

分析师:

黄伟平 S0190514080003

左大勇 S0190516070005

生态+文旅双轮驱动的建筑标的

——岭南转债投资价值分析

2018年8月11日

相关报告

20180810

内外兼修的信息安全服务商——
蓝盾转债投资价值分析

20180803

高估值、高成长预期的高性能计
算机翘楚——曙光转债投资价值
分析

20180801

业绩尚可，但下修空间不大的
农商行转债——吴银转债投资
价值分析

20180730

稀缺的海澜，或吸引配置盘

20180728

业务拓展中的换向器龙头——
凯中转债投资价值分析

20180725

具有成长性的环保标的——高
能转债投资价值分析

团队成员：黄伟平、罗婷、左大勇、
喻坤、罗雨浓

投资要点

- **岭南的下修触发线为转股价的90%，相比一般情况（85%）更容易触发下修，赎回和回售条款并无特别之处。**其纯债价值约为81.64元，面值对应的YTM为1.96%，债底保护一般。若所有转债转股，则对总股本的摊薄幅度为6.15%。
- **上市首日价格区间为102-105元。**截至8月10日收盘，岭南对应的平价为99.91元。目前市场维持偏弱态势，虽然政策助力之下建筑建材板块近期表现活跃，但仍不应过于乐观。预计岭南的上市定位与雨虹接近，目前平价下获得溢价率为2%-5%，价格区间为102-105元。
- **预计中签率为0.63%，适当参与，注意风险。**岭南留给市场的规模在4亿元左右。预计网上参与户数为7万户，按照90万元的额度打新，中签率约为0.63%。高平价下岭南的破面压力不大，中签率较高，打新投资者可适当参与。正股基本面有一定看点，信用边际放宽利好建筑行业，但2019年2月公司解禁流通股占比较大，二级投资者可结合正股情况选择时点参与转债，需要注意风险。
- **岭南股份主要从事生态环境修复、文化旅游和水生态治理三大业务，2017年三大业务的收入占比分别为33.33%/27.25%/39.42%。**多项政策利好之下，生态环境和文化旅游行业迎来巨大的发展机会。
- **内含+外延发展共同支撑业绩，运营保持稳定。**公司生态环境修复+水生态治理业务订单充足，截至2018Q1约为184亿元，为2017年营业收入的3.83倍。2015年公司收购上海恒润，涉足文化旅游产业；2016年收购德马吉国际，通过展览营销、活动策划业务完善文化旅游产业链布局；2017年收购新港永豪75%股权，进入水生态综合治理产业。公司2018Q1净利率为8.91%，相对2017年略有下降，但同比持平。预计随着业务扩张，公司净利率可能仍会下滑，但幅度不大。虽然公司运营比较稳定，但偏弱的现金流和高比例股权质押或是投资者比较担心的地方。

风险提示：PPP相关政策收紧；融资进度不及预期。

报告正文

8月10日，岭南股份发布公告将于2018年8月14日发行6.6亿元可转债，本次募集资金（扣除发行费用）将全部用于乳山市城市绿化景观建设及提升改造PPP项目（拟投入募集资金2.6亿元，以下同）和邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治PPP项目（4亿元）。

岭南转债打新分析与投资建议

● 转债条款中规中矩，下修保护稍强，债底保护一般

下修、赎回和回售条款并无特别之处，下修触发线为转股价的90%，相比一般情况（85%）更容易触发下修。按照中债（2018年8月9日）6年期AA企业债估值5.53%计算，到期按107元赎回，岭南的纯债价值约为81.64元，面值对应的YTM为1.96%，债底保护一般。若所有转债按照转股价10.7元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为52.94%）的摊薄幅度为6.15%。

图表1：岭南转债信息一览

转债名称	岭南转债 (128044.SZ)
发行规模	6.6亿元
发行方式	原股东优先配售，社会公众投资者通过深交所交易系统参加网上发行（每个账户上限100万元）。保荐机构（主承销商）包销比例原则上不超过本次发行总额的30%。
存续期	6年
票面利率	第一年0.3%，第二年0.5%，第三年1.0%，第四年1.5%，第五年1.8%，第六年2.0%
初始转股价格及平价	转债初始转股价10.70元，截至8月10日收盘对应正股价为10.69元，对应转换价值为99.91元
下修条款	存续期间，15/30，90%
赎回条款	转股期内，15/30，130%
有条件回售条款	最后两个计息年度，30/30，70%
信用评级	主体：AA；债项：AA；无担保

