公司借款结构正在逐步调整, 减少短期借款与短期应付债券, 增加长期借款, 减轻短期偿债压力。银行短期借款+短期融资券已从 18 年 6 月底的 65.22 亿元降低至 19 年 3 月底的 41.93 亿元。18 年, 公司完成债券兑付金额 77.60 亿元。随着公司优先股的推进, 公司债务结构有望进一步优化, 降低对短期债务性融资的依赖。

调整业务区域和模式, 拓宽融资渠道

19 年公司拟重点推进地方财力雄厚、支付能力有保障地区的业务, 同时根据地方政府的支付能力和意愿, 灵活采用 EPC 或 PPP 模式开展业务。我们认为 PPP 的业务占比未来将有所降低。项目决策中采取金融一票否决制, 严控开工条件, 有望恢复高质量的盈利。公司拟利用股权/债券继续融资, 降低负债率, 拓宽融资渠道, 改善融资结构。同时, 公司将进一步加强工程结算和应收账款管理, 提高供应链水平, 降低财务风险。

业绩有望恢复至 17 年水平, 维持“买入”评级

我们预计 19-21 年 EPS 0.80/0.96/1.16 元 (此前预计 19/20EPS 1.10/1.28 元), 调整主要系资产减值损失和期间费用率增加影响归母净利润。19 年建筑和环保行业平均估值分别为 13.28X/15.16XPE, 公司 19 年业绩有望恢复至 17 年水平, 考虑到公司资金链较为紧张, 我们认可给予公司 19 年 12X-13XPE, 对应目标价 9.60-10.40 元, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 项目落地不及预期, 融资环境持续恶化, 媒体负面报道等。

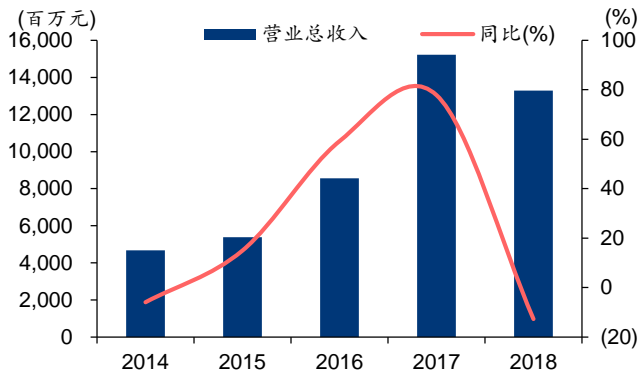
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,226	13,293	16,134	18,995	22,226
+/-%	77.79	(12.69)	21.37	17.73	17.01
归属母公司净利润 (百万元)	2,178	1,596	2,143	2,569	3,104
+/-%	68.13	(26.72)	34.26	19.88	20.83
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	0.59	0.80	0.96	1.16
PE (倍)	10.51	14.34	10.68	8.91	7.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

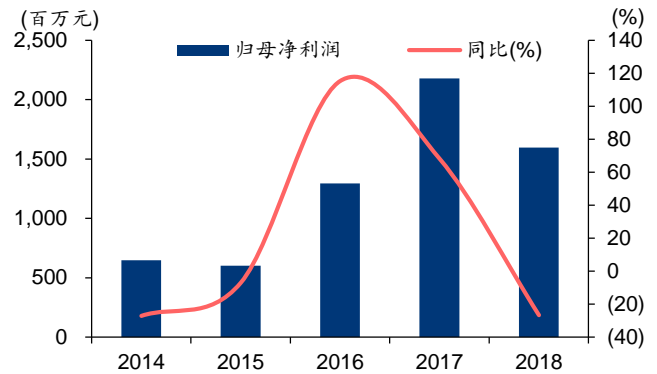
主要经营情况及可比公司估值

图表1: 2014-2018年公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2014-2018年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

19-20年归母净利润的调整主要系: 1) 期间费用率的调整: 管理费用率调整主要系18年公司人力成本增加, 管理费用率基数较高; 财务费用率调整主要是18年行业平均融资成本增加, 财务费用率基数较高, 故调高19-20年期间费用率; 2) 资产减值的增加: 18年公司资产减值损失的增加对利润也有一定的蚕食, 故19-20年资产减值损失预测时较此前也有所增加。

