

棕榈园林 (002431)

加码 VR/AR 产业基金，为发展注入新活力

——棕榈园林更新报告

	李品科 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)	陈笑 (研究助理)
	010-59312815	021-38677905	021-38677906
	lipinke@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880115100010	S0880116010080

本报告导读:

公司拟参与投资 VR 产业基金，构建 VR/AR 技术及应用平台，预计将构筑盈利增长的新一极并与生态城镇战略协力，目标价 24.88 元，增持评级。

投资要点:

增持。公司拟以自有资金 2000 万元投资 VR 产业基金，将聚焦 VR/AR 技术及产业化方向，有利于增强项目发掘与投资能力、稳健推进并购整合。考虑公司业绩预告: 2015 年归属净利约-2.5 至-1.9 亿元(上年同期+4.28 亿元)，低于预期(主要系确认二期收购贝尔高林的投资损失)，下调公司 2015/16 年 EPS 至-0.35/0.63 元(原 0.19/0.65 元)。考虑公司布局 VR/AR 技术及平台搭建、加快融合新技术及创新产业资源，且公司控股贝尔高林、整合泛规划设计资产，同时参考可比公司估值并依据 VR 转型予以一定估值溢价，给予公司 2016 年 3 倍 PS，下调目标价至 24.88 元，增持。

VR/AR 技术协同效应超预期。公司投资 VR 产业基金将实现新技术与泛规划设计、商业地产景观配套等的应用对接，改变传统地产开发的市场营销及产品展现模式，实现“VR/AR+”产业资源生态圈搭建，为生态城镇建设提供重要的技术要素及产业要素，具有较强的协同效应。

和君正德实力较强、VR 领域投资经验丰富。投资合作方和君正德在国内 VR 领域拥有成熟的科研力量及投资团队，为布局最早、投资最多的机构之一，其投资项目均有不俗表现。和君正德控股股东为和君集团，旗下的和君资本累计投资了 100 多家创新企业、拟上市企业和上市公司，荣获中国最佳新锐私募股权投资机构等称号；和君咨询是亚洲最大的咨询公司之一、积累了丰富的案例和经验，将助力公司寻找优质 VR 资源。

催化剂: VR/AR 技术具协同效应，和君正德 VR 领域投资实力较强

核心风险: VR/AR 投资进展不及预期，与设计资产等对接不及预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,297	5,007	3,814	4,568	5,535
(+/-)%	35%	17%	-24%	20%	21%
经营利润 (EBIT)	557	683	214	624	924
(+/-)%	21%	23%	-69%	192%	48%
净利润	399	428	-191	348	551
(+/-)%	34%	7%	-145%	283%	58%
每股净收益 (元)	0.72	0.78	-0.35	0.63	1.00
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.12	0.14	0.17

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	13.0%	13.6%	5.6%	13.6%	16.7%
净资产收益率 (%)	15.5%	14.5%	-6.7%	11.1%	15.3%
投入资本回报率 (%)	14.9%	15.0%	3.7%	13.7%	14.5%
EV/EBITDA	20.1	17.0	53.4	21.0	15.9
市盈率	32.7	30.4	-68.4	37.4	23.6
股息率 (%)	0.6%	0.8%	0.0%	0.4%	0.7%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.88

上次预测: 29.80

当前价格: 17.84

2016.02.16

交易数据

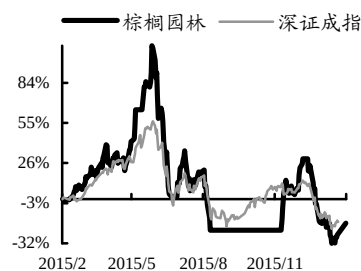
52 周内股价区间 (元)	14.36-48.20
总市值 (百万元)	9,826
总股本/流通 A 股 (百万股)	551/303
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	1172.45
日均成交值 (百万元)	261.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,411
每股净资产	8.01
市净率	2.2
净负债率	46.00%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.23	-0.08
Q2	0.17	0.33
Q3	0.28	-0.18
Q4	0.09	-0.42
全年	0.78	-0.35

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	-17%
相对指数	16%	25%	-7%

相关报告

《控股“贝尔高林”提升公司转型成功预期》
2015.11.26

《成立智慧城市研究院，转型生态小镇添新丁》
2015.07.21

《纳入互联网苗木平台，“3+1”体系再下一城》
2015.06.27

《以整合设计为前奏，复制生态小镇模式》
2015.06.04

《加大设计端整合，进军生态治理领域》

模型更新时间: 2016.02.15

股票研究

工业
建筑工程业

棕榈园林 (002431)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.88

上次预测: 29.80

当前价格: 17.84

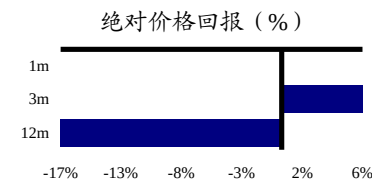
公司网址

www.palm-la.com

公司简介

公司一家以风景园林景观设计和营建为主业,具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业。

业务涵盖了风景园林项目建设的全过程,包括景观规划设计咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料的研发等。



52 周价格范围

14.36-48.20

市值 (百万)

9,826

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

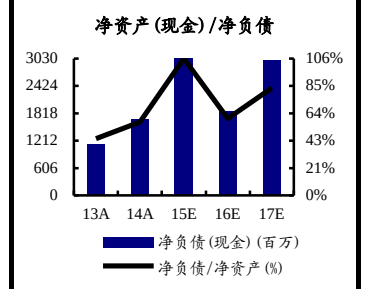
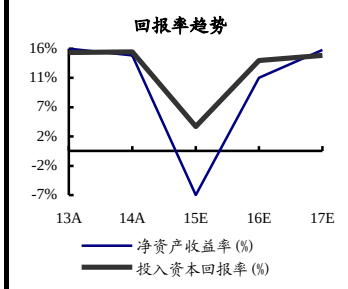
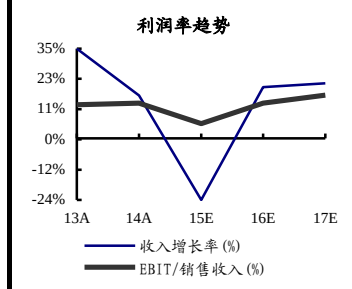
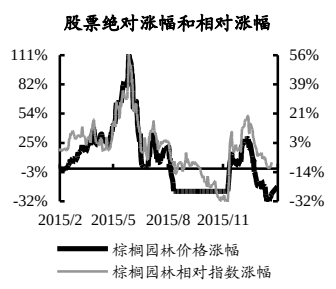
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	4,297	5,007	3,814	4,568	5,535
营业成本	3,293	3,826	3,163	3,483	4,065
税金及附加	145	152	116	138	168
销售费用	37	50	38	46	51
管理费用	265	297	284	277	327
EBIT	557	683	214	624	924
公允价值变动收益	0	0	-271	0	0
投资收益	53	40	15	20	25
财务费用	95	126	172	185	199
营业利润	475	523	-256	427	684
所得税	77	86	-44	75	118
少数股东损益	23	20	-9	17	26
净利润	399	428	-191	348	551
货币资金、交易性金融资产	763	663	663	1,315	1,315
其他流动资产	1	0	509	0	0
长期投资	647	926	1,206	1,355	1,454
固定资产合计	459	548	469	392	320
无形资产及其他资产	109	138	139	140	140
资产合计	7,179	9,362	10,144	10,145	12,535
流动负债	3,509	4,858	4,510	3,982	6,168
非流动负债	982	1,459	2,794	3,014	2,734
股东权益	2,580	2,956	2,850	3,143	3,601
投入资本(IC)	3,175	3,820	4,774	3,779	5,286
NOPLAT	472	572	175	518	767
折旧与摊销	43	56	87	85	82
流动资金增量	-1,754	265	-442	364	-1,675
资本支出	-108	-27	3	3	2
自由现金流	-1,347	866	-177	970	-824
经营现金流	-166	-264	-622	1,493	-770
投资现金流	-155	-268	-533	-126	-72
融资现金流	546	434	1,155	-715	842
现金流净增加额	225	-98	0	652	0
收入增长率	34.6%	16.5%	-23.8%	19.8%	21.2%
EBIT 增长率	21.4%	22.5%	-68.7%	191.8%	48.3%
净利润增长率	34.0%	7.4%	-144.5%	282.7%	58.4%
利润率					
毛利率	23.4%	23.6%	17.1%	23.7%	26.6%
EBIT 率	13.0%	13.6%	5.6%	13.6%	16.7%
净利率	9.3%	8.6%	-5.0%	7.6%	10.0%
净资产收益率(ROE)	15.5%	14.5%	-6.7%	11.1%	15.3%
总资产收益率(ROA)	5.6%	4.6%	-1.9%	3.4%	4.4%
投入资本回报率(ROIC)	14.9%	15.0%	3.7%	13.7%	14.5%
存货周转天数	308	395	550	470	466
应收账款周转天数	104	119	185	170	160
总资产周转天数	517	603	933	811	748
净利润现金含量	-0.42	-0.62	3.27	4.29	-1.40
资本支出/收入	3%	1%	0%	0%	0%
资产负债率	62.6%	67.5%	72.0%	69.0%	71.0%
净负债率	44.0%	56.9%	106.3%	59.7%	83.3%
PE	32.7	30.4	-68.4	37.4	23.6
PB	4.2	3.7	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	20.1	17.0	53.4	21.0	15.9
P/S	2.5	2.2	3.4	2.9	2.4
股息率	0.6%	0.8%	0.0%	0.4%	0.7%



