

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

恒润分拆上市工作正式启动, 估值有望继续提升

首次覆盖

事件:

1月5日, 公司发布公告称: 上海恒润文化集团有限公司将整体变更为股份有限公司, 同时公司名称变更为“上海恒润数字科技集团股份有限公司”。本次整体变更完成前后, 岭南股份将持有恒润集团 90.03% 股份, 剩余 9.97% 股份则由合肥泽恒企业管理咨询合伙企业 (有限合伙) 等持有。

点评:

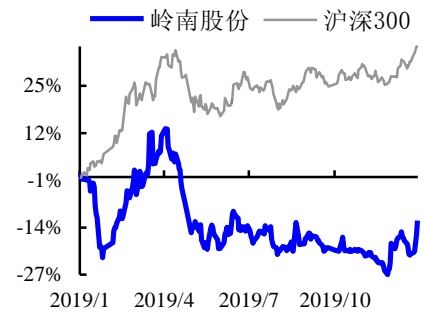
- 恒润科技是公司三大主业中文旅板块最重要的一块业务, 它是文旅主题项目高端装备及系统一体化服务供应商, 专注于沉浸式游乐设备系统的研发、设计、生产与集成。主要产品包括飞翔球幕、轨道骑乘、影院剧场等室内外高科技互动体验设备, 实际上就是 AR/VR 内容和设备的主要提供商。2018 年恒润科技净利润达到 1.3 亿元, 在所处行业中排名前三。我们预计, 2019 年恒润净利润将达到 1.5 亿元以上, 按照目前公司发展势头来看, 未来业绩稳步增长值得期待。
- 恒润科技分拆上市恰逢其时, 有望提升公司估值水平。从目前来看, 公司分拆恒润上市的条件基本已经全部具备, 目前对其股份制改造工作可以看成是其分拆上市工作的正式启动。从估值上来看, 不管恒润未来上创业板还是科创板, 对目前 (2020 年) 仅 15 倍的 PE, 都有很好的提升作用。
- 从传统行业来看, 考虑到地产松绑政策持续推进, 我们认为公司传统的园林及水务业务的估值也将获得修复。
- 我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年营业收入分别为 79.79 亿元、86.89 亿元、98.30 亿元, 同比增长-10%、9%、13%, 归母净利润分别为 4.50 亿元、5.38 亿元、6.23 亿元, 同比增长-42%、19%、16%。首次给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 分拆进度不及预期, 业绩不及预期, 系统性风险。

股票数据

2020/1/3

6 个月目标价 (元)	7.00
收盘价 (元)	5.20
12 个月股价区间 (元)	4.31 ~ 10.38
总市值 (百万元)	7,993
总股本 (百万股)	1,537
A 股 (百万股)	1,537
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	49

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	19%	9%	-12%
相对收益	11%	1%	-52%

相关报告

- 《建筑工程行业 2020 年度投资策略-建筑央企、行业龙头, 谋定而后动》2019.11.18

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

联系电话: 075533975865

财务摘要 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4779	8843	7979	8689	9830
(+/-)%	86%	85%	-10%	9%	13%
归属母公司净利润	509	779	450	538	623
(+/-)%	95%	53%	-42%	19%	16%
每股收益 (元)	1.17	0.76	0.29	0.35	0.41
市盈率	4	7	18	15	13
市净率	0.6	1.2	1.5	1.4	1.3
净资产收益率 (%)	14.1%	17.3%	8.4%	9.3%	9.9%
股息收益率 (%)	3.35%	1.53%	1.12%	1.34%	1.55%
总股本 (百万股)	436	1024	1537	1537	1537

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2033	5773	5999	6168	净利润	779	450	538	623
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	160	(18)	0	0
应收款项	3058	2374	2585	2924	折旧及摊销	28	58	64	66
存货	5175	6340	6882	7779	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	309	585	637	721	财务费用	218	90	83	83
流动资产合计	10934	15247	16293	17807	投资损失	(13)	1	(1)	(1)
可供出售金融资产	173	0	0	0	运营资本变动	(153)	41	(233)	(372)
长期投资净额	1394	1394	1394	1394	其他	(742)	405	51	76
固定资产	366	526	577	623	经营活动净现金流量	116	1045	502	476
无形资产	24	22	20	18	投资活动净现金流量	(1138)	3260	(100)	(100)
商誉	3666	223	221	221	融资活动净现金流量	1754	(566)	(176)	(206)
非流动资产合计	5451	2166	2211	2255	企业自由现金流	732	3740	226	169
资产总计	16385	17412	18504	20063					
短期借款	2153	2300	2300	2300	财务与估值指标				
应付款项	5617	5706	6194	7001	每股指标				
预收款项	159	317	344	389	每股收益 (元)	0.76	0.29	0.35	0.41
一年内到期的非流动负债	825	0	0	0	每股净资产 (元)	4.40	3.50	3.78	4.10
流动负债合计	10377	10731	11355	12389	每股经营性现金流量 (元)	0.11	0.68	0.33	0.31
长期借款	473	473	473	473	成长性指标				
其他长期负债	905	689	707	711	营业收入增长率	85%	-10%	9%	13%
长期负债合计	1378	1162	1180	1184	净利润增长率	53%	-42%	19%	16%
负债合计	11755	11893	12535	13573	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4505	5378	5808	6306	毛利率	25.0%	20.5%	20.8%	20.9%
少数股东权益	125	142	161	184	净利率	8.8%	5.6%	6.2%	6.3%
负债和股东权益总计	16385	17412	18504	20063	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	3.8	2.9	3.5	3.6
					存货周转率 (次)	1.5	1.1	1.0	1.1
					偿债能力指标				
					资产负债率	71.7%	68.3%	67.7%	67.7%
					流动比率	1.1	1.4	1.4	1.4
					速动比率	0.6	0.8	0.8	0.8
					费用率指标				
					销售费用率	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
					管理费用率	8.3%	10.5%	10.0%	10.0%
					财务费用率	2.5%	1.1%	1.0%	0.8%
					分红指标				
					分红比例	11%	20%	20%	20%
					股息收益率	1.53%	1.12%	1.34%	1.55%
					估值指标				
					P/E (倍)	7	18	15	13
					P/B (倍)	1.2	1.5	1.4	1.3
					P/S (倍)	0.6	1.0	0.9	0.8
					净资产收益率	17.3%	8.4%	9.3%	9.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王小勇，重庆建筑大学毕业，4年房地产行业工作经验，13年证券行业研究经验，新财富、水晶球、金牛奖上榜分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn