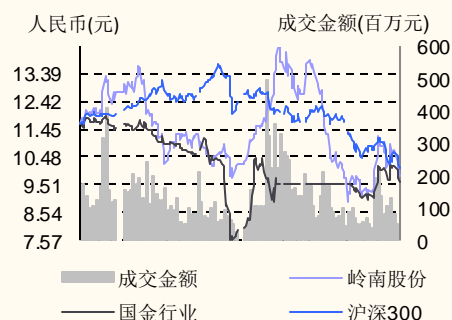


市场价格(人民币): 9.83 元
 目标价格(人民币): 18.00-20.00 元
 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 534.90
 总市值(百万元) 9,905.58
 年内股价最高最低(元) 14.33/8.89
 沪深 300 指数 3229.62
 中小板综 8589.69



相关报告

- 1.《可转债获批, 大额框架协议签订, 业绩有望高增-《2018-07...》, 2018.7.24
- 2.《业绩大涨营收高增, 低估值高增长想象空间大-岭南股份公司点评》, 2018.5.1
- 3.《业绩高增超预期, 2018 年现金流料改善-岭南股份公司点评》, 2018.3.21
- 4.《订单充足业绩持续高增, 首期员工持股完成动力十足-岭南园林公司...》, 2017.10.31
- 5.《生态文旅双轮驱动, 大“PPP”助力业绩高增-岭南园林公司研究》, 2017.8.30

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

业绩高增合预期, 稳增长背景下 PPP 料改善

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.630	1.224	0.982	1.487	1.910
每股净资产(元)	6.42	8.30	10.48	13.81	18.12
每股经营性现金流(元)	-0.19	-1.20	0.16	-0.12	-0.22
市盈率(倍)	41.24	21.37	12.91	8.53	6.64
净利润增长率(%)	55.29%	95.26%	93.54%	51.34%	28.49%
净资产收益率(%)	9.81%	14.06%	21.57%	24.76%	24.25%
总股本(百万股)	414.04	416.17	1,003.33	1,003.33	1,003.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018H1 营收/归母净利 35.55/3.87 亿元, 同比+111.91%/93.06%。

经营分析

- 业绩总体高速增长, 水务水环境治理业务增速达 388%。公司 2018 H1 实现营收/归母净利润分别为 35.55/3.87 亿元, 同比+111.91%/93.06%, 报告期内, 公司各项业务订单充足, 收入高速增长。其中水务水环境治理/文旅分别实现营收 15.14/6.84 亿元, 同比+388.15%/+91.65%。
- 水务水环境治理业务拖累毛利率, 管理效率提升降低期间费用率。公司 2018 上半年毛利率/净利率分别为 26.69%/11.08%, 较去年同期-3.3pct/-0.8pct。毛利率下降的主要原因是毛利率较低的水务水环境治理业务(毛利率为 22.07%)占比由 18.49%上升至 42.60%。2018 年 1-6 月期间费用率为 12.75%, 较 2017 上半年下降 1.1pct, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.15%/8.37%/2.23%, 分别+1.74/-4.64/+1.81pct。
- 经营性现金流好转, PPP 投资加速。报告期内公司经营性现金流净流出 1.86 亿元, 较去年同期净流出 5.60 亿元明显好转; 因 PPP 项目前期费用支出增加以及支付收购子公司股权款, 公司 2018H1 投资活动现金流量净额为 -8.94 亿元(去年同期-2.56 亿元)。同时, 其他非流动资产 2Q18 增加 0.14 亿元, 1Q18 增加额为-0.09 亿元, 公司 PPP 项目投资加速得到印证。收现比/付现分别为 60.64%/62.2%, 较去年同期-3.38pct/-32.3pct, 付现比改善明显。6 月末公司资产负债率为 69.92%, 略高于园林行业平均值 68%。
- 订单饱满保障业绩高增, 国常会支持民间资本涉足环保。1) 公司 2018H1 已公告订单 101.7 亿元, 同增 20.3%。预计在手订单约 350 亿, 与去年营收比超 7 倍, 叠加近期签署的 50 亿元框架协议未来陆续落地, 业绩持续高增有保障; 2) ①公司新疆阿拉山口市水景公园项目全面复工, PPP 边际改善信号确认; ②李总理在国常会上指出“降低民间资本进入环保等领域的门槛, 集中推介潜力大、回报明确的项目, 支持民间资本控股”; 3) 公司一期员工持股占总股本 1.26%, 前复权后员工持股预警线 8.76 元, 锁定至今年 9 月 15 日, 公司上下料将齐心推动发展; 4) 据中证登数据, 公司质押股份占总股本 31.2%, 控股股东质押股份占总股本 20.2%, 质押风险总体可控。

投资建议

- 我们预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.98/1.49 元, 给予目标价 18-20 元, 对应 2018 年 PE 18-20 倍。