图表3: 关键假设变化表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速 (%)	21.03	16.21	21.37	17.73	0.34	1.52
毛利率 (%)	32.54	31.91	32.64	32.01	0.10	0.10
期间费用率 (%)	13.01	12.36	14.51	14.00	1.50	1.64
净利率 (%)	18.11	17.72	13.28	13.52	-4.83	-4.20
归母净利润 (亿元)	29.60	34.43	21.43	25.69	-27.60%	-25.38%
EPS (元)	1.10	1.28	0.80	0.96	-27.60%	-25.38%

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值表

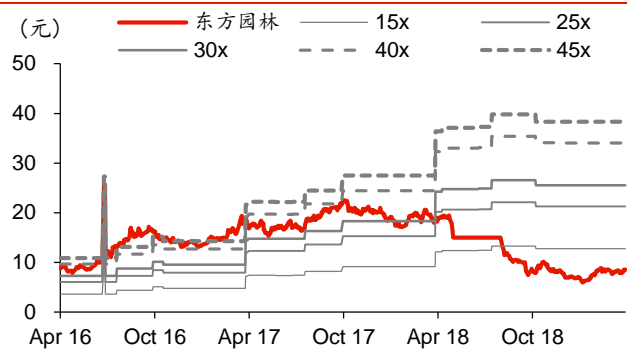
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300197.SZ	铁汉生态	106.95	4.56	0.50	0.16	0.30	0.46	9.12	28.50	15.20	9.91
300237.SZ	美晨生态	73.67	5.07	0.76	0.36	0.51	0.64	6.67	14.08	9.94	7.92
002717.SZ	岭南股份	97.64	9.53	1.17	0.76	1.05	1.37	8.15	12.54	9.08	6.96
300495.SZ	美尚生态	97.69	14.36	0.47	0.69	0.76	0.98	30.55	20.81	18.89	14.65
	整体平均							13.62	18.98	13.28	9.86
300070.SZ	碧水源	304.97	9.68	0.80	0.40	0.65	0.78	12.10	24.20	14.89	12.41
000826.SZ	启迪桑德	206.72	14.45	1.22	0.94	1.13	1.38	11.84	15.37	12.79	10.47
002672.SZ	东江环保	115.09	12.99	0.53	0.46	0.66	0.81	24.51	28.24	19.68	16.04
	整体平均							15.52	21.70	15.16	12.19
002310.SZ	东方园林	228.80	8.52	0.81	0.59	0.80	0.96	10.51	14.34	10.68	8.91

注: 岭南股份和东江环保18年EPS为实际值, 东方园林19-20EPS为华泰证券预测值, 其余均为Wind一致预期, 时间截止2019/04/21;

资料来源: Wind、华泰证券研究所

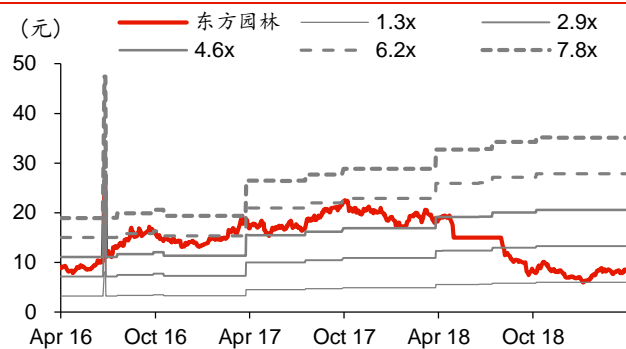
PE/PB - Bands

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24,011	26,799	30,652	34,574	38,627
现金	3,403	2,009	2,000	2,000	2,000
应收账款	7,471	8,979	10,503	12,351	14,469
其他应收账款	349.63	445.68	487.88	574.40	672.13
预付账款	77.12	30.91	38.33	45.54	53.46
存货	12,433	14,994	17,335	19,312	21,158
其他流动资产	277.30	340.47	287.75	290.44	274.07
非流动资产	11,104	15,293	19,076	21,997	24,866
长期投资	134.28	273.67	320.00	330.00	340.00
固定投资	929.79	1,763	2,754	3,619	4,390
无形资产	591.91	560.78	560.78	560.78	560.78
其他非流动资产	9,448	12,696	15,441	17,487	19,575
资产总计	35,114	42,093	49,728	56,570	63,493
流动负债	21,293	27,140	32,358	36,614	40,407
短期借款	2,231	2,947	7,256	8,579	8,367
应付账款	11,271	12,838	15,919	18,917	22,206
其他流动负债	7,791	11,356	9,183	9,117	9,834
非流动负债	2,451	2,044	2,302	2,313	2,323
长期借款	200.13	722.45	722.45	722.45	722.45
其他非流动负债	2,251	1,321	1,580	1,591	1,601
负债合计	23,744	29,184	34,660	38,927	42,730
少数股东权益	55.64	153.49	170.66	176.89	193.06
股本	2,683	2,685	2,685	2,685	2,685
资本公积	1,784	1,796	1,796	1,796	1,796
留存公积	6,848	8,269	10,417	12,985	16,089
归属母公司股东权益	11,315	12,755	14,898	17,466	20,570
负债和股东权益	35,114	42,093	49,728	56,570	63,493

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,924	50.93	(2,909)	350.41	1,928
净利润	2,221	1,591	2,160	2,575	3,120
折旧摊销	114.12	163.87	135.70	199.52	260.56
财务费用	398.52	687.28	443.46	654.03	695.55
投资损失	124.90	(304.19)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(286.19)	(2,410)	(3,040)	(1,307)	(375.28)
其他经营现金	351.59	323.05	(2,508)	(1,671)	(1,673)
投资活动现金	(4,511)	(3,589)	(1,139)	(1,020)	(1,020)
资本支出	430.12	1,010	1,000	1,000	1,000
长期投资	4,526	2,654	33.24	20.00	20.00
其他投资现金	444.17	75.18	(105.47)	0.00	0.00
筹资活动现金	1,611	2,164	4,039	669.59	(907.63)
短期借款	995.04	715.20	4,309	1,324	(212.08)
长期借款	(652.50)	522.33	0.00	0.00	0.00
普通股增加	5.42	2.68	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	21.41	11.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,241	911.62	(270.35)	(654.03)	(695.55)
现金净增加额	21.27	(1,374)	(9.24)	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,226	13,293	16,134	18,995	22,226
营业成本	10,421	8,764	10,868	12,915	15,160
营业税金及附加	74.83	72.89	80.67	94.97	111.13
营业费用	41.77	37.81	41.95	47.49	55.57
管理费用	1,029	1,425	1,855	1,956	2,223
财务费用	398.52	687.28	443.46	654.03	695.55
资产减值损失	391.70	438.40	430.00	430.00	450.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(124.90)	304.19	100.00	100.00	100.00
营业利润	2,617	1,855	2,514	2,997	3,631
营业外收入	1.38	7.40	5.00	5.00	5.00
营业外支出	3.55	10.54	5.00	5.00	5.00
利润总额	2,615	1,852	2,514	2,997	3,631
所得税	394.12	260.83	354.09	422.13	511.49
净利润	2,221	1,591	2,160	2,575	3,120
少数股东损益	42.70	(4.95)	17.17	6.23	16.18
归属母公司净利润	2,178	1,596	2,143	2,569	3,104
EBITDA	3,130	2,706	3,093	3,851	4,588
EPS (元, 基本)	0.81	0.59	0.80	0.96	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	77.79	(12.69)	21.37	17.73	17.01
营业利润	67.07	(29.12)	35.53	19.21	21.17
归属母公司净利润	68.13	(26.72)	34.26	19.88	20.83
获利能力 (%)					
毛利率	31.56	34.07	32.64	32.01	31.79
净利率	14.30	12.01	13.28	13.52	13.96
ROE	19.25	12.51	14.38	14.71	15.09
ROIC	45.09	32.78	24.07	25.20	27.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.62	69.33	69.70	68.81	67.30
净负债比率 (%)	12.72	16.46	25.90	26.46	23.61
流动比率	1.13	0.99	0.95	0.94	0.96
速动比率	0.54	0.43	0.41	0.42	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.34	0.35	0.36	0.37
应收账款周转率	2.11	1.40	1.44	1.44	1.44
应付账款周转率	1.29	0.73	0.76	0.74	0.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.59	0.80	0.96	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.02	(1.08)	0.13	0.72
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.75	5.55	6.50	7.66
估值比率					
PE (倍)	10.51	14.34	10.68	8.91	7.37
PB (倍)	2.02	1.79	1.54	1.31	1.11
EV_EBITDA (倍)	5.33	6.17	5.40	4.33	3.64

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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

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