

岭南园林 (002717)

证券研究报告

2017年09月22日

文旅产业扩展迅速，员工持股计划互惠共赢

深耕生态园林、“大生态”尽显优势

公司深耕园林业务多年，所处园林行业存量犹在，发展空间仍存。自上市以来，公司敢于放权，放眼全国，布局六大经营区域，开拓省外市场；潜心科研，施工资质重组，广有声誉；借“水十条”、PPP等政策东风，切入污水治理市场，实现园林与生态协同发展，拟收购新港永豪，顺应河北政府治理河道水体决心，未来前景可期。

布局文旅行业，“泛游乐”蓬勃发展

公司着眼未来，积极谋求转型，在上市后提出“二次创业”战略，着力发展毛利率较高的文旅行业。分别于2015~2017年收购恒润科技、德马吉、微传播(23.30%股权)三家公司。以文化创意设计为基，以主题文化创意、4D特种影院系统集成、特种电影拍摄制作作为手段，积极并购上游展览宣传产业，深入文旅产业链。公司提供平台、融资担保的支持，被并购公司提供文旅客户资源。园林与文旅协同发展，提供配套服务更具竞争力。

PPP助推订单增长，或为公司未来增长点

截止2017年9月，公司2017年累计新签订单及框架248.13亿，其中PPP项目171.23亿。其中息烽县地质公园、信宜市环境提升工程合同金额巨大，分别为30亿和48亿。积极参与生态PPP项目既是公司园林和生态协同发展的战略要求，也是公司寻求转型的重要途径。

成立产业基金增加融资渠道，员工持股计划激发经营活力

公司牵头先后成立了两支产业基金，为项目公司，特别是PPP的融资提供了新渠道，同时为公司完善文旅产业链提供便利。参股莞民投，为公司自身融资和对外投资都提供了新的平台。2017年公布第一期员工持股计划，持股计划设计员工范围为高级管理层7人和骨干员工22人，涉及金额不超2亿元。目前该计划已经完成股票购买，购买金额1.39亿、股票551.95万股。员工持股计划为“二次创业”注入活力，鼓励员工积极进取，与公司共同创业，享受公司发展的红利，从而激发经营活力。

投资建议

公司深耕园林主业多年，多区域经营战略、“大PPP”策略使公司在手订单充足，成为公司业绩增长点。公司“大生态+泛游乐”业务格局已经成型，文旅版块收入增长迅速，有望提升公司毛利率。员工持股计划深度绑定上下利益，经营活力进一步被激发，对提升估值起推动作用。综上所述，我们预计公司2017~2019年EPS为1.23、1.72、2.22元/股，对应PE为24、17、13倍，维持“买入”评级。

风险提示：文旅板块布局不及预期，PPP项目推进不及预期

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	4,536.96	6,291.72	8,161.26
增长率(%)	73.58	35.94	76.69	38.68	29.71
EBITDA(百万元)	233.78	302.73	890.74	1,599.48	2,292.19
净利润(百万元)	167.95	260.80	510.34	717.28	924.98
增长率(%)	43.53	55.29	95.68	40.55	28.96
EPS(元/股)	0.40	0.63	1.23	1.72	2.22
市盈率(P/E)	72.50	46.69	23.86	16.98	13.16
市净率(P/B)	12.70	4.58	3.89	3.16	2.55
市销率(P/S)	6.45	4.74	2.68	1.94	1.49
EV/EBITDA	61.83	31.48	13.28	6.52	4.39

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	29.28元
目标价格	36.66元
上次目标价	36.66元

基本数据

A股总股本(百万股)	415.85
流通A股股本(百万股)	208.50
A股总市值(百万元)	12,250.80
流通A股市值(百万元)	6,142.30
每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	54.28
一年内最高/最低(元)	31.95/21.63

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

- 《岭南园林-半年报点评:订单充足,大生态+泛娱乐助力业绩持续高增长》 2017-08-29
- 《岭南园林-公司点评:“园林生态+文旅”双主业驱动助半年业绩高增长》 2017-07-19
- 《岭南园林-公司点评: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》 2017-07-09

内容目录

1. 多年潜心树立行业标杆，立足园林打造百年岭南	5
1.1. 经十六年筚路蓝缕，历四载展翅腾飞	5
1.2. 贯通全产业链，夯实园林龙头地位	5
2. 多年深耕生态园林，“大生态”尽显优势	6
2.1. 园林产业体量犹存，公司深耕多年优势尽显	6
2.1.1. 城市化进程加速，园林市场存量犹在	6
2.1.2. 布局全国，多区域经营开拓新市场	7
2.2. “大 PPP” 助推订单增长，业务全方位受益	9
2.2.1. PPP 投资额持续增长，行业集中度高	9
2.2.2. 订单快速增长，PPP 推动明显	10
2.3. 园林业务自然外延，政策促进污水治理业务发展	11
2.3.1. 政策扩充市场容量，黑臭水成为治理重点	11
2.3.2. 河北水体污染严重，河道治理势在必行	12
2.3.3. 拟收购新港永豪水务，深入布局水治理领域	12
3. 布局文旅行业，“泛游乐”蓬勃发展	14
3.1. 收购业内龙头恒润科技后进军文化旅游行业，协同效应良好	15
3.2. 收购德马吉，布局创意展览领域	17
3.3. 参股微传播，成立产业基金	18
4. 员工持股计划激发经营活力	19
5. 公司经营分析与估值	20
5.1. 手订单充足，营收、归母净利润增长迅速	20
5.2. 盈利预测	21
5.2.1. 预测假设	21
5.2.2. 分项业务预测	21
5.2.3. 总体盈利预测	21
5.3. 相对估值	22
6. 投资建议	23
7. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展大事记	5
图 2: 东莞绿道网总体规划	5
图 3: 万达威斯汀酒店	5
图 4: 固定资产投资完成额——房地产开发	6
图 5: 常住人口城镇化率	7
图 6: 城市建成面积	7
图 7: 城市建成区绿化覆盖率	7
图 8: 城市园林绿地面积与市政园林绿化	7
图 9: 市政园林投资额及增长率	7
图 10: 公司区域布局	8
图 11: 分区域营业收入 (亿)	8
图 12: 分区域收入占比	8
图 13: PPP 总投资额	9
图 14: 2017 年 7 月各行业 PPP 投资额占比	9
图 15: GDP 与房地产、基建、制造业投资额的增速	9
图 16: 岭南园林 2015~2017H1 订单情况	10
图 17: 岭南园林截止 2017 年 9 月分类订单占比	10
图 18: 新港永豪分业务收入 (万)	13
图 19: 新港永豪 2016 年分地区占比	13
图 20: 引滦入津工程	13
图 21: 北京丰台区千景山污水处理项目	13
图 22: 公司分业务毛利率	14
图 23: 公司在文旅行业的战略	14
图 24: 恒润科技商业模式	15
图 25: 蜘蛛车	16
图 26: 韩国釜山漫威体验中心	16
图 27: 恒润科技 2013~2017H1 年营业收入	17
图 28: 恒润科技 2013~2017H1 净利润	17
图 29: 新加坡, 华为展台	17
图 30: 维也纳, 中石化展台	17
图 31: 德马吉 2014~2017H1 营业收入	18
图 32: 德马吉 2014~2017H1 净利润	18
图 33: 公司 2017 年 9 月 15 日股权结构	19
图 34: 2012~2017H1 营业收入及增长率	20
图 35: 2012~2017H1 期间费用率	20
图 36: 公司 2012~2017H1 归母净利润及增长率	20
图 37: 2013~2017H1 年公司分业务毛利率	20
图 38: 2015~2017H1 分业务营收占比	20
图 39: 部分园林上市公司归母净利润增长率	22

图 40: 预计部分园林公司 2017 年 PE	22
图 41: 预计部分园林公司 2017 年 PEG	22
表 1: 公司文旅行业布局.....	6
表 2: 对地产园林投资额的预测 (亿元)	6
表 3: 公司 2016 年以来公告新签 PPP 相关项目情况	11
表 4: 部分污水处理相关政策条文一览.....	11
表 5: 《河北省水污染治理工作方案》主要工作目标	12
表 6: 新港永豪 2016 年以来披露订单.....	14
表 7: 恒润科技 2016 年部分投资项目.....	16
表 8: 恒润科技 2016~2017 年部分中标项目及框架.....	17
表 9: 2015 年以来岭南园林参与成立的基金	18
表 10: 岭南园林第一期员工持股计划名单	19
表 11: 分项业务营业收入预测表 (百万)	21
表 12: 总体盈利预测表 (百万, 除每股收益外)	21

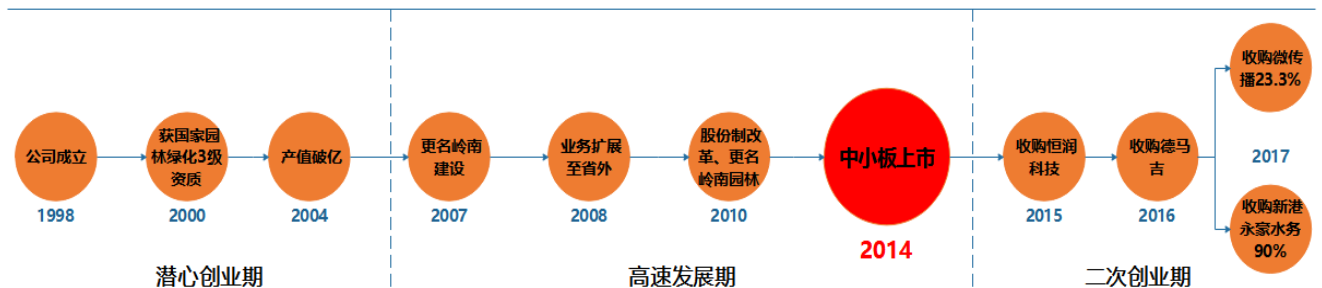
1. 多年潜心树立行业标杆，立足园林打造百年岭南

1.1. 经十六年筚路蓝缕，历四载展翅腾飞

岭南园林股份有限公司成立于 1998 年 7 月，前身为东莞岭南园林绿化有限公司，2007 年更名为东莞市岭南园林建设有限公司。公司于 2010 年 9 月进行股份制改革，同月 9 日，正式更名为岭南园林股份有限公司。

公司多年以来深耕园林产业，经历了成立后潜心创业的阶段，至产值突破亿元之后开始高速发展，成立子公司涉足苗木、设计等上、中游业务，并于 2014 年在中小板上市。上市之后逐渐探索与传统主业协同发展、能提高公司毛利的新主业，即公司所提出的“二次创业”。在公司不懈努力之下，公司新战略“大园林+泛游乐”逐渐成型。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司公告整理、天风证券研究所

