

岭南园林 (002717)

园林PPP与VR订单放量，生态+文旅双轮驱动业绩高增长

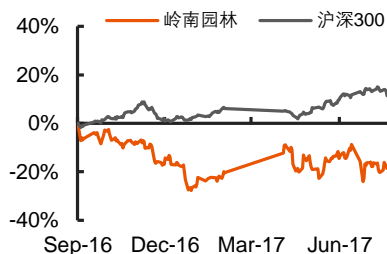
强烈推荐 (维持)

现价: 29.27 元

主要数据

| | |
|---------------|-------------------|
| 行业 | 建筑 |
| 公司网址 | www.landscape.com |
| 大股东/持股 | 尹洪卫/38.61% |
| 实际控制人 | 尹洪卫 |
| 总股本(百万股) | 416 |
| 流通 A 股(百万股) | 208 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 121.76 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 61.05 |
| 每股净资产(元) | 6.83 |
| 资产负债率(%) | 54.30 |

行情走势图



相关研究报告

《岭南园林*002717*拟现金收购微传播 23.3% 股份，夯实文化旅游产业布局》 2017-09-05

证券分析师

严晓倩 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号
S1060117080044
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **园林行业翘楚，“大生态+泛游乐”驱动业绩持续高增长：**公司是园林绿化龙头之一，2015年以来，公司建立了“大生态+泛游乐”发展战略，一方面通过收购恒润科技、德马吉和微传播(现金收购 23.3%股权)布局文化旅游产业，另一方面则通过定增收购新港水务(已过会)，拓展水生态治理业务。公司“大生态+泛游乐”双轮驱动业绩高增长，17H1 实现收入 16.77 亿元，YoY+57.60%，归母净利 2.00 亿元，YoY+94.11%。17 年 9 月控股股东尹洪卫通过大宗交易转让 551.95 万股给员工，占公司总股本 1.33%，成交均价为 25.36 元/股。员工持股深度绑定管理层、技术骨干与公司利益，将充分激发员工活力。
- **生态园林与水治理协同发展，17 年公司 PPP 订单和业绩将加速释放：**PPP 模式重构园林生态行业格局，提升行业集中度。16 年以来公司 PPP 订单加速释放，我们估计目前公司在手园林生态订单达 100 亿元(为 16 年收入的 4 倍)，在手框架协议 100 亿元，预计 17-18 年公司园林主业业绩增长 80%/40%+(扣除股权激励费用)。公司拟定增收购北京新港水务(已过会)以完善园林生态产业布局，若此次收购完成将提升公司承接综合型园林生态项目的能力以及在北方市场的市占率，未来将显著增厚公司业绩。
- **布局泛游乐全产业链，VR 主题乐园订单放量促 17-18 年业绩爆发：**公司凭借恒润科技在高科技球/环幕飞翔影院的技术优势发力 VR 主题乐园建设，项目对标迪士尼的“飞跃地平线”项目。除恒润科技以外，目前国内仅华侨城旗下的文旅科技与华强方特旗下的华强智能等少数企业掌握高科技虚拟体验项目的研发制造技术，但文旅科技与华强智能以服务集团内部主题公园建设为主。我们估计公司目前在手 VR 主题乐园订单超 30 亿元，预计 17-18 年恒润科技业绩增速 60%/50%+，公司文旅板块业绩增速为 110%/50%(16Q4 德马吉并表)。公司以恒润科技为核心布局泛游乐全产业链，拟收购微传播强化品牌营销能力，未来泛游乐战略协同效应将逐步显现。

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1889 | 2,568 | 4,549 | 6,679 | 8,701 |
| YoY(%) | 73.6 | 35.9 | 77.2 | 46.8 | 30.3 |
| 净利润(百万元) | 168.0 | 261 | 504 | 749 | 950 |
| YoY(%) | 43.5 | 55.3 | 93.4 | 48.5 | 26.9 |
| 毛利率(%) | 29.6 | 28.3 | 29.8 | 29.5 | 29.2 |
| 净利率(%) | 8.9 | 10.2 | 11.1 | 11.2 | 10.9 |
| ROE(%) | 17.5 | 9.8 | 16.2 | 19.5 | 20.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.40 | 0.63 | 1.21 | 1.80 | 2.29 |
| P/E(倍) | 72.5 | 46.7 | 24.1 | 16.3 | 12.8 |
| P/B(倍) | 12.7 | 4.6 | 3.9 | 3.2 | 2.6 |

- **盈利预测与投资建议：**PPP 模式重构园林生态行业格局，未来园林生态行业景气度将维持高位，公司将充分受益。VR 主题公园项目渗透率不断提升，公司作为高科技球/环幕飞翔影院项目开发领域龙头将尽享行业高景气。公司园林生态 PPP 订单与恒润科技 VR 主题乐园订单加速释放将助推业绩持续高增长，略调整公司 2017-2018 年 EPS 预测为 1.21 元和 1.80 元(之前预测为 1.21 元和 1.81 元)，对应当前股价 PE 分别为 24.1 倍和 16.3 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**PPP 项目推进不达预期，主题乐园建设项目推进不达预期。

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 一、园林行业翘楚，“大生态+泛游乐”驱动业绩高增长 | 6 |
| 1.1 园林行业翘楚，积极推动外延发展 | 6 |
| 1.2 “大生态+泛游乐”双轮驱动，公司业绩持续高增长 | 7 |
| 1.3 推出首期员工持股计划，彰显未来发展信心 | 8 |
| 二、“园林+水生态”协同发展，PPP 订单与业绩齐飞 | 8 |
| 2.1 PPP 订单加速释放，助力 17-18 年生态园林主业持续高增长 | 8 |
| 2.2 政策加码水生态治理，园林生态行业打开成长空间 | 10 |
| 2.3 收购新港水务，完善园林生态产业布局 | 11 |
| 三、布局泛游乐全产业链，VR 主题乐园订单放量促 17-18 年业绩爆发 | 13 |
| 3.1 恒润科技发力 VR 主题乐园建设，订单放量促 17-18 年业绩爆发 | 14 |
| 3.2 强化品牌营销能力，“线上+线下”齐发力 | 19 |
| 3.3 文旅布局稳步推进，打造泛游乐全盈利产业链 | 21 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 23 |
| 五、风险提示 | 24 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------|----|
| 图表 1 | 公司历史发展概况 | 6 |
| 图表 2 | 公司战略定位 | 6 |
| 图表 3 | 公司股权结构（收购新港水务完成前） | 7 |
| 图表 4 | 公司股权结构（收购完成后，不考虑配套融资） | 7 |
| 图表 5 | 17H1 公司营业收入同比增长 57.60% | 7 |
| 图表 6 | 17H1 公司归母净利润同比增长 94.11% | 7 |
| 图表 7 | 17H1 文化旅游营收占比达 21% | 8 |
| 图表 8 | 17H1 公司文旅板块毛利占比达 28% | 8 |
| 图表 9 | 公司生态园林业务收入保持快速增长 | 8 |
| 图表 10 | 城市园林绿地面积稳步增长 | 8 |
| 图表 11 | 16 年以来公司公告重大生态园林项目情况 | 9 |
| 图表 12 | 园林上市公司中标 PPP 订单情况 | 10 |
| 图表 13 | 园林生态 PPP 项目投资规模提高 | 10 |
| 图表 14 | 水生态行业支持政策 | 10 |
| 图表 15 | 2013 年以来江河治理工程投资保持快速增长 | 11 |
| 图表 16 | 2012 年以来污水处理投资规模持续高增长 | 11 |
| 图表 17 | 公司已有生态环保领域技术研究成果 | 12 |
| 图表 18 | 17H1 岭南园林华东和华南收入占比超 60% | 12 |
| 图表 19 | 16 年新港水务华北地区收入占比高达 60% | 12 |
| 图表 20 | 16 年新港水务营收同比增长 50% | 13 |
| 图表 21 | 16 年新港水务归母扣非净利润同比增长 146% | 13 |
| 图表 22 | 公司布局“泛游乐”全产业链 | 13 |
| 图表 23 | 恒润集团业务板块布局 | 14 |
| 图表 24 | 恒润科技产品及服务 | 14 |
| 图表 25 | 恒润科技部分高科技球/环幕影院产品 | 14 |
| 图表 26 | 恒润科技部分 VR 娱乐产品 | 14 |
| 图表 27 | 恒润科技代表性项目 | 15 |
| 图表 28 | 华侨城集团旗下欢乐谷全国分布情况 | 15 |
| 图表 29 | 华强方特文化科技主题乐园分布情况 | 15 |
| 图表 30 | 华侨城文旅科技代表性产品 | 16 |
| 图表 31 | 华强智能高科技文旅代表性产品 | 16 |
| 图表 32 | 恒润科技营业收入保持快速增长 | 17 |
| 图表 33 | 恒润科技历年净利润情况 | 17 |
| 图表 34 | 16 年以来恒润科技公告签约订单情况 | 17 |
| 图表 35 | 国内旅游人数保持稳定增长 | 18 |
| 图表 36 | 人均旅游花费有较大提高空间 | 18 |

| | | |
|-------|-----------------------------|----|
| 图表 37 | 16 年我国旅游业完成投资同比增长 29% | 18 |
| 图表 38 | 我国旅游景区总数增速较低 | 18 |
| 图表 39 | 大型主题乐园开发运营商纷纷加快全国布局 | 18 |
| 图表 40 | 微传播创意营销业务 | 19 |
| 图表 41 | 微传播合作客户 | 19 |
| 图表 42 | 微传播营收保持快速增长 | 20 |
| 图表 43 | 17H1 微传播归母净利润同比增长 15% | 20 |
| 图表 44 | 德马吉创意展示设计业务 | 20 |
| 图表 45 | 国内经贸类展会数量维持高位 | 21 |
| 图表 46 | 国内经贸类展会面积稳步提升 | 21 |
| 图表 47 | 16 年出国参加经贸展览面积止跌回升 | 21 |
| 图表 48 | 16 年德马吉扣非净利润同比增长 156% | 21 |
| 图表 49 | IDEALENS VR 一体机 | 22 |
| 图表 50 | Uto VR 虚拟现实视频平台 | 22 |
| 图表 51 | IDEALENS VR 一体机 | 22 |
| 图表 52 | Uto VR 虚拟现实视频平台 | 22 |
| 图表 53 | 岭南园林盈利预测-收入拆分 | 23 |
| 图表 54 | 岭南园林历史 PE-Band(TTM) | 24 |
| 图表 55 | 园林同业 17 年估值比较 | 24 |

