岭南园林(002717)/园林工程 订单高速增长，估值显著偏低

评级：买入(维持)

市场价格：24.97

目标价格：35.70

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

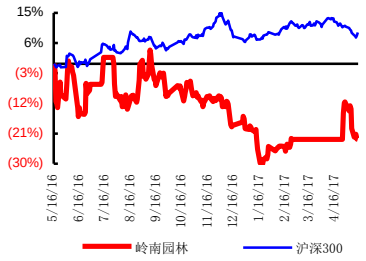
电话：0755-23819310

Email：jiaojun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	414
流通股本(百万股)	189
市价(元)	24.97
市值(百万元)	10,339
流通市值(百万元)	4,716

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】岭南园林（002717）点评报告：拟收购新港水务 90%股权，大生态布局再下一城

2 【中泰传媒】岭南园林（002717）年报点评：区域经营成效显著，文旅业务表现亮眼

3 【中泰传媒】岭南园林（002717）业绩快报点评：业绩高速增长略超预期，净利率明显改善

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	201 E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,888.86	2,567.70	5,200.00	6,787.00	8,529.25
增长率 yoy%	73.58%	35.94%	102.52%	30.52%	25.67%
净利润	167.95	260.80	510.19	724.68	923.60
增长率 yoy%	43.53%	55.29%	95.62%	42.04%	27.45%
每股收益（元）	0.52	0.63	1.19	1.70	2.16
每股现金流量	-0.42	-0.18	-0.25	0.89	1.29
净资产收益率	17.52%	9.81%	14.87%	17.44%	18.19%
P/E	85.14	41.24	20.89	14.71	11.54
P/B	14.92	4.05	3.11	2.57	2.10

备注：

投资要点

- **“大生态”及“泛游乐”战略助力公司业绩稳步增长，需求结构逐步转变为“消费+投资”双轮驱动。**公司自上市以来业绩呈现出高速增长，归母净利润增速已连续 5 年持续抬升，2014-2016 年归母净利润分别为 1.17/1.68/2.61 亿元，2016 年增速达 55%，继续创增速新高。业绩增长得益于公司“大生态”和“泛娱乐”两大领域生态圈的确立，公司将业务结构重新划分为生态园林和文化旅游两大块，占比分别为 86%和 14%。需求结构逐步转变为“消费+投资”双轮驱动，公司的净利结构将会逐步发展为“消费属性”（泛游乐“领域）与“投资属性”（”大生态“领域）并重的格局。

- **订单饱满，“大生态”业务有望持续高增长。**17 年至今，新签订单 26.78 亿（包含框架、不包括新收购的新港永豪订单），其中 4.8 亿 PPP 框架协议，9.27 亿 PPP 订单。去年同期并未公告施工订单，主要原因为去年单体订单额小并未达到披露要求。截止目前 17 年新签 PPP 订单为 16 年全年新签 PPP 订单的 75%（16 年新签 18.67 亿 PPP 订单），增长趋势明显。

- **以内容为核心，打造“泛游乐”文化旅游新业态。战略协同逐步释放，未来有望成为游乐园区综合运营商。**公司于 15 年和 16 年先后全资收购恒润科技和德马吉，涉足文化创意产业，并在此期间投资入股了近 10 家文旅企业，积极整合文化旅游上下游资源。未来公司有望利用自身优势，将公司内部资源充分整合，例如改造存量游乐园，利用“恒润”的渲染及游乐方面的技术对游乐园进行升级改造。园林产能也可以嫁接到游园升级过程中，协同作用逐步体现。

- **公司有望深度受益“雄安新区”以及“粤港澳大湾区”政策红利。**新并购的新港业务主要集中于京津冀，在雄安县曾经有过施工项目。未来有望结合“岭南园林”原有的地域优势，深度分享“雄安新区”以及“粤港澳大湾区”政策红利。公司于今年 4 月份作价 5.4 亿元收购新港永豪 90%股权。新港永豪是资质齐全的水务优秀企业，公司联姻新港永豪将补齐“大生态”产业链短板，使业务深入京津翼地区，并产生 3 项战略协同：一是发展生态园林相关的水生态修复行业，获取更多水生态领域订单；二是打通全盈利闭合产业链条，构建大生态和泛游乐综合业务模式；三是为持续内延发展和外延扩张相结合，成为生态环境与文化旅游相结合运营商。新港永豪 2017 年-2019 年承诺净利润 6250/7813/9766 万元，公司将业绩目标设定为：未来四年净利润逐年增长 25%以上。

- **风险提示：新业务拓展不达预期，PPP 推进不达预期的风险。**

- **盈利预测、估值与投资建议：**我们预测 17/18/19 年公司归母净利润分别为 5.10/7.25/9.24 亿元，EPS 分别为 1.19/1.70/2.16 元（考虑 17 年定增摊薄），16-19 年 CAGR 为 52%，当前股价对应 PE 分别为 21/15/12 倍，考虑到岭南园林未来高成长的潜力，我们给于目标价 35.7 元（对应 17 年 PE30 倍），买入评级。

图表 1：公司三表

损益表（人民币亿元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**11**	**19**	**26**	**52**	**68**	**85**
增长率	35.11%	73.6%	35.9%	102.5%	30.5%	25.7%
营业成本	-8	-13	-18	-37	-49	-61
% 销售收入	70.5%	70.4%	71.7%	70.9%	71.5%	71.4%
毛利	3	6	7	15	19	24
% 销售收入	29.5%	29.6%	28.3%	29.1%	28.5%	28.6%
营业税金及附加	0	-1	0	-1	-1	-1
% 销售收入	3.5%	3.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-1	-2	-4	-7	-9	-12
% 销售收入	9.7%	11.9%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
息税前利润（EBIT）	2	3	3	7	9	11
% 销售收入	16.2%	14.0%	12.6%	13.5%	12.8%	12.9%
财务费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.7%	1.5%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	2	3	6	8	11
营业利润率	13.0%	10.6%	11.5%	11.4%	12.5%	12.7%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	**1**	**2**	**3**	**6**	**9**	**11**
利润率	12.9%	10.7%	12.0%	11.6%	12.6%	12.8%
所得税	0	0	0	-1	-1	-2
所得税率	16.9%	16.9%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	1	2	3	5	7	9
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1**	**2**	**3**	**5**	**7**	**9**
净利率	10.8%	8.9%	10.2%	9.8%	10.7%	10.8%

现金流量表（人民币亿元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1	2	3	5	7	9
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	1	1	1
非经营收益	0	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4	-4	-4	-7	-4	-4
经营活动现金净流	**-2**	**-1**	**-1**	**-1**	**4**	**6**
资本开支	0	0	1	1	1	1
投资	0	-2	-5	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**0**	**-3**	**-5**	**-1**	**-1**	**-1**
股权募资	2	0	12	3	0	0
债权募资	2	4	-3	-2	0	0
其他	0	0	-1	0	-1	0
筹资活动现金净流	**4**	**4**	**8**	**1**	**-1**	**0**
现金净流量	**2**	**0**	**2**	**0**	**3**	**5**

资产负债表（人民币亿元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3	2	5	4	7	12
应收款项	4	6	11	18	23	29
存货	7	13	13	26	34	42
其他流动资产	1	2	3	4	4	4
流动资产	15	24	32	51	67	87
% 总资产	78.3%	64.7%	59.6%	69.8%	75.0%	79.4%
长期投资	4	7	11	11	11	11
固定资产	0	1	2	2	2	2
% 总资产	1.4%	3.2%	3.2%	2.9%	2.6%	2.3%
无形资产	0	5	8	8	8	8
非流动资产	4	13	22	22	22	22
% 总资产	21.7%	35.3%	40.4%	30.2%	25.0%	20.6%
资产总计	**19**	**36**	**53**	**73**	**89**	**109**
短期借款	5	9	3	1	1	1
应付款项	5	11	17	28	37	46
其他流动负债	1	2	2	4	5	6
流动负债	11	22	22	33	43	53
长期贷款	1	2	2	2	2	2
其他长期负债	0	3	3	3	3	3
负债	**12**	**27**	**27**	**38**	**48**	**58**
普通股股东权益	8	10	27	34	42	51
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**19**	**36**	**53**	**73**	**89**	**109**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.718	0.516	0.630	1.195	1.697	2.163
每股净资产(元)	4.624	2.943	6.419	8.033	9.730	11.892
每股经营现金净流(元)	-1.178	-0.422	-0.181	-0.247	0.888	1.290
每股股利(元)	0.000	0.000	0.125	0.125	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.54%	17.52%	9.81%	14.87%	17.44%	18.19%
总资产收益率	6.12%	4.62%	4.89%	7.01%	8.11%	8.46%
投入资本收益率	22.59%	16.20%	15.37%	24.62%	25.77%	28.43%
增长率						
营业总收入增长率	35.11%	73.58%	35.94%	102.52%	30.52%	25.67%
EBIT增长率	19.98%	49.65%	22.88%	115.55%	24.33%	26.74%
净利润增长率	21.09%	43.53%	55.29%	95.62%	42.04%	27.45%
总资产增长率	58.86%	89.78%	46.98%	36.29%	22.84%	22.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.2	88.6	109.1	109.1	109.1	109.1
存货周转天数	269.1	265.9	252.6	252.6	252.6	252.6
应付账款周转天数	183.5	210.4	259.4	259.4	259.4	259.4
固定资产周转天数	7.7	7.1	15.3	15.6	17.2	17.4
偿债能力						
净负债/股东权益	35.31%	109.97%	9.27%	2.66%	-4.41%	-13.44%
EBIT利息保障倍数	24.0	9.5	-75.1	-140.1	-81.9	-67.9
资产负债率	60.64%	73.55%	50.12%	52.76%	53.42%	53.38%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。