

岭南园林(002717)新股分析报告

市政地产园林齐发展，规模小弹性大

投资要点

- 园林绿化业龙头，市政地产园林业务均衡发展：**(1)公司是园林绿化行业的龙头，根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》，2009-2011年公司在全国园林绿化企业中，大型项目施工能力排名均位居第3名，综合竞争力排名中分别位居第4名、第6名、第5名。(2)公司坚持市政园林业务、地产景观业务均衡发展，两项业务收入及利润占比合计在90%以上，并根据市场需求灵活调整业务结构。
- 跨区域扩张推动快速成长：**(1)近年来公司业务实现快速增长，2010-2012年主营业务收入增速分别为57.2%、29.6%、10.2%，2013年增速回升，前三季度收入同比增长22.4%。净利润增速变化与收入增速基本一致，2013年净利润预告同比增长15%-25%。(2)公司积极进行跨区域扩张，目前业务经营区域已从华南、华西地区逐步扩展至华北、华中等地区。从收入占比来看，华南地区收入占比从2008年83%下降至2012年26%，2012年华西、华北、华东区域的收入占比分别达到31%、17%、17%。
- 募投项目推动跨区域发展，提高订单承接能力：**本次募集资金用于四川泸县、湖北荆州2个苗木基地的建设以及流动资金补充。(1)四川泸县、湖北荆州2个苗木基地，分别处于华西、华中地区，该基地的建设，有助于提高苗木自给率、控制成本，并为公司跨区域扩张提供良好的支撑。(2)园林绿化行业具有资金密集型的特点，补充流动资金有助于缓解资金瓶颈，提高订单承接能力。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2013-2015年每股收益分别为1.12元、1.43元、1.86元。园林行业A股5家上市公司2012-2014年市盈率均值分别为34.03倍、26.20倍、20.71倍。公司本次最终发行价22.32元，对应2012-2014年市盈率分别为23.25倍、19.93倍、15.61倍；同时考虑公司规模较小，上市效应更加明显，建议积极申购。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	702.81	841.69	1051.37	1309.51
增长率	10.16	19.76	24.91	24.55
归属母公司净利润(百万元)	82.53	96.28	122.70	159.01
增长率	12.60	16.66	27.44	29.59
每股收益EPS(元)	0.96	1.12	1.43	1.86
PE	23.18	19.87	15.59	12.03
PB	5.08	3.76	2.31	1.88

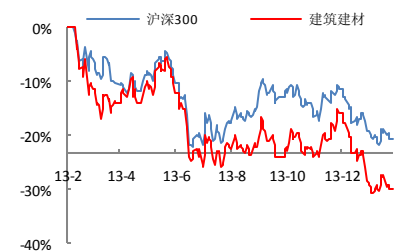
数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐永超
执业证号：S1250512110002
电话：010-57631186
邮箱：xychao@swsc.com.cn

分析师：贺众营
执业证号：S1250512110001
电话：010-57631225
邮箱：hzy@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	7500
本次发行(万股)	2143
发行后总股本(万股)	8572
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.1
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.09

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.39
毛利率(%)	30.78
流动比率(倍)	1.29
速动比率(倍)	0.63
应收账款周转率(次)	3.17
资产负债率(合并报表)(%)	62.12
净资产收益率(加权平均)(%)	28.63

相关研究

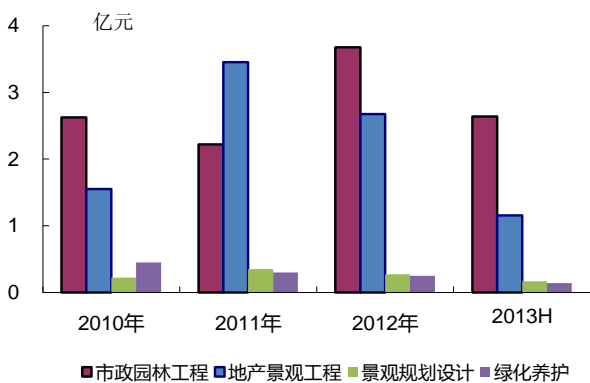
一、公司概况：园林绿化行业龙头

公司是园林绿化行业的龙头，根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》，2009-2011年公司在全国园林绿化企业中，大型项目施工能力排名均位居第3名，综合竞争力排名中分别位居第4名、第6名、第5名。

公司主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等业务，拥有集“园林研发—苗木种植—景观规划设计—园林工程施工—园林绿化养护”为一体的完整产业链。公司具有园林绿化壹级资质、设计专项甲级资质、城乡规划编制丙级资质、造林工程施工丙级资质和市政公用工程施工总承包叁级资质等业务资质，并先后于全国十多个省、市、自治区承建了各类综合性园林工程数百项，其中多个项目荣获国家级及省市级奖项。

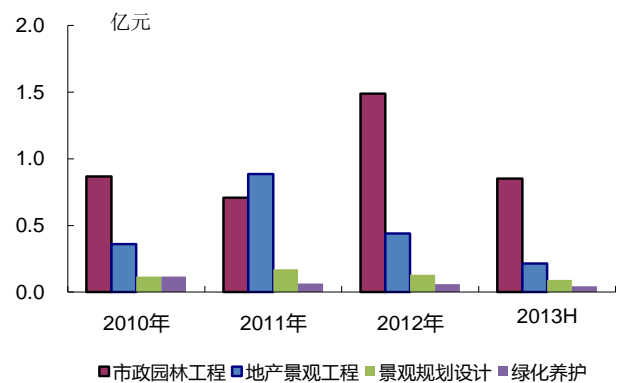
公司工程施工业务中，坚持市政园林业务、地产景观业务均衡发展，并分别设立了市政园林工程事业部、房地产园林工程事业部，分别负责两项业务的开展。报告期内，市政园林业务、地产景观业务收入及利润占比合计在90%以上，并根据市场需求灵活调整业务结构。

图 1：收入结构：市政园林、地产景观合计 90%以上



数据来源：公司公告，西南证券

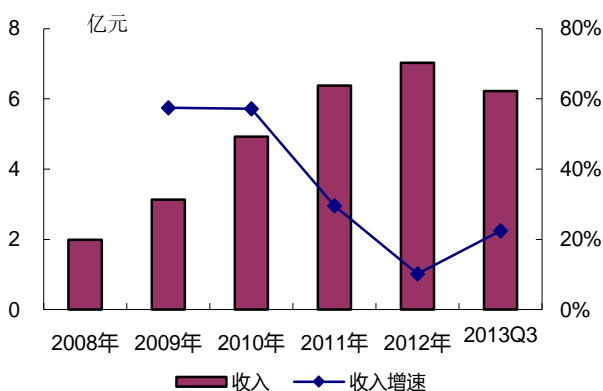
图 2：毛利结构：市政园林、地产景观合计 90%以上



数据来源：公司公告，西南证券

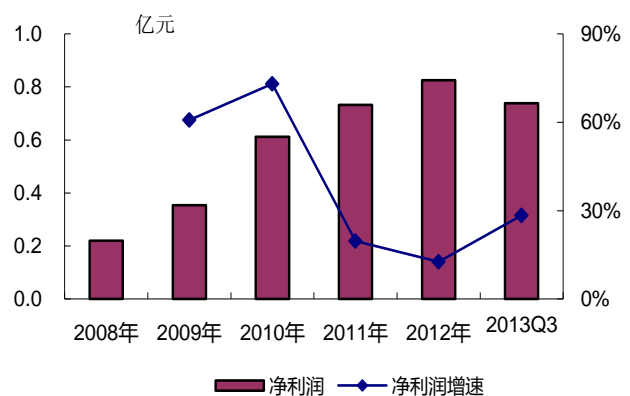
近年来公司业务实现快速增长，2010-2012年主营业务收入增速分别为57.2%、29.6%、10.2%，2013年前3季度收入增速回升，同比增长22.4%。净利润增速变化与收入增速基本一致。

图 3：2013 年营业收入增速加快



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2013 年净利润增速同步加快



数据来源：公司公告，西南证券

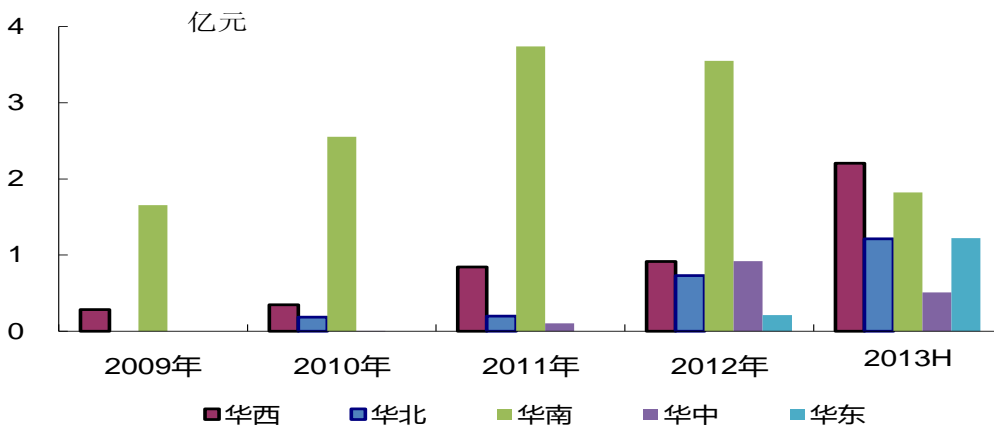
公司本次首次公开发行 2143 万股,其中发行新股 1072 万股,老股东公开发售股份 1071 万股,发行后总股本 8572 万股。公司控股股东和实际控制人为尹洪卫,持有公司发行后总股本的 43.57%。

表 1: 公司股本结构

序号	股东	发行前		发售股份 数量	发行后	
		持股数量(万股)	持股比例		持股数量(万股)	持股比例
1	尹洪卫	4356.71	58.09%	622.14	3734.57	43.57%
2	上海长袖	1344.70	17.93%	192.02	1152.67	13.45%
3	冯学高	675.00	9.00%	96.39	578.61	6.75%
4	吴文松	226.92	3.03%	32.40	194.52	2.27%
5	刘勇	220.00	2.93%	31.42	188.58	2.20%
6	吴双	201.71	2.69%	28.80	172.90	2.02%
7	秦国权	192.50	2.57%	27.49	165.01	1.93%
8	陈刚	134.47	1.79%	19.20	115.27	1.34%
9	王小冬	35.00	0.47%	5.00	30.00	0.35%
10	尹志扬	30.00	0.40%	4.28	25.72	0.30%
11	刘汉球	30.00	0.40%	4.28	25.72	0.30%
12	梅云桥	20.00	0.27%	2.86	17.15	0.20%
13	杜丽燕	18.00	0.24%	2.57	15.43	0.18%
14	杨帅	15.00	0.20%	2.14	12.86	0.15%
	合计	7500.00	100.00%	1071.00	6429.00	75.00%

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心整理

公司积极进行跨区域扩张,在巩固、发展广东省内业务的同时,积极拓展省外业务,目前业务经营区域已从华南、华西地区逐步扩展至华北、华中等地区。从收入占比来看,华南地区收入占比从 2008 年 83%下降至 2012 年 26%,2012 年华西、华北、华东区域的收入占比分别达到 31%、17%、17%。

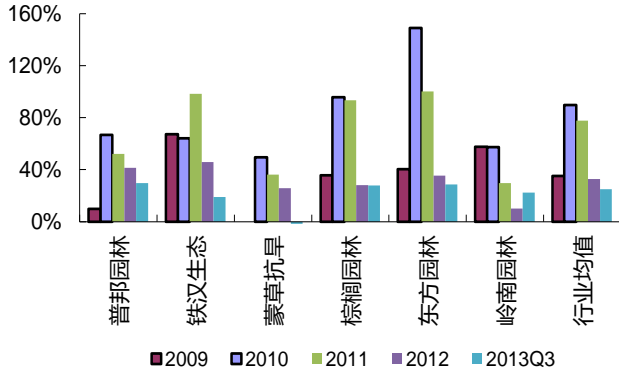
图 5: 跨区域扩张效果显著


数据来源: 公司公告,西南证券

二、财务分析

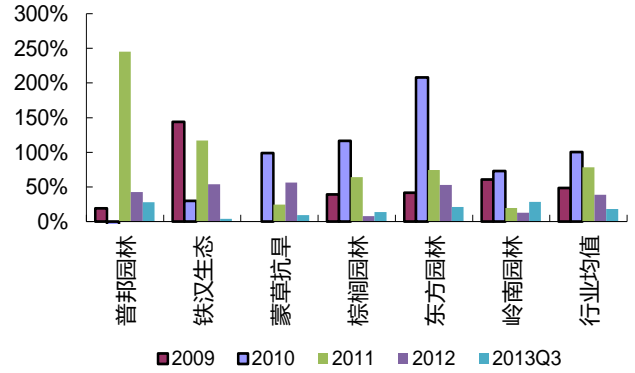
1、成长能力

图 6: 收入增速与行业变动一致, 但低于行业均值



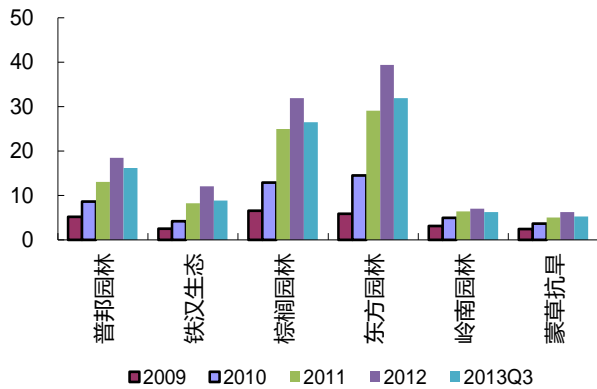
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 净利润增速



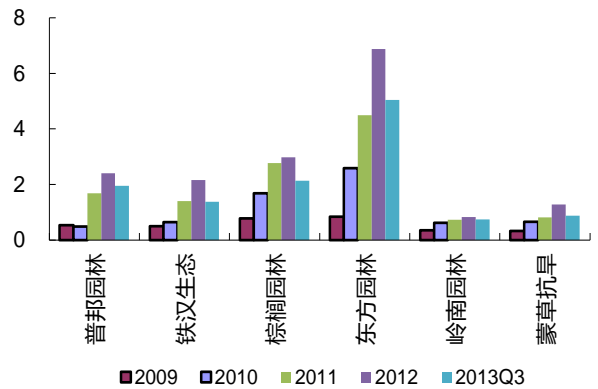
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 收入规模: 上市公司中岭南园林排倒数第二



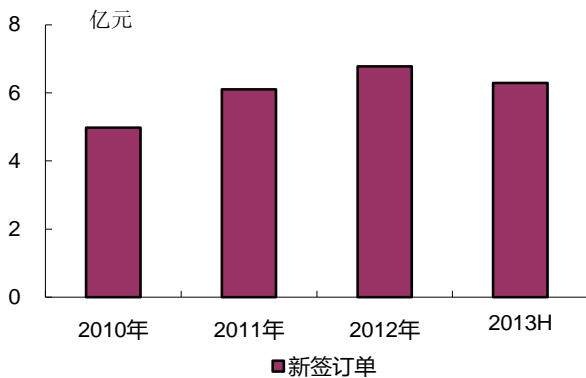
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 净利润规模: 上市公司中岭南园林排倒数第一



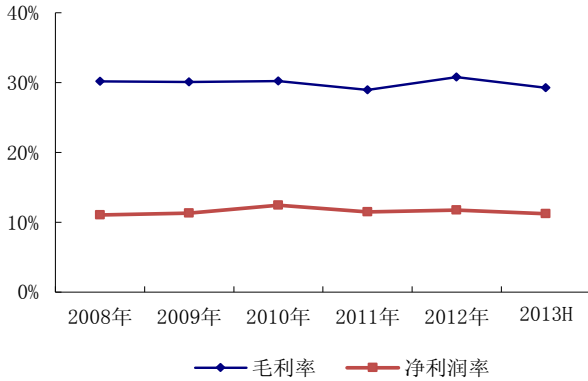
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 新签订单情况

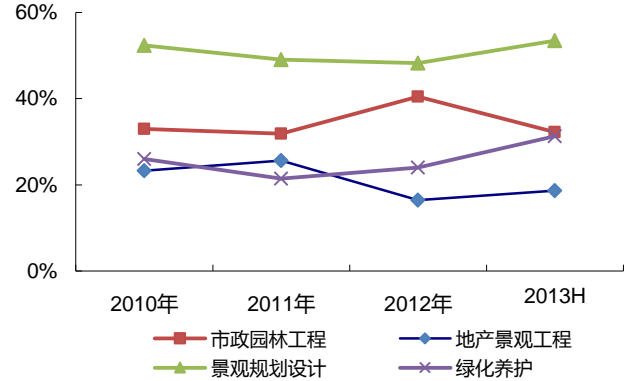


数据来源: 公司公告, 西南证券

2、毛利率

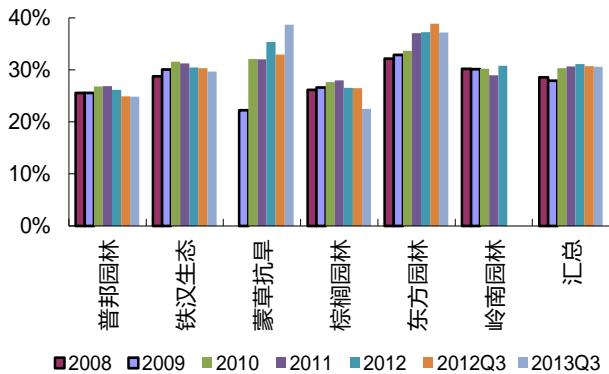
图 11：综合毛利率保持稳定，并随收入结构波动


数据来源：公司公告，西南证券

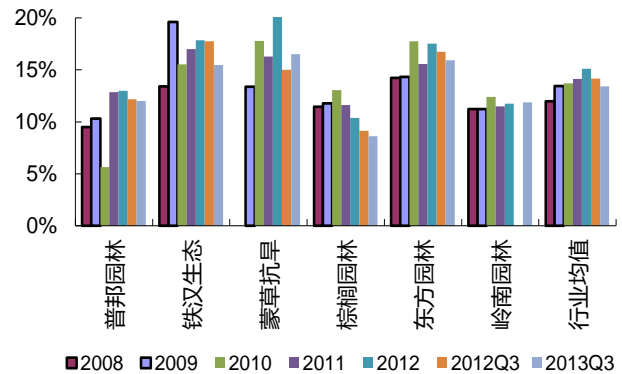
图 12：分业务毛利率：市政园林高于地产景观


数据来源：公司公告，西南证券

相对于地产景观行业，市政园林行业的毛利率、净利润率较高。公司市政园林、地产景观两项业务并行，决定了其盈利水平处于行业中等水平。

图 13：综合毛利率：岭南园林与行业均值持平


数据来源：公司公告，西南证券

图 14：净利润率：岭南园林略低于行业均值


数据来源：公司公告，西南证券

3、营运能力分析

应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率等衡量营运能力的指标来看，园林行业呈现周转速度逐年变慢的趋势。岭南园林与行业变化方向一致，且周转速度与行业均值相当。

