

重视文旅传媒资产的价值重估

——岭南股份 (002717.SZ) 跟踪研究报告

公司动态

◆**公司逐步形成生态、文旅双引擎格局**：公司主营业务为生态业务，近年陆续通过并购参股形式布局文旅传媒业务，初步形成了生态、文旅双引擎驱动业务扩张的格局（1H19 文旅收入、毛利占比分别为 5.0%、11.6%）。

◆**文旅传媒资产价值有望重估**：公司文旅传媒业务包括两个方向：1) “文化+”业务，以子公司恒润文化集团和德玛吉国际展览为核心资产；2) 旅游投资开发业务，与传统生态业务形成紧密协同。文旅传媒板块主要子公司业绩扎实，业绩承诺期内均超额完成业绩承诺。19 年 12 月 12 日，证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市时点若干规定》（证监会 [2019]27 号，以下简称《若干规定》），明确上市公司子公司境内分拆上市的条件、流程和监管，恒润文化集团、德玛吉国际展览符合《若干规定》要求，满足境内分拆上市条件。且均满足主板、中小板、创业板及科创板对申报上市的公司要求。同时参股公司微传播亦满足科创板独立上市要求。优质文旅传媒资产独立上市预期有望带来价值重估。

◆**PPP 最坏时点已过，传统业务风险得到释放**：公司 19 年前三季度收入 YoY -7.7%，增速同比-131.4pcts，经过过往高增长后 19 年收入增速出现明显下滑。主要源于传统主业生态业务阶段性承压。除部分源于募投项目延期外，我们认为核心源于金融去杠杆、部分 PPP 项目融资落地难度较大，公司出于风险控制原因主动收缩业务扩张节奏。行业角度，19 年 PPP 管理库规模保持稳中缓升的态势，识别库收缩节奏在边际放缓，判断“清库”逐步进入尾声，此外专项债、险资有望进入 PPP 领域，我们判断 PPP 模式最坏的时点已经过去。公司传统大生态业务实力强，后续成长性仍值得期待。

◆**重视文旅传媒资产价值重估预期，上调至“买入”评级**。我们维持前期盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 4.7/5.1/5.9 亿元，当前股价对应 19、20 年 PE 分别为 17x、16x。公司传统业务为生态业务，但文旅传媒业务收入、利润贡献已不容忽视，且该业务核心子公司存在分拆上市预期，有望带动价值重估。综合参考生态业务可比公司及传媒行业估值情况，给予公司 20 年 20x 目标 PE，对应目标价 6.60 元，上调至“买入”评级。

◆**风险提示**：PPP 政策、利率上行风险，并购协同、项目回款低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,779	8,843	8,221	8,576	9,405
营业收入增长率	86.11%	85.05%	-7.04%	4.32%	9.67%
净利润 (百万元)	509	779	470	513	593
净利润增长率	95.27%	52.90%	-39.68%	9.22%	15.51%
EPS (元)	0.33	0.51	0.31	0.33	0.39
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.06%	17.29%	9.43%	9.44%	9.93%
P/E	14	9	17	16	13
P/B	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2020 年 01 月 03 日

买入 (上调)

当前价/目标价：5.20/6.60 元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东

010-58452024

wuhuidong@ebsec.com

市场数据

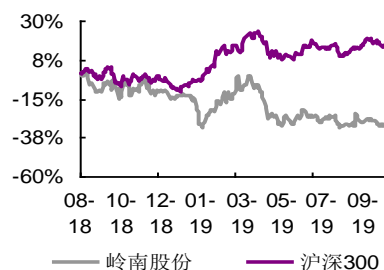
总股本(亿股)：15.37

总市值(亿元)：72.40

一年最低/最高(元)：4.31/6.85

近 3 月换手率：47.22%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.79	-4.44	-55.34
绝对	15.04	4.41	-15.51

资料来源：Wind

相关研报

生态、文旅双引擎，协同初显驱动高成长——岭南股份 (002717.SZ) 首次覆盖报告

.....2019-08-31
盈利复苏仍需等待，关注子公司分拆上市可能——岭南股份 (002717.SZ) 19 年前三季度业绩点评

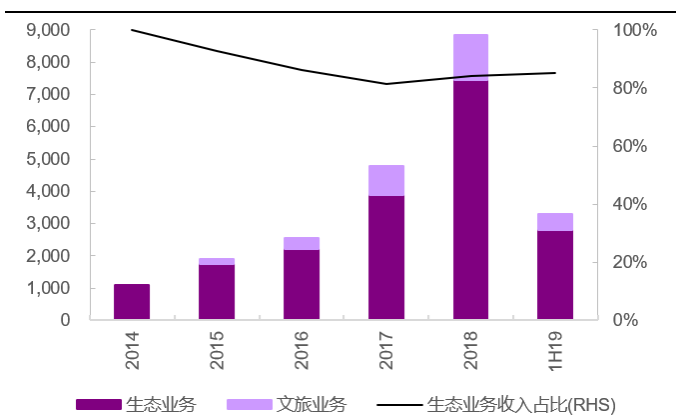
.....2019-10-30

1、公司概况：逐渐形成生态、文旅双引擎格局

大力布局文旅业务，初步形成生态、文旅双引擎驱动业务扩张格局。公司主营业务为生态环境与园林建设，包括生态景观、水务水环境和相关规划设计。15年以来，通过收购恒润数字科技、德玛吉国际展览两家文化创意公司，投资参股近10家文化旅游公司，持续加码布局文化旅游领域。1H19公司生态业务、文旅业务收入分别为74.5、13.9亿，毛利分别为21.6、2.8亿；文旅业务收入、毛利占比分别达到5.0%、11.6%，初步形成了生态、文旅双引擎驱动业务扩张的格局。

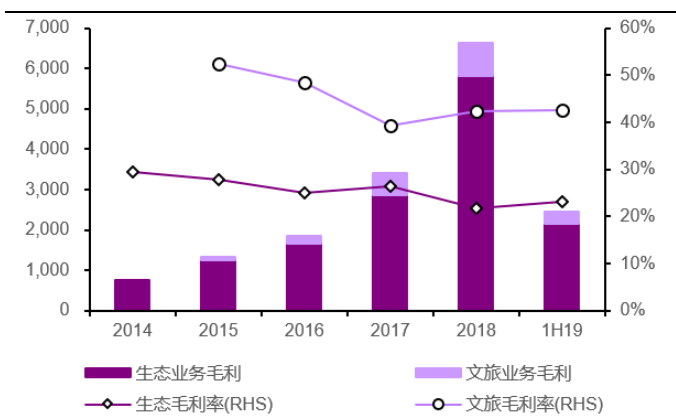
主动调整+客观因素致19年收入利润出现收缩。19年前三季度，公司收入YoY -7.7%，归母净利3.1亿，YoY -46.7%。19年前三季度收入、利润出现明显收缩，主要源于：1) 战略角度，公司主动收缩风险较大业务（如融资难度较大的部分项目）；2) 受业主规划节奏变化影响，部分前期募投项目进度延期；3) 前述原因致收入结构变动，进一步拖累利润增速。

图1：公司收入结构（百万元）



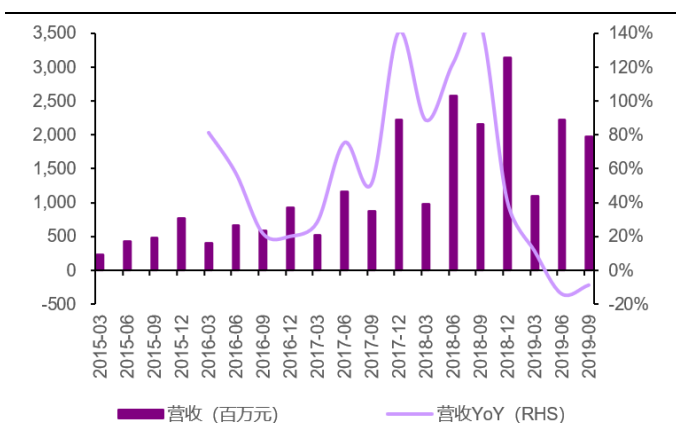
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图2：公司毛利结构（百万元）及各业务毛利率



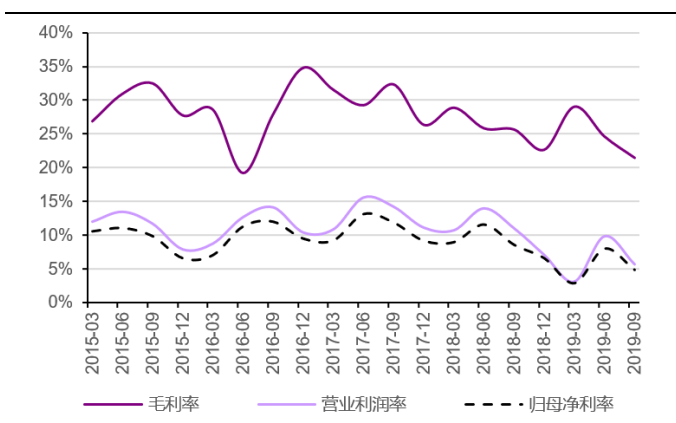
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图3：公司单季收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图4：公司单季度利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、文旅传媒资产价值有望重估

公司文旅业务包括两个方向：

1) “文化+”业务，以子公司上海恒润文化集团（曾用名恒润数字科技）、德玛吉国际展览为核心，具备全视角文化创新能力、全球化创意整合能力、全产业链一体化服务能力，为客户提供一站式文化旅游创智服务；具体业务涵盖高科技文化创意产品（包括VR、AR等技术运用）、文化影视、全球活动策划创意及展览创意、高科技主题公园EPC总包等。

图 5：公司“文化+”业务能力及案例

文化+

<p>迈克尔·杰克逊全息回归演唱会</p>  <p>全息技术，全球巡演 德玛吉国际展览、恒润文化集团技术、人才支撑提供创意规划设计、产品研制生产、项目建设施工、设备安装调试的全链条服务</p>	<p>首届中国国际进口博览会布展</p>  <p>策划布展、会议展示 德玛吉国际展览为核心载体运用3D、全息等高科技多媒体技术，跨产业融合、开发、营销能力，完成5,000+项目，服务200+品牌</p>	<p>湖南长沙·华佑禁毒教育文化馆</p>  <p>展陈设计施工一体化 德玛吉国际为核心载体10+年专注服务于企业展厅设计、文化展馆、多媒体主题馆、产业园区展示中心等展厅设计</p>
<p>文化+影视</p> <p>原创IP动漫——《龙域猎手》</p>  <p>原创漫画、IP开发、内容开发拍摄发行等 恒润文化集团为核心载体拥有自主研发影视实拍技术及CG制作技术，同时以优质IP为基础投资制作发行长篇网络剧、舞台剧，及打造和输出包括漫画连载、动画连续剧、衍生周边等</p>	<p>文化+智能文娱</p> <p>2019斗鱼嘉年华·电竞文化节</p>  <p>策划布展、活动运营 德玛吉国际展览为核心载体拥有二十年VR、多媒体技术研发和实施沉淀拼接优秀的IP泛娱乐制造整合能力，跨界融合多线娱乐形态+IP+科技三位一体的智能文娱新业态</p>	<p>文化+应急减灾</p> <p>湖北赤壁·中船重工国际灾备体验馆</p>  <p>规划设计、产品研发、场馆建设 旗下恒润博雅汇聚了国内外应急减灾人才、专家，依托创意设计团队，应用VR、AR、NFC等前沿技术，致力于通过体验、培训、运营等手段提升公众对应对灾害的安全意识、防范应对能力</p>

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

2) 旅游投资开发业务，与公司传统生态业务紧密协同，向文旅投资建设+运营模型拓展延伸，推动大中型文化旅游综合体项目落地，强化文化旅游产业的综合策划能力和后期运维能力，打造集综合策划、投资开发、IP植入、文旅运营于一体的全产业链。具体而言，包括两个细分方向，i) 全域旅游规划，公司聚焦旅游策划和规划设计，依托深度植入产品、内容能力及资源协同能力，对经典及周边区域在旅游资源、文化资源、产业经营等方面进行全面升级；ii) 景区开发运营，深耕主题文化旅游和文化小镇，为区域旅游开发、景区、旅游目的地硬件等提供投资开发建设、运营营销的文旅全产业链服务，根据公司19年半年报，截止1H19末区域旅游业务拓展至40多个城市，主题文旅项目落地500+。

1H19 文旅业务收入 YoY -27.6%，推测主要源于信用分化背景下致融资难度加大，影响部分旅游投资开发业务推进进度；4Q19 以来信用环境开始改善，料后续旅游投资开发业务拖累边际减弱。

敬请参阅最后一页特别声明

-3-

证券研究报告

2.1、主要文旅传媒资产业绩扎实

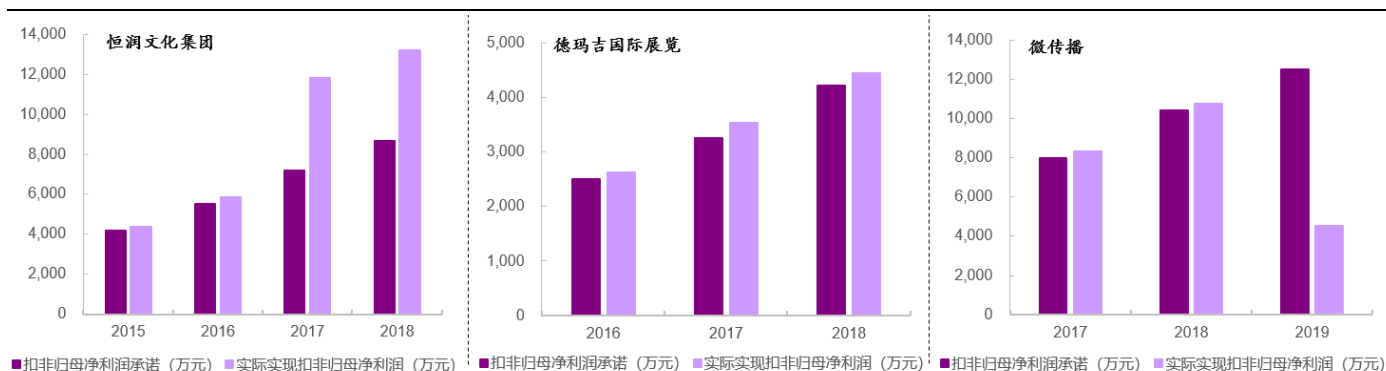
核心文旅传媒资产均兑现业绩承诺。公司文旅传媒领域经过近年并购参股，业内影响逐渐显现。核心资产主要包括：恒润文化集团、德玛吉国际展览、微传播。并购参股后，核心资产业绩扎实，业绩承诺期内均超额完成业绩承诺（业绩承诺期：恒润文化集团 15-18 年、德玛吉国际展览 16-18 年、微传播 17-19 年，19 年微传播业绩未出）。18 年恒润文化集团/德玛吉国际展览/微传播分别实现净利润 1.32/0.45/1.08 亿元，YoY 分别为 11.5%/25.9%/29.4%，分别完成当年业绩承诺的 152.2%/105.4%/103.4%。

