

2020年02月21日

岭南股份 (002717.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

外延扩张文旅起航,分拆上市值得期待

■内生外延双轮驱动,业务结构持续优化。上市之初,公司主要从事园林绿化业务;2015年开始,公司进行“二次创业”,通过外延扩张大力布局文化旅游和水务治理业务板块,先后收购了恒润科技、德马吉、新港永豪等公司,公司华丽蜕变为生态环境、园林建设和文旅投资运营综合服务商。目前,公司拥有有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质等多个资质,构建了生态园林、水务治理和文化旅游三大业务板块,其中水务治理和文旅业务增速快,2018年水务治理业务营业收入同比增长280%,文化旅游业务营业收入同比增长56%。公司业务结构持续优化,文旅业务利润占比持续提高。2018年公司生态园林、水务治理和文化旅游三大业务营业收入占比分别为49%、39%和16%,毛利占比分别为41%、32%和27%,文旅业务对公司业绩贡献显著提升。

■园林行业迎来阵痛,顺势调整发展战略。园林行业最大“痛点”——垫资,垫资造成园林公司应收账款、存货和长期应收款高企,经营性现金流持续恶化。为了维持公司持续增长,园林公司必须通过不断融资来满足发展的需求。2017年以来,国家出台了金融去杠杆系列政策,园林行业依托融资成长模式难以为继,现金流压力与日俱增。同时,国家出台了“50号文”、“87号文”和“92号文”等PPP规范整顿政策,不规范的PPP项目被迫出清,给行业发展带来潜在风险。2018-2019年园林行业业绩“深蹲”,不少公司业绩大幅下滑或严重亏损,公司也无法“幸免”。公司顺势调整发展战略,主动放缓工程业务推进和接单,同时加大现金流管理,防控经营性风险和现金流风险,同时降低大股东质押率,增强控股股东的抗风险能力。目前,公司融资环境改善,新签订单恢复增长,有望率先止跌企稳,引领行业走出低谷。

■文旅业务强势起航,核心公司业绩靓丽。2015年以来,公司围绕“二次创业”既定战略,通过并购重组等方式先后收购了恒润科技、德马吉、微传播等公司股权,持续加码文化旅游业务板块。恒润科技是国内领先的主题文化旅游创制服务运营商,专注于沉浸式游乐设备系统的研发、设计、生产与系统集成,2018年实现营业收入7.35亿元,净利润1.40亿元。德马吉是全球品牌创意营销专业运营服务商,主要从事全球会展营销服务、全球品牌运营活动和展厅展馆空间设计施工,2018年实现净利润0.46亿元。微传播是优质的互联网营销平台,致力于为客户提供社交网络及新媒体整合营销服务解决方案,2018年实现营业收入4.02亿元,净利润1.08亿元。公司文旅业务强势起航,核心公司业绩靓丽,2018年公司文旅板块贡献的收入合计13.95亿元,毛利润5.91亿元,权益净利润2.04亿元。

■分拆上市序幕开启,公司具备分拆条件。2019年3月证监会发布《科创板上市公司持续监管办法(试行)》,明确提出达到一定规模的上市公司,可以依据有关规定,分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。2019年8月证监会公布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》的

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **7元**
股价(2020-02-20) **5.70元**

交易数据

总市值(百万元)	8,567.95
流通市值(百万元)	5,913.81
总股本(百万股)	1,535.47
流通股本(百万股)	1,059.82
12个月价格区间	4.32/10.15元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.36	5.07	-27.73
绝对收益	-14.29	21.3	5.99

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

岭南股份: 恒润集团改制方案确定, 文旅板块有望助力估值提升/苏多永	2020-01-20
岭南股份: 现金流改善, 多元化布局将受益政策面复苏及区域建设/苏多永	2019-10-30
岭南股份: 业务结构持续优化, 未来增长值得期待/王鑫	2019-03-26

征求意见稿，首次对分拆上市的定义、门槛、要求等内容做了详细规定。2019年12月证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，分拆上市的盈利门槛要求降至6亿元，分拆上市可以是整个A股市场，分拆上市政策落地。根据分拆上市政策规定，拟分拆的上市公司必须具备：（1）境内上市满3年；（2）最近3个会计年度连续盈利，且归母净利润累计不低于6亿元；（3）拟分拆子公司净利润占比不超过50%，净资产不超过30%。公司基本符合分拆上市条件，且子公司恒润科技已经完成股改。

■盈利预测与投资建议：预计2019-2021年公司归属于母公司股东净利润分别为4.28亿元、4.93亿元和5.91亿元，分别同比增长-45%、15%和20%；EPS分别为0.28元、0.32元和0.38元，对应2020年2月20日的收盘价PE分别为20.43倍、17.76倍和14.80倍，PB分别为1.6倍、1.5倍和1.4倍。“二次创业”以来，公司业务结构持续优化，公司已经由“城市景观运营商”向“生态园林、水务治理和文化旅游综合服务商”蜕变。公司通过内生增长和外延扩张实现了任务多元化，增强了核心竞争力，提升了抗风险能力，随着水务治理和文化旅游业务新签订单的提速，公司业绩有望触底回升，引领园林行业走出低谷。同时，公司具备分拆上市条件，有望分享分拆上市的政策红利。看好公司业绩触底回升和文化旅游板块对公司估值提升，维持公司“买入-A”的评级，目标价7元，对应2020年约21.8倍PE。

■风险提示：PPP政策变动，项目推进不及预期，订单不及预期，业绩持续下滑，分拆上市受阻等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,778.7	8,842.9	8,201.8	8,887.3	9,468.3
净利润	509.3	778.7	428.2	492.6	591.1
每股收益(元)	0.33	0.51	0.28	0.32	0.38
每股净资产(元)	2.36	2.93	3.47	3.77	4.09

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	17.2	11.2	20.4	17.8	14.8
市净率(倍)	2.4	1.9	1.6	1.5	1.4
净利润率	10.7%	8.8%	5.2%	5.5%	6.2%
净资产收益率	14.1%	17.3%	8.0%	8.5%	9.4%
股息收益率	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
ROIC	38.6%	32.6%	14.6%	12.4%	12.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：打造生态人文体验产业链.....	5
1.1. 发展历程：内生外延，华丽蜕变.....	5
1.2. 业务结构：文化旅游高歌猛进，水务治理高速增长.....	5
1.3. 盈利能力：毛利率逐年下降，ROE 持续提升.....	6
2. 园林行业迎来阵痛，顺势调整发展战略.....	7
2.1. 金融去杠杆带来行业阵痛，行业龙头纷纷倒下.....	7
2.2. PPP 规范政策来袭，园林公司业绩深蹲.....	7
2.3. 顺势调整发展战略，引领行业走出低谷.....	8
3. 文化旅游强势启航，核心公司业绩靓丽.....	9
3.1. 并购重组外延扩张，文化旅游强势启航.....	9
3.2. 恒润科技：国内领先的主题文化旅游创制服务运营商.....	9
3.3. 德马吉：全球品牌创意营销专业运营服务商.....	10
3.4. 微传播：优质的互联网营销平台.....	11
4. 分拆上市大幕开启，公司具备分拆条件.....	12
4.1. 分拆上市政策落地，分拆上市大幕开启.....	12
4.2. 公司具备分拆条件，恒润科技股改完成.....	13
5. 投资建议：业绩触底有望回升，分拆上市值得期待.....	13
5.1. 盈利预测：业绩触底有望回升，文旅业务再度启航.....	13
5.2. 公司估值：文旅业务提升空间，估值优势较为显著.....	14
5.3. 投资建议.....	15
5.4. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司发展历程及大事件.....	5
图 2：2016-2018 年公司各板块业务营收（万元）.....	6
图 3：2016-2018 年公司各板块毛利润（万元）.....	6
图 4：2019 年中报公司各板块营收及增速（亿元，%）.....	6
图 5：2019 年中报可比公司净利润比较（亿元）.....	6
图 6：2015-2019.9 月公司毛利率和净利率（%）.....	7
图 7：2016-2018 年公司 ROE 水平（%）.....	7
图 8：2017 年财政部出台的主要 PPP 规范政策.....	8
图 9：2018 年可比公司净利润比较（亿元）.....	9
图 10：2019 年前 3 季度可比公司净利润比较（亿元）.....	9
图 11：德玛吉主营业务内在关系示意图.....	11
图 12：分拆上市政策演变示意图.....	12
图 13：A 股市场分拆上市主要条件要求.....	13
图 14：公司满足分拆上市主要条款.....	13
图 15：公司投资逻辑.....	15

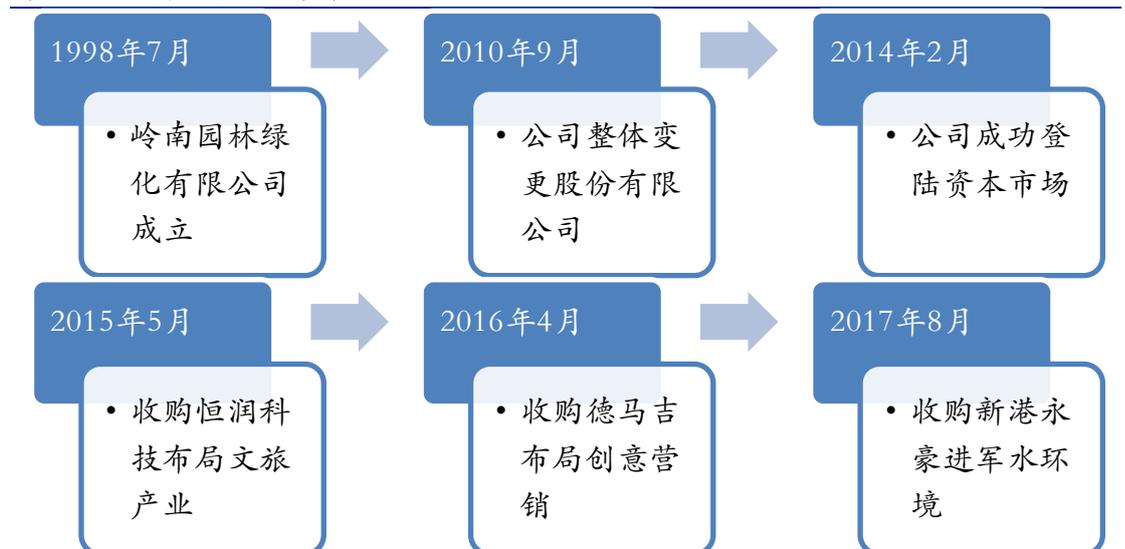
表 1: 园林类公司股权出让一览表.....	7
表 2: 园林类上市公司 2016-2019 年 3 季度业绩及 2019 年业绩预告 (单位: 亿元)	8
表 3: 2015-2017 年公司重要的并购事件及标的资产的业绩情况.....	9
表 4: 股改完成后恒润科技的注册资本金及股东构成 (单位: 万元)	10
表 5: 恒润科技 2014-2018 年业绩、业绩承诺完成情况及业绩增长率 (单位: 万元)	10
表 6: 德玛吉 2015-2018 年实际业绩、业绩承诺完成情况及符合增长率 (万元)	11
表 7: 微传播 2015-2018 年营业收入、净利润、资产负债率及现金流情况.....	11
表 8: 公司各业务板块业务及其增速、公司业绩预测.....	14
表 9: 可比公司估值水平对比表.....	14

1. 公司简介：生态园林、水务治理和文化旅游综合服务商

1.1. 发展历程：内生外延，华丽蜕变

岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“岭南股份”或“公司”）的前身为成立于1998年7月的东莞市岭南园林绿化有限公司，2010年9月完成股改整体更名为股份有限公司，2014年2月成功登陆资本市场。2015年5月公司收购上海恒润数字科技股份有限公司（以下简称“恒润科技”）的全部股权，迈出了公司外延扩张第一步，实现了园林与文旅两大业务板块的协调发展。2016年4月公司收购德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）的全部股权，进入品牌创意营销领域，延伸了文旅产业链。2017年8月公司收购了北京市新港永豪水务工程有限公司（以下简称“新港永豪”）的75%股权，2018年9月再次收购新港永豪15%的股权，加码水务水环境业务，实现了生态环境与园林建设的业务协同。经过20多年的内生增长和外延扩张，公司从一家“城市景观运营商”转变为集“生态环境与园林建设、文化与旅游、投资与运营”为一体的大型企业集团，拥有水利水电施工总承包一级资质、国家风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包一级资质、展览陈列工程设计与施工一体化一级资质等多个工程资质，在生态文旅建设方面多次获得国家级大奖项，华丽蜕变为全国领先的生态园林、水务治理和文化旅游综合服务商。

图1：公司发展历程及大事件



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 业务结构：文化旅游高歌猛进，水务治理高速增长

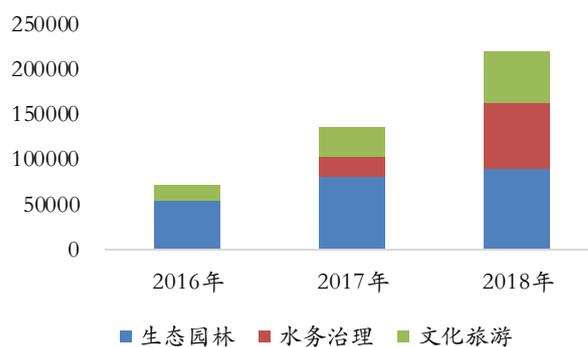
2015年以来，公司积极进行“二次创业”，围绕“生态环境+文化旅游”两大产业发展方向，着力优化产业结构。经过五年的不懈努力，公司初步形成了生态园林、水务水环境治理和文化旅游三大业务板块，各业务板块协调效应显著，呈现出生态园林稳步增长，文化旅游高歌猛进，水务治理高速增长的产业发展态势。公司生态园林业务营业收入从2016年的22.11亿元增长至2018年的42.99亿元，毛利从2016年的5.53亿元增长至2018年的9.06亿元，复合增长率分别为39%和28%；文化旅游业务营业收入从2016年的3.57亿元增长至2018年的13.93亿元，毛利从2016年的1.73亿元增长至2018年的5.91亿元，复合增长率分别为98%和85%；水务治理业务营业收入从2017年的8.29亿元增长至2018年的31.50亿元，毛利从2017年的2.16亿元增长至2018年的7.16亿元，分别同比增长280%和232%；2018年公司生态园林、水务治理和文化旅游三大业务营业收入占比分别为49%、39%和16%，毛利润占比分别为41%、32%和27%，水务治理和文化旅游业务营业收入和毛利润占比合计均超过50%，公司业务结构日益优化。