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表2：岭南转债发行认购时间表

转债名称	岭南转债 (128044.SZ)
8月10日 (T-2日)	刊登《募集说明书》摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
8月13日 (T-1日)	网上路演；原股东优先配售股权登记日
8月14日 (T日)	刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售日；网上申购日
8月15日 (T+1日)	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
8月16日 (T+2日)	刊登《网上中签结果公告》；网上申购中签缴款
8月17日 (T+3日)	主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
8月20日 (T+4日)	刊登《发行结果公告》

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 上市首日价格区间为102-105元

截至8月10日收盘，岭南转债对应的平价为99.91元。岭南的主营业务与铁汉接近，但两者平价上差异较大，作为可比案例并不完全合适。岭南的业务多元化发展趋势良好，业绩增速较快，但现金流情况不佳。目前市场维持偏弱态势，虽然政策助力之下建筑建材板块近期表现活跃，但仍不应过于乐观。预计岭南的上市定位与雨虹接近，目前平价下获得溢价率为2%-5%，价格区间为102-105元。

图表 3: 岭南转债上市首日定价预计在 102-105 元区间

正股价格/ 转股溢价率	2%	3%	4%	5%
10	95.33	96.26	97.20	98.13
10.2	97.23	98.19	99.14	100.09
10.4	99.14	100.11	101.08	102.06
10.6	101.05	102.04	103.03	104.02
10.8	102.95	103.96	104.97	105.98
11	104.86	105.89	106.92	107.94
11.2	106.77	107.81	108.86	109.91

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 预计中签率为 0.63%，适当参与，注意风险

根据最新数据，岭南股份的前三大股东为尹洪卫、萍乡长袖投资有限公司和彭外生，分别持有股权 35.35%/4.52%/3.86%。其中，彭外生为定增发行对象，其余股东间不存在关联关系。预计股东配售将消化 40% 的转债，留给市场的规模在 4 亿元左右。

目前打新参与情绪仍然不高，预计岭南的网上参与户数为 7 万户，按照 90 万元的额度打新，中签率约为 0.63%。高平价下岭南的破面压力不大，中签率较高，打新投资者可适当参与。正股基本面有一定看点，信用边际放宽利好建筑行业，但 2019 年 2 月公司解禁流通股占比较大，二级投资者可结合正股情况选择时点参与转债，需要注意风险。

岭南股份基本面分析

● “生态环境+文化旅游”双主业齐头并进

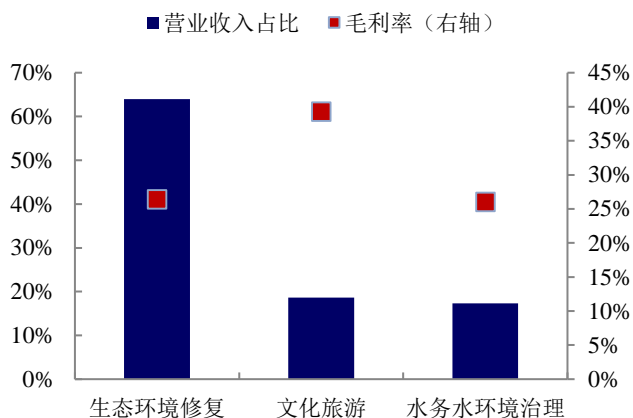
岭南股份是集生态环境、文化旅游，投资与运营为一体的城乡服务运营商，目前主要从事生态环境修复、文化旅游和水务水环境治理三大业务。公司原主营业务为生态环境修复，拥有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质，并在生态及文旅项目中荣获近四十个国家级重大奖项。2014 年上市后，公司提出“二次创业”战略目标，在深耕原有主业的同时通过并购拓展文化旅游产业。2017 年，公司生态环境修复、文化旅游和水务水环境治理三大业务的收入占比分别为 33.33%/27.25%/39.42%，毛利率分别为 26.39%/39.30%/26.05%。

政策红利为公司带来发展契机。2017 年国家新《环境保护法》施行，“水十条”、《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》、《“十三五”旅游业发展规划》、《全域旅游示范区创建工作导则》等利好政策相继出台，生态环境和文化旅游行业迎来巨大的发展机会，市场前景广阔。

