

# 岭南股份 (002717)

证券研究报告

2019年03月27日

## 经营现金流显著好转，资产负债率情况有望逐渐优化

公司近日公告最新年报，2018年公司营收88.43亿元，同增85.05%；归母净利润7.79亿元，同增52.90%。同时公司公告派发现金红利0.80元（含税），资本公积金转增股本（每10股转增5股）。点评如下：

### 双业务引擎发展势头强劲，文旅板块显著优化整体业务结构

2018年公司聚焦“生态环境+文化旅游”两大产业，其中生态修复业务营收42.99亿元，同增40.59%；水务水环境治理业务营收31.50亿元，同增279.89%；文旅业务营收13.93亿元，同增56.31%，“大生态”产业链与文旅产业链逐步形成良好协同效应。公司业绩低于年初预期主要由于2018年投融资环境及流动性趋紧、营收增速有所放缓所致。未来随着公司对文旅板块深入布局，其良好的现金流状况或将增强了业务结构盈利性以及抗风险性。公司2018年毛利率为25.02%，较前值降低3.72个百分点，主因水务水环境治理业务占比由前值17.35%提升至35.62%，而其该业务毛利率偏低所致。

### 期间费用率有所下降，归母净利润显著提升

公司2018年期间费用率为12.74%，较前值下降1.37个百分点。销售费用率为2.00%，较前值提升1.54个百分点，主因调整销售部门组织架构所致；管理费用率5.78%，较前值降低6.97个百分点（其中研发费用率为2.51%，较前值减少0.17个百分点）；财务费用率为2.46%，较前值提升1.56个百分点，主因借款及发行债券规模增加，叠加流动性环境收紧，相应利息支出增加。归母净利润7.79亿元，同增52.90%。恒润集团、德马吉、水务集团均超额完成承诺利润，我们认为公司中期内并无商誉减值的风险。公司2019年1-3月预计净利润为正，同减50%以上，主因行业在前期高速增长后，逐步进入资产负债表修复的阶段，公司2018年一季度增速较快造成较高基数，因而对2019年一季度业绩增长形成一定压力，但随着公司资产负债率的逐步优化，我们认为对公司全年业绩增速并不能过于悲观。

### 现金流边际向好，资产负债率有望逐步下降

公司经营现金流净流入1.16亿元，较去年净流出5.21亿显著改善；四季度单季现金流净额为2.65亿元；主因公司加强回款管理所致。投资活动现金流净额为-11.38亿元，较2017年-7.71亿元有所扩大。长期股权投资占总资产比例为8.51%，较前值增加2.68个百分点，主因公司PPP项目逐步落地，对外投资增加所致。公司资产负债率为71.74%，较去年增加5.86个百分点，公司近期向下修正转股价格、合理降低业务开拓速度等措施，有望推动转股从而使资产负债率有所改善。

### 投资建议

公司2018年业绩维持稳健增速，公司通过加强回款以及业务结构调整将逐渐增强公司业务组合的盈利性与抗风险性。公司或将受益于目前政策环境以及流动性环境的积极变化。此外，近期股权激励以及增持计划体现公司高层未来良好信心。结合对于公司将在2019年持续加强控制资产负债率的预期，以及公司年报中对于2019年一季度业绩增速预测，我们下调2019与2020年公司业绩预测，预计公司2019-2021年归母净利润10.19、13.11、15.95亿（其中原2019、2020年预测为13.60、19.37亿）；预计EPS为1.00、1.28、1.56元/股，对应PE9、7、6倍，维持“买入”评级。

**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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,778.74	8,842.90	11,947.64	15,157.98	19,117.24
增长率(%)	86.11	85.05	35.11	26.87	26.12
EBITDA(百万元)	672.59	1,391.66	1,482.75	1,860.52	2,254.48
净利润(百万元)	509.28	778.70	1,019.31	1,311.00	1,595.40
增长率(%)	95.27	52.90	30.90	28.62	21.69
EPS(元/股)	0.50	0.76	1.00	1.28	1.56
市盈率(P/E)	18.67	12.21	9.33	7.25	5.96
市净率(P/B)	2.62	2.11	1.73	1.40	1.13
市销率(P/S)	1.99	1.08	0.80	0.63	0.50
EV/EBITDA	16.05	6.19	6.80	5.19	4.85

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	9.28元
目标价格	10.92元
上次目标价	10.92元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,024.43
流通A股股本(百万股)	682.60
A股总市值(百万元)	9,506.70
流通A股市值(百万元)	6,334.52
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	71.74
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

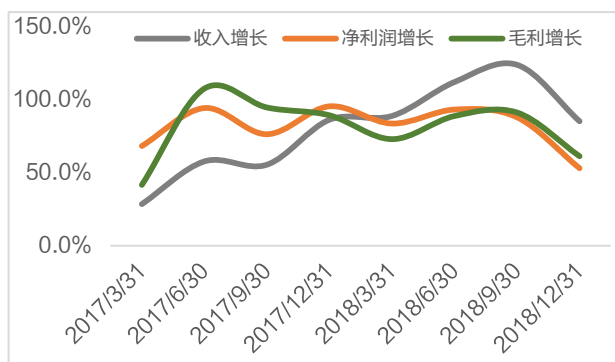


资料来源：贝格数据

### 相关报告

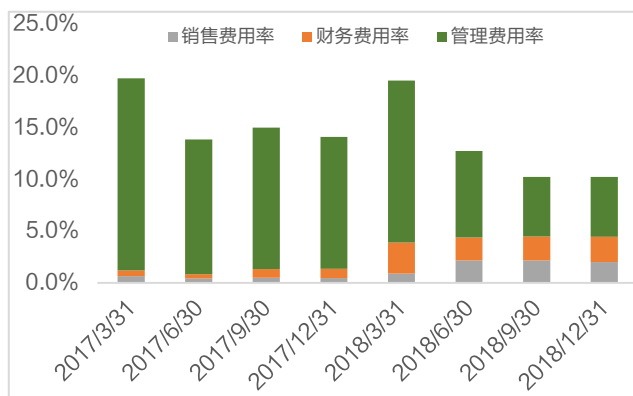
- 《岭南股份-公司点评:园林行业积极变化逐渐浮现，岭南股份有望迎来估值修复机会》2019-02-23
- 《岭南股份-半年报点评:业绩大幅提升，协同效应推动公司高速增长》2018-08-21
- 《岭南股份-年报点评报告:2017年业绩增速创新高，2018年预算业绩目标延续高增》2018-03-20

图 1：成长能力



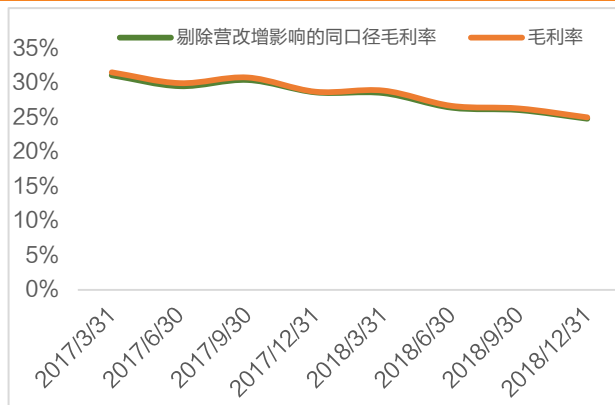
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：期间费用率状况



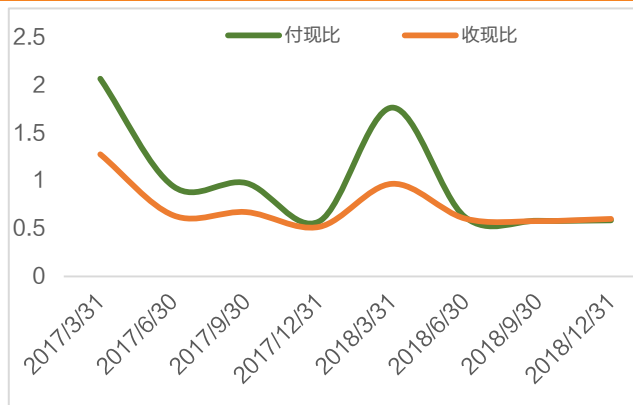
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：毛利率状况



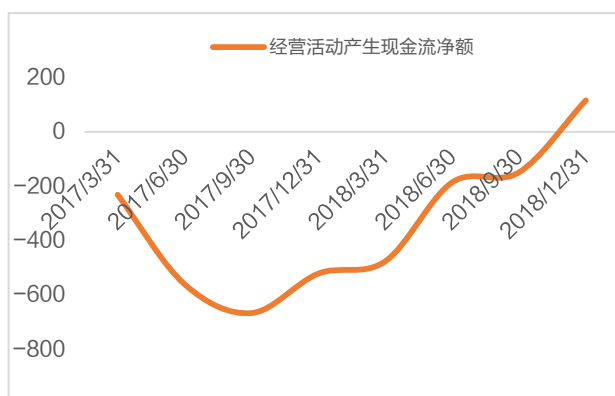
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：收现比/付现比



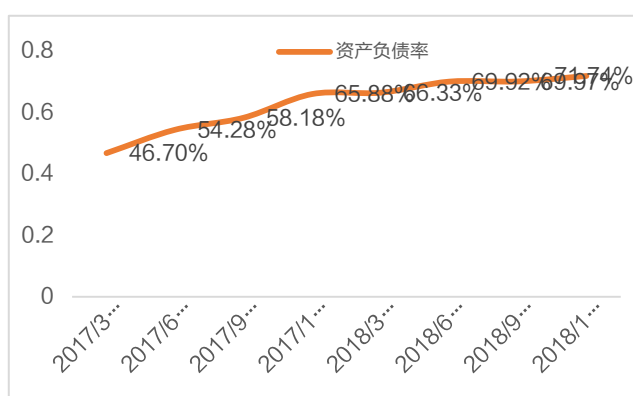
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：经营活动产生现金流净额 (百万元)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：资产负债率



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,030.38	2,033.26	2,389.53	3,031.60	3,823.45
应收账款	1,933.57	3,399.80	4,166.40	5,912.80	7,434.69
预付账款	37.75	36.94	64.86	62.88	97.26
存货	3,415.50	5,174.86	6,883.36	9,015.56	11,927.46
其他	423.15	289.24	363.49	392.35	371.40
<b>流动资产合计</b>	<b>6,840.34</b>	<b>10,934.10</b>	<b>13,867.64</b>	<b>18,415.19</b>	<b>23,654.26</b>
长期股权投资	636.53	1,394.31	1,494.31	1,494.31	1,494.31
固定资产	284.24	366.28	377.53	386.50	393.90
在建工程	59.55	55.20	36.12	24.67	14.80
无形资产	70.27	24.21	23.68	23.08	22.42
其他	3,035.22	3,610.73	2,918.37	3,096.88	3,144.56
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,085.81</b>	<b>5,450.73</b>	<b>4,850.00</b>	<b>5,025.43</b>	<b>5,069.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,926.16</b>	<b>16,384.83</b>	<b>18,717.64</b>	<b>23,440.62</b>	<b>28,724.25</b>
短期借款	1,560.10	2,152.84	3,606.09	3,749.35	5,278.08
应付账款	3,054.02	5,838.02	6,044.92	8,871.36	9,834.86
其他	1,714.81	2,385.74	2,251.06	2,535.97	3,224.49
<b>流动负债合计</b>	<b>6,328.93</b>	<b>10,376.60</b>	<b>11,902.08</b>	<b>15,156.69</b>	<b>18,337.43</b>
长期借款	494.39	472.97	610.33	628.13	974.95
应付债券	248.60	608.18	367.48	408.09	461.25
其他	126.08	297.19	166.68	196.65	220.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>869.07</b>	<b>1,378.34</b>	<b>1,144.49</b>	<b>1,232.86</b>	<b>1,656.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,198.00</b>	<b>11,754.94</b>	<b>13,046.56</b>	<b>16,389.55</b>	<b>19,993.80</b>
少数股东权益	106.06	125.22	178.87	247.87	331.84
股本	436.21	1,024.26	1,024.43	1,024.43	1,024.43
资本公积	1,910.16	1,470.34	1,470.34	1,470.34	1,470.34
留存收益	3,185.87	3,448.46	4,467.77	5,778.77	7,374.17
其他	(1,910.14)	(1,438.39)	(1,470.34)	(1,470.34)	(1,470.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,728.16</b>	<b>4,629.89</b>	<b>5,671.08</b>	<b>7,051.07</b>	<b>8,730.45</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>10,926.16</b>	<b>16,384.83</b>	<b>18,717.64</b>	<b>23,440.62</b>	<b>28,724.25</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	517.67	799.41	1,019.31	1,311.00	1,595.40
折旧摊销	25.68	41.84	34.37	39.08	44.12
财务费用	79.24	248.20	206.15	222.32	263.22
投资损失	(5.73)	(13.04)	(6.27)	(8.35)	(9.22)
营运资金变动	(1,391.73)	(1,301.61)	(1,492.70)	(1,065.49)	(2,920.99)
其它	253.62	340.92	58.24	65.94	84.48
<b>经营活动现金流</b>	<b>(521.24)</b>	<b>115.71</b>	<b>(180.89)</b>	<b>564.49</b>	<b>(942.98)</b>
资本支出	1,141.69	650.66	156.50	6.04	17.48
长期投资	636.53	757.78	100.00	0.00	0.00
其他	(2,549.35)	(2,546.63)	(406.14)	(17.48)	(16.76)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(771.12)</b>	<b>(1,138.20)</b>	<b>(149.64)</b>	<b>(11.44)</b>	<b>0.72</b>
债权融资	2,611.31	4,059.27	4,986.87	5,297.73	7,294.43
股权融资	464.11	(33.05)	(236.49)	(220.40)	(260.66)
其他	(1,293.51)	(2,272.20)	(4,063.59)	(4,988.31)	(5,299.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,781.91</b>	<b>1,754.02</b>	<b>686.79</b>	<b>89.02</b>	<b>1,734.11</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>489.55</b>	<b>731.54</b>	<b>356.27</b>	<b>642.07</b>	<b>791.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,778.74</b>	<b>8,842.90</b>	<b>11,947.64</b>	<b>15,157.98</b>	<b>19,117.24</b>
营业成本	3,405.30	6,630.02	8,991.80	11,454.88	14,578.81
营业税金及附加	4.48	17.71	23.93	30.36	38.29
营业费用	21.84	175.63	237.30	301.06	379.70
管理费用	609.38	511.37	1,089.63	1,382.41	1,743.49
财务费用	42.94	217.54	206.15	222.32	263.22
资产减值损失	93.10	160.44	167.48	173.10	176.33
公允价值变动收益	(0.03)	0.00	4.60	(3.06)	0.51
投资净收益	5.73	13.04	6.27	8.35	9.22
其他	(11.43)	194.76	(21.74)	(10.57)	(19.46)
<b>营业利润</b>	<b>607.44</b>	<b>922.39</b>	<b>1,242.23</b>	<b>1,599.13</b>	<b>1,947.13</b>
营业外收入	8.70	11.03	10.10	10.10	10.10
营业外支出	6.61	4.19	5.12	5.12	5.12
<b>利润总额</b>	<b>609.53</b>	<b>929.23</b>	<b>1,247.21</b>	<b>1,604.11</b>	<b>1,952.11</b>
所得税	91.86	129.83	174.25	224.12	272.73
<b>净利润</b>	<b>517.67</b>	<b>799.41</b>	<b>1,072.96</b>	<b>1,380.00</b>	<b>1,679.37</b>
少数股东损益	8.39	20.71	53.65	69.00	83.97
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>509.28</b>	<b>778.70</b>	<b>1,019.31</b>	<b>1,311.00</b>	<b>1,595.40</b>
每股收益(元)	0.50	0.76	1.00	1.28	1.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	86.11%	85.05%	35.11%	26.87%	26.12%
营业利润	104.94%	51.85%	34.68%	28.73%	21.76%
归属于母公司净利润	95.27%	52.90%	30.90%	28.62%	21.69%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.74%	25.02%	24.74%	24.43%	23.74%
净利率	10.66%	8.81%	8.53%	8.65%	8.35%
ROE	14.06%	17.29%	18.56%	19.27%	19.00%
ROIC	38.63%	32.57%	31.19%	25.80%	27.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.88%	71.74%	69.70%	69.92%	69.61%
净负债率	40.48%	76.81%	99.85%	80.42%	92.32%
流动比率	1.08	1.05	1.17	1.21	1.29
速动比率	0.54	0.56	0.59	0.62	0.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.16	3.32	3.16	3.01	2.86
存货周转率	2.04	2.06	1.98	1.91	1.83
总资产周转率	0.59	0.65	0.68	0.72	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.50	0.76	1.00	1.28	1.56
每股经营现金流	-0.51	0.11	-0.18	0.55	-0.92
每股净资产	3.54	4.40	5.36	6.64	8.20
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.67	12.21	9.33	7.25	5.96
市净率	2.62	2.11	1.73	1.40	1.13
EV/EBITDA	16.05	6.19	6.80	5.19	4.85
EV/EBIT	16.60	6.33	6.97	5.30	4.95

### 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