1.2. 贯通全产业链，夯实园林龙头地位

公司在传统园林主业已经形成了立足科研，苗木培植养护、景观规划、园林施工、绿化养护一体化发展的生态园林产业链格局。贯通全产业链有助于公司降低上游原材料的价格波动，设计施工一体化有助于避免衔接不到位，增强了公司服务质量和知名程度，科研则提高了公司整体核心竞争力，将是公司未来增长源泉之一。

公司为构建全产业链布局，建立了三个研究机构，四个苗木培育基地，五个设计院，以及二十三家分公司。在科研上，公司及全资子公司拥有三个高新技术企业资质，获专利 70 多项，高新技术产品 16 项，以及诸多影片、软件、美术著作权等。在苗木培养上，公司拥有 7600 多亩苗木培养基地。在景观设计和园林建设工程上，公司具备了掌握上游原材料信息，吸收当地文化进行设计创作的能力，并且能够承接大中型建设项目。公司在园林行业深耕多年，建设了一批令客户认同的项目。

图 2：东莞绿道网总体规划



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 3：万达威斯汀酒店



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司自 2015 年以来就开始提出“二次创业”的新战略，对公司的发展方向进行了新的规

划。随着传统园林业务毛利率有所降低，公司将目光转向了收益率更高，并且与传统主业具有协同效应的文化旅游上。2015 年收购恒润科技，踏出了进军文旅的第一步。2016 年收购德马吉国际展览，为文化创意业务的开展奠定基础。2017 年收购北京微传播 23.30% 股份，获得了网络宣传平台资源。公司在文旅行业的布局在宣传、设计、设备制造、工程建设上已成规模，未来前景可期。

表 1: 公司文旅行业布局

子公司	首次参股/控股年份	参/控股比例	业务范围
上海恒润电子科技	2015	100%	文化旅游运营、光影设备制造
德马吉国际展览	2016	100%	创意展览
微传播网络科技	2017	23.30%	网络宣传

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 多年深耕生态园林，“大生态”尽显优势

2.1. 园林产业体量犹存，公司深耕多年优势尽显

2.1.1. 城市化进程加速，园林市场存量犹在

园林行业分为市政园林和地产园林两类。地产园林投资额与房地产投资额关系紧密，近年来我国房地产开发投资额增速有所下滑，但是存量依然可观。2016 年，房地产开发投资额达到 10.25 万亿，占固定资产投资完成额的 17%。根据园林工程行业经验来看，地产项目配套景观园林投资额占房地产总投资的 1%~4%，假设房地产开发投资额的增长率在未来 3 年达到 3%的水平，分别取地产园林投资占比 2%、2.5%、3%进行压力测试，可以得到结论，2020 年地产园林投资额可以达到 2309 亿~3463 亿。

图 4: 固定资产投资完成额——房地产开发



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2: 对地产园林投资额的预测 (亿元)

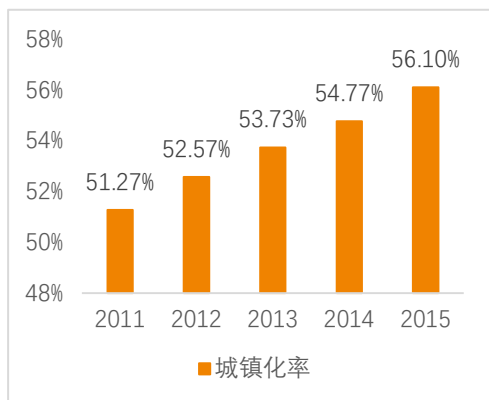
占比假设	2.00%	2.50%	3.00%
2017E	2113.169	2641.461	3169.753
2018E	2176.564	2720.705	3264.845
2019E	2241.861	2802.326	3362.791
2020E	2309.116	2886.395	3463.675

资料来源：wind，天风证券研究所

我国城市化进程在不断加速，市政园林投资额或可能受其助推。根据统计局对十八大以来的城镇化成果的总结中，我国 2017 年城镇化率达到 56.10%，较去年同增 1.33 个百分点。《国家新型城镇化规划（2014~2020）》规划了我国未来几年的城镇化目标，要求在 2020 年常住人口城镇化率达到 60%左右，因此预计未来三年的城镇化增长幅度应该达到 0.78 个

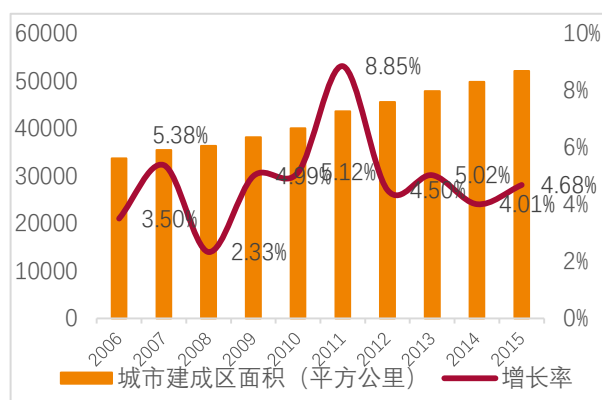
百分点左右。城市建成区面积也在稳步扩张,2015 年达到 5.2 万平方公里,同比增长 4.68%。

图 5: 常住人口城镇化率



资料来源: 统计局、天风证券研究所

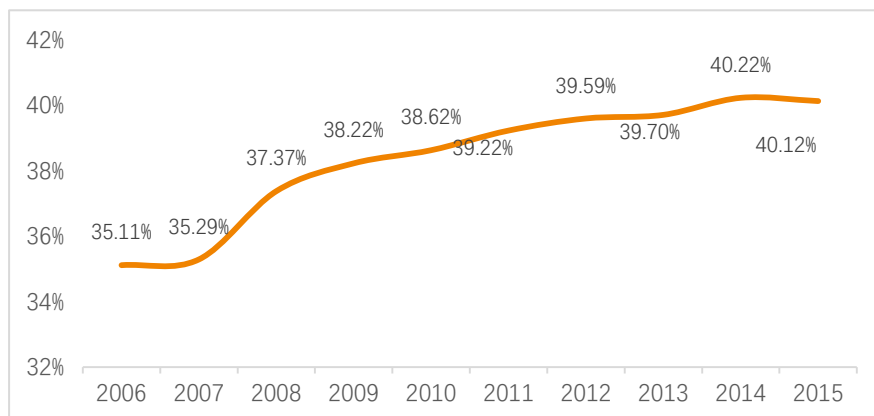
图 6: 城市建成面积



资料来源: 统计局、天风证券研究所

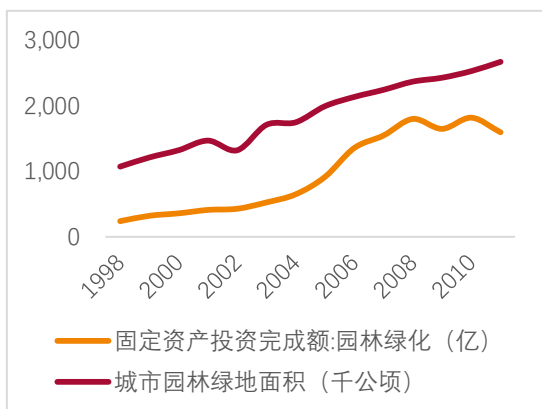
随着十八大将“生态文明建设”写入党章,“十三五”规划首次为“加快改善生态环境”留下独立的篇幅作为建设规划提出,我国各级政府逐渐将城市建设的重点向能显著提高生态环境、提升居民生活质量的园林绿化建设方向倾斜。同时可以观察到,随着城镇化率的较快增长,绿化覆盖率在 2015 年却有所下滑,说明存在更多城市建成区等待绿化建设。不可否认的是,绿化覆盖率和市政园林投资额增速均有所下降,这或与政府债务积压有关,随着 PPP 的广泛应用,这一问题将有所缓解甚至得到重大改善,可能在未来使得市政园林投资额增速有所反弹。

图 7: 城市建成区绿化覆盖率



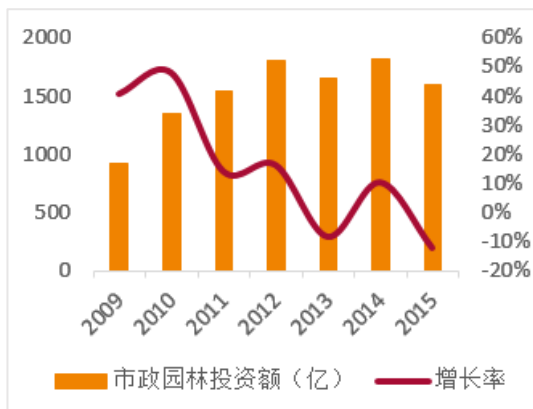
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 城市园林绿地面积与市政园林绿化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 市政园林投资额及增长率



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.1.2. 布局全国, 多区域经营开拓新市场

公司经过多年经营，目前已经形成了华北、华西、华东、华中、华南、西北六大运营中心，相继在广州、深圳、重庆、天津、北京、上海、兰州、海南、新疆、泰安、贵州、成都、宜宾等地成立了分公司，并在上述区域承接了一定数量的大型园林项目。同时，公司在设计、苗木培育上也形成了多区域的布局。

图 10：公司区域布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司的区域扩张战略在上市之后取得重大进展，2014 年之后营业收入高速增长。2014~2016 年年复合增长率高达 47%。在传统经营区域华南地区提供稳定收入支持的条件下，华东、华西地区后来居上，逐渐成为公司重要收入来源，成为公司业绩高速增长的支撑点，特别是华东地区，2016 年为公司 50% 以上的营业收入均来源于该地区，这有可能与公司在 2015 年签署了位于安徽的两个合同金额分别为 50 亿、42.8 亿的框架协议相关。这一比例在 2017 年上半年为 37.28%，下降幅度较大。

公司各地区园林业务的结构可能也有所不同。从毛利率来看，华东地区的毛利率较高，在 32%~34%；其余地区业务的毛利率都在 25%~29%，较华东地区相比较低。这可能与华东地区承接了毛利率较高的市政园林业务，而其余地区以地产业务为主有关。因此结合各地区收入占比，公司园林业务的毛利率并无巨大变化。

我们认为公司园林业务发展迅速，区域化经营获得了巨大成功的原因有三。

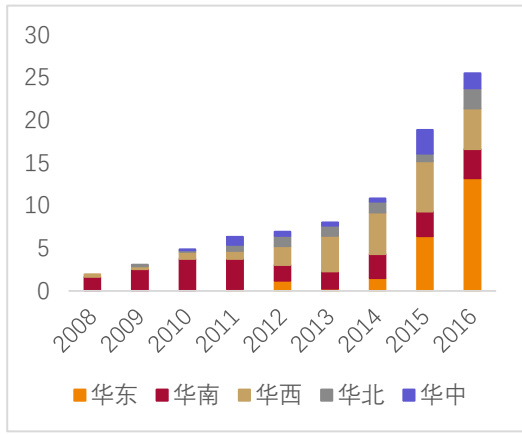
其一、公司在区域化经营过程中建立了各大区域运营中心，方便了深入各区域开展业务。同时在进行改革放权、扁平化管理、精简审批程序等经营管理上的革新，使各区域能够根据地域特点自主进行业务扩张。

其二、公司从业资质较强、科学研究有所突破。公司及子公司具有三个高新技术企业资质，并具备国家城市绿化一级资质。2015 年，公司专利《多效树木滴注液及其使用方法》通过日内瓦专利合作条约 (PCT)，成为国内首家获 PCT 的园林企业。同时通过成为上市公司的影响，使得公司声誉提升，贷款能力大大增强，筹资现金流增长迅速，给公司扩张战略提供了资金基础。

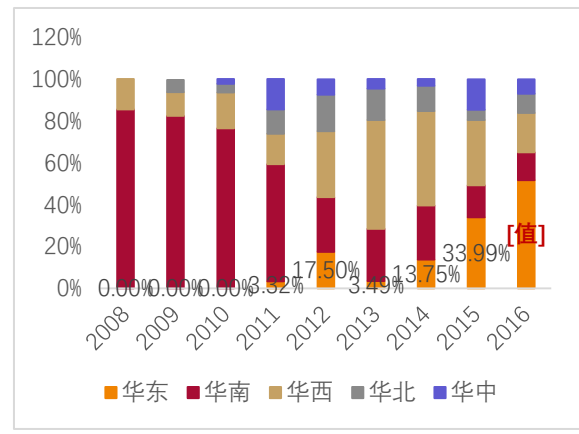
其三、公司积极承接 PPP 工程，使公司获订单能力增强。

图 11：分区域营业收入 (亿)

图 12：分区域收入占比



资料来源: wind, 天风证券研究所



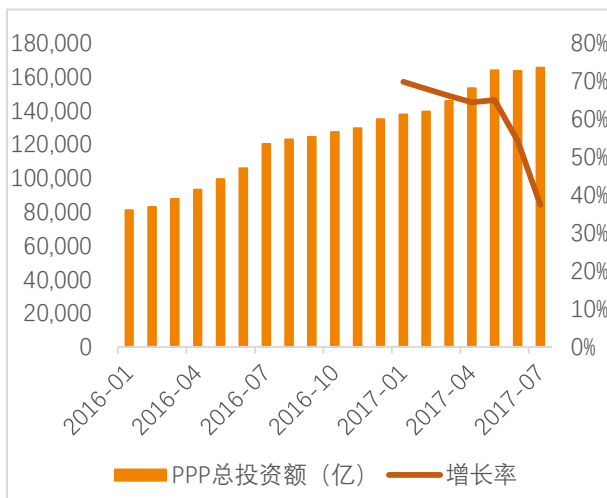
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. “大 PPP” 助推订单增长，业务全方位受益

2.2.1. PPP 投资额持续增长，行业集中度高

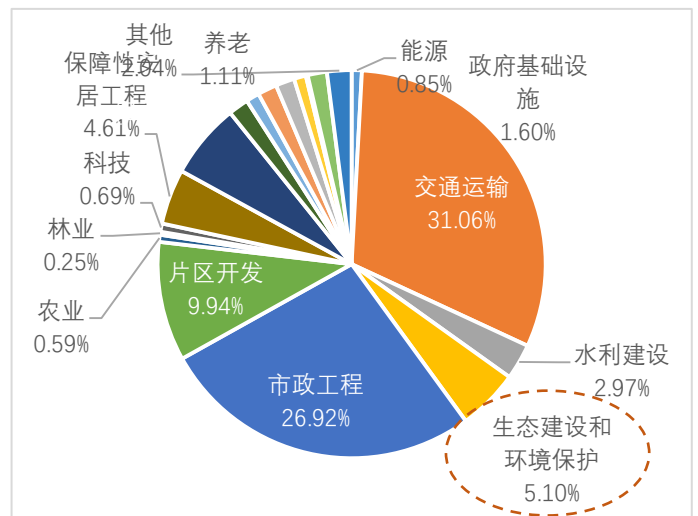
自我国推出 PPP 以来，PPP 投资额就在不断增长。至 2017 年 7 月当年累计 PPP 投资额达 16.54 万亿，较去年同期增长 37.49%。PPP 的大部分投资额都集中投向于包括市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇开发、水利、保障性安居工程、政府基础设施建设等在内的基础设施建设中，在 2017 年上半年，PPP 基建项目投资额占比约 70.7%。与此相对应的，基建中的生态建设和环境保护 PPP 项目亦受益于 PPP 投资额的高增长，2017 年 6 月，生态建设和环境保护 PPP 项目投资额 8350 亿，同比增长 69.78%，占 PPP 投资总额的 5.10%。

图 13: PPP 总投资额



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 2017 年 7 月各行业 PPP 投资额占比

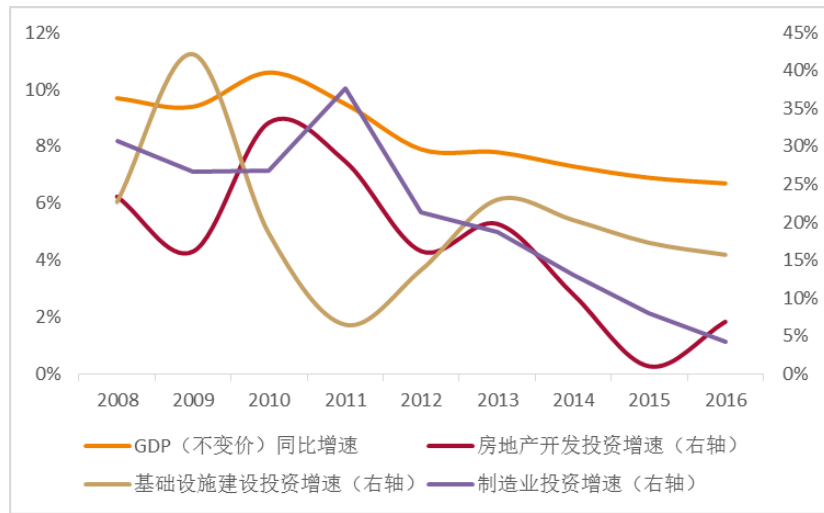


资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 篇幅原因只列出部分占比高项目

PPP 投资额近年来稳定的增长或可能与经济增速下行相关。众所周知，经济的增速主要是由房地产投资、制造业投资和基础建设投资共同支撑的。其中，房地产投资由于牵动上下游行业众多，又被成为“经济周期之母”。近年来 GDP 增速下滑与房地产“去库存”导致的投资增速疲软直接相关，而我国政府在经济“软着陆”的思想指导下，势必要通过最直接的手段——投资于基础设施建设来遏制经济断崖式下行。PPP 作为缓解政府债务积压问题的优秀模式逐渐成为基础设施建设的融资管理方式，自然也得到了快速发展的空间。

图 15: GDP 与房地产、基建、制造业投资额的增速



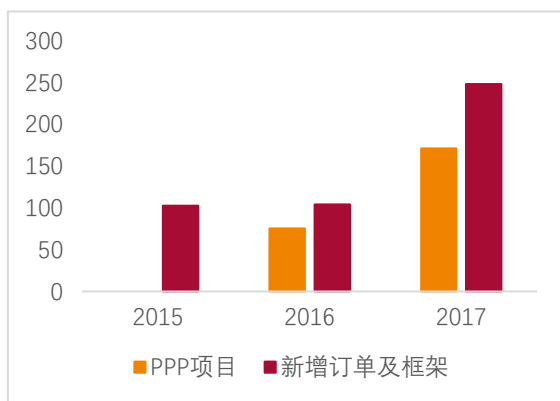
资料来源: wind, 天风证券研究所

值得注意的是, 现阶段有诸多的园林公司在 PPP 推广之后大力开展环保类的 PPP 项目。这与园林投资额有所下滑, 园林公司谋求转型有较密切的关系。园林公司可以通过横向扩张, 跨行业地进行业务布局; 也可以垂直细分业务, 在某一子业务上发挥核心竞争力, 使公司成为行业龙头, 享受垄断优势。上述二者需要巨额的资金及跨行业管理模式、核心技术等, 而搭上 PPP 快车发展与园林相关、并且公司原本也开展的生态环保业务相对简单, 既顺应了国家发展的战略, 在 PPP 落地率上升的条件下又能获取稳定的收益, 成为很多公司的选择。

2.2.2. 订单快速增长, PPP 推动明显

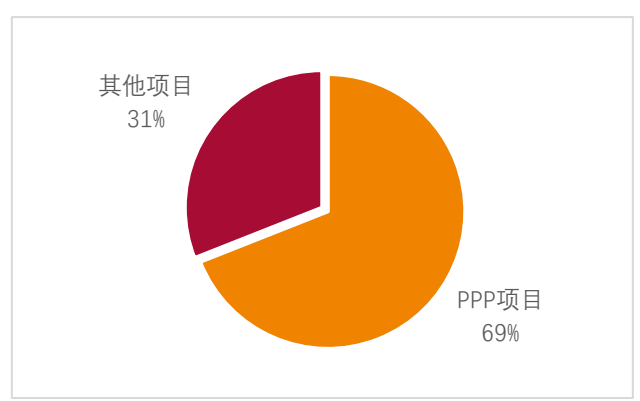
根据公告, 公司 2016 年新签订单及框架 104.19 亿, 其中 PPP 项目 75.22 亿; 截止 2017 年 9 月, 公司 2017 年新签订单及框架 248.13 亿, 其中 PPP 项目 171.23 亿。其中息烽县地质公园及基础设施建设项目、信宜市人居环境提升工程两个框架协议金额巨大, 合同金额分别为 30 亿和 48 亿, 建设方式既有长期合作、建设+运营的方式, 又有短期建设的方式, 同时为公司提供了长、短期的收入来源。

图 16: 岭南园林 2015~2017H1 订单情况



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 17: 岭南园林截止 2017 年 9 月分类订单占比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司在承揽 PPP 项目上, 大多挑选质量较高, 毛利率尚可的项目。据了解, 公司的 PPP 项目毛利率大多在 30%~40% 的区间内, 有望改善公司园林板块毛利率有所下降的趋势。在施工形式上, 公司承揽了部分施工+运营的项目, 如滁州市文旅工程 PPP 项目、息烽县地质公园 PPP 项目等, 在提供养护服务的基础上获得回款, 这使得公司回款周期较长, 但是这些项目大多合同金额巨大, 公司在长期将依此获得稳定的现金流。

表 3：公司 2016 年以来公告新签 PPP 相关项目情况

项目情况	公告时间	项目名称	合同金额	占去年收入比	施工期限	项目形式
中标项目	2016/9/6	寮步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设 PPP 项目	5.12	27.12%	2 年	PPP
中标项目	2016/9/19	乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目	5.55	29.40%	10 年	PPP
中标项目	2016/10/19	济宁市嘉祥县曾子广场项目	4.8	25.43%	未披露	PPP
中标项目	2016/10/20	御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目	8	42.35%	建设期 2 年，运营维护期至少 10 年。	PPP 模式中的 BOT 形式
框架协议	2016/11/30	文化旅游重点项目	51	270.00%	5 年	PPP 或 EPC
中标项目	2017/6/18	博乐金三角工业园区 2017 年绿化工程建设 PPP 项目	3.23	12.58%	10 年	PPP
框架协议	2017/7/5	潢川县全域旅游及生态环境提升项目	40.0000	1.5576	5 年	PPP
框架协议	2017/7/27	滁州市定远县一批重点生态文化旅游建设工程项目	50.0000	1.9470	合作期为 13 年，其中建设期 3 年，运营期 10 年	PPP 或 EPC
框架协议	2017/8/5	息烽县团园山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目	30.0000	116.82%	建设期 3 年+运营期 17 年	PPP
框架协议	2017/8/5	信宜市人居环境提升工程	48.0000	186.92%	2 年	PPP

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 园林业务自然外延，政策促进污水治理业务发展

2.3.1. 政策扩充市场容量，黑臭水成为治理重点

我国一直以来重视生态文明建设，特别是近些年来在发展过程中不注重节能环保造成的许多环境污染的恶果促使我国政府将环保作为工作的重点之一。在 2016 年提出的“十三五”规划用完整的篇章强调保护环境的重要性。

黑臭水体指在城市建成区内，呈现令人不悦的颜色和（或）散发令人不适气味的水体的统称。近年来我国城市黑臭水体污染比较严重，成为了市民重点反映的问题之一。根据住建部组织的排查，全国 295 个地级市及以上城市中，216 个城市排查出黑臭水体 1811 个，其中河流 1545 条，占 85.4%；湖、塘 264 个，占 14.6%。

2015 年，国务院先后印发《水污染防治行动计划》、《城市黑臭水体整治工作指南》等，强调了对黑臭水体的治理。2016 年 12 月印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中，计划筹集 5644 亿元用于城镇污水处理的建设，其中对整治黑臭水体计划投资 1700 亿。

2017 年，环保监察趋严，环保部部长陈吉宁在两会上强调了中央环保督查的重要性。目前环保督查已经形成了中央和省级两级督查的格局。2017 年 3 月，环保部已经完成了两批督查试点，对中央高度关注、民众重点反映的环境问题解决，环境质量恶化区域的情况等进行了督查，其中对企业的督查比以往更严，一旦发现偷排废水、无废水回收系统，过滤池 COD 超标等情况，被检查对象将面临罚款、关停等惩罚措施。

表 4：部分污水处理相关政策条文一览

印发时间	政策公告名称	重点内容
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》（“水十条”）	2020 年，七大重点流域水质优良比例总体达 70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体控制在 10%等要求，以及到 2030 年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75%以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体

		为 95%左右
2015 年 8 月	《城市黑臭水体整治工作指南》	90%以上的问卷对黑臭水体工程整治效果答复“非常满意”或“满意”，则认定该水体达到整治目标
2016 年 10 月	《关于全面推行河长制的意见》	加大黑臭水体治理力度，实现河湖环境整洁优美、水清岸绿。以生活污水处理、生活垃圾处理为重点，综合整治农村水环境，推进美丽乡村建设。
2016 年 11 月	《“十三五”生态环境保护规划》	地表水质量达到或好于Ⅲ类水体比例大于 70%，地表水质量劣Ⅴ类水体比例小于 5%
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	筹措 5644 亿元用于投资城镇污水处理及再生利用设施建设，其中计划整治地级以上城市建成区黑臭水体 2000 多个，总长度约 5800 公里，投资额约 1700 亿。

资料来源：国务院、住建部、天风证券研究所

2.3.2. 河北水体污染严重，河道治理势在必行

中国北部，特别是环渤海地区，由于早期粗放的重工业过度发展，造成了大量严重的水体污染，河北在其中亦深受其害。根据《2016 年河北省环境状况公报》，河北省地表水环境 199 个监测点位中，劣Ⅴ类占 27.14%；47 个省界河流断面中，21 个断面水质为劣Ⅴ类；14 座水库及白洋淀、衡水湖中，白洋淀为中度污染，邱庄水库为重度污染。

河北省针对以上污染情况出台了《河北省水污染治理工作方案》，实施对重污染河流治理攻坚，着力整治白洋淀和衡水湖，计划对 12 条重污染河流设立 65 个重点工程，总投资 33.7 亿元，155 家工业园区完成污水处理设施，21 家污水处理厂改造升级。

表 5：《河北省水污染治理工作方案》主要工作目标

阶段	时间点	重要指标
第一阶段	2017	全省海河、辽河流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例分别达到 42%以上和 100%，海河流域丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的水体断面比例较 2014 年下降 8 个百分点以上，重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 60%
第二阶段	2020	全省海河、辽河流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例分别达到 47%以上和 100%，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的水体断面比例较 2014 年下降 21 个百分点以上，重要江河湖泊水功能区水质达标率达到 75%。
第三阶段	2030	全省主要河流水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例总体达到 55%以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的水体断面比例基本消除，城市建成区黑臭水体基本消除

资料来源：河北省环保局、天风证券研究所

随着国家雄安新区建设规划的推出，环境问题也随之提上日程，特别是针对所在雄安新区的白洋淀污染问题。白洋淀曾被称为“华北明珠”，湖面清澈，风光秀丽。但近几年面临着长期缺水、污染严重、非法围埝的问题。河北省发改委出台了《白洋淀生态环境保护总体方案(2012-2015 年)》，将改善白洋淀水体体质、修复淀区生态等八大措施作为改善白洋淀的重点任务。同时河北省财政厅计划对该方案投资 7.27 亿元。

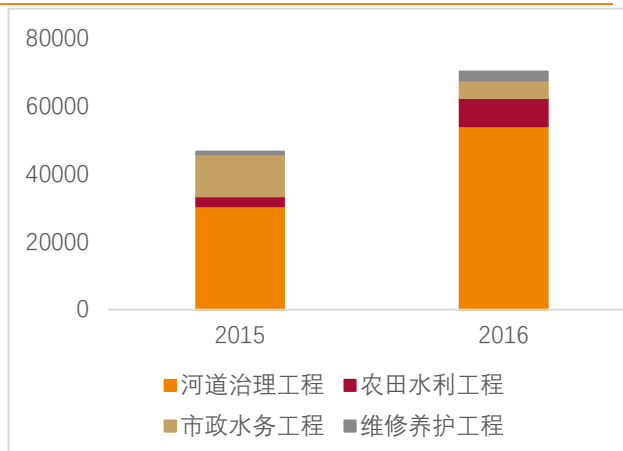
2.3.3. 拟收购新港永豪水务，深入布局水治理领域

2017 年，公司以发行股份及现金支付相结合的方式，拟收购北京市新港永豪水务 90% 的股权。北京市新港永豪水务成立于 1995 年 6 月 29 日，注册资本金一亿元，是水利部机关服务局所属企业参股公司。新港永豪承接的工程主要可以分为河道治理工程、农田水利工程、市政水务工程、维修养护工程四个类别。其中河道治理工程为其最重要的版块，项目内容主要包括河道疏浚、堤防加固、河道导流、引水排水、巡河路建设、两岸绿化以及相应的环保和水保措施。

2016 年，河道治理工程营业收入 5.4 亿，占营业总收入 77.09%，同比增长 77%。河道治理

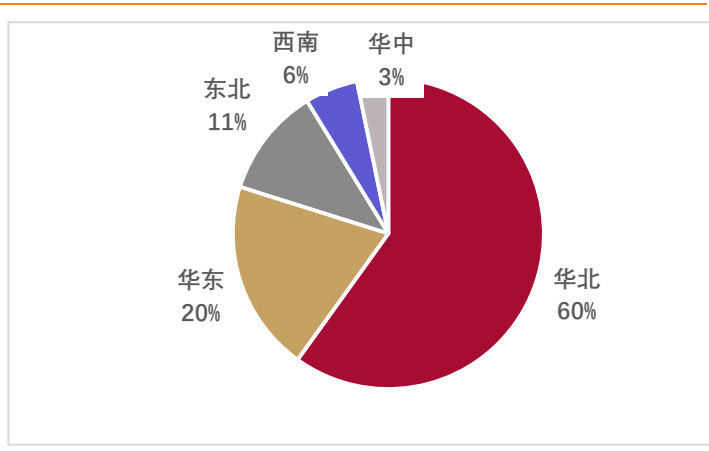
版块收入的迅速增长推动了新港永豪总体的营业收入增长，2016 年，新港永豪营业收入 7.01 亿，同比增长 50%。

图 18：新港永豪分业务收入（万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：新港永豪 2016 年分地区占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司收购新港永豪能够发挥二者的协同效应。首先，公司形成了六大经营区域，与新港永豪客户分布具有一致性，二者可以在客户资源上互补。其次，公司在与生态园林客户对接时，可以借助新港永豪在海绵城市、生态治理方面的优势，为客户提供多元化服务，提升了公司业务扩展能力，与新港永豪共同增强项目承揽能力。最后，借助新港永豪的业务在河道治理、政府水务上的技术优势，结合公司在生态园林、生态修复上的能力，在“城市修复”、“生态修补”业务上竞争力大大增强。

从污水处理业务上来看，新港永豪或可大有作为。

其一、根植华北污水处理市场。新港永豪位于北京市，紧邻华北诸省，收入也大多来源于华北地区。公司通过在华北地区承接的工程积累了大量经验，对华北地区的河流有一定的了解，具备承揽大型项目的能力。

