CMS 招商证券

**强烈推荐-A（维持）**

# 岭南园林 002717.SZ

目标估值：NA
当前股价：24.96 元
**2017 年 04 月 25 日**

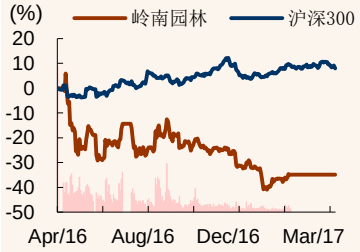
## 一季度业绩高增长，“大生态+泛游乐”齐发力

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 上证综指 | 3130 |
| 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） | 6.4 |
| ROE（TTM） | 9.8 |
| 资产负债率 | 50.1% |
| 主要股东 | 尹洪卫 |
| 主要股东持股比例 | 38.78% |

**股价表现**

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | | -18 | -35 |
| 相对表现 | | -20 | -43 |




资料来源：贝格数据、招商证券

**相关报告**

1、《岭南园林（002717）—业绩高增长符合预期，“生态+文旅”协同发展》2017-03-14

2、《岭南园林（002717）—业绩增长符合预期，净利率略有提高》2017-02-28

3、《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

**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：**

公司发布一季报，2017 年一季度实现营业收入 5.18 亿元，同比增长 28.37%，归母净利润 0.48 亿元，同比增长 68.12%。公司预计上半年实现归母净利润 1.65~2.06 亿元，同比增长为 60%~100%，对应预计二季度归母净利润为 1.17~1.58 亿元，同比增长 56%~110.67%。

**评论：**

**1、17Q1 业绩高增长，双主业发力**

2017 年一季度公司业绩实现高增长，得益于生态园林业务及创意文化业务同时发力。**分主体来看，**母公司营收增长 7.41%，净利润增长 2.82%，子公司营收增长 171.15%，净利润增长 885.71%，德玛吉等并表使公司业绩大幅增长。公司业绩增速高于营收增速，主要基于：1）高毛利率的文化创意业务占比提升，致使整体毛利率提升 2.93 个 pp；2）营改增导致营业税金及附加减少 900 万元；3）日常营运规模增加，导致管理费用增加 3100 万元。现金流净额有所下降，主要是因为业务规模不断扩大，现金支出较多，但收现比明显提升。不过，随着公司项目进度逐渐深入，公司现金流状况将有望得到改善。

**2、多个领域订单充足，业绩增长具有保障**

16 年公司生态板块，在手订单 200 亿元左右，其中签约订单 90 多亿，100 亿左右为框架协议，合计是 16 年营收的 7.79 倍；恒润科技 16 年在手订单 30 多亿，1-4 月新签订单超过 10 亿，全年订单预计大幅增长。此外，公司拟收购的新港水务 17 年 1-4 月已中标订单 36 亿元，明确跟进项目 55 亿元。公司多领域订单充足，业绩增长具有明显保障。

**3、深耕生态园林业务，拓展生态综合治理业务，深挖生态+文化旅游双协同效应**

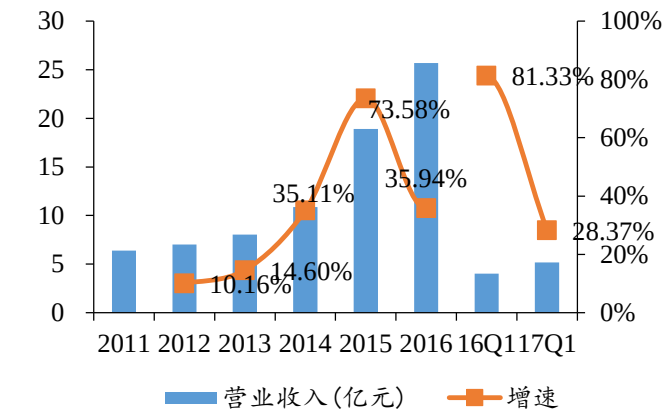
2017 年公司发展战略：**生态主业方面，**深耕生态园林业务，并通过加强研发（16 年研发投入增加近 3200 万元，占营收比重由 3.38%提升到 3.72%）及对外合作积极拓展生态综合治理业务（已收购新港水务），加快全产业链的整合发展，把握 PPP 发展浪潮。**文化旅游业务方面，上游：**公司基于在手及对外合作的 IP，深挖其价值；**中游：**以恒润集团为平台，将 IP 转化为大型游乐沉浸式体验的内容等；**下游：**通过自建或“园中园”的方式打造主题乐园，实现创意价值的变现。公司将通过内增式发展与外延式并购，以邹城项目为示范，引领“大生态”和文化旅游产业有机结合，深挖二者趋同效应，实现双主业高速发展。

**4、大生态+泛游乐战略，支撑公司长远发展，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，拓展园林及生态综合治理业务，同时“二次创业”转型文旅+泛娱乐，战略清晰，协同发展。**预计 17、18 年 EPS 为 1.07 与 1.34 元，对应 PE 为 23.4 与 18.6 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

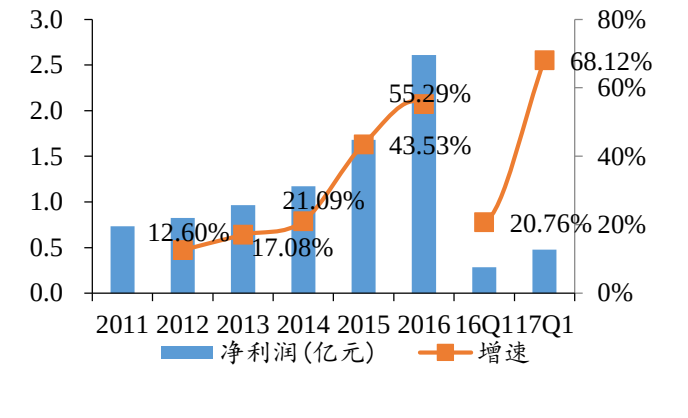
**5、风险提示：业务拓展不及预期，投资不及预期，回款风险**

**图 1：2017Q1 营收增长 28.37%**



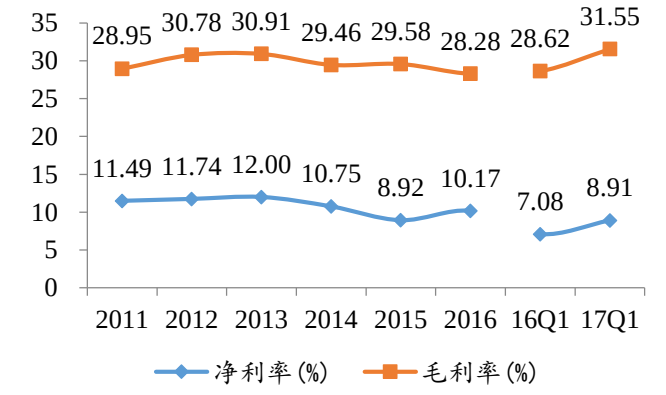

资料来源：Wind、招商证券

**图 2：2017Q1 年净利润大幅增长 68.12%**



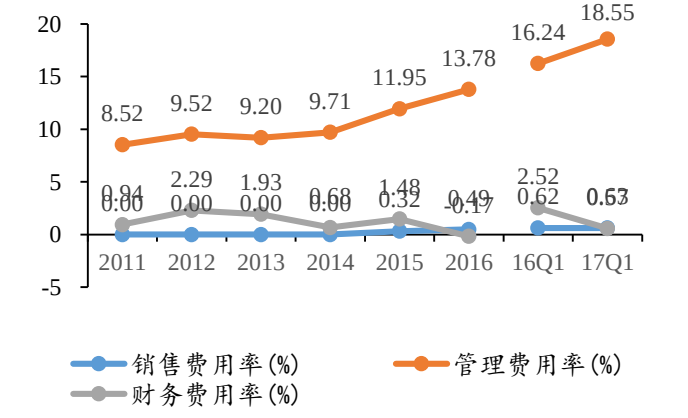

资料来源：Wind、招商证券。注：2015 年亏损，不便做同比增速

**图 3：17Q1 毛利率升 2.93 个 pp，净利率升 1.83 个 pp**



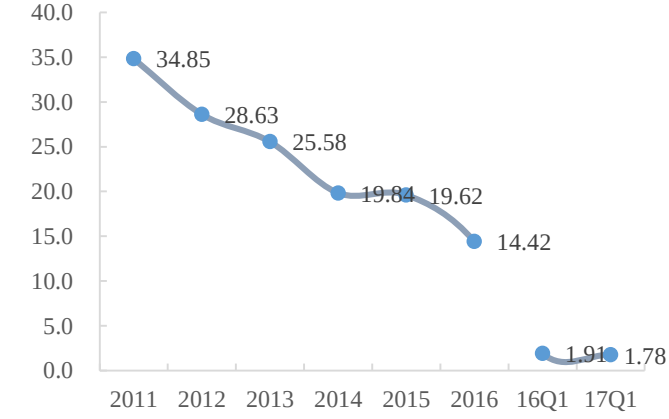

资料来源：Wind、招商证券

**图 4：17Q1 期间费用率略微提升 0.37 个 pp**



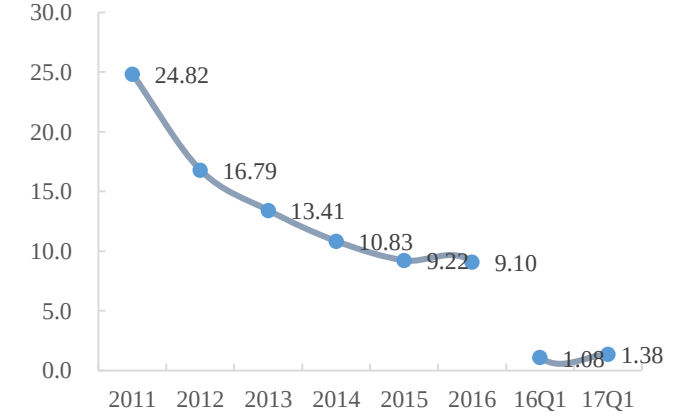

资料来源：Wind、招商证券

**图 5：17Q1 ROE 较去年同期略有下降**



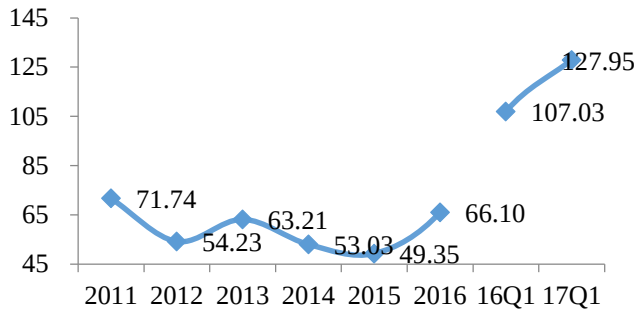

资料来源：Wind、招商证券

**图 6：17Q1 ROIC 较 16 年同期有所提升**



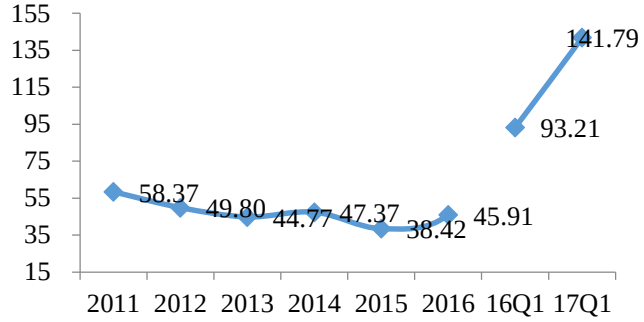

资料来源：Wind、招商证券

**图 7：17Q1 收现比较去年同期明显提升**



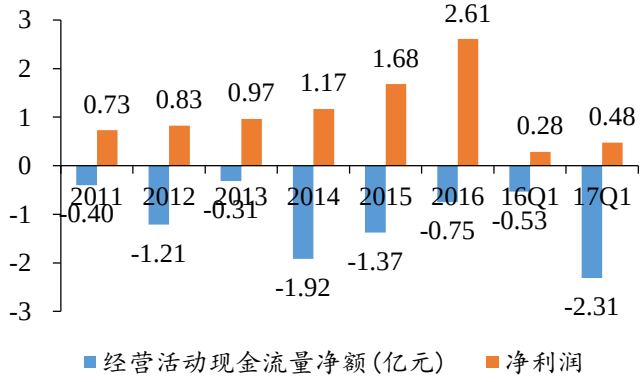

资料来源：Wind、招商证券

**图 8：17Q1 付现比较去年同期有所上升**



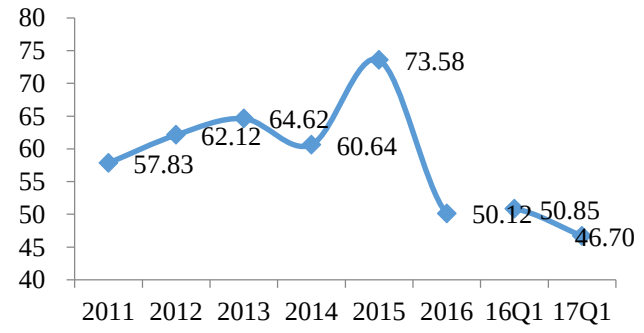

资料来源：Wind、招商证券

**图 9：17Q1 经营活动现金流净额有所恶化**



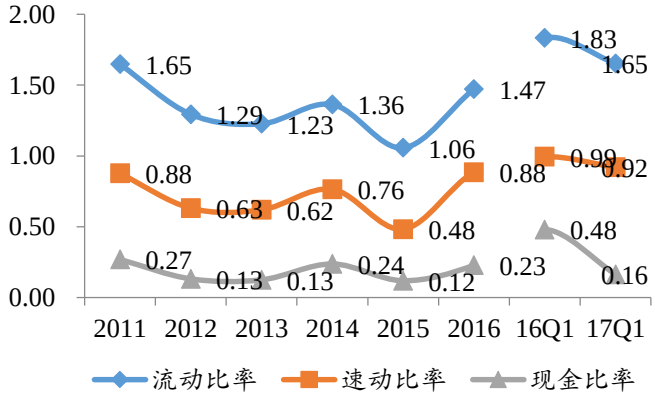

资料来源：Wind、招商证券

**图 10：公司资产负债率相比去年同期有所下降**



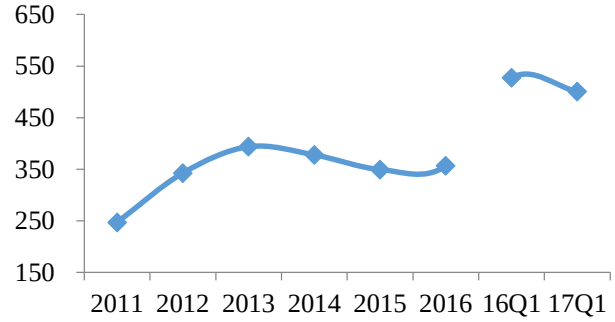

资料来源：Wind、招商证券

**图 11：短期偿债能力较去年同期有所下降**



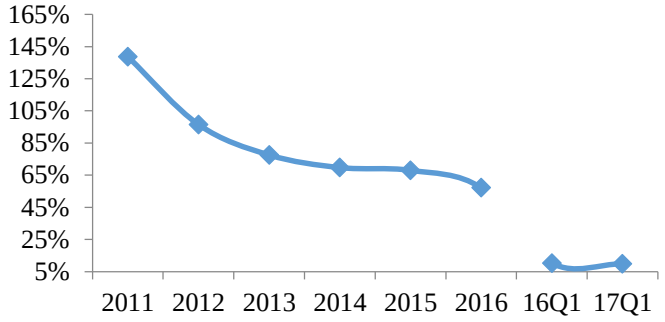

资料来源：Wind、招商证券

**图 12：17Q1 营业周期较去年同期有所下降**



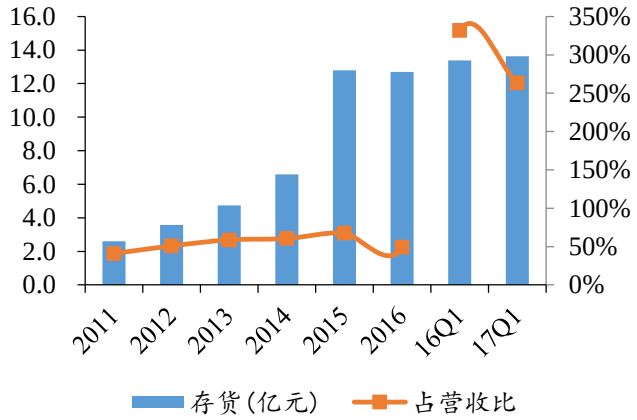

资料来源：Wind、招商证券

**图 13：17Q1 总资产周转率较去年同期有所上升**



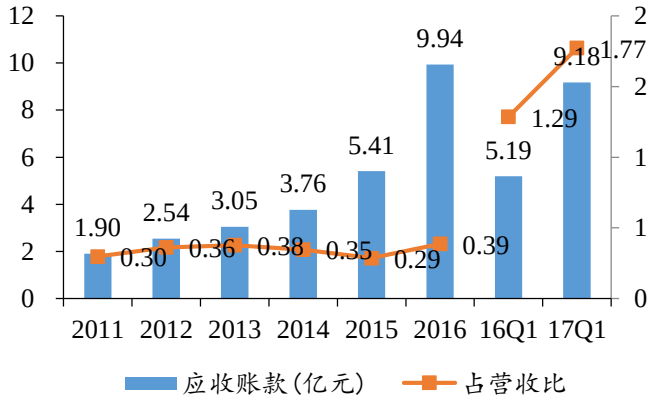

资料来源：Wind、招商证券

**图 14：17Q1 存货占营收比重较去年同期有所下降**




资料来源：Wind、招商证券

**图 15：17Q1 应收账款占营收比重较去年同期有所上升**




资料来源：Wind、招商证券

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 2352 | 3179 | 4595 | 5525 | 6712 |
| 现金 | 249 | 453 | 299 | 358 | 515 |
| 交易性投资 | 0 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 应收票据 | 15 | 26 | 41 | 49 | 59 |
| 应收款项 | 541 | 994 | 1559 | 1879 | 2255 |
| 其它应收款 | 54 | 99 | 158 | 191 | 229 |
| 存货 | 1279 | 1270 | 2005 | 2409 | 2891 |
| 其他 | 214 | 324 | 519 | 625 | 750 |
| **非流动资产** | 1284 | 2158 | 2262 | 2359 | 2448 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 46 | 170 | 278 | 379 | 472 |
| 无形资产 | 19 | 26 | 23 | 21 | 19 |
| 其他 | 1219 | 1963 | 1961 | 1959 | 1958 |
| **资产总计** | **3636** | **5337** | **6857** | **7884** | **9161** |
| **流动负债** | 2224 | 2160 | 3290 | 3892 | 4660 |
| 短期借款 | 511 | 200 | 395 | 448 | 560 |
| 应付账款 | 1049 | 1568 | 2492 | 2994 | 3593 |
| 预收账款 | 31 | 54 | 85 | 103 | 123 |
| 其他 | 633 | 339 | 318 | 348 | 383 |
| **长期负债** | 451 | 515 | 515 | 515 | 515 |
| 长期借款 | 164 | 192 | 192 | 192 | 192 |
| 其他 | 288 | 322 | 322 | 322 | 322 |
| **负债合计** | **2675** | **2675** | **3804** | **4407** | **5174** |
| 股本 | 326 | 414 | 414 | 414 | 414 |
| 资本公积金 | 62 | 1425 | 1425 | 1425 | 1425 |
| 留存收益 | 571 | 818 | 1208 | 1631 | 2139 |
| 少数股东权益 | 2 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| 归属于母公司所有者权益 | 959 | 2658 | 3047 | 3471 | 3979 |
| **负债及权益合计** | **3636** | **5337** | **6857** | **7884** | **9161** |

### 现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | (137) | (75) | (57) | 309 | 385 |
| 净利润 | 168 | 261 | 442 | 556 | 675 |
| 折旧摊销 | 8 | 14 | 19 | 27 | 35 |
| 财务费用 | 51 | 47 | 31 | 37 | 41 |
| 投资收益 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 营运资金变动 | (352) | (388) | (575) | (331) | (386) |
| 其它 | (12) | (8) | 27 | 20 | 21 |
| **投资活动现金流** | (251) | (541) | (133) | (133) | (133) |
| 资本支出 | (22) | (72) | (133) | (133) | (133) |
| 其他投资 | (229) | (469) | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | 388 | 812 | 37 | (116) | (95) |
| 借款变动 | 160 | (549) | 119 | 53 | 113 |
| 普通股增加 | 163 | 88 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (113) | 1363 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (81) | (130) | (52) | (132) | (167) |
| 其他 | 259 | 39 | (31) | (37) | (41) |
| **现金净增加额** | (0) | 196 | (154) | 59 | 157 |

### 利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1889 | 2568 | 4108 | 4951 | 5941 |
| 营业成本 | 1330 | 1841 | 2926 | 3516 | 4219 |
| 营业税金及附加 | 63 | 35 | 56 | 68 | 81 |
| 营业费用 | 6 | 13 | 20 | 24 | 29 |
| 管理费用 | 226 | 354 | 525 | 623 | 747 |
| 财务费用 | 28 | (4) | 31 | 37 | 41 |
| 资产减值损失 | 37 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 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** | 199 | 296 | 518 | 651 | 791 |
| 营业外收入 | 4 | 14 | 6 | 8 | 9 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **利润总额** | 203 | 309 | 523 | 658 | 799 |
| 所得税 | 34 | 48 | 81 | 101 | 123 |
| 净利润 | 169 | 261 | 442 | 557 | 676 |
| 少数股东损益 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **归属于母公司净利润** | 168 | 261 | 442 | 556 | 675 |
| **EPS（元）** | 0.52 | 0.63 | 1.07 | 1.34 | 1.63 |

### 主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业收入 | 74% | 36% | 60% | 21% | 20% |
| 营业利润 | 41% | 49% | 75% | 26% | 21% |
| 净利润 | 44% | 55% | 69% | 26% | 21% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 29.6% | 28.3% | 28.8% | 29.0% | 29.0% |
| 净利率 | 8.9% | 10.2% | 10.7% | 11.2% | 11.4% |
| ROE | 17.5% | 9.8% | 14.5% | 16.0% | 17.0% |
| ROIC | 9.3% | 7.9% | 12.8% | 14.1% | 14.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 73.6% | 50.1% | 55.5% | 55.9% | 56.5% |
| 净负债比率 | 29.2% | 8.8% | 8.6% | 8.1% | 8.2% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 1.4 | 1.4 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| 应收帐款周转率 | 4.1 | 3.3 | 3.2 | 2.9 | 2.9 |
| 应付帐款周转率 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 每股资料（元） | | | | | |
| 每股收益 | 0.52 | 0.63 | 1.07 | 1.34 | 1.63 |
| 每股经营现金 | -0.42 | -0.18 | -0.14 | 0.75 | 0.93 |
| 每股净资产 | 2.94 | 6.42 | 7.36 | 8.38 | 9.61 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.13 | 0.32 | 0.40 | 0.49 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 48.4 | 39.6 | 23.4 | 18.6 | 15.3 |
| PB | 8.5 | 3.9 | 3.4 | 3.0 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 5.9 | 4.6 | 2.4 | 1.9 | 1.6 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。