

2016年09月01日

岭南园林 (002717.SZ)

## 主题公园斩获大单, 围绕 IP 打造文旅产业链

■**事项:** 公司公告全资子公司恒润科技与大连香洲温泉公园公司签署《大连好奇王国主题乐园项目设计、主题剧场系统设备、内容提供、安装调试及运营服务一体化服务合作协议》, 协议价 2.23 亿元, 占恒润 2015 年收入的 100.58%。

■**全产业链优势拓展泛 VR 主题公园业务。** 大连好奇王国总面积约 130 万 m<sup>2</sup>, 景点景观及故事线索以甲方要求和文化为根基, 目标至少 5 年内行业领先, 包含球形天幕、飞翔影院、灾难体验等多项沉浸式体验项目。该项目的斩获彰显了恒润在创意和技术的强大综合实力。这是恒润落实主题乐园业务从创意设计、内容制作到运营为一体的业务模式, 进一步提高业务拓展能力, 增强文旅板块盈利能力。公司借此巩固品牌优势, 助未来项目持续斩获。

■**PPP 助园林业务稳步增长, 文旅贡献持续提升。** 公司上半年收入/归母净利润分别增长 65.7%/47.3%, 其中文化创意板块收入占 12.5%, 盈利贡献 30.5%。去年以来公告园林订单及框架协议约 130 亿, 并积极探索 PPP 模式, 保障园林业务稳步增长。随着后续德玛吉并表及 VR 布局进一步扩张, 文旅业绩贡献有望持续提升, 实现从建设端向运营端的转型和从 B2B 向 B2C 的延伸。

■**恒润+德玛吉双引擎驱动, VR 产业链持续布局。** 公司通过恒润科技布局 VR 主题公园, 渠道变现能力强, 此前公告与雷曼股份等设立四次元文化发展合伙企业, 投资 3 亿经营上海世博园区摩登部落项目, 与南京金盛等合作的南京摩登部落已开业, VR+主题公园路径更清晰。此外, 公司通过收购德玛吉实现技术及业务优势“走出去”, 开拓国际业务, 同时利用 VR 技术定制互动营销, 实现 VR+展示的渠道变现。未来有望持续外延布局 VR 产业链, 并有望结合园林景观业务优势, 向下游旅游端延伸。

■**收集孵化核心 IP, 通过 VR/影视动漫/主题乐园自主运营/线下衍生品等多渠道变现。** 公司通过投资或授权布局盗墓笔记、暴走武林学园、山海经等 IP, 孵化成线下 VR 渠道的核心内容资源, 除植入 VR 主题公园外, 也在探索 VR 内容平台及家用消费硬件等变现渠道: 公告 1000 万元增资优视真(曾为湖南卫视、SMG 等提供 VR 直播), 借助 UtoVR 内容平台及 VR 直播技术重点布局娱乐及教育领域; 与成都虚拟世界设立合资公司, 在其已量产 VR 一体机基础上定制化研制主题游乐、科普、院线、教育及商业应用等领域硬件。

■**投资建议:** 我们预计公司 2016/2017 年 EPS 分别为 0.64/0.99 元(增发摊薄后), 考虑到文旅产业广阔前景、公司过往极强执行力及市场稀缺性, 可以适当给予高估值, 目标价 41 元, 买入-A 评级。

■**风险提示:** PPP 落地低于预期风险、并购整合风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,088.2	1,888.9	2,550.0	3,187.5	3,920.6
净利润	117.0	168.0	262.1	402.3	546.2
每股收益(元)	0.29	0.42	0.64	0.99	1.34
每股净资产(元)	1.88	2.39	6.03	6.93	8.15

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	106.2	74.0	48.2	31.4	23.1
市净率(倍)	16.5	13.0	5.1	4.5	3.8
净利润率	10.8%	8.9%	10.3%	12.6%	13.9%

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: **41 元**  
股价 (2016-08-31) **30.97 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	12,425.67
流通市值(百万元)	4,777.76
总股本(百万股)	401.22
流通股本(百万股)	154.27
12 个月价格区间	13.20/44.90 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.34	-2.31	116.63
绝对收益	11.68	2.31	115.12

宋易潞

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450516080002  
songyl@essence.com.cn  
021-35082728

夏天

分析师  
SAC 执业证书编号: S1450514110001  
xiatian@essence.com.cn  
021-35082732

### 相关报告

- 岭南园林: 增发过会, 围绕核心 IP 多渠道变现布局日益清晰 2016-07-26
- 岭南园林: 园林黑马逆势加速, 文化旅游转型发力 2015-11-01
- 岭南园林: 连续公告大单, 园林黑马逆势增长 2015-10-11
- 岭南园林: 联手海外盟友发力国际市场, 拓展沉浸式虚拟现实体验领域 2015-09-28
- 岭南园林: 斩获巨额订单, 打造生态人文产业链 2015-09-22

净资产收益率	15.5%	17.5%	10.7%	14.2%	16.4%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	31.3%	38.6%	24.6%	26.0%	31.2%

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,088.2	1,888.9	2,550.0	3,187.5	3,920.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	767.6	1,330.2	1,777.3	2,221.7	2,717.0	营业收入增长率	35.1%	73.6%	35.0%	25.0%	23.0%
营业税费	38.4	62.6	38.2	47.8	58.8	营业利润增长率	22.2%	41.2%	55.9%	54.6%	35.7%
销售费用	-	6.1	9.7	12.1	11.8	净利润增长率	21.1%	43.5%	56.1%	53.5%	35.8%
管理费用	105.7	225.7	357.0	414.4	490.1	EBITDA 增长率	13.2%	53.1%	46.0%	39.5%	34.5%
财务费用	7.4	27.9	18.8	-19.2	-29.6	EBIT 增长率	13.3%	53.0%	45.1%	40.0%	35.0%
资产减值损失	28.0	37.0	38.0	30.0	20.0	NOPLAT 增长率	13.5%	53.0%	44.9%	40.0%	35.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.1%	127.5%	32.6%	12.5%	15.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	76.7%	27.5%	156.2%	14.9%	17.7%
<b>营业利润</b>	141.2	199.4	310.9	480.7	652.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.4	3.4	5.3	4.8	5.3	毛利率	29.5%	29.6%	30.3%	30.3%	30.7%
<b>利润总额</b>	140.8	202.8	316.2	485.5	657.9	营业利润率	13.0%	10.6%	12.2%	15.1%	16.6%
减:所得税	23.8	34.2	53.8	82.5	110.5	净利润率	10.8%	8.9%	10.3%	12.6%	13.9%
<b>净利润</b>	117.0	168.0	262.1	402.3	546.2	EBITDA/营业收入	14.0%	12.4%	13.4%	14.9%	16.3%
						EBIT/营业收入	13.7%	12.0%	12.9%	14.5%	15.9%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	8	7	8	8	7
货币资金	253.2	248.7	899.3	879.7	1,094.1	流动资产周转天数	138	99	100	106	107
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动负债周转天数	406	367	394	410	396
应收账款	430.1	594.6	788.8	940.5	1,186.5	应收账款周转天数	125	98	98	98	98
应收票据	7.4	15.2	0.7	25.8	8.8	存货周转天数	187	185	183	183	182
预付账款	5.9	9.1	30.4	22.6	29.3	总资产周转天数	516	529	582	568	531
存货	658.5	1,279.3	1,309.9	1,926.6	2,031.5	投资资本周转天数	146	153	183	177	164
其他流动资产	143.6	205.2	205.2	225.8	248.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	16.0	5.3	7.1	9.5	ROE	15.5%	17.5%	10.7%	14.2%	16.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	4.6%	5.7%	7.4%	9.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	31.3%	38.6%	24.6%	26.0%	31.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	27.4	45.7	69.8	75.6	76.5	销售费用率	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
在建工程	-	69.9	125.9	113.3	102.0	管理费用率	9.7%	11.9%	14.0%	13.0%	12.5%
无形资产	0.9	18.6	36.9	40.0	43.1	财务费用率	0.7%	1.5%	0.7%	-0.6%	-0.8%
其他非流动资产	386.5	1,133.3	1,132.2	1,198.8	1,272.2	三费/营业收入	10.4%	13.8%	15.1%	12.8%	12.0%
<b>资产总额</b>	1,913.5	3,635.7	4,604.6	5,455.9	6,101.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	449.2	511.4	-	-	-	资产负债率	60.6%	73.6%	46.6%	48.2%	45.5%
应付账款	490.8	1,054.5	1,011.0	1,571.8	1,585.7	负债权益比	154.1%	278.6%	87.1%	93.0%	83.4%
应付票据	46.0	49.0	77.9	80.7	113.3	流动比率	1.36	1.06	1.93	1.74	1.89
其他流动负债	113.4	609.0	590.8	659.6	728.1	速动比率	0.76	0.48	1.15	0.91	1.06
长期借款	61.0	163.7	176.3	-	-	利息保障倍数	20.20	8.14	17.53	-24.01	-21.04
其他非流动负债	-	287.6	287.6	316.3	347.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,160.3	2,675.3	2,143.7	2,628.5	2,775.0	DPS(元)	0.03	0.03	0.06	0.09	0.12
少数股东权益	-	1.7	2.0	2.6	3.8	分红比率	10.4%	8.1%	10.0%	9.5%	9.2%
股本	162.9	325.7	407.6	407.6	407.6	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	590.3	632.9	2,051.3	2,417.1	2,915.4						
<b>股东权益</b>	753.1	960.4	2,460.9	2,827.4	3,326.8						

## 现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标					
净利润	117.0	168.5	262.1	402.3	546.2	EPS(元)	0.29	0.42	0.64	0.99	1.34
加:折旧和摊销	5.4	8.0	11.6	14.7	17.4	BVPS(元)	1.88	2.39	6.03	6.93	8.15
资产减值准备	28.0	37.0	-	-	-	PE(X)	106.2	74.0	48.2	31.4	23.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.5	13.0	5.1	4.5	3.8
财务费用	28.2	50.6	18.8	-19.2	-29.6	P/FCF	63.5	37.6	-21.1	120.2	35.1
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	11.4	6.6	5.0	4.0	3.2
少数股东损益	-	0.6	0.3	0.6	1.1	EV/EBITDA	24.6	61.8	34.1	24.1	17.5
营运资金的变动	-495.5	-594.0	-263.4	-254.2	-336.9	CAGR(%)	51.0%	48.1%	39.5%	51.0%	48.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-191.8	-137.3	29.4	144.2	198.2	PEG	2.1	1.5	1.2	0.6	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-13.5	-250.8	-99.3	-33.2	-34.8	ROIC/WACC	3.0	3.8	2.4	2.5	3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	366.4	388.0	720.5	-130.6	51.0	REP	2.5	3.5	3.3	2.7	1.9

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

宋易潞、夏天声明，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。

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
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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