表 1：公司文旅传媒领域之核心资产情况

时间	事件	标的主要业务情况
2015.05.20	全资收购恒润数字科技股份有限公司(后更名为恒润文化集团有限公司)	主题文化创意设计、4D 特种影院系统集成、特种电影拍摄制作、多媒体和展览展示、主题游乐项目投资管理运营 19 年 12 月 13 日，公司董事会批准将恒润文化集团 9.97% 股份出售予泽恒咨询、重案海外等五个外部投资者，以优化股权结构
2016.04.19	全资收购德玛吉国际展览有限公司	全球会展营销服务（全产业链化服务全球重大展会）、全球活动创意概念（标准化流程，内容为主题互动体验，多元媒体综合营销）、展厅展馆创意规划（一站式综合展示解决方案）
2017.09.05	参股微传播网络科技有限公司（占比 23.3%）	主业为互联网自媒体营销及互联网广告业务，已建立高效率的第三方广告自主投放平台，横跨多平台，提供社交媒体整合营销方案及智慧景区服务，尤其在旅游景区整体营销引流方面经验丰富

资料来源：公司公告，各子公司官网，光大证券研究所整理

图 6：文旅传媒核心资产近年业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：微传播 19 年扣非归母净利润数据对应 1H19 时间段

2.2、关注优质子公司分拆上市可能，有望带动价值重估

19 年 8 月 23 日，证监会发布了“子公司境内分拆上市”的文件《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定（征求意见稿）》，并于 12 月 12 日发布《上市公司分拆所属子公司境内上市时点若干规定》（证监会[2019]27 号，以下简称《若干规定》），明确上市公司子公司境内分拆上市的条件、流程和监管。按照文件精神，分拆上市范围包括主板、创业板、中小板及近期推出的科创板。《若干规定》明确了上市公司境内分拆子公司上市的 7 个条件。此外，证监会 19 年陆续发布的《科创板上市公司重大资产重组特别

规定》（证监会[2019]19号）、《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（证监会令[2019]159号）等，为拆分子公司境内上市、并购重组等优化、规范程序。我们认为监管层连续发文信号意义明显，同时细化规定有助于“境内分拆上市”快速推进；上市公司层面，子公司分拆上市有助于拓宽融资渠道，增加信息透明度，同时优质资产价值有望迎来重估。

表 2：《若干规定》明确上市公司子公司境内分拆上市的 7 个条件

条件	具体规定
上市年限要求	上市公司股票上市已满 3 年
上市公司盈利要求	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利，且最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元人民币（净利润以扣除非经常性损益后孰低值计算）
子公司规模要求	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%；上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的 30%。
合规方面要求	上市公司不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。上市公司及其控股股东、实际控制人最近 36 个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近 12 个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。
重组资产满 3 年可拆分	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产、最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产（拟分拆所属子公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10%的除外）；上市公司最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。所属子公司主要从事金融业务的，上市公司不得分拆该子公司上市。
高管持股比例要求	上市公司及拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联人员分别持有所属子公司的股份，不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10%、30%。
独立性要求	上市公司应当充分披露并说明：本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争，且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职；拟分拆所属子公司在独立性方面不存在其他严重缺陷。

资料来源：证监会，光大证券研究所

公司文化传媒核心资产恒润文化集团、德玛吉国际展览符合分拆上市要求，微传播满足科创板独立上市要求。岭南股份近年通过外延并购，培育了部分优质的子公司，梳理后我们认为公司文旅传媒业务核心子公司恒润文化集团、德玛吉国际展览符合《若干规定》要求，满足上市公司子公司境内分拆上市条件。且均满足（或即将满足）主板、中小板、创业板及科创板对申报上市的公司要求。参股公司微传播亦满足科创板独立上市要求。

表 3：恒润文化集团、德玛吉国际展览符合“境内分拆上市”标准，微传播满足科创板独立上市标准

子公司名称	恒润文化集团	德玛吉国际展览	微传播
上市年限要求	√	√	
上市公司盈利要求	√	√	
《若干规定》 要求			
子公司规模要求	√	√	
合规方面要求	√	√	
重组资产满3年可拆分	√	√	
高管持股比例要求	√	√	
独立性要求	√	√	
主板、中小板要求是否满足	√	√	×
创业板要求是否满足	√	√	×
科创板要求是否满足	√	√	√

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：微传播为公司参股公司，目前在新三板上市（430193.OC），其后续于其他板块上市事宜不受“分拆上市”规定约束；目前不满足主板、中小板、创业板关于董事、管理层、实控人三年内无重大变更之要求

图 7：公司文旅传媒业务核心资产业务介绍



④ **文化旅游**

提供主题旅游全产业链服务，包括旅游产业战略咨询、策划规划、投融资服务项目开发建设、产业运营营销

④ **文化影视**

打造以IP为核心的动漫、影视文化创意、开发制作及投资的业务模式

④ **文化科技**

包括创意规划、产品设计、产品研制、内容定制、项目实施及调试等

④ **应急文化**

致力于应急文化传播、应急安全体验、应急主题项目运营以及儿童游乐空间创意体验服务



④ **全球会展营销服务**

以文化创意为核心，运用3D、全息等多媒体技术，从概念设计到落地实施，全产业链化服务全球重大展

④ **全球活动创意概念**

以创意策划为灵魂，标准化流程为导向，以VR、AR等顶级技术为工具，以主题互动体验为内容，多元媒体综合营销的一站式活动策划与执行服务

④ **展厅创意规划**

结合全息投影、3D互动等多媒体展示技术，实现全方位、立体化的空间创意设计，工程综合监督管理，项目落地施工执行，为客户提供一站式综合展示解决方案。



社会化媒体精准广告投放平台；
服务超过5万广告主用户
拥有超过6年营销实战经验
掌握超过20万自媒体资源

④ **微博营销**

利用官方微博、微博红人等方式推广品牌；
与60,000+微博自媒体建立合作

④ **微信营销**

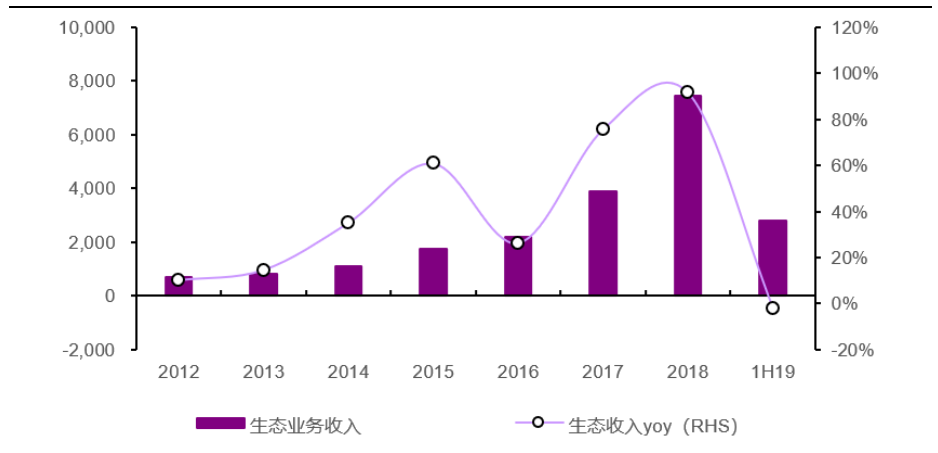
利用微信公众号、微网站、微商城等方式
推广品牌；与50,000+微信公众号建立合作

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

3、PPP 最坏时点已过，传统业务风险得到释放

公司 19 年前三季度收入 YoY -7.7%，增速同比-131.4pcts，经过过往高增长后 19 年收入增速出现明显下滑，主要源于传统主业生态业务（包括水务水环境治理业务、生态园林业务）阶段性承压。除部分源于募投项目延期外，我们认为核心源于金融去杠杆、部分 PPP 项目融资落地难度较大，公司出于风险控制原因主动收缩业务扩张节奏。

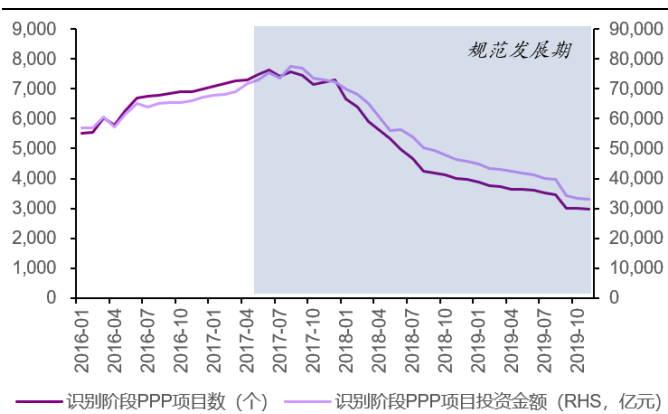
图 8：19 年公司生态业务收入（百万元）阶段性承压



资料来源：公司公告，光大证券研究所

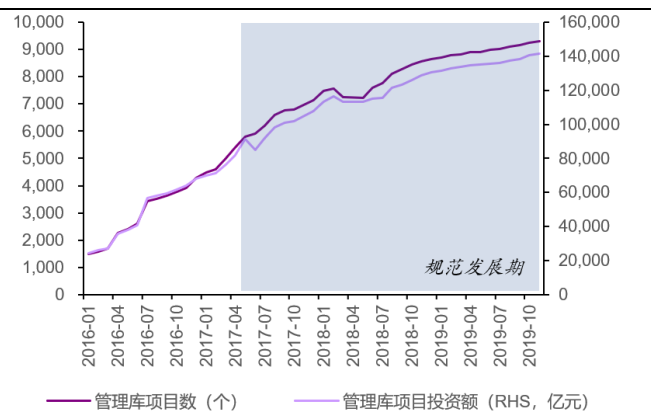
PPP 模式最坏时点已经过去，期待 PPP+专项债结合及险资进入。总体而言，19 年 PPP 管理库规模保持稳中缓升的态势，识别库收缩节奏在边际放缓，判断“清库”逐步进入尾声，地方政府债务风险基本得到控制，PPP 模式最坏的时点已经过去。PPP 项目落地率（执行、移交阶段 PPP 项目占管理库总项目比例）持续保持上升态势，截止 19 年 11 月末，PPP 项目落地率为 67.1%；19 年前 11 月新增落地 PPP 项目投资额为 20,549 亿，较 18 年同期下降 5,299 亿；从单月新增落地 PPP 项目投资额角度，19 年 3 月以来总体稳中有升。据中国日报，19 年 10 月 29 日，财政部副部长邹加怡在第五届中国 PPP 发展（融资）论坛上表示，“要以制度、标准和政策体系建设引领 PPP 高质量发展，加快推动 PPP 条例出台，统一顶层设计；要探索 PPP 与专项债结合，加大 PPP 基金股权投资力度”，同时“鼓励保险资金参与”。一方面，若引入低成本的专项债、险资进入 PPP 项目，有望解决项目融资难、融资成本高难题；另一方面，PPP 项目资本金部分由专项债完成，杠杆效应有望加强；此外，专项债作为标准化债券，信用等级高，打通 PPP 和专项债连接有望吸引更多金融机构（银行等）资金进入 PPP 领域。

图 9：处于识别阶段的 PPP 项目数量和投资金额



资料来源：财政部 PPP 中心，光大证券研究所

图 10：管理库中 PPP 项目数量和投资金额



资料来源：财政部 PPP 中心，光大证券研究所

传统大生态业务实力强，后续成长性仍值得期待。2015 年之前，公司专注耕耘园林绿化业务，以市政园林业务和地产景观业务为主，为公司传统主业。公司目前拥有园林景观规划设计、园林工程施工、园林绿化养护及苗木产销一体化业务，几乎覆盖园林绿化产业链上游和中游各环节，可对下游客户提供一站式服务。经过多年布局，公司目前业务覆盖全国大部分区域，形成了较强的跨区域经营能力，为国内该领域第一梯队企业。公司 17 年收购新港永豪 90% 股权，新港永豪在水务水治理领域具有资质齐全、专业业务全面、业务分部地域广、客户认可度高等优势。于 18 年公司增资本农业科技（增资后股权占比 70%），主要业务覆盖土壤修复主要领域及全产业链，拥有基于生物/矿物活化技术自主构建的土壤微生态管理技术体系，业内技术领先。多年布局，公司逐渐形成了“大生态”布局，较同行有优势。考虑到国家对生态文明建设日益重视，相关资本投入持续加码，同时我国新型城镇化持续推进，是园林、景观等行业成长的核心动力，我们认为公司“大生态”业务后续成长性仍值得期待。

4、盈利预测

我们维持前期盈利预测，预计公司 19-21 年营业收入分别为 82.2/85.8/94.1 亿元，YoY 分别为-7.0%/4.3%/9.7%；毛利润分别为 20.1/20.7/22.7 亿元，YoY 分别为-9.2%/3.2%/9.5%；归母净利润分别为 4.7/5.1/5.9 亿元，YoY 分别为-39.7%/9.2%/15.5%。

表 4：公司分业务业绩预测

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入		4,779	8,843	8,221	8,576	9,405
	YoY	86.1%	85.0%	-7.0%	4.3%	9.7%
水务水环境治理		829	3,150	2,678	2,812	3,008
	YoY	-	279.9%	-15.0%	5.0%	7.0%
生态园林		3,058	4,299	4,428	4,650	5,115
	YoY	38.3%	40.6%	3.0%	5.0%	10.0%
文化旅游		892	1,394	1,115	1,115	1,282
	YoY	150.0%	56.3%	-20.0%	0.0%	15.0%
毛利润		1,373	2,213	2,009	2,073	2,270
	YoY	89.1%	61.1%	-9.2%	3.2%	9.5%
综合毛利率		28.7%	25.0%	24.3%	24.0%	23.9%
水务水环境治理毛利率		26.1%	22.7%	22.0%	21.5%	21.0%
生态园林毛利率		26.4%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
文化旅游毛利率		39.3%	42.4%	40.0%	40.0%	40.0%
归母净利润		509	779	470	513	593
	YoY	95.3%	52.9%	-39.7%	9.2%	15.5%
净利率		10.8%	9.0%	6.0%	6.2%	6.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：除百分比外，其余单位均为百万元

5、重视文旅传媒资产价值重估，上调至“买入”

我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 4.7/5.1/5.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.33/0.39 元，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 17x、16x、13x。公司传统业务为生态业务，但公司文旅传媒业务收入、利润贡献已不容忽视（1H19 收入、毛利贡献分别为 5.0%、11.6%），且文旅传媒核心子公司存在分拆上市预期，有望带动该部分资产价值重估，对于公司估值我们参考生态业务可比公司及传媒行业。

公司估值角度，我们在参考生态业务可比公司估值（参考 Wind 一致预期，20 年 PE 中位数 14x、均值 16x）的基础上给予适当提升（源于传媒行业估值整体偏高，申万传媒指数近 3 年总体处于 20x-50x 区间，中枢 35x），给予岭南股份 20 年 20x PE，对应目标价 6.6 元，上调至“买入”评级。

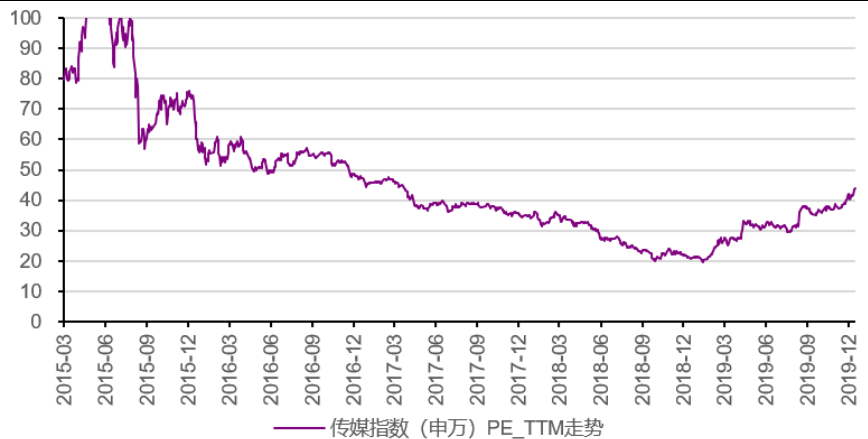
表 5：生态业务可比公司估值表

公司名称	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
乾景园林	603778.SH	4.32	21.6	-	22	18	2.2	2.0	1.8
铁汉生态	300197.SZ	3.18	74.6	25	20	12	1.2	1.2	0.9
花王股份	603007.SH	7.02	23.7	23	30	23	2.2	2.0	1.9
美尚生态	300495.SZ	11.15	75.2	23	16	14	2.3	1.7	1.5
绿茵生态	002887.SZ	15.52	32.3	16	16	12	1.4	1.7	1.5
平均值				22	21	16	1.9	1.7	1.5
中位数				23	20	14	2.2	1.7	1.5
岭南股份	002717.SZ	5.2	79.9	10	17	16	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

注：除岭南股份 P/E、P/B 源自光大证券研究所预测外，其他均来自 Wind 一致预期；截止日期 2020.01.03

图 11：传媒（申万）PE_TTM 变动情况

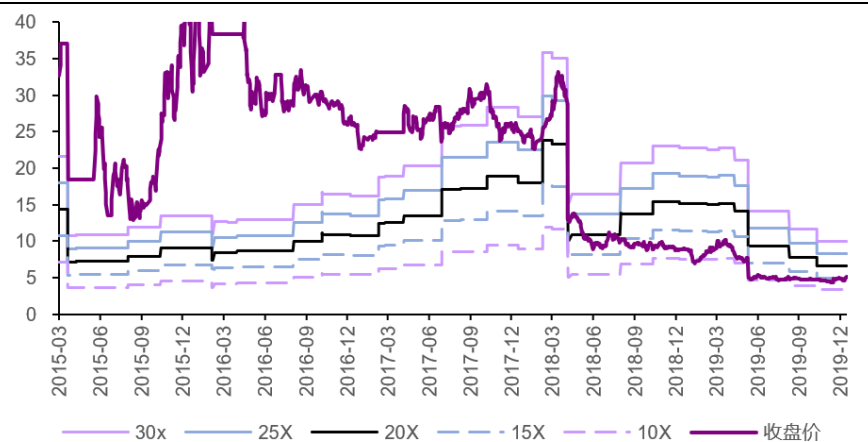


资料来源：Wind

注 1：截止日期 2020.01.03；

注 2：15 年 5-7 月市场情绪影响剧烈，指数 PE_TTM 最高超过 150x

图 12：公司 PE_TTM 变动情况



资料来源：Wind

注：截止日期 2020.01.03，收盘价单位为元

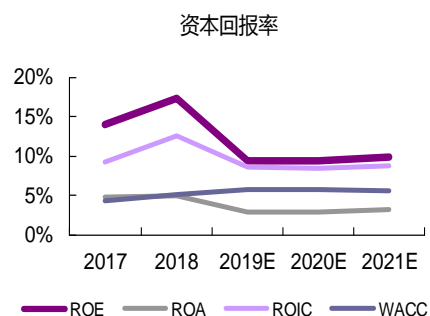
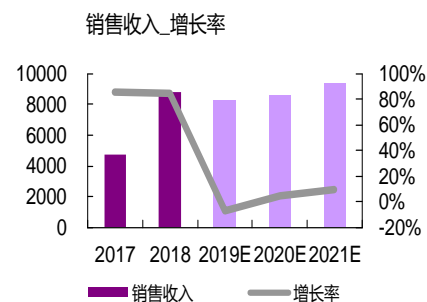
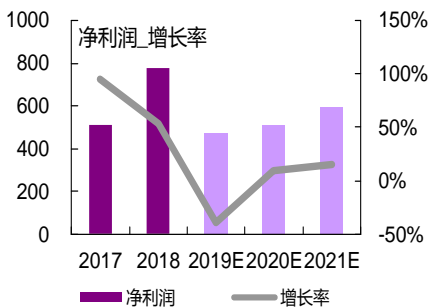
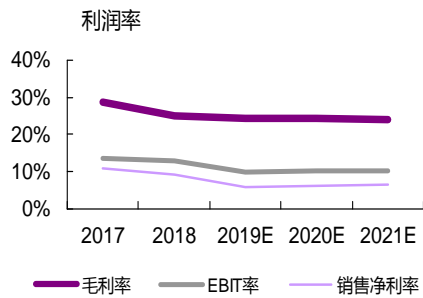
6、风险分析

PPP 政策风险：PPP 行业政策变动及 PPP 项目清理超预期或导致招投标竞争环境发生明显变化，已签合同后续推进或遇重新谈判、无法生效风险。

利率上行风险：PPP 项目于签订合同、融资落地存在时间差，利率快速上行将致融资成本快速上升，项目盈利性将受明显影响。生态园林业务竞争加剧：生态园林行业企业数量众多，企业间竞争存在加剧可能，生态园林业务毛利率存在下滑超预期风险。

并购协同低于预期：公司通过并购参股布局大生态业务和文旅板块，若并购协同效果低于预期，业绩或低于预期；部分子公司业绩承诺若无法实现，存在商誉减值风险。

项目回款进度不及预期：项目回款进度低于预期将加大公司现金流压力，增加融资需求。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,779	8,843	8,221	8,576	9,405
营业成本	3,405	6,630	6,211	6,503	7,135
折旧和摊销	26	42	42	53	64
营业税费	4	18	16	17	19
销售费用	22	176	169	172	198
管理费用	609	733	855	892	978
财务费用	43	218	251	259	271
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	13	5	5	5
营业利润	607	922	564	615	707
利润总额	610	929	569	620	712
少数股东损益	8	21	20	20	20
归属母公司净利润	509	779	470	513	593

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,926	16,385	16,983	18,057	19,455
流动资产	6,840	10,934	11,776	12,703	13,899
货币资金	1,030	2,033	2,466	2,573	2,821
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,593	3,058	3,218	3,426	3,713
应收票据	18	17	41	43	47
其他应收款	341	342	329	343	376
存货	3,415	5,175	5,546	6,134	6,734
可供出售投资	216	173	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	637	1,394	1,395	1,395	1,396
固定资产	284	366	459	543	618
无形资产	70	24	23	22	21
总负债	7,198	11,755	11,855	12,455	13,304
无息负债	4,587	7,696	7,407	7,765	8,493
有息负债	2,611	4,059	4,448	4,690	4,811
股东权益	3,728	4,630	5,128	5,602	6,151
股本	436	1,024	1,537	1,537	1,537
公积金	2,019	1,629	1,163	1,214	1,273
未分配利润	1,167	1,820	2,161	2,564	3,033
少数股东权益	106	125	145	165	185

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-521	116	259	327	608
净利润	509	779	470	513	593
折旧摊销	26	42	42	53	64
净营运资金增加	1,185	1,372	506	569	468
其他	-2,241	-2,077	-759	-808	-517
投资活动产生现金流	-771	-1,138	28	-146	-146
净资本支出	-257	-128	-150	-150	-150
长期投资变化	637	1,394	-1	-1	-1
其他资产变化	-1,151	-2,405	178	5	5
融资活动现金流	1,782	1,754	146	-75	-213
股本变化	22	588	513	0	0
债务净变化	1,898	1,448	389	242	121
无息负债变化	2,625	3,109	-289	358	728
净现金流	489	732	433	107	249

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	86.11%	85.05%	-7.04%	4.32%	9.67%
净利润增长率	95.27%	52.90%	-39.68%	9.22%	15.51%
EBITDA 增长率	119.29%	74.19%	-26.97%	8.02%	12.51%
EBIT 增长率	120.77%	74.64%	-28.02%	7.13%	12.04%
估值指标					
PE	16	10	17	16	13
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	7	7	13	13	11
EV/EBIT	7	8	14	13	12
EV/NOPLAT	8	9	16	16	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.74%	25.02%	24.44%	24.18%	24.13%
EBITDA 率	14.03%	13.20%	10.37%	10.74%	11.02%
EBIT 率	13.49%	12.73%	9.86%	10.12%	10.34%
税前净利润率	12.75%	10.51%	6.92%	7.23%	7.57%
税后净利润率 (归属母公司)	10.66%	8.81%	5.71%	5.98%	6.30%
ROA	4.74%	4.88%	2.88%	2.95%	3.15%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.06%	17.29%	9.43%	9.44%	9.93%
经营性 ROIC	9.30%	12.51%	8.52%	8.39%	8.75%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.05	1.07	1.11	1.14
速动比率	0.54	0.56	0.57	0.57	0.59
归属母公司权益/有息债务	1.39	1.11	1.12	1.16	1.24
有形资产/有息债务	3.70	3.72	3.55	3.59	3.80
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.33	0.51	0.31	0.33	0.39
每股红利	0.05	0.05	0.04	0.04	0.05
每股经营现金流	-0.34	0.08	0.17	0.21	0.40
每股自由现金流(FCFF)	-0.50	-0.21	0.16	0.13	0.25
每股净资产	2.36	2.93	3.24	3.54	3.88
每股销售收入	3.11	5.75	5.35	5.58	6.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