安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 07 月 14 日

岭南园林（002717.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

# 外延并购再落一子，生态环保有望提速

■**事件：**公司发行股份收购新港水务 75%的股权并配套融资事项获得证监会审核有条件通过。

■**外延扩张再落一子，生态环保有望提速：**公司发行股份收购新港水务 75%的股权并配套融资事项获得证监会审核有条件通过，公司外延扩张再落一子。新港水务拥有水利水电工程承包一级资质，主要从事水务建设投资、水处理和水生态建设等业务。公司收购新港水务是“大 PPP”运营战略的重要举措，在园林设计和施工资质取消背景下，拥有水利施工资质将提升公司获取项目的能力，“园林+生态”协同发展将助力公司生态环保业务提速。

■**“园林+生态”成效显著，PPP 订单快速增长：**17 年 2Q 以来，公司“大 PPP”运营战略发力，“园林+生态”项目订单高速增长，已公告的重大工程中标金额合计 23.15 亿元，同比增长 151%；签署的框架协议合计不低于 90 亿元。2017 年公司微调园林主业的发展战略，将聚焦 PPP 市场，加大 PPP 项目拓展力度，变“小步快跑为大步赶超”。凭借在文化旅游和生态建设等领域的核心优势，公司有望获取更多的“园林+”PPP 项目，助力于公司快速成长。

■**恒润科技优势显著，“园林+文旅”前景广阔：**15 年公司成功收购恒润科技，其业务主要为主题乐园、旅游景区、科博场馆等提供专业的规划设计、创意制作、产品研制生产及相关技术服务。恒润科技优势显著，市占率较高，近期取得了大连好奇王国等多个项目，仅公告的重大订单合计达到 10.96 亿元，签署的框架协议不低于 61 亿元。公司联姻恒润科技将增强公司在“园林+文旅”领域的核心优势，有助于获取“园林+文旅”PPP 项目的落地。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 92.1%、41.8%、32.2%，净利润增速分别为 102.9%、44.6%、32.9%，成长性突出。公司是“园林+”的典型代表，通过外延扩张夯实了在文化旅游和生态环保等领域的核心优势，通过“园林+旅游”和“园林+生态”将助力公司“大 PPP”战略顺利执行。维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 42.00 元，相当于 2017 年 35 倍的动态市盈率。

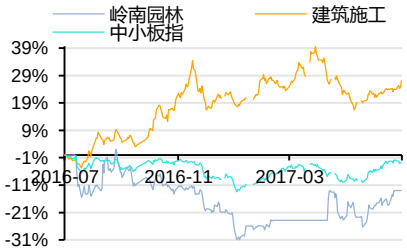
■**风险提示：**PPP 推进缓慢，业绩不及预期，资产重组进展不及预期、

| 投资评级 | 买入-A |
|---|---|
| | 维持评级 |
| 6 个月目标价： | 42 元 |
| 股价（2017-07-05） | 28.41 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 11,762.82 |
| 流通市值(百万元) | 5,023.00 |
| 总股本（百万股） | 414.04 |
| 流通股本(百万股) | 176.80 |
| 12 个月价格区间 | 22.63/33.50 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 4.95 | 13.63 | -2.87 |
| 绝对收益 | 7.57 | 14.39 | -5.55 |


**苏多永** 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

**金嘉欣** 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn


**相关报告**

| | |
|---|---|
| 岭南园林：各项业务协同效应明显，“大生态+泛游乐”大有可为/金嘉欣 | 2017-06-14 |
| 岭南园林：外延并购再下一城，PPP 战略助力高增/苏多永 | 2017-04-19 |
| 岭南园林：生态、文旅协同发展，持续高增可期/张龙 | 2017-03-13 |
| 岭南园林：园林文创携手助高增长，现金流改善/夏天 | 2016-10-25 |
| 岭南园林：PPP 订单充裕助业绩加速，园林与文创双引擎驱动/宋易潞 | 2016-09-07 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

新业务开拓风险、原始股东减持等风险。

| 摘要(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入 | 1,888.9 | 2,567.7 | 4,932.0 | 6,991.1 | 9,242.5 |
| 净利润 | 168.0 | 260.8 | 529.3 | 765.4 | 1,017.0 |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.63 | 1.21 | 1.75 | 2.32 |
| 每股净资产(元) | 2.32 | 6.42 | 7.17 | 8.85 | 11.10 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 69.3 | 45.1 | 23.5 | 16.2 | 12.2 |
| 市净率(倍) | 12.2 | 4.4 | 4.0 | 3.2 | 2.6 |
| 净利润率 | 8.9% | 10.2% | 10.7% | 10.9% | 11.0% |
| 净资产收益率 | 17.5% | 9.8% | 16.9% | 19.7% | 20.9% |
| 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| ROIC | 38.6% | 22.2% | 37.9% | 20.5% | 38.7% |

*数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 利润表

| （百万元） | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1,888.9 | 2,567.7 | 4,932.0 | 6,991.1 | 9,242.5 |
| 减:营业成本 | 1,330.2 | 1,841.5 | 3,496.4 | 4,964.4 | 6,581.3 |
| 营业税费 | 62.6 | 35.1 | 49.3 | 87.4 | 115.5 |
| 销售费用 | 6.1 | 12.7 | 13.4 | 25.4 | 34.8 |
| 管理费用 | 225.7 | 353.7 | 690.5 | 992.7 | 1,312.4 |
| 财务费用 | 27.9 | -4.3 | 18.3 | -12.2 | -30.2 |
| 资产减值损失 | 37.0 | 32.8 | 32.6 | 34.1 | 33.2 |
| 加:公允价值变动收益 | - | 0.0 | -9.2 | 1.5 | 2.0 |
| 投资和汇兑收益 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **营业利润** | 199.4 | 296.4 | 622.3 | 900.9 | 1,197.6 |
| 加:营业外净收支 | 3.4 | 12.4 | 5.1 | 7.0 | 8.2 |
| **利润总额** | 202.8 | 308.8 | 627.4 | 907.8 | 1,205.8 |
| 减:所得税 | 34.2 | 47.5 | 97.3 | 140.7 | 186.9 |
| **净利润** | 168.0 | 260.8 | 529.3 | 765.4 | 1,017.0 |

### 资产负债表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 248.7 | 452.8 | 394.6 | 643.4 | 739.4 |
| 交易性金融资产 | - | 13.8 | 4.6 | 6.1 | 8.2 |
| 应收帐款 | 594.6 | 1,092.9 | 2,022.1 | 2,245.6 | 3,605.7 |
| 应收票据 | 15.2 | 25.5 | 31.3 | 60.3 | 64.4 |
| 预付帐款 | 9.1 | 15.9 | 33.8 | 30.8 | 58.6 |
| 存货 | 1,279.3 | 1,270.0 | 3,759.8 | 3,322.3 | 6,000.2 |
| 其他流动资产 | 205.2 | 308.4 | 219.1 | 244.2 | 257.2 |
| 可供出售金融资产 | 16.0 | 66.0 | 27.3 | 36.4 | 43.3 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 45.7 | 169.7 | 165.7 | 161.8 | 157.8 |
| 在建工程 | 69.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 无形资产 | 18.6 | 25.6 | 24.1 | 22.6 | 21.1 |
| 其他非流动资产 | 1,133.3 | 1,894.7 | 1,508.4 | 1,617.5 | 1,667.6 |
| **资产总额** | 3,635.7 | 5,337.3 | 8,192.7 | 8,393.1 | 12,625.4 |
| 短期债务 | 511.4 | 199.9 | 823.3 | - | 68.8 |
| 应付帐款 | 1,054.5 | 1,580.1 | 2,625.8 | 3,654.7 | 4,898.2 |
| 应付票据 | 49.0 | 30.1 | 277.4 | 57.4 | 377.7 |
| 其他流动负债 | 609.0 | 350.2 | 368.9 | 525.0 | 451.3 |
| 长期借款 | 163.7 | 192.3 | 748.9 | - | 1,690.3 |
| 其他非流动负债 | 287.6 | 322.4 | 203.3 | 271.1 | 265.6 |
| **负债总额** | 2,675.3 | 2,675.1 | 5,047.6 | 4,508.2 | 7,751.9 |
| 少数股东权益 | 1.7 | 4.7 | 5.6 | 7.3 | 9.2 |
| 股本 | 325.7 | 414.0 | 438.1 | 438.1 | 438.1 |
| 留存收益 | 632.9 | 2,243.5 | 2,701.4 | 3,439.5 | 4,426.2 |
| **股东权益** | 960.4 | 2,662.2 | 3,145.1 | 3,884.9 | 4,873.4 |

