

强烈推荐-A (维持)

岭南股份 002717.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 4.66 元
 2019 年 12 月 26 日

生态文旅双轮驱动，关注子公司分拆上市进度

基础数据

上证综指	2982
总股本 (万股)	153718
已上市流通股 (万股)	105197
总市值 (亿元)	72
流通市值 (亿元)	49
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	10.8
资产负债率	72.8%
主要股东	尹洪卫
主要股东持股比例	35.34%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《岭南股份 (002717) — 营收净利润高速增长，生态文旅双轮驱动可期》2018-10-31
- 2、《岭南股份 (002717) — 营收净利润快速增长，“生态+文旅”双引擎助力未来》2018-08-19
- 3、《岭南股份 (002717) — 生态修复、文旅、水环境多点开花，业绩高速增长可持续》2018-03-20

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
 S1090518080002

1、积极筹备子公司恒润集团分拆上市，关注推进进度

公司子公司恒润集团成立于 2008 年，践行“文化+”战略，发展文化科技、文化旅游和文化装备三大业务结构，主要从事 VR 技术研发、设备提供以及区域旅游开发、主题文化旅游公园的规划设计等业务。2018 年恒润集团实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 16.72%，占公司总营收的 8.31%；净利润 1.40 亿元，同比增长 14.42%，占公司净利润的 17.51%，业绩增长稳健；净利率达 19.05%，超过公司同期净利率 9.04% 约 10 个百分点，盈利能力较强。证监会在 12 月 13 日发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，公司目前正积极筹备恒润集团分拆上市事宜，但仍存在一定的不确定性，我们将对次分拆事宜加以关注。

2、生态文旅双轮驱动，瞄准水务及文旅板块

目前公司业务主要分为“生态环境”和“文化旅游”两大体系，公司一方面紧跟生态建设的政策导向，布局生态修复等业务，另一方面大力发展文化旅游产业，推进“做实园林、做大水务、做强文旅”的发展策略。2019 年上半年生态园林业务实现营收 14.94 亿元，占总营收的 45.21%，是公司的传统优势业务；水务环境治理和文化旅游业务分别实现营收 13.15 和 4.95 亿元，占总营收的 39.80% 和 14.99%。从净利润来看，水务环境业务净利润占到 40.64%，文旅业务净利润占到 38.11%，在营收占比同比降低 2.80pp 和 4.26pp 的前提下，净利润占比分别提高 2.01pp 和 5.18pp，水务环境业务和文旅业务的盈利能力较强。公司在做实园林的同时，将聚焦瞄准市场空间更大、利润水平更高的水务和文旅板块

3、关注区域利好政策，静候盈利回升

受到融资趋紧、地方债务风险管控加强以及 PPP 项目合规要求提高的影响，公司对项目风险关注加大，2018 年下半年以来开始收缩风险较大的业务，重点发展长三角、粤港澳大区等区域的优质项目。据公司公告显示，公司 2019 年中标 54.65 亿元合同，占 18 年营收的 61.80%。2019 年 Q1-Q3 公司实现营收 52.71 亿元，同比下降 7.73%，实现净利润 3.15 亿元，同比下降 46.12%，净利率较去年下降 4.26pp 至 5.98%。业绩增长不及预期，尤其是净利润降幅较大，主要是受到文旅板块项目开工率下降的影响。此外，公司 19 年前三季度的管理费用率和财务费用率分别为 10.40% 和 3.46%，同比上涨 1.95 和 1.15pp，期间成本控制能力有待提高。公司现金流较去年小幅转好，前三季度经营活动现金流量净额为 -1.38 亿元，较去年同期 1.49 亿元小幅增加 0.11 亿元。

4、园林为基础，重点发展水务和文旅业务，维持“强烈推荐-A”评级

公司坚持“做实园林、做大水务、做强文旅”的发展策略，在 19 年行业业绩普遍大幅下滑的情况下实现了相对稳健的发展。粤港澳大区等区域的联动发展有望为公司带来更多的优质订单，文旅业务的不断推进将提高公司的盈利能力，预计 19 年、20 年 EPS 为 0.34 和 0.39 元，对应 PE 为 13.9 倍、11.8 倍。

