

强烈推荐-A (首次)

岭南园林 002717.SZ

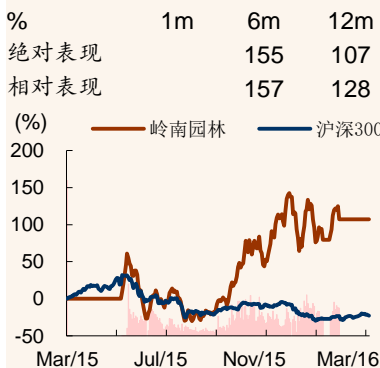
目标估值: NA 元
当前股价: 38.35 元
2016 年 03 月 30 日

传统主业高速增长, 二次创业文旅值得期待

基础数据

上证综指	2920
总股本(万股)	39984
已上市流通股(万股)	15849
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	61
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	17.5
资产负债率	73.6%
主要股东	尹洪卫
主要股东持股比例	40.15%

股价表现



相关报告

张士宝
0755-83734778
zhangsb@cmschina.com.cn
S1090511040020
研究助理
王彬鹏
wangbinpeng@cmschina.com.cn

事件: 公司 2015 年实现营收 18.89 亿元, 同比增长 73.58%; 净利润 1.68 亿元, 同比增 43.53%, EPS 为 0.51 元。

点评:

1、传统及新业务齐发力, 营收和净利大幅增长

公司 2015 年实现营收 18.89 亿元, 同比增长 73.58%, 增幅较去年的 35.11% 大幅提升, 主要是因为 1) 上市后形成品牌效应, 营收占比超 85% 的园林工程业务同比增 62.47%; 2) 积极拓展文化创意领域业务, 收购恒润科技公司, 贡献 1.38 亿收入; 分区域看, 公司形成“华北、华西、华东、华南、华中”五大区域运营中心, 其中华东、华中区域业务增长迅速, 逐渐成为主要业务区域, 华东同比增 331.51%, 华中增 683.14%, 贡献超过一半的业务收入。

公司 2015 年实现净利润 1.68 亿元, 同比增 43.53%, 净利增速低于营收增速, 是因为 1) 业务扩张, 股权激励实施, 管理费用大幅增加 1.2 亿元; 2) 借款增加导致财务费用增加 2000 万; 3) 资产减值损失增加 900 万元。

2、毛利率略增, 期间费用率大幅增加使得净利率下滑

2015 年公司毛利率为 29.58%, 较去年同期略微上升 0.12 个 pp。分业务看, 园林工程施工业务毛利率略微下降, 文化创意业务毛利率高达 52.36%。但是期间费用率上升了 3.36 个 pp, 导致公司净利率下降了 1.83 个 pp 至 8.92%。分项看期间费用, 公司业务快速扩张, 并实施股权激励计划, 股权激励费用增加, 导致管理费用率大幅上升 2.24 个 pp 至 11.95%; 财务费用率上升 0.80 个 pp 至 1.48%, 主要是因为借款增加, 利息支出增加; 销售费用略有上升 0.32 个 pp 至 0.32%。

3、应收账款占营收比下降, 经营活动现金流量净额提升, 回款好转

公司 2015 年经营活动现金净流量净额为 -1.37 亿元, 较去年同期 -1.92 亿元的净额明显好转。这是因为公司 1) 加强收款, 应收账款占营收比明显下降至 28.65%; 2) 收现比下降 3.68 个 pp 至 49.35%, 但付现比大幅下降 8.95 个 pp 至 38.42%, 我们可以看到付现比相对于收现比降幅更大, 回款好转。

4、董事会报告: 推动 PPP 发展保障传统主业, 外延收购进行“二次创业”

公司积极探索并推进 PPP 发展, 保障传统园林业务; 并继续外延收购, 延伸产业链, 开拓文化旅游领域, 进行“二次创业”。此外, 公司也将升级管理模式, 提升管理效率, 由施工企业向管理企业转型。

5、推进 PPP 项目, 大力发展文化创意新兴产业, 首次给予“强烈推荐-A”评级

公司积极探索推进 PPP 项目, 外延收购进军文化创意领域, 预计 16、17 年 EPS 为 0.60、0.82 元, 对应 PE 为 64.2 与 46.5 倍, 首次给予“强烈推荐-A”评级。

