

公司研究/公告点评

2020年03月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.67
合理价格区间(元): 5.25~5.60

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

王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

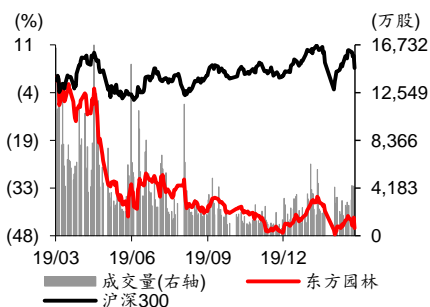
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王雯 021-38476718
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1《东方园林(002310,买入): 融资有望改善, 业绩重回正轨》2019.04
- 2《东方园林(002310,买入): 拟发行优先股, 进一步缓解融资压力》2018.11
- 3《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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q4 业绩大幅回暖, 看好基本面反转 东方园林(002310)

19Q4 经营业绩大幅回暖, 2020 年基本面有望反转, 维持“买入”评级

公司发布 19FY 业绩快报, 19 年实现营收 77.12 亿元, yoy-42%, 归母净利润 0.61 亿元, yoy-96%, 低于市场和我们预期, 但 Q4 单季度营收和归母净利润呈现同比大幅改善态势。我们认为公司在实际控制人变更为国资背景下, 债务结构及融资成本正处于显著改善过程中, 而经过清退和转变模式后的在手订单质量有望明显提升。我们预计 2020 年公司融资情况或继续改善, 项目推进进度或趋于正常, 同时行业性的基本面反转也有望在 2020 年出现, 公司作为行业传统龙头, 经营情况有望率先触底反弹, 预计 19-21 年 EPS0.02/0.35/0.52 元, 维持“买入”评级。

Q4 单季度营收及归母净利润均扭转了此前连续五个季度的下滑

公司 19Q1-4 单季度营收同比增-60%/-70%/-48%/6.4%, 单季归母净利润同比增-2852%/-195%/-97%/52.5%, 而 Q4 之前公司已连续五个季度单季度营收及归母净利润同比负增长。公司于 19 年 10 月初完成控制权变更事宜, 9 月末朝阳国资委对公司部分债券进行担保, 之后公司 19 东林 01/02 的回售量均较小。我们认为公司 Q4 业绩出现反转迹象, 与国资入股后公司融资情况显著改善, 项目推进进度逐步恢复正常相关, 我们预计 19Q4 单季度公司期间费用率环比明显改善。基于公司新签订单和收入情况, 我们预计公司目前在手有效订单仍较为充裕, 2020 年收入有望重回增长趋势。

债务结构/现金流有望持续改善, 政府投资条例助降低存货及应收款风险

据公司 20191204 公告的投资者交流纪要, 国资入股后, 公司中长期债务的占比逐步增加, 缓解了短期偿债压力, 综合融资成本由 19Q3 前的 10% 降至新融资协议中不超过 6%, 未来公司 PPP 项目上的 CFI 流出有望下降。我们认为《政府投资条例》中禁止拖欠工程款的条款对民企保护力度较强, 预计后续占公司存货和应收款超 60% 的 EPC 和类 EPC 项目的清欠速度有望加快, 存货和应收账款的坏账风险有望降低。同时, 项目融资的改善也有望直接利好公司经营回款。随着公司对在手项目的逐步梳理, 我们预计后续推进项目的质量有望较高, 公司未来发展的健康程度有望明显提升。

看好园林板块及公司基本面反转, 维持“买入”评级

我们认为 2020 年园林板块面临股债融资改善, 历史包袱逐步出清, 经营环境改善, 行业景气度保持高位等利好, 基本面反转可期。公司作为行业龙头, 率先采取了纾困措施, 19Q4 初现成效, 因此基本面反转的时点或早于行业整体。我们认为未来公司资本结构有望持续优化, 生态治理和固废业务有望重回增长通道。根据公司债务优化及 19FY 经营情况, 我们预计 19-21 年 EPS0.02/0.35/0.52 元 (前值 0.80/0.96/1.16 元), 当前可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE14.7 倍, 考虑到公司业绩反转弹性或较高, 认可给予 20 年 15-16 倍 PE, 目标价 5.25-5.60 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 存量及新签项目推进不及预期, 资本结构改善不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,685
流通 A 股 (百万股)	1,647
52 周内股价区间 (元)	4.50-8.85
总市值 (百万元)	12,541
总资产 (百万元)	41,454
每股净资产 (元)	4.33

资料来源: 公司公告

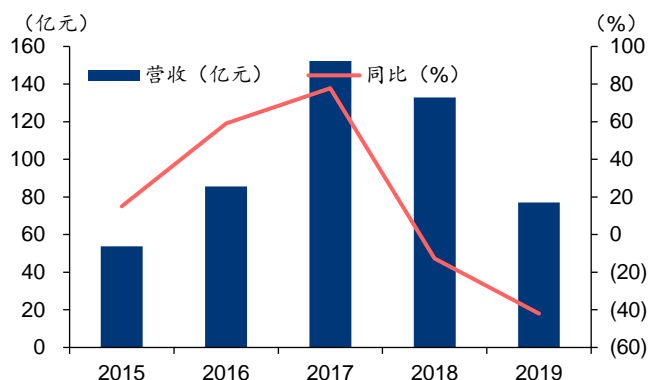
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,226	13,293	7,713	9,065	10,782
+/-%	77.79	(12.69)	(41.98)	17.53	18.94
归属母公司净利润 (百万元)	2,178	1,596	61.26	937.05	1,389
+/-%	68.13	(26.72)	(96.16)	1,430	48.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	0.59	0.02	0.35	0.52
PE (倍)	5.76	7.86	204.71	13.38	9.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

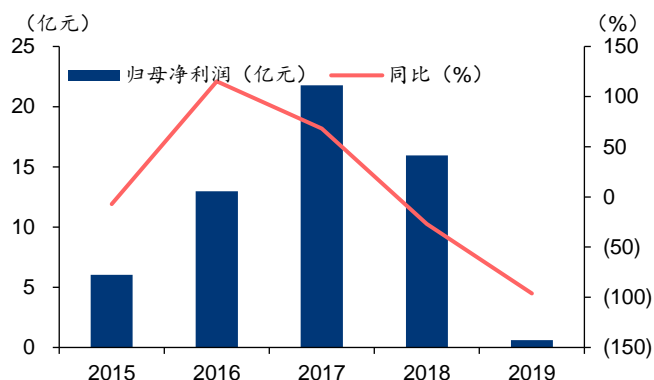
盈利预测调整及可比公司估值表

图表1：公司历年营收及同比增速



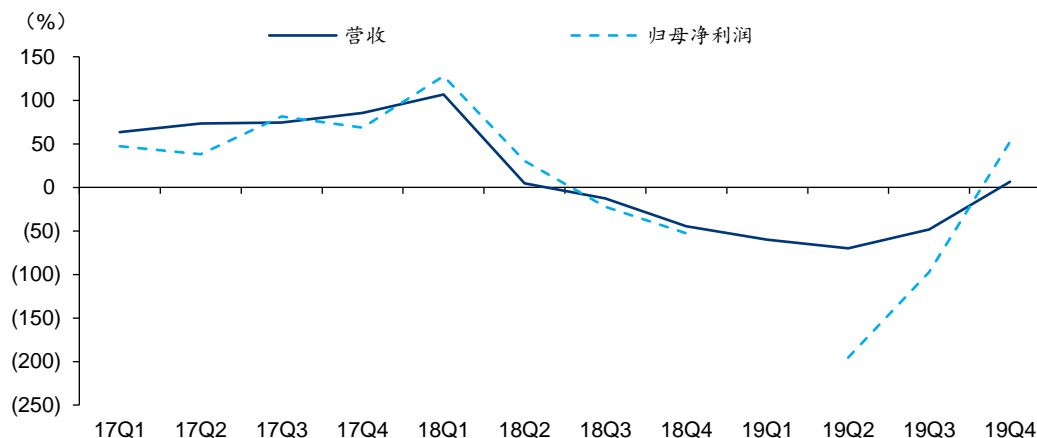
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司历年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：公司历史单季度营收及归母净利润增速



注：19Q1 其归母净利润增速为-2852%，数字过大故未显示在图中。

资料来源：Wind，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)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002717.SZ	岭南股份	78.92	5.14	0.51	0.30	0.33	0.38	10.08	17.13	15.58	13.53
300495.SZ	美尚生态	67.36	9.99	0.65	0.34	0.76	0.87	15.37	29.38	13.14	11.48
603359.SH	东珠生态	55.44	17.40	1.02	1.25	1.61	2.14	17.06	13.92	10.81	8.13
300070.SZ	碧水源	312.03	9.86	0.39	0.44	0.52	0.64	25.28	22.41	18.96	15.41
000826.SZ	启迪环境	141.20	9.87	0.45	0.54	0.71	1.08	21.93	18.28	13.90	9.14
002672.SZ	东江环保	89.51	10.18	0.46	0.53	0.64	0.76	22.13	19.21	15.91	13.39
	整体平均							18.64	20.06	14.72	11.85
002310.SZ	东方园林	125.41	4.67	0.59	0.02	0.35	0.52	7.86	204.71	13.38	9.03

注：数据截至2020年2月28日收盘，19-21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：Wind，华泰证券研究所

盈利预测调整与关键假设变化

我们认为公司当前经营情况及所面临的行业环境较 18FY 及 19Q1-3 均有较为明显的变化，根据公司业绩快报，对公司盈利预测予以新的假设：

1) 生态治理类工程业务：公司 19 年处于业务调整期，公告新签订单较少，但存量在手订单较多，我们预计在经过梳理后，公司当前有效在手订单仍然较为充裕，对工程业务收入有望起到较好支撑作用。水环境治理是公司核心工程业务，而朝阳国资入股后预计有望为公司带来可观的市政园林订单，因此我们认为 20/21 年公司市政环保类工程收入有望取得较快增长，全域旅游业务未来或处于消化存量订单阶段，预计公司 19-21 年市政园林工程收入增速-60%/20%/20%，水环境治理工程收入增速-65%/20%/20%，全域旅游业务收入增速-50%/10%/5%。毛利率角度，预计 19 年受工程进度推动较慢影响，公司工程业务毛利率存在一定下降，随着工程进度区域正常化，20/21 年毛利率有望逐步恢复至正常水平。

2) 固废处置业务：由于公司 18-19 年资金链相对紧张，部分技改项目停滞，我们预计公司 19 年固废业务收入出现较明显下降，在部分成本具有刚性情况下毛利率随之出现明显下降，但国资入股后有望加大对公司危废固废项目的投入力度，危废固废业务未来或仍是公司重要业务，预计 19-21 年收入增速-53%/15%/20%，随着收入增速提升，20/21 年毛利率逐步恢复，预计 19-21 年毛利率 20%/22%/25%。

3) 费用率情况：19 年公司收入较 18 年大幅下降，但财务类成本预计仍有一定上升，此外管理费用的刚性亦较强，因此预计 19 年公司期间费用率大幅上升，未来若公司营收重新恢复正常增长，则管理费用率/营销费用率有望逐步下降，财务费用率则有望受益于融资成本下降及现金流好转带来的有息负债增速降低。而随着公司加强清欠工作，存货及应收款进入收款高峰期，我们预计未来公司坏账准备也有望相对稳定，停止快速增长。

图表5： 公司收入及毛利率假设表

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
市政园林	收入/百万元	4596.02	3,151.42	1,418.14	1,701.77	2,042.12
	毛利率/%	28.81%	35.50%	26.00%	29.00%	31.00%
	同比增长/%	56.70%	-31.43%	-55.00%	20.00%	20.00%
水环境综合治理	收入/百万元	7004.53	5,876.47	3,525.88	4,231.06	5,077.27
	毛利率/%	32.78%	32.24%	28.00%	30.00%	31.00%
	同比增长/%	76.18%	-16.10%	-40.00%	20.00%	20.00%
全域旅游	收入/百万元	1102.40	2,077.38	1,038.69	1,142.56	1,199.69
	毛利率/%	30.00%	35.26%	25.00%	30.00%	30.00%
	同比增长/%		88.44%	-50.00%	10.00%	5.00%
固废处置	收入/百万元	1504.50	872.14	414.14	476.26	571.51
	毛利率/%	25.00%	25.00%	20.00%	22.00%	25.00%
	同比增长/%	23.66%	-42.03%	-52.52%	15.00%	20.00%
其他	收入/百万元	1018.66	1315.75	1,315.75	1,513.11	1,891.39
	毛利率/%	46.89%	42.94%	42.00%	41.00%	40.00%
	同比增长/%	132.23%	29.16%	0.00%	15.00%	25.00%
合计	收入/百万元	15,226.10	13,293.16	7,712.60	9,064.75	10,781.97
	毛利率/%	31.56%	34.07%	29.19%	31.23%	32.15%
	同比增长/%	77.79%	-12.69%	-41.98%	17.53%	18.94%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 公司期间费用率假设表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
管理费用率(含研发)	8.10%	13.50%	15.70%	12.00%	10.00%
销售费用率	0.27%	0.28%	0.33%	0.28%	0.28%
财务费用率	2.62%	5.17%	10.16%	4.57%	4.52%
资产减值占收入比重	2.57%	3.30%	2.59%	2.21%	1.85%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

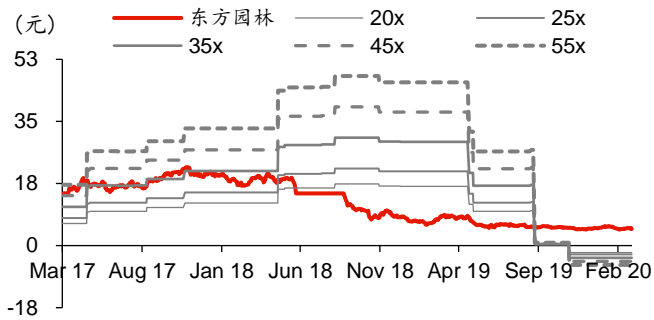
图表7: 盈利预测及关键假设调整表

项目	原预测(调整前)			现预测(调整后)			变化幅度(pct)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速(%)	21.37	17.73	17.01	-42.00	17.50	18.90	-63.37	-0.23	1.89
毛利率(%)	32.64	32.01	31.79	29.20	31.20	32.10	-3.44	-0.81	0.31
期间费用率(%)	14.51	13.99	13.38	26.19	16.85	14.80	11.68	2.86	1.42
净利率(%)	13.28	13.52	13.96	0.80	10.30	12.90	-12.48	-3.22	-1.06
归母净利润(亿元)	21.43	25.69	31.04	0.61	9.37	13.89	-97.15%	-63.53%	-55.25%
EPS(元)	0.80	0.96	1.16	0.02	0.35	0.52	-97.15%	-63.53%	-55.25%

资料来源: 华泰证券研究所

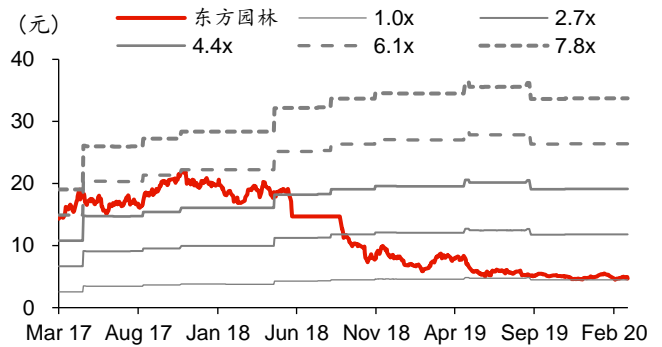
PE/PB - Bands

图表8: 东方园林历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 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	15,719	15,921	16,991
现金	3,403	2,009	2,000	2,000	2,000
应收账款	7,471	8,979	5,021	5,266	5,990
其他应收账款	349.63	445.68	233.23	274.12	326.05
预付账款	77.12	30.91	19.26	21.98	25.80
存货	12,433	14,994	8,167	8,079	8,387
其他流动资产	277.30	340.47	279.20	280.36	262.46
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	34,796	37,918	41,857
流动负债	21,293	27,140	19,738	21,854	24,308
短期借款	2,231	2,947	4,495	5,345	6,069
应付账款	8,610	12,018	7,489	8,548	10,032
其他流动负债	10,452	12,176	7,754	7,961	8,208
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	22,040	24,167	26,631
少数股东权益	55.64	153.49	191.69	249.60	335.45
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	8,083	9,020	10,409
归属母公司股东权益	11,315	12,755	12,564	13,501	14,890
负债和股东权益	35,114	42,093	34,796	37,918	41,857

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	444.06	584.14	783.16
净利润	2,221	1,591	99.47	994.96	1,475
折旧摊销	114.12	163.87	135.70	199.52	260.56
财务费用	398.52	687.28	783.41	414.20	486.99
投资损失	124.90	(304.19)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(286.19)	(2,410)	2,936	1,014	548.15
其他经营现金	351.59	323.05	(3,411)	(1,938)	(1,888)
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	685.40	435.86	236.84
短期借款	995.04	715.20	1,548	850.06	723.82
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	(862.73)	(414.20)	(486.99)
现金净增加额	21.27	(1,374)	(9.24)	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,226	13,293	7,713	9,065	10,782
营业成本	10,421	8,764	5,462	6,234	7,316
营业税金及附加	74.83	72.89	38.56	45.32	53.91
营业费用	41.77	37.81	25.45	25.38	30.19
管理费用	1,029	1,425	1,211	1,088	1,078
财务费用	398.52	687.28	783.41	414.20	486.99
资产减值损失	391.70	438.40	200.00	200.00	200.00
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	92.78	1,158	1,717
营业外收入	1.38	7.40	28.00	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	115.78	1,158	1,717
所得税	394.12	260.83	16.31	163.11	241.85
净利润	2,221	1,591	99.47	994.96	1,475
少数股东损益	42.70	(4.95)	38.21	57.90	85.85
归属母公司净利润	2,178	1,596	61.26	937.05	1,389
EBITDA	3,130	2,706	1,012	1,772	2,465
EPS (元, 基本)	0.81	0.59	0.02	0.35	0.52

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)	(41.98)	17.53	18.94
营业利润	67.07	(29.12)	(95.00)	1,148	48.27
归属母公司净利润	68.13	(26.72)	(96.16)	1,430	48.27
获利能力 (%)					
毛利率	31.56	34.07	29.19	31.23	32.15
净利率	14.30	12.01	0.79	10.34	12.89
ROE	19.25	12.51	0.49	6.94	9.33
ROIC	45.09	32.78	13.73	25.40	34.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.62	69.33	63.34	63.74	63.62
净负债比率 (%)	12.72	16.46	28.21	29.24	29.26
流动比率	1.13	0.99	0.80	0.73	0.70
速动比率	0.54	0.43	0.38	0.36	0.35
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.34	0.20	0.25	0.27
应收账款周转率	2.11	1.40	0.95	1.53	1.66
应付账款周转率	1.54	0.85	0.56	0.78	0.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.59	0.02	0.35	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.02	0.17	0.22	0.29
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.75	4.68	5.03	5.54
估值比率					
PE (倍)	5.76	7.86	204.71	13.38	9.03
PB (倍)	1.11	0.98	1.00	0.93	0.84
EV_EBITDA (倍)	2.03	2.35	6.28	3.58	2.58

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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 2020 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：htrd@htsc.com