其二、专精于河道治理工程和污水处理，顺应政府对河道治理和黑臭水体处理的决心。新港永豪的业务收入主要来源于河道治理，在该板块上深耕多年，具备较强的业务承揽能力和施工能力，参加过引滦入津、小哑叭河河道治理、大兴灌渠截污等工程。黑臭水治理上也颇有建树，承揽过密云绿化基地污水处理，北京丰台区干灵山景区污水处理等项目。

图 20：引滦入津工程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 21：北京丰台区干灵山污水处理项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

其三、水利部参股，政企之间关系良好。新港永豪在并购后，新水投资仍持有其 10% 的股

份。新水投资为水利部控股企业，于 2012 年通过股权置换获取新港永豪 25% 的股权。新港永豪凭借与水利部参股的关系，拥有了一大批质量优良的客户，在北京 6 家水务系统的企业中具有很强的竞争力。

其四、借 PPP 增强自身接单能力。新港永豪在 2017 年后开始尝试承接 PPP 项目，推动其订单增长。截止 2017 年 8 月，新港永豪 2017 年新签订单 9 个，其中 5 个为 PPP 项目；在手订单 12 个。

表 6：新港永豪 2016 年以来披露订单

时间	项目名称	披露中标金额（亿）	PPP 是否入库
2017/08	天然气管线穿越河道系列工程		
2017/08	南水北调配套工程大兴支线工程		
2017/07	汾阳市汾河流域生态修复与保护 PPP 项目	13.51	否
2017/06	门头沟区农村污水处理设施 PPP 项目	0.785	是
2017/06	泗阳县供水管网巩固提升和新建污水管网 PPP 项目	1.38	是
2017/05	郑州市牛口峪引黄工程		
2017/04	宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目	5.04	是
2017/04	门头沟区黄塔沟治理工程		
2017/01	中宁县喊叫水扬水工程 PPP 项目	4.5	是
2016/12	朝阳市城市供水改扩建工程		
2016/12	怀柔区桥梓镇秦家东庄改造工程		
2016/12	京包铁路南口地区安全保证工程		
2016/12	北运河（通州段）综合治理工程		
2016/08	松山区二道河子水库抗旱应急工程		
2016/07	榆堡东南部地区临时排水工程		
2016/06	昌平区南口镇关沟生态综合治理项		
2016/05	南水北调密云水库调蓄防护网工程		
2016/04	北京市（S1 线）西段河道防护工程		
2016/03	京密引水渠渠道衬砌修复工程		
2016/01	牯牛河(首钢-京港澳高速)清淤疏浚工程		
2016/01	大兴区天堂河治理工程河道工程		
2016/01	永定河灌渠治理工程河道工程		

资料来源：公司官网、天风证券研究所

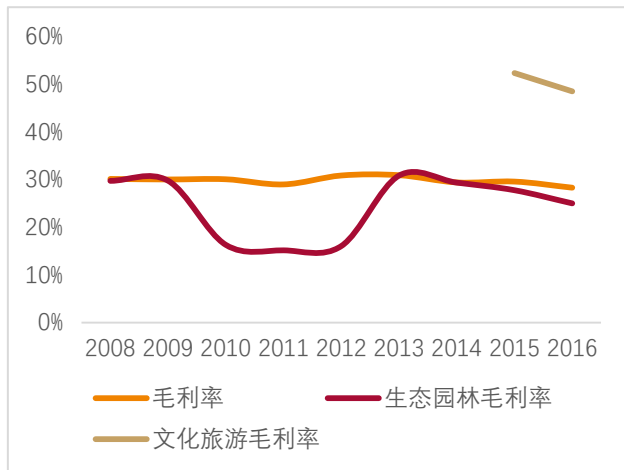
3. 布局文旅行业，“泛游乐”蓬勃发展

随着我国经济形势进入新常态，经济增长放缓，固定资产投资额增速也有所下滑，园林行业的投资增长也受到了较大的影响。同时，随着 2017 年 4 月住建部下发取消城市园林绿化企业资质的文件，原本集中度不高的园林行业将陷入更为激烈的竞争中，毛利率或可能因此下降。而文旅行业的毛利率达约 50%，为园林的 2 倍。公司积极开展文旅行业，遏止了整体业务毛利率下降的趋势。

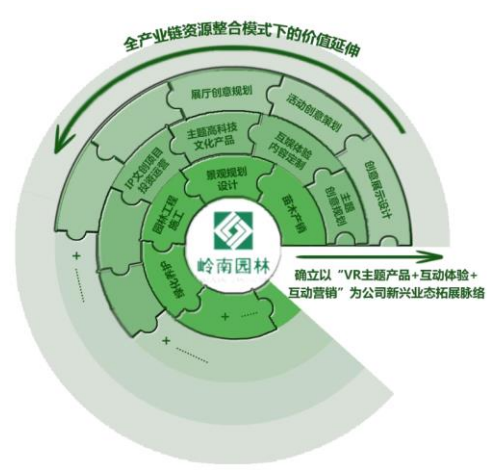
公司深耕园林行业多年，高瞻远瞩地预见到了这些情况，提出了“二次创业”的战略规划，着力发展毛利率较高文旅行业，通过依托生态景观定制，嫁接文化创意通路，打造生态+文旅一体的人文体验产业链，为公司未来发展提供增长点。

图 22：公司分业务毛利率

图 23：公司在文旅行业的战略



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司分别于 2015 年收购了上海恒润数字科技, 2016 年收购了德马吉国际展览以及 2017 年收购北京微传播网络科技(23.30%股权)。在以恒润电子科技的特色文旅为中心的基础上, 结合传统生态景观业务提供建设保障支持, 不断开发下游展览、销售产业, 坚持全产业链的发展思路。

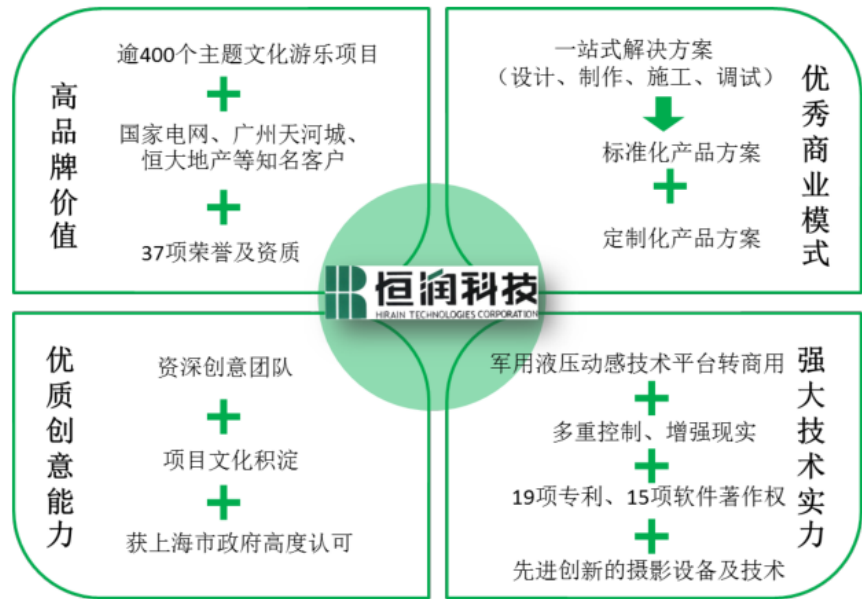
3.1. 收购业内龙头恒润科技后进军文化旅游行业, 协同效应良好

上海恒润数字科技有限公司国内领先的主题文化旅游创智服务运营商, 主要业务是主题旅游、文化科技和文化影视业务。公司 2015 年通过支付现金 5.5 亿元溢价购买恒润科技 100% 股权, 恒润科技承诺在 2015~2018 分别实现净利润不低于 4200、5500、7200、8660 万元。恒润科技于 2015 年、2016 年实现净利润 4513.3 万、6747.7 万, 实现了承诺, 并且于 2017 年上半年实现净利润 5119.5 万, 非常有希望能实现 2017 年承诺。

恒润科技作为国内最早一批运用创意设计手段, 将三维影视、虚拟技术等高新技术研发 4D 特种影院系统集成项目的文化创意型企业, 经过多年积累, 现已形成特种电影、动画制作以及智能设备三个方面的主题文化创意、4D 特种影院系统集成、特种电影拍摄制作三块业务协同发展。恒润科技主营的数字体验业务属于文化创意行业的新兴领域, 目前参与者较多, 但集中度不高, 尚未形成竞争格局。现阶段恒润科技具备成熟的特色文化设计能力、领先的 VR 技术、完善的商业模式, 在行业中名列前茅, 仅与少数企业形成较强的竞争关系。

恒润科技是国内领先的主题数字体验解决提供商, 凭借多年的业务实践及品牌积淀, 现已跻身国内业界领先地位, 并在品牌价值、商业模式、创意能力、技术实力等方面形成核心竞争力。

图 24: 恒润科技商业模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：蜘蛛车



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 26：韩国釜山漫威体验中心



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2015 年恒润科技加入岭南园林后，将主题旅游设计、以知识产权为核心的影视开发和文化创意及投资运营构建成了一条完整的产业链，逐渐形成了“生态+文旅”的业务模式，获得了很好的协同效应。2016 年，恒润科技在布局 VR 产业链，影视、漫画等文化产品创作权投资上获得了很大的成就。

表 7：恒润科技 2016 年部分投资项目

投资项目	投资方向
《盗墓笔记》	电影影视
《暴走武林学园》	漫画 IP
成都虚拟世界科技有限公司	VR 设备
优士视真	VR 播放器

资料来源：公司公告、天风证券研究所

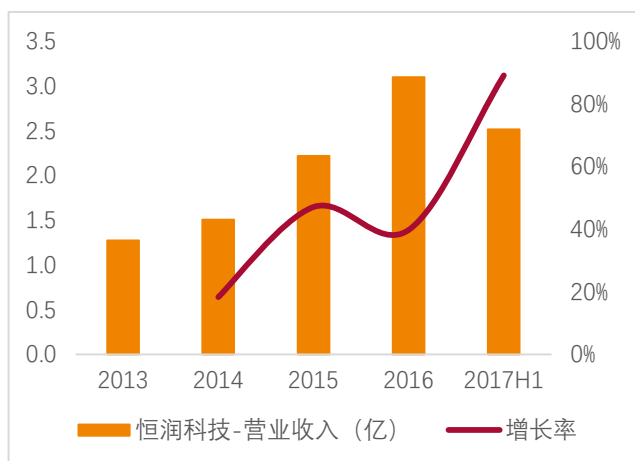
在经营上，恒润科技借助岭南园林的平台承接了以邹城文旅项目为代表的一批订单，与岭南园林原有的生态园林业务形成了协同效应，从原有的园林设计加入了娱乐的因素，使得二者都能够承接主题更为复杂，要求更高的项目。岭南园林对恒润科技业务的助推作用不仅显现在订单上，更体现在声誉、资金的支持上。2015、2016 两年，岭南园林先后两次为恒润科技提供了不高于 5000 万的融资担保，给恒润科技融资提供了更宽广的渠道。

表 8: 恒润科技 2016~2017 年部分中标项目及框架

时间	项目名称	合同金额 (亿)	占恒润科技去年收入比
2016/09	大连好奇王国主题乐园一体化服务	2.23	100.90%
2016/11	山东邹城市文化旅游重点项目	51.00	2307.69%
2017/07	《福建平潭海坛古城二期主题公园规划设计、采购及安装一体化 EPC 总承包工程项目合同》	5.00	161.81%

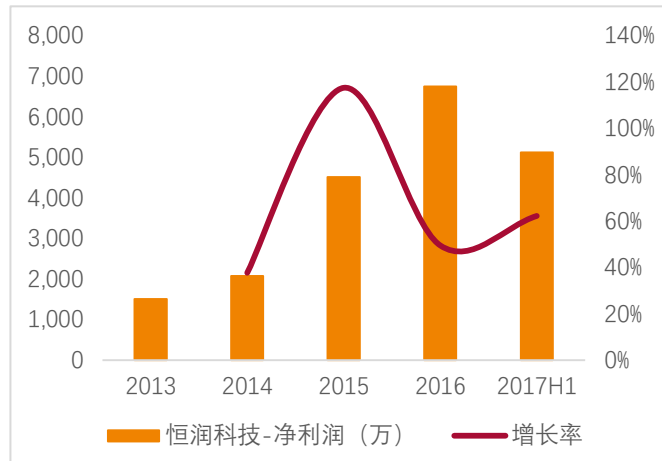
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 27: 恒润科技 2013~2017H1 年营业收入



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 28: 恒润科技 2013~2017H1 年净利润



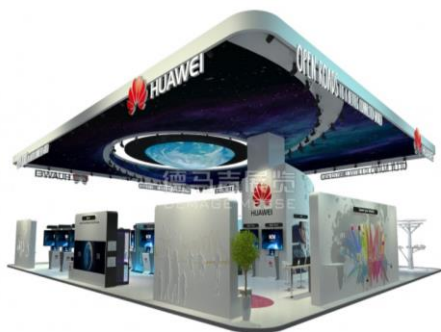
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.2. 收购德马吉，布局创意展览领域

岭南园林于 2016 年 12 月以股份及现金的方式支付 3.75 亿元完成了对德马吉国际展览有限公司 100% 股权的收购。其中以发行 780.437 万股作价 2.25 亿收购 60% 的股份，以现金 1.5 亿收购其余 40% 的股份。

德马吉是一家以文化创意设计能力为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的创意展示服务提供商。德马吉的文化创意业务由创意展示设计、活动创意策划、展馆创意规划三大版块组成。首次提出了打造 EI 系统（展台识别系统）的概念，将企业 CI 从非可视化内容转向可视化的符号。通过对 EI 系统的不断完善和应用，树立了鲜明的企业品牌，给顾客留下了深刻的印象。

图 29: 新加坡，华为展台



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

图 30: 维也纳，中石化展台



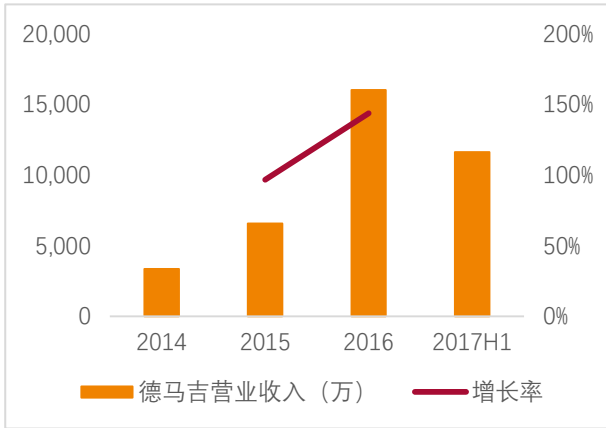
资料来源: 公司官网、天风证券研究所

德马吉在“展通天下”的战略指导以及全球参展需求带动下，先后参加了全球 32 个国家及 118 个城市展会展台设计构建，并在美、德、波兰等国设立办事处布局国外运营。2015 年，德马吉国外参展 77 场，同比增长 75%，占 2015 年其全部参展数量约 30%；德马吉国

外订单占 2015 年其合同总量的 41%。德马吉不仅参与国外展览次数多,更获得了重大成就:在 2016 年举世瞩目的世界移动通信大会上为 OPPO 提供了亮目的展示、在新加坡通信展中打造了华为展台超凡的视觉感受等,在业内具有重要地位。

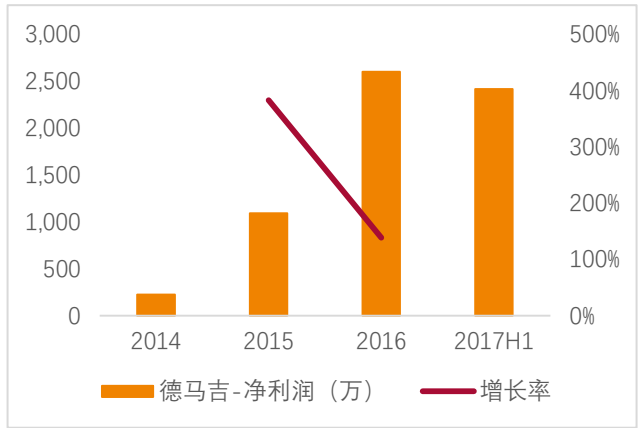
2016 年,德马吉实现营业收入 1.6 亿,同比增长 143.6%;实现净利润 2604 万,同比增长 138.67%。2017 年上半年已实现营业收入 1.16 亿,净利润 2419.27 万元。

图 31: 德马吉 2014~2017H1 营业收入



资料来源:公司公告、天风证券研究所

图 32: 德马吉 2014~2017H1 净利润



资料来源:公司公告、天风证券研究所

3.3. 参股微传播, 成立产业基金

岭南园林以现金支付 2.47 亿的方式于 2017 年 9 月收购微传播(北京)网络科技股份有限公司 23.30% 的股份,成为微传播第二大股东。

微传播成立于 2003 年,是一家互联网自媒体营销及广告业务运营商,目前建立的第三方广告自助投放平台拥有 5 万多个微信公众号和微博自媒体,覆盖全国 90% 以上的微博自媒体营销服务。该平台于 2012 年在新三板挂牌上市,2016 年实现营业收入 1.06 亿,归母净利润 4762.47 万。

对微传播的收购将完善公司“线上+线下”的品牌推广及营销产业布局。微传播提供的网络平台资源可以对德马吉“线下”的经营活动进行“线上”的推广和宣传,与德马吉的创意活动相结合,协同促进发展,为公司文旅业务塑造品牌效应。

公司在上市之后在资本运作方面也颇有建树,与实力强劲、经验丰富的基金、资管公司联合成立了相关产业基金。这些产业基金挖掘文旅行业前景良好的中小企业进行培育扶持,最后通过优先出售给公司的方式退出,不仅相关合作方能够获利,公司也丰富了自身的文旅行业产业链。

表 9: 2015 年以来岭南园林参与成立的基金

基金名称	成立时间	公司投资金额	投资方式	备注
清科岭南园林产业并购基金	2017.7	5 亿元	有限合伙	对长期和成熟期的文旅行业公司进行投资,在该公司不选择上市的前提下,通过优先向岭南园林出售股份的方式退出
珠海横琴岭南粤信产业投资基金合伙企业	2017.4	5 亿元	劣后级优先合伙	投资于岭南园林项目中标的项目公司,促进 PPP 落地

资料来源:公司公告、天风证券研究所

2017 年 8 月,公司的子公司岭南金控出资 5 亿元参与投资东莞民营投资集团公司增资扩股,增资结束后,岭南金控持有莞民投 5% 的股权。莞民投成立于 2017 年 6 月 21 日,法定代表人为尹洪卫先生。尹洪卫同时为岭南园林第一大股东,董事长。参股莞民投利于公司进

一步对资源的整合，完善文旅行业战略部署。

4. 员工持股计划激发经营活力

公司于 2017 年 6 月 5 日公布了第一期员工持股计划的草案。根据员工持股计划草案，公司通过设立基金的方式购买公司股票，计划基金规模上限为 2 亿元，其中 8000 万作为优先级，来自于参与持股员工认购份额；另外 12000 万作为劣后级，来自于其余合格投资者要求的机构认购。员工持股计划的范围适中，总数不超过 29 人，包括董事、监事等高管 7 人，认购比例不超过 49%；其余员工 22 人，认购比例不超过 51%。

表 10：岭南园林第一期员工持股计划名单

序号	持有人	职务	认购份额（万元）	占持股计划比例
1	宋彦君	总经理	2000	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	400	5%
7	秋天	董事、董秘	400	5%
8	其他员工	其他	4080	51%

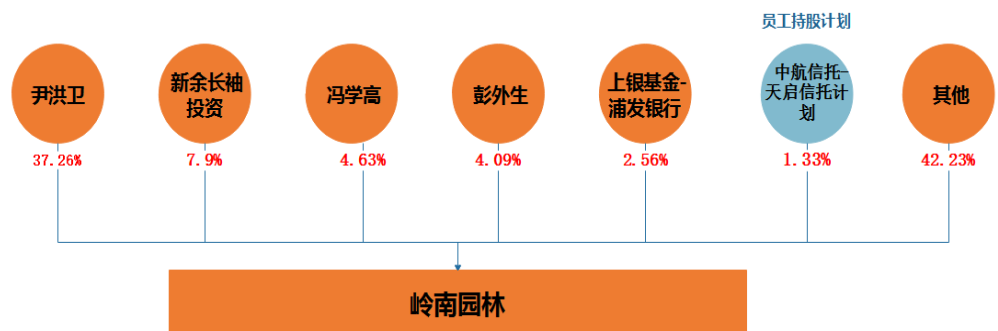
资料来源：公司公告、天风证券研究所

第一期员工持股计划通过大宗交易的方式，在 2017 年 9 月 13 日和 9 月 15 日共计受让了公司第一大股东尹洪卫减持的 551.95 万股，合计成交金额 1.399 亿。员工持股计划的完成深度绑定了公司高管和重要员工与公司的利益，进一步激发了公司的经营活力。员工持股计划进度的顺利推进表明了公司和员工对未来经营均有信心，向市场发出了利好的信号。