5、风险提示：PPP 项目落地不达预期、公司业务推进不达预期、回款风险

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	8843	8296	9172	10845
同比增长	85%	-6%	11%	18%
营业利润(百万元)	922	607	712	885
同比增长	52%	-34%	17%	24%
净利润(百万元)	779	517	607	753
同比增长	53%	-34%	17%	24%
每股收益(元)	0.76	0.34	0.39	0.49
P/E(倍)	6.1	13.9	11.8	9.5
P/B(倍)	1.1	1.5	1.4	1.2

资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6840	10934	9961	11363	12797
现金	1030	2033	6138	3976	5078
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	17	16	18	21
应收款项	1593	3058	2060	2268	2671
其它应收款	341	342	411	487	511
存货	3415	5175	1244	4511	4402
其他	443	309	93	103	114
非流动资产	4086	5451	5523	5589	5648
长期股权投资	637	1394	1394	1394	1394
固定资产	284	366	457	537	608
无形资产	70	24	22	20	18
其他	3095	3666	3650	3638	3628
资产总计	10926	16385	15484	16952	18445
流动负债	6329	10377	9102	9989	10771
短期借款	1560	2153	2200	2400	2000
应付账款	2963	5617	5185	5783	6810
预收账款	390	159	147	164	193
其他	1416	2447	1569	1642	1768
长期负债	869	1378	1478	1598	1728
长期借款	494	473	573	693	823
其他	375	905	905	905	905
负债合计	7198	11755	10580	11587	12499
股本	436	1024	1537	1537	1537
资本公积金	1910	1502	989	989	989
留存收益	1276	1978	2239	2684	3244
少数股东权益	106	125	139	155	175
归属于母公司所有者权益	3622	4505	4766	5210	5771
负债及权益合计	10926	16385	15484	16952	18445

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(521)	116	5285	(2094)	1785
净利润	509	779	507	604	751
折旧摊销	26	42	49	54	58
财务费用	79	248	160	142	147
投资收益	(6)	(13)	(30)	(38)	(45)
营运资金变动	(1120)	(934)	4590	(2884)	847
其它	(10)	(6)	8	28	26
投资活动现金流	(771)	(1138)	(96)	(85)	(75)
资本支出	(259)	(129)	(126)	(123)	(120)
其他投资	(513)	(1009)	30	38	45
筹资活动现金流	1782	1754	(1084)	18	(608)
借款变动	1374	1395	(678)	320	(270)
普通股增加	22	588	513	0	0
资本公积增加	485	(408)	(513)	0	0
股利分配	(108)	(131)	(246)	(160)	(191)
其他	8	310	(160)	(142)	(147)
现金净增加额	490	732	4105	(2161)	1102

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4779	8843	8296	9172	10845
营业成本	3405	6630	6120	6825	8038
营业税金及附加	4	18	17	18	22
营业费用	22	176	166	183	228
管理费用	609	733	1286	1302	1540
研发费用					
财务费用	43	218	160	142	147
资产减值损失	93	160	(17)	30	32
公允价值变动	(0)	0	0	0	0
投资收益	6	14	30	38	45
营业利润	607	922	595	709	884
营业外收入	9	11	12	12	13
营业外支出	7	4	5	4	5
利润总额	609	929	602	717	892
所得税	92	130	81	96	120
净利润	518	799	521	621	771
少数股东损益	8	21	13	16	20
归属于母公司净	509	779	507	604	751

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	86%	85%	-6%	11%	18%
营业利润	105%	52%	-36%	19%	25%
净利润	95%	53%	-35%	19%	24%
获利能力					
毛利率	28.7%	25.0%	26.2%	25.6%	25.9%
净利率	10.7%	8.8%	6.1%	6.6%	6.9%
ROE	14.1%	17.3%	10.6%	11.6%	13.0%
ROIC	9.1%	12.1%	8.4%	8.6%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	71.7%	68.3%	68.4%	67.8%
净负债比率	21.6%	21.1%	17.9%	18.2%	15.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.6	1.0	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.5	1.5	2	2.4	1.8
应收帐款周转率	3.7	3.8	3.2	4.2	4.4
应付帐款周转率	1.5	1.5	1.1	1.2	1.3
每股资料 (元)					
EPS	1.17	0.76	0.33	0.39	0.49
每股经营现金	-1.19	0.11	3.44	-1.36	1.16
每股净资产	8.30	4.40	3.10	3.39	3.75
每股股利	0.30	0.24	0.10	0.12	0.15
估值比率					
PE	4.0	6.1	14.1	11.9	9.5
PB	.6	1.1	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	51.9	29.8	43.3	38.5	32.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。