

“生态+文旅”双核提速，将持续驱动业绩超预期增长

——岭南股份（002717）2018 半年报点评

2018 年 08 月 20 日

推荐/首次

岭南股份 | 财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

公司于 2018.8.17 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 35.5 亿元，同比增加 111.9%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比增加 93.1%。其中 Q2 收入同比增加 122.3%，归母净利润同比增加 96.1%；扣非归母同比增加 97.7%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	923.51	517.68	1159.69	876.66	2224.71	976.77	2577.82
增长率（%）	19.98%	28.37%	75.43%	51.19%	140.90%	88.68%	122.28%
毛利率（%）	34.83%	31.55%	29.29%	32.37%	26.37%	28.90%	25.86%
期间费用率（%）	11.60%	19.75%	11.21%	17.20%	13.09%	19.57%	10.16%
营业利润率（%）	10.38%	10.84%	15.54%	14.18%	11.10%	10.71%	13.94%
净利润（百万元）	87.90	46.11	153.11	105.29	213.16	87.07	306.82
增长率（%）	71.09%	61.51%	104.42%	50.68%	142.50%	88.82%	100.40%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.12	0.37	0.25	0.49	0.20	0.30
资产负债率（%）	50.12%	46.70%	54.28%	58.18%	65.88%	66.33%	69.92%
净资产收益率（%）	3.30%	1.70%	5.38%	3.56%	5.72%	2.26%	7.48%
总资产收益率（%）	1.65%	0.90%	2.46%	1.49%	1.95%	0.76%	2.25%

资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 有效落实“生态+文旅”双核战略，加速获取PPP项目，持续驱动业绩超预期增长。

- ◆ **公司 2018H1 业绩超预期增长。**营收 35.5 亿，YOY+111.9，归母净利润 3.9 亿，YOY+93.1%，主要原因公司各项业务订单充足，逐步释放推动收入持续增长，且上年同期未包含新港永豪损益项目。
- ◆ **两大核心业务板块均有大幅增长。**生态业务方面，水务水环境实现营收 15.14 亿，同比大幅增长 388.15%。生态修复实现营收 13.56 亿，同比增长 34.25%；文旅业务方面，实现营收 6.84 亿，同比大幅增长 91.65%，恒润科技基本完成全年业绩承诺，德马吉基本完成全年业绩承诺的七成；
- ◆ **加速获取 PPP 项目，高订单收入比保障未来业绩。**公司于 2016.9 承接首单 PPP 项目，2016/2017/2018H1 中标 PPP 业务量分别为 11 亿/38 亿/70 亿，呈加速态势，当前累计在手 PPP 项目共计 19 个、总额约 119 亿，占 2017 全年收入比高达 2.5 倍，有力支撑未来业绩。公司预告 1-9 月业绩继续大幅增长 60-100%；

2. 积极外延内拓夯实业务基本面。

- ◆ **增资强化生态环境业务优势。**公司上半年增资取得了高新技术企业、中科院院士专家工作站北京本农业科技发展有限公司 70% 的股权, 补齐公司在土壤修复、矿山治理等领域的重要一环, 提升业务综合竞争力;
- ◆ **收购水务资产贡献业绩。**公司 2017 年收购北京市新港永豪水务工程有限公司 75% 股权, 完善公司水生态综合治理产业, 新港永豪 2018H1 贡献业绩 3671 万;
- ◆ **持续完善文旅产业链布局并取得业务突破。**公司于 2015 年收购了上海恒润数字科技有限公司, 正式涉足文化旅游产业; 于 2016 年收购德马吉国际展览有限公司, 持续完善了文化旅游产业链布局; 文旅业务方面, 文化旅游业务持续发力, 取得新的突破, 公司取得“国家 4A 景区”、“中国历史文化名镇”、“中国特色小镇”广西贺州黄姚古镇的景区合作开发运营权, 这是公司在文旅板块首个投资、运营一体化的大型旅游项目。

3. 费率控制得当、毛利率水平下降致整体盈利水平稳中有降。

- ◆ **报告期内期间费率控制平稳, 有所下降。**二季度期间费率仅 10.16% 环比显著下降约 9.4 个百分点, 2018H1 期间费率 12.75%, 较 2017H1 及全年分别降低 1.1 和 1.4 个百分点。主要原因在于业务快速扩张后规模效应开始显现, 比重最大的管理费用增幅较整体业绩增幅并不明显。2018H1 管理费占期间费比例 66%, 在营收增长 112% 的背景下仅增加约 36%;
- ◆ **报告期内毛利率水平显著下降, 致使整体盈利水平下降。**公司 2018H1 文旅、生态修复、水务水环境三项业务毛利率分别为 43.35%/23.45%/22.07%, 较上年同期变化分别为 +4.2pct/-2.4pct/-10.9pct, 其中水务业务毛利率水平下滑显著, 判断主要原因为新增新港永豪资产板块, 营业成本有所增加。上半年整体毛利率 26.7%, 较 2017H1 及全年分别降低 3.3 和 2.1 个百分点。整体净利率 11.1% 较去年同期的 11.9% 稳中有降, 较 2017 全年提升了仅 0.3 个百分点;

4. 成功发行可转债、回款改善经营现金流, 充分抵御 PPP 业务带来的投资现金大幅流出。

- ◆ **报告期内公司经营性现金流显著改善, 净流出 1.9 亿, 较去年同期净流出 5.6 亿大幅降低, 系公司加强回款力度, 其中仅南雄公司就回收了单笔 2.6 亿元的进度款;**
- ◆ **报告期内公司投资性现金流出 9 亿, 较去年同期 0.5 亿有大幅增加, 系 PPP 项目公司前期费用支出增加及支付收购子公司股权款所致。公司大举进军 PPP 领域一方面推动业绩高位增长, 另一方面致使公司资金投入增多, 资产负债率逐季攀升, 由 2017 年中 54% 至当前 70%, 共计提升近 16 个百分点;**
- ◆ **公司于 2018.8.20 公告成功发行规模 6.6 亿可转债, 公司于 2018.8.20 公告成功发行规模 6.6 亿可转债, 结合报告期末货币资金约 13.4 亿, 当前在手现金合计接近 20 亿规模。我们认为公司积极融资和回笼资金能够有效抵御 PPP 业务快速开展所带来的资金面压力挑战。**

结论:

报告期内, 公司有效落实“生态+文旅”双核战略, 并加速获取 PPP 项目, 持续驱动业绩超预期增长, 当前在手订单充沛充分保障未来业绩。公司持续完善核心业务产业链布局以夯实业务基本面, 期间费率控制得当, 新增资产致水务业务毛利率有所下降, 使整体利润率稳中有降。我们认为公司成功发行可转债、积极回款回笼资金能够有效抵御 PPP 业务快速开展所带来的资金面压力挑战。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 95.54 亿元、123.85 亿元和 155.12 亿元; 每股收益分别为 0.92 元、1.12 元和 1.37 元, 对应 PE 分别为 10.7X、8.8X 和 7.2X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 2: 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,567.70	4,778.74	9,553.55	12,385.25	15,511.75
增长率 (%)	35.94%	86.11%	99.92%	29.64%	25.24%
净利润 (百万元)	261.23	517.67	929.07	1,136.38	1,387.04
增长率 (%)	54.99%	98.17%	79.47%	22.31%	22.06%
净资产收益率 (%)	9.81%	14.06%	18.95%	19.68%	20.32%
每股收益(元)	0.67	1.23	0.92	1.12	1.37
PE	14.67	7.99	10.70	8.75	7.17
PB	1.53	1.18	2.03	1.72	1.46

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 3: 公司主营业务分析

单位: 亿元	本报告期	上年同期	同比增长	变动原因
营业收入	35.55	16.77	111.91%	主要系本报告期各项业务订单充足, 收入持续增长且上年同期未包含新港永豪损益项目所致。
营业成本	26.06	11.74	121.88%	主要系本报告期各项业务持续增长, 相应的成本支出增加且上年同期未包含新港永豪损益项目所致。
销售费用	0.76	0.07	998.59%	主要系报告期内公司规模持续扩大, 同时销售部门规模扩大, 相应的人工薪酬、业务差旅费、投标服务费等相应增加
管理费用	2.97	2.18	36.25%	主要系报告期内公司规模持续扩大, 相应的人工薪酬、办公费用、研发支出等也相应增加; 上年同期未包含新港永豪损益项目所致
财务费用	0.79	0.07	1020.46%	主要系本期业务规模扩张, 借款增加导致相应的利息费用增加所致
所得税费用	0.71	0.39	81.12%	主要系报告期内利润增长, 相应计提的所得税增加; 上年同期未包含新港永豪损益项目所致
研发投入	1.20	0.58	106.09%	主要系公司加大了对生态治理技术及文创高科技技术科研开发的

投入

经营活动产生的	-1.86	-5.60	66.80%	主要系业务扩张, 销售商品、提供劳务收到的现金流量金额增加所致
现金流量净额				致
投资活动产生的	-8.94	-0.52	-1614.65%	PPP项目公司前期费用支出增加及支付收购子公司股权款所致
现金流量净额				
筹资活动产生的	13.44	4.53	196.89%	主要系本期业务规模扩张, 对资金需求增加, 长短期借款及售后回租借款增加所致
现金流量净额				

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

风险提示: 市场竞争风险、业务整合和管理风险、PPP项目执行不达预期
表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3179	6840	11535	15608	20151	营业收入	2568	4779	9554	12385	15512
货币资金	453	1030	1553	2219	2875	营业成本	1841	3405	7051	9172	11502
应收账款	994	1593	3206	4360	5279	营业税金及附加	35	4	70	51	89
其他应收款	99	341	681	883	1106	营业费用	13	22	164	134	217
预付款项	16	38	179	271	411	管理费用	354	609	940	1339	1601
存货	1270	3415	6239	7880	10532	财务费用	-4	43	145	253	360
其他流动资产	10	46	-670	-387	-421	资产减值损失	32.76	93.10	97.75	107.53	118.28
非流动资产合计	2158	4086	5284	6662	8158	公允价值变动收益	0.03	-0.03	0.00	0.00	-0.01
长期股权投资	0	637	859	1160	1566	投资净收益	0.04	5.73	1.92	2.56	3.41
固定资产		284	422	587	784	营业利润	296	607	1088	1331	1628
无形资产	26	70	63	56	49	营业外收入	13.73	8.70	8.78	10.41	9.30
其他非流动资产	13	47	30	39	34	营业外支出	1.35	6.61	2.82	3.59	4.34
资产总计	5337	10926	16819	22270	28309	利润总额	309	610	1094	1338	1633
流动负债合计	2160	6329	11115	15597	20498	所得税	48	92	165	202	246
短期借款	200	1560	3373	5346	7151	净利润	261	518	929	1136	1387
应付账款	1568	2963	5819	7714	9679	少数股东损益	0	8	3	4	5
预收款项	54	390	694	1152	1872	归属母公司净利润	261	509	926	1132	1382
一年内到期的非流	75	308	308	231	282	EBITDA	392	729	1272	1629	2041
非流动负债合计	515	869	708	807	890	EPS (元)	0.67	1.23	0.92	1.12	1.37
长期借款	192	494	494	494	494	主要财务比率					
应付债券	246	249	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2675	7198	11823	16404	21389	成长能力					
少数股东权益	5	106	109	113	118	营业收入增长	35.94%	86.11%	99.92%	29.64%	25.24%
实收资本(或股本)	414	436	1008	1008	1008	营业利润增长	48.66%	104.94%	79.11%	22.36%	22.31%
资本公积	1425	1910	1910	1910	1910	归属于母公司净利润	55.29%	95.27%	81.81%	22.30%	22.03%
未分配利润	745	1167	1606	2182	2889	获利能力					
归属母公司股东权	2658	3622	4886	5753	6802	毛利率(%)	28.28%	28.74%	26.19%	25.95%	25.85%

负债和所有者权益	5337	10926	16819	22270	28309	净利率 (%)	10.17%	10.83%	9.72%	9.18%	8.94%	
现金流量表		单位:百万元				总资产净利润 (%)		4.89%	4.66%	5.51%	5.08%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)		9.81%	14.06%	18.95%	19.68%	20.32%
经营活动现金流	-75	-521	22	723	1068	偿债能力						
净利润	261	518	929	1136	1387	资产负债率 (%)	50%	66%	70%	74%	76%	
折旧摊销	100	78	-	45	53	流动比率		1.08	1.04	1.00	0.98	
财务费用	-4	43	145	253	360	速动比率		0.54	0.48	0.50	0.47	
应付帐款的变化	0	0	-1614	-1153	-919	营运能力						
预收帐款的变化	0	0	304	458	720	总资产周转率	0.57	0.59	0.69	0.63	0.61	
投资活动现金流	-541	-771	-1213	-1413	-1541	应收账款周转率	3	4	4	3	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.96	2.11	2.18	1.83	1.78	
长期股权投资减少	0	0	-851	-974	-1057	每股指标 (元)						
投资收益	0	6	2	3	3	每股收益 (最新摊薄)	0.67	1.23	0.92	1.12	1.37	
筹资活动现金流	812	1782	1828	1476	1247	每股净现金流 (最新摊)	0.47	1.12	0.63	0.78	0.77	
应付债券增加	0	0	-249	0	0	每股净资产 (最新摊)	6.42	8.30	4.85	5.71	6.75	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	88	22	571	0	0	P/E	14.67	7.99	10.70	8.75	7.17	
资本公积增加	1363	485	0	0	0	P/B	1.53	1.18	2.03	1.72	1.46	
现金净增加额	196	490	637	786	774	EV/EBITDA	11.05	8.05	9.85	8.44	7.33	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。