业绩增长强劲的生态环境与文化旅游运营商

——岭南园林（002717）公司调研报告

投资评级：推荐（首次）

分析师

甄峰 075583516231

Email:zhenfeng@cgws.com

执业证书编号:S1070516100001

联系人（研究助理）:

黄红卫 010- 88366060-8787

Email:huangwh@cgws.com

从业证书编号:S1070116080084

林彦宏 0755-83881635

Email:linyh@cgws.com

从业证书编号:S1070117010015

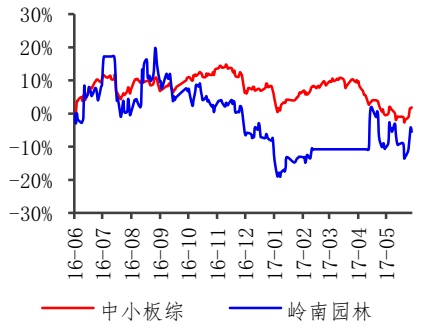
市场数据

目前股价	26.32
总市值（亿元）	108.97
流通市值（亿元）	46.53
总股本（万股）	41,404
流通股本（万股）	17,680
12 个月最高/最低	35.08/21.52

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	5007	7260	9184
(+/-%)	95.0%	45.0%	26.5%
净利润	506	752	975
(+/-%)	94.2%	48.4%	29.6%
摊薄 EPS	1.22	1.82	2.35
PE	21.52	14.50	11.18

股价表现



数据来源：贝格数据

投资建议

岭南园林（002717.SZ）是生态环境领域领先企业,致力于成为“美丽生活创造者——生态环境与文化旅游运营商”。公司在业内领先的生态环境领域基础上，2015 年和 2016 年分别收购恒润科技和德马吉，目前形成了“大生态与泛游乐”协同发展的双主业结构：1）随着城市化进程推进，城市居住舒适感刺激了生态园林绿化率提升。政府 PPP 政策快速推进，公司“污染河道治理、海绵城市建设、生态环境修复”等生态综合治理业务迎来发展机遇；2）收购的恒润科技及德马吉，作为具备文化创意基因的优质资源，与公司生态环境主业优势互补。文化旅游行业，拥有广域 2C 端消费市场、较高利润率及较快资金周转率，且政府扶持力度持续加大。公司文化旅游板块增长迅速，已经成为公司业绩的重要支撑。此外，公司切合特色小镇及雄安概念，主题投资价值亦较高。我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 5.06 亿、7.52 亿、9.75 亿，实现 EPS 分别为 1.22 元、1.82 元、2.35 元，当前股价（26.32 元/股）对应 PE 分别为 21.5X、14.5X、11.2X ，首次覆盖，给予【推荐】评级。

投资要点

- **业绩增长强劲的生态环境与文化旅游运营商：**岭南园林（002717.SZ）是生态环境领域领先企业,致力于成为“美丽生活创造者——生态环境与文化旅游运营商”。公司在生态环境基础上，通过内增式发展与外延式并购，2015 年和 2016 年分别收购恒润科技和德马吉，目前形成了“大生态与泛游乐”协同发展的双主业结构。**1）生态环境领域：**拥有集景观规划设计、园林建设、苗木培植与养护、水生态治理、生态环境科学研究为一体的全产业链集成运营能力；**2）文化旅游领域：**收购恒润科技布局“主题乐园、影视文化”，收购德马吉布局“文化创意、展览营销”。公司高度重视技术研究，先后成立了园林科学研究院、岭南新科生态科技研究院、南疆生态科学研究院三个研究院。截止 2016 年 12 月 31 日，公司及全资子公司共拥有三个高新技术企业资质，共获得授权专利 73 项，高新技术产品 16 项，31 项影片著作权，32 项软件著作权，28 项美术著作权获得授权。公司生态环境 PPP 项目不断落地，文化旅游业务增速强劲，降本增效成果显著，2017 年 Q1，岭南园林实现营业收入 5.18 亿元（+28.37%），实现归母净利润 0.48 亿元（+68.12%），一季报中披露，2017 年上半年预计将实现归母净利润 1.65-2.06 亿（同比增长 60.00%至 100.00%）。公司 2016 年实现净利润 2.61 亿（扣除 0.4 亿股权激励费用）。2017 年预计实现营收约 50 亿（其中 PPP 约 40 亿），预计将实现净利润约 5 亿元（园林主业 3.6 亿、恒润科技并表 1 亿、德

相关报告

马吉并表 0.3 亿、新港永豪水务部分并表），2018 年预计实现 7.5 亿净利润。公司现金流较为充裕，恒润科技、德马吉预付款较少，公司资金成本约为银行同期贷款成本上浮 20%。

- **PPP 项目助力“生态环境”业务发展：**公司在生态环境领域的行业领先地位，取得了“城市园林绿化一级、风景园林工程设计专项甲级”等在内的多类型高等级专业资质，形成了“华北、华西、华东、华南、华中”五大区域运营中心、二十余家分公司的业务布局。2016 年，生态园林业务实现营收 22.11 亿元（营收占比 86.11%），同比增长 26.38%，贡献净利润 1.87 亿元。随着城市化进程推进，城市居住舒适感刺激了生态园林绿化率提升；同时，国家城市规划政策和“园林城市、生态城市”等标准也高度重视生态园林营造。随着国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》、《水污染防治行动计划》及国家“十三五”规划制定和 PPP 政策推进，公司的“污染河道治理、海绵城市建设、生态环境修复”等生态综合治理业务迎来发展机遇。2017 年 Q1 末，全国入库 PPP 落地项目中，污水处理类 198 个，投资额高达 727 亿元。目前，公司签订 200 多亿订单，覆盖市政、园林、水务等业务，回款期约 3-8 年，先做完市政后再做园林、水务。

- **收购恒润科技、德马吉，布局文化旅游板块：**目前园林行业竞争较为激烈。公司在领先生态环境基础上，将业务向扩展至下游文化旅游业务，从建设端延伸至运营端，从 2B 端切换至 2C 端，整合文旅上下游产业资源，打造全盈利闭合产业链。1)恒润科技：2015 年，公司以 5.5 亿元现金收购恒润科技，布局“主题乐园、影视文化”.恒润科技主营的主题数字体验业务，尚未形成明显行业边界与竞争格局，行业集中度不高。恒润科技承诺 2015-2018 年归母净利润不低于 4200 万元、5500 万元、7200 万元、8660 万元，2015-2016 年均超额完成承诺目标。恒润科技团队约 500 人，技术员工约 300 人，毛利率约 50%。2)德马吉：2016 年，公司以 1.5 亿元现金及 2.25 亿元股份收购德马吉国际展览有限公司，加速文化旅游领域文化创意、展览营销等模块布局.德马吉所属的会展营销行业正持续增长，存量庞大且需求持续加速释放。德马吉承诺 2017-2018 年扣非归母净利润不低于 3250 万元、4225 万元。恒润科技及德马吉，作为具备文化创意基因的优质资源，与公司生态环境主业优势互补。目前文化旅游业务板块，公司已取得“中国展览馆协会展览工程一级资质、国家住建部装饰设计施工一体化贰级资质、中国展览协会展览陈列工程设计与施工一体化证书”等资质。文化旅游行业，拥有广域 2C 端消费市场、较高利润率及较快资金周转率，且政府扶持力度持续加大。公司文化旅游板块增长迅速，已经成为公司业绩的重要支撑，2016 年，公司文化旅游业务实现营收 3.57 亿元（营收占比 13.89%），同比增长 156.00%，贡献净利润 0.74 亿元。

- **高度切合特色小镇及雄安概念，主题投资价值较高：**2017 年 4 月，公司拟以 5.4 亿元（现金 2.43 亿元、股份 2.97 亿元）收购北京市新港永豪水务工程有限公司 90%的股权，交易对方（华希投资、山水泉投资）承诺，新港水务在 2017-2019 年归母净利润分别不低于 6250 万元、7813 万元、9766 万元。新港永豪水务主要经营河道治理工程、农田水

利工程、市政水务工程、维修养护工程等四大业务板块，公司以河道治理为主营板块，营收占比超过 60%；根据 2016 年 6 月数据，白洋淀水质为劣Ⅴ类，重度污染。白洋淀生态环境治理成为雄安新区建设的重要难题。2016 年印发的《河北省白洋淀和衡水湖综合整治专项行动方案》，将白洋淀及其外延连通水系作为重点区域之一。新港永豪水务业务重点集中在华北地区，营收占比近 60%。新港永豪水务由水利部下属机构参股，政企互动关系较好，参与雄安新区水治理（白洋淀治理）工程中，具备较强竞争优势，高度切合雄安概念。目前新港水务约有 40 亿的在手订单。恒润科技原来为 Tob 业务，打算向 Toc 业务发展。恒润科技后续将以控股的形式，在“一线城市周边”收购 100 万人流量的民营景区，并将“VR、科技电影”等元素融入收购的景区，形成特色主题的游戏乐园，契合特色小镇概念。

- **“员工持股计划&股票期权激励计划”绑定多方利益，利好公司长期发展：**2017 年 6 月，岭南园林出台《第一期员工持股计划(草案)》：1）拟向董事、监事、高级管理人员 7 人，累计认购不超过 3,920 万份（占比 49%），每份为 1 元；2）其他员工（不超过 23 人），累计认购不超过 4080 万份（占比 51%）。以 2017 年 6 月 2 日收盘价 24.19 元/股作为本计划股票平均买入价格测算，该员工持股计划股票总数约 826.7879 万股（占总股本 2%），持股计划锁定期为 12 个月。另外，2015 年 1 月，岭南园林开始实施《股权激励计划》，计划有效期为 48 个月。1）向 109 名激励对象首次授予 1002 万份股票期权，行权价格为 13.30 元/股。股票期权激励行权期内，每一份股份期权可购买一股公司股份。首次授予的股票期权自授权日起满 12 个月后，在未来 36 个月内分三期行权（30%/30%/40%）。首次授予期权主要行权条件为：以 2014 年业绩为基准，2015 年、2016 年、2017 年各年度实现的净利润较 2014 年增长分别不低于 40%、93%、160%。2）2016 年 5 月 23 日，向 30 名激励对象授予 115 万份预留股票期权，行权价格为 35.19 元/股。预留股票期权，自预留期权授权日起满 12 个月后，在未来 24 个月内分两期行权(50%/50%)。预留股票期权主要行权条件为：以 2014 年业绩为基准，2016 年、2017 年各年度实现的净利润较 2014 年增长分别不低于 93%、160%。“员工持股计划&股票期权激励计划”绑定“股东、管理层、员工”多方利益，利好公司长远发展。

- **风险提示：**收购整合进程不及预期，多元化经营风险；生态环境业务竞争持续加剧风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1889	2568	5007	7260	9184
营业成本	1330	1841	3555	5155	6521
销售费用	6	13	25	36	45
管理费用	226	354	591	858	1085
财务费用	28	-4	75	100	106
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	199	296	592	881	1143
营业外收支	3	12	5	5	5
利润总额	203	309	597	886	1148
所得税	34	48	90	133	172
少数股东损益	1	0	1	1	2
净利润	168	261	506	752	975
资产负债表					（百万）
流动资产	2191	3046	7074	7848	11043
货币资金	87	320	1001	1452	1837
应收和预付款项	619	1134	2099	2589	3342
存货	1279	1270	3651	3485	5542
其他流动资产	205	322	322	322	322
非流动资产	1249	2123	2066	2009	1953
固定资产	116	172	118	65	12
资产总计	3440	5169	9140	9858	12996
流动负债	1646	1864	5354	5358	7571
短期借款	511	200	2427	1638	2888
应付和预收款项	1135	1664	2927	3719	4682
非流动负债	833	643	643	643	643
长期借款	164	438	438	438	438
负债合计	2480	2507	5997	6001	8213
股东权益	960	2662	3143	3857	4782
股本	326	414	414	414	414
留存收益	571	818	1298	2011	2935
少数股东权益	2	5	6	7	8
负债和权益总计	3440	5169	9140	9858	12996
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	-136	-71	-1455	1366	-723
其中营运资本减少	-474	638	538	771	982
投资活动现金流	-251	-541	4	4	4
其中资本支出	94	2	0	0	0
融资活动现金流	388	812	2132	-919	1104
净现金总变化	2	200	682	451	385

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长	73.6%	35.9%	95.0%	45.0%	26.5%
营业成本增长	73.3%	38.4%	93.0%	45.0%	26.5%
营业利润增长	41.2%	48.7%	99.6%	48.8%	29.8%
利润总额增长	44.0%	52.3%	93.3%	48.4%	29.6%
净利润增长	44.0%	55.0%	94.2%	48.4%	29.6%
盈利能力					
毛利率	29.6%	28.3%	29.0%	29.0%	29.0%
销售净利率	8.9%	10.2%	10.1%	10.4%	10.6%
ROE	17.5%	9.8%	16.1%	19.5%	20.4%
ROIC	14.9%	13.1%	17.4%	13.9%	18.0%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用/营业收入	11.9%	13.8%	11.8%	11.8%	11.8%
财务费用/营业收入	1.5%	-0.2%	1.5%	1.4%	1.2%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	16.9%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款周转率	3.40	2.52	2.70	3.14	3.10
存货周转率	1.04	1.45	0.97	1.48	1.18
流动资产周转率	0.56	0.50	0.57	0.75	0.71
总资产周转率	0.55	0.50	0.55	0.74	0.71
偿债能力					
资产负债率	72.1%	48.5%	65.6%	60.9%	63.2%
流动比率	1.08	1.53	1.29	1.43	1.43
速动比率	0.35	0.74	0.57	0.74	0.67
每股指标（元）					
EPS	0.41	0.63	1.22	1.82	2.35
每股净资产	2.32	6.43	7.59	9.32	11.55
每股经营现金流	0.00	0.47	1.65	1.09	0.93
每股经营现金/EPS	0.00	0.75	1.35	0.60	0.39
估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PE	64.88	41.78	21.52	14.50	11.18
PEG	1.00	0.76	0.40	0.31	0.28
PB	11.37	4.10	3.47	2.83	2.28
EV/EBITDA	39.98	36.45	19.85	12.88	11.16
EV/SALES	5.02	4.46	2.73	1.78	1.54
EV/IC	5.09	3.56	2.31	2.20	1.76
ROIC/WACC	0.15	0.13	0.15	0.12	0.16
REP	34.21	27.19	15.10	17.84	10.91

研究员介绍及承诺

甄峰： 首席中小市值研究员，2011 年香港城市大学商学院管理科学博士毕业，研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化，6 年证券研究经验，覆盖过中小市值（偏 TMT），环保，交通运输等行业。

黄红卫： 2016 年入职长城证券研究所中小市值组，研究人工智能方向。

林彦宏： 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士，2016 年 11 月加入长城证券，任中小市值研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人
吴楠： 0755-83515203， 13480177426， wunan@cgws.com
李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com
杨锦明： 0755-83515567， 13822272352， yangjm@cgws.com
北京联系人
赵东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
杨徐超： 010-88366060-8795， 18611594300， yangxuchao@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com
申涛： 010-88366060-8777， 15801188620， shentao@cgws.com
上海联系人
谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com

长城证券研究所
深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com