公司通过股权激励的方式绑定员工的利益并非首例，于 2015 年 1 月，公司就已经实施过一次股权激励，涉及公司股票 591 万股（占总股本 3.62%），激励范围包括高级管理层和骨干员工共计 118 人。该次激励计划附带业绩要求，要求在未来三个行权期（即 2015~2017 年）扣非净利润增长 40%、35.7%、34.7%。目前公司已经于 2017 年 6 月成功达成第二个行权期目标，并完成该次行权。

经过第一期员工持股计划和股权激励计划的实施，原控股股东尹洪卫先生的股权有所下降，但并未丧失控制权，反而使得公司凝聚力更强。

图 33：公司 2017 年 9 月 15 日股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：蓝色代表员工持股计划

公司在“二次创业”的战略构想中，不仅是公司在进行“二次创业”，也是各位高管、员工在进行“二次创业”。公司通过股权激励、持股计划的方式将员工与公司的利益绑定，

让员工也能享受到公司进行开拓式发展带来的红利，从而激发员工经营活力。其次，公司在区域战略部署中，构想通过区域合伙人的方式，将区域的员工利益与该区域的业绩绑定。最后，公司并购子公司也是一个共同创业的过程，如恒润科技的并购方法通过股权支付了一部分对价，恒润科技的原董事长彭外生先生在并购后也成为了岭南园林的大股东。

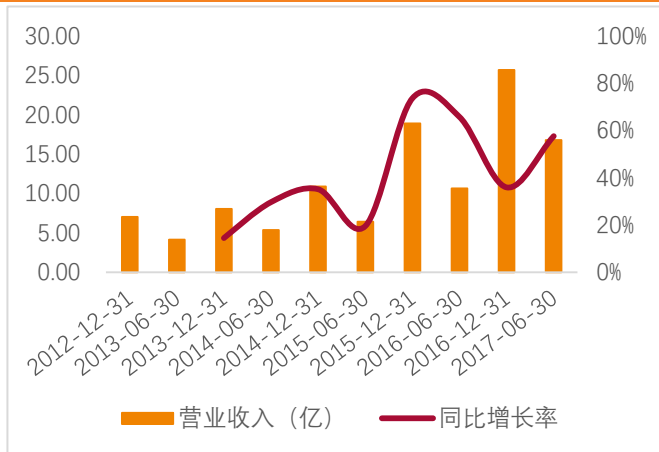
5. 公司经营分析与估值

5.1. 手订单充足，营收、归母净利润增长迅速

公司 2017 年上半年，在手订单 54.24 亿，为 2016 年营收的 211.22%，在手框架协议 308.06 亿。公司“生态+文旅”协同效应增长公司获取订单的能力。截止 2017 年 9 月，公司签订的文旅项目合约及框架 59.84 亿，其中子公司恒润科技中标及新签合同 8.32 亿。

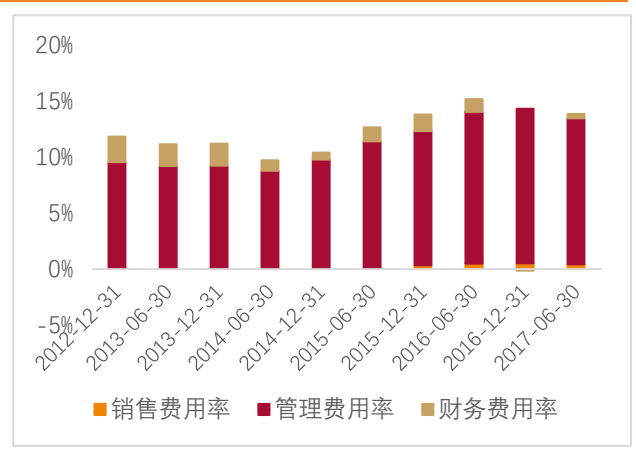
公司营业收入和归母净利润保持高速增长，2017 年上半年营业收入 16.77 亿，同比增长 57.61%，剔除德马吉并购影响，公司营收 15.61 亿，同比增长 46.71%；归母净利润 2 亿，同比增长 94.17%。在期间费用率没有剧烈变化的条件下，公司近年来大力发展毛利率更高的文旅业务使得归母净利润增幅远高于营业收入的增长。2017 年上半年，文旅业务营业收入占比 21.29%，较 2016 年末相比增长 7.39 个百分点。

图 34：2012~2017H1 营业收入及增长率



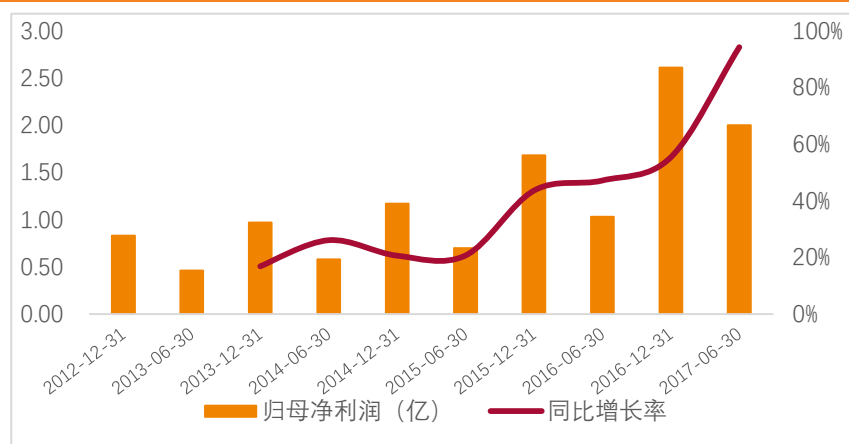
资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：2012~2017H1 期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

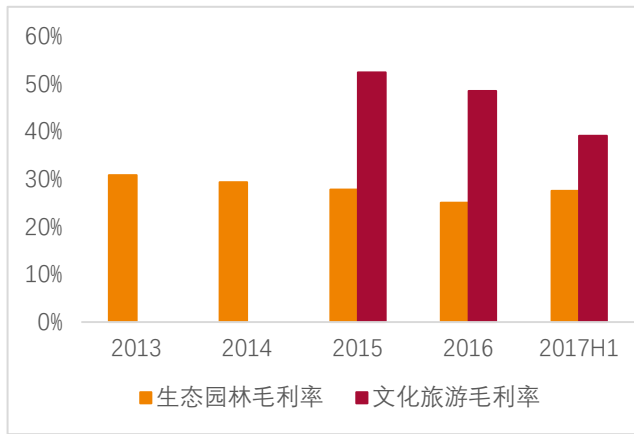
图 36：公司 2012~2017H1 归母净利润及增长率



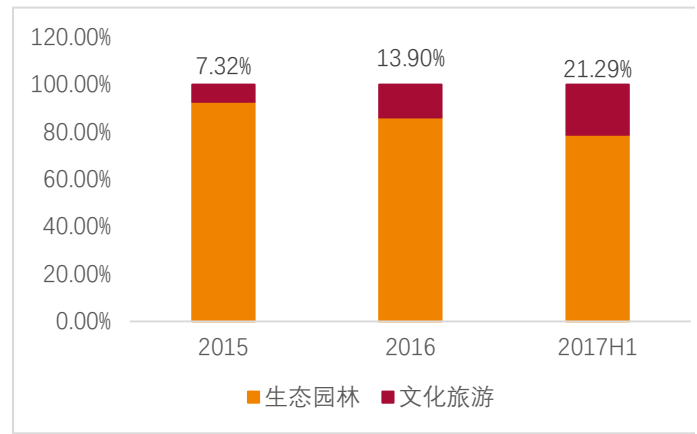
资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：2013~2017H1 年公司分业务毛利率

图 38：2015~2017H1 分业务营收占比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 盈利预测

5.2.1. 预测假设

根据公司与恒润科技、德马吉和新港永豪签订的业绩承诺协议。润恒科技承诺于 2017、2018 年实现扣非归母净利润不低于 7200 万、8600 万；德马吉承诺于 2017、2018 年实现扣非归母净利润不低于 3250 万、4225 万；新港永豪承诺在 2017~2019 年实现归母净利润不低于 6250 万、7813 万和 9766 万。假设这些承诺均能实现，并且新港永豪在 2017 年内能够并表。

假设毛利率保持稳定，同时假设在公司收购完成后，财务费用率在未来两年出现逐渐下降的趋势，管理费用率和销售费用率保持稳定。

5.2.2. 分项业务预测

公司 2017 年在手订单 57.45 亿，在手框架 308.06 亿。我们结合订单的结构与公司上半年的业绩情况对各分项业务进行预测。结果如下：

表 11: 分项业务营业收入预测表 (百万)

生态园林	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1746.65	2211.03	4001.96	5542.72	7150.11
增长率 (YOY)	60.84%	26.59%	81.00%	38.50%	29.00%
毛利率	29.58%	25.02%	26.90%	26.50%	26.10%
文化旅游	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	-	356.66	534.99	748.98	1011.13
增长率 (YOY)	-	-	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	-	48.52%	48.52%	48.52%	48.52%
总计	1746.65	2567.69	4536.95	6291.71	8161.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2.3. 总体盈利预测

公司 2015、2016 年的 EPS 为 0.40、0.63 元/股，根据估算，公司 2017~2019 年营业收入为 45.36 亿、62.91 亿、81.6 亿，预计增长速度较快的原因是公司园林和文旅业务扩张迅速、在手订单充足，同时也受到部分并表的影响；实现归母净利润 5.10 亿、7.17 亿、9.24 亿；实现 EPS 为 1.23、1.72、2.22 元/股，对应 PE 为 24、17、13 倍。

表 12: 总体盈利预测表 (百万, 除每股收益外)

科目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,888.86	2,567.70	4,536.96	6,291.72	8,161.26
营业成本	1,330.16	1,841.50	3,200.86	4,459.49	5,804.47

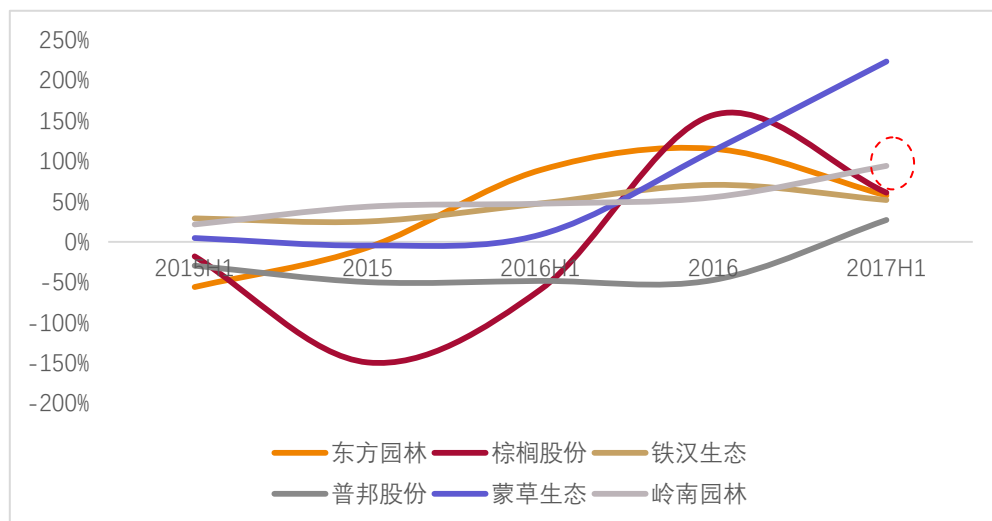
营业税金及附加	62.60	35.07	61.96	85.93	111.46
营业费用	6.11	12.67	18.15	25.17	28.56
管理费用	225.71	353.70	576.19	811.63	1,093.61
财务费用	27.90	(4.33)	37.98	34.12	0.97
资产减值损失	37.00	32.76	33.51	34.14	37.00
公允价值变动收益	0.00	0.03	(9.19)	1.53	2.04
投资净收益	0.00	0.04	0.02	0.02	0.02
其他	0.00	(0.15)	18.35	(3.10)	(4.13)
营业利润	199.37	296.40	599.14	842.80	1,087.24
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	604.27	849.78	1,095.40
所得税	34.25	47.55	93.05	130.86	168.68
净利润	168.54	261.23	511.21	718.92	926.71
少数股东损益	0.59	0.42	0.87	1.64	1.73
归属于母公司净利润	167.95	260.80	510.34	717.28	924.98
每股收益(元)	0.40	0.63	1.23	1.72	2.22

资料来源: wind, 天风证券研究所

5.3. 相对估值

公司近年来归母净利润总量增长较快, 在园林上市公司中增速位于前列。2017 年上半年, 公司在园林行业中归母净利润排第六, 在排名前六的企业中, 归母净利润增速以 94.10%排第二。

图 39: 部分园林上市公司归母净利润增长率

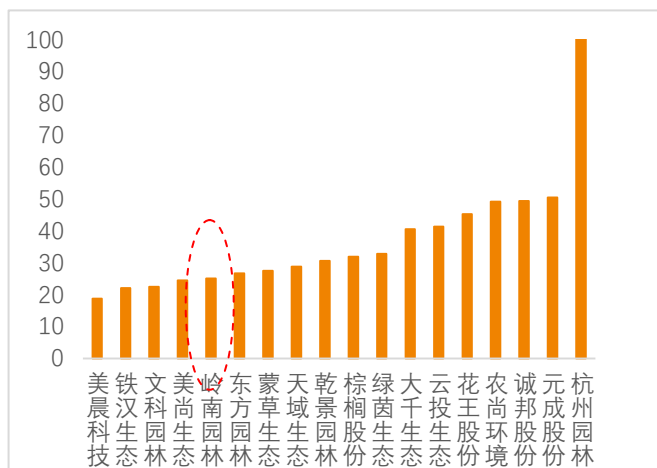


资料来源: wind, 天风证券研究所

预计 2017 年的 PE 来看, 岭南园林在可比 22 家上市公司之间排名倒数第五, 在行业中估值较低。结合 2017 年上半年的归母净利润增长率以及 PE 来看, 岭南园林的成长性非常高, 但是其市场估值却偏低。通过预测的 PEG 指标来看, 岭南园林在 15 家公司中为倒数第四, 仅有 0.27, 说明公司在的估值水平仍有大的提升空间。

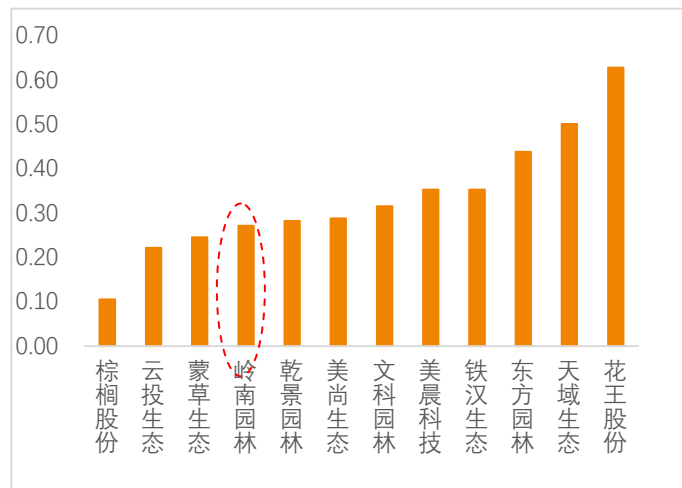
图 40: 预计部分园林公司 2017 年 PE

图 41: 预计部分园林公司 2017 年 PEG



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 上述指标使用的股价均为 2017 年 9 月 18 日的前复权收盘价



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 部分新上市股票因缺乏增长率预测数据在此不予显示

6. 投资建议

公司深耕园林主业多年，多区域经营战略、“大 PPP” 策略使公司在手订单充足，成为公司业绩增长点。公司“大生态+泛游乐”业务格局已经成型，文旅板块收入增长迅速，有望提升公司毛利率。员工持股计划深度绑定上下利益，经营活力进一步被激发，对提升估值起推动作用。综上所述，我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.23、1.72、2.22 元/股，对应 PE 为 24、17、13 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

文旅板块布局不及预期，园林行业景气程度进一步下降

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	248.72	452.79	907.39	1,510.01	1,632.25	营业收入	1,888.86	2,567.70	4,536.96	6,291.72	8,161.26
应收账款	594.61	1,092.90	1,957.39	2,351.68	3,337.91	营业成本	1,330.16	1,841.50	3,200.86	4,459.49	5,804.47
预付账款	9.05	15.88	28.46	34.48	48.91	营业税金及附加	62.60	35.07	61.96	85.93	111.46
存货	1,279.29	1,270.02	3,263.01	3,170.46	5,353.34	营业费用	6.11	12.67	18.15	25.17	28.56
其他	220.42	347.67	258.36	268.98	297.63	管理费用	225.71	353.70	576.19	811.63	1,093.61
流动资产合计	2,352.11	3,179.27	6,414.61	7,335.61	10,670.05	财务费用	27.90	(4.33)	37.98	34.12	0.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	37.00	32.76	33.51	34.14	37.00
固定资产	45.66	169.71	(57.51)	(731.49)	(1,885.52)	公允价值变动收益	0.00	0.03	(9.19)	1.53	2.04
在建工程	69.92	2.01	37.21	70.32	72.19	投资净收益	0.00	0.04	0.02	0.02	0.02
无形资产	18.62	25.56	25.97	26.27	26.45	其他	0.00	(0.15)	18.35	(3.10)	(4.13)
其他	1,149.35	1,960.75	1,538.36	1,647.49	1,697.57	营业利润	199.37	296.40	599.14	842.80	1,087.24
非流动资产合计	1,283.56	2,158.03	1,544.03	1,012.59	(89.31)	营业外收入	3.91	13.73	6.25	7.96	9.32
资产总计	3,635.66	5,337.30	7,958.64	8,348.21	10,580.74	营业外支出	0.49	1.35	1.13	0.99	1.16
短期借款	511.44	199.88	834.09	487.78	299.65	利润总额	202.79	308.77	604.27	849.78	1,095.40
应付账款	1,054.49	1,580.11	2,894.02	3,222.98	4,596.30	所得税	34.25	47.55	93.05	130.86	168.68
其他	658.05	380.34	467.90	480.35	598.21	净利润	168.54	261.23	511.21	718.92	926.71
流动负债合计	2,223.98	2,160.33	4,196.01	4,191.11	5,494.16	少数股东损益	0.59	0.42	0.87	1.64	1.73
长期借款	163.74	192.31	338.63	0.00	0.00	归属于母公司净利润	167.95	260.80	510.34	717.28	924.98
应付债券	242.92	245.65	244.28	244.96	244.62	每股收益(元)	0.40	0.63	1.23	1.72	2.22
其他	44.64	76.79	40.48	53.97	57.08						
非流动负债合计	451.30	514.75	623.38	298.93	301.70						
负债合计	2,675.28	2,675.08	4,819.39	4,490.04	5,795.86	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1.71	4.72	5.60	7.23	8.97	成长能力					
股本	325.74	414.04	415.85	415.85	415.85	营业收入	73.58%	35.94%	76.69%	38.68%	29.71%
资本公积	61.97	1,425.29	1,389.29	1,389.29	1,389.29	营业利润	41.16%	48.66%	102.14%	40.67%	29.00%
留存收益	632.94	2,243.47	2,717.81	3,435.09	4,360.07	归属于母公司净利润	43.53%	55.29%	95.68%	40.55%	28.96%
其他	(61.97)	(1,425.29)	(1,389.29)	(1,389.29)	(1,389.29)	获利能力					
股东权益合计	960.39	2,662.23	3,139.25	3,858.17	4,784.88	毛利率	29.58%	28.28%	29.45%	29.12%	28.88%
负债和股东权益总计	3,635.66	5,337.30	7,958.64	8,348.21	10,580.74	净利率	8.89%	10.16%	11.25%	11.40%	11.33%
						ROE	17.52%	9.81%	16.29%	18.63%	19.37%
						ROIC	38.63%	22.21%	37.69%	26.64%	43.72%
						偿债能力					
						资产负债率	73.58%	50.12%	60.56%	53.78%	54.78%
						净负债率	40.39%	42.13%	48.07%	62.08%	44.88%
						流动比率	1.06	1.47	1.53	1.75	1.94
						速动比率	0.48	0.88	0.75	0.99	0.97
						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	2.00	1.96	1.91
						总资产周转率	0.68	0.57	0.68	0.77	0.86
						每股指标(元)					
						每股收益	0.40	0.63	1.23	1.72	2.22
						每股经营现金流	-0.33	-0.18	-0.88	3.38	0.88
						每股净资产	2.31	6.39	7.54	9.26	11.48
						估值比率					
						市盈率	72.50	46.69	23.86	16.98	13.16
						市净率	12.70	4.58	3.89	3.16	2.55
						EV/EBITDA	61.83	31.48	13.28	6.52	4.39
						EV/EBIT	63.59	32.63	18.56	11.89	9.25

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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