

强烈推荐-A (维持)

东方园林 002310.SZ

目标估值: 13.7 元

当前股价: 10.09 元

2018 年 11 月 15 日

基础数据

上证综指	2668
总股本 (万股)	268278
已上市流通股 (万股)	153286
总市值 (亿元)	271
流通市值 (亿元)	155
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	18.9
资产负债率	70.4%
主要股东	何巧女
主要股东持股比例	41.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-47	-50
相对表现	11	-29	-28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《东方园林 (002310) — 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
- 《东方园林 (002310) — 加盟三峡保护长江经济带, 模式渐变破解资金难局》2018-10-24
- 《东方园林 (002310) — 东方园林估值体系探讨》2018-08-28

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

融资环境改善, 流动性危机缓解, 未来成长潜力仍大

近期, 我们对东方园林进行了调研。据调研了解, 目前政策对民企融资支持力度明显增大, 融资环境正在改善。未来, 东方园林将有发债、危废业务引入战投、大股东股权出让、银行融资、项目回款等多重方式获得资金保障刚兑偿付, 流动性危机缓解。而危机解除后, 东方园林仍有约 240 亿工程项目预计可在 2019 年顺利融资并开工结算, 危废板块也将在 2019 年开始贡献较多利润, 未来成长潜力仍大。同时, 公司还将开启央企、民企、政府合作新模式, 以相对轻资产方式参与 PPP 项目实施, 经历寒冬后, 公司将实现更稳健安全的成长。环保行业及民营龙头估值修复时机均已到来, 维持“强烈推荐”。

调研纪要:

一、多重资金来源保障刚兑偿付, 流动性危机缓解

截至 2018 年底, 公司债务结构中约有 30 亿元与银行相关, 包括票据和贷款, 受益于近期的政策的支持, 这部分债务均可通过续贷解决, 此外, 还有约 37 亿债券刚兑需偿还。

- **2018 年银行债务到期:** 仅约 30 亿元, 且根据政策, 北京市银行现在不能给民营企业断贷、抽贷, 公司银行层面债务不用担心, 可续贷;
- **债券刚兑及到期:** 18 年 5 月以来已全部偿还到期债券 27 亿元, 到 19 年 2 月还需偿还 37 亿 (12 月 10 亿, 1 月 10 亿, 2 月 17 亿);

2018 年 5 月以来, 东方园林已经偿还刚兑约 50 亿元, 后续刚兑时间较分散, 规模更可控, 且从目前的融资环境来看, 较之前已有所改善, 将有发债、危废业务引入战投、大股东股权出让、银行融资、项目回款等多重方式获得资金保障刚兑偿付, 流动性危机缓解。

(1) **发债:** 根据之前交流信息, 公司后续仍有约百亿的债券融资额度和安排, 其中包括超短期融资券 25 亿、中期票据 44 亿、公司债券 14.5 亿等。公司 11 月 2 日与中债信用增进公司、民生银行、中关村融资担保公司签署了《民营企业债券融资支持工具意向合作协议》, 为中债信增公司首批债券融资支持工具合作的三家企业之一, 公司后续发债融资获得强力支持;

(2) **危废业务引入战投:** 8 月 23 日农银投资与公司签署《市场化债转股战略合作协议》, 11 月 5 日, 农银投资与东方园林环境投资签署《增资协议》, 向全资孙公司东方园林环保集团投资, 首期增资款 10 亿元已到位, 未来拟以不超过 20 亿元进一步增资, 参股环保集团, 持有其 10 个危废厂不超过 49% 股权。

(3) **银行融资:** 今年 8 月以来东方园林与民生、兴业、广发、华夏等签约获得总额超过 64 亿元的授信和融资支持。

(4) 大股东股权出让降低股票质押率: 2018年10月18日, 东方园林发布公告, 实际控制人何巧女女士及唐凯先生拟出让占东方园林总股本不低于10%的股权, 转让股权所筹集资金将用于归还股票质押融资, 以降低控股股东股权质押率。11月1日, 公司实际控制人何巧女女士及唐凯先生与北京市盈润汇民基金管理中心(有限合伙)签订了《股权转让框架协议》, 盈润汇民基金为北京市朝阳区国有资本经营管理中心通过旗下母基金北京市盈润基金管理中心(有限合伙)出资的基金主体, 拟受让何巧女女士及唐凯先生所持有的占东方园林总股本不超过5%的股份, 成为东方园林的战略股东, 并为东方园林的健康稳定发展提供支持。目前, 大股东质押比例为82.88%, 若按照目前市价估算出让10%股份, 可获得资金支持将超过20亿元, 将资金归还后大股东质押率会降到50%以下。

(5) 四季度为回款高峰, 尤其是12月份是主要回款期, 大量项目回款将满足公司刚兑偿付及未来发展需求: 2018年上半年公司回款为50.1亿元, 同比增长34.35%, 若假设今年上半年回款占全年回款比重与上年一致, 可估算今年全年回款为138.8亿元, 假设今年第四季度回款占全年回款与上年一致, 则第四季度预计回款63.4亿元。在刚兑偿付的基础上, 项目回款将主要用于未来业绩成长需要。

表 1: 东方园林 2015-2018 年内回款情况 (亿元)

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
上半年回款	50.14	37.32	27.56	11.86
第四季度回款	-	47.21	32.6	25.6
全年回款		103.31	70.36	43.24
上半年回款占全年比重	-	36.12%	39.17%	27.43%
第四季度回款占全年的比重	-	45.70%	46.33%	59.20%

资料来源: wind, 招商证券

二、近期政策对民企融资开始大力支持, 寒冬即将过去

10月以来, 央行、国务院、财政部等多部门接连发布政策和措施, 对民营企业融资提供大力支持。11月9日民营企业座谈会中, 银保监会提出对民企贷款设“一二五”目标, 项目贷款也开始进行配套支持。

近期对民企融资支持的相关政策我们梳理如下表所示。从调研了解情况来看, 目前政策对民营企业的支持主要在股票质押、项目资本金和发债层面, 项目资金的配套仍在观察状态。

表 2: 2018 年 10 月以来, 对民企融资有利政策梳理汇总

序号	政策及新闻	发布时间	发布部门	核心内容概述
1	央行定向降准 1 个百分点, 为年内第四次降准	2018/10/7	央行	引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型支持力度
2	李克强主持召开国务院常务会议, 设立民营企业债券融资支持工具	2018/10/22	国务院常务会议	会议决定设立民营企业债券融资支持工具 以市场化方式帮助缓解企业融资难。
3	央行:再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿 支持民企融资	2018/10/22	央行	增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元, 发挥其定向调控、精准滴灌功能, 支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放

序号	政策及新闻	发布时间	发布部门	核心内容概述
4	央行：设立债券融资支持工具支持民营经济发展	2018/10/22	央行	1.人民银行引导 设立民营企业债券融资支持工具 ，稳定和促进民营企业债券融资；2.人民银行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。
5	证券业协会推动 设立证券行业支持民营企业发展集合资产管理计划	2018/10/22	中国证券业协会	由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成1000亿元总规模的资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难
6	习近平在民营企业座谈会上讲话：要为民营企业创造更好的环境	2018/11/1	总书记	会议为民营企业吃下定心丸，指出当年经济运行总体平稳，不确定性明显上升，下行压力有所加大，要为民营企业创造更好的环境：1.是减轻企业税费负担；2.是 解决民营企业融资难融资贵问题 ；3.是营造公平竞争环境；4.是完善政策执行方式；5.是构建亲清新型政商关系；6.是保护企业家人身和财产安全
7	民营企业座谈会采访——易纲：“三支箭”让资金流向民企缓解融资难	2018/11/6	人民银行行长易纲	第一支箭 是增加民营企业的信贷，特别是 小微企业的信贷 。“第二支箭”是支持民营企业发债。“第三支箭”是研究 设立民营企业股权融资支持工具
8	国家知识产权局：着力解决好民营企业在知识产权方面遇到的困难	2018/11/8	国家知识产权局党组会议	1.知识产权保护上对国有企业和民营企业一视同仁、同等保护；2. 通过知识产权质押融资等工作帮助民营企业解决融资难问题 。
9	《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	2018/11/8	国务院办公厅	1.人民银行要抓好支小再贷款、中小企业高收益债券、小微企业金融债券、知识产权质押融资等相关政策落实。2.银保监会要抓紧制定出台 鼓励银行业金融机构对民营企业加大信贷支持力度，不盲目停贷、压贷、抽贷、断贷 的政策措施；3.建立 金融机构绩效考核与小微信贷投放挂钩 的激励机制。
10	李克强主持召开国务院常务会议，提出 清理政府和国企对民营企业的欠款	2018/11/9	国务院常务会议	1.从大型企业授信规模中拿出一部分增加小微企业贷款。2.解决不愿贷、不敢贷问题，明确授信尽职免责认定标准。3. 力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点 ；4.清理政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款
11	银保监会将对 民企贷款设“一二五”目标	2018/11/9	银保监会	在新增的公司类贷款中， 大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取3年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50% 。
12	《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》	2018/11/9	财政部	要求对民营企业参与的政府和社会资本合作（PPP）项目要给予倾斜
13	《关于支持上市公司回购股份的意见》	2018/11/9	中国证券监督管理委员会	1.是依法支持各类上市公司回购股份用于实施股权激励及员工持股计划；2.是鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持；3.是简化实施回购的程序；4.是引导完善公司治理安排

资料来源：网站新闻，招商证券

三、流动性危机解除后，东方园林仍有在手约 240 亿工程项目预计可在 2019 年顺利融资并开工结算，危废板块也将在 2019 年开始贡献较多利润，未来成长潜力仍大

流动性危机解除后，我们进一步考虑后续成长问题，2019 年，公司的业绩增长仍将主要来自于 PPP 项目转化的工程利润贡献，同时，危废板块也将开始贡献大量利润。

(1) 在手 1800 亿 PPP 项目，将按照融资进度陆续开展，目前梳理有效 PPP 额度（对应东方园林可实际承接工程量）约 900-1000 亿元，将是未来 2-3 年业绩增长的基础。

公司目前累计拥有约 1800 亿 PPP 在手订单，其中有效 PPP 额度（对应东方园林可实际承接工程量）约为 900-1000 亿。在有效 PPP 额度中，目前融资已顺利完成、以及预期融资进展将较快的有约 240 亿。即 2019 年，公司仍有约 240 亿工程项目预计可顺利实施贡献收益。

(2) 危废项目 2019 年起也将开始贡献大量利润。

根据公司危废业务发展规划，截至 2018 年底，公司预计将有 30 万吨危废处理运营规模，且将有约 200 万吨危废产能开工建设，按照公示节点，至 18 年年底，公司总体危废环评产能将达到 593 万吨，预计将实现年度归母净利润超过 1 亿元。

截至 2019 年底，公司预计将实现危废运营规模 78 万吨，同时将有 1166 万吨危废产能开工建设，并拥有 1546 万吨环评产能，预计将实现年度归母净利润超过 4 亿元。

因此，流动性危机缓解后，公司业务未来仍然巨大较大成长潜力。

四、未来业务方向仍以水环境治理和危废处理为主，业务模式上将加盟三峡集团及携手其他国企央企，开启央企、民企、政府合作新模式，以相对轻资产方式参与 PPP 项目实施，促进业绩增长

公司未来业务方向仍将以当前最迫切、且必需的环保任务——水环境治理和危废处理为主。而业务模式上，将在传统 PPP 模式上再创新，与此次三峡集团合作类似，未来将开启央企、民企、政府合作新模式，以相对轻资产方式参与 PPP 项目实施，促进业绩增长。

10 月 23 日，东方园林与三峡集团签订《共抓长江大保护战略合作框架协议》，双方将开展多层次、多渠道、多模式的合作，发挥各自优势，推动长江经济带绿色产业经济运营合作，开展项目合作。

- ▶ 三峡集团是贯彻落实习近平总书记生态文明思想，实施长江经济带发展战略，开展长江大保护的骨干力量。为实现长江大保护目标，三峡集团陆续牵手各领域龙头集团，签订战略合作协议。三峡集团选择与东方园林合作，彰显了东方园林在行业内的龙头地位及在流域治理项目建设运营上的效率和优势。
- ▶ 战略合作开启央企及民企互利共赢新模式，未来有望在其他区域及项目复制，东方园林在把控工程及运维利润的同时，减少资本金占用、缓解资金压力，有利长期发展。未来的合作模式中，将由央企负责主导投融资，而东方园林主导项目设计建设及运维。央企获得了时间和资金效率的提升，东方园林则在获取工程运维利润的同时缓解了资金压力，参与方获得共赢。

表 3: 三峡集团战略合作方一览 (除地方政府外签约对象均为各行业领域龙头)

序号	签约时间	签约对象
1	2017 年 12 月 29 日	中国电建
2	2018 年 2 月 6 日	宜昌市
3	2018 年 3 月 14 日	九江市政府
4	2018 年 3 月 15 日	岳阳市政府
5	2018 年 4 月 10 日	湖北省政府
6	2018 年 5 月 4 日	江西省政府
7	2018 年 5 月 8 日	中国中铁
8	2018 年 6 月 8 日	重庆市政府
9	2018 年 7 月 6 日	湖南省
10	2018 年 7 月 18 日	芜湖市政府
11	2018 年 7 月 23 日	中国建筑
12	2018 年 7 月 24 日	光大集团
13	2018 年 8 月 1 日	中国化学工程集团
14	2018 年 8 月 8 日	中国能建
15	2018 年 8 月 8 日	中国铁建
16	2018 年 9 月 17 日	北控集团
17	2018 年 9 月 19 日	碧水源
18	2018 年 10 月 23 日	启迪桑德
19	2018 年 10 月 23 日	东方园林

资料来源: 公司公告, 招商证券

小结、调整发展节奏、加强风险控制、强化金融管控、创新业务模式, 经历寒冬后将有更稳健增长, 等待估值修复, 维持“强烈推荐”。

经历发债遇冷事件后, 公司对风险及金融管控加强, 对 PPP 业务推进节奏根据资金情况适度调整, 目前还已开始逐步拓展各类新业务模式, 通过新的合作模式, 未来有望重回快速增长通道。目前, 政策对民企融资支持力度日益加大, 融资环境逐渐改善, 环保行业及民营龙头估值修复的时机都将到来。

我们预计, 公司 2018-2019 年实现归属净利润分别为 25 亿元, 35 亿元, 目前市值对应 2018 年 PE 估值为 10.8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

六、风险提示: 资金面持续紧张影响借款偿还及项目进度; 大股东股权质押风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
流动资产	14433	17303	24011	26647	35349
现金	2655	2789	3403	3166	3733
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	373	80	127	158	214
应收款项	3789	5124	7471	9491	12813
其它应收款	473	388	348	435	587
存货	7040	8783	12433	13109	17615
其他	103	140	230	288	388
非流动资产	3263	6703	11104	15885	20790
长期股权投资	45	168	134	134	134
固定资产	852	883	930	974	1015
无形资产	82	539	592	1333	1199
其他	2284	5112	9448	13444	18442
资产总计	17696	24006	35114	42532	56139
流动负债	9687	10906	21293	24068	32122
短期借款	2006	1236	2231	2000	2800
应付账款	3462	4914	8610	9904	13308
预收账款	297	1048	2598	3270	4394
其他	3923	3708	7853	8895	11620
长期负债	1608	3662	2451	4751	7051
长期借款	68	853	200	1000	1800
其他	1540	2809	2251	3751	5251
负债合计	11295	14568	23744	28819	39173
股本	1009	2677	2683	2683	2683
资本公积金	1726	1758	1784	1784	1784
留存收益	3515	4751	6848	9189	12441
少数股东权益	150	253	56	57	58
归属于母公司所有者权益	6250	9185	11315	13656	16907
负债及权益合计	17696	24006	35114	42532	56139
现金流量表					
单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动现金流	368	1568	2924	4053	3800
净利润	602	1296	2178	2515	3503
折旧摊销	60	104	114	129	205
财务费用	265	315	382	714	1000
投资收益	0	(29)	125	(29)	(29)
营运资金变动	(582)	(172)	143	716	(893)
其它	22	55	(18)	8	14
投资活动现金流	(1637)	(2644)	(4511)	(4911)	(5111)
资本支出	(120)	(344)	(430)	(911)	(111)
其他投资	(1517)	(2300)	(4081)	(4000)	(5000)
筹资活动现金流	707	1053	1611	621	1878
借款变动	976	(1567)	2719	(20)	1600
普通股增加	0	1669	5	0	0
资本公积增加	14	31	26	0	0
股利分配	(66)	(61)	(80)	(174)	(252)
其他	(218)	980	(1060)	815	530
现金净增加额	(562)	(24)	23	(237)	567

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	5381	8564	15226	19033	25694
营业成本	3639	5752	10421	13117	17626
营业税金及附加	164	51	75	94	126
营业费用	12	22	42	52	70
管理费用	594	697	1233	1541	2081
财务费用	226	303	399	714	1000
资产减值损失	50	202	392	607	729
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	29	(125)	29	29
营业利润	694	1567	2617	2937	4091
营业外收入	18	72	1	1	1
营业外支出	1	1	4	4	4
利润总额	711	1638	2615	2935	4089
所得税	111	256	394	418	584
净利润	600	1381	2221	2517	3505
少数股东损益	(2)	85	43	1	1
归属于母公司净利润	602	1296	2178	2515	3503
EPS (元)	0.60	0.48	0.81	0.94	1.31
主要财务比率					
	2015	2016	2017	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	59%	78%	25%	35%
营业利润	-4%	126%	67%	12%	39%
净利润	-7%	115%	68%	15%	39%
获利能力					
毛利率	32.4%	32.8%	31.6%	31.1%	31.4%
净利率	11.2%	15.1%	14.3%	13.2%	13.6%
ROE	9.6%	14.1%	19.2%	18.4%	20.7%
ROIC	8.6%	12.3%	17.9%	18.7%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	63.8%	60.7%	67.6%	67.8%	69.8%
净负债比率	14.9%	13.7%	8.6%	7.1%	8.2%
流动比率	1.5	1.6	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	0.6	0.7	1.0	1.0	1.1
应收帐款周转率	1.5	1.9	2.4	2.2	2.3
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.5	1.4	1.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.48	0.81	0.94	1.31
每股经营现金	0.36	0.59	1.09	1.51	1.42
每股净资产	6.20	3.43	4.22	5.09	6.30
每股股利	0.06	0.03	0.07	0.09	0.13
估值比率					
PE	16.9	20.8	12.4	10.8	7.7
PB	1.6	2.9	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	85.0	41.5	26.0	21.2	15.1

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。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

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。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

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。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、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；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。

《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

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。