

投资评级 **增持** 首次覆盖

主业增长稳定，外延布局文化创意等新领域，助力公司实现二次创业

股票数据

6 个月内目标价 (元)	35.65
05 月 12 日收盘价 (元)	32.95
52 周股价波动 (元)	12.18-47.48
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/158
总市值/流通市值 (百万元)	13175/5222

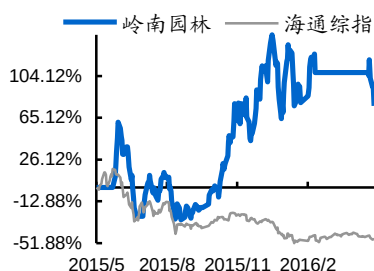
主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	78.44	55.45	41.60
市净率	11.18	5.96	5.28
市销率	6.97	5.01	4.07
EV/EBITDA	57.75	38.67	30.17
分红率(%)	0.10	-	-

相关研究

《岭南园林新股深度询价报告：市政地产双轮驱动的园林领军企业(合理价值区间：27.6-30.66 元)》2014.01.13

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.1	-14.1	-0.8
相对涨幅 (%)	-10.1	-16.5	-5.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:赵健

Tel:(021)23219472

Email:zhaoj@htsec.com

证书:s0850512080002

联系人:金川

Tel:(021)23219957

Email:jc9771@htsec.com

联系人:毕春晖

Tel: (021) 23154114

Email:bch10483@htsec.com

投资要点:

- **主营为综合性园林龙头企业，业绩增长相对稳定。**公司主营包括园林工程施工、绿化养护、苗木销售和景观规划设计，已形成集园林研发—苗木种植—景观设计—园林施工—园林绿化养护等为一体的全产业链。2013-2015 年公司园林业务归属净利润(剔除文化创意业务影响)分别为 0.97 亿、1.17 亿和 1.37 亿元，同比增速分别为 17.08%、21.09%和 14.21%。
- **二次创业打造“生态环境与文化旅游运营商”。**公司 15 年完成收购恒润科技 100%股权，涉入“创意设计、影视文化、主题高科技文化产品及 VR、IP 文化创意项目投资运营”全产业链产业集群，同时通过传统生态景观上嫁接恒润科技优质的文化创意资源，打造生态人文体验产业链，实现公司转型升级的二次创业。恒润科技 15 年净利润 0.45 亿元，16-18 年仍有业绩承诺分别不低于 0.55 亿、0.72 亿和 0.87 亿元。
- **主业新签表现良好，PPP 项目有望成为公司主业亮点。**15 年公司拿下多项大单，包括界首市园林绿化施工、管养一体化项目(总投资 42.8 亿元)、眉山岷东新区 PPP 项目(暂定 3.5 亿元)以及宁阳县洸河生态治理景观工程 EPC 项目(暂定 4.5 亿元)。公司上市后资金实力增强，有实力结合金融手段撬动大型项目，有望受益国家大力推行 PPP 模式，保障园林业务较高增长。
- **加速布局文化创意、IP、VR 等领域。**1) 近期公告拟收购创意展示服务商——德马吉 100%股权，增强公司文化创意设计和 VR 内容体验定制能力，德马吉 16-18 年承诺扣非后业绩不低于 2500 万、3250 万和 4225 万元；2) 设立上海润岭文化投资，获取 IP 内容为恒润和德马吉输血，已投资《盗墓笔记》和《暴走武林学园》；3) 增资优土视真(持股 6.67%)，加强线上内容平台和线下资源整合；4) 成立合资公司恒境虚拟，专注 VR 一体机定制化研制。在这些领域的布局有利于公司“生态环境与文化旅游运营商”战略目标的实现。
- **设立产业基金，布局文化旅游和生态环保等产业。**公司先后与北京清科投资合作设立并购基金(5 亿元)，与上海清科华盖合作设立清科岭协投资(2.05 亿元)，主要投资文化旅游、大健康、生态环保等行业。
- **盈利预测及估值。**公司股权激励 16 年仍有 34.4%的业绩考核要求，预计 16-17 年 EPS 为 0.59 和 0.79 元，考虑到公司业绩增长相对稳定且积极整合文化旅游等新产业链资源，给予公司 16 年 60 倍 PE，6 个月目标价 35.65 元，增持评级。
- **主要风险：**并购不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1088.19	1888.86	2629.22	3234.49	3821.43
(+/-)YoY(%)	-	73.58	39.20	23.02	18.15
净利润(百万元)	117.01	167.95	237.58	316.72	382.88
(+/-)YoY(%)	-	43.53	41.46	33.31	20.89
全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.42	0.59	0.79	0.96
毛利率(%)	29.46	29.58	29.74	30.04	30.20
净资产收益率(%)	-	19.62	15.01	13.48	14.37

资料来源：公司年报(2013-2015)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 园林行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(x)		
		2016/5/12		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002431.SZ	棕榈股份	10.71	147.48	-0.38	0.20	0.26	-28.18	53.55	41.19
002663.SZ	普邦园林	7.37	125.64	0.12	0.19	0.22	61.42	38.79	33.50
603778.SH	乾景园林	61.51	49.21	1.17	1.43	1.76	52.57	43.01	34.95
						平均 PE	-	45.12	36.55

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：可比公司 16-17 年的盈利预测均为 wind 一致预期

表 2 文化传媒行业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(x)		
		2016/5/12		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
300251.SZ	光线传媒	25.47	373.60	0.27	0.42	0.57	94.33	60.64	44.68
002699.SZ	美盛文化	32.20	143.61	0.28	0.47	0.65	115.00	68.51	49.54
300144.SZ	宋城演艺	25.52	370.71	0.43	0.62	0.79	59.35	41.16	32.30
						平均 PE	-	56.77	42.18

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：可比公司 16-17 年的盈利预测均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	1888.86	2629.22	3234.49	3821.43
每股收益	0.42	0.59	0.79	0.96	营业成本	1330.16	1847.22	2262.79	2667.23
每股净资产	2.40	5.53	6.24	7.11	毛利率%	29.58%	29.74%	30.04%	30.20%
每股经营现金流	-0.42	-0.13	0.16	0.33	营业税金及附加	62.60	87.13	106.74	126.11
每股股利	0.08	0.12	0.12	0.13	营业税金率%	3.31%	3.31%	3.30%	3.30%
价值评估 (倍)					营业费用	6.11	7.89	9.70	11.46
P/E	78.44	55.45	41.60	78.44	营业费用率%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%
P/B	11.18	5.96	5.28	11.18	管理费用	225.71	314.19	359.03	420.36
P/S	6.97	5.01	4.07	6.97	管理费用率%	11.95%	11.95%	11.10%	11.00%
EV/EBITDA	57.75	38.67	30.17	57.75	EBIT	264.28	372.80	496.23	596.27
股息率 (%)	0.10	-	-	-	财务费用	27.90	35.01	47.60	66.06
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.48%	1.33%	1.47%	1.73%
毛利率	29.58%	29.74%	30.04%	30.20%	资产减值损失	37.00	52.88	68.61	70.73
净利率	8.89%	9.04%	9.79%	10.02%	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	19.62%	15.01%	13.48%	14.37%	营业利润	199.37	284.91	380.02	459.48
资产回报率	6.05%	5.54%	5.91%	6.22%	营业外收支	3.42	1.95	2.40	2.83
投资回报率	11.80%	12.15%	13.31%	13.67%	利润总额	202.79	286.86	382.42	462.31
盈利增长 (%)					EBITDA	270.14	391.10	518.45	621.98
营业收入增长率	73.58%	39.20%	23.02%	18.15%	所得税	34.25	48.45	64.59	78.08
EBIT 增长率	49.65%	41.06%	33.11%	20.16%	有效所得税率%	16.89%	16.89%	16.89%	16.89%
净利润增长率	43.53%	41.46%	33.31%	20.89%	少数股东损益	0.59	0.84	1.12	1.35
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	167.95	237.58	316.72	382.88
资产负债率	0.74	0.55	0.57	0.57	扣除非经常性损益净利润	-	-	-	-
流动比率	1.06	1.57	1.57	1.61	资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	0.48	0.84	0.82	0.81	货币资金	248.72	788.77	808.62	764.29
现金比率	0.11	0.35	0.29	0.24	应收款项	541.07	787.51	1100.70	1425.59
经营效率指标					存货	1279.29	1662.49	2081.77	2507.20
应收帐款周转天数	87.42	90.96	105.08	118.99	其它流动资产	283.02	309.85	336.02	362.48
存货周转天数	262.22	286.66	297.85	309.69	流动资产合计	2352.11	3548.62	4327.11	5059.55
总资产周转率	0.68	0.61	0.60	0.62	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	51.72	22.61	15.17	14.66	固定资产	27.37	45.66	186.91	239.56
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	在建工程	69.92	46.26	37.06	38.00
净利润	167.95	237.58	316.72	382.88	无形资产	18.62	17.98	17.33	16.69
折旧摊销	5.85	18.31	22.22	25.71	非流动资产合计	1283.56	1399.95	1443.21	1487.32
营运资金变动	-429.50	-395.25	-394.16	-415.96	资产总计	3635.66	4948.57	5770.32	6546.87
经营活动现金流	-137.33	-50.65	62.10	130.77	短期借款	511.44	229.28	291.78	250.85
固定资产投资	18.29	141.25	52.64	42.36	应付账款	1048.74	1293.05	1629.21	1973.75
无形资产投资	17.73	-0.64	-0.64	-0.64	预收账款	31.16	43.37	53.36	63.04
资本支出	-250.87	-134.70	-64.48	-67.83	其它流动负债	134.28	620.43	680.22	767.46
投资活动现金流	-250.78	-134.70	-65.48	-69.83	流动负债合计	2223.98	2255.91	2751.49	3142.11
债务变化	345.74	-277.17	54.91	-66.99	长期借款	163.74	203.74	243.74	283.74
股票发行	49.79	1027.28	0.00	0.00	其它长期负债	287.56	279.64	279.64	279.64
融资活动现金流	388.04	725.39	23.23	-105.28	非流动负债合计	451.30	483.38	523.38	563.38
现金净流量	-0.06	540.04	19.86	-44.34	负债总计	2675.28	2739.29	3274.88	3705.49
公司自由现金流	-73.49	102.70	151.89	218.70	实收资本	325.74	399.84	399.84	399.84
股权自由现金流	238.79	-265.06	96.56	20.98	普通股股东权益	632.94	1806.90	2091.94	2436.54
					少数股东权益	1.71	2.54	3.66	5.01
					负债和所有者权益合计	3635.66	4948.57	5770.32	6546.87

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日

资料来源：公司年报 (2015)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵健 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 美尚生态,广田股份,百利科技,山鼎设计,中材国际,中国建筑,苏州设计,名家汇,文科园林,富煌钢构,中钢国际,中工国际,乾景园林,苏交科,金诚信,金螳螂,宝鹰股份,中衡设计,华铁科技,奇信股份,建艺集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。