图 2：2016-2018 年公司各板块业务营收（万元）



资料来源：wind,安信证券研究中心

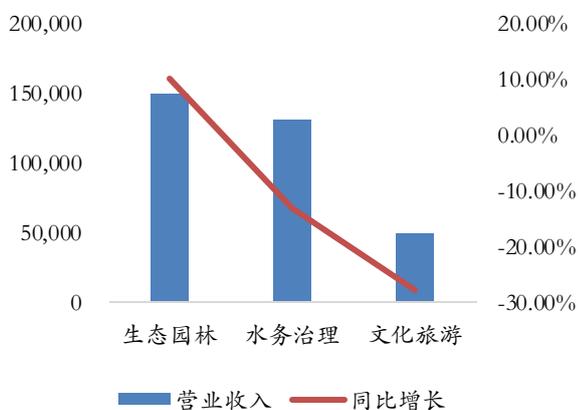
图 3：2016-2018 年公司各板块毛利润（万元）



资料来源：wind,安信证券研究中心

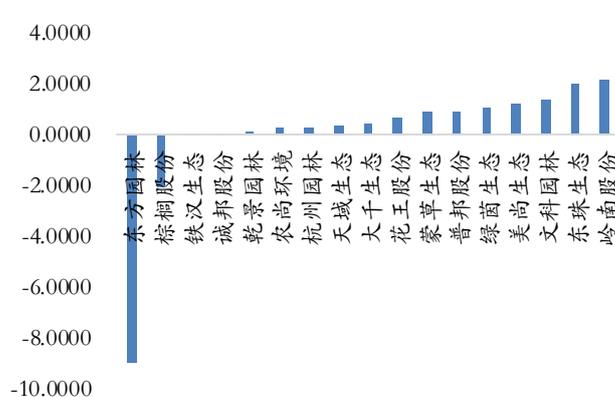
2019 年以来，公司针对市场环境、融资环境、行业政策和公司财务状况等方面的变化，及时调整了经营策略，控制甚至压缩业务规模，2019 年 1-6 月公司营业收入和各业务板块均出现较大幅度下降，但相对于可比上市公司，公司业绩仍堪称“优秀”。2019 年 1-6 月公司实现营业收入 33.04 亿元，实现毛利润 8.62 亿元，分别同比下降 7%和 9%，其中生态园林实现营业收入 14.94 亿元，实现毛利润 3.73 亿元，分别同比增长 10%和 17%；水务治理实现营业收入 13.15 亿元，实现毛利润 2.78 亿元，分别同比下降 13%和 17%；文化旅游实现营业收入 4.95 亿元，实现毛利润 2.11 亿元，分别同比下降 28%和 29%。虽然生态园林业务占比在 2019 年中报出现了显著提升，但从公司新签订单结构来看，未来公司文化旅游和水务治理仍将持续发力，业务占比有望进一步提高。

图 4：2019 年中报公司各板块营收及增速（亿元，%）



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 5：2019 年中报可比公司净利润比较（亿元）

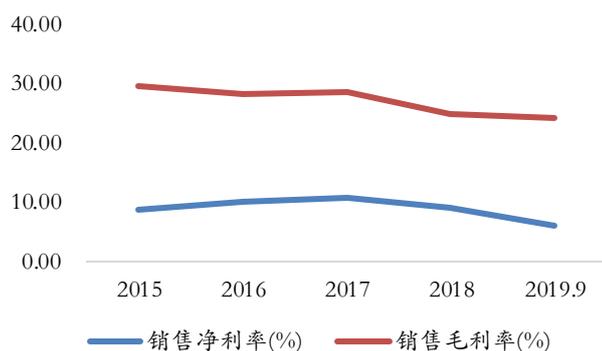


资料来源：wind,安信证券研究中心

1.3. 盈利能力：毛利率逐年下降，ROE 持续提升

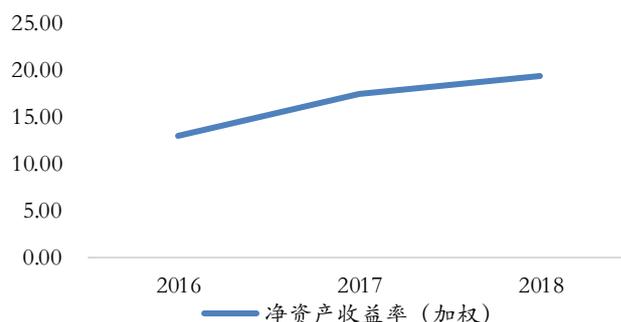
2016 年以来，公司销售毛利率整体呈现逐年下降的态势。2016-2019 年 9 月公司销售毛利率分别为 28.28%、28.74%、25.02%和 24.37%，公司毛利率下降主要原因是水务治理业务毛利率相对较低，2017-2019 年 6 月水务治理业务毛利率分别为 26.05%、22.74%和 21.15%，分别低于同期公司销售毛利率。公司销售净利率也呈现出下降趋势，2016-2019 年 9 月公司销售净利率分别为 10.17%、10.83%、9.04%和 5.98%。公司 ROE 水平持续提高，2016-2018 年公司加权 ROE 分别为 12.87%、17.51%和 19.38%，反映出公司杠杆经营提升了股东回报率。

图 6：2015-2019.9 月公司毛利率和净利率 (%)



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 7：2016-2018 年公司 ROE 水平 (%)



资料来源：wind,安信证券研究中心

2. 园林行业迎来阵痛，顺势调整发展战略

2.1. 金融去杠杆带来行业阵痛，行业龙头纷纷倒下

园林行业最大“痛点”——垫资，垫资造成园林公司应收账款、存货和长期应收款高企，经营性现金流持续恶化。为了维持公司持续增长，园林公司必须通过不断融资来满足发展的需求。当资产负债率提高至一定高度，园林公司需要进行权益融资以降低负债率和为下一轮扩张做准备，因此园林公司对金融市场具有高度依赖性。2017 年以来，我国持续出台了金融去杠杆政策，尤其是 2018 年金融去杠杆对园林行业产生巨大深渊影响，园林公司发展所必需的债务资金无法得到满足，甚至部分公司还面临抽贷现象，资金压力骤然增加。同时，权益融资和债券融资均受到资本市场的严重影响，除个别公司完成可转债融资外，定向增发和发行债券越发困难。在这种金融环境下，东方园林、棕榈股份等大股东易位，铁汉生态、蒙草生态等不得不引进战略股东缓解大股东资金压力。

表 1：园林类公司股权出让一览表

证券简称	时间	股权出让属性	引入战投方/ 变更后实控人	战投方/ 实控人 持股比例
棕榈股份	2019-4-1	变更实控人	河南省豫资保障房管理运营有限公司	13.10%
东方园林	2019-11-2	变更实控人	北京市盈润汇民基金管理中心	5.00%
美晨生态	2018-11-11	变更实控人	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	21.46%
			诸城市经济开发投资公司	5.40%
铁汉生态	2019-1-2	引入战投	深圳市投资控股有限公司	5.00%
蒙草生态	2019-1-18	引入战投	内蒙古金融资产管理有限公司	5.59%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. PPP 规范政策来袭，园林公司业绩深蹲

2017 年以来，PPP 迎来了规范整顿。2017 年 4 月财政部印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），严禁以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁利用 PPP 和基金违规举债，同时不得承诺回购资本金、最低收益、不得承担资本金损失等。2017 年 5 月财政部印发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严禁将铁路、公路、机场、水利等建设工程作为购买服务项目，严禁将金融机构、融资租赁公司等提供融资行为纳入采购范围。2017 年 11 月财政部印发《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号），规范 PPP 项目运作，防止异化为新的融资平台，坚决遏制隐性债务风险增量，同时严格新项目入库标准，集中清理不规范项目。2017 年国家拉开了 PPP 整顿大幕，PPP 整顿政策集中出台对于打击伪 PPP 项目起到了积极作用，2018 年管理库共清退项目 2557 个，

涉及投资额 3 万亿元。

图 8：2017 年财政部出台的主要 PPP 规范政策



资料来源：财政部等官网，安信证券研究中心

2016-2017 年园林公司借助 PPP 模式实现了新签订单的高速增长和业绩加速释放，东方园林净利润分别同比增长 130%和 60%，蒙草生态净利润分别同比增长 113%和 149%，铁汉生态净利润分别同比增长 70%和 45%。随着 PPP 规范政策的出台，PPP 规范整顿越来越严厉，不仅影响到增量项目，甚至存量项目也受到冲击，再加上融资环境的变化，园林上市公司经营出现困难，不少园林公司业绩“深蹲”，甚至亏损。2018 年东方园林、蒙草生态和铁汉生态的净利润分别同比下降 27%、76%和 60%，东方园林 2019 年 1-9 月亏损 8.9 亿元，蒙草生态预计 2019 年净利润同比下降 55%-85%，铁汉生态预计 2019 年亏损 8.85 亿元-8.90 亿元。从其他园林公司来看，2019 年业绩大多不乐观，美尚生态预计 2019 年业绩下滑 18%-48%，棕榈股份预计 2019 年亏损 6.60 亿元-9.85 亿元，普邦园林预计 2019 年亏损 8.60 亿元-12.20 亿元。

表 2：园林类上市公司 2016-2019 年 3 季度业绩及 2019 年业绩预告（单位：亿元）

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 季度	2019 年全年预告
东方园林	130.15	60.82	(28.35)	(191.39)	-3.5 亿元至 1.0 亿元
蒙草生态	113.05	138.02	(72.75)	(65.01)	下降 55%-85%
棕榈股份	162.29	151.69	(84.05)	(629.80)	亏损 6.60 亿元-9.85 亿元
普邦股份	(46.17)	64.64	(72.64)	(25.19)	亏损 8.60 亿元-12.20 亿元
美尚生态	89.48	36.02	36.11	(12.78)	下滑 18%-48%
花王股份	6.11	163.78	(40.37)	(28.25)	暂无预告
天域生态	11.92	10.40	(24.45)	(26.38)	暂无预告
乾景园林	(14.22)	9.19	(125.11)	19.01	盈利 0.18 亿元-0.28 亿元
诚邦股份	92.84	12.86	(18.08)	(45.35)	暂无预告
铁汉生态	73.95	43.38	(60.49)	(97.44)	亏损 8.85 亿元-8.90 亿元
岭南股份	54.99	98.17	54.42	(46.12)	暂无预告

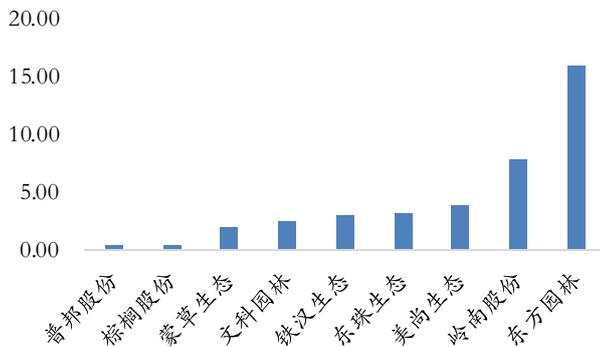
资料来源：WIND，安信证券研究

2.3. 顺势调整发展战略，引领行业走出低谷

上市以来，公司积极进行“二次创业”，通过外延扩张实现了在文化旅游和水务环境等领域的布局，是“园林+”的杰出代表，实现了业务的多元化，增强了抗风险能力。2018 年东方园林、铁汉生态、蒙草生态等行业龙头已经出现了经营上困难，但公司依然处于高速增长阶段，全年实现了 54%的业绩增速。同时，园林上市公司融资陷入困境，东方园林发债遇冷，

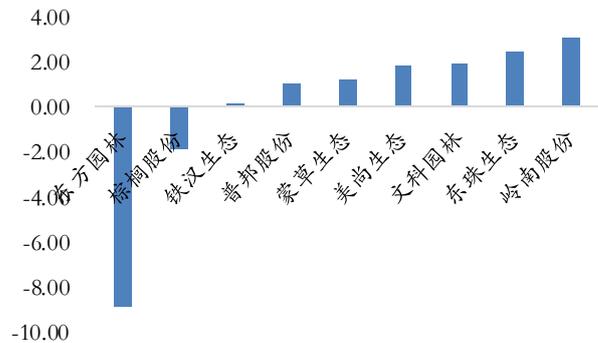
蒙草生态可转换债券被否，而公司却实现了6.6亿元的可转换债券融资，为公司发展提供了必要的资金。2019年公司顺势调整发展战略，主动放缓工程业务推进和接单，同时加大现金流管理，防控经营性风险和现金流风险，同时降低大股东质押率，增强控股股东的抗风险能力。2019年公司业绩虽然出现了较大幅度的下滑，但2019年1-9月公司归母净利润仍高达3.05亿元，位居行业可比公司第一位。目前，公司融资环境改善，新签订单恢复增长，有望率先止跌企稳，引领行业走出低谷。

图 9：2018 年可比公司净利润比较（亿元）



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 10：2019 年前 3 季度可比公司净利润比较（亿元）



