

强烈推荐-A (维持)

岭南园林 002717.SZ

目标估值: 36 元

当前股价: 26.62 元

2017 年 05 月 17 日

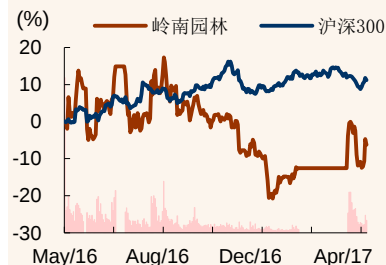
积极外延并购, 完善大生态版图

基础数据

上证综指	3104
总股本(万股)	41404
已上市流通股(万股)	17680
总市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	47
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	46.7%
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	9	-6	-14
相对表现	11	-6	-25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岭南园林(002717)——一季度业绩高增长, “大生态+泛游乐”齐发力》2017-04-25
- 2、《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
- 3、《岭南园林(002717)——业绩高增长符合预期, 净利率略有提高》2017-02-28

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

公司实施“大生态+泛游乐”战略, 双轮驱动, 外延收购不断完善生态版图, 泛游乐板块发展顺利, 两大模块产生显著协同效应, 预计 17、18 年 EPS 分别为 1.20 和 1.75 元/股, 对应 PE 为 22.2 和 15.2 倍, 目标价 36 元, 上涨空间 35%, 维持强烈推荐评级。

□ **外延收购水利行业区域龙头—新港水务。**公司拟收购北京市新港永豪水务工程有限公司 90% 股权, 作价 5.4 亿元 (含税费), 其中 2.97 亿元为股份对价, 2.43 亿元为现金支付, 分别占总对价比例为 55% 和 45%, 其中发行股份价格为 23.52 元/股。华希投资、山水泉投资对新港水务的业绩进行承诺, 2017、2018、2019 年净利润不低于 6250 万元、7813 万元和 9766 万元。

新港水务具有稀缺水利工程资质、丰富水务工程建设经验, 众多政府资源, 在深耕京津冀基础上, 项目遍及全国, 在行业内赢得较广知名度和较高信誉评价。17 年 1-4 月其已中标项目累计 36 亿, 截至 4 月份, 跟进较为明确的项目累计 55 亿, 已中标订单是 16 年营收 5.14 倍, 全年预计实现新签订单 100 亿左右。

□ **联姻新港水务, 完善大生态版图。**从业务战略上来看, 此次联姻新港水务将完善大生态版图中水利治理环节, 借力大 PPP 模式着力水污染治理业务, 有助于加速实现公司大生态布局。与此同时, 也将发挥协同效应, 实现资质、客户互补, 融合技术储备及项目经验, 实现可持续发展。另外, 其股东的机关单位背景, 将使公司形成一定的资源优势, 有助于增强公司的 PPP 承揽能力。从业务区域上来看, 此次收购有助于实现京津冀、粤港澳大湾区互动, 提升公司竞争力。在区域上形成以北京为中心, 辐射天津市、河北省的市场业务圈, 与长三角、珠三角形成业务联动, 进而形成全国区域业务布局, 大幅增强公司的综合竞争实力。

□ **双轮驱动持续发力, 打造岭南生态圈。**公司的战略部署是以客户为中心, 以“大生态+泛游乐”、“大 PPP+大创意”为核心, 形成以生态园林景观、环境治理、区域特色旅游、全球会展服务、主题公园、品牌营销推广等为一体的业务体系, 进行全产业链资源整合模式下的价值延伸, 倾力打造岭南生态圈。通过资源整合和外延收购, 公司不断增强大生态业务能力; 此外, 近两年收购恒润科技、德玛吉及参股多家文旅企业, 泛游乐业务快速增长。

□ **在手订单充足, 业绩高增长有保障; 实施“大生态+泛游乐”战略, 协同发展, 提供未来飞速发展契机,**预计 17、18 年 EPS 分别为 1.20 和 1.75 元/股, 对应 PE 为 22.2 和 15.2 倍, 目标价 36 元, 上涨空间 35%, 维持强烈推荐评级。

□ **风险提示:** 经济下滑风险; 投资风险; 政策推进不达预期; 回款风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1889	2568	4391	6626	8474
同比增长	74%	36%	71%	51%	28%
营业利润(百万元)	199	296	582	849	1073
同比增长	41%	49%	96%	46%	26%
净利润(百万元)	168	261	496	723	913
同比增长	44%	55%	90%	46%	26%
每股收益(元)	0.52	0.63	1.20	1.75	2.21
PE	51.6	42.3	22.2	15.2	12.1
PB	9.0	4.1	3.6	3.0	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、外延收购水利行业区域龙头—新港水务	4
1、5.4 亿收购新港水务 90%股权	4
2、新港水务—水利行业区域龙头	4
二、联姻新港水务，完善大生态版图	7
1、国家助推水生态治理，未来水务市场相当可观	7
2、取长补短，收购助力完善大生态版图	9
三、双轮驱动持续发力，打造岭南生态圈	10
1、“大生态+泛游乐”战略支撑未来发展	10
2、板块协同发展，拿单能力稳步提升	11
3、股权激励，持续增强业绩释放动力	13
四、风险提示	14

图表目录

图 1：新港水务发展历程	5
图 2：新港水务河道治理工程业务占比不断提升，2016 年占比将近 80%	5
图 3：新港水务股权结构	6
图 4：新港水务业务广泛，在全国设多家分支机构	6
图 5：新港水务业绩分布情况	6
图 6：新港水务营收实现快速增长	7
图 7：我国水利、环境和公共设施管理业城镇固定资产投资不断增长	8
图 8：新港水务资源与优势	10
图 9：岭南园林积极收购拓展泛游乐领域	11
图 10：岭南园林文旅板块战略层次图	11
图 11：岭南园林历史 PE Band	14
图 12：岭南园林历史 PB Band	14
表 1：交易具体方案	4
表 2：业绩超额完成的奖励	4
表 3：新港水务近两年投标项目中标情况	6
表 4：近年来水生态治理政策概览	7

表 5：“十三五”期间全国城市黑臭水体整治规模	8
表 6：2016 年至今公司公告签订的订单和框架协议	12
表 7：首次授予的限制性股票激励计划解锁条件	13
表 8：预留部分的限制性股票激励计划解锁条件	13
表 9：首次授予的限制性股票期权解锁安排	14
表 10：预留部分的限制性股票期权解锁安排	14
附：财务预测表	15

一、外延收购水利行业区域龙头—新港水务

1、5.4 亿收购新港水务 90%股权

公司公告,拟收购北京市新港永豪水务工程有限公司 90%股权,作价 5.4 亿元(含税费),其中 2.97 亿元为股份对价,2.43 亿元为现金支付,分别占总对价比例为 55%和 45%,其中发行股份价格为 23.52 元/股。

表 1: 交易具体方案

交易对方	交易对价 (亿元)	股份对价 (亿元)	支付股份 (万股)	现金对价 (亿元)
华希投资	4.26	2.97	1262.755	1.29
山水泉投资	1.14	-	-	1.14
合计	5.4	2.97	1262.755	2.43

资料来源:公司公告、招商证券

此次,现金交易对价分四期支付:

第一期,拿到证监会批文,募集配套资金到位后的 7 个工作日内,或证监会取消配套融资批复后的 30 个工作日后支付转让款的 85%,即 20655 万元;

第二期,出具新港水务 2017 年度审计报告后的 10 个工作日内支付现金转让款的 5%;

第三期,出具新港水务 2018 年度审计报告后的 10 个工作日内支付现金转让款的 5%;

第四期,出具新港水务 2019 年度审计报告后的 10 个工作日内支付现金转让款的 5%。

华希投资、山水泉投资对新港水务的业绩进行承诺,2017、2018、2019 年净利润不低于 6250 万元、7813 万元和 9766 万元。若未能完成利润承诺,将由原股东方进行差额补偿。若超额完成业绩承诺,将按照约定奖励给新港水务的管理团队。

表 2: 业绩超额完成的奖励

分类情形	业绩奖励
当年度超额净利润 ≤ 当年预测净利润*50%	当年度业绩奖励 = 当年度超额净利润 *35%
当年度超额净利润 > 当年预测净利润 *50%	当年度业绩奖励 = 当年度超额净利润 *50%

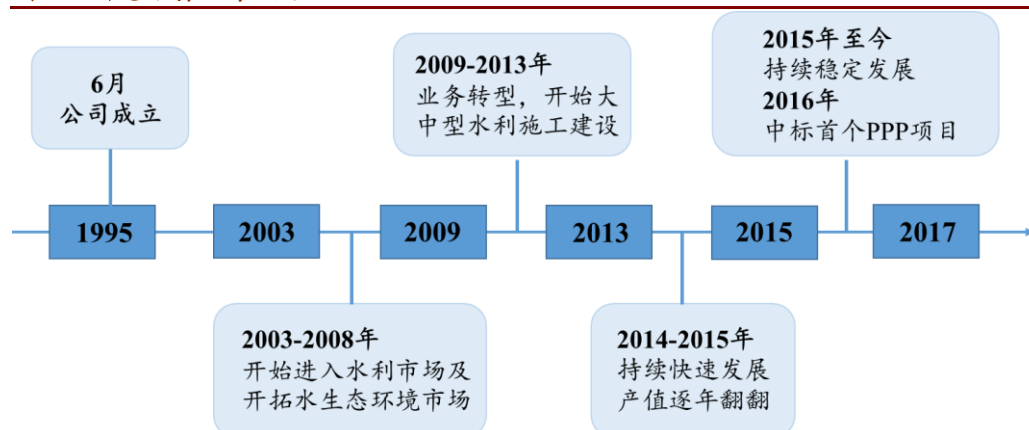
资料来源:公司公告、招商证券

此外,公司拟以询价方式,向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 2.69 亿元,发行价格为定价基准日(募集配套资金发行期首日)前 20 个交易日的股票均价 90%。

2、新港水务—水利行业区域龙头

新港水务成立于 1995 年 6 月 29 日,注册资本金 1 亿元,是水利部机关服务局所属企业参股公司。公司以水利水电工程施工为主要发展方向,以水务建设投资、水处理、水生态建设、安全饮水系统开发等业务为多元支撑的专业化企业。目前,公司已取得国家水利水电工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包、环保工程专业承包以及水利水电机电设备安装工程专业承包资质,荣获全国水利建设市场主体信用评价 AAA 等级、全国优秀水利企业、全国水利建设工程文明工地称号。

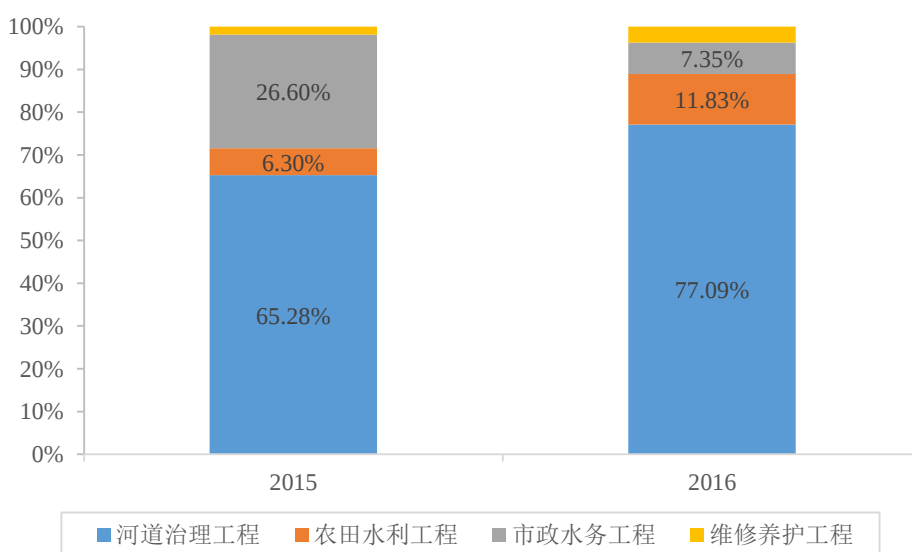
图 1：新港水务发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

新港水务主营水务工程承包，包括水利水电设备安装，水利水电工程施工总承包，环保工程总承包等。承建的工程主要包括河道治理工程、农田水利工程、市政水务工程、维修养护工程等类别，其中河道治理工程占据 70%以上的比重，且仍在提升，市政水务工程业务占比有所下降。

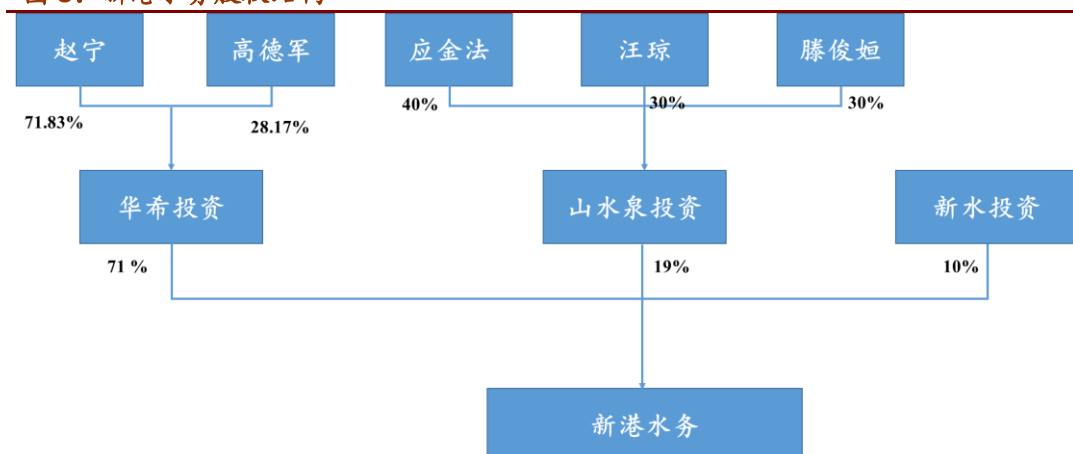
图 2：新港水务河道治理工程业务占比不断提升，2016 年占比将近 80%



资料来源：公司公告、招商证券

新港水务第一大股东为华希投资，持有 71%股权，实际控制人为赵宁，持有 71.83%的华希投资股权。另外，新水投资持有 10%股权，其中水利部机关服务局持有新水投资 27.13%股权，珠江水利委员会服务中心和中国水利水电科学研究院分别持有新水投资 3.85%和 7.69%股权。股东的机关单位背景，使得新港水务具有良好的政府关系，有利于获得市政项目。此外，中国水利水电科学研究院也有助于其专业技术能力的提升。

图 3：新港水务股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

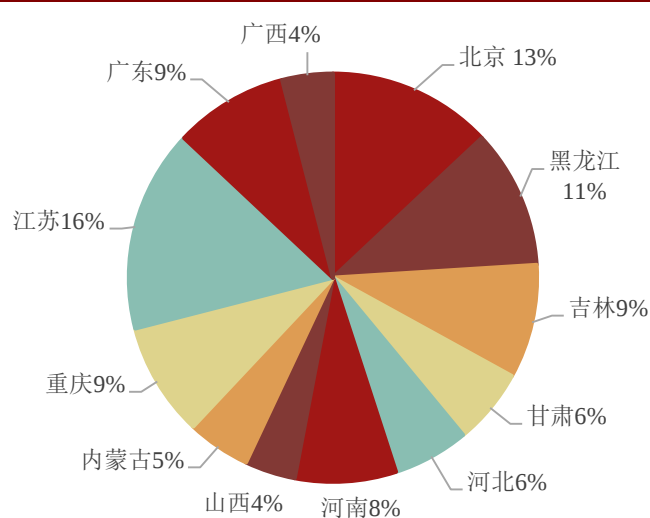
新港水务具有水利水电施工总承包壹级（较为稀缺）、水利水电机电安装工程专业承包叁级、市政公用工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级等资质，资质较为多元，将有助于承接多方面的项目。新港水务承接过各类大中型水利工程项目，具有丰富的水务工程建设经验，积极开拓水利市场，在深耕京津冀的基础上，工程项目遍及北京、河北、江苏、内蒙、西藏等多省市，同时设有辽宁、河南、广西、新疆等多家分公司及办事处，在水利行业赢得较广的知名度和较高的信誉评价。

图 4：新港水务业务广泛，在全国设多家分支机构



资料来源：公司官网、招商证券

图 5：新港水务业绩分布情况



资料来源：公司官网、招商证券

订单获取更具针对性，有效提升中标率。数据显示，2016 年较 2015 年中标数下降 36 个，但中标率从 68.33%提升至 72%。2017 年 1-4 月已中标项目累计 36 亿元，截至 4 月份，跟进较为明确的项目累计 55 亿元，已中标订单是 16 年营收的 5.14 倍。全年预计有望实现新签订单 100 亿元左右。充足的订单也保障了公司规模快速增长，2016 年实现营收 7.01 亿元，同比增长 50.43%。

表 3：新港水务近两年投标项目中标情况

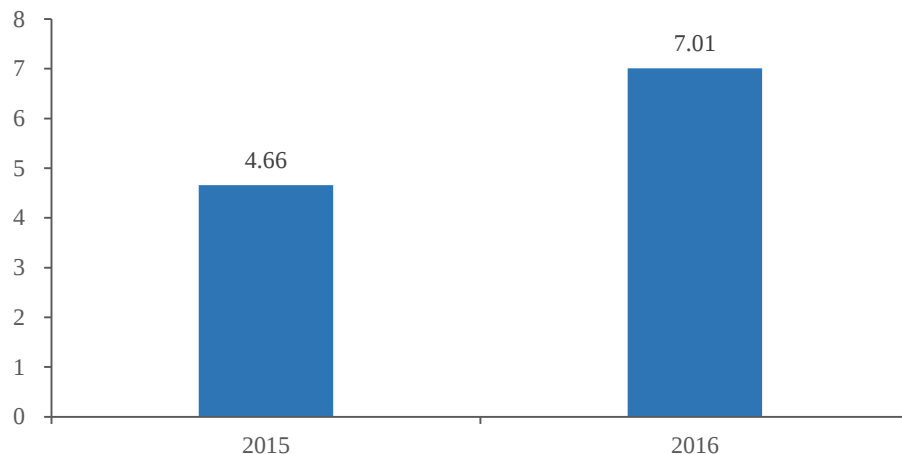
年份	投标项目（个）	中标项目（个）	中标率（%）
2015 年	61	41	68.33

敬请阅读末页的重要说明

年份	投标项目 (个)	中标项目 (个)	中标率 (%)
2016 年	25	18	72

资料来源：公司公告，招商证券

图 6：新港水务营收实现快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

二、联姻新港水务，完善大生态版图

1、国家助推水生态治理，未来水务市场相当可观

国家水生态治理政策频出，充分显示出对水生态修复的决心。2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布“水十条”，2015 年到 2020 年，“水十条”相应目标投入资金将达 5 万亿元。2016 年 11 月 14 日，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划（征求意见稿）发布，“十三五”期间，总投资将达 5829 亿元。这意味着，未来水污染治理投资将具有巨大的空间。2017 年 3 月住建部印发了关于“城市双修”的指导意见，提出改善生态环境质量，加快山体、水体的修复与治理，修复利用废弃地，完善绿地系统，同时修复补足城市基础设施短板，意见指出 2017 年各城市应制定实施计划，并推进一批“城市双修”示范项目，到 2020 年，“城市双修”工作初见成效。

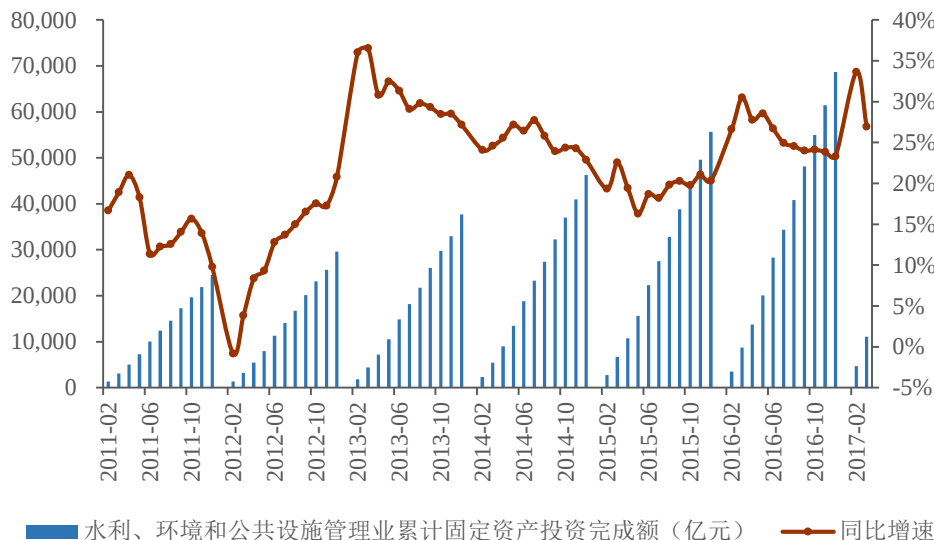
表 4：近年来水生态治理政策概览

时间	发文机构	文件
2015 年 04 月	国务院	水污染防治行动计划
2015 年 08 月	住建部、环保部	城市黑臭水体整治工作指南
2015 年 10 月	国务院办公厅	关于推进海绵城市建设的指导意见
2016 年 03 月	国务院	“十三五”规划纲要
2016 年 11 月	国务院办公厅	关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知
2016 年 12 月	国务院	关于全面推行河长制的意见
2016 年 12 月	国务院	关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知
2016 年 12 月	发改委、住建部	“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划
2017 年 01 月	国务院	关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知
2017 年 02 月	国务院	关于印发全国国土规划纲要（2016-2030 年）的通知
2017 年 03 月	住建部	关于加强生态修复城市修补工作的指导意见
2017 年 04 月	环保部	国家环境保护标准“十三五”发展规划

