

岭南股份 (002717)

证券研究报告

2019年02月23日

园林行业积极变化逐渐浮现, 岭南股份有望迎来估值修复机会

公司近期中标李湾河水系生态修复工程设计施工总承包项目, 合同价暂定1.67亿元, 项目建安工程费约占公司2017年营收的3.5%。点评如下:

公司中标项目对付款周期进行详细披露, 行业信用环境迎来拐点中公司有望受益

该项目在披露信息中详细披露了付款周期, 而行业中以往多数披露中并不披露该项, 间接体现了公司在挑选项目时对于付款周期重视程度的提升。该项目规定每完成3000万工程量则可以得到相应工程量60%的工程款, 结算审核完成后付至结算价的80%, 养护期满验收并移交后一次性无息付清余款。

我们认为2018年以来, 地方政府隐性债务严监管以及商业银行信用收紧的背景下, 对于资金要求相对较高的工程类企业业务发展有所承压, 从而引起行业相关板块的估值显著下调, 前期增速较快的园林企业尤为如此。而目前在流动性环境、政策环境的预期转向下, 我们认为园林板块部分标的或将迎来估值修复。具体原因如下: 宏观层面上, 2018年年末的定向降准有望改善涉及中小企业众多的园林产业链的整体流动性状况, 中央经济工作会议对于“稳健的货币政策”以及“稳定总需求”的定调有望显著缓解市场对于园林行业流动性状况的悲观预期, 我们看到2019年1月社融以及M2数据出现良好走势; 行业层面, 我们在园林行业中三季报汇总报告中提到, 2017年以来行业正经历资产负债表的缓慢修复期, 而部分财报结构相对健康、业务结构良好的相关行业标的有望在行业估值修复中具有较大弹性。

大生态产业链布局契合政策推进方向, 文旅板块显著优化整体业务结构

岭南股份业务结构在行业中具有显著优势, “大生态”产业链与文旅产业链形成良好协同效应。文旅板块的消费属性和良好的现金流状况显著增强了公司的业务结构盈利性以及抗风险性。根据2018年三季度末数据, 公司文旅板块利润贡献占比约为30%, 文旅板块的消费属性有望降低公司业绩增长的波动程度, 同时显著对冲大生态板块对于现金流的需求程度。根据公司公告, 预计2018年归母净利润增长50%至85%, 实现盈利在7.6亿元至9.4亿元之间。我们认为在行业宏观环境逐渐向好背景下, 公司有望显著受益。

公司股权激励以及近期增持体现公司高层未来良好信心

公司2018年11月开展限制性股票激励计划, 将2018-2020年扣非净利润以2017年为基数分别增长不低于50%、95%和154%作为考核指标。叠加2018年6月公告高管增持计划, 均体现公司高层对于公司未来业绩增长的良好信息, 截止2019年1月8日, 公司相关高管已通过二级市场买入以及限制性股票增发方式累计增持公司股票2065万股, 约占股本2%。

投资建议

我们看目前政策环境以及流动性环境出现了一些积极的变化, 这或将推进园林板块部分标的迎来估值修复, 其中财报结构相对健康、业务结构良好的相关行业标的有望更加受益。岭南股份业务结构在行业中具有显著优势, 文旅板块利润占比的提升有望显著增强公司的业务组合盈利性以及抗风险性。此外, 近期公司股权激励以及增持计划体现公司高层未来良好信心。结合我们对于园林行业2018年整体处于资产负债表缓慢修复期的预判, 以及公司基于2018年信用环境收紧而对全年业绩预测进行下调的情况, 我们下调公司2018-2020年归母净利润至9.06/13.60/19.37亿(前值为10.01/15.18/21.34亿), 对应EPS为0.88/1.33/1.89元/股, 调整目标价为10.92元/股(以公司近6个月平均PE(TTM)值12.41倍作为2018年EPS对应的PE预测值, 并与2018年预测EPS相乘得出)。

风险提示: 项目进展不及预期, 商誉减值风险, 合同落地情况不及预期

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	8,515.79	12,289.19	17,056.31
增长率(%)	35.94	86.11	78.20	44.31	38.79
EBITDA(百万元)	302.73	672.59	1,233.03	1,835.71	2,602.98
净利润(百万元)	260.80	509.28	905.72	1,360.03	1,937.14
增长率(%)	55.29	95.27	77.84	50.16	42.43
EPS(元/股)	0.25	0.50	0.88	1.33	1.89
市盈率(P/E)	31.66	16.21	9.12	6.07	4.26
市净率(P/B)	3.11	2.28	1.65	1.30	1.00
市销率(P/S)	3.22	1.73	0.97	0.67	0.48
EV/EBITDA	31.48	16.05	6.64	4.49	3.37

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	8.01元
目标价格	10.92元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,024.41
流通A股股本(百万股)	557.65
A股总市值(百万元)	8,205.53
流通A股市值(百万元)	4,466.77
每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	69.97
一年内最高/最低(元)	34.56/6.88

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

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《岭南股份-半年报点评:业绩大幅提升, 协同效应推动公司高速增长》2018-08-21
- 《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



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	1,703.16	2,949.40	3,411.26
应收账款	1,092.90	1,933.57	3,592.98	4,587.82	6,992.52
预付账款	15.88	37.75	60.16	84.33	119.75
存货	1,270.02	3,415.50	5,137.79	7,485.52	10,343.85
其他	347.67	423.15	287.12	289.04	345.82
流动资产合计	3,179.27	6,840.34	10,781.21	15,396.12	21,213.21
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	14,272.12	19,093.96	24,994.52
短期借款	199.88	1,560.10	2,026.07	3,212.32	4,100.06
应付账款	1,580.11	3,054.02	4,997.28	6,288.46	9,029.24
其他	380.34	1,714.81	1,164.40	1,875.34	2,026.85
流动负债合计	2,160.33	6,328.93	8,187.76	11,376.12	15,156.15
长期借款	192.31	494.39	642.19	890.88	1,047.89
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	971.81	1,233.86	1,396.62
负债合计	2,675.08	7,198.00	9,159.57	12,609.98	16,552.77
少数股东权益	4.72	106.06	112.55	123.95	144.58
股本	414.04	436.21	1,024.41	1,024.41	1,024.41
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	3,975.59	5,335.62	7,272.75
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	5,112.55	6,483.98	8,441.75
负债和股东权益总	5,337.30	10,926.16	14,272.12	19,093.96	24,994.52

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	261.23	517.67	905.72	1,360.03	1,937.14
折旧摊销	13.68	25.68	23.43	29.22	34.48
财务费用	46.86	79.24	137.30	192.23	259.30
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)	(1,325.44)	(1,506.54)	(2,525.34)
其它	424.77	253.62	11.08	12.93	18.08
经营活动现金流	(74.99)	(521.24)	(247.92)	87.85	(276.36)
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	3,015.38	4,451.06	5,495.45
股权融资	1,455.94	464.11	334.89	(192.23)	(259.30)
其他	(1,357.57)	(1,293.51)	(2,611.31)	(3,015.38)	(4,451.06)
筹资活动现金流	811.64	1,781.91	738.96	1,243.44	785.09
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	672.78	1,246.25	461.86

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,567.70	4,778.74	8,515.79	12,289.19	17,056.31
营业成本	1,841.50	3,405.30	6,066.31	8,728.12	12,087.04
营业税金及附加	35.07	4.48	7.98	11.52	15.99
营业费用	12.67	21.84	34.06	49.16	59.70
管理费用	353.70	609.38	1,107.05	1,597.59	2,285.55
财务费用	(4.33)	42.94	137.30	192.23	259.30
资产减值损失	32.76	93.10	95.40	97.86	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	1,072.30	1,614.26	2,309.20
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	1,078.26	1,621.07	2,314.15
所得税	47.55	91.86	166.05	249.64	356.38
净利润	261.23	517.67	912.21	1,371.42	1,957.77
少数股东损益	0.42	8.39	6.49	11.40	20.64
归属于母公司净利润	260.80	509.28	905.72	1,360.03	1,937.14
每股收益(元)	0.25	0.50	0.88	1.33	1.89

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	35.94%	86.11%	78.20%	44.31%	38.79%
营业利润	48.66%	104.94%	76.53%	50.54%	43.05%
归属于母公司净利润	55.29%	95.27%	77.84%	50.16%	42.43%
获利能力					
毛利率	28.28%	28.74%	28.76%	28.98%	29.13%
净利率	10.16%	10.66%	10.64%	11.07%	11.36%
ROE	9.81%	14.06%	18.11%	21.38%	23.35%
ROIC	22.21%	38.63%	33.99%	30.98%	34.29%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	50.12%	65.88%	64.18%	66.04%	66.23%
净负债率	42.13%	40.48%	69.56%	68.49%	61.71%
流动比率	1.47	1.08	1.32	1.35	1.40
速动比率	0.88	0.54	0.69	0.70	0.72
营运能力					
应收账款周转率	3.04	3.16	3.08	3.00	2.95
存货周转率	2.01	2.04	1.99	1.95	1.91
总资产周转率	0.57	0.59	0.68	0.74	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.50	0.88	1.33	1.89
每股经营现金流	-0.07	-0.51	-0.24	0.09	-0.27
每股净资产	2.59	3.54	4.88	6.21	8.10
估值比率					
市盈率	31.66	16.21	9.12	6.07	4.26
市净率	3.11	2.28	1.65	1.30	1.00
EV/EBITDA	31.48	16.05	6.64	4.49	3.37
EV/EBIT	32.63	16.60	6.77	4.56	3.42

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com