

岭南股份 (002717)

证券研究报告

2018年08月21日

业绩大幅提升，协同效应推动公司高速增长

生态环境继续取得突破，文化旅游稳健增长

2018上半年实现营业收入35.55亿，同比增长111.91%。其中生态环境业务营收28.7亿，同比增长117.4%，为营收增长的主要驱动因素；水务水环境业务营收15.14亿，占营业收入比重大幅上升到42.6%，同比增长388.15%，增长可观。公司2017年并购新港永豪，整合水生态治理产业，业绩表明协同效应明显；报告期内公司并购了北京本农科技发展有限公司，水务水环境业务与土壤修复业务增强了公司生态环境领域的综合实力，补齐公司“大生态”产业链，有望进一步提高生态环境业务的收入。

文旅板块持续发力，完成营收6.84亿，同比增长91.65%。恒润科技上半年基本完成全年业绩承诺，德马吉也完成近70%。公司取得国家4A景区黄姚古镇的合作开发运营权，在文旅板块取得新突破。报告期内公司整体毛利率26.69%，同比下滑3.3个百分点，主因水务水环境毛利率降低所致。文旅板块毛利率上升4.17%，在三大业务板块中最高，为43.35%。此外文旅板块有较好的现金流，这在建筑行业板块中难能可贵。

期间费率有所下降，归母净利润持续高增长

上半年期间费用率为12.75%，同比下降1.1个百分点。其中财务费用率增加1.81个百分点至2.23%，系公司规模扩大，借款增加所致；报告期内发行6.6亿可转债投入PPP项目，有望缓解财务成本压力。销售费用率增加1.73个百分点至2.15%，主要是公司业务扩张，并购的新港水务费用归集所致。管理费用率下降4.65个百分点至8.37%，主要是由于规模效应。综合来看，上半年净利率11.08%，同比下降0.8个百分点；实现归母净利润3.87亿，同比增长93.06%；扣除新港水务贡献的0.37亿净利润，公司同比实现内生增长74.74%。2018年1-9月公司业绩预计增长60%~100%，同比增速维持在高位。

实际同口径经营现金流净额有所恶化

报告期公司收现比0.61，同比下降3.38个百分点；付现比为0.62，同比下降32.26个百分点，报告期内公司支付了4.62亿的PPP项目前期费并记入投资活动。经营活动现金流净额为-1.86亿，考虑支付的PPP项目前期费，相比去年同期-5.6亿有所恶化。资产负债率69.92%，比去年同期增加了15.64个百分点，主要是公司长期借款、短期借款增加所致。

投资建议

公司并购的协同效应明显，上半年营收大幅增长，全年业绩高速增长可期；“生态+文旅”综合模式逐渐开启，前景广阔；公司订单不愁，资金充裕。我们认为公司的成长性较强，结合建筑行业融资环境较上半年有所好转，融资到位情况改善下，项目推进速度有望提升，我们小幅上调公司2018-2020年归母净利润至10.01/15.18/21.34亿(前值9.88/14.91/21.04亿)，对应EPS分别为0.99、1.51、2.12元/股，对应的PE分别为10.26、6.76、4.81倍。此外，由于股本近期发生显著变动叠加近期建筑板块估值有所回调(建筑装饰板块PE-TTM由5月15日的13.30倍降至8月17日的11.52倍)，我们调整目标价至12.87元/股(由于公司文旅板块在行业内具有一定优势，截止2018年8月20日PE-TTM已达到近四年最低的14.76倍，我们给予公司2018年目标PE为13倍，求得目标价格为12.87元/股；前目标价为股本变动前设定，为34.95元/股)，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，商誉减值风险

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	1,001.17	1,518.80	2,133.56
增长率(%)	55.29	95.27	96.58	51.70	40.48
EPS(元/股)	0.26	0.50	0.99	1.51	2.12
市盈率(P/E)	39.37	20.16	10.26	6.76	4.81
市净率(P/B)	3.86	2.84	2.02	1.56	1.18
市销率(P/S)	4.00	2.15	1.07	0.72	0.53
EV/EBITDA	31.48	16.05	7.88	5.20	4.05

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	10.18元
目标价格	12.87元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,008.73
流通A股股本(百万股)	535.52
A股总市值(百万元)	10,268.86
流通A股市值(百万元)	5,451.63
每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	69.92
一年内最高/最低(元)	34.56/8.78

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

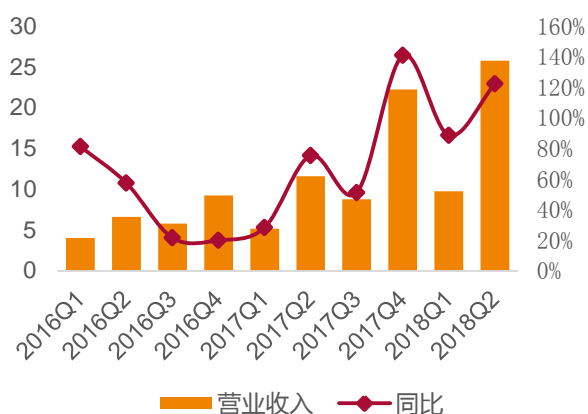


资料来源: 贝格数据

相关报告

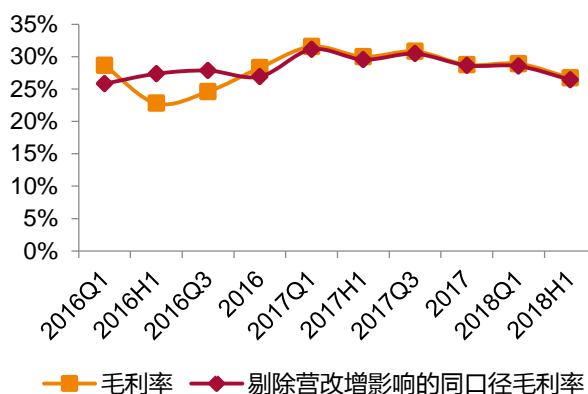
- 《岭南股份-年报点评报告:2017年业绩增速创新高,2018年预算业绩目标延续高增》2018-03-20
- 《岭南园林-公司点评:持续深化双主业模式,靓丽订单促公司高成长》2018-01-25
- 《岭南园林-公司深度研究:文旅产业扩展迅速,员工持股计划互惠共赢》2017-09-22

图 1: 营业收入及增速 (亿元)



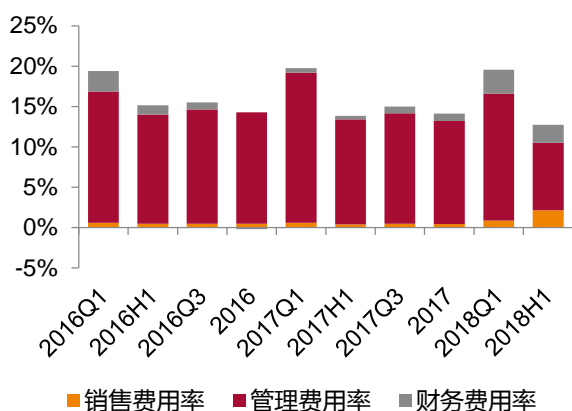
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 毛利率及剔除营改增后毛利率



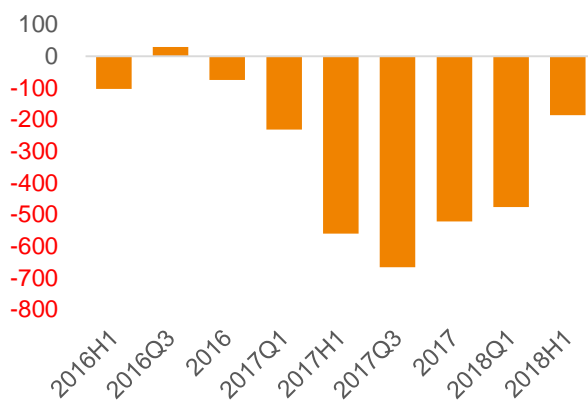
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 三项费用率



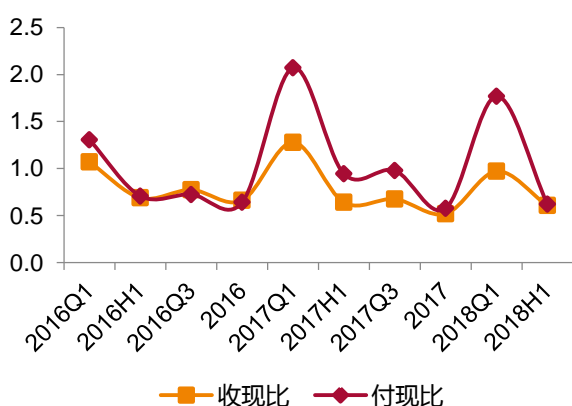
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 经营性现金流 (百万元)



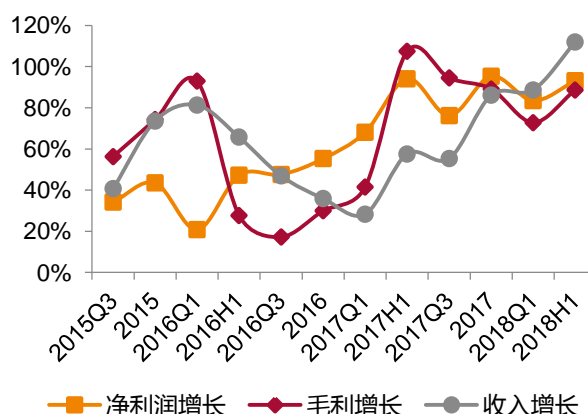
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 收付现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 净利、毛利及收入增长



资料来源: Wind, 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	2,673.54	4,021.46	5,305.80
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	10,043.35	13,041.97	18,039.61
长期借款	192.31	494.39	794.61	1,071.41	1,310.70
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	1,124.23	1,414.40	1,659.42
负债合计	2,675.08	7,198.00	11,167.58	14,456.36	19,699.03
少数股东权益	4.72	106.06	113.23	125.96	148.69
股本	414.04	436.21	1,008.73	1,008.73	1,008.73
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	4,071.04	5,589.84	7,723.40
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	5,193.00	6,724.52	8,880.82
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	1,001.17	1,518.80	2,133.56
折旧摊销	13.68	25.68	23.43	29.22	34.48
财务费用	46.86	79.24	159.41	241.44	326.82
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	11.77	14.26	20.18
经营活动现金流	(74.99)	(521.24)	(795.95)	191.90	(653.30)
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	3,815.27	5,440.74	6,963.99
股权融资	1,455.94	464.11	297.09	(241.44)	(326.82)
其他	(1,357.57)	(1,293.51)	(2,611.31)	(3,815.27)	(5,440.74)
筹资活动现金流	811.64	1,781.91	1,501.05	1,384.03	1,196.43
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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	159.41	241.44	326.82
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	1,185.93	1,803.50	2,543.86
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	1,191.89	1,810.31	2,548.81
所得税	47.55	91.86	183.55	278.79	392.52
净利润	261.23	517.67	1,008.34	1,531.52	2,156.29
少数股东损益	0.42	8.39	7.17	12.73	22.73
归属于母公司净利润	260.80	509.28	1,001.17	1,518.80	2,133.56
每股收益(元)	0.26	0.50	0.99	1.51	2.12

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%	95.23%	52.08%	41.05%
归属于母公司净利润	55.29%	95.27%	96.58%	51.70%	40.48%
获利能力					
毛利率	28.28%	28.74%	28.48%	28.58%	28.75%
净利率	10.16%	10.66%	10.44%	10.70%	10.93%
ROE	9.81%	14.06%	19.71%	23.02%	24.43%
ROIC	22.21%	38.63%	37.80%	30.90%	34.16%
偿债能力					
资产负债率	50.12%	65.88%	68.26%	68.25%	68.93%
净负债率	42.13%	40.48%	68.48%	80.83%	63.14%
流动比率	1.47	1.08	1.28	1.34	1.37
速动比率	0.88	0.54	0.66	0.69	0.70
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	0.26	0.50	0.99	1.51	2.12
每股经营现金流	-0.07	-0.52	-0.79	0.19	-0.65
每股净资产	2.63	3.59	5.04	6.54	8.66
估值比率					
市盈率	39.37	20.16	10.26	6.76	4.81
市净率	3.86	2.84	2.02	1.56	1.18
EV/EBITDA	31.48	16.05	7.88	5.20	4.05
EV/EBIT	32.63	16.60	8.02	5.27	4.10

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com