

岭南园林 (002717)

证券研究报告
2017年07月07日

外延并购积极拓展水环保业务，“园林生态+文旅”双主业驱动发展

公司近期发布多项公告，拟收购新港水务合计75%股权，股票今起停牌；与潢川县人民政府签署了合作框架协议，总投资约40亿元；控股股东尹洪卫先生减持公司股份不超过828万股，受让方为公司一期员工持股计划指定的员工。我们点评如下：

外延并购积极布局水环保业务，公司大生态产业链逐步形成

公司拟收购其持有的新港水务合计75%股权，新港水务深耕京津冀业务，凭借其水利部下属企业丰富的资源优势，大概率受益于白洋淀水生态治理业务增量。交易完成后公司将在水生态治理、水务方面得到经验技术补充，契合公司集合传统园林以及水生态治理的“大生态”战略。此外，公司同样在文旅板块进行积极布局，公司于16年收购了恒润科技和德马吉，形成了良好的协同效应，成为公司布局文化旅游板块的重要举措，并且两公司均在16年完成其业绩承诺。对于行业内民营上市公司而言，在建筑行业景气度下降的情况下，利用现有资本平台进行并购整合从而加速市场布局是民营上市公司在目前形势下的占优策略。

达成潢川县40亿元框架协议，PPP承接能力逐步提升

公司及春泉园林与潢川县人民政府就潢川县投资全域旅游及生态环境提升项目达成合作框架协议，工程项目总投资约40亿元，占2016年公司营收的155.76%，工期为5年。该项目的实施将提升公司生态环境和文旅项目建设与运营能力，从而推动“园林生态+文旅”双主业驱动发展。

此外，为增强公司PPP项目承揽能力，扩宽项目融资渠道，岭南园林的全资子公司岭南金控已与东莞农商共同参与总规模15亿元的PPP产业基金。为了承接更多的PPP项目，公司一方面可以扩大经营杠杆，一方面可利用该产业基金获取较低成本的融资。潢川县项目的顺利落地将成为公司提升承揽PPP项目能力的标杆，会进一步完善公司“大PPP运营模式”，为未来承接PPP订单打下坚实基础。

一期员工持股计划即将实施，未来业绩释放动力进一步提升

近期公司公布第一期员工持股计划草案，拟向公司及下属子公司包括董事、监事、高管和员工在内的不超过29人发行员工持股计划，整个资金计划不超过2亿元。此次参与员工持股计划的人数虽然有限，但受让股权的员工都是高级管理人员和各级骨干，这将有利于充分调动各级员工的积极性，提升业绩释放动力。

投资建议

公司近期并购新港水务，在水生态治理业务迎来进一步发展，并有望与原有园林业务形成协同效应，契合公司大生态产业链发展方向；此外，一期员工持股计划将提升未来公司业绩释放动力。综上，公司实施“园林生态+文旅”双驱动发展模式，并购协同效应持续向好。维持“买入”评级。预计公司17-19年EPS分别为1.22/1.69/2.19，PE分别为23/17/13。

风险提示：固定资产投资增速持续下滑，并购协同效应不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,888.86	2,567.70	4,625.41	6,025.62	7,817.99
增长率(%)	73.58	35.94	80.14	30.27	29.75
EBITDA(百万元)	233.78	302.73	885.36	1,568.00	2,254.48
净利润(百万元)	167.95	260.80	506.44	700.56	907.09
增长率(%)	43.53	55.29	94.19	38.33	29.48
EPS(元/股)	0.41	0.63	1.22	1.69	2.19
市盈率(P/E)	70.04	45.10	23.23	16.79	12.97
市净率(P/B)	12.27	4.43	3.76	3.07	2.48
市销率(P/S)	6.23	4.58	2.54	1.95	1.50
EV/EBITDA	61.83	31.48	12.97	6.24	4.29

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.41元
目标价格	33.23元
上次目标价	33.23元

基本数据

A股总股本(百万股)	414.04
流通A股股本(百万股)	176.80
A股总市值(百万元)	11,762.82
流通A股市值(百万元)	5,023.00
每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	46.70
一年内最高/最低(元)	35.26/21.63

作者

唐笑	分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004	
tangx@tfzq.com	
岳恒宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005	
yuehengyu@tfzq.com	
肖文劲	联系人
xiaowenjin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《岭南园林-首次覆盖报告:园林龙头转型初显成效，“园林生态+文旅”双主业驱动发展》 2017-04-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	248.72	452.79	786.32	1,252.31	1,329.06
应收账款	594.61	1,092.90	2,018.14	2,107.92	3,338.10
预付账款	9.05	15.88	29.60	30.56	49.11
存货	1,279.29	1,270.02	3,379.67	2,770.50	5,374.40
其他	220.42	347.67	259.83	263.10	297.64
流动资产合计	2,352.11	3,179.27	6,473.56	6,424.39	10,388.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	45.66	169.71	(57.51)	(731.49)	(1,885.52)
在建工程	69.92	2.01	37.21	70.32	72.19
无形资产	18.62	25.56	25.97	26.27	26.45
其他	1,149.35	1,960.75	1,538.36	1,647.49	1,697.57
非流动资产合计	1,283.56	2,158.03	1,544.03	1,012.59	(89.31)
资产总计	3,635.66	5,337.30	8,017.59	7,436.99	10,299.00
短期借款	511.44	199.88	792.13	0.00	7.84
应付账款	1,054.49	1,580.11	3,005.26	2,844.56	4,639.03
其他	658.05	380.34	474.03	457.80	600.19
流动负债合计	2,223.98	2,160.33	4,271.42	3,302.36	5,247.06
长期借款	163.74	192.31	327.87	0.00	5.76
应付债券	242.92	245.65	244.28	244.96	244.62
其他	44.64	76.79	40.48	53.97	57.08
非流动负债合计	451.30	514.75	612.63	298.93	307.46
负债合计	2,675.28	2,675.08	4,884.05	3,601.29	5,554.52
少数股东权益	1.71	4.72	5.59	7.19	8.89
股本	325.74	414.04	414.04	414.04	414.04
资本公积	61.97	1,425.29	1,389.29	1,389.29	1,389.29
留存收益	632.94	2,243.47	2,713.91	3,414.47	4,321.56
其他	(61.97)	(1,425.29)	(1,389.29)	(1,389.29)	(1,389.29)
股东权益合计	960.39	2,662.23	3,133.54	3,835.69	4,744.48
负债和股东权益总	3,635.66	5,337.30	8,017.59	7,436.99	10,299.00

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	168.54	261.23	506.44	700.56	907.09
折旧摊销	8.04	13.68	253.62	722.56	1,203.98
财务费用	50.56	46.86	37.21	22.45	(15.54)
投资损失	0.00	(0.04)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
营运资金变动	(593.96)	(821.48)	(1,222.30)	244.12	(1,995.23)
其它	229.48	424.77	(8.33)	3.13	3.74
经营活动现金流	(137.33)	(74.99)	(433.38)	1,692.80	104.02
资本支出	516.90	373.00	98.31	68.51	48.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(767.67)	(913.90)	(9.22)	(153.55)	(104.96)
投资活动现金流	(250.78)	(540.90)	89.10	(85.04)	(56.07)
债权融资	1,304.86	713.26	1,464.28	344.96	358.22
股权融资	21.89	1,455.94	(73.21)	(22.45)	15.54
其他	(938.70)	(1,357.57)	(713.26)	(1,464.28)	(344.96)
筹资活动现金流	388.04	811.64	677.81	(1,141.76)	28.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(0.06)	195.75	333.53	465.99	76.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,888.86	2,567.70	4,625.41	6,025.62	7,817.99
营业成本	1,330.16	1,841.50	3,281.87	4,263.91	5,550.80
营业税金及附加	62.60	35.07	63.17	82.30	106.77
营业费用	6.11	12.67	18.50	24.10	27.36
管理费用	225.71	353.70	587.43	777.31	1,047.61
财务费用	27.90	(4.33)	37.21	22.45	(15.54)
资产减值损失	37.00	32.76	33.52	34.13	37.00
公允价值变动收益	0.00	0.03	(9.19)	1.53	2.04
投资净收益	0.00	0.04	0.02	0.02	0.02
其他	0.00	(0.15)	18.35	(3.10)	(4.13)
营业利润	199.37	296.40	594.53	822.99	1,066.04
营业外收入	3.91	13.73	6.25	7.96	9.32
营业外支出	0.49	1.35	1.13	0.99	1.16
利润总额	202.79	308.77	599.65	829.96	1,074.20
所得税	34.25	47.55	92.34	127.81	165.42
净利润	168.54	261.23	507.31	702.16	908.79
少数股东损益	0.59	0.42	0.87	1.60	1.70
归属于母公司净利润	167.95	260.80	506.44	700.56	907.09
每股收益(元)	0.41	0.63	1.22	1.69	2.19

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	73.58%	35.94%	80.14%	30.27%	29.75%
营业利润	41.16%	48.66%	100.59%	38.43%	29.53%
归属于母公司净利润	43.53%	55.29%	94.19%	38.33%	29.48%
获利能力					
毛利率	29.58%	28.28%	29.05%	29.24%	29.00%
净利率	8.89%	10.16%	10.95%	11.63%	11.60%
ROE	17.52%	9.81%	16.19%	18.30%	19.15%
ROIC	38.63%	22.21%	37.38%	25.12%	47.96%
偿债能力					
资产负债率	73.58%	50.12%	60.92%	48.42%	53.93%
净负债率	40.39%	42.13%	48.16%	68.66%	42.24%
流动比率	1.06	1.47	1.52	1.95	1.98
速动比率	0.48	0.88	0.72	1.11	0.96
营运能力					
应收账款周转率	3.69	3.04	2.97	2.92	2.87
存货周转率	1.95	2.01	1.99	1.96	1.92
总资产周转率	0.68	0.57	0.69	0.78	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.63	1.22	1.69	2.19
每股经营现金流	-0.33	-0.18	-1.05	4.09	0.25
每股净资产	2.32	6.42	7.55	9.25	11.44
估值比率					
市盈率	70.04	45.10	23.23	16.79	12.97
市净率	12.27	4.43	3.76	3.07	2.48
EV/EBITDA	61.83	31.48	12.97	6.24	4.29
EV/EBIT	63.59	32.63	18.18	11.58	9.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com