

2020年01月20日

岭南股份 (002717.SZ)

恒润集团改制方案确定，文旅板块有望助力估值提升

■**事项：**1月5日，公司发布公告，子公司“恒润集团”拟整体变更为股份有限公司。1月19日，公司发布公告称，子公司“恒润集团”于2020年1月19日召开股东大会暨股份公司成立大会，会议逐项审议通过了《关于上海恒润数字科技集团股份有限公司筹办情况的报告》、《关于设立上海恒润数字科技集团股份有限公司的议案》、《关于上海恒润数字科技集团股份有限公司设立费用的审核报告》等多项议案，改制方案确定。

■**文旅板块高速增长，业绩承诺超额兑现。**2015年起，公司在二次创业期间主动融合新兴业务，通过并购方式扩大文旅板块，文旅业务快速发展，其文旅板块营收占比已从2015年的7.31%提升至2018年的15.75%。公司于2015年完成恒润集团的收购，恒润集团在主题公园、科博场馆、4D电影、VR等领域具有较强的竞争能力，为用户提供各类高科技创意数字互动娱乐体验整体解决方案，是文旅主题项目高端装备及系统一体化服务供应商，专注于沉浸式游乐设备系统的研发、设计、生产与集成，主要面向主题乐园、旅游景区、科博场馆、政府办公机构及其他商业场所，主要产品包括飞翔球幕、轨道骑乘、影院剧场等室内外高科技互动体验设备。公司将自身传统园林业务与恒润集团的文化科技优势融合，从生态环境涉足文化旅游，自2015年公司完成收购后，恒润营业规模高速增长，2016年-2018年其营收同比增速分别达到39.73%、103.30%和16.72%，2015-2018年扣非归母净利润承诺值的完成率分别为104.94%、106.55%、164.15%和152.24%，2018年营业收入和净利润分别达7.35亿元和1.40亿元。恒润集团科技实力雄厚，布局海内外文旅市场，通过科技研发和成果展示驱动文旅市场，为国内知名企业的主题文化旅游项目提供高科技文化产品和运营服务，贯穿全产业链，取得了市场广泛、高度的认可，未来业绩发展值得期待。

■**分拆上市条件基本满足，有望助力整体估值提升。**2019年8月，证监会召开新闻发布会，表示允许上市公司分拆子公司登陆A股，2019年12月13日，证监会正式发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（后称“分拆规定”）。分拆规定明确了境内分拆上市的条件及流程，从分拆上市条件看，主要分为7个部分，包括对公司的上市时间、盈利水平、规模、资产结构、持股比例等作出的严格要求。从公司和恒润集团的各项条件来看，基本满足分拆上市规定的

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

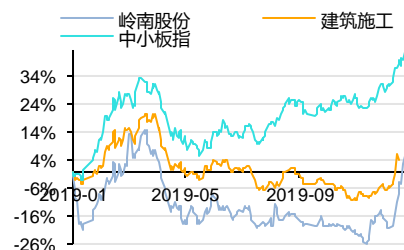
维持评级

6个月目标价：**7元**
 股价（2020-01-17）**6.50元**

交易数据

总市值(百万元)	9,980.59
流通市值(百万元)	6,888.85
总股本(百万股)	1,535.47
流通股本(百万股)	1,059.82
12个月价格区间	4.32/10.15元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.07	20.37	-33.39
绝对收益	31.58	38.0	10.95

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
 sudy@essence.com.cn
 021-35082325

相关报告

- 岭南股份：现金流改善，多元化布局将受益政策面复苏及区域建设/苏多永 2019-10-30
- 岭南股份：业务结构持续优化，未来增长值得期待/王鑫 2019-03-26
- 岭南股份：“二次创业”成效显著，未来增长值得期待/苏多永 2018-10-31

各项要求。岭南股份 2019 年 12 月在互动平台上回复投资者表示，公司将积极筹备分拆上市事宜。本次恒润改制是为其在合适的时机选择符合股东利益及战略规划的发展路径奠定基础，利于完善恒润集团的公司治理结构，提升规范运作水平，同时也为未来分拆上市可能提供前提。分拆上市政策的实施为企业扩大了直接融资渠道，若分拆上市顺利推进，恒润集团可使用所获取筹集资金扩展业务规模，同时有利于岭南股份聚焦发展主营业务，提高整体的经营规模、成长性和盈利水平。恒润集团股份制改造完成后，考虑其分拆上市的可能性，其主营高科技文旅业务板块价值有望得到重估，或将对岭南股份整体估值有提升作用。

■**各业务板块协同发展，订单充足成长可期。**目前公司围绕园林主业大力拓展生态环保和文化旅游业务，布局文旅、水务水环境、土壤修复等领域，完善大生态产业链，持续提高生态环保和文化旅游板块的业务占比，通过资源调配与订单结构改善，实现各个板块之间的协同发展，助力企业综合竞争力和盈利能力提升，生态环境和文化旅游订单快速落地，泛娱乐大 PPP 战略持续发力。2019 年，公司将重点资源倾斜至粤港澳大湾区等沿海发达地区，获得 EPC 项目和优质运营项目的占比增加，并持续获取优质订单，中标深圳前海桂湾公园景观建设、江苏泗阳、黄山休宁及廉州水环境综合整治等重点项目。我们根据公司公告汇总，2019 年以来公司新签重大项目订单约为 77.82 亿元，接近公司 2018 年营业收入的 88%，公司订单储备量相对充裕，为公司业绩释放提供一定保障。公司持续多元化布局，在生态环境建设行业承压背景下，通过水务水环境和文旅业务的发展支撑公司在行业低谷期的整体盈利韧性，有助于在未来行业复苏期实现更高质量增长、获取更大的业绩弹性。2018 年公司推出限制性股票激励计划，拟向 217 名公司中层管理人员及核心业务骨干授予 1493.72 万股限制性股票，根据限制性股票行权条件，预计 2018-2021 年公司扣非后净利润增速分别为 60%、30%、30%和 20%。从速度上来看，2019-2021 年公司业绩增速将降至 30%以内，在高基数的基础上实现的相对较快增长，增长质量有望提高。

■**估值与投资建议。**预计 2019-2021 年实现营收分别为 89.76 亿元、117.58 亿元和 146.98 亿元，同比增速 1.5%、36.9%和 20.1%；净利润分别为 7.22 亿元、9.88 亿元和 11.86 亿元，同比增速为-7.3%、36.9%和 20.1%；EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.77 元，动态 PE 分别为 13.8 倍、10.1 倍和 8.4 倍。公司“二次创业”战略发力，目前公司“大生态+泛游乐”布局涵盖水务水环境治理+生态环境修复+文化旅游的业务板块格局，三个业务板块之间协同效应明显，助力公司在未来行业复苏和粤港澳大湾区建设背景下快速成长。同时子公司主营高科技文旅业务，分拆上市有望推进，或助力整体估值提升。公司资金充足，在手订单充足，成长性较好。维持公司“买入-A”的评级，目标价 7 元，对应 2019 年

约 15 倍 PE。

■风险提示：分拆上市推进不及预期、业绩不及预期、政策变动等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,778.7	8,842.9	8,975.5	11,758.0	14,697.5
净利润	509.3	778.7	721.7	988.0	1,186.4
每股收益(元)	0.33	0.51	0.47	0.64	0.77
每股净资产(元)	2.36	2.93	3.63	4.20	4.87

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.6	12.8	13.8	10.1	8.4
市净率(倍)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.3
净利润率	10.7%	8.8%	8.0%	8.4%	8.1%
净资产收益率	14.1%	17.3%	12.9%	15.3%	15.9%
股息收益率	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%
ROIC	38.6%	32.6%	20.7%	26.7%	21.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,778.7	8,842.9	8,975.5	11,758.0	14,697.5	成长性					
减:营业成本	3,405.3	6,630.0	6,803.5	8,912.5	11,287.6	营业收入增长率	86.1%	85.0%	1.5%	31.0%	25.0%
营业税费	4.5	17.7	28.7	37.6	47.0	营业利润增长率	104.9%	51.9%	-7.4%	38.0%	20.2%
销售费用	21.8	175.6	208.2	272.8	323.3	净利润增长率	95.3%	52.9%	-7.3%	36.9%	20.1%
管理费用	609.4	511.4	771.9	1,020.6	1,264.0	EBITDA 增长率	122.2%	106.9%	-28.1%	35.8%	18.7%
财务费用	42.9	217.5	119.5	152.3	167.7	EBIT 增长率	122.7%	109.2%	-28.4%	36.7%	19.0%
资产减值损失	93.1	160.4	200.0	188.0	200.0	NOPLAT 增长率	123.5%	77.5%	-15.6%	36.7%	19.0%
加:公允价值变动收益	-0.0	-	4.6	-3.1	0.5	投资资本增长率	110.6%	32.7%	6.2%	50.4%	-2.1%
投资和汇兑收益	5.7	13.0	6.3	8.3	9.2	净资产增长率	40.0%	24.2%	23.4%	15.8%	15.8%
营业利润	607.4	922.4	854.6	1,179.4	1,417.5	利润率					
加:营业外净收支	2.1	6.8	7.1	5.3	6.4	毛利率	28.7%	25.0%	24.2%	24.2%	23.2%
利润总额	609.5	929.2	861.7	1,184.7	1,423.9	营业利润率	12.7%	10.4%	9.5%	10.0%	9.6%
减:所得税	91.9	129.8	129.2	177.7	213.6	净利润率	10.7%	8.8%	8.0%	8.4%	8.1%
净利润	509.3	778.7	721.7	988.0	1,186.4	EBITDA/营业收入	14.1%	15.7%	11.1%	11.5%	11.0%
						EBIT/营业收入	13.6%	15.4%	10.9%	11.3%	10.8%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	17	13	14	10	7
货币资金	1,030.4	2,033.3	1,795.1	2,351.6	2,939.5	流动营业资本周转天数	57	48	57	79	89
交易性金融资产	-	-	4.6	1.5	2.0	流动资产周转天数	377	362	397	371	358
应收账款	1,933.6	3,399.8	2,334.6	5,242.8	4,147.3	应收帐款周转天数	114	109	115	116	115
应收票据	17.8	16.9	69.4	19.2	84.0	存货周转天数	176	175	190	178	167
预付帐款	37.7	36.9	55.0	65.4	78.7	总资产周转天数	613	556	603	521	481
存货	3,415.5	5,174.9	4,274.4	7,361.4	6,309.2	投资资本周转天数	167	143	165	163	155
其他流动资产	405.4	272.3	328.7	335.5	312.2	投资回报率					
可供出售金融资产	216.0	173.1	151.7	180.2	168.3	ROE	14.1%	17.3%	12.9%	15.3%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	4.9%	5.4%	4.9%	6.4%
长期股权投资	636.5	1,394.3	1,394.3	1,394.3	1,394.3	ROIC	38.6%	32.6%	20.7%	26.7%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	284.2	366.3	341.8	317.3	292.9	销售费用率	0.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.2%
在建工程	59.6	55.2	55.2	55.2	55.2	管理费用率	12.8%	5.8%	8.6%	8.7%	8.6%
无形资产	70.3	24.2	22.7	21.3	19.8	财务费用率	0.9%	2.5%	1.3%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	2,819.2	3,437.7	2,845.3	3,023.8	1.3	三费/营业收入	14.1%	10.2%	12.3%	12.3%	11.9%
资产总额	10,926.2	16,384.8	13,672.8	20,369.5	18,874.9	偿债能力					
短期债务	1,560.1	2,152.8	1,725.6	2,697.4	2,853.9	资产负债率	65.9%	71.7%	58.2%	67.5%	59.4%
应付帐款	3,054.0	5,838.0	4,308.6	6,900.4	5,559.2	负债权益比	193.1%	253.9%	139.3%	207.9%	146.5%
应付票据	383.1	676.4	58.6	1,097.5	398.3	流动比率	1.08	1.05	1.19	1.25	1.32
其他流动负债	1,331.7	1,709.4	1,332.7	1,590.0	1,723.6	速动比率	0.54	0.56	0.62	0.65	0.72
长期借款	494.4	473.0	-	864.5	-	利息保障倍数	15.14	6.26	8.15	8.74	9.45
其他非流动负债	374.7	905.4	534.2	604.7	681.4	分红指标					
负债总额	7,198.0	11,754.9	7,959.7	13,754.6	11,216.4	DPS(元)	0.05	0.05	0.07	0.09	0.10
少数股东权益	106.1	125.2	135.4	154.1	177.5	分红比率	15.0%	10.5%	15.0%	13.5%	13.0%
股本	436.2	1,024.3	1,537.2	1,537.2	1,537.2	股息收益率	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%
留存收益	3,185.9	3,448.5	4,040.6	4,923.7	5,943.8						
股东权益	3,728.2	4,629.9	5,713.1	6,614.9	7,658.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.33	0.51	0.47	0.64	0.77
净利润	517.7	799.4	721.7	988.0	1,186.4	BVPS(元)	2.36	2.93	3.63	4.20	4.87
加:折旧和摊销	25.7	41.8	25.9	25.9	25.9	PE(X)	19.6	12.8	13.8	10.1	8.4
资产减值准备	93.1	160.4	-	-	-	PB(X)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.3
公允价值变动损失	0.0	-	4.6	-3.1	0.5	P/FCF	12.1	8.0	-9.2	11.9	13.6
财务费用	79.2	248.2	119.5	152.3	167.7	P/S	2.1	1.1	1.1	0.8	0.7
投资损失	-5.7	-13.0	-6.3	-8.3	-9.2	EV/EBITDA	16.1	6.2	8.7	7.3	5.4
少数股东损益	8.4	20.7	10.7	19.0	24.0	CAGR(%)	24.8%	14.8%	41.0%	24.8%	14.8%
营运资金的变动	-1,391.7	-1,301.6	322.7	-2,342.4	59.8	PEG	0.8	0.9	0.3	0.4	0.6
经营活动产生现金流量	-521.2	115.7	1,198.9	-1,168.6	1,455.1	ROIC/WACC	3.9	3.3	2.1	2.7	2.2
投资活动产生现金流量	-771.1	-1,138.2	-102.3	-4.0	53.6	REP	0.9	0.6	1.0	0.6	0.6
融资活动产生现金流量	1,781.9	1,754.0	-1,334.8	1,729.0	-920.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034