### 财务指标

| （百万元） | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 73.6% | 35.9% | 92.1% | 41.8% | 32.2% |
| 营业利润增长率 | 41.2% | 48.7% | 110.0% | 44.8% | 32.9% |
| 净利润增长率 | 43.5% | 55.3% | 102.9% | 44.6% | 32.9% |
| EBITDA 增长率 | 53.1% | 29.5% | 113.4% | 38.4% | 31.2% |
| EBIT 增长率 | 53.0% | 28.5% | 119.3% | 38.7% | 31.4% |
| NOPLAT 增长率 | 53.0% | 30.8% | 119.1% | 38.7% | 31.4% |
| 投资资本增长率 | 127.5% | 28.5% | 156.5% | -30.6% | 98.7% |
| 净资产增长率 | 27.5% | 177.2% | 18.1% | 23.5% | 25.4% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 29.6% | 28.3% | 29.1% | 29.0% | 28.8% |
| 营业利润率 | 10.6% | 11.5% | 12.6% | 12.9% | 13.0% |
| 净利润率 | 8.9% | 10.2% | 10.7% | 10.9% | 11.0% |
| EBITDA/营业收入 | 12.4% | 11.8% | 13.1% | 12.8% | 12.7% |
| EBIT/营业收入 | 12.0% | 11.4% | 13.0% | 12.7% | 12.6% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 7 | 15 | 12 | 8 | 6 |
| 流动营业资本周转天数 | 99 | 77 | 119 | 112 | 113 |
| 流动资产周转天数 | 367 | 388 | 352 | 335 | 337 |
| 应收帐款周转天数 | 98 | 118 | 114 | 110 | 114 |
| 存货周转天数 | 185 | 179 | 184 | 182 | 182 |
| 总资产周转天数 | 529 | 629 | 494 | 427 | 409 |
| 投资资本周转天数 | 153 | 178 | 186 | 160 | 148 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 17.5% | 9.8% | 16.9% | 19.7% | 20.9% |
| ROA | 4.6% | 4.9% | 6.5% | 9.1% | 8.1% |
| ROIC | 38.6% | 22.2% | 37.9% | 20.5% | 38.7% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 0.3% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 管理费用率 | 11.9% | 13.8% | 14.0% | 14.2% | 14.2% |
| 财务费用率 | 1.5% | -0.2% | 0.4% | -0.2% | -0.3% |
| 三费/营业收入 | 13.8% | 14.1% | 14.6% | 14.4% | 14.2% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 73.6% | 50.1% | 61.6% | 53.7% | 61.4% |
| 负债权益比 | 278.6% | 100.5% | 160.5% | 116.0% | 159.1% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.47 | 1.58 | 1.55 | 1.85 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.88 | 0.66 | 0.76 | 0.82 |
| 利息保障倍数 | 8.14 | -67.51 | 35.02 | -72.63 | -38.62 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.03 | - | 0.07 | 0.08 | 0.08 |
| 分红比率 | 8.1% | 0.0% | 6.2% | 4.8% | 3.6% |
| 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |

### 现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 168.5 | 261.2 | 529.3 | 765.4 | 1,017.0 |
| 加:折旧和摊销 | 8.0 | 13.7 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |
| 资产减值准备 | 37.0 | 32.8 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | -0.0 | -9.2 | 1.5 | 2.0 |
| 财务费用 | 50.6 | 46.9 | 18.3 | -12.2 | -30.2 |
| 投资损失 | - | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 |
| 少数股东损益 | 0.6 | 0.4 | 0.9 | 1.7 | 1.9 |
| 营运资金的变动 | -594.0 | -821.5 | -1,856.5 | 1,006.7 | -2,567.7 |
| **经营活动产生现金流量** | -137.3 | -75.0 | -1,311.8 | 1,768.5 | -1,571.6 |
| **投资活动产生现金流量** | -250.8 | -540.9 | 140.4 | -36.1 | -22.7 |
| **融资活动产生现金流量** | 388.0 | 811.6 | 1,113.2 | -1,483.6 | 1,690.3 |

### 业绩和估值指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.41 | 0.63 | 1.21 | 1.75 | 2.32 |
| BVPS(元) | 2.32 | 6.42 | 7.17 | 8.85 | 11.10 |
| PE(X) | 69.3 | 45.1 | 23.5 | 16.2 | 12.2 |
| PB(X) | 12.2 | 4.4 | 4.0 | 3.2 | 2.6 |
| P/FCF | 31.3 | -15.9 | -20.7 | 26.2 | 56.0 |
| P/S | 6.2 | 4.6 | 2.4 | 1.7 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 61.8 | 31.5 | 17.7 | 10.7 | 9.5 |
| CAGR(%) | 65.7% | 57.4% | 65.5% | 65.7% | 57.4% |
| PEG | 0.9 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| ROIC/WACC | 3.9 | 2.2 | 3.8 | 2.1 | 3.9 |
| REP | 3.4 | 3.0 | 0.8 | 1.8 | 0.6 |

**资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 公司评级体系

**收益评级：**

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

**风险评级：**

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏多永、金嘉欣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

**安信证券研究中心**

**深圳市**

**地　址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮　编：** 518026

**上海市**

**地　址：** 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

**邮　编：** 200080

**北京市**

**地　址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

**邮　编：** 100034


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。