资料来源：公开资料，招商证券

随着社会及国家对于水利环保等方面的重视,我国对此相关的投资不断增加。2016 年,我国水利、环境和公共设施管理业城镇固定资产投资增长到 6.86 万亿元,同比增长 23.30%。2017 年一季度,投资达 1.11 万亿元,同比增长 26.94%。

图 7: 我国水利、环境和公共设施管理业城镇固定资产投资不断增长



资料来源: wind、招商证券

新港水务河道治理业务占总体业务将近 80%, 不妨以此估算整个行业未来的投资的规模。根据《“十三五”污水处理及再生建设》意见,“十三五”期间,全国城市黑臭水体整治规模达 2032 个,总长度 5882.2 公里,地级及以上城市黑臭水体得到整治控源。另外,《“十三五”生态环境保护规划的通知》,2017 年底前,各直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体,其他地级城市实现河面无大面积漂浮物、河岸无垃圾、无违法排污口,到 2020 年地级及以上城市建成区黑臭水体比例均控制在 10% 以内,其他城市力争大幅度消除重度黑臭水体。

目前每公里黑臭水体整治投资大约在 0.1 亿-0.5 亿(主要为河道疏浚、截污、清淤、引水等),取平均投资为 0.3 亿/公里,“十三五”期间,全国市场空间保守估计为 1800 亿,平均每年治理黑臭水体约为 1200 公里,每年黑臭水体的河道治理投资空间为 360 亿。值得关注的是,政府文件中披露,“十三五”期间黑臭水体治理截污所涉及设施建设的政府投资约 1700 亿元,已分项计入规划重点建设任务投资中。由此可见,新港水务所处的整个行业未来的发展前景可观。

表 5: “十三五”期间全国城市黑臭水体整治规模

地区	数量(个)	长度(公里)
北京	57	248.0
天津	25	117.3
河北	41	207.4
山西	71	213.4
内蒙古	11	21.1
辽宁	60	301.1
吉林	96	215.3
黑龙江	22	43.6
上海	56	118.5
江苏	125	253.7

地区	数量 (个)	长度 (公里)
浙江	6	9.9
安徽	217	523.1
福建	86	162.0
江西	26	32.4
山东	164	401.0
河南	116	353.4
湖北	142	513.8
湖南	160	301.3
广东	244	905.5
广西	62	142.2
海南	29	69.3
重庆	27	105.1
四川	99	296.7
贵州	15	28.9
云南	12	113.2
西藏	0	0
陕西	4	36.9
甘肃	17	43.5
青海	27	14.3
宁夏	13	64.1
新疆	2	26.2
总计	2032	5882.2

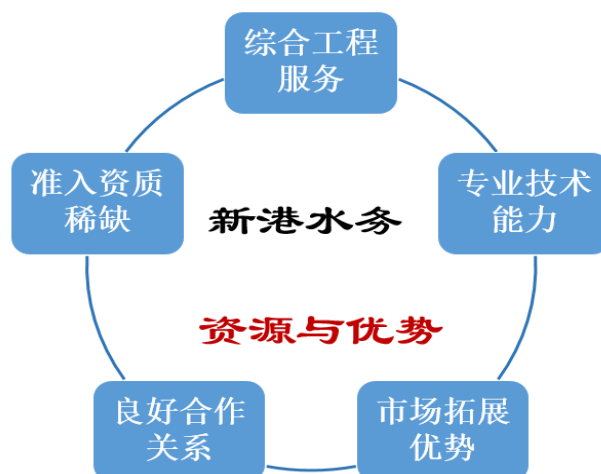
资料来源：公开资料，招商证券

2、取长补短，收购助力完善大生态版图

新港水务的核心竞争力如下：

- **资质资源稀缺：**拥有水利水电工程施工总承包壹级等多项资质。截止 2017 年 3 月 9 日，全国共有 222 家公司拥有此资质，但同时拥有水利水电安装资质的企业仅为 5 家，全国主营园林和水治理的公司基本没有此壹级资质，业务范围受限，只能与有水利资质的公司合作，在园林公司园林资质被取消的背景下，水利资质成为稀缺资源，有利于提高岭南园林的市场竞争力。
- **综合+专业服务：**能实施大规模水务综合工程服务，承接防洪排涝、供水、排水、海绵城市建设、水生态治理、生态修复等业务。
- **专业技术能力：**拥有专业、高效、强执行力的技术团队，丰富的大型水务工程经验，中国水利水电科学研究院作为其专业股东，也能提供丰富的专业技术合作和指导。
- **良好的资源优势：**其原隶属于水利部机关服务局下属企业，由水利部机关服务局所属企业参股，90%股权由改制干部职工拥有，10%为国资，企业的水利部机关服务局背景使其具有各地方政府资源优势。

图 8：新港水务资源与优势



资料来源：公司公告、招商证券

从业务战略上来看，联姻新港水务将完善大生态版图中水利治理环节，提升公司的综合竞争力，借力大 PPP 模式着力水污染治理业务，有助于加速实现岭南的大生态布局。与此同时，公司和新港水务的客户具有一定的重叠性，此次收购，也将有望发挥协同效应，实现资质、客户互补，融合技术储备及项目经验，实现可持续发展。另外，新港水务股东的机关单位背景，将使公司形成一定的资源优势，有助于增强公司的 PPP 承揽能力。

从业务区域上来看，此次收购有助于实现京津冀、粤港澳大湾区互动，提升公司竞争力。新港水务地处北京，深耕京津冀，业务范围涵盖雄安新区。作为经济发达中心、人口高密度地区，京津冀地区水环境治理、水资源保护更为重要。本次收购完成后，岭南园林将在京津冀地区形成全产业链运营下的“水生态治理+生态园林”的“大生态”业务网络，在区域上形成以北京为中心，辐射天津市、河北省的市场业务圈，与长三角、珠三角形成业务联动，进而形成全国区域业务布局，大幅增强公司的综合竞争实力。

三、双轮驱动持续发力，打造岭南生态圈

1、“大生态+泛游乐”战略支撑未来发展

岭南园林的战略部署是以客户为中心，以“大生态+泛游乐”、“大 PPP+大创意”为核心，形成以生态园林景观、环境治理、区域特色旅游、全球会展服务、主题公园、品牌营销推广等为一体的业务体系，进行全产业链资源整合模式下的价值延伸，实现点线面布局，逐步完善产业整合，倾力打造岭南生态圈。

➤ 加速布局大生态：扎实做好生态环境主业，着力水污染治理

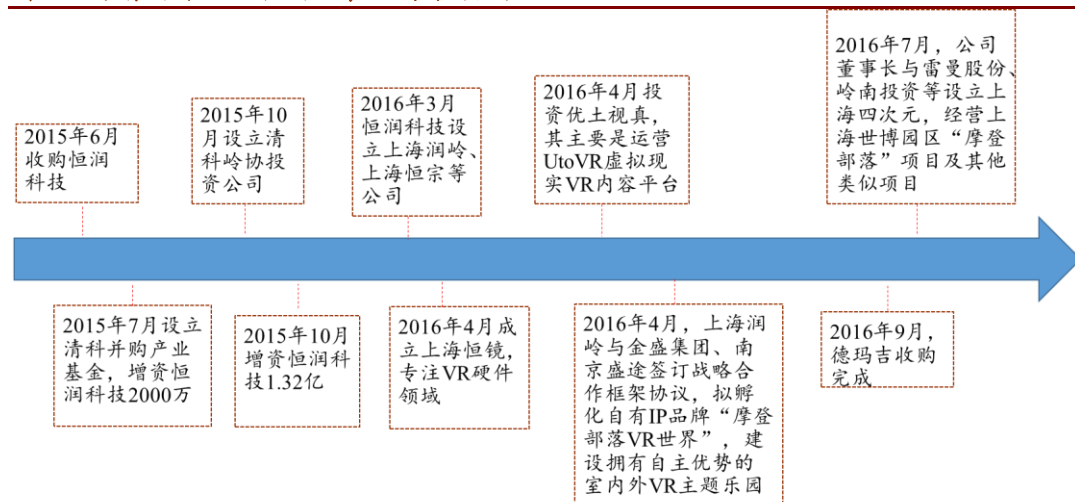
公司重视科研与创新，更擅长借助外力整合资源。目前已有一支涵盖污水处理、河道治理、海绵城市等专家、院士、长江学者建设团队，并拥有 9 项生态污水处理技术，且正积极与日本、以色列等国家进行专业技术的合作。

公司目前已形成华南、华中、华北、华西、华东 5 大区域、23 家分公司的全国性经营格局。近几年主业稳步增长，带动利润大幅增长，2016 年生态环境主业收入较 2014 年增长 103.6%，生态环境主业利润相应增长 72.52%。

➤ 积极拓展泛游乐：以点带面，开启文化旅游新业态

公司通过收购，以内容为核心，积极布局文旅板块。15年5月，以5.5亿元全资收购恒润科技，正式涉足文化旅游新产业；16年9月，以3.75亿元全资收购德马吉，加快布局文化创意产业，另外，在15-16年期间，公司投资入股近十家文旅企业，积极整合文旅上下游产业链，将文旅板块打造得更为坚实。

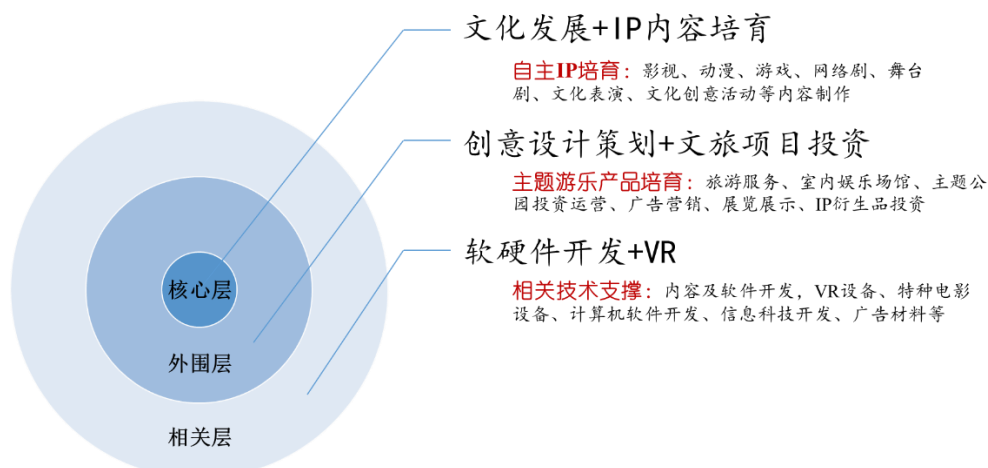
图 9：岭南园林积极收购拓展泛游乐领域



资料来源：公司公告、招商证券

公司将文旅板块分为核心层、外围层和相关层三个层次的定位，通过实施以点带面、逐步延展的发展战略，积极加速文旅板块的布局。

图 10：岭南园林文旅板块战略层次图



资料来源：公司公告、招商证券

2、板块协同发展，拿单能力稳步提升

“大生态+泛游乐”两个战略模块相互协同发展，为公司带来飞速发展的契机。两个模块协同效应十分明显，16年恒润科技和岭南园林在山东邹城中标51亿元PPP订单，

即为很好的印证。从生态园林到水生态治理结合文旅板块，未来从生态到旅游结合的 PPP 的订单将逐步落地，业绩将更为可观。16 年至今，中标速度呈现稳步上升的态势，公告签订的 13 个订单中，9 个为大生态战略范畴，金额共计 43.14 亿元，4 个为泛游乐战略领域，金额共计 13.99 亿元。我们预计 2017 年岭南园林生态业务在手订单有望达到 150 亿元，加上拟收购的新港水务和恒润科技的订单，全年在手订单有望突破 300 亿。

表 6：2016 年至今公司公告签订的订单和框架协议

时间	订单/框架协议	项目内容	总投资额	业务板块	采用模式
2016 年 5 月	安徽阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园项目	河道清淤、园林绿化、建筑小品、给排水、电气照明等	4.03	大生态	
2016 年 6 月	毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程	治理小流域面积 1.6 平方公里。其中：护岸环湖通道 5125 米，生态恢复工程 3528 亩，排污沟 5125 米，管网 7675 米等	5.2	大生态	
2016 年 8 月	辽宁大连好奇王国主题乐园一体化服务合作协议	大连好奇王国主题乐园项目设计、主题剧场设计、各单项项目施工等，包括硬件、影片及售后服务。特效影院类项目的安装、调试、操作培训及日常维护；	2.23	泛游乐	
2016 年 9 月	寮步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设项目	负责园区内项目设计与建设	6.34	大生态	PPP 模式
2016 年 9 月	乳山市城市绿化景观建设及提升改造项目	乳山市能源路、环城北路、新华街东段、疏港路南段、金碇岭公园、潮汐湖环湖路的绿化工程及银滩东部海岸带景观建设工程共 7 个部分内容在合作期内的投资、设计、建设、管理、运营、维护及移交	5.55	大生态	PPP 模式
2016 年 11 月	临泉县 2016 年水网建设项目（环城水系景观绿化工程）	白沟、阜临河、育才河、丰泉河等河道综合治理、绿化景观项目。上述范围内全部工程的地形测绘、勘察、设计、施工总承包	4.27	大生态	
2016 年 12 月	迁安中唐·天元谷文化旅游综合体施工一体项目	设计并拟配置国内外最先进的科技互动体验设备，并结合当地文化，原创打造具有当地特色的民俗体验内容	4	泛游乐	
2017 年 3 月	御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程项目	河道综合整治	8	大生态	PPP 模式
2017 年 3 月	嘉祥县曾子广场及洪山河景观绿化工程项目	区域内景观绿化工程建设	4.8	大生态	PPP 模式
2017 年 4 月	楚国八百年城市公园项目	建设荆州纪南生态文化旅游区内重点园林景观、生态湿地、环湖绿道工程等项目	4.73	泛游乐	PC 总承包

时间	订单/框架协议	项目内容	总投资额	业务板块	采用模式
2017 年 4 月	北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园一体化服务总承包合同	北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园项目设计、主题剧场设计、各单项向项目施工等，包括硬件、主题包装、影片及售后运营服务。特效影院类项目的安装、调试、操作培训及日常运营维护	3.03	泛游乐	
2017 年 4 月	聊城东昌湖景观提升及游路系统设计施工总承包	聊城东昌湖环湖人行步道及多功能游览路、东昌湖景观提升（启动区部分，面积约为：53 公顷）两项工程的深化设计、施工设计、工程施工	2.45	大生态	
2017 年 5 月	茫溪河流域污染综合整治工程（一期）补水暨生态湿地项目设计施工总承包	湿地项目（占地约 2220 亩，总投资约 2.5 亿元）范围内的园林景观、休闲广场、水上设施、休闲房屋及基础设施、道路工程等	2.50	大生态	EPC+融资

资料来源：公司公告、招商证券

3、股权激励，持续增强业绩释放动力

公司目前的股权激励方案为：向首次授予股票期权的激励对象 103 人，授予 658 万股限制性股票，行权价格为 13.30 元/股，约占公司总股本的 3.31%。预留授予股票期权激励对象总人数为 27 名，已授予未行权的预留股票期权总数为 106 万份，行权价格为 35.19 元/股，约占公司总股本的 1.39%。

公司的限制性股票激励计划主要特点如下：

- **授予价格低，增强激励力度。**公司激励股票数（含预留部分）共占总股本的比例为 4.7%。公司在 15 年 6 月除权后，首次授予股票期权的价格由 26.74 元/股调低为 13.33 元/股，将充分调动公司中高层管理人员及核心骨干人员的积极性，以保证公司业绩稳步提升，实现公司的发展战略和经营目标。
- **业绩目标高，加速业绩释放。**公司首次授予的限制性股票激励计划的业绩考核目标为 2015 年、2016 年、2017 年扣非后净利润较 2014 年分别增长不低于 40%、93%、160%，预留部分的限制性股票激励计划的业绩考核目标为 2016 年、2017 年扣非后净利润较 2014 年分别增长不低于 93%、160%，由此可以看出公司对于未来经营业绩信心十足。

表 7：首次授予的限制性股票激励计划解锁条件

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	相比 2014 年，2015 年扣非后净利润增长率不低于 40%
第二个解锁期	相比 2014 年，2016 年扣非后净利润增长率不低于 93%
第三个解锁期	相比 2014 年，2017 扣非后年净利润增长不低于 160%

资料来源：公司公告、招商证券

表 8：预留部分的限制性股票激励计划解锁条件

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	相比 2014 年，2016 年扣非后净利润增长率不低于 93%
第二个解锁期	相比 2014 年，2017 年扣非后净利润增长率不低于 160%

资料来源：公司公告、招商证券

此次激励计划有效期为自股票期权授权之日起，最长不超过 48 个月。首次授予的股票期权自授权日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权，三次可行权数量占比分别为 30%、30%、40%。

表 9：首次授予的限制性股票期权解锁安排

行权期	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告、招商证券

预留部分期权的有效期为自预留部分期权授权日起 36 个月。预留股票期权自股票期权首次授权日次日起 12 个月内授予，自预留期权授权日起满 12 个月后，激励对象可在未来 24 个月内分两期行权，两次可行权数量占比分别为 50%和 50%。

表 10：预留部分的限制性股票期权解锁安排

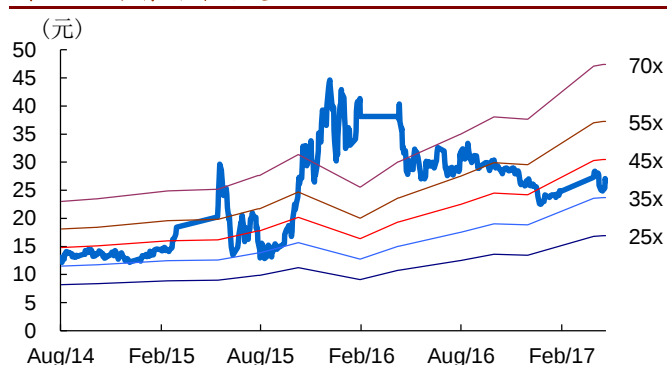
行权期	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

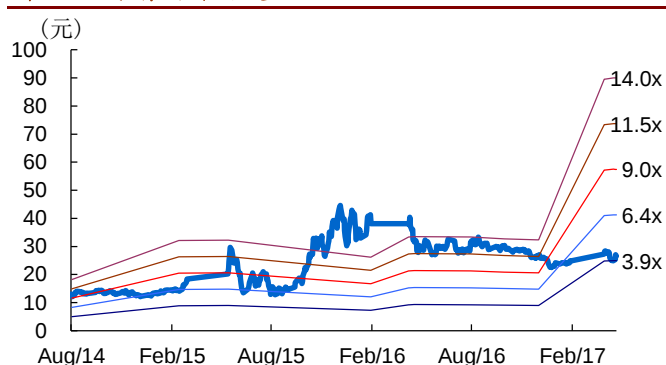
经济下滑风险；投资风险；政策推进不达预期；回款风险。

图 11：岭南园林历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：岭南园林历史 PB Band



资料来源：贝格数据、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	4902	7410	9604
现金	249	453	317	481	740
交易性投资	0	14	14	14	14
应收票据	15	26	44	66	84
应收款项	541	994	1666	2515	3216
其它应收款	54	99	169	255	326
存货	1279	1270	2137	3243	4153
其他	214	324	554	836	1070
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	7164	9769	12052
流动负债	2224	2160	3542	5571	7157
短期借款	511	200	468	994	1343
应付账款	1049	1568	2655	4030	5161
预收账款	31	54	91	138	177
其他	633	339	328	409	476
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	4056	6086	7672
股本	326	414	414	414	414
资本公积金	62	1425	1425	1425	1425
留存收益	571	818	1262	1837	2533
少数股东权益	2	5	6	7	8
归属于母公司所有者权益	959	2658	3102	3676	4372
负债及权益合计	3636	5337	7164	9769	12052

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(137)	(75)	(118)	(33)	328
净利润	168	261	496	723	913
折旧摊销	8	14	19	27	35
财务费用	51	47	24	47	68
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(352)	(388)	(688)	(866)	(718)
其它	(12)	(8)	30	35	30
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	116	331	64
借款变动	160	(549)	192	527	348
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)	(149)	(217)
其他	259	39	(24)	(47)	(68)
现金净增加额	(0)	196	(135)	164	259

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1889	2568	4391	6626	8474
营业成本	1330	1841	3118	4732	6061
营业税金及附加	63	35	60	90	116
营业费用	6	13	22	33	42
管理费用	226	354	552	840	1083
财务费用	28	(4)	24	47	68
资产减值损失	37	33	33	34	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	582	849	1073
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	587	856	1081
所得税	34	48	90	132	166
净利润	169	261	497	724	915
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属于母公司净利润	168	261	496	723	913
EPS (元)	0.52	0.63	1.20	1.75	2.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	74%	36%	71%	51%	28%
营业利润	41%	49%	96%	46%	26%
净利润	44%	55%	90%	46%	26%
获利能力					
毛利率	29.6%	28.3%	29.0%	28.6%	28.5%
净利率	8.9%	10.2%	11.3%	10.9%	10.8%
ROE	17.5%	9.8%	16.0%	19.7%	20.9%
ROIC	9.3%	7.9%	13.6%	15.6%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	73.6%	50.1%	56.6%	62.3%	63.7%
净负债比率	29.2%	8.8%	9.2%	12.1%	12.7%
流动比率	1.1	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.9	0.8	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.4	1.4	1.8	1.8	1.6
应收帐款周转率	4.1	3.3	3.3	3.2	3.0
应付帐款周转率	1.7	1.4	1.5	1.4	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.52	0.63	1.20	1.75	2.21
每股经营现金	-0.42	-0.18	-0.29	-0.08	0.79
每股净资产	2.94	6.42	7.49	8.88	10.56
每股股利	0.40	0.13	0.36	0.52	0.66
估值比率					
PE	51.6	42.3	22.2	15.2	12.1
PB	9.0	4.1	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	5.6	4.3	2.1	1.4	1.1

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。

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。