VA/AR 行业方兴未艾。
和君正德投资 VR/AR
各标的均表现亮眼。

参考来自消费市场的信号(预计 2016 上半年 Oculus、三星、HTC 头盔将进入零售货架),以及 2015 年 VR/AR 行业各振奋人心的大事记(技术、经济、社会环境的助推等),行业的大爆发期或将到来。据 iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示,2015 年中国 VR/AR 行业市场规模为 15.4 亿元,预计 2016 年将达到 56.6 亿元,2020 年预计将超过 550 亿元。

表 1: 2015 年全球 10 大纪念性 VR 事件

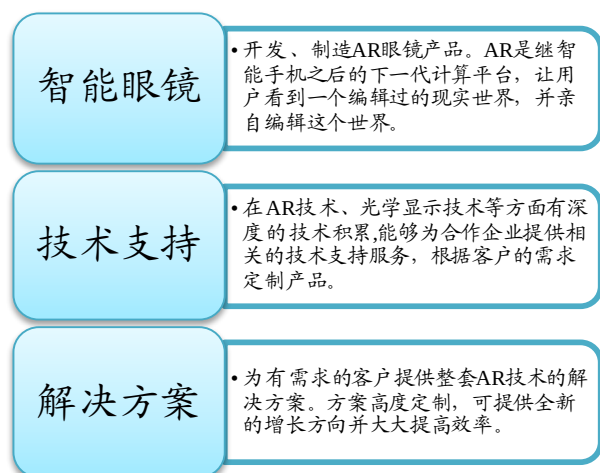
序号	详述
1	Google 宣布停止 Glass 项目, 同期微软发布 HoloLens, 宣布进入 AR/VR
2	Oculus 宣布 2016 年第一季度发售消费者版 Rift CV1, 并推出 Oculus Touch 外设
3	索尼宣布 Morpheus 更名为 PlayStation VR, 确定 2016 年初发售
4	HTC 宣布与 Valve 联手, 推出重量级头显设备 VIVE, 发售改为 2016 年 4 月
5	腾讯发布 miniStation 微游戏机, 宣布 VR 战略、平台、生态计划
6	MagicLeap 推出特效宣传视频, C 轮 10 亿美元融资计划现已完成 8 亿美元
7	Google 推出 Project Tango, 宣称安卓将会开发 VR 版本
8	国外出现 The VOID 与 Zero Latency, 国内出现超过 1000 家 VR 线下体验店, VR 娱乐化趋势明显
9	在中国, 多家 VR 一体机陆续开始进入量产阶段
10	三星推出 GearVR 第二代, 支持 Note5 及 S6 系列手机, 价格降为 99 美元, 11 月末初售告罄

数据来源: 可穿戴设备网, 国泰君安证券研究

和君正德目前已投资加你科技(北京加你科技有限公司)、指挥家(指挥家(厦门)智能科技有限公司)、乐客 VR(北京乐客灵境科技有限公司)、第十区(深圳市明海云创科技服务有限公司)四个项目, 表现均较为亮眼。

加你科技专注于 AR 眼镜的光学解决方案, 让 AR 眼镜获得普通眼镜一样的形态, 团队已经突破行业多年技术瓶颈, 掌握并实现 AR 眼镜的核心光学技术, 达到行业领先的技术水平。

图 1: 加你科技提供 AR 眼镜及技术、方案的服务



数据来源: 加你科技官网, 国泰君安证券研究

图 2: AR 眼镜可应用于在驾驶、娱乐等领域



数据来源: 爱卡汽车网、36Kr 等, 国泰君安证券研究

指挥家专注于研发、设计和销售虚拟现实, 3D 肢体动作识别、控制系统等人机交互技术。指挥家将虚拟现实交互技术融入到地产营销环节

中，首创“VR+房产”的创新地产营销方式(实现“沉浸感”体验)，帮助地产商制作优质的VR样板房。目前，指挥家已与国内10余家地产商合作，15个城市首发，制作了50多个虚拟样板房项目。

VR地产包括VR样板房和VR小区。购房者无需等到样板房及景观示范区的落成，只要戴上VR设备，便能“走入VR样板房”，体验数年之后才能落成的建筑主体内外和小区全景。

图 3：应用 VR 交互系统打造的厦门海天堂构项目



数据来源：指挥家官网

注：右图之所以画面感觉较模糊且屏幕上画面感觉有色差，是因为 Oculus 采用了目前分辨率最高的屏幕进行显示，只是由于需要通过双目透镜来扩大视野，因此视野周边的分辨率会略有下降。另外，由于不同波长的光线(红蓝绿光)通过透镜的折射率不同，Oculus SDK 中的算法提前将图像的红蓝绿光线进行纠正，故通过透镜看到的是无色差的图像，而在屏幕上看到的是红蓝纠正后的图像。(摘自指挥家官网 Q&A)

图 4：海天堂构俯视场景(VR 视角)



数据来源：指挥家官网

乐客 VR 针对 VR 游乐细分领域进行突破，以 VR 软硬件控制平台为核心，实现内容开发和整合，建立一条 VR 游乐、影视等方向的线下内容分发平台，通过云端控制内容分发及票房分成(依靠自身强大内容制作团队推出众多全新 VR 游戏)。目前乐客 VR 解决方案集成的硬件外设已服务了近千家体验店，遍布北上广深等一线城市和其他二三线城市。

图 5：乐客 VR 线下体验平台 VRLe 成为展会热门



数据来源：雷锋网

图 6：蛋壳动感座椅可无缝搭载各类 VR 游戏

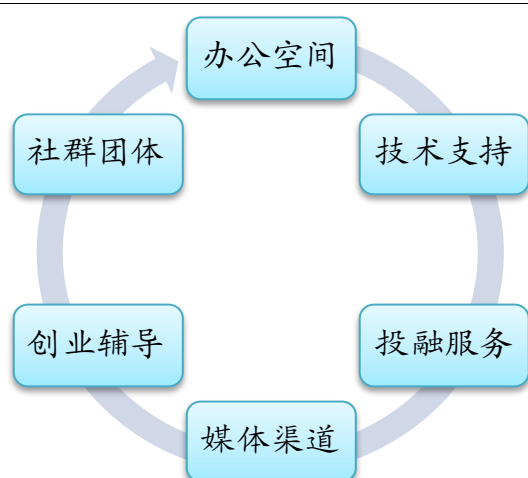


数据来源：壹漫创意

第十区专注于 VR/AR 产业的垂直连锁孵化器，整合了多家行业投资机构、科研和技术团队、创业服务机构等资源，全力培育 VR 生态环境，扶持和发掘优秀的项目。据棕榈园林公司公告，第十区于 2015 年内已覆盖北上广深一线城市、加杭州布点，实现 5 个实体孵化空间联动；2016 年预计覆盖 VR/AR 创业者重点聚集城市，孵化空间将增至 10 个，将整合全国乃至全球 VR/AR 相关产业资源；预计未来三年内扶持、投资 200 家以上 VR/AR 创业公司和入孵 VR/AR 企业。

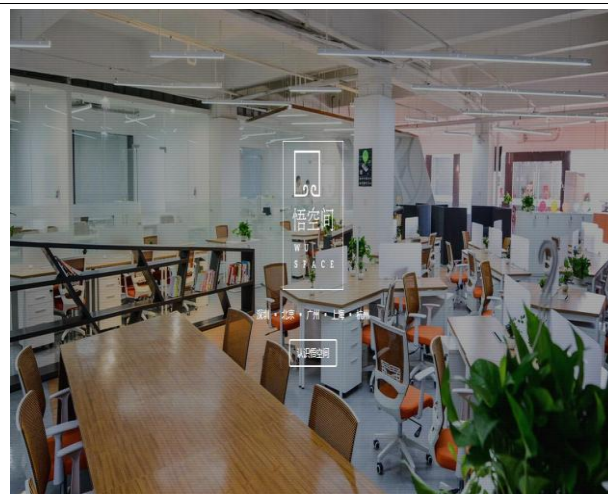
在关注 VR/AR 领域之前，第十区的创始团队在全国运营超过 20 家孵化器、服务过超过 500 家中小、创业公司。整体团队还拥有 10 年以上地产领域经验和 8 年以上风投、私募和国际投资银行的工作经验。

图 7：第十区服务内容涵盖六大板块



数据来源：第十区官网，国泰君安证券研究

图 8：第十区提供全方位服务的联合创业空间



数据来源：第十区官网

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		