6、风险提示: 业绩低于预期, 收购失败, 回款风险

表 1：公司盈利预测简表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1889	2588	3493	4646
同比增长	74%	37%	35%	33%
营业利润(百万元)	199	314	435	599
同比增长	41%	58%	38%	38%
净利润(百万元)	168	239	330	453
同比增长	44%	42%	38%	37%
每股收益(元)	0.52	0.60	0.82	1.13
P/E(倍)	74.4	64.2	46.5	33.9
P/B(倍)	13.0	12.2	9.7	7.6

资料来源：Wind、招商证券

1、董事会报告解读

公司在 2015 年董事会报告中，

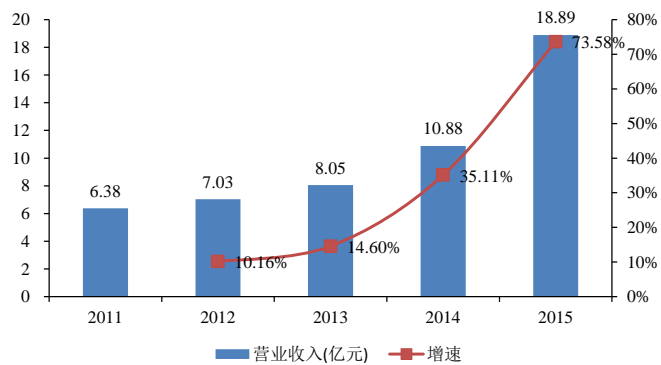
- **实施资本运作，继续外延收购，进行“二次创业”：**公司积极实施资本运作，发行 2.5 亿的公司债，并非公开募集 10.5 亿元资金，为外延扩张提供资金保障；全资收购恒润科技，拓展文化创意产业领域，未来将继续实行外延并购，覆盖创意设计、影视文化、高端 IP 的全产业链。
- **积极推行 PPP 模式，扩大业务范围：**公司积极探索并推进 PPP 项目，保障生态园林主业稳定增长。2015 年累计公告框架协议 61.50 亿元，目前虽无项目落地，但是未来公司将积极推进 PPP 模式发展，扩大业务范围及规模。
- **管理模式转型，提升经营质量：**公司积极推进转型升级，进一步完善区域化建设，优化组织结构，明确职能分工，下放管理权限至区域运营中心，并大力推行信息化管理建设，提升管理效率，由施工型企业向管理型企业转型。

2、传统及新业务齐发力，营收和净利大幅增长

公司 2015 年实现营收 18.89 亿元，同比增长 73.58%，增幅较去年的 35.11% 大幅提升，主要是因为 1) 上市后形成品牌效应，营收占比超 85% 的园林工程业务同比增 62.47%；2) 积极拓展文化创意领域业务，收购恒润科技公司，贡献 1.38 亿收入；分区域看，公司形成“华北、华西、华东、华南、华中”五大区域运营中心，其中华东、华中区域业务增长迅速，逐渐成为主要业务区域，华东同比增 331.51%，华中增 683.14%，贡献超过一半的业务收入。

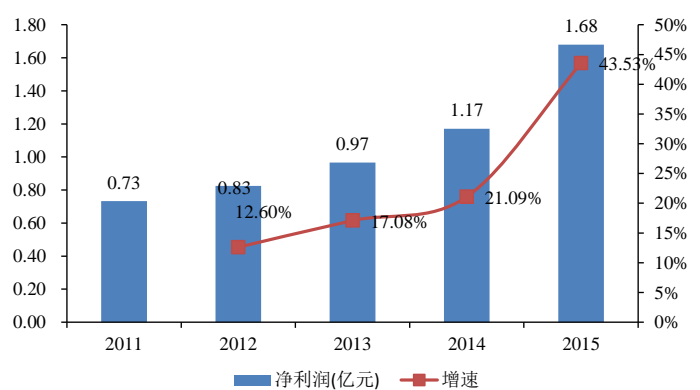
公司 2015 年实现净利润 1.68 亿元，同比增 43.53%，净利增速低于营收增速，是因为 1) 业务扩张，股权激励实施，管理费用大幅增加 1.2 亿元；2) 借款增加导致财务费用增加 2000 万；3) 资产减值损失增加 900 万元。

图 1：2015 年营收增速持续提升



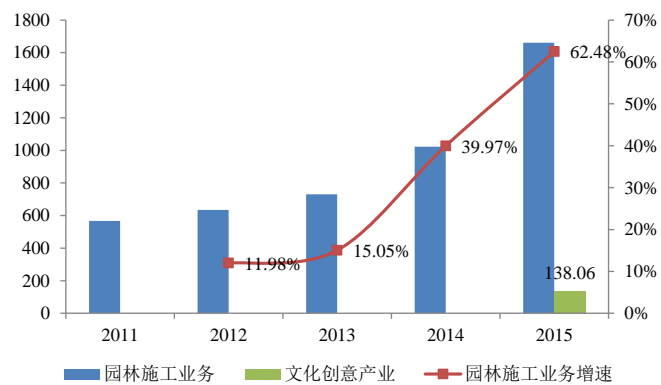
资料来源：Wind、招商证券

图 2：2015 年净利润增速较去年大幅提高至 43.53%



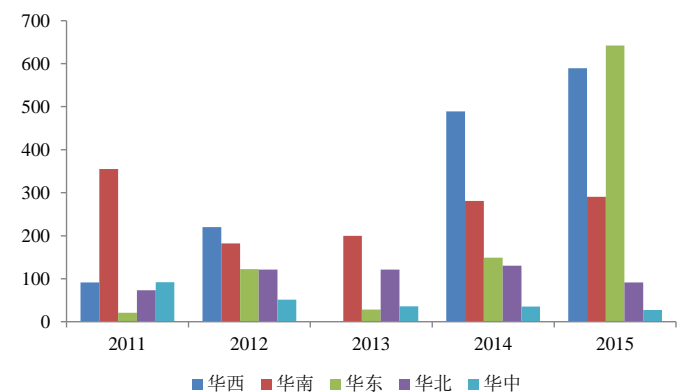
资料来源：Wind、招商证券

图 3：传统业务高速增长，文化创意业务贡献业绩



资料来源：Wind、招商证券

图 4：分地区看，华东、华西区域业务增长迅速



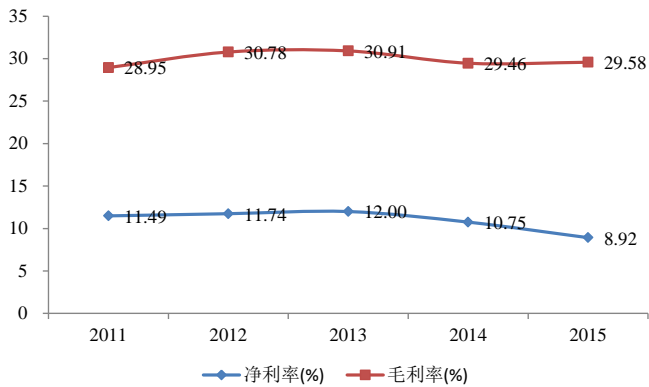
资料来源：Wind、招商证券

3、期间费用率大幅增加，净利率下滑严重

2015 年公司毛利率为 29.58%，较去年同期略微上升 0.12 个 pp。分业务看，传统园林业务毛利率都出现下降，景观规划设计、绿化养护、苗木销售毛利率下降较为明显，园林工程施工业务毛利率下降稍缓；2015 年文化创意业务毛利率高企，达 52.36%。但是期间费用率上升了 3.36 个 pp，导致公司净利率下降了 1.83 个 pp 至 8.92%。

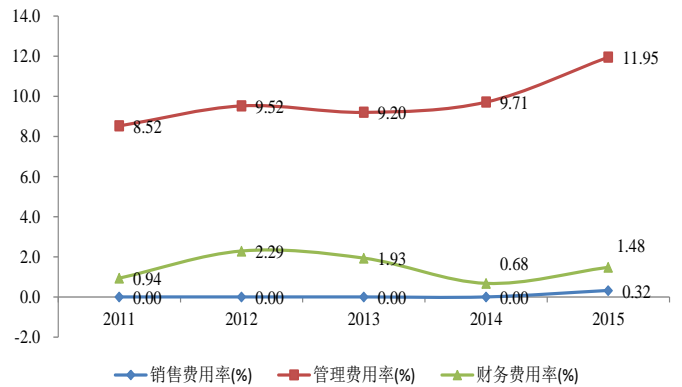
分项看期间费用，公司业务快速扩张，并实施股权激励计划，股权激励费用增加，导致管理费用率大幅上升 2.24 个 pp 至 11.95%；财务费用率上升 0.80 个 pp 至 1.48%，主要是因为借款增加，利息支出增加；销售费用略有上升 0.32 个 pp 至 0.32%。

图 7: 毛利率略微提升, 净利率下滑严重



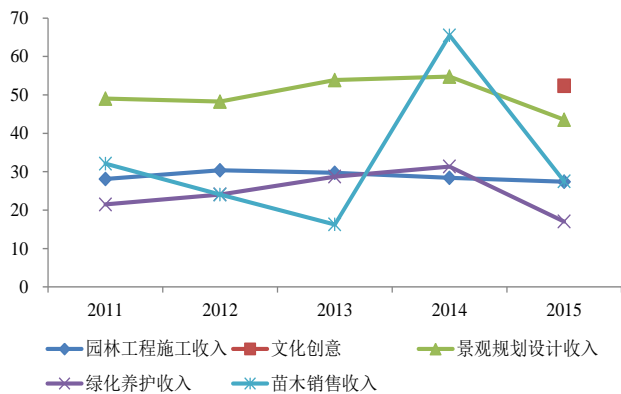
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 管理费用率大幅增加



资料来源: Wind、招商证券

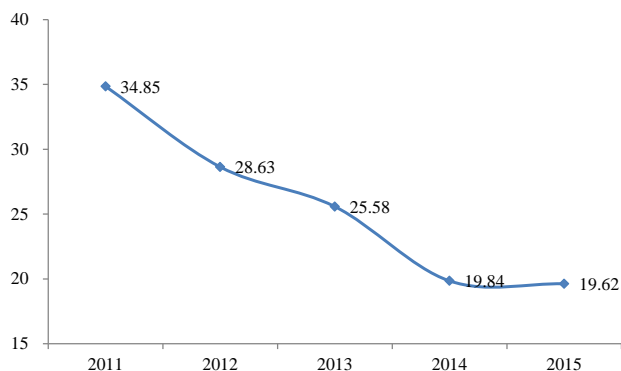
图 9: 传统业务毛利率下滑, 文化创意业务毛利率高企



资料来源: Wind、招商证券

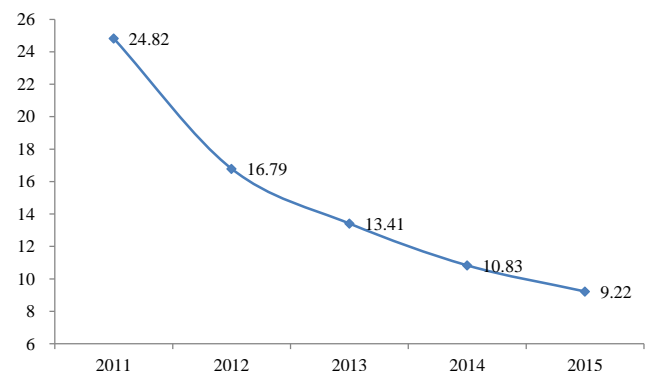
从 ROE 与 ROIC 来看, ROE 下降 0.22 个 PP 至 19.62%, ROIC 下降 1.61 个 PP 至 9.22%。

图 10: 公司 2015 年 ROE 略有下降



资料来源: Wind、招商证券

图 11: 公司 2015 年 ROIC 持续下降



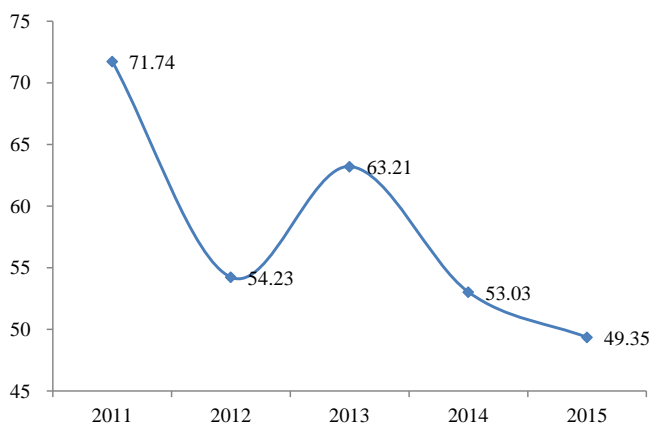
资料来源: Wind、招商证券

4、经营活动现金流量净额提升, 回款好转

公司 2015 年经营活动现金净流量净额为-1.37 亿元, 较去年同期-1.92 亿元的净额明显好转。这是因为公司 1) 2015 年应收账款为 5.41 亿元, 占营收比明显下降至 28.65%;

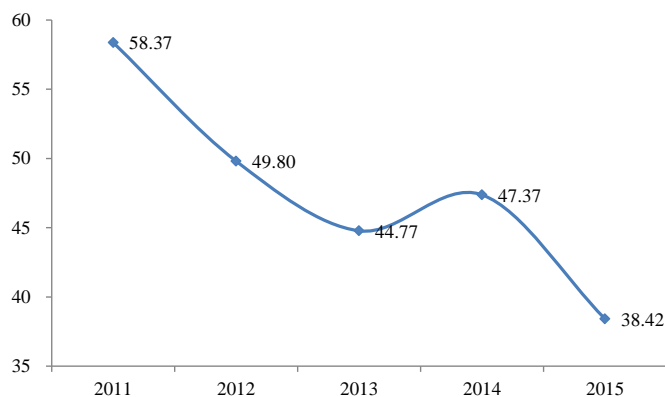
2) 收现比下降 3.68 个 pp 至 49.35%，但付现比大幅下降 8.95 个 pp 至 38.42%，我们可以看到公司应收账款占营收比重明显下降，付现比相对于收现比降幅更大，回款好转。

图 3: 2015 年收现比下降至 49.35%



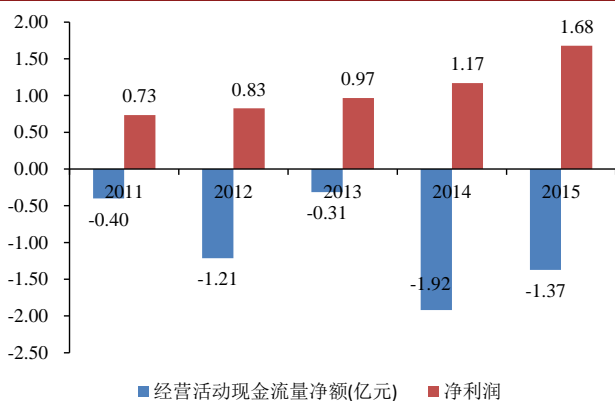
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 2015 年付现比下降至 38.42%



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 2015 年经营活动现金流明显恶化

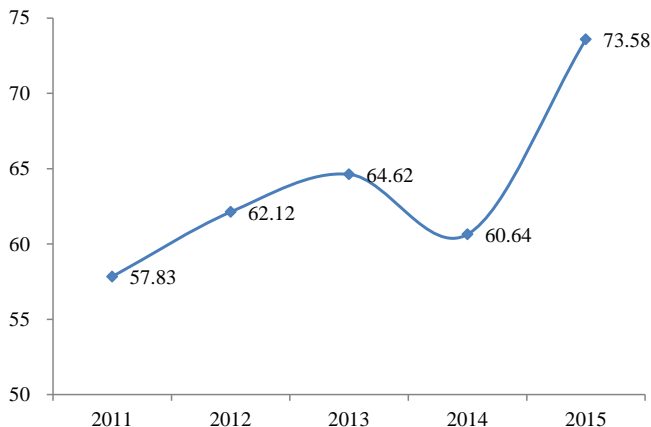


资料来源: Wind、招商证券

5、资产负债率大幅提升，偿债能力下降

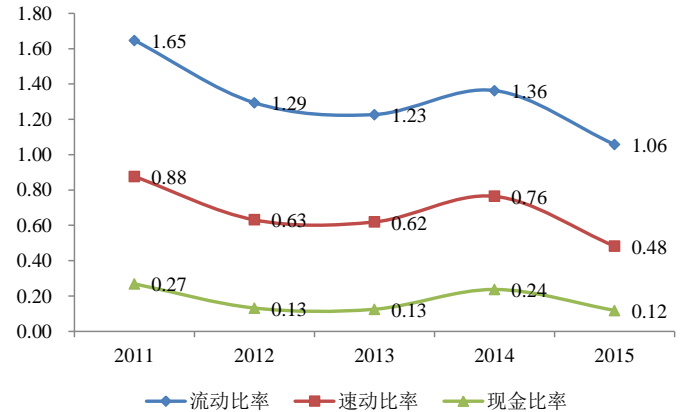
2015 年，公司资产负债率上升 12.94 个 pp 至 73.58%；流动比率 (1.06)、速动比率 (0.48)、现金比率 (0.12) 较去年均下降明显，公司偿债能力呈现下降。

图 6：公司资产负债率大幅提升至 73.58%



资料来源：Wind、招商证券

图 7：短期偿债能力下降明显

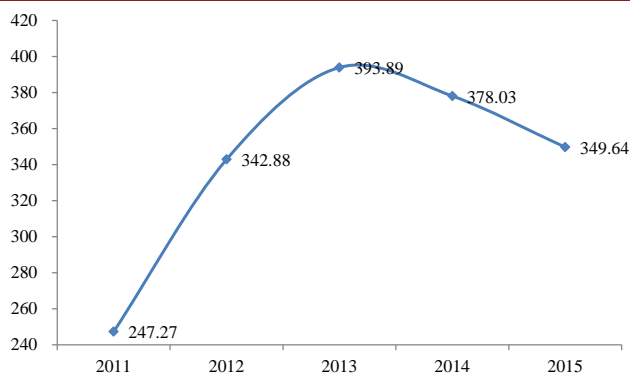


资料来源：Wind、招商证券

6、应收账款周转率提升，公司营业周期缩短

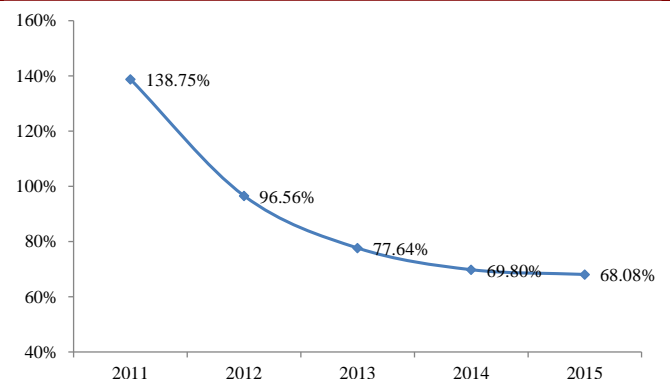
2015 年，公司营业周期从 378 天下降至 349 天，主要是由于应收账款周转天数下降所致，公司近一年来，应收账款占营收比下降至 28.65%；公司总资产周转率从 69.80% 下降至 68.08%，主要是由于受经济下行压力的影响。

图 8：2015 年营业周期下降至 349.64 天



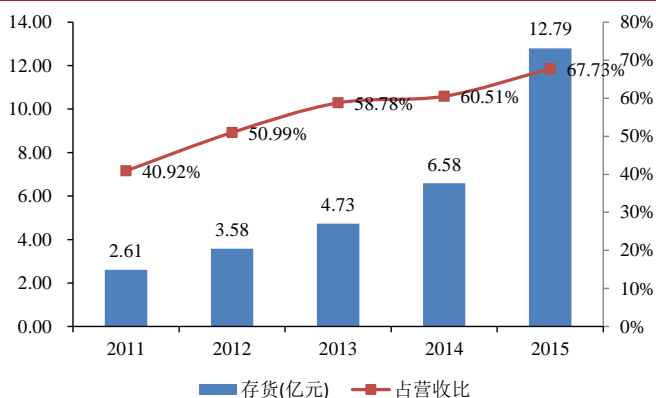
资料来源：Wind、招商证券

图 9：2015 年总资产周转率下降



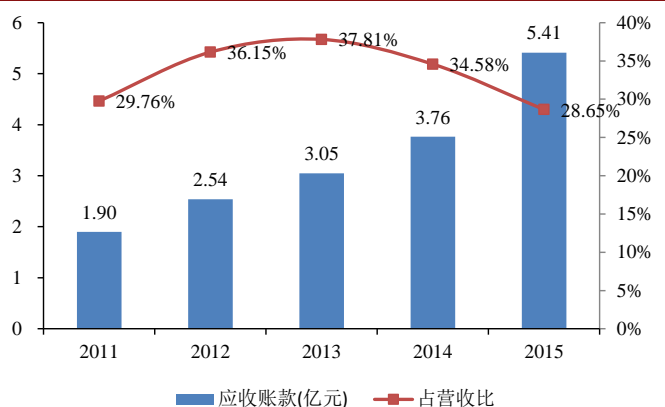
资料来源：Wind、招商证券

图 10：2015 年存货下降



资料来源：Wind、招商证券

图 20：应收账款持续增长



资料来源：Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1499	2352	3039	4156	5449
现金	253	249	189	306	337
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	15	21	28	37
应收款项	376	541	715	965	1284
其它应收款	54	54	73	99	132
存货	658	1279	1747	2361	3132
其他	150	214	294	396	527
非流动资产	415	1284	1294	1302	1310
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	27	46	58	70	80
无形资产	1	19	17	15	14
其他	386	1219	1218	1218	1217
资产总计	1913	3636	4332	5458	6759
流动负债	1099	2224	2618	3429	4297
短期借款	449	511	866	1126	1304
应付账款	485	1049	1441	1948	2583
预收账款	4	31	43	58	77
其他	161	633	268	297	333
长期负债	61	451	451	451	451
长期借款	61	164	164	164	164
其他	0	288	288	288	288
负债合计	1160	2675	3069	3880	4748
股本	163	326	400	400	400
资本公积金	175	62	62	62	62
留存收益	415	571	799	1113	1544
少数股东权益	0	2	3	4	5
归属于母公司所有者权益	753	959	1261	1575	2005
负债及权益合计	1913	3636	4332	5458	6759

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(192)	(137)	(3)	(34)	(18)
净利润	117	168	239	330	453
折旧摊销	5	8	10	11	13
财务费用	28	51	63	70	83
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(338)	(352)	(329)	(463)	(588)
其它	(4)	(12)	15	18	22
投资活动现金流	(14)	(251)	(24)	(24)	(24)
资本支出	(14)	(22)	(24)	(24)	(24)
其他投资	0	(229)	0	0	0
筹资活动现金流	366	388	(33)	174	74
借款变动	201	177	(32)	260	178
普通股增加	88	163	74	0	0
资本公积增加	122	(113)	0	0	0
股利分配	(38)	(98)	(11)	(16)	(22)
其他	(7)	259	(63)	(70)	(83)
现金净增加额	161	(0)	(59)	116	31

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1088	1889	2588	3493	4646
营业成本	768	1330	1827	2471	3277
营业税金及附加	38	63	86	116	154
营业费用	0	6	11	18	29
管理费用	106	226	259	353	474
财务费用	7	28	63	70	83
资产减值损失	28	37	27	31	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	141	199	314	435	599
营业外收入	1	4	4	4	4
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	141	203	318	439	602
所得税	24	34	78	108	148
净利润	117	169	240	331	454
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属于母公司净利润	117	168	239	330	453
EPS (元)	0.72	0.52	0.60	0.82	1.13

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	35%	74%	37%	35%	33%
营业利润	22%	41%	58%	38%	38%
净利润	21%	44%	42%	38%	37%
获利能力					
毛利率	29.5%	29.6%	29.4%	29.3%	29.5%
净利率	10.8%	8.9%	9.2%	9.4%	9.7%
ROE	15.5%	17.5%	18.9%	20.9%	22.6%
ROIC	9.7%	9.3%	12.4%	13.3%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	73.6%	70.8%	71.1%	70.3%
净负债比率	27.1%	29.2%	23.8%	23.6%	21.7%
流动比率	1.4	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2
应收帐款周转率	3.2	4.1	4.1	4.2	4.1
应付帐款周转率	2.0	1.7	1.5	1.5	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.72	0.52	0.60	0.82	1.13
每股经营现金	-1.18	-0.42	-0.01	-0.08	-0.05
每股净资产	4.62	2.94	3.15	3.94	5.02
每股股利	0.60	0.03	0.04	0.05	0.07
估值比率					
PE	53.4	74.4	64.2	46.5	33.9
PB	8.3	13.0	12.2	9.7	7.6
EV/EBITDA	84.7	55.3	33.3	25.0	18.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张士宝，证券分析师，2010-2011 年水晶球最佳分析师第三名、2011 年金牛分析师第四名、新财富钢铁行业最佳分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，我国期货从业资格。宝钢 8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年我国钢铁产业地图》。

王彬鹏，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。