

东方园林 (002310): 城建龙头, 订单充沛

公司概况:

东方园林是市政园林行业龙头, 成立于 1992 年, 2009 年在深圳中小板上市。公司拥有园林工程设计甲级资质和城市园林绿化一级资质、市政公用行业甲级工程设计资质、城市园林绿化企业一级资质和园林古建筑工程专业承包二级资质, 承做了北京奥运工程、CCTV 新台址、昆明莲花池公园等一批具有代表性的市政园林项目, 以及中信泰富/万宁神州半岛绿地公园高尔夫球场、上海佘山国际高尔夫球场、北京怀柔雁栖湖高尔夫等一批高尔夫重点项目。公司深耕市政园林二十多年, 积累了大量相关资源。

公司于 2013 年提出与海绵城市的建设目标(海绵城市建设指城市能够像海绵一样, 在适应环境变化和应对自然灾害等方面具有良好的“弹性”, 下雨时吸水、蓄水、渗水、净水, 需要时将蓄存的水“释放”并加以利用)具有较高契合度的“三位一体”生态综合治理理念, 使其在拓展 PPP 项目上具备先发优势, 2015 年至 2016 年 10 月, 公司累计新签订单达 690 亿元 (PPP 项目超过 80%), 二次成长爆发在即。目前公司主营分为园林建设、生态湿地和固废处置三大业务板块, 2016 年上半年营收占比分别为 58.93%、14.36%、14.15%。

买入理由:

1、业绩快速触底反弹。在 2009 年上市时, 公司营收和扣非后净利润仅有 5.84 亿元和 0.84 亿元, 2013 年则已达到 49.74 亿元和 8.89 亿元, 分别增长了 7.5 倍和 9.5 倍, 其股价也一度成为 A 股市场的第一高价股。此后受宏观经济下行、地主政府债务调控等因素的影响, 公司业绩在 2014 年陷入困境, 好在 2015 年公司及时调整业务, 向海绵城市建设等生态环保领域战略转型, 从千亿市政园林切入到万亿海绵城市, 并通过外延并购切入固废处理领域, 使得业绩快速触底反弹。2016 年 1-9 月, 公司实现营收 50.12 亿元, 扣非后净利润 4.74 亿元, 分别同比增长 46.39%和 82.41%, 其中, 3 季度实现营收 20.94 亿元, 扣非后净利润 2.18 亿元, 同比增长 75.91%和 108.5%, 近期公司更是将业绩预期由 2016 年三季度报告中披露的 70%-100%上调到 85%-115%。全年盈利在 11.14 亿元-12.94 亿元, 成长迅猛。

表一: 公司过往四个季度的营收和净利润同比数据

(百万)	14年4季 / 15年4季	15年1季 / 16年1季	15年2季 / 16年2季	15年3季 / 16年3季	评价
营收	1316 / 1957	384 / 752	1850 / 2166	1190 / 2094	成长显著加速
净利润	147 / 336	-79 / -100	234 / 355	105 / 218	成长显著加速

2、拓展 PPP 项目优势明显, 在手订单充沛。公司净利润从 2009 年上市时的 8376 万元快速增长至 2013 年的 8.89 亿元, 背后的主要推力来自政府当年的“四万亿”救市计划。目前政府力推的 PPP 模式 (即 Public Private Partnership, 是指政府与私人组织之间, 为了合作建设城市基础设施项目, 或是为了提供某种公共物品和服务, 以特许权协议为基础, 彼此之间形成一种伙伴式的合作关系) 与当年的“四万亿”救市计划目的是一致的, 同样是为了稳增长, 公司亦有望从中受益。公司过往的工程施工业务主要集中在市政园林, 通过多年的经营, 积累了大量的政府资源, 其 PPP 项目能快速放量也在情理之中。2015 年至 2016 年 10 月, 公司累计中标新项目总额规模达 690 亿元 (2015 年公司收入规模仅有 53.81 亿元), 未来随着 PPP 模式的进一步推进, 预计公司订单有望持续保持高增长。在手订单当中的长春北湖湿地生态文化综合治理 (合同金额 40 亿元) 等 6 个项目已进入准备阶段, 这些项目的落地将成为公司中长期业绩增长的主要引擎。

3、在海绵城市领域具有先发优势, 成长空间广阔。在政府大力推行海绵城市建设, 以及地方财力受

到限制的情况下，传统的市政园林项目已难以获得财政资金的支持，公司目前在手订单 80%以上均由 PPP 项目构成，所以近年来公司将主要拓展方向集中在海绵城市领域。公司于 2013 年创新性地提出的水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念，与国家 2014 年提出的海绵城市的建设目标具有较高的契合度，提前布局和丰富的经验使得公司在海绵城市建设领域形成先发优势，成为海绵城市建设的龙头。继 2014 年 12 月财政部发布《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》后，2016 年 2 月，财政部再次发布《关于开展 2016 年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》，加速海绵城市项目的落地，这也是 2015 年以来公司 PPP 订单能快速增长的重要因素。据规划，到 2020 年全国城市建成区海绵城市面积要达到 20%，按照目前全国城市建成区面积 5 万平方公里，海绵城市单位投资 2 亿元/平方公里计算，预计到 2020 年全国海绵城市市场空间达 2 万亿元，公司未来的成长空间广阔。