表 2：应收账款周转率

	2010年	2011年	2012年	2013年上半年
东方园林	4.24	3.32	2.63	1.12
棕榈园林	5.24	4.60	3.48	1.50
普邦园林	6.22	7.88	5.58	2.24
铁汉生态	22.07	15.38	15.64	8.35
行业均值 1	9.44	7.80	6.83	3.30

	2010年	2011年	2012年	2013年上半年
行业均值2 (剔除铁汉)	5.23	5.27	3.90	1.62
岭南园林	5.42	4.20	3.17	1.55

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心整理

表 3: 存货周转率

	2010年	2011年	2012年	2013年上半年
东方园林	1.64	1.48	0.95	0.34
棕榈园林	2.55	2.02	1.41	0.52
普邦园林	6.09	4.98	3.28	1.20
铁汉生态	2.66	1.97	1.55	0.53
行业均值	3.24	2.61	1.80	0.65
岭南园林	2.85	2.23	1.57	0.73

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心整理

表 4: 总资产周转率

	2010年	2011年	2012年	2013年上半年
东方园林	0.87	0.99	0.74	0.29
棕榈园林	0.96	0.9	0.76	0.31
普邦园林	2.22	2.36	1.27	0.42
铁汉生态	1.50	0.88	0.60	0.20
行业均值	1.39	1.28	0.74	0.30
岭南园林	1.74	1.39	0.97	0.43

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心整理

三、募投项目

本次募集资金用于四川泸县、湖北荆州 2 个苗木基地的建设以及流动资金补充。(1) 四川泸县、湖北荆州 2 个苗木基地, 分别处于华西、华中地区, 该基地的建设, 有助于提高苗木自给率、控制成本, 并为公司跨区域扩张提供良好的支撑。(2) 园林绿化行业具有资金密集型的特点, 补充流动资金有助于缓解资金瓶颈, 提高订单承接能力。

表 5: 募投项目

项目	拟投入募集资金 (万元)	第一年	第二年	第三年
园林工程施工项目营运资金需求	9000	根据园林工程施工业务所需使用该笔资金		
四川省泸县得胜镇高端苗木生产基地建设	5,500	5,300	100	100
湖北省荆州市监利县苗木生产基地建设	6,500	6,100	200	200
合计	21,000	-	-	-

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心整理

四、盈利预测

预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 8.42 亿元、10.51 亿元、13.10 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.96 亿元、1.23 亿元、1.59 亿元，按照发行后总股本 8572 万股测算，2013-2015 年每股收益分别为 1.12 元、1.43 元、1.86 元。

公司属于园林绿化行业，园林行业 A 股上市公司中，目前有普邦园林、铁汉生态、蒙草抗旱、棕榈园林、东方园林等 5 家。2012-2014 年 5 家园林公司市盈率均值分别为 34.03 倍、26.20 倍、20.71 倍。公司本次最终发行价 22.32 元，对应 2012-2014 年市盈率分别为 23.25 倍、19.93 倍、15.61 倍；同时考虑公司规模较小，上市效应更加明显，以及资金、渠道优势、管理能力的规模化效应，建议积极申购。

表 6: 可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
002663.SZ	普邦园林	14.27	0.43	0.57	0.78	33.21	24.90	18.29
300197.SZ	铁汉生态	26.22	0.68	0.90	1.30	38.35	29.21	20.13
300355.SZ	蒙草抗旱	26.73	0.62	0.73	1.02	43.16	36.79	26.31
002431.SZ	棕榈园林	18.32	0.65	0.88	1.21	28.36	20.90	15.17
002310.SZ	东方园林	27.82	1.03	1.45	2.07	27.06	19.20	13.47
平均						34.03	26.20	18.67
002717.SZ	岭南园林	22.32	0.96	1.12	1.43	23.25	19.93	15.61

数据来源: 西南证券研发中心整理

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn