安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 03 月 13 日

岭南园林（002717.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

生态、文旅协同发展，持续高增可期

■**事件：**公司发布 2016 年年报，实现营业收入 25.68 亿元，同比增长 35.94%，归属母公司股东的净利润 2.58 亿元，同比增长 55.29%%；每股收益 0.67 元，同比增长 28.85%。公司业绩符合预期。

■**园林主业稳健增长，文化创意快马加鞭：**2016 年公司实现营业收入 25.68 亿元，同比增长 35.94%；归属母公司股东的净利润 2.58 亿元，同比增长 55.29%%；每股收益 0.67 元，同比增长 28.85%。从业务板块来看，生态园林业务保持稳健增长，全年实现营业收入 22.11 亿元，同比增长 26.38%，业务占比 86.11%；文化旅游业务快速增长，全年实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 156%，业务占比 13.89%。2015-2016 年公司成功收购恒润科技和德马吉，2016 年 2 家公司分别实现净利润 6747 万元和 2604 万元，分别超出业绩承诺 22.67%和 4.16%。

■**园林主业战略微调，PPP 业务放量可期：**2015-2016 年公司园林主业以“稳健发展”为主基调，园林主业的增速控制在 30%-40%。2017 年公司微调园林主业的发展战略，将聚焦于 PPP 市场，加大 PPP 项目的拓展力度，变“小步快跑为大步赶超”。2016 年以来，公司累计公告重大订单 8 个，投资总额 38.4 亿元；签署并公告的框架协议 3 个，协议金额合计 65.8 亿元。公司园林主业发展战略的微调和园林业务订单的快速增长，园林业务发展有望提速。同时，公司正在停牌拟收购一家生态环保公司，若能成功收购将助力公司 PPP 业务放量。

■**恒润科技屡中大单，商业模式升级在即：**2016 年恒润科技市场开拓成效显著，先后中标 2.23 亿元的大连好奇王国方案设计及室内多媒体工程和 4 亿元的迁安中唐•天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化项目，并签署总投资 51 亿元的《邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议》，为恒润科技业绩高速增长提供有力保障。同时，恒润科技也积极创新商业模式，重点打造“上海摩登部落 VR 世界营运项目”等自主 IP 品牌主题乐园，从建设端延伸至运营端，打造“泛娱乐”全盈利产业链。

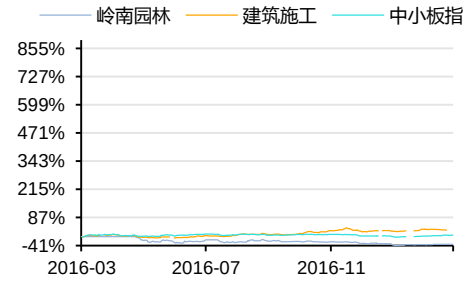
■**毛利率下降对公司盈利能力影响有限：**2016 年公司毛利率小幅下降，其中生态园林毛利率 25.02%，较 2015 年下降 2.74 个百分点，主要是营改增造成；文化旅游毛利率 48.52%，较 2015 年下降 4.28 个百分点，主要是恒润科技人员扩张快造成人工成本大幅上升。2017 年公司 PPP 业务占比增加，生态园林业务毛利率有望回升；恒润科技大项目助力规模效应，有助于提升毛利率水平，2017 年公司毛利率可能会提升。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	30.27 元
股价（2017-03-13）	24.96 元

交易数据

总市值（百万元）	10,334.39
流通市值(百万元)	4,413.03
总股本（百万股）	414.04
流通股本(百万股)	176.80
12 个月价格区间	22.63/40.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.09	-8.83	-45.72
绝对收益	2.59	-4.51	-34.85

张龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

相关报告

岭南园林：园林文创携手助高增长，现金流改善	2016-10-25
岭南园林：PPP 订单充裕助业绩加速，园林与文创双引擎驱动	2016-09-07
岭南园林：主题公园斩获大单，围绕 IP 打造文旅产业链	2016-09-01
岭南园林：增发过会，围绕核心 IP 多渠道变现布局日益清晰	2016-07-26

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

如果从 2016 年净利率来看，2016 年净利率为 10.12%，较 2015 年提高 0.23 个百分点，公司盈利能力在提升。

■**投资建议：**公司持续将园林业务向大生态延伸，同时定位文旅板块“VR 主题+互动体验+互动营销”发展脉络，最终实现生态、文旅交融发展，形成“大生态”、“泛娱乐”协同发展，我们看好公司未来大生态及泛娱乐的定位发展，预计公司 2017 年-2029 年的收入增速分别为 85%、35%、25%，净利润增速分别为 73.4%、51.4%、33.4%，成长性突出；维持对公司的买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30.27 元，相当于 2017 年 30 的动态市盈率。

■**风险提示：**

PPP 推进不及预期；文旅板块外延不及预期，商业模式 2B 到 2C 升级不及预期；应收账款坏账风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,888.9	2,567.7	4,750.2	6,412.8	8,016.0
净利润	168.0	260.8	452.3	684.7	913.3
每股收益(元)	0.41	0.63	1.09	1.65	2.21
每股净资产(元)	2.32	6.42	7.35	8.95	11.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.5	39.6	22.8	15.1	11.3
市净率(倍)	10.8	3.9	3.4	2.8	2.3
净利润率	8.9%	10.2%	9.5%	10.7%	11.4%
净资产收益率	17.5%	9.8%	14.9%	18.5%	19.9%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	38.6%	22.2%	32.4%	18.8%	38.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,888.9	2,567.7	4,750.2	6,412.8	8,016.0
减:营业成本	1,330.2	1,841.5	3,410.7	4,585.2	5,691.4
营业税费	62.6	35.1	71.3	132.1	131.6
销售费用	6.1	12.7	12.9	23.3	30.2
管理费用	225.7	353.7	665.0	849.2	1,096.0
财务费用	27.9	-4.3	17.5	-19.5	-45.3
资产减值损失	37.0	32.8	32.6	34.1	33.2
加:公允价值变动收益	-	0.0	-9.2	1.5	2.0
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	199.4	296.4	531.1	810.1	1,081.1
加:营业外净收支	3.4	12.4	5.1	7.0	8.2
利润总额	202.8	308.8	536.2	817.0	1,089.3
减:所得税	34.2	47.5	83.1	130.7	174.3
净利润	168.0	260.8	452.3	684.7	913.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	248.7	452.8	380.0	730.3	641.3
交易性金融资产	-	13.8	4.6	6.1	8.2
应收帐款	594.6	1,092.9	1,907.3	2,007.4	3,067.4
应收票据	15.2	25.5	29.2	54.8	53.3
预付帐款	9.1	15.9	32.6	27.1	50.2
存货	1,279.3	1,270.0	3,636.5	2,904.6	5,157.3
其他流动资产	205.2	308.4	219.1	244.2	257.2
可供出售金融资产	16.0	66.0	27.3	36.4	43.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	45.7	169.7	165.7	161.8	157.8
在建工程	69.9	2.0	2.0	2.0	2.0
无形资产	18.6	25.6	24.1	22.6	21.1
其他非流动资产	1,133.3	1,894.7	1,508.4	1,617.5	1,667.6
资产总额	3,635.7	5,337.3	7,936.7	7,814.8	11,126.7
短期债务	511.4	199.9	809.8	-	49.9
应付帐款	1,054.5	1,580.1	2,522.7	3,278.0	4,118.4
应付票据	49.0	30.1	269.8	39.4	336.9
其他流动负债	609.0	350.2	365.4	514.8	430.5
长期借款	163.7	192.3	716.9	-	1,325.5
其他非流动负债	287.6	322.4	203.3	271.1	265.6
负债总额	2,675.3	2,675.1	4,888.1	4,103.3	6,526.7
少数股东权益	1.7	4.7	5.5	7.0	8.7
股本	325.7	414.0	414.0	414.0	414.0
留存收益	632.9	2,243.5	2,629.2	3,290.5	4,177.3
股东权益	960.4	2,662.2	3,048.7	3,711.5	4,600.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	73.6%	35.9%	85.0%	35.0%	25.0%
营业利润增长率	41.2%	48.7%	79.2%	52.5%	33.5%
净利润增长率	43.5%	55.3%	73.4%	51.4%	33.4%
EBITDA 增长率	53.1%	29.5%	83.0%	43.7%	30.8%
EBIT 增长率	53.0%	28.5%	87.8%	44.1%	31.0%
NOPLAT 增长率	53.0%	30.8%	87.6%	43.3%	31.0%
投资资本增长率	127.5%	28.5%	147.6%	-35.4%	96.8%
净资产增长率	27.5%	177.2%	14.5%	21.7%	23.9%
利润率					
毛利率	29.6%	28.3%	28.2%	28.5%	29.0%
营业利润率	10.6%	11.5%	11.2%	12.6%	13.5%
净利润率	8.9%	10.2%	9.5%	10.7%	11.4%
EBITDA/营业收入	12.4%	11.8%	11.7%	12.4%	13.0%
EBIT/营业收入	12.0%	11.4%	11.5%	12.3%	12.9%
运营效率					
固定资产周转天数	7	15	13	9	7
流动营业资本周转天数	99	77	119	112	112
流动资产周转天数	367	388	356	342	342
应收帐款周转天数	98	118	114	110	114
存货周转天数	185	179	186	184	181
总资产周转天数	529	629	503	442	425
投资资本周转天数	153	178	188	164	152
投资回报率					
ROE	17.5%	9.8%	14.9%	18.5%	19.9%
ROA	4.6%	4.9%	5.7%	8.8%	8.2%
ROIC	38.6%	22.2%	32.4%	18.8%	38.1%
费用率					
销售费用率	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
管理费用率	11.9%	13.8%	14.0%	13.2%	13.7%
财务费用率	1.5%	-0.2%	0.4%	-0.3%	-0.6%
三费/营业收入	13.8%	14.1%	14.6%	13.3%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	73.6%	50.1%	61.6%	52.5%	58.7%
负债权益比	278.6%	100.5%	160.3%	110.6%	141.9%
流动比率	1.06	1.47	1.56	1.56	1.87
速动比率	0.48	0.88	0.65	0.80	0.83
利息保障倍数	8.14	-67.51	31.36	-40.49	-22.85
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	0.07	0.08	0.08
分红比率	8.1%	0.0%	6.2%	4.8%	3.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	168.5	261.2	452.3	684.7	913.3
加:折旧和摊销	8.0	13.7	5.5	5.5	5.5
资产减值准备	37.0	32.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.0	-9.2	1.5	2.0
财务费用	50.6	46.9	17.5	-19.5	-45.3
投资损失	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
少数股东损益	0.6	0.4	0.8	1.6	1.7
营运资金的变动	-594.0	-821.5	-1,729.3	1,139.7	-2,268.9
经营活动产生现金流量	-137.3	-75.0	-1,262.4	1,813.4	-1,391.8
投资活动产生现金流量	-250.8	-540.9	140.4	-36.1	-22.7
融资活动产生现金流量	388.0	811.6	1,049.2	-1,427.1	1,325.5

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.41	0.63	1.09	1.65	2.21
BVPS(元)	2.32	6.42	7.35	8.95	11.09
PE(X)	61.5	39.6	22.8	15.1	11.3
PB(X)	10.8	3.9	3.4	2.8	2.3
P/FCF	31.3	-15.9	-19.7	20.0	1,575.3
P/S	5.5	4.0	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	61.8	31.5	19.6	11.2	9.8
CAGR(%)	59.7%	51.9%	57.0%	59.7%	51.9%
PEG	1.0	0.8	0.4	0.3	0.2
ROIC/WACC	3.9	2.2	3.3	1.9	3.8
REP	3.4	3.0	0.9	2.1	0.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。