资料来源：wind, 安信证券研究中心

3. 文化旅游强势启航，核心公司业务靓丽

3.1. 并购重组外延扩张，文化旅游强势启航

2015 年以来，公司围绕“二次创业”既定战略，通过并购重组等方式先后收购了恒润科技、德马吉、微传播(北京)网络科技股份有限公司（以下简称“微传播”）和四次元等公司股权，持续加码文化旅游业务板块。2015 年 5 月公司以 5.5 亿元现金支付收购恒润科技 100% 的股权，成功切入主题公园、文化旅游等业务领域；2016 年 4 月公司以发行股份收购资产方式并入德马吉，成功切入品牌创意领域；2017 年 9 月公司现金支付方式收购微传播 23.3% 的股份，并于 2017 年 10 月再次以现金支付方式收购微传播 3.76% 的股权，切入社交网络及新媒体整合营销领域。为了加强恒润科技、德马吉和微传播等公司业务协调，做大做强文化旅游业务板块，提升文旅综合竞争力，公司组建了恒润文化集团，文旅板块实现集团化运营，发展目标初步形成，文化旅游业务板块纳入集团化管理，文化旅游板块强势启航。2018 年恒润科技实现营业收入 7.35 亿元，净利润 1.40 亿元；德马吉未公布营业收入，但公布的净利润为 0.46 亿元；微传播实现营业收入 4.02 亿元，净利润 1.08 亿元；2018 年文旅板块贡献的收入合计 13.95 亿元，毛利润 5.91 亿元，权益净利润达到 2.04 亿元。

表 3：2015-2017 年公司重要的并购事件及标的资产的业绩情况

收购首次披露日	交易标的	2018 年末 持股比例	交易总价值 (万)	扣非净利润 (万元)	
				2017	2018
2017/9/5	微传播	21.86%	24,717	11,820	13,184
2016/4/19	德马吉	100%	37,500	3,538	4,453
2015/5/20	恒润科技	96.19%	55,000	8,103	10,446
合计			117,217	23,461	28,083

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 恒润科技：国内领先的主题文化旅游创制服务运营商

恒润科技是恒润文化集团的核心子公司，成立于 1998 年，2020 年 1 月进行股改拟整体变更为股份公司——上海恒润数字科技集团股份有限公司，注册资金 2.1 亿，其中岭南股份持股 90.03%。恒润科技主要是国内较早开展高科技文化创意产品业务的公司，拥有文化科技、主题

旅游及文化影视三大业务板块，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。恒润科技一直深耕于高端沉浸式游乐设备系统行业，主要面向主题乐园、旅游景区、科博场馆、政府办公机构及其他商业场所，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，能够为多个行业提供高品质、全产业链的主题文化旅游创智服务。

表 4：股改完成后恒润科技的注册资本金及股东构成（单位：万元）

序号	名称	出资额	比例
1	岭南生态文旅股份有限公司	18,906.40	90.03%
2	合肥泽恒企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	800	3.81%
3	安徽省中安海外技术引进投资合伙企业（有限合伙）	766.5	3.65%
4	合肥市创新科技风险投资有限公司	94.5	0.45%
5	滁州中安创投新兴产业基金合伙企业（有限合伙）	189	0.90%
6	宁波梅山保税港区春阳启杨股权投资合伙企业（有限合伙）	243.6	1.16%
合计		21,000	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司收购恒润科技后，一方面通过增资、股东借款等方式增强恒润科技的资本实力，另一方面加大了文化旅游与园林建设的协调，恒润科技凭借先进的技术、优质的产品和领先的理念快速成长。2014 年恒润科技营业收入 14534 万元，扣非后净利润 2075 万元；2018 年恒润科技营业收入 73511 万元，扣非后净利润 13184 万元；2014-2018 年恒润科技营业收入的复合增长率 49.97%，扣非后净利润复合增长率 58.77%，四年的业绩完成率分别为 104%、107%、164%和 152%，恒润科技业绩连续四年超预期增长。2019 年公司制定了稳扎稳打、稳步经营的经营策略，恒润科技根据母公司要求及时调整了经营思路，营业收入和净利润均明显下降，但不改恒润科技良好的成长性。2020 年以来，恒润科技已经中标了南京龙之谷飞翔影院，江西图书馆球幕影院、影片定制和展项，青海自然博物馆 4D 科普影院和影片制作，余杭科技馆 4D 特效影院和扬州华侨城“魔幻剧场和小小世界（骑乘类）”等项目，项目总额超过了 1 亿元，预计 2020 年恒润科技有望再次实现高速增长。

表 5：恒润科技 2014-2018 年业绩、业绩承诺完成情况 & 业绩增长率（单位：万元）

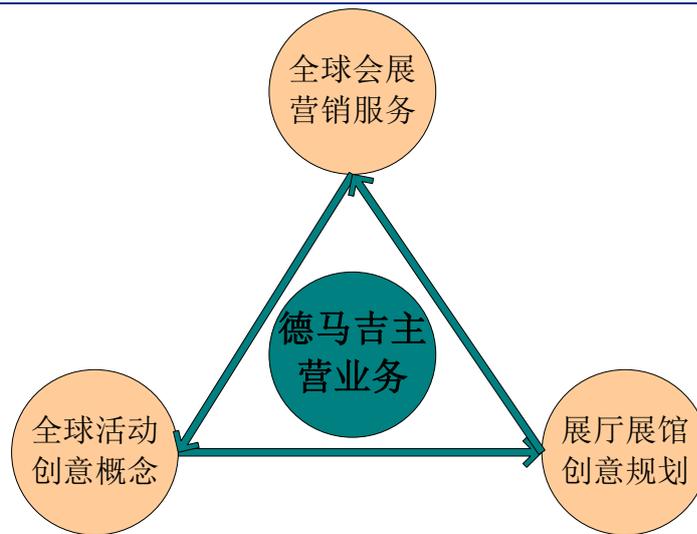
	2014	2015	2016	2017	2018	2014-2018 年复合增长率
营业收入	14534	22172	30980	62982	73511	49.97%
实际扣非后净利润	2075	4368	5860	11820	13184	58.77%
承诺扣非净利润	-	4200	5500	7200	8660	27.28%
承诺业绩完成率	-	104%	107%	164%	152%	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 德马吉：全球品牌创意营销专业运营服务商

德马吉成立于 2004 年 10 月，是一家致力于全球品牌创意营销的专业性展示服务公司。德马吉依托建立在全球 5 大洲展览研究中心以及全球 8 大设计中心（德国、美国、日本、意大利、荷兰、波兰、迪拜、中国）的优势，在英国、法国、印度、巴西、南非、新加坡、迪拜、俄罗斯、西班牙等 40 多个国家和 180 多个地区设有服务网点，构建核心团队以及产业链一体化服务，致力于全球会展营销服务、全球品牌运营活动和展厅展馆空间设计施工一体化三大文化创意产业，实现品牌创意营销全球化覆盖。德马吉的业务主要包括：（1）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会，为世界 500 强企业提供全球化一站式会展服务；（2）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；（3）展厅展馆创意规划。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。

图 11：德玛吉主营业务内在关系示意图



资料来源：德玛吉官网，安信证券研究中心

德玛吉是岭南文化旅游板块重要子公司，与恒润科技具有显著的业务协同性，打通了产业链的上下游，同时也助力德玛吉更快的成长。公司收购德玛吉之后，德玛吉主营业务明显加速，2015-2018 年德玛吉扣非后净利润分别为 979 万元、2618 万元、3538 万元和 4453 万元，2016-2018 年承诺业绩完成率分别为 105%、109%和 105%，超额完成了业绩对赌。