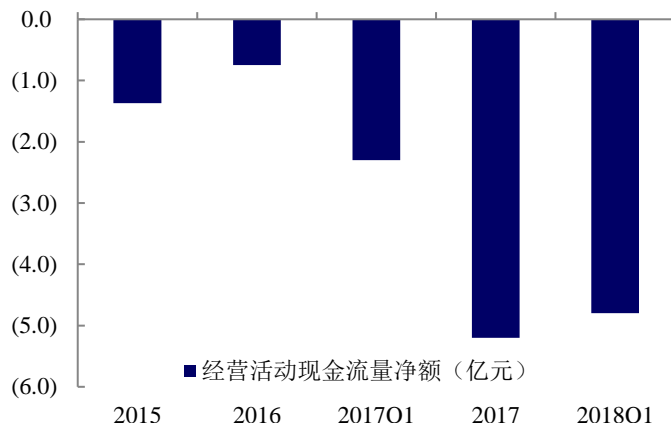
由于环境修复业务通常采用“前期垫付、分期结算、分期收款”的运营模式，公司经营活动现金流量净额长期为负。2017 年，公司经营活动现金流量净额同比减少 595.08%，原因在于其开工的 PPP 项目增多，建设成本、营运成本和投标保证金等

均有增加，现金流更加紧张。

图表 4: 2017 年公司各项业务收入及毛利率情况



图表 5: 公司现金流比较紧张



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 内含+外延发展共同支撑业绩，运营保持稳定

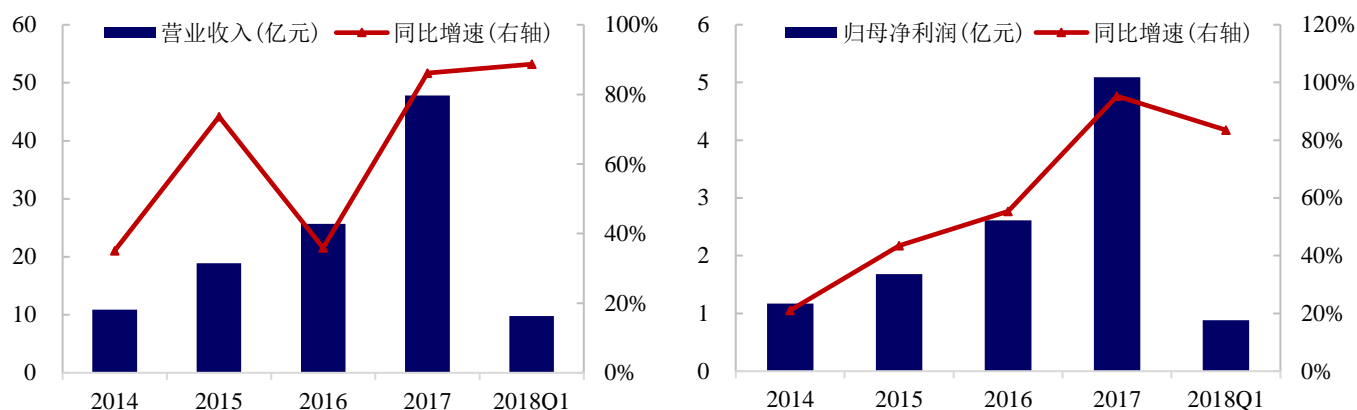
公司营业收入、归母净利润保持高速增长，主要在于内含+外延双重驱动。公司生态环境修复业务订单充足。2016 年公司在手订单约 40 亿元，2017 年底约为 78 亿元；2018Q1 以中标为口径，公司新签合同额 58.39 亿元，截至 2018Q1 在手订单约为 184 亿元（包括生态环境修复和水环境治理业务），订单金额为 2017 年营业收入的 3.83 倍。

公司通过并购拓展业务。2015 年公司收购上海恒润数字科技有限公司（旗下主要业务为恒润科技主题文化乐园），涉足文化旅游产业；2016 年收购德马吉国际展览有限公司，通过展览营销、活动策划业务完善文化旅游产业链布局；2017 年收购北京市新港永豪水务工程有限公司 75% 股权，进入公司水生态综合治理产业。上述公司并表当年的净利润占岭南股份净利润总额的 27%/13%/13%，并购为公司带来不小的业绩增量。特别地，收购新港永豪能与公司生态环境修复业务产生协同效应。新港永豪的水生态综合治理业务一般有专项资金支持，项目质量优，回款保障好，有望在一定程度上改善公司现金流。

公司 2018Q1 净利率为 8.91%，相对 2017 年略有下降，但同比持平，运营比较平稳。具体来说，2018Q1 毛利率同比小幅下降，为 28.90%；期间费用涨幅超过营业收入（销售费用、财务费用分别同比上升 166.36%/883.75%，销售费用率、财务费用率上升 0.26/2.42 个百分点），故期间费用率上行；但该季度内公司收回以前年度形成的应收账款和其他应收款较多，冲回计提的坏账准备，使得资产减值损失占营业收入比重同比减少 1.90 个百分点，因此总体上看 2018Q1 净利率与 2017Q1 持平。公司管理费用率受益于业务扩张产生的规模效应，同比降低 2.86 个百分点。预计随着业务扩张，公司净利率可能仍有下滑，但幅度不大。

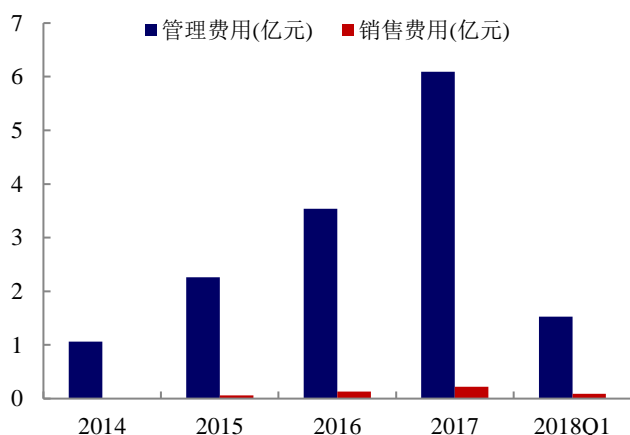
虽然公司运营比较稳定，但偏弱的现金流和高比例股权质押可能是投资者比较担心的地方。截至目前，公司超过 70% 的流通股被质押。最新数据显示，公司第一大股东尹洪卫累计质押股本占其所持股本的 73.88%。

图表 6: 公司营业收入、归母净利润同比快速增



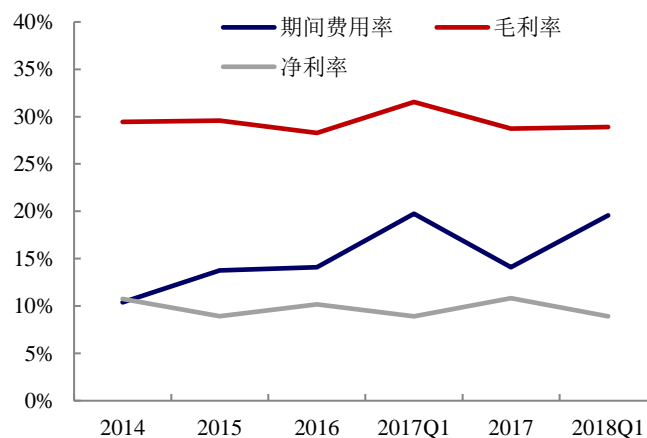
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 公司管理费用及销售费用同步上升