3、外延扩张提速，产业链布局进一步完善。近年来公司外延扩张提速，2015 年年底通过收购金源铜业、吴中固废、中能固废（其承诺 2016-17 年净利润分别不低于 2.07 亿元和 2.38 亿元），快速进入固废处理领域，2016 年下半年收购了中山环保 100%股权（收购价 9.5 亿元，承诺 2016 年净利润不低于 8520 万元）和上海立源 100%股权（收购价 3.25 亿元，承诺 2016 年净利润不低于 3000 万元），以完善公司在水处理技术、水污染治理领域的业务布局，从而进一步提升公司在海绵城市建设领域的综合竞争力。值得一提的是，2016 年以来，公司相继成立了“中赢东新环保产业基金”、“东新久有环保产业基金”，“华西东新环保产业基金”等 3 只产业基金，或意味着外延扩张仍有望延续，在持续带来业绩增量的同时，进一步完善公司的产业链布局。

4、金融保障模式提高回款保障，助推 PPP 项目落地。为保证应收账款的顺利回收，公司于 2012 年开创了土地保障新模式，即每一个合同均有一个保障地块来保障项目回款，这是 A 股同类上市公司中的首创。2014-15 年间，公司推出新的金融保障模式，引入金融机构对应收账款进行更充分的保障，这一定程度反映出公司具有较强的议价能力。公司的金融保障模式与目前全国大力推广的 PPP 模式有异曲同工之妙，两者均要求其金融机构保持密切联系，以实现项目和资金的顺利对接。公司通过金融保障模式的推广，积累较为丰富的相关经验，尤其是与多家金融机构形成了战略联盟，也为其承接 PPP 项目做好了充分准备，这也是公司 PPP 项目的落地速度明显高于其他同业的重要原因。

5、高标准股权激励彰显信心。公司在 2016 年 5 月份公布了第三期股权激励计划，行权条件为以 2015 年度扣非后净利润为基数，2016-2019 年度扣非后净利润增长率分别达到 105%、180%、288%、405%，即 2016-19 年扣非后净利润增速分别为 105%、36.63%、38.55%和 30.14%，对应净利润为 12.34 亿元、16.86 亿元、23.36 亿元和 30.4 亿元，同期扣非后的加权平均净资产收益率分别不低于 15%、16%、17%、17%，彰显了管理层对公司未来成长的信心。

6、业绩成长提速，估值上移空间仍大。随着业绩快速触底反弹，公司的估值也水涨船高。自 2016 年 1 月份的年内最低点开始算，截至 2016 年 12 月 19 日，期间公司股价最大涨幅达 171%，累计涨幅亦高达 104%，表现抢眼。市场一致预期，公司未来三年净利润复合增速为 49%，成长进一步提速。以最新股价 13.24 元计算（2016 年 12 月 19 日收盘价），公司当前 PE 为 29 倍，与过往中位的 30 倍基本相当，但考虑到公司业绩再次步入高增长轨道，对应 PEG 不足 0.6 倍，预计未来公司的估值仍有较大上移空间。

7、东方园林在股票估值网股票评级系统中被归为积极成长股，成长性评级为 1，安全性评级为 2，是成长性最好，稳定性和预测性较强的公司，目前股价处于股票估值网 JW4 点股价图谱的 B 点位置。更详细的介绍，请参见股票估值网最新一期及以往东方园林的个股报告。

风险提示：

- 1、PPP 项目落地低于预期。
- 2、环保业务拓展或不及预期。

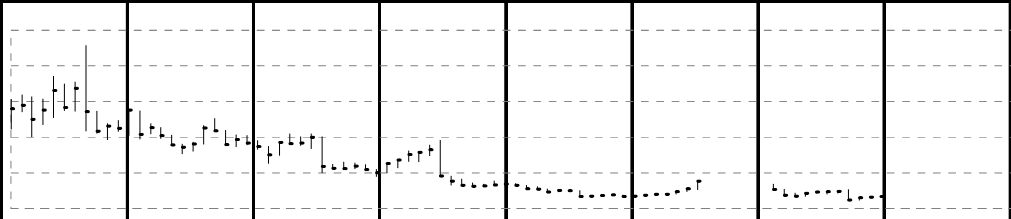
3、应收账款回款风险。

风格归属：

大盘股（总股本/流通股本：26.8 亿/14.2 亿，按本文写作时推算总市值 357 亿）

积极成长股

表二：公司过往和预期数据

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	关键指标
229.00	137.49	105.00	95.98	32.90	39.50	黑体数据 为预测数据		股价 - 高
96.00	76.48	44.62	30.40	16.26	17.52			股价 - 低
81-22	45-26	29-15	32-19	39-27	65-30			高 - 低PE
14.3-3.9	7-4.1	5-2.6	5.8-3.4	4.7-3.3	7.2-3.3			高 - 低PS
								250 200 150 100 50 0
1.71	2.99	2.28	1.33	0.56	0.59	0.42	0.59	每股收益（元）
2.00	-	2.30	1.20	0.65	0.60	0.50	0.50	每10股分红（元）
1,454	2,910	3,938	4,974	4,680	5,381	9416	13653	营业收入（百万）
257	449	687	889	561	596	1,060	1,500	净利润（百万）
33.6%	37.0%	37.2%	38.4%	34.6%	32.4%	29.5%	29.1%	毛利润率
17.7%	15.4%	17.4%	17.9%	12.0%	11.1%	11.3%	11.0%	净利润率
150	150	301	669	1,009	1,009	2,522	2,522	总股本（百万）

资本结构（亿）：总负债126（流动87.8，长期38.2）；总资产195.4。流通股：14.2亿股。（16/9/30）

董秘：张强；电话：（010）59388886；传真：（010）59388885；电邮：orientlandscape@163.com