表 6：德玛吉 2015-2018 年实际业绩、业绩承诺完成情况及符合增长率（万元）

	2015	2016	2017	2018	2015-2018 年复合增长率
实际扣非后净利润	979	2618	3538	4453	65.69%
承诺扣非净利润	-	2500	3250	4225	30.00%
承诺业绩完成率	-	105%	109%	105%	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 微传播：优质的互联网营销平台

微传播成立于 2003 年 12 月，是专业的互联网营销及互联网广告服务提供商，拥有强大的技术开发团队和良好的销售团队，根据公司官网内容，公司为超过 5 万名广告主用户提供社交网络及新媒体整合营销服务解决方案。2015 年 8 月，微传播推出互联网自媒体营销及广告业务，掌握超过 20 万个自媒体资源，通过与众多社会化媒体营销红人深度合作，自媒体网络营销及广告业务快速增长，带动微传播营业收入和净利润的高速增长。2015-2018 年微传播营业收入分别为 4929 万元、10609 万元、34783 万元和 41032 万元，分别同比增长 6362%、115%、228%和 18%；归属于母公司股东净利润分别为 1687 万元、4762 万元、8327 万元和 10762 万元，分别同比增长 915%、182%、75%和 29%。微传播负债率低，2015-2018 年资产负债率分别为 10.02%、15.42%、29.41%和 12.21%；现金流好，2015-2018 年经营性净现金流量分别为 2631 万元、3049 万元、6101 万元和 3425 万元。

表 7：微传播 2015-2018 年营业收入、净利润、资产负债率及现金流情况

财务指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入（万元）	4929	10609	34783	41032
同比(%)	6363	115	228	18
归属母公司股东的净利润（万元）	1687	4762	8327	10762
同比(%)	915	182	75	29
资产负债率(%)	10.02	15.42	29.41	12.21
经营活动产生的现金流量净额差额(万元)	2631	3049	6101	3425

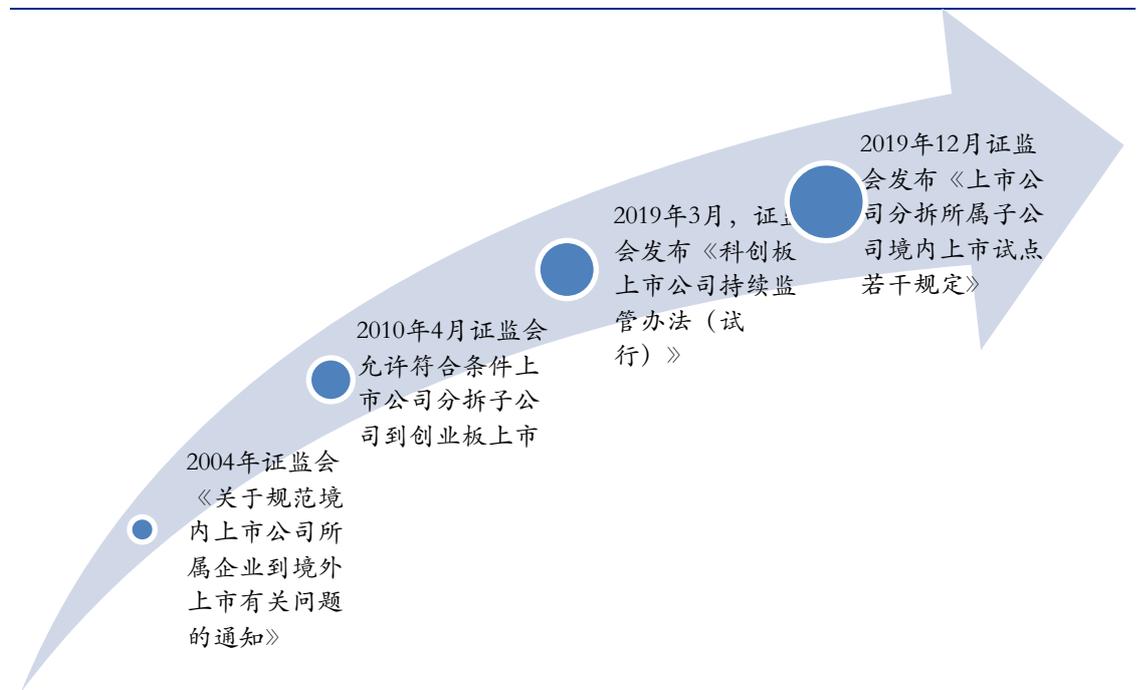
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 分拆上市大幕开启，公司具备分拆条件

4.1. 分拆上市政策落地，分拆上市大幕开启

2004 年证监会发布《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》，允许符合条件的境内上市公司将子公司分拆到境外上市，但 A 股市场的分拆上市政策未能开启。2009 年 10 月创业板开板，2010 年 4 月证监会允许符合条件上市公司分拆子公司到创业板上市，但实际上分拆到创业板上市把控很严，基本没有分拆成功到创业板上市的案例，分拆上市仍以境外为主。2019 年 3 月，证监会发布《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，明确提出达到一定规模的上市公司，可以依据有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市，A 股市场分拆上市再次提上议程。2019 年 8 月证监会公布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》的征求意见稿，首次对分拆上市的定义、门槛、要求等内容做了详细规定。2019 年 12 月证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，分拆上市的盈利门槛要求降至 6 亿元，分拆上市可以是整个 A 股市场，分拆上市政策落地。

