

岭南股份 (002717)

证券研究报告

2018年03月20日

2017年业绩增速创新高，2018年预算业绩目标延续高增

公司近日公告最新年报，2017年公司营收47.79亿元，同增86.11%；归母净利润5.09亿元，同增95.27%。同时，公司公告资本公积转增股本（10股转增13股）预案。点评如下：

双主业协同效应渐显，2017年营收增速创上市以来新高

2017年公司“大生态+泛游乐”布局逐步形成，全年营业收入47.79亿元，同增86.11%，其中生态修复业务营收30.58亿元，同增70.87%；水务水环境治理业务营收8.29亿元，同增122.31%，主因公司自身对于水生态市场的深入拓展以及新港永豪的收入并表，剔除并表因素后，公司自身营收增速约70%，新港永豪自身同期营收增速为28%；文旅业务实现营收8.92亿元，同增120.13%，自身生态板块与文旅板块协同效应渐显。在双主业驱动下，公司订单获取能力大幅提升，2018年预算报告营收目标95.86亿元，同增100.60%。

公司2017年毛利率为28.74%，较2016年提升0.46个百分点；若剔除“营改增”因素后，同期毛利率为28.65%，同增1.73个百分点。主因毛利率较高的文旅板块（毛利率为39.30%）营收占比显著提升，营收占比由2016年的13.89%到2017年的18.66%。

公司期间费用率较为稳定，归母净利润增速显著提升

公司2017年期间费用率为14.11%，与2016年基本持平。其中销售费用率为0.46%，与前值基本持平；管理费用率为12.75%，同减1.02个百分点，主因收入增速显著大于管理费用增速；财务费用率为0.90%，较前值提升1.07个百分点，主因公司在承接订单显著提升下，有息负债总额达到26.24亿，较2016年提升19.01亿，导致财务费用有所提升。公司2017年净利率为10.66%，同增0.50个百分点；归母净利润为5.09亿，同增95.27%。

生态环境修复、文化旅游、水务水环境处理三大业务的营业利润占比约为45%、31%、24%，2017年恒润科技、新港永豪、德玛吉、微传播均完成业绩承诺。此外，若剔除并购新港永豪的并表因素，公司2017年自身归母净利润仍可达到80%左右的增长。2018年预算报告净利润目标9.84亿，同增90.09%

现金流情况有所恶化，与营收快速增长相关联

在营收快速增长下，公司收现比有所下降，由2016年的0.6610降至2017年的0.5194；2017年付现比为0.5767，较前值下降6.34个百分点，低于收现比下降幅度。公司经营活动现金流净流出额为5.21亿，较2016年扩大4.46亿。同时也可以看到公司有息负债增速和资产负债率有所提升。我们认为，在公司进入快速增长阶段时，经营活动现金流往往会呈现较为紧张的状态，但只要增长节奏和自身发展阶段以及行业状况相匹配，公司的增长就具备一定的稳健性。

投资建议

2017年公司业绩增速取得上市以来新高，凸显公司持续进行产业布局与升级转型的成果，“大生态+泛游乐”战略协同效应初显，业务结构逐渐优化。公司内生外延切入水生态综合治理产业之后，与新港永豪水务业务高度契合，互相带动效应显著，承做订单能力有所提升。此外，拟发行可转换公司债券将助力公司项目落地，树立品牌效应增强市场竞争力。

基于宏观政策对于生态文明建设的推进、公司自身在水环境治理、生态修复、文化旅游三大业务板块的持续推动、以及借助金控优势对于承做订单能力的提升，叠加新港永豪的并表因素，我们上调公司2018-2019年预期归母净利润增速由40.60%、28.93%至93.93%、50.98%。预计公司2018-2020年EPS为2.26、3.42、4.82元/股，对应PE为12、8、6倍，维持“买入”评级。

风险提示：PPP项目推进不达预期，文旅板块布局不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,567.70	4,778.74	9,586.08	14,200.43	19,521.81
增长率(%)	35.94	86.11	100.60	48.14	37.47
EBITDA(百万元)	302.73	672.59	1,368.77	2,074.16	2,905.15
净利润(百万元)	260.80	509.28	987.63	1,491.11	2,104.63
增长率(%)	55.29	95.27	93.93	50.98	41.14
EPS(元/股)	0.60	1.17	2.26	3.42	4.82
市盈率(P/E)	45.33	23.21	11.97	7.93	5.62
市净率(P/B)	4.45	3.26	2.63	1.98	1.46
市销率(P/S)	4.60	2.47	1.23	0.83	0.61
EV/EBITDA	31.48	16.05	9.44	6.24	4.81

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	27.10元
目标价格	34.95元

基本数据

A股总股本(百万股)	436.21
流通A股股本(百万股)	225.09
A股总市值(百万元)	11,821.34
流通A股市值(百万元)	6,100.01
每股净资产(元)	8.70
资产负债率(%)	65.88
一年内最高/最低(元)	32.41/22.26

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

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势



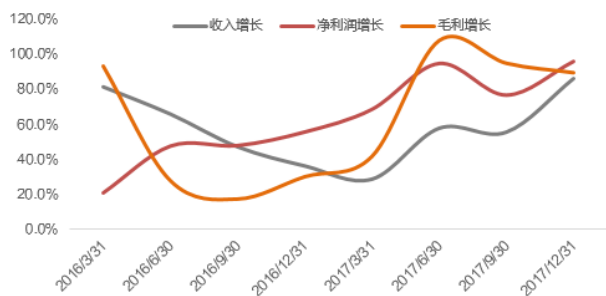
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《岭南园林-公司点评:持续深化双主业模式，靓丽订单促公司高成长》2018-01-25
- 《岭南园林-公司深度研究:文旅产业扩展迅速，员工持股计划互惠共赢》2017-09-22
- 《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

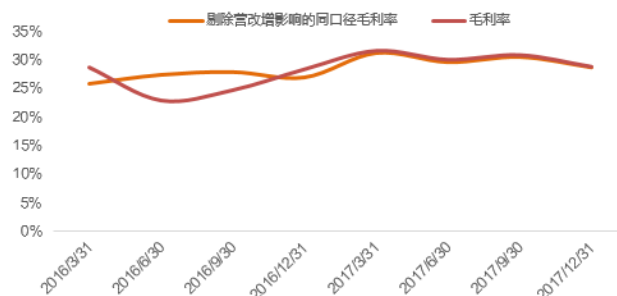


图 1：成长能力



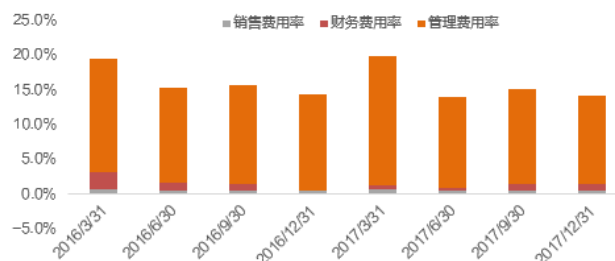
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率状况



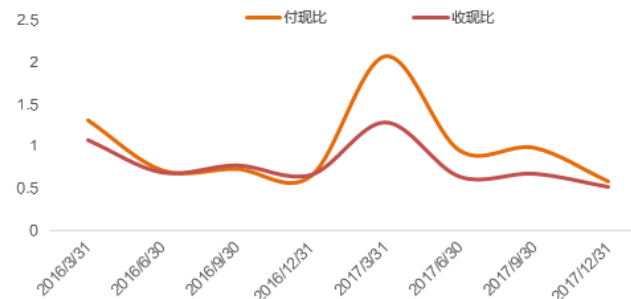
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：期间费用率



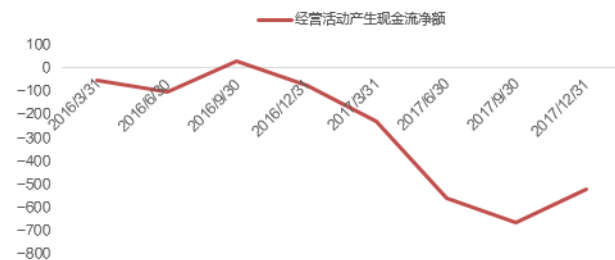
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：收现比/付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：经营活动产生现金流净额 (单位：百万人民币)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：有息负债同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司公告订单状况

项目名称	类型	日期	合同金额 (人民币, 亿元)	项目类型
李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目	签约项目	2014/12/3	4.00	BT
合肥市肥西县园林基建项目 PPP 战略合作框架协议	框架协议	2015/2/17	50.00	PPP
中房·颐园项目景观工程	中标项目	2015/3/3	0.44	施工
襄阳东津新区金沙路、清正路景观绿化及照明工程及新市民公寓 BH04、05、06、NH08 地块景观绿化工程 (施工)	中标项目	2015/3/4	1.19	施工
宁阳县洸河生态治理景观工程项目合作框架协议	框架协议	2015/3/10	4.50	EPC 及投资建设一体化模式

眉山市岷东新区基础建设项目投资建设 (PPP) 合作框架协议	框架协议	2015/5/20	3.50	PPP
界首市园林绿化施工、管养一体化项目合同	签约项目	2015/10/9	42.80	施工管养
湘乡市城市生态环境建设及旅游开发合作框架协议	框架协议	2015/10/10	未披露	EPC
毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程(EPC)	中标项目	2016/6/21	5.20	EPC
阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园工程施工合同	签约项目	2016/7/2	4.03	施工
荆州纪南生态文化旅游区	框架协议	2016/8/23	10.00	施工、投资建设
大连好奇王国主题乐园一体化服务	签约项目	2016/9/1	2.23	施工、维护
寮步镇香市科技产业园 (市政基础设施) 建设 PPP 项目	中标项目	2016/9/6	5.12	PPP
乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目	中标项目	2016/9/19	5.55	PPP
济宁市嘉祥县曾子广场项目	中标项目	2016/10/19	4.80	PPP
御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目	中标项目	2016/10/20	8.00	PPP 模式中的 BOT 形式
水网建设项目 (环城水系景观绿化工程)	中标项目	2016/11/17	4.27	EPC
文化旅游重点项目	框架协议	2016/11/30	51.00	PPP 或 EPC
《迁安中唐·天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目合同》	中标项目	2016/12/14	4.00	EPC
楚国八百年城市公园 (PC 总承包) 项目	中标项目	2017/4/17	4.73	PC 总承包
博乐金三角工业园区 2017 年绿化工程建设 PPP 项目	中标项目	2017/6/18	3.23	PPP
潢川县全域旅游及生态环境提升项目	框架协议	2017/7/5	约 40	PPP
《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》	签约项目	2017/7/14	5.00	EPC
韩国釜山漫威主题公园项目设备供应及安装合同	签约项目	2017/7/20	0.12	建安
监利县生态环境及文化旅游配套工程	框架协议	2017/7/25	29.00	施工
滁州市定远县一批重点生态文化旅游建设工程项目	框架协议	2017/7/27	50.00	PPP 或 EPC
息烽县团圆山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目	框架协议	2017/8/5	30.00	PPP
信宜市人居环境提升工程	框架协议	2017/8/5	48.00	PPP
吉水县先贤文化园、杨万里公园文化景观、樟吉高速连接线 绿化景观提升、金樟大道 (吉水段) 绿化景观提升设计、采购、施工 (EPC) 总承 包项目	中标项目	2017/9/13	5.00	EPC
石家庄井陘矿区生态景观全域提升项目	框架协议		17.00	
玛河东岸玛纳斯县防洪管理段防洪景观工程 (康养小镇及高新产业开发区)、玛纳斯县红沙湾水库枢纽工程、玛纳斯县国家森林公园项目 (民族体育竞技场)、玛纳斯县国家湿地公园 、玛纳斯县沙漠公园 (土炮营项目)	框架协议	2017/9/14	33.06	勘察设计施工总承包
呼图壁县 PPP 项目战略合作框架协议	框架协议		12.00	EPC+PPP
云浮市云安区省定贫困村创建新农 村示范村建设工程	中标项目	2017/9/27	2.83	勘察设计施工总承包
吕梁市离石区全域旅游	框架协议	2017/11/7	50.00	
秭归县全域旅游及生态环境提升项目	框架协议	2017/11/7		EPC+PPP
灵璧县城市公园 PPP 项目	预中标	2017/11/23	6.86	ppp
合川区工业园区南溪组团生态化工程建设项目 EPC 总承包	预中标	2017/11/30	1.50	EPC
鲁甸县太阳湖片区市政配套基础设施建设 (环境综合整治部分) 及绿道工程 PPP 项目	中标项目	2017/11/30	14.09	ppp
仙桃华夏亚特兰蒂斯主题乐园设计、设备、采购、园林景观及安装一体化承包项目	签订合同	2017/11/30	3.52	
青海之窗文旅城飞跃青海飞翔影院工程项目	签订合同	2017/11/30	0.51	

上海海昌海洋公园项目黑暗骑乘集成、建造项目	签订合同	2017/11/30	0.52	
岐山周文化景区黑暗骑乘项目	签订合同	2017/11/30	0.20	
定远县黎明湖湿地公园生态景观工程 EPC 项目	中标项目	2017/12/5	6.86	EPC
峨边彝族自治县交通基础设施综合建设工程（第二批）勘察设计施工总承包（EPC）	预中标	2017/12/5	13.73	EPC
吕赵水库环境综合整治项目、滁河环境综合整治项目 EPC 设计施工总承包项目	合同签订	2017/12/19	6.20	
贵阳市息烽县城市生态环境综合整治提升工程（一期）设计施工总承包	合同签订	2017/12/26	8.25	施工总承包
崇左市金龙湖都市休闲公园项目设计施工总承包	中标项目	2018/1/12	1.11	设计施工总承包
大同市御河得大高速桥-京包铁路桥段综合整治工程二标段	中标项目	2018/1/12	0.68	工程施工
中国一重展览馆工程	中标项目	2018/1/12	0.28	工程施工
北城地区绿化提升“511”及县城绿化提升 PPP 项目	中标项目	2018/1/31	24.07	PPP
江门市潭江河流治理工程 PPP 项目社会资本采购项目	中标项目	2018/1/31	8.44	PPP
南雄市省定贫困村社会主义新农村示范村建设项目勘察、设计、施工总承包	中标项目	2018/2/11	13.10	设计施工总承包
芙蓉大道绿化景观提质改造项目设计优化+施工总承包项目	中标项目	2018/2/4	1.81	设计优化+施工总承包
博州赛里木湖基地绿化建设 PPP 项目	中标项目	2018/2/11	1.18	PPP
监利县锦沙湖湿地公园 PPP 项目社会资本方采购	预中标	2018/2/7	1.70	PPP
大兴区礼贤镇农村污水治理工程 PPP 项目	预中标	2018/2/7	1.99	PPP
吕梁市离石区可视范围山体绿化工程政府和社会资本合作（PPP）项目	签署合同	2018/2/11	4.87	ppp

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	452.79	1,030.38	1,917.22	3,408.10	3,904.36
应收账款	1,092.90	1,933.57	4,304.37	5,204.16	8,168.03
预付账款	15.88	37.75	73.20	95.69	141.25
存货	1,270.02	3,415.50	6,277.58	8,477.24	12,222.24
其他	347.67	423.15	297.31	297.86	362.66
流动资产合计	3,179.27	6,840.34	12,869.67	17,483.05	24,798.54
长期股权投资	0.00	636.53	636.53	636.53	636.53
固定资产	169.71	284.24	320.48	360.71	389.59
在建工程	2.01	59.55	83.73	98.24	88.94
无形资产	25.56	70.27	68.41	66.46	64.39
其他	1,960.75	3,035.22	2,381.75	2,535.90	2,601.85
非流动资产合计	2,158.03	4,085.81	3,490.91	3,697.83	3,781.31
资产总计	5,337.30	10,926.16	16,360.58	21,180.89	28,579.85
短期借款	199.88	1,560.10	3,260.17	4,637.03	5,951.68
应付账款	1,580.11	3,054.02	6,019.82	7,014.04	10,449.31
其他	380.34	1,714.81	1,349.99	2,006.46	2,284.49
流动负债合计	2,160.33	6,328.93	10,629.99	13,657.53	18,685.48
长期借款	192.31	494.39	794.11	1,069.90	1,308.12
应付债券	245.65	248.60	247.12	247.86	247.49
其他	76.79	126.08	82.50	95.12	101.23
非流动负债合计	514.75	869.07	1,123.73	1,412.88	1,656.85
负债合计	2,675.08	7,198.00	11,753.72	15,070.42	20,342.33
少数股东权益	4.72	106.06	113.14	125.63	148.05
股本	414.04	436.21	436.23	436.23	436.23
资本公积	1,425.29	1,910.16	1,794.16	1,794.16	1,794.16
留存收益	2,243.47	3,185.87	4,057.50	5,548.61	7,653.24
其他	(1,425.29)	(1,910.14)	(1,794.16)	(1,794.16)	(1,794.16)
股东权益合计	2,662.23	3,728.16	4,606.86	6,110.47	8,237.52
负债和股东权益总	5,337.30	10,926.16	16,360.58	21,180.89	28,579.85

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	261.23	517.67	987.63	1,491.11	2,104.63
折旧摊销	13.68	25.68	23.43	29.22	34.48
财务费用	46.86	79.24	175.53	274.44	361.39
投资损失	(0.04)	(5.73)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
营运资金变动	(821.48)	(1,391.73)	(1,991.71)	(1,611.80)	(3,168.32)
其它	424.77	253.62	11.67	14.03	19.87
经营活动现金流	(74.99)	(521.24)	(793.47)	196.98	(647.98)
资本支出	373.00	1,141.69	125.57	69.38	45.89
长期投资	0.00	636.53	0.00	0.00	0.00
其他	(913.90)	(2,549.35)	56.17	(154.42)	(92.76)
投资活动现金流	(540.90)	(771.12)	181.74	(85.04)	(46.87)
债权融资	713.26	2,611.31	4,401.41	6,054.79	7,607.29
股权融资	1,455.94	464.11	(291.52)	(274.44)	(361.39)
其他	(1,357.57)	(1,293.51)	(2,611.31)	(4,401.41)	(6,054.79)
筹资活动现金流	811.64	1,781.91	1,498.57	1,378.95	1,191.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	195.75	489.55	886.84	1,490.89	496.26

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,567.70	4,778.74	9,586.08	14,200.43	19,521.81
营业成本	1,841.50	3,405.30	6,856.19	10,142.44	13,909.05
营业税金及附加	35.07	4.48	8.99	13.31	18.30
营业费用	12.67	21.84	38.34	56.80	68.33
管理费用	353.70	609.38	1,246.19	1,846.06	2,615.92
财务费用	(4.33)	42.94	175.53	274.44	361.39
资产减值损失	32.76	93.10	95.66	98.43	37.00
公允价值变动收益	0.03	(0.03)	4.60	1.53	(2.55)
投资净收益	0.04	5.73	0.02	0.02	0.02
其他	(0.15)	(11.43)	(9.23)	(3.10)	5.07
营业利润	296.40	607.44	1,169.81	1,770.50	2,509.29
营业外收入	13.73	8.70	8.78	10.41	9.30
营业外支出	1.35	6.61	2.82	3.59	4.34
利润总额	308.77	609.53	1,175.77	1,777.31	2,514.24
所得税	47.55	91.86	181.07	273.71	387.19
净利润	261.23	517.67	994.70	1,503.61	2,127.05
少数股东损益	0.42	8.39	7.07	12.50	22.42
归属于母公司净利润	260.80	509.28	987.63	1,491.11	2,104.63
每股收益(元)	0.60	1.17	2.26	3.42	4.82

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	35.94%	86.11%	100.60%	48.14%	37.47%
营业利润	48.66%	104.94%	92.58%	51.35%	41.73%
归属于母公司净利润	55.29%	95.27%	93.93%	50.98%	41.14%
获利能力					
毛利率	28.28%	28.74%	28.48%	28.58%	28.75%
净利率	10.16%	10.66%	10.30%	10.50%	10.78%
ROE	9.81%	14.06%	21.98%	24.91%	26.02%
ROIC	22.21%	38.63%	37.80%	30.90%	34.16%
偿债能力					
资产负债率	50.12%	65.88%	71.84%	71.15%	71.18%
净负债率	42.13%	40.48%	77.20%	88.95%	68.07%
流动比率	1.47	1.08	1.21	1.28	1.33
速动比率	0.88	0.54	0.62	0.66	0.67
营运能力					
应收账款周转率	3.04	3.16	3.07	2.99	2.92
存货周转率	2.01	2.04	1.98	1.92	1.89
总资产周转率	0.57	0.59	0.70	0.76	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.60	1.17	2.26	3.42	4.82
每股经营现金流	-0.17	-1.19	-1.82	0.45	-1.49
每股净资产	6.09	8.30	10.30	13.72	18.54
估值比率					
市盈率	45.33	23.21	11.97	7.93	5.62
市净率	4.45	3.26	2.63	1.98	1.46
EV/EBITDA	31.48	16.05	9.44	6.24	4.81
EV/EBIT	32.63	16.60	9.61	6.33	4.86

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