一、 园林行业翘楚，“大生态+泛游乐”驱动业绩高增长

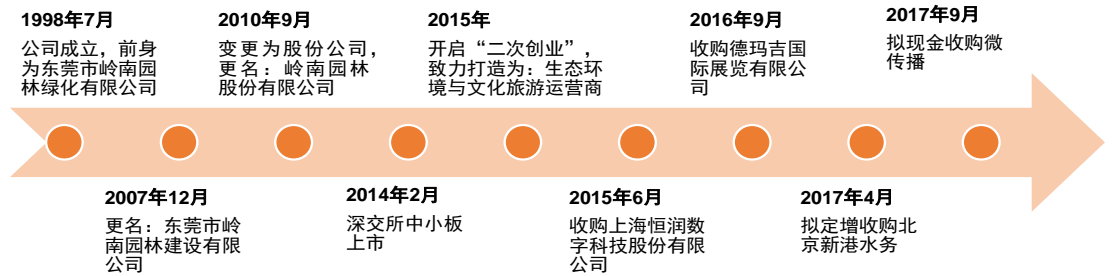
1.1 园林行业翘楚，积极推动外延发展

公司简介

岭南园林股份有限公司前身为东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于 1998 年 7 月，主要从事市政园林工程和地产景观工程业务，于 2014 年 2 月在深交所上市。公司是园林绿化领域龙头之一，具备集苗木产销、景观规划设计、园林工程施工及绿化养护的全产业链集成运营能力，目前已形成“华北、华西、华东、华南、华中”五大区域运营中心与 23 家分公司的业务布局。

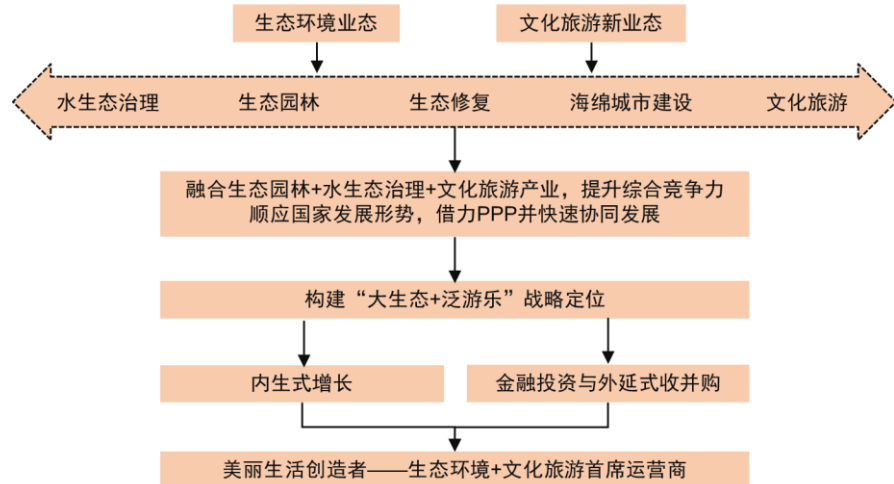
2015 年，公司开启“二次创业”以求突破自身园林业务发展瓶颈。公司建立了大生态和泛游乐双主业发展的战略目标，一方面通过收购恒润科技、德马吉和微传播（现金收购 23.3% 股权）布局文化旅游产业，另一方面则通过定增收购北京新港水务（已过会），拓展水治理业务。公司未来将推动园林生态+文化旅游产业深度融合，提高公司综合竞争力，努力成为“生态环境与文化旅游运营商”。

图表1 公司历史发展概况



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表2 公司战略定位

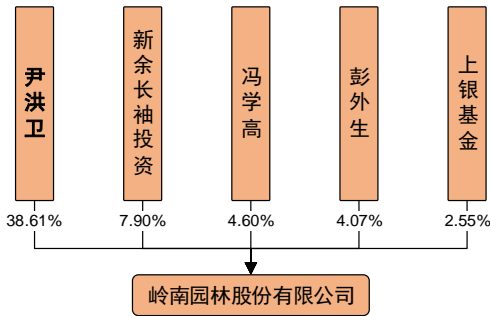


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

大股东持股比例较高，具备外延发展优势

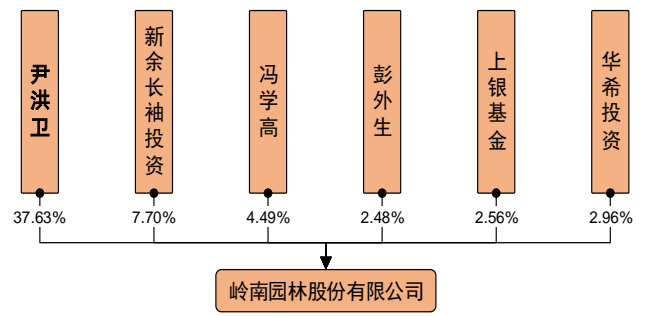
公司大股东持股比例较高，截止 2016 年底，公司董事长兼总经理尹洪卫持股比例为 38.78%，为公司第一大股东。公司股权集中一方面有利于保证公司的决策与方针战略得到高效执行，促进公司快速成长；另一方面也有利于公司外延扩张，实现跨越式发展。2017 年 4 月，公司公告以股权+现金方式作价 5.4 亿元收购北京新港水务，若收购完成，大股东的持股比例将下降至 37.63%，仍处于较高水平。

图表3 公司股权结构（收购新港水务完成前）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 公司股权结构（收购完成后，不考虑配套融资）

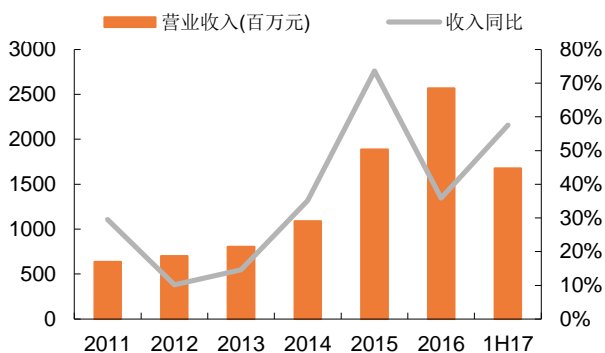


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 “大生态+泛游乐”双轮驱动，公司业绩持续高增长

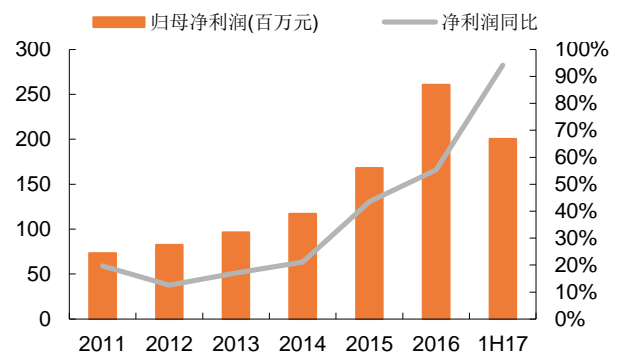
受益“大生态+泛游乐”双轮驱动，公司业绩保持快速增长，14-16 年公司归母净利润年均复合增速为 39.2%。17 年上半年公司实现营业收入 16.77 亿元，YoY+57.60%，实现归母净利润 2.00 亿元，YoY+94.11%。文化旅游板块收入占公司营收比重逐步提升，17 年上半年文化旅游板块收入与毛利占比分别上升至 21%与 28%。

图表5 17H1 公司营业收入同比增长 57.60%



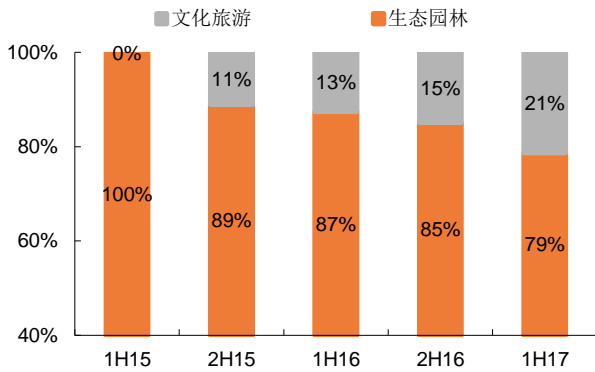
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 17H1 公司归母净利润同比增长 94.11%



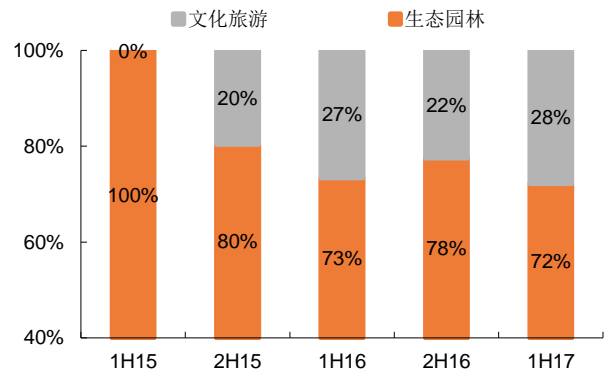
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 17H1 文化旅游营收占比达 21%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 17H1 公司文旅板块毛利占比达 28%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 推出首期员工持股计划，彰显未来发展信心

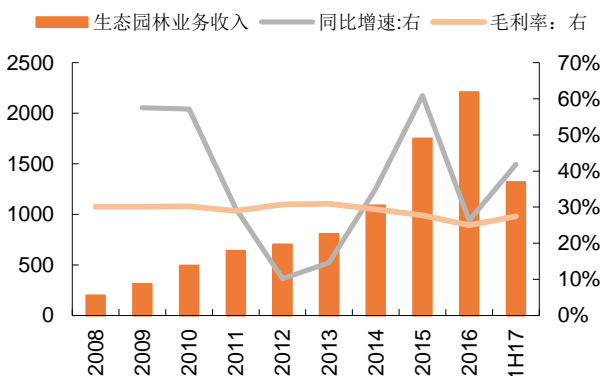
公司控股股东尹洪卫于 17 年 9 月通过大宗交易方式转让 551.95 万股给第一期员工持股计划，占公司总股本 1.33%，成交均价约 25.36 元/股，总金额为 1.4 亿元。该员工持股计划参与员工包括公司董事、监事、高级管理人员 7 人在内的不超过 29 人，杠杆比例为 1.5:1，员工持股计划锁定期为 12 个月。我们认为员工持股计划完成有利于深度绑定公司高管、骨干员工与上市公司利益，进一步完善了公司的激励机制，也彰显了公司管理层对于企业未来长远发展的信心与决心。

二、“园林+水生态”协同发展，PPP 订单与业绩齐飞

2.1 PPP 订单加速释放，助力 17-18 年生态园林主业持续高增长

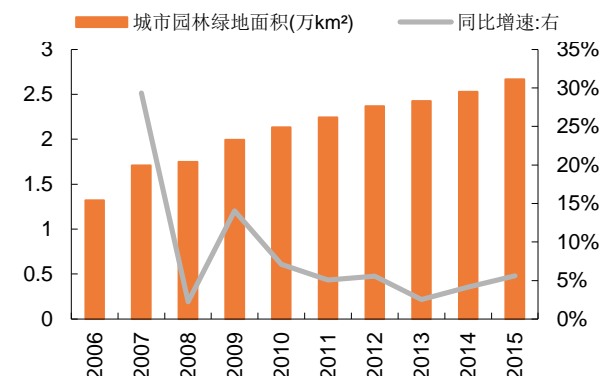
14 年以来，公司生态园林业务保持快速增长，2017H1 公司生态园林业务收入达 13.20 亿元，YoY+41.8%。公司紧跟国家政策积极拓展园林生态 PPP 业务，16 年 9 月份以来公司累计公告 PPP 订单金额已超过 60 亿元。17 年公司加速推进 PPP 业务，强调“变小步快跑为大步赶超”。我们认为，若未来新港水务收购完成，公司园林生态业务综合实力将进一步增强，大大提高公司 PPP 项目的承揽能力。据我们估计，公司目前在手园林生态订单 100 亿，在手框架协议 100 亿，预计 17-18 年公司园林主业业绩增长 80%/40+% (扣除股权激励费用)。

图表9 公司生态园林业务收入保持快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 城市园林绿地面积稳步增长



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表11 16年以来公司公告重大生态园林项目情况

| 公告时间 | 地区 | 项目名称 | 项目金额 (万元) | 模式 | 项目进展 |
|------------|------------|---|--------------|-------------|------|
| 2017-09-07 | 河北省石家庄市 | 石家庄井陘矿区生态景观全域提升项目合作框架协议 | 170,000 | PPP、EPC等 | 框架协议 |
| 2017-09-04 | 江西省吉水县 | 吉水县先贤文化园、杨万里公园文化景观、樟吉高速连接线绿化景观提升、金樟大道(吉水段)绿化景观提升设计、采购、施工(EPC)总承包项目 | 50,000 | EPC | 中标 |
| 2017-08-05 | 广东省信宜市 | 信宜市人居环境提升工程 PPP 项目 | 480,000 | PPP | 框架协议 |
| 2017-08-05 | 贵州省贵阳市息烽县 | 息烽县团圆山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目 | 300,000 | PPP | 框架协议 |
| 2017-07-25 | 湖北省监利县 | 监利县生态环境及文化旅游配套工程 | 290,000 | EPC+PPP | 框架协议 |
| 2017-07-05 | 河南省潢川县 | 潢川县全域旅游及生态环境提升项目 | 400,000 | EPC/BOT/PPP | 框架协议 |
| 2017-06-14 | 广西壮族自治区贺州市 | 贺州市战略框架合作协议 | 500,000 | EPC、PPP | 框架协议 |
| 2017-05-15 | 新疆自治区博乐市 | 博乐金三角工业园区 2017 年绿化工程建设 PPP 项目 | 32,300 | PPP | 中标 |
| 2017-05-12 | 四川省绵阳市 | 绵阳仙海环湖路景观建设项目设计施工总承包项目 | 10,438 | EPC | 中标 |
| 2017-05-12 | 四川省乐山市 | 茫溪河流域污染综合整治工程(一期)补水暨生态湿地项目设计施工总承包(EPC)+融资标段 | 24,250 | EPC | 中标 |
| 2017-05-12 | 新疆自治区阿拉山口市 | 阿拉山口市绿化(一期)建设 PPP 项目 | 12,645 | PPP | 中标 |
| 2017-05-02 | 山东省聊城市 | 聊城东昌湖景观提升及游路系统设计施工总承包项目 | 24,450 | EPC | 中标 |
| 2017-04-17 | 湖北省荆州市 | 楚国八百年城市公园(PC总承包)项目(荆州纪南生态文化旅游区) | 47,277 | 施工承包 | 中标 |
| 2016-11-30 | 山东省邹城市 | 邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议(邹东生态文化旅游综合提升、新体育中心、太平国家湿地公园及邹城市环境综合整治项目、园林绿化景观项目、孟子研究院、伏羲文化园) | 390,000 | PPP 或 EPC | 框架协议 |
| 2016-11-17 | 安徽省临泉县 | 临泉县 2016 年水网建设项目(环城水系景观绿化工程) | 42,661 | EPC | 中标 |
| 2016-10-21 | 四川省广安市 | 御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目 | 80,000 | PPP+BOT | 中标 |
| 2016-10-18 | 山东省济宁市 | 济宁市嘉祥县曾子广场项目 PPP 投资合作框架协议 | 48,000 | PPP | 中标 |
| 2016-09-07 | 山东省威海市 | 乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目 | 55,475 | PPP+BOT | 中标 |
| 2016-09-06 | 广东省东莞市 | 寮步镇香市科技产业园(市政基础设施)建设 PPP 项目 | 51,120 | PPP+BOT | 签订合同 |

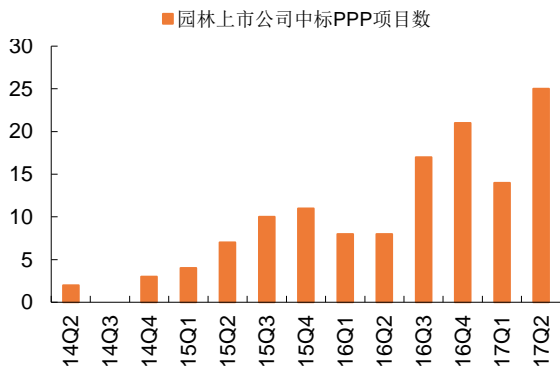
| 公告时间 | 地区 | 项目名称 | 项目金额 (万元) | 模式 | 项目进展 |
|------------|--------|------------------------------|--------------|-------|------|
| 2016-06-30 | 安徽省阜阳市 | 阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园工程施工合同 | 40,333 | 施工总承包 | 签订合同 |
| 2016-06-20 | 贵州省毕节市 | 毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程 (EPC) 招标 | 52,000 | EPC | 签订合同 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

PPP 模式重构园林行业格局，公司将显著受益。受益国家大力推广 PPP 模式，16 年 3 季度以来，园林上市公司承接 PPP 项目数量快速增长。PPP 模式的普及为园林生态行业带来了两点改变：(1) 单个项目投资规模提高，从财政部 PPP 项目库中生态园林相关项目情况看，投资规模 2 亿以上的项目占比达 70%；(2) 项目类型趋向综合化，从园林上市承接 PPP 项目看，项目涉及建设内容众多，通常涵盖了市政园林、污水处理、生态治理和河道边坡修复等多方面内容。

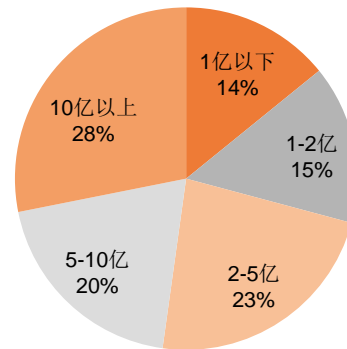
我们认为，项目投资规模提高与项目建设内容多样化有利于园林上市公司在承接大型综合性项目时发挥其融资能力与技术实力，推动园林生态行业集中度提升。岭南园林作为园林行业龙头企业之一，将显著受益 PPP 模式推广。

图表12 园林上市公司中标 PPP 订单情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表13 园林生态 PPP 项目投资规模提高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 政策加码水生态治理，园林生态行业打开成长空间

自 12 年 11 月党的十八大提出加快推进“生态文明建设”以来，污染治理相关政策不断推出落地，作为园林生态重要板块的水处理行业进入快速发展期。13 年以来，我国江河治理工程投资快速增加，15 年完成投资额达 3,281 亿，12-15 年 CAGR 为 44%。我国污水处理投资规模迅速扩张，15 年完成投资 1893 亿元，同比增长 29%，连续四年增速保持在 20% 以上。水生态治理业务的快速发展打开了园林生态行业的成长空间，引导园林企业积极向生态环保领域延伸。

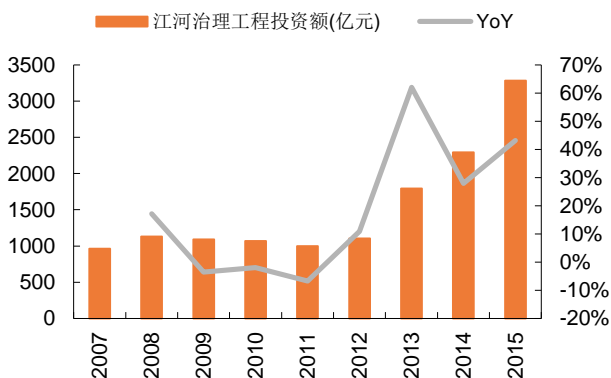
图表14 水生态行业支持政策

| 出台时间 | 政策文件 | 出台部门 | 主要内容 |
|-------------|---------------------------|-----------|--|
| 2016 年 12 月 | 《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建规划》 | 国家发改委、住建部 | 到 2020 年底，地级及以上城市建成区基本实现污水全收集、全处理；县城不低于 85%，其中东部地区力争达到 90%；建制镇达到 70%，中西部地区力争达到 50%；京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。 |

| | | | |
|----------|--------------------------|--------------|---|
| 2016年5月 | 《水资源税改革试点暂行办法》 | 财政部、国税总局、水利部 | 在河北省境内全面试点水资源税改革，明确具体征收办法与税收减免条件。 |
| 2016年2月 | 关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知 | 住建部、环保部 | 公布黑臭水体排查情况，开通城市黑臭水体整治信息网站促进监督执行。 |
| 2015年11月 | 国家环境保护标准“十三五”发展规划（征求意见稿） | 环保部 | 以流域生态系统的完整性和服务功能提高为核心，重点突破水体物理、化学和生物生境的保护、修复与重建技术，全面支撑流域水生态健康恢复。 |
| 2015年4月 | 《水污染防治行动计划》 | 国务院 | 到2015年底，地级及以上城市建成区完成水体排查； 2017年年底前，地级及以上城市实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体； 到2020年，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内； 到2030年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。 |
| 2014年3月 | 《关于加强河湖管理工作的指导意见》 | 水利部 | 各地要按照分级管理原则，层层落实河湖管护主体、责任和经费，特别是明确县级以下的基层河湖管理责任主体，充实基层管护人员，实现河湖管理的全覆盖。创新河湖管理模式，鼓励各地推行政府行政首长负责的“河长制”，对河湖的生命健康负总责。积极引入市场机制，凡是适合市场、社会组织承担的工程维护、河道疏浚、水域保洁、岸线绿化等管护任务，可通过合同、委托等方式向社会购买公共服务。 |

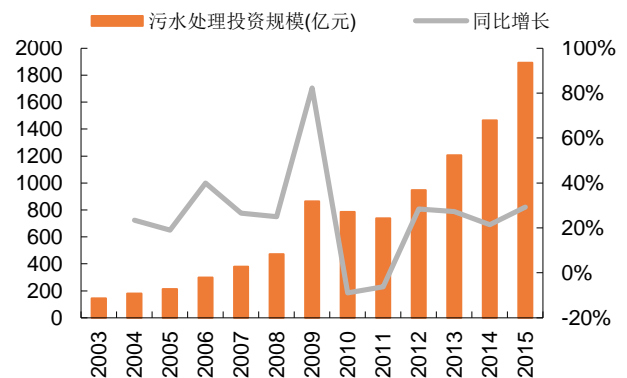
资料来源：国务院官网、发改委官网、水利部官网、环保部官网、平安证券研究所

图表15 2013年以来江河治理工程投资保持快速增长



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表16 2012年以来污水处理投资规模持续高增长



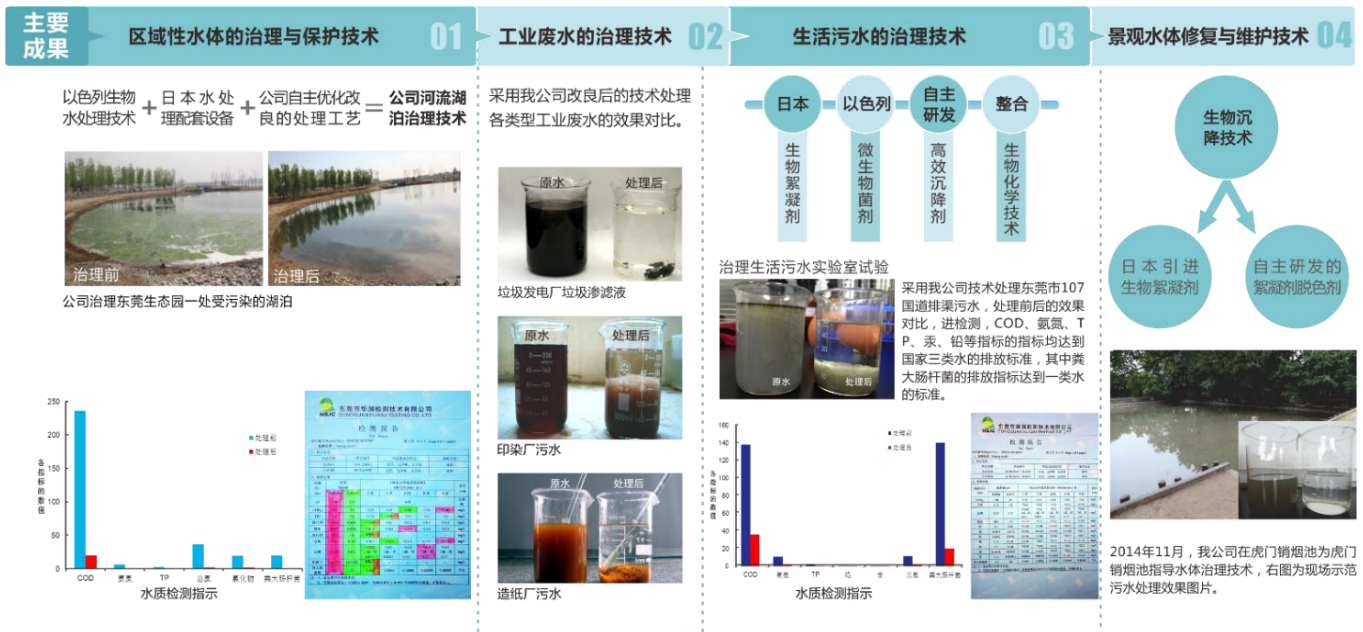
资料来源：Wind、平安证券研究所

2.3 收购新港水务，完善园林生态产业布局

公司收购新港水务向水生态治理领域延伸，完善园林生态全产业链布局。公司在夯实自身生态园林业务的同时，积极向水生态治理领域延伸。17年4月公告拟以5.4亿元（增发+现金）收购北京新港水务75%股权，计划向后者增发1057.92万股，增发价格23.4元/股，此次收购事项已于17年7

月过会。新港水务拥有水利水电工程施工总承包一级、水利水电安装工程三级和环保工程专业承包三级资质，业务以河道治理、农田水利、市政水务等工程为主。未来公司将充分发挥园林生态业务与新港水务的协同效应，迅速做大做强涵盖生态园林、水生态治理、城市修补、海绵城市等的大生态产业链。

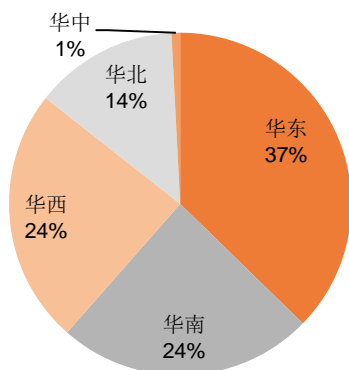
图表17 公司已有生态环保领域技术研究成果



资料来源：公司官网、平安证券研究所

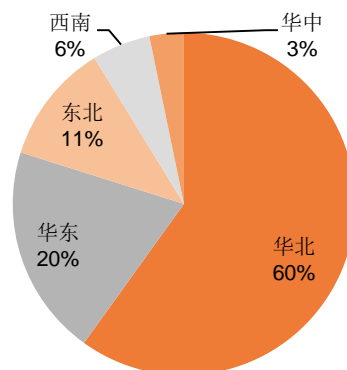
资源共享助力公司提升竞争力，业务协同效应有望快速显现。新港水务的水处理业务作为园林生态行业的自然延伸，与公司主业具有较大的资源共享空间。首先，通过发挥新港水务与公司在京津冀地区和粤港澳大湾区各自的区域优势，共享客户资源，有助于提高公司市占率与品牌影响力。其次，通过对公司生态园林领域的技术经验和新港水务在水务行业的技术经验进行整合，将增强公司承接大生态 PPP 订单的综合实力。随着公司资源整合的持续推进，公司业务协同效应有望快速显现。

图表18 17H1 岭南园林华东和华南收入占比超 60%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表19 16年新港水务华北地区收入占比高达 60%

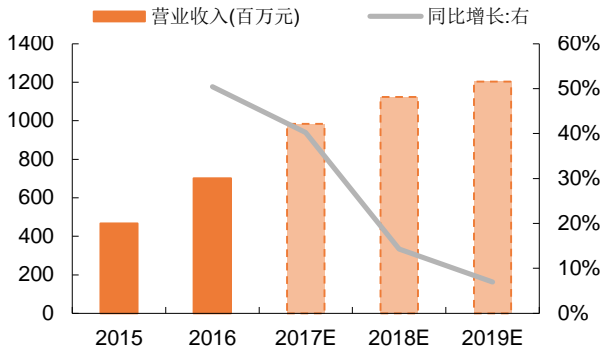


资料来源：公司公告、平安证券研究所

新港水务历史业绩靓丽，未来并表将显著增厚公司业绩。2016年，新港水务实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 50%，实现归母扣非净利润 5248.4 万元，同比增长 146%。新港水务承诺 17-19 年实

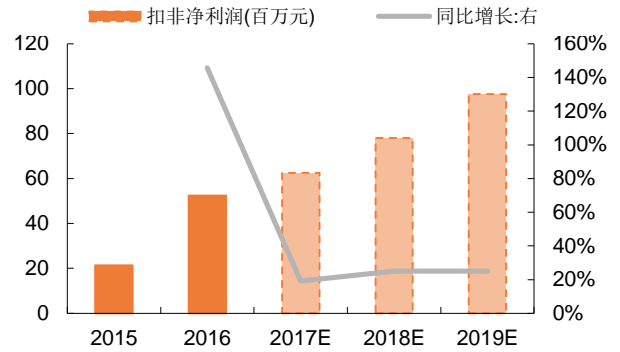
现归母扣非净利润 6250/7813/9766 万元，16-19 CAGR 为 23.0%。17 年 1-4 月，公司 17 年中标项目金额约 36 亿元，跟进较为明确的项目约 55 亿元，我们认为新港水务订单充足，未来净利润有望持续高增长，显著增厚公司业绩。

图表20 16年新港水务营收同比增长50%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 16年新港水务归母扣非净利润同比增长146%



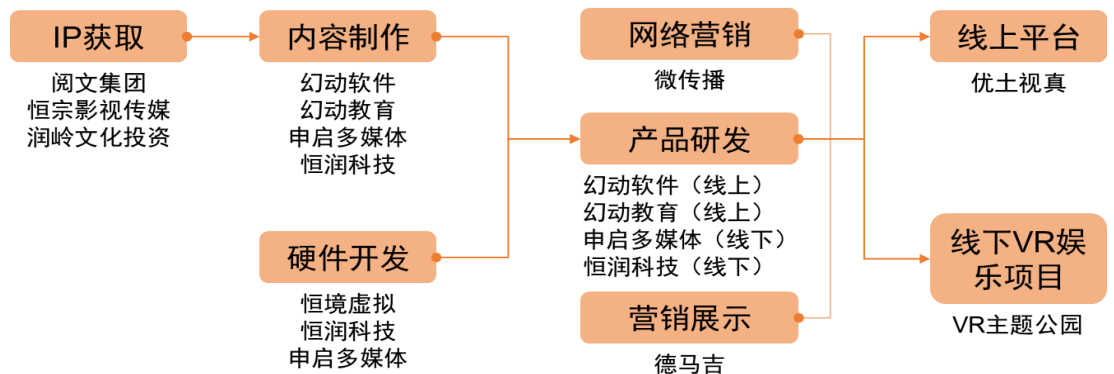
资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、布局泛游乐全产业链，VR 主题乐园订单放量促 17-18 年业绩爆发

公司长期战略定位文化旅游运营商，未来将以恒润科技为主体，积极布局文化旅游业务，从上游文学作品、影视、动漫、游戏 IP、展示营销，到主题乐园建设及运营，再到线下衍生品，打造了一条以 IP 为核心的泛游乐的全盈利产业链。

现阶段公司文旅板块业绩主要来源恒润科技，后者凭借在高科技球/环幕飞翔影院的技术优势发力 VR 主题乐园建设，我们预计公司目前在手 VR 主题乐园订单超 30 亿(是公司 16 年文旅收入 8 倍)，预计 17-18 年恒润科技业绩增速 60%/50%+。由于 16 年 4 季度德马吉开始并表，预计 17-18 年公司文旅板块业绩增速为 110%/50%。公司以恒润科技为主体建设 VR 主题乐园，依托德马吉和微传播增强文旅业务线上、线下品牌营销能力，实现公司“走出去、引进来”战略，未来公司泛游乐业务协同效应有望逐步显现。

图表22 公司布局“泛游乐”全产业链



资料来源：公司公告、平安证券研究所

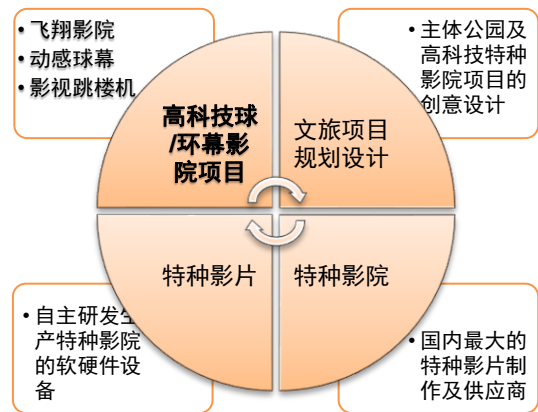
3.1 恒润科技发力 VR 主题乐园建设，订单放量促 17-18 年业绩爆发

15 年 5 月，公司以 5.5 亿现金收购恒润科技 100% 股权，此后公司累计向恒润科技增资 1.52 亿元，进一步增强公司及子公司的综合竞争能力和盈利能力。恒润科技国内第一批能够自主研发、独立设计、建造大型球幕飞翔影院的企业，目前恒润科技旗下拥有五大业务板块，其核心业务是高科技文化创意业务，主要为主题乐园、科技馆、大型展馆等业主打造高科技球/环幕飞翔影院等高科技文旅项目，提供涵盖主题策划、项目规划、内容摄制、特种电影观影设备、工程实施的“一站式”整体解决方案。

图表23 恒润集团业务板块布局



图表24 恒润科技产品及服务

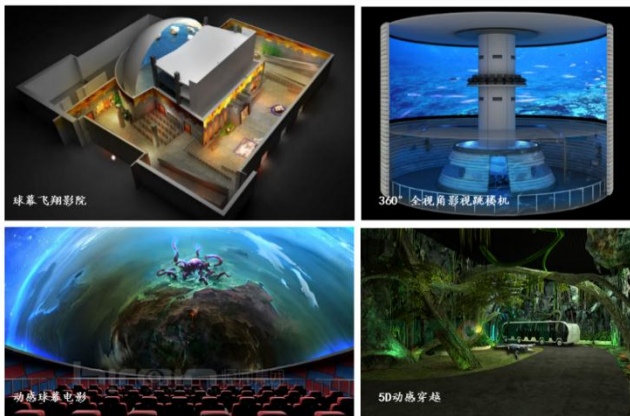


资料来源：恒润集团官网、平安证券研究所

资料来源：恒润集团官网、平安证券研究所

高科技球幕飞翔影院对标迪士尼“飞跃地平线”，未来有望获快速推广。恒润科技凭借其自身在创意设计以及互动体验设备、多媒体技术、虚拟仿真技术等方面的优势，为客户定制球幕飞翔影院等多种高科技虚拟现实体验项目，对标迪士尼的“飞跃地平线”。该系列项目的核心优势在于体验者在观影过程中无需佩戴 VR 眼镜/头盔即可获得十分真实的临场效果，影片画面立体感非常强烈。此外，公司也针对 Oculus、HTC Vive 等国际知名平台及恒润集团自有一体机平台，打造了一系列的 VR 体验产品。目前传统主题乐园 VR 化逐渐成为发展趋势，未来公司的高科技虚拟体验项目与 VR 娱乐产品有望得到快速推广。

图表25 恒润科技部分高科技球/环幕影院产品



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表26 恒润科技部分 VR 娱乐产品



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 恒润科技代表性项目

| 主题公园名称 | 高科技体验项目 | 项目进展 |
|---------------|-----------------------|------|
| 山东泰安太阳部落 | “女娲补天”飞翔球幕影院 | 运营中 |
| | “远古大战”5D动感穿越影院 | |
| | “地心历险”360°影视跳楼机 | |
| 河南安阳汤阴梦幻谷主题乐园 | 5D飞翔球幕影院 | 运营中 |
| | 4D环幕影院 | |
| | 360度5D动感穿越影院 | |
| 北京乐多港主题园 | “海底嘉年华”大型4D情景互动影院 | 运营中 |
| 广饶孙子文化主题公园 | 《官渡之战》飞翔球幕影院 | 运营中 |
| 满洲里套娃广场 | “飞越满洲里”飞翔球幕影院 | 运营中 |
| 苏州太湖园艺博览会 | “飞越江苏”飞翔球幕影院 | 运营中 |
| 河北园博园 | “河北揽胜”飞翔影院 | 运营中 |
| 顺德长鹿农庄 | “飞越神州”飞翔影院 | 运营中 |
| 华谊影城电影文化体验园 | “陈家沟保卫战”轨道互动射击项目 | 建设中 |
| | “汶河窑厂保卫战”4D旋转轨道互动射击项目 | |
| 恒大海花岛 | 飞翔影院项目 | 建设中 |

资料来源：公司官网、公司公告、平安证券研究所

恒润科技拥有环/球幕飞翔影院等高科技虚拟体验项目成套技术且产业链配套齐全，我们预计恒润在国内高科技虚拟体验项目市场份额达 40~50%。除恒润以外，目前国内仅华侨城旗下的文旅科技与华强方特旗下的华强智能等少数企业掌握高科技虚拟体验项目的研发制造技术。由于华强方特、华侨城是国内领先的主题乐园运营商，旗下主题乐园项目众多，文旅科技与华强智能的相关产品主要以服务集团内部主题公园建设为主。

图表28 华侨城集团旗下欢乐谷全国分布情况



资料来源：欢乐谷官网、平安证券研究所

图表29 华强方特文化科技主题乐园分布情况



资料来源：华强方特官网、平安证券研究所

1) 华侨城文旅科技：华侨城文化旅游科技有限公司隶属于华侨城集团，是华侨城文化旅游产业板块的数字娱乐平台及主力企业之一，核心业务是高科技文化旅游产品的创意、策划、设计、开发、研制及综合服务。目前公司主要为华侨城集团旗下的东部华侨城、世界之窗、欢乐谷系列主题公园等景区提供产品与服务，除此之外也为乐多港、宋城、春秋乐园、花鼓灯嘉年华、大千世界等国内知名旅游景区输出主题游乐产品，目前已覆盖 20 余个景区，近百个主题游乐项目，并成功走向国门。

图表30 华侨城文旅科技代表性产品

| 产品 | 项目案例 |
|--------------|--|
| 360度全景天地幕剧场 | 北京乐多港“神话” 深圳世界之窗“非洲礼赞” |
| 影视跳楼机 | 天津欢乐谷“欢乐圣诞塔” 北京欢乐谷“星际历险” 成都欢乐谷“飞越西部” |
| 飞行影院 | 蚌埠嘉年华“大禹治水” 九江大千世界梦幻乐园“大千世界” 北京乐多港“翱翔紫禁” |
| 主题 DARK RIDE | 成都欢乐谷“熊猫侠” 天津欢乐谷“疯狂圣诞夜” |

资料来源：Wind、平安证券研究所

2) 华强智能：华强方特智能技术有限公司（简称：“华强智能”）是深圳华强方特文化科技集团下属的以软件技术和高科技游乐技术为核心、专门从事智能娱乐产品开发的高科技企业，华强智能专注于主题乐园室内外游乐设备的配套管理，主要承担华强方特集团的主题游乐设备的安装、施工、管理和智能化弱电工程建设管理，以及集团主题设备对外销售管理。华强智能目前是国内外知名的智能旅游、娱乐设备的研制生产商，是国内从事高科技文化主题乐园设备的生产龙头企业，多项核心专利技术已达到了国际先进水平。

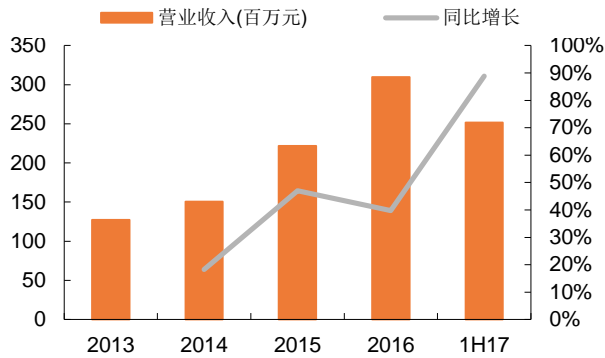
图表31 华强智能高科技文旅代表性产品



资料来源：华强方特官网、平安证券研究所

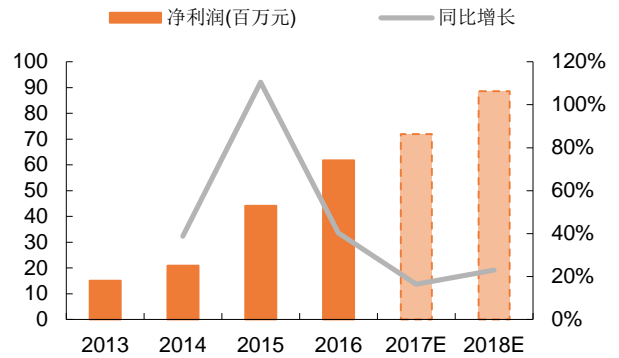
VR 主题乐园订单放量，恒润科技业绩将加速释放。15 年以来，恒润科技营业收入与净利润均保持快速增长。恒润科技承诺 15-18 年扣非净利润不低于 4200/5500/7200/8660 万元。恒润科技 16 年公司实现扣非净利润 6182.52 万元，同比增长 40.3%。我们预计公司目前在手 VR 主题乐园订单超 30 亿元，为 16 年文旅板块收入 8 倍，预计 17-18 年恒润科技业绩增速 60%/50+%。

图表32 恒润科技营业收入保持快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表33 恒润科技历年净利润情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

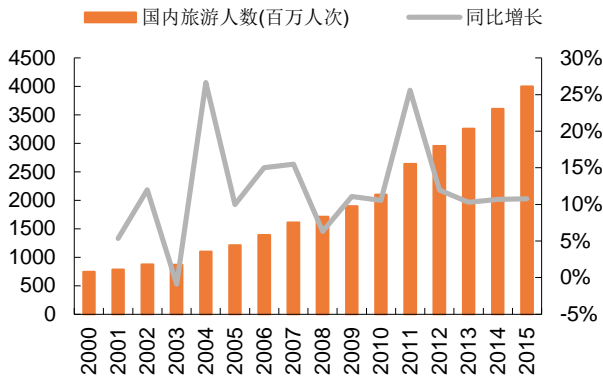
图表34 16年以来恒润科技公告签约订单情况

| 时间 | 地区 | 项目名称 | 中标金额 (万元) | 模式 | 项目进展 |
|------------|--------|---|-----------|-----------|------|
| 2017-07-19 | 韩国 | 韩国釜山漫威主题公园项目设备供应及安装合同 | 1,152 | 设备供应、安装 | 签订合同 |
| 2017-07-14 | 福建省平潭县 | 福建平潭海坛古城二期主题公园规划设计、采购及安装一体化 EPC 总承包工程 | 50,000 | EPC | 签订合同 |
| 2017-04-24 | 山东省营口市 | 北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园项目 | 30,296 | EPC | 签订合同 |
| 2016-12-13 | 河北省迁安市 | 迁安中唐·天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目合同 | 40,000 | 项目总承包 | 中标 |
| 2016-11-30 | 山东省邹城市 | 邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议 (孟子湖新区主题乐园) | 120,000 | PPP 或 EPC | 框架协议 |
| 2016-08-31 | 辽宁省大连市 | 大连好奇王国主题乐园一体化服务合作协议 | 22,300 | 项目总承包 | 中标 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

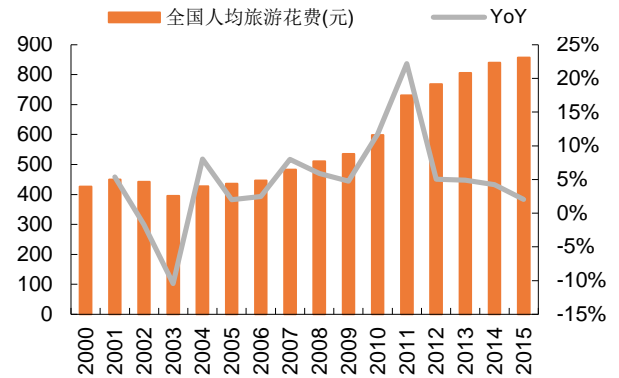
大型主题乐园迎开发热潮，恒润科技将充分受益。随着我国经济快速发展，我国居民人均收入不断提高，我国居民对休闲度假的需求快速增长。09年以来，我国国内旅游人数年增速均保持在10%以上，拉动我国旅游业投资快速增加，但人均旅游花费仍有较大提高空间。虽然我国旅游景区总数增速较低，但15年以来，我国的大型主题乐园开发运营商纷纷加快全国布局，大型主题乐园迎来开发热潮。旅游行业快速发展带动高科技主题游乐项目需求扩张，作为国内领先的高科技球/环幕飞翔影院项目建设服务商，恒润科技将充分受益。

图表35 国内旅游人数保持稳定增长



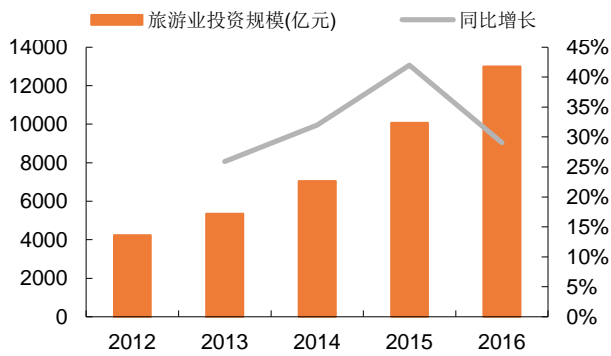
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表36 人均旅游花费有较大提高空间



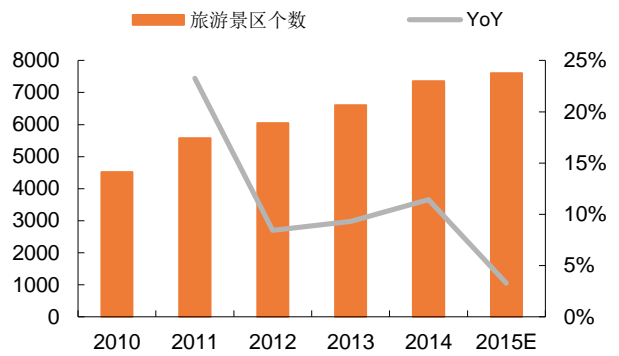
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表37 16年我国旅游业完成投资同比增长 29%



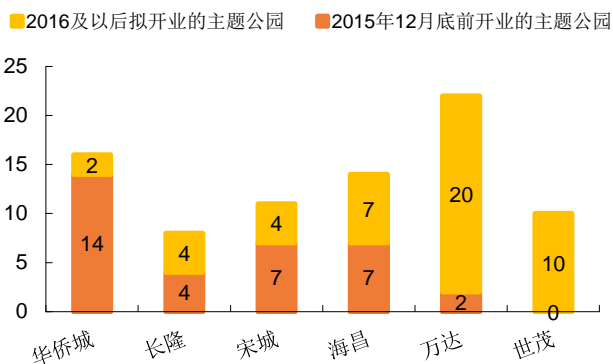
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表38 我国旅游景区总数增速较低



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表39 大型主题乐园开发运营商纷纷加快全国布局



资料来源: AECOM、平安证券研究所

3.2 强化品牌营销能力，“线上+线下”齐发力

公司积极提升自身品牌营销管理能力，先后收购德马吉与微传播以布局线下、线上营销展示业务，积极打造“线上+线下”全方位、多层次的品牌推广及品牌营销产业布局。随着“线上+线下”营销业务协同发展，将为公司文化旅游从 2B 向 2C 延伸，储备良好的品牌推广渠道和营销通道，打造从主题乐园建设及运营到旅游品牌营销的闭环产业链，夯实公司文化旅游领域的产业布局。

■ 收购微传播 23.3%股份，强化线上品牌营销管理能力

17 年 9 月，公司公告拟以 2.47 亿元现金收购微传播（北京）网络科技有限公司 23.30%股份。标的公司主要从事互联网自媒体营销与互联网广告业务，若此次收购完成，岭南园林将成为微传播第二大股东。

依托微传播平台与经验优势，强化公司品牌营销能力。微传播目前建立了高效率的第三方广告自助投放平台，覆盖全国 90%以上的微博自媒体营销服务、200 多家合作媒体。此外，通过自有平台优势深化社交媒体整合营销方案以及智慧景区服务在旅游景区营销推广及“引流”方面经验丰富，与上海迪士尼等知名景区建立了深度合作关系。此次收购完成之后，公司将借助微传播公司在营销团队、资源和经验方面的优势，提高公司的品牌营销能力，打造从主题乐园建设及运营到旅游品牌营销的闭环产业链，夯实公司文化旅游产业布局。

图表40 微传播创意营销业务



资料来源：微传播官网、平安证券研究所

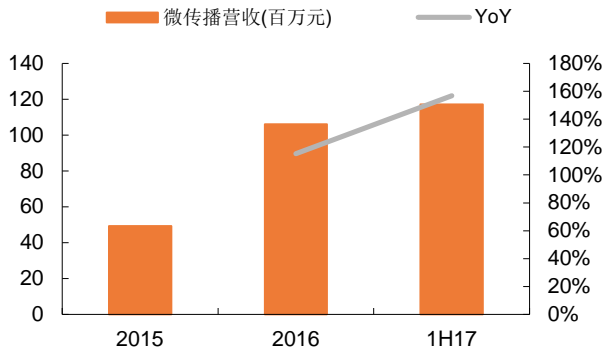
图表41 微传播合作客户



资料来源：微传播官网、平安证券研究所

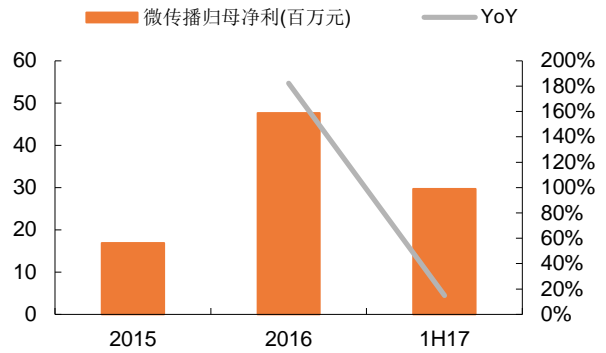
盈利承诺锁定未来业绩增长，补偿机制激发标的公司积极性。此次收购中，转让方承诺微传播公司于 2017~2019 年实现的净利润分别不低于 8,000 万元、10,400 万元和 12,480 万元，较 2016 年分别增长 68.0%、118.4%和 162.1%；若微传播在盈利承诺期实现的净利润低于上述承诺净利润数，转让方需以现金方式向受让方进行补偿。盈利承诺与补偿将有助于锁定标的公司未来业绩增长，激发标的公司积极性。

图表42 微传播营收保持快速增长



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表43 17H1 微传播归母净利同比增长 15%

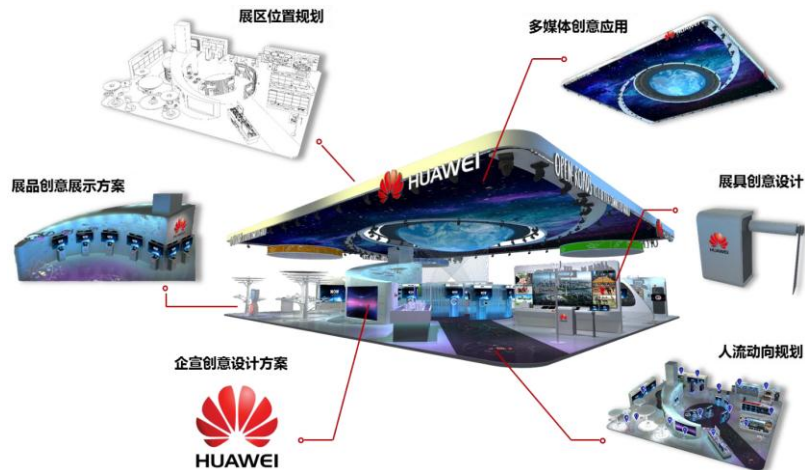


资料来源: Wind、平安证券研究所

拓展创意展示业务，提高文旅板块线下运营能力

16年9月公司以3.75亿(股权+现金)收购德马吉100%股权，向后者增发了781.25万股，增发价格28.8元/股。又于16年12月向德马吉增资3500万元以支持公司业务发展。德马吉定位于“以文化创意设计为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的创意展示服务提供商”。目前德马吉主要有创意展示设计、活动创意策划以及展厅创意规划三类业务。

图表44 德马吉创意展示设计业务

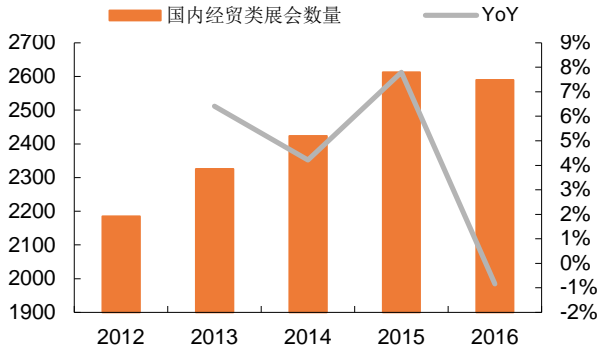


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

经贸展览市场持续增长，业绩承诺兑现无忧。2016年，国内展览业呈现了“展会数量减小，展览面积增加”的发展态势，各个城市对展览业重视程度的不断提高为展览市场扩张注入新动力。受益“一带一路”战略推进，我国企业出国展览面积同比分别上涨7%、14%和12%。随着17年5月“一带

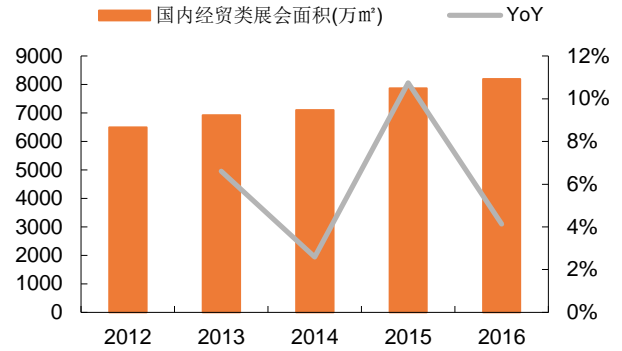
一路”峰会的召开，我国与沿线国家合作持续深入将会为我国展览业发展带来更大的机遇。德马吉承诺 16-18 年实现扣非归母净利润分别为不低于 2500/3250/4225 万元，我们认为，我国展览业市场持续增长，公司增资德马吉增强业务拓展能力，德马吉净利润有望保持稳定增长，业绩承诺兑现无忧。

图表45 国内经贸类展会数量维持高位



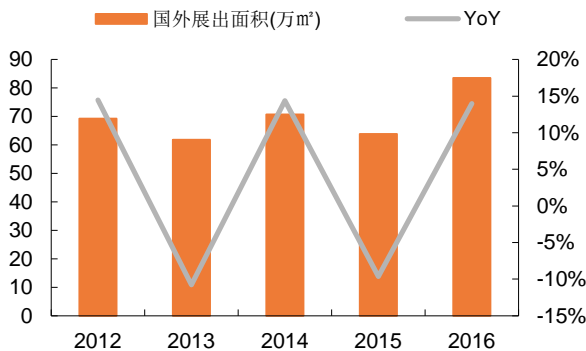
资料来源：CCPIT、平安证券研究所

图表46 国内经贸类展会面积稳步提升



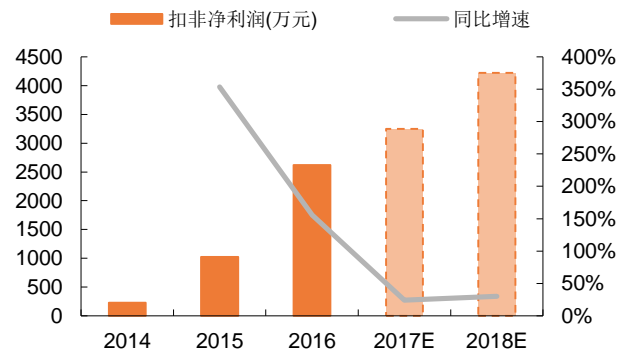
资料来源：CCPIT、平安证券研究所

图表47 16年出国参加经贸展览面积止跌回升



资料来源：CCPIT、平安证券研究所

图表48 16年德马吉扣非净利润同比增长156%



资料来源：CCPIT、平安证券研究所

发挥德马吉创新展示实力，实现公司“走出去、带进来”。公司通过发挥德马吉出色的创意展示与创意策划能力，有利于打造自身的品牌 IP 效应，增强公司自身品牌的广泛识别性，提高公司未来线下文化旅游主题项目的综合运营实力。德马吉业务覆盖全球，具有跨地域、全流程、一体化的营销能力。公司可借助德马吉的全球业务渠道而实现自身的技术及业务优势“走出去”。

3.3 文旅布局稳步推进，打造泛游乐全盈利产业链

联姻成都虚拟世界，开发 VR 硬件设备

16年4月，公司与成都虚拟世界科技合资成立了上海恒境虚拟科技有限公司，该公司将依托于虚拟世界的技术及产品积累优势，专注于主题游乐、科普、院线、教育及商业应用等领域所需的 VR 一体机的定制化研制。

增资优土视真，布局内容分发平台

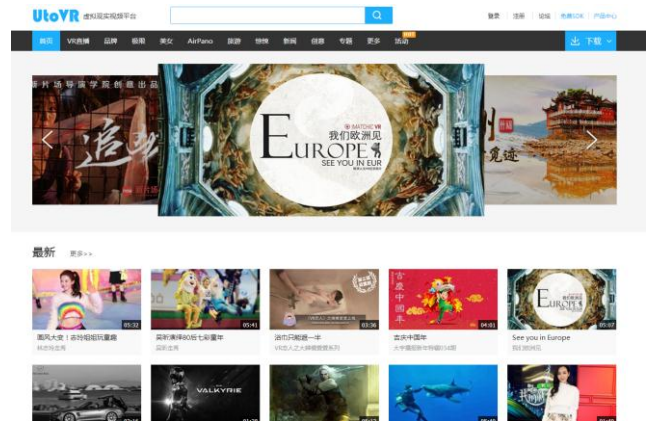
2016年4月，公司对“上海优土视真”增资1000万元，增资后持有“优土视真”6.67%的股权。公司通过将UtoVR的内容平台与线上VR播放技术，与自身虚拟体验项目创作能力、VR硬件布局以及主题乐园线下运营平台等优势基础相结合，拓展VR产业的盈利模式。

图表49 IDEALENS VR 一体机



资料来源：IDEALENS 官网、平安证券研究所

图表50 Uto VR 虚拟现实视频平台

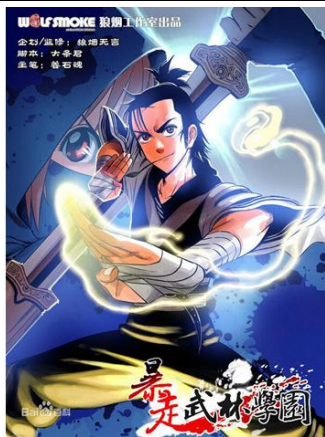


资料来源：Uto VR 网站、平安证券研究所

储备优质 IP，拓展上游影视文化行业

公司将持续储备优质 IP、深挖 IP 价值，未来有望通过与自身 VR 技术相结合，实现在游戏开发与线下 VR 主题乐园开发上的延伸。公司积极拓展动漫 IP，目前已拥有《龙域猎手》、《暴走武林学园》等一系列动漫 IP 储备。其次，公司还出资 980 万元投资《盗墓笔记》，积累影视投资等相关行业经验，推动公司影视文化业务的发展。此外，公司还与腾讯阅文集团签订了《有关优质 IP 及相关业务开发的战略合作协议》，强化 IP 合作，打造国内独具优势的 IP 全产业链合作开发模式。

图表51 IDEALENS VR 一体机



资料来源：恒润集团官网，有妖气官网、平安证券研究所

图表52 Uto VR 虚拟现实视频平台



资料来源：1905 电影网、平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

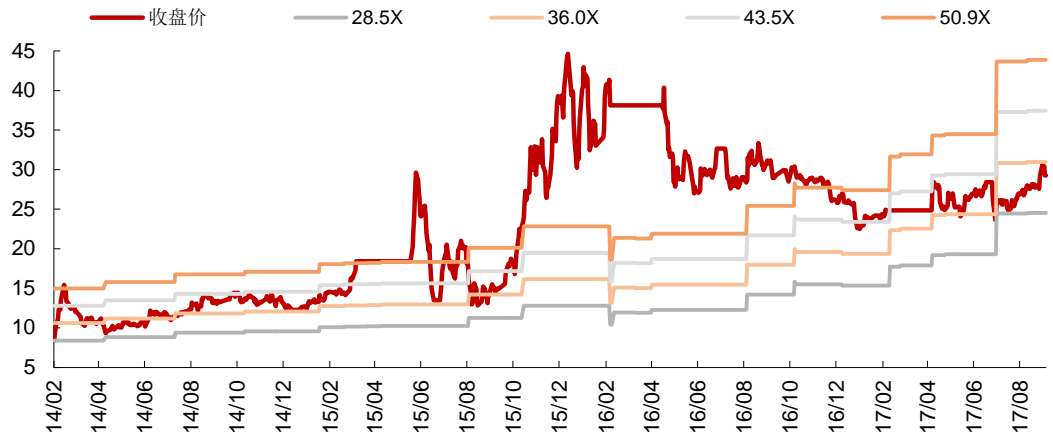
PPP 模式重构园林生态行业格局，未来园林生态行业景气度将维持高位，公司园林生态主业将充分受益。VR 主题公园项目渗透率不断提升，公司作为高科技球/环幕飞翔影院项目开发领域龙头将尽享行业高景气。公司园林生态 PPP 订单与恒润科技主题乐园订单加速释放将助推业绩持续高增长，略调整公司 2017-2018 年 EPS 预测为 1.21 元和 1.80 元(之前预测为 1.21 元和 1.81 元)，对应当前股价 PE 分别为 24.1 倍和 16.3 倍，维持“强烈推荐”评级。

图表53 岭南园林盈利预测-收入拆分

| 单位:百万元 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | | | | | | | | |
| 收入 | 702.82 | 805.39 | 1,088.19 | 1,888.86 | 2,567.70 | 4,549.39 | 6,679.34 | 8,700.95 |
| 收入 YoY | 10.16% | 14.59% | 35.11% | 73.58% | 35.94% | 77.18% | 46.82% | 30.3% |
| 成本 | 486.48 | 556.42 | 767.57 | 1,330.17 | 1,841.50 | 3,192.23 | 4,708.11 | 6,159.85 |
| 毛利 | 216.34 | 248.97 | 320.62 | 558.69 | 726.20 | 1,346.58 | 1,971.23 | 2,541.10 |
| 毛利率(%) | 30.78% | 30.91% | 29.46% | 29.58% | 28.28% | 29.80% | 29.51% | 29.20% |
| 生态园林 | | | | | | | | |
| 收入 | 702.82 | 805.39 | 1,088.19 | 1,750.80 | 2,211.03 | 3,752.33 | 5,440.87 | 7,073.13 |
| 收入 YoY | 10.16% | 14.59% | 35.11% | 60.89% | 26.29% | 69.71% | 45.00% | 30.00% |
| 成本 | 486.48 | 556.42 | 767.57 | 1,264.40 | 1,657.88 | 2,725.32 | 3,960.95 | 5,163.39 |
| 毛利 | 216.34 | 248.97 | 320.62 | 486.40 | 553.15 | 1,027.01 | 1,479.92 | 1,909.75 |
| 毛利率(%) | 30.78% | 30.91% | 29.46% | 27.78% | 25.02% | 27.37% | 27.20% | 27.00% |
| 文化旅游 | | | | | | | | |
| 收入 | | | | 138.06 | 356.66 | 797.07 | 1,238.47 | 1,627.82 |
| 收入 YoY | | | | | 158.3% | 123.48% | 55.4% | 31.4% |
| 成本 | | | | 65.77 | 183.62 | 466.92 | 747.16 | 996.47 |
| 毛利 | | | | 72.29 | 173.04 | 319.57 | 491.31 | 631.35 |
| 毛利率(%) | | | | 52.36% | 48.52% | 40.09% | 39.67% | |
| ——恒润科技 | | | | | | | | |
| 收入 | | | | 138.06 | 309.80 | 551.48 | 882.37 | 1,147.08 |
| 收入 YoY | | | | | 124.4% | 78.0% | 60.0% | 30.0% |
| 成本 | | | | 65.77 | 151.24 | 305.47 | 511.77 | 676.78 |
| 毛利 | | | | 72.29 | 158.55 | 235.42 | 370.59 | 470.30 |
| 毛利率(%) | | | | 52.36% | 51.2% | 42.7% | 42.0% | 41.0% |
| ——德马吉 | | | | | | | | |
| 收入 | | | | | 46.86 | 245.59 | 356.10 | 480.74 |
| 收入 YoY | | | | | | 424.1% | 45.0% | 35.0% |
| 成本 | | | | | 32.38 | 161.44 | 235.38 | 319.69 |
| 毛利 | | | | | 14.49 | 84.15 | 120.72 | 161.05 |
| 毛利率(%) | | | | | | 30.9% | 34.3% | 33.5% |

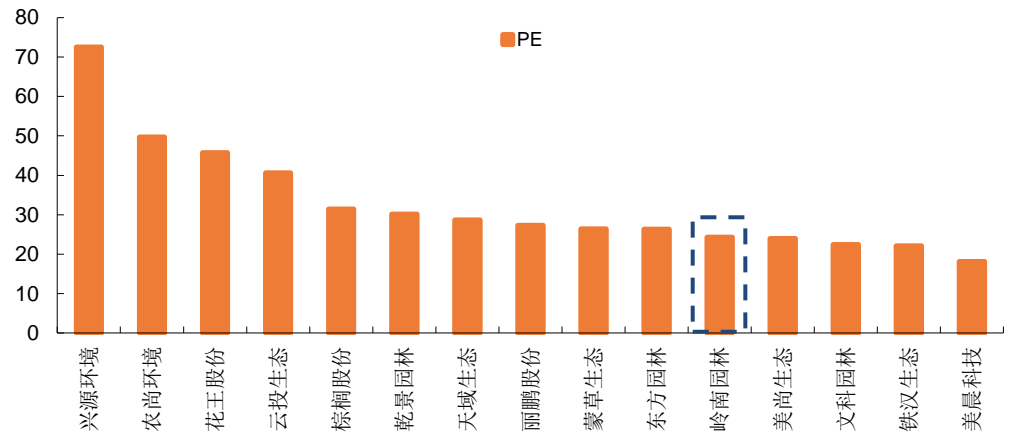
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表54 岭南园林历史 PE-Band(TTM)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表55 园林同业 17 年估值比较



资料来源: Wind、平安证券研究所 (截止 2017-09-21)

五、风险提示

PPP 项目推进不达预期，主题乐园建设项目推进不达预期。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3179 | 5561 | 7762 | 9754 |
| 现金 | 453 | 455 | 534 | 687 |
| 应收账款 | 994 | 1876 | 2652 | 3454 |
| 其他应收款 | 99 | 436 | 454 | 486 |
| 预付账款 | 16 | 105 | 73 | 145 |
| 存货 | 1270 | 2317 | 3681 | 4587 |
| 其他流动资产 | 348 | 371 | 368 | 394 |
| 非流动资产 | 2158 | 2291 | 2407 | 2506 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 170 | 293 | 397 | 486 |
| 无形资产 | 26 | 29 | 32 | 36 |
| 其他非流动资产 | 1963 | 1970 | 1978 | 1984 |
| 资产总计 | 5337 | 7852 | 10168 | 12260 |
| 流动负债 | 2160 | 4131 | 5695 | 6872 |
| 短期借款 | 200 | 1164 | 1814 | 2174 |
| 应付账款 | 1568 | 2422 | 3285 | 3962 |
| 其他流动负债 | 392 | 545 | 596 | 736 |
| 非流动负债 | 515 | 604 | 629 | 621 |
| 长期借款 | 438 | 523 | 544 | 531 |
| 其他非流动负债 | 77 | 80 | 85 | 90 |
| 负债合计 | 2675 | 4734 | 6324 | 7493 |
| 少数股东权益 | 5 | 6 | 8 | 10 |
| 股本 | 414 | 416 | 416 | 416 |
| 资本公积 | 1425 | 1425 | 1425 | 1425 |
| 留存收益 | 818 | 1254 | 1894 | 2702 |
| 归属母公司股东权益 | 2658 | 3112 | 3836 | 4757 |
| 负债和股东权益 | 5337 | 7852 | 10168 | 12260 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -75 | -824 | -374 | 58 |
| 净利润 | 261 | 506 | 751 | 953 |
| 折旧摊销 | 14 | 26 | 39 | 52 |
| 财务费用 | -4 | 46 | 69 | 98 |
| 投资损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -452 | -1402 | -1233 | -1044 |
| 其他经营现金流 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -541 | -159 | -154 | -152 |
| 资本支出 | 72 | 130 | 110 | 95 |
| 长期投资 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -519 | -30 | -44 | -57 |
| 筹资活动现金流 | 812 | -178 | -43 | -113 |
| 短期借款 | -312 | -200 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 31 | 85 | 20 | -13 |
| 普通股增加 | 88 | 2 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1363 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -360 | -65 | -64 | -100 |
| 现金净增加额 | 196 | -1161 | -571 | -206 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2568 | 4549 | 6679 | 8701 |
| 营业成本 | 1841 | 3192 | 4708 | 6160 |
| 营业税金及附加 | 35 | 26 | 40 | 61 |
| 营业费用 | 13 | 22 | 33 | 44 |
| 管理费用 | 354 | 610 | 882 | 1144 |
| 财务费用 | -4 | 46 | 69 | 98 |
| 资产减值损失 | 33 | 55 | 58 | 65 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 296 | 598 | 889 | 1130 |
| 营业外收入 | 14 | 6 | 5 | 4 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 309 | 603 | 893 | 1133 |
| 所得税 | 48 | 98 | 143 | 180 |
| 净利润 | 261 | 506 | 751 | 953 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 归属母公司净利润 | 261 | 504 | 749 | 950 |
| EBITDA | 372 | 723 | 1051 | 1333 |
| EPS (元) | 0.63 | 1.21 | 1.80 | 2.29 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 35.9 | 77.2 | 46.8 | 30.3 |
| 营业利润(%) | 48.7 | 101.9 | 48.6 | 27.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 55.3 | 93.4 | 48.5 | 26.9 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 28.3 | 29.8 | 29.5 | 29.2 |
| 净利率(%) | 10.2 | 11.1 | 11.2 | 10.9 |
| ROE(%) | 9.8 | 16.2 | 19.5 | 20.0 |
| ROIC(%) | 8.8 | 11.7 | 13.3 | 14.0 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 50.1 | 60.3 | 62.2 | 61.1 |
| 净负债比率(%) | 9.8 | 42.9 | 50.8 | 45.5 |
| 流动比率 | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 3.3 | 3.2 | 3.0 | 2.9 |
| 应付账款周转率 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.63 | 1.21 | 1.80 | 2.29 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.53 | -1.98 | -0.90 | 0.14 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.39 | 7.48 | 9.23 | 11.44 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 46.69 | 24.14 | 16.26 | 12.81 |
| P/B | 4.58 | 3.91 | 3.17 | 2.56 |
| EV/EBITDA | 33.6 | 18.8 | 13.5 | 10.8 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033