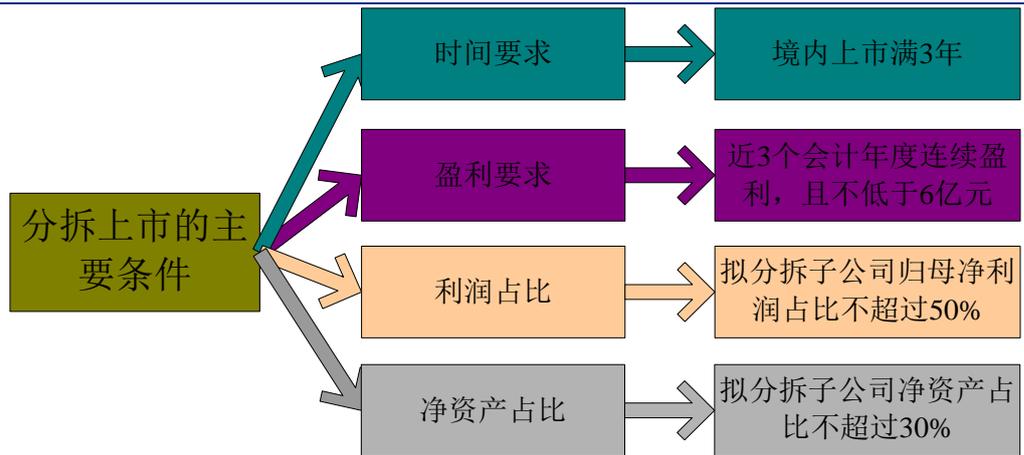
图 12：分拆上市政策演变示意图



资料来源：证监会，安信证券研究中心

根据《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，分拆上市需要具备以下几个条件：（1）时间规定，上市公司股票境内上市已满 3 年；（2）盈利规定，上市公司最近 3 个会计年度连续盈利，剔除拟分拆所属子公司的净利润后，最近 3 个会计年度归属于上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元；（3）拟分拆子公司资产和利润占比规定：最近 1 个会计年度拟分拆子公司净利润占比不超过 50%，净资产占比不超过 30%。分拆上市政策落地后，多家 A 股公司发布分拆上市预案，12 月 18 日中国铁建（601186.SH）拟分拆中国铁建重工集团股份有限公司到科创板上市，1 月 6 日上海电气（601727.SH）拟分拆上海电气风电集团股份有限公司到科创板上市，1 月 8 日上海建工（600170.SH）拟分拆上海建工材料工程有限公司到上交所主板上市，优质的上市公司有望充分受益分拆上市带来的政策红利。

图 13: A 股市场分拆上市主要条件要求

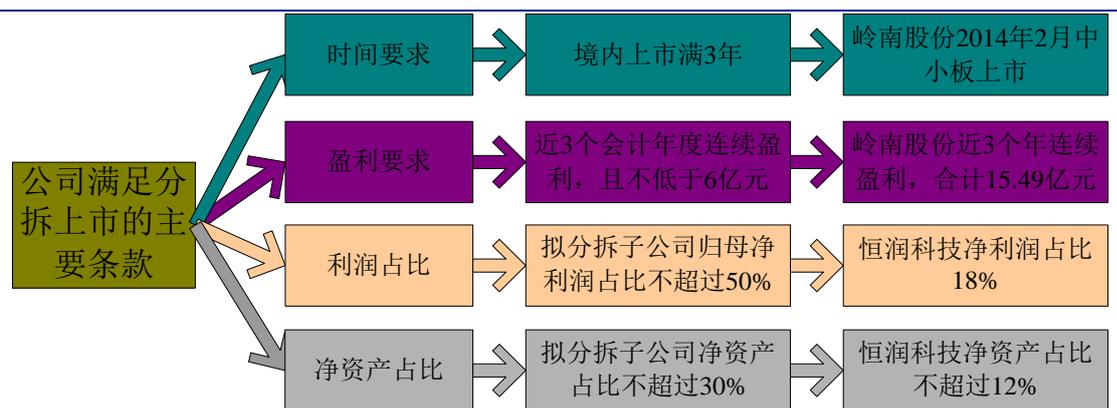


资料来源: 证监会, 安信证券研究中心

4.2. 公司具备分拆条件, 恒润科技股改完成

“二次创业”以来, 公司逐渐从城市景观运营商向生态环境、园林建设和文旅投资运营综合服务商转变, 文化旅游业务板块快速增长, 成为公司业绩腾飞的一大“引擎”。公司 2014 年 2 月公司登陆资本市场, 已满足境内上市满 3 年的时间要求。近 3 个会计年度公司连续盈利, 2016-2018 年公司归属于母公司股东的净利润分别为 2.61 亿元、5.09 亿元和 7.79 亿元, 三年合计达到 15.49 亿元, 满足分拆上市的盈利要求。公司积极推进子公司分拆上市进程, 2020 年 1 月恒润科技引进合肥市创新科技风险投资有限公司等 5 家战略股东, 并整体变更为股份有限公司, 恒润科技股改完成。2018 年恒润科技实现净利润 1.40 亿元, 约占同期公司净利润的 18%, 达到分拆上市利润占比要求。截至 2019 年 8 月末, 恒润科技净资产 5.48 亿元, 而 2019 年 9 月末公司净资产 47.50 亿元, 恒润科技净资产占比预计不超过 12%, 满足分拆上市净资产占比要求。

图 14: 公司满足分拆上市主要条款



资料来源: 证监会, 公司公告, 安信证券研究中心

5. 投资建议: 业绩触底有望回升, 分拆上市值得期待

5.1. 盈利预测: 业绩触底有望回升, 文旅业务再度启航

2019 年公司经营策略调整导致营业收入和净利润“双降”, 净利润降幅超过营业收入的降幅, 但相对于可比公司而言, 公司业绩已经处于行业较好的位置。2020 年以来, 公司水务治理和文化旅游板块屡获大单, 助力公司 2020 年业绩有望企稳回升, 尤其是文化旅游业务板块有望再次进入快速增长阶段。预计 2019-2021 年公司生态园林业务营业收入增速分别为 8%、5%和 3%, 营业收入分别为 46.43 亿元、48.75 亿元和 50.22 亿元; 水务治理业务营业

收入增速分别为-18%、10%和5%，营业收入分别为25.83亿元、28.41亿元和29.83亿元；文化旅游业务营业收入增速分别为-30%、20%和25%，营业收入分别为9.75亿元、11.70亿元和14.63亿元；公司合并营业收入增速分别为-7%、8%和7%，营业收入分别为82.02亿元、88.87亿元和94.68亿元。预计2019-2021年公司归属于母公司股东净利润分别为4.28亿元、4.93亿元和5.91亿元，分别同比增长-45%、15%和20%。

表8：公司各业务板块业务及其增速、公司业绩预测

业务板块	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E	
生态园林（万元）	221103	305799	429920	464314	487530	502156	
同比增长		38%	41%	8%	5%	3%	
水务治理（万元）		82925	315020	258316	284148	298355	
同比增长			380%	-18%	10%	5%	
文化旅游（万元）	35666	89151	139350	97545	117054	146317	
同比增长		150%	56%	-30%	20%	25%	
合计（万元）	256770	477874	884290	820175	888732	946828	
同比增长		86%	85%	-7%	8%	7%	
归母净利润（万元）	26080	50928	77870	42829	49253	59103	
同比增长		55%	95%	53%	-45%	15%	20%

资料来源：wind，安信证券研究中心

5.2. 公司估值：文旅业务提升空间，估值优势较为显著

预计2019-2021年公司EPS分别为0.28元、0.32元和0.38元，对应2020年2月20日的收盘价PE分别为20.43倍、17.76倍和14.80倍，PB分别为1.6倍、1.5倍和1.4倍。与同行上市公司相比，公司估值优势较为显著。我们比较了总市值、PE（TTM）、PB（LF）、PS（LYR）和预测PE等多个估值指标，公司总市值仅次于东方园林，位居行业第二，从2019年前三季度业绩来看，公司净利润位居行业第一，公司高市值具有业绩支撑；从PE（TTM）、PB（LP）和PS（LYR）来看，公司PE（TTM）、PB（LP）和PS（LYR）分别是行业均值的0.91、0.96和0.41，静态估值显著低于行业均值。从预测PE来看，2019年公司预测PE仅是行业均值的0.20，2020-2021年公司预测PE分别是行业均值的1.10和1.17。经历了“二次创业”后，公司业务结构多元化，尤其是文化旅游业务强势起航，2018年公司文旅板块贡献的净利润已经超过了2亿元，这部分业务的可比上市公司主要有宋城演艺（恒润科技）和易尚展示（德马吉），宋城演艺2019年的预测PE约32倍，易尚展示2019年的预测PE预计79倍，文旅业务助力公司估值空间的提升，公司估值优势较为显著。