风险提示: 利率上升、PPP 落地风险、现金流改善不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,889	2,568	4,779	9,590	14,193	18,451	货币资金	249	453	1,030	1,220	1,340	1,500
增长率		35.9%	86.1%	100.7%	48.0%	30.0%	应收款项	610	1,118	1,951	3,496	5,436	7,485
主营业务成本	-1,330	-1,841	-3,405	-6,818	-10,077	-13,082	存货	1,279	1,270	3,415	4,740	7,121	9,384
%销售收入	70.4%	71.7%	71.3%	71.1%	71.0%	70.9%	其他流动资产	214	338	443	474	506	536
毛利	559	726	1,373	2,772	4,116	5,369	流动资产	2,352	3,179	6,840	9,929	14,403	18,905
%销售收入	29.6%	28.3%	28.7%	28.9%	29.0%	29.1%	%总资产	64.7%	59.6%	62.6%	65.1%	68.0%	68.7%
营业税金及附加	-63	-35	-4	-10	-14	-18	长期投资	661	1,122	2,433	3,633	5,133	6,933
%销售收入	3.3%	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	116	172	344	376	339	374
营业费用	-6	-13	-22	-48	-71	-92	%总资产	3.2%	3.2%	3.1%	2.5%	1.6%	1.4%
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	472	816	1,199	1,200	1,203	1,206
管理费用	-226	-354	-609	-1,199	-1,732	-2,214	非流动资产	1,284	2,158	4,086	5,319	6,785	8,622
%销售收入	11.9%	13.8%	12.8%	12.5%	12.2%	12.0%	%总资产	35.3%	40.4%	37.4%	34.9%	32.0%	31.3%
息税前利润 (EBIT)	264	325	738	1,515	2,299	3,044	资产总计	3,636	5,337	10,926	15,249	21,187	27,527
%销售收入	14.0%	12.6%	15.4%	15.8%	16.2%	16.5%	短期借款	898	275	1,868	3,027	4,260	5,718
财务费用	-28	4	-43	-188	-315	-481	应付款项	1,135	1,664	3,827	5,387	7,523	9,184
%销售收入	1.5%	-0.2%	0.9%	2.0%	2.2%	2.6%	其他流动负债	191	221	634	804	1,070	1,131
资产减值损失	-37	-33	-93	-139	-177	-222	流动负债	2,224	2,160	6,329	9,218	12,853	16,033
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	164	192	494	994	1,794	2,994
投资收益	0	0	6	5	5	5	其他长期负债	288	322	375	330	330	330
%税前利润	0.0%	0.0%	0.9%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	2,675	2,675	7,198	10,542	14,977	19,358
营业利润	199	296	607	1,193	1,812	2,347	普通股股东权益	959	2,658	3,622	4,570	6,024	7,903
营业利润率	10.6%	11.5%	12.7%	12.4%	12.8%	12.7%	少数股东权益	2	5	106	136	186	266
营业外收支	3	12	2	2	2	2	负债股东权益合计	3,636	5,337	10,926	15,249	21,187	27,527
税前利润	203	309	609	1,195	1,814	2,349	比率分析						
利润率	10.7%	12.0%	12.8%	12.5%	12.8%	12.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-34	-48	-92	-179	-272	-352	每股指标						
所得税率	16.9%	15.4%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.516	0.630	1.224	0.982	1.487	1.910
净利润	169	261	518	1,016	1,542	1,996	每股净资产	2.943	6.419	8.304	10.477	13.810	18.118
少数股东损益	1	0	8	30	50	80	每股经营现金净流	-0.426	-0.188	-1.203	0.159	-0.123	-0.222
归属于母公司的净利润	168	261	509	986	1,492	1,916	每股股利	0.070	0.034	0.125	0.086	0.086	0.086
净利率	8.9%	10.2%	10.7%	10.3%	10.5%	10.4%	回报率						
							净资产收益率	17.52%	9.81%	14.06%	21.57%	24.76%	24.25%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.62%	4.89%	4.66%	6.46%	7.04%	6.96%
净利润	169	261	518	1,016	1,542	1,996	投入资本收益率	9.69%	8.14%	9.88%	14.35%	15.62%	15.11%
少数股东损益	1	0	8	30	50	80	增长率						
非现金支出	44	43	115	159	199	245	主营业务收入增长率	73.58%	35.94%	86.11%	100.68%	48.00%	30.00%
非经营收益	38	38	56	203	335	503	EBIT增长率	49.65%	22.88%	127.17%	105.39%	51.75%	32.41%
营运资金变动	-389	-421	-1,213	-1,308	-2,129	-2,842	净利润增长率	43.53%	55.29%	95.26%	93.54%	51.34%	28.49%
经营活动现金净流	-139	-78	-525	69	-54	-97	总资产增长率	90.00%	46.80%	104.71%	39.56%	38.95%	29.92%
资本开支	-22	-70	-257	-51	15	-59	资产管理能力						
投资	-229	-461	-572	-1,200	-1,500	-1,800	应收账款周转天数	88.6	109.1	98.8	110.0	115.0	120.0
其他	0	-10	58	5	5	5	存货周转天数	265.9	252.6	251.1	255.0	260.0	265.0
投资活动现金净流	-251	-541	-771	-1,246	-1,480	-1,854	应付账款周转天数	210.4	259.4	242.8	230.0	220.0	210.0
股权募资	0	1,241	283	0	0	0	固定资产周转天数	8.8	24.1	21.7	10.9	7.4	5.8
债权募资	437	-324	1,712	1,615	2,033	2,659	偿债能力						
其他	-49	-105	-213	-249	-379	-548	净负债/股东权益	109.97%	9.27%	42.41%	64.81%	79.91%	91.34%
筹资活动现金净流	388	812	1,782	1,367	1,653	2,111	EBIT利息保障倍数	9.5	-75.1	17.2	8.1	7.3	6.3
现金净流量	-2	193	486	190	120	160	资产负债率	73.58%	50.12%	65.88%	69.14%	70.69%	70.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-30	买入	27.77	33.00~33.00
2	2017-10-31	买入	30.11	N/A
3	2018-03-21	买入	29.22	38.00~42.00
4	2018-05-01	买入	12.68	18.00~20.00
5	2018-07-24	买入	10.49	18.00~20.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH