员工持股齐心聚力，产业基金点睛

岭南园林(002717)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	25.17
合理价格区间(元):	34.5~40.25

鲍荣富 研究员 执业证书编号：S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com

黄骥 研究员 执业证书编号：S0570516030001 021-28972066 huangji@htsc.com

王德彬 研究员 执业证书编号：S0570516090001 010-56793964 wangdebing@htsc.com

方晏荷 联系人 021-28972059 fangyanhe@htsc.com

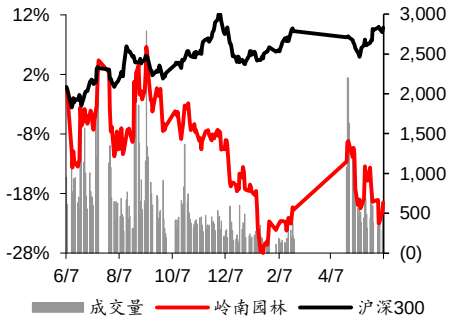
相关研究

1《岭南园林(002717,买入)：并购布局京津冀，大生态战略提速》2017.04

2《岭南园林(002717,买入)：主业加速成长，打造文旅生态闭环》2017.03

3《岭南园林(002717,买入)：园林主业稳步推进，完善文旅布局》2017.01

股价走势图



资料来源：Wind

事件

公司公告首期员工持股计划草案，拟以1.5：1比例成立2亿元集合资金信托购买公司股票，锁定期一年：同时公告全资子公司参与设立“粤财信托-岭南园林产业基金集合资金计划”，杠杆比例2：1，总规模不超过15亿元，信托计划期限为10年，可分期设立。

首次实施员工持股计划，高管大比例认购彰显信心

此次是公司2014年上市以来首次实施员工持股计划，公司认购劣后级份额，上限为8,000万元，其中总经理等董高监7人认购3,920万元，占比49%，总经理单人认购2,000万元，彰显了公司管理层对未来发展的信心充足。其他员工合计认购51%的劣后份额，有助于保持公司人才团队稳定，激励公司加快业绩释放。此外，合格机构投资者通过优先级认购1.2亿元，员工持股信托计划募资总额不超过2亿元，按本次草案董事会决议前一交易日收盘价24.19元测算，拟购股票约占公司现有股本总额的2%。

产业基金推动公司业务拓展，加速PPP项目落地

融资到位是制约PPP项目落地的重要因素之一，为了有效推动公司各项工程项目的实施，公司全资子公司“岭南金控”拟与东莞农商行共同参与粤财信托-岭南园林产业基金信托计划，将用于公司PPP项目的社会资本方出资和委托贷款。该计划总规模不超过15亿元，岭南金控认购一般信托份额5亿元。去年9月至今，公司新签PPP订单84.47亿元（含邹城51亿元框架），已明确落地的项目超过31.90亿元（不含未公告项目），我们预计该产业基金将加速公司“大生态”和“泛游乐”综合业务模式拓展，增强公司后续大PPP项目承揽能力，扩宽项目融资渠道，提高融资能力。

持续推进“大生态+泛游乐”复合发展战略，后续布局值得期待

公司拟收购新港永豪90%股权，补全“大生态”产业链。新港永豪是资质齐全的水务优秀企业，收购将补强公司在生态治理领域的业务水平。同时，新港永豪业务主要集中于京津冀，收购后能够推进公司跨区域市场的业务扩张。此外，公司还以文化旅游作为战略转型方向，并分别收购恒润科技、德玛吉，收购后两家公司业绩表现良好，业务协同性进一步展现，预计公司未来将在“泛游乐”领域加大布局，产业链协同值得期待。

员工持股增强信心，产业基金助力PPP落地，维持“买入”评级

看好公司此次员工持股计划和产业基金设立对业绩释放的推动，我们预计公司2017-19年净利润4.77/7.29/9.79亿元，对应摊薄EPS1.15/1.76/2.36元，2017-19年CAGR+55%。可比公司17年整体平均PE约为24X，公司在可比公司中预期业绩增速最高，对应Peg仅0.26，认可给予17年30-35倍PE，合理价格区间34.50-40.25元，维持“买入”评级。

风险提示：PPP融资到位进度缓慢，地方政府债务风险核查导致项目落地慢，利率上行等。

公司基本资料

总股本（百万股）	414.04
流通A股（百万股）	188.87
52周内股价区间（元）	22.63-33.50
总市值（百万元）	10,421
总资产（百万元）	5,097
每股净资产（元）	6.55

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,889	2,568	4,604	6,943	9,602
+/-%	73.58	35.94	79.30	50.81	38.30
归属母公司净利润（百万元）	167.95	260.80	476.74	729.18	978.60
+/-%	43.53	55.29	82.80	52.95	34.20
EPS（元，最新摊薄）	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36
PE（倍）	61.53	39.63	21.68	14.17	10.56

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

首次员工持股计划概况

公司首次实施员工持股计划，计划募集资金总额上限为 8000 万元，资金来源为员工合法薪酬、自筹资金及法律法规允许的其他方式。参加本员工持股计划的人员范围为公司及下属子公司的董事、监事、高级管理人员及员工，总人数不超过 29 人，其中公司董监高共 7 人。

员工持股计划设立后将委托中航信托股份有限公司进行管理，并全额认购其设立的集合资金信托计划的劣后级份额，该集合资金信托计划上限为 20000 万元，按照不超过 1.5:1 的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额，锁定期 12 个月。员工持股计划筹集资金总额全额认购集合资金信托计划的劣后级份额，同时募集不超过 12000 万元的优先资金。集合资金信托计划主要通过二级市场购买等方式取得并持有岭南园林股票。认购劣后级会放大员工持股计划的风险和收益，能够深度绑定核心员工利益，公司控股股东尹洪卫先生为集合资金信托计划优先份额承担差额补足义务。

公司董监高认购份额占员工持股计划总份额的 49%，公司董监高 7 人累计认购不超过 3,920 万元。其中公司总经理认购 2,000 万元，占持股计划的比例为 25%。高管的大比例认购，彰显了公司管理层对公司未来发展的信心，预计未来两年业绩释放动力充足。此外，公司中层管理人员、技术及销售骨干，或有较高贡献人员不超过 22 人，累计认购份额比例为 51%，有助于保持公司人才团队稳定，激励公司人才持续提高业绩，每一位员工通过员工持股计划获得的股份总数不超过公司总股本的 1%。

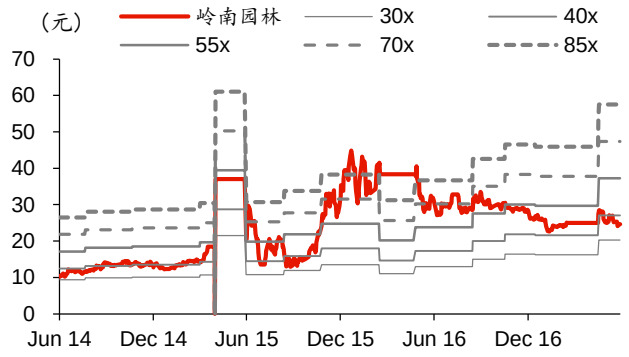
图表1： 公司首期员工持股计划认购人基本情况

序号	持有人	职务	认购份额（万元）	占持股计划的比例
1	宋彦君	总经理	2,000	25%
2	朱心宁	董事	400	5%
3	刘勇	副总经理	400	5%
4	秦国权	董事、副总经理	400	5%
5	张友铭	副总经理	400	5%
6	杜丽燕	财务总监	160	2%
7	秋天	董事、董事会秘书	160	2%
8	其他员工		4,080	51%
合计			8,000	100%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

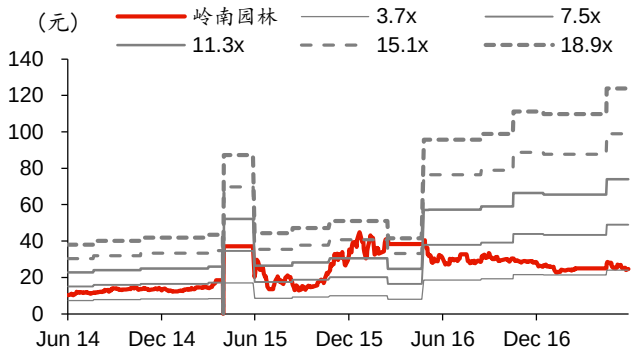
PE/PB - Bands

图表2： 岭南园林历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 岭南园林历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,352	3,179	5,999	8,382	11,146
现金	248.72	452.79	1,236	1,305	1,479
应收账款	541.07	993.98	1,599	2,443	3,414
其他应收账款	53.54	98.92	168.68	249.39	351.23
预付账款	9.05	15.88	26.04	40.13	56.38
存货	1,279	1,270	2,675	4,013	5,486
其他流动资产	220.42	347.67	293.83	331.08	359.74
非流动资产	1,284	2,158	1,518	1,691	1,883
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	45.66	169.71	155.41	140.54	125.38
无形资产	18.62	25.56	33.97	42.92	51.14
其他非流动资产	1,219	1,963	1,329	1,508	1,707
资产总计	3,636	5,337	7,517	10,073	13,029
流动负债	2,224	2,160	3,722	5,348	7,078
短期借款	511.44	199.88	550.00	600.00	650.00
应付账款	1,049	1,568	2,627	4,103	5,704
其他流动负债	663.80	392.22	545.04	644.54	723.51
非流动负债	451.30	514.75	653.06	857.91	1,106
长期借款	163.74	192.31	342.31	542.31	792.31
其他非流动负债	287.56	322.44	310.75	315.60	313.36
负债合计	2,675	2,675	4,375	6,206	8,183
少数股东权益	1.71	4.72	7.30	14.31	24.90
股本	325.74	414.04	414.04	414.04	414.04
资本公积	61.97	1,425	1,425	1,425	1,425
留存公积	570.97	818.18	1,295	2,014	2,982
归属母公司股	958.68	2,658	3,134	3,853	4,821
负债和股东权益	3,636	5,337	7,517	10,073	13,029

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(137.33)	(74.99)	(205.55)	(143.62)	(38.57)
净利润	168.54	261.23	479.31	736.20	989.19
折旧摊销	8.04	13.68	18.47	18.76	18.87
财务费用	27.90	(4.33)	22.80	34.98	47.78
投资损失	0.00	(0.04)	(1.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(429.50)	(451.51)	(848.04)	(1,061)	(1,258)
其他经营现金	87.69	105.98	122.91	130.76	166.21
投资活动现金	(250.78)	(540.90)	420.99	1.05	(10.52)
资本支出	21.83	71.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	(16.00)	(50.00)	(16.67)	5.56	(1.85)
其他投资现金	(244.94)	(519.21)	404.32	6.61	(12.38)
筹资活动现金	388.04	811.64	567.89	211.11	223.05
短期借款	62.24	(311.56)	350.12	50.00	50.00
长期借款	102.74	28.57	150.00	200.00	250.00
普通股增加	162.87	88.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(113.07)	1,363	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	173.27	(356.98)	67.77	(38.89)	(76.95)
现金净增加额	(0.06)	196.04	783.34	68.54	173.96

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,889	2,568	4,604	6,943	9,602
营业成本	1,330	1,841	3,309	5,052	7,019
营业税金及附加	62.60	35.07	23.02	34.72	48.01
营业费用	6.11	12.67	27.62	52.07	86.42
管理费用	225.71	353.70	621.53	867.89	1,200
财务费用	27.90	(4.33)	22.80	34.98	47.78
资产减值损失	37.00	32.76	32.76	32.76	32.76
公允价值变动收益	0.00	0.03	0.02	0.02	0.02
投资净收益	0.00	0.04	1.00	3.00	3.00
营业利润	199.37	296.40	567.72	871.88	1,171
营业外收入	3.91	13.73	4.94	5.93	7.13
营业外支出	0.49	1.35	1.07	1.16	1.13
利润总额	202.79	308.77	571.60	876.64	1,177
所得税	34.25	47.55	92.29	140.44	187.84
净利润	168.54	261.23	479.31	736.20	989.19
少数股东损益	0.59	0.42	2.57	7.01	10.59
归属母公司净利润	167.95	260.80	476.74	729.18	978.60
EBITDA	235.32	305.75	608.99	925.62	1,238
EPS (元)	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	73.58	35.94	79.30	50.81	38.30
营业利润	41.16	48.66	91.54	53.57	34.31
归属母公司净利润	43.53	55.29	82.80	52.95	34.20
获利能力 (%)					
毛利率	29.58	28.28	28.12	27.24	26.90
净利率	8.89	10.16	10.36	10.50	10.19
ROE	17.52	9.81	15.21	18.93	20.30
ROIC	10.60	9.66	16.93	19.93	20.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.58	50.12	58.21	61.61	62.81
净负债比率 (%)	39.69	17.48	24.24	21.21	19.52
流动比率	1.06	1.47	1.61	1.57	1.57
速动比率	0.48	0.88	0.89	0.82	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.57	0.72	0.79	0.83
应收账款周转率	3.47	2.88	3.08	2.97	2.84
应付账款周转率	1.73	1.41	1.58	1.50	1.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.33)	(0.18)	(0.50)	(0.35)	(0.09)
每股净资产(最新摊薄)	2.32	6.42	7.57	9.31	11.64
估值比率					
PE (倍)	61.53	39.63	21.68	14.17	10.56
PB (倍)	10.78	3.89	3.30	2.68	2.14
EV_EBITDA (倍)	44.65	34.36	17.25	11.35	8.49

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com