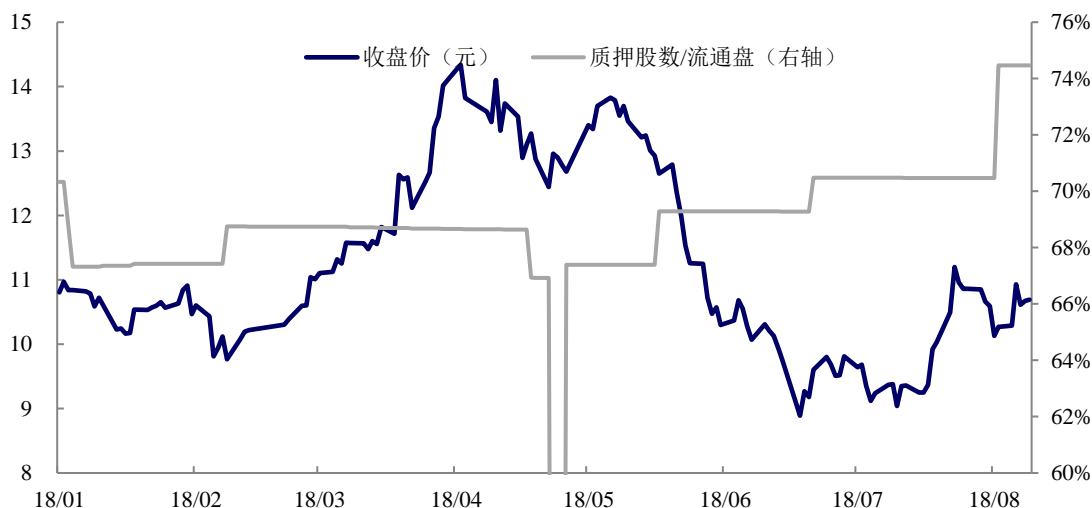


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 公司盈利能力保持稳定



图表 9: 公司股权质押比例较高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 生态+文旅业绩确定性较强, “乡村振兴”可能是又一增长点

生态方面, 公司在手订单充足, 实力较强。文旅方面, 公司在获取 IP 的同时, 恒润集团为平台, 将 IP 转化为大型游乐沉浸式体验的内容等, 并打造主题乐园。2017 年, 公司承接的文旅板块订单合计约为 50 亿元, 建设周期 2 至 5 年, 将持续推动

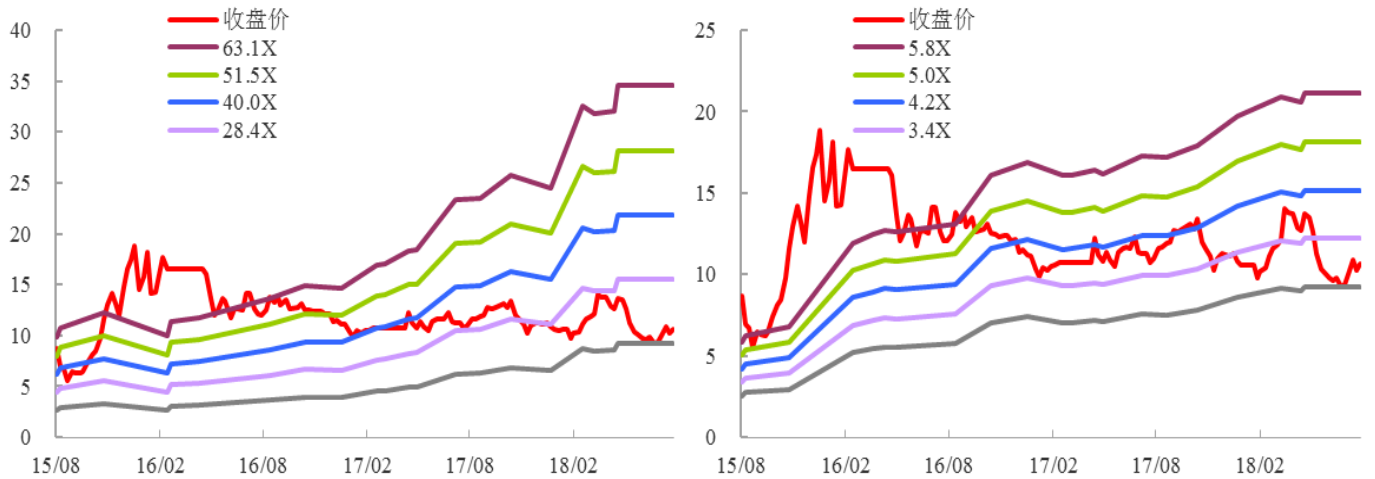
公司未来利润增长。十九大报告首次提出“乡村振兴”战略，精准扶贫为建筑企业带来建设空间。岭南园林凭借在园林景观、旅游开发、生态修复等方面拥有的丰富建设经验已成功获得 30.94 亿乡村振兴项目。“乡村振兴”的相关建设项目有望成为公司新的业绩增长点。

● 估值位于较低位置，暂未受到机构关注

截至 8 月 10 日收盘，公司 PE (TTM) 19.5 倍，PB (LF) 2.95 倍，从历史行情看公司估值对应价位在历史较低位置。公司所属的申万三级行业为园林工程 III，相对于行业平均估值 (PE34.9 倍，PB2.38 倍)，公司 PE 较低，PB 较高。

目前基金持有公司股票比例为 0.88%，相比于 2017Q2 的高点 12.64% 持续下降，这意味着公司目前还未受到关注。

图表 10: 岭南股份股价对应的估值位于较低位置 (左图为 PE, 右图为 PB)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示

PPP 相关政策收紧; 融资进度不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn