CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

岭南园林 002717.SZ

目标估值： 40
当前股价：24.96 元
2017 年 02 月 28 日

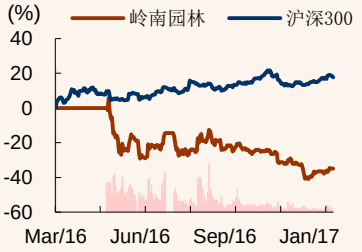
业绩增长符合预期，净利率略有提高

基础数据

上证综指	3229
总股本（万股）	41404
已上市流通股（万股）	17680
总市值（亿元）	103
流通市值（亿元）	44
每股净资产（MRQ）	5.8
ROE（TTM）	9.3
资产负债率	49.6%
主要股东	尹洪卫
主要股东持股比例	39.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-19	-35
相对表现	4	-23	-52



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《岭南园林（002717）—签订文旅一体化总包合同，岭南+恒润协同作用显著》2016-12-15
2、《岭南园林（002717）—合作建设文化旅游项目,》2016-11-30
3、《岭南园林（002717）—与知名 IP 平台合作，转型文旅战略逐渐落地》2016-10-26

顾佳
021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

研究助理
王彬鹏
021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理
李富华
lifuhua@cmschina.com.cn

事件：

公司公布 16 年业绩快报，16 年实现营收 25.70 亿元，同比增 36.07%；实现净利润 2.58 亿元，同比增 53.91%，EPS 为 0.66 元/股。

评论：

1、业绩增长符合预期，Q4 业绩增速显著加快

公司收入和净利分别增长 36.07%以及 53.91%，保持高增长，且符合预期，我们认为主要是因为两方面原因，第一是 PPP 的稳步推进以及公司充足的在手订单，15 年至今公告的 PPP 订单及框架协议超过 130 亿元；第二是文旅板块持续发力，增长超预期，其中恒润科技 16 年新签订单预计翻倍增长，德玛吉稳步发展并表贡献利润。分季度看，公司 2016 年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入增速分别为 81.33%、57.42%、21.61%、20.28%，业绩增速分别为 21.18%、60.97%、48.44%、65.53%，**四季度业绩增速明显加快**。此外，公司 2016 年净利率达 10.04%，好于去年的 8.92%，我们认为这主要是因为净利率较高的文化创意业务占比提高，16 年预计占比超过 25%。

未来，原来主业方面，公司将有效结合生态园林和水利治理，将流域治理、边坡护理、绿道景观和休闲风光带建设和生态园林有利结合，快速提升业务体量，带来未来的爆发式增长。

2、文旅+大营销产业齐头并进，后续静待开花结果

公司“二次创业”，转型文旅领域，致力于成为中国生态环境与文化旅游综合运营商，实现**由园林景观到文化旅游、2B 端到 2C 端、建设施工端到运营端的三重转变**。公司将以恒润集团为平台，上游获取影视、文学作品等 IP，下游建立主题公园以及拓展周边产品等。**上游 IP 方面**，公司将通过大 IP 带动小 IP 的方式来布局，未来可能参股或控股 IP 类公司；**中游以恒润集团为平台，将 IP 转化为大型游乐沉浸式体验的内容等**，恒润具有丰富的主题场馆建设经验，在创意展示、策划、呈现等方面具有优势，此外，德马吉与恒润集团展示业务具有较强的协同效应，同时亦可借助德马吉的创意营销，树立更好的品牌形象，快速推进市场；**下游打造主题公园**，公司**一方面通过自建来实现**，这个模式需要一定的资金和时间，公司的优势是采用授权 IP 带动自有 IP 结合自身核心技术，可以做到迅速复制，异地扩张；另一方面，**公司将在现有的景区或乐园中建“园中园”**，这样既有客流的保证，可以做到效益叠加，再次激活客户粘性，又能减少资金投入，复制较快。此外，未来公司可能去收购一些现有景区或乐园，这样更能保证“园中园”的落地。**此外，公司将以德玛吉为支点，组建大营销产业链，文旅和大营销相辅相成，协同发展。**

3、业绩高增长，积极参与 PPP，同时转型文旅，维持“强烈推荐-A”评级

公司业绩高增长，积极参与 PPP 享受政策红利，主业未来积极往水利、生态发展，同时“二次创业”转型文旅+大营销，战略清晰，协同发展，我们预计 16、17 年 EPS 分别为 0.63、0.94 元/股，对应 PE 分别为 39.9、26.6 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

4、风险提示：转型不及预期，PPP 推进不及预期，回款风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1499	2352	2985	3903	4632
现金	253	249	190	291	290
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	15	21	27	32
应收款项	376	541	685	894	1076
其它应收款	54	54	73	95	114
存货	658	1279	1725	2217	2661
其他	150	214	292	380	458
非流动资产	415	1284	1294	1302	1310
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	27	46	58	70	80
无形资产	1	19	17	15	14
其他	386	1219	1218	1218	1217
资产总计	**1913**	**3636**	**4279**	**5206**	**5942**
流动负债	1099	2224	2530	3084	3355
短期借款	449	511	797	910	784
应付账款	485	1049	1423	1829	2195
预收账款	4	31	42	54	65
其他	161	633	267	290	311
长期负债	61	451	451	451	451
长期借款	61	164	164	164	164
其他	0	288	288	288	288
负债合计	**1160**	**2675**	**2981**	**3535**	**3807**
股本	163	326	414	414	414
资本公积金	175	62	62	62	62
留存收益	415	571	819	1191	1654
少数股东权益	0	2	3	4	6
归属于母公司所有者权益	753	959	1295	1667	2130
负债及权益合计	**1913**	**3636**	**4279**	**5206**	**5942**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(192)	(137)	29	67	212
净利润	117	168	259	389	488
折旧摊销	5	8	10	11	13
财务费用	28	51	40	38	37
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(338)	(352)	(293)	(387)	(341)
其它	(4)	(12)	14	16	15
投资活动现金流	(14)	(251)	(24)	(24)	(24)
资本支出	(14)	(22)	(24)	(24)	(24)
其他投资	0	(229)	0	0	0
筹资活动现金流	366	388	(63)	58	(189)
借款变动	201	177	(101)	113	(126)
普通股增加	88	163	88	0	0
资本公积增加	122	(113)	0	0	0
股利分配	(38)	(98)	(11)	(17)	(26)
其他	(7)	259	(40)	(38)	(37)
现金净增加额	161	(0)	(59)	101	(1)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1088	1889	2570	3351	4037
营业成本	768	1330	1805	2320	2784
营业税金及附加	38	63	85	111	134
营业费用	0	6	13	16	19
管理费用	106	226	307	394	474
财务费用	7	28	40	38	37
资产减值损失	28	37	27	31	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	141	199	293	442	557
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	141	203	296	446	560
所得税	24	34	36	55	70
净利润	117	169	260	390	490
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属于母公司净利润	117	168	259	389	488
EPS（元）	0.72	0.52	0.63	0.94	1.18

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	35%	74%	36%	30%	20%
营业利润	22%	41%	47%	51%	26%
净利润	21%	44%	54%	50%	26%
获利能力					
毛利率	29.5%	29.6%	29.8%	30.8%	31.0%
净利率	10.8%	8.9%	10.1%	11.6%	12.1%
ROE	15.5%	17.5%	20.0%	23.3%	22.9%
ROIC	9.7%	9.3%	12.9%	15.3%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	73.6%	69.7%	67.9%	64.1%
净负债比率	27.1%	29.2%	22.5%	20.6%	16.0%
流动比率	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
应收帐款周转率	3.2	4.1	4.2	4.2	4.1
应付帐款周转率	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4
每股资料（元）					
每股收益	0.72	0.52	0.63	0.94	1.18
每股经营现金	-1.18	-0.42	0.07	0.16	0.51
每股净资产	4.62	2.94	3.13	4.03	5.14
每股股利	0.60	0.03	0.04	0.06	0.08
估值比率					
PE	34.7	48.4	39.9	26.6	21.2
PB	5.4	8.5	8.0	6.2	4.9
EV/EBITDA	93.0	60.8	41.4	28.8	23.4

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。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016 年 4 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

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

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。