表9：可比公司估值水平对比表

证券简称	总市值	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	市销率 PS(LYR)	预测PE		
					2019E	2020E	2021E
东方园林	134	-50.63	1.15	1.01	891.07	13.03	8.49
文科园林	28.05	11.1	1.12	0.98	10.35	9.2	8.15
美尚生态	66.82	18.58	1.56	2.91	15.64	13.53	11.88
大千生态	17.47	17.69	1.47	2.18	16.02	12.68	9.65
花王股份	21.88	27.8	1.92	1.73	27.49	21.2	17
杭州园林	23.46	37.28	6.09	4.48	30.08	24.7	20.76
绿茵生态	31.37	16.92	1.69	6.14	15.5	12.23	10.07
东珠生态	54.61	16.44	1.94	3.43	13.46	10.48	8.23
国祯环保	74.77	24.44	2.27	1.87	22.35	17.6	14.39
铁汉生态	64.76	-165.56	1	0.84	86.25	24.71	15.45

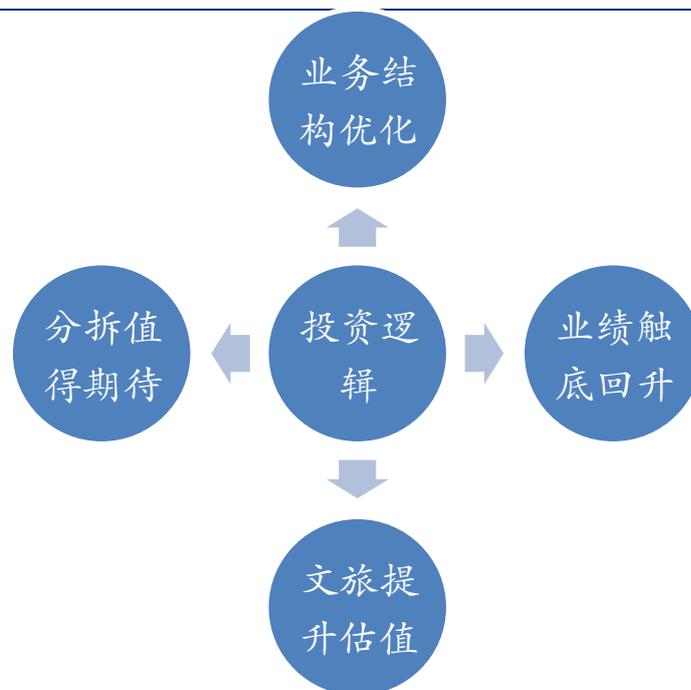
岭南股份	87.52	17.11	1.94	0.99	20.43	17.76	14.8
均值	54.97	18.74	2.01	2.41	104.42	16.1	12.63
岭南股份 /均值	1.59	0.91	0.96	0.41	0.2	1.1	1.17

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

5.3. 投资建议：业绩触底有望回升，分拆上市值得期待

“二次创业”以来，公司业务结构持续优化，生态园林业务稳步增长，水务治理和文化旅游业务高速增长，公司已经由“城市景观运营商”向“生态园林、水务治理和文化旅游综合服务商”蜕变。公司通过内生增长和外延扩张，实现了业务多元化，增强了公司核心竞争力，提升了抗风险能力，有效地抵御了2018-2019年行业的阵痛带来冲击。2020年以来，公司水务治理和文化旅游业务新签订单明显提速，有望带动公司业绩触底回升，引领园林行业走出低谷。同时，公司具备分拆上市条件，公司旗下子公司——恒润科技已经完成了股改，有望分享分拆上市的政策红利，带动公司估值提升。公司是园林行业的龙头企业，具有行业整合能力和多元化扩张能力，我们看好公司业绩触底回升和文化旅游板块对公司估值提升，维持“买入-A”评级，目标价7元，对应2020年21.8倍的PE。

图 15: 公司投资逻辑



资料来源: 安信证券研究中心

5.4. 风险提示

PPP 政策变动，项目推进不及预期，订单不及预期，业绩持续下滑，分拆上市受阻等风险。

。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,778.7	8,842.9	8,201.8	8,887.3	9,468.3	成长性					
减:营业成本	3,405.3	6,630.0	6,225.1	6,754.4	7,195.9	营业收入增长率	86.1%	85.0%	-7.3%	8.4%	6.5%
营业税费	4.5	17.7	26.7	28.4	30.3	营业利润增长率	104.9%	51.9%	-44.8%	15.3%	20.2%
销售费用	21.8	175.6	206.7	222.2	236.7	净利润增长率	95.3%	52.9%	-45.0%	15.0%	20.0%
管理费用	609.4	511.4	861.2	897.6	946.8	EBITDA 增长率	122.2%	106.9%	-48.7%	15.5%	11.3%
财务费用	42.9	217.5	179.0	212.1	186.8	EBIT 增长率	122.7%	109.2%	-49.4%	16.1%	11.7%
资产减值损失	93.1	160.4	200.5	189.0	168.5	NOPLAT 增长率	123.5%	77.5%	-40.4%	16.1%	11.7%
加:公允价值变动收益	-0.0	-	4.6	-3.1	0.5	投资资本增长率	110.6%	32.7%	37.6%	11.2%	0.4%
投资和汇兑收益	5.7	13.0	2.0	6.5	2.0	净资产增长率	40.0%	24.2%	17.9%	8.5%	8.7%
营业利润	607.4	922.4	509.2	587.1	705.8	利润率					
加:营业外净收支	2.1	6.8	2.0	3.6	3.6	毛利率	28.7%	25.0%	24.1%	24.0%	24.0%
利润总额	609.5	929.2	511.2	590.7	709.4	营业利润率	12.7%	10.4%	6.2%	6.6%	7.5%
减:所得税	91.9	129.8	76.7	88.6	106.4	净利润率	10.7%	8.8%	5.2%	5.5%	6.2%
净利润	509.3	778.7	428.2	492.6	591.1	EBITDA/营业收入	14.1%	15.7%	8.7%	9.3%	9.7%
						EBIT/营业收入	13.6%	15.4%	8.4%	9.0%	9.4%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	17	13	16	13	12
货币资金	1,030.4	2,033.3	1,640.4	1,777.5	1,893.7	流动营业资本周转天数	57	48	90	125	131
交易性金融资产	-	-	4.6	1.5	2.0	流动资产周转天数	377	362	422	416	437
应收账款	1,933.6	3,399.8	2,751.5	4,160.8	3,729.4	应收账款周转天数	114	109	135	140	150
应收票据	17.8	16.9	65.1	3.0	65.1	存货周转天数	176	175	190	190	201
预付账款	37.7	36.9	47.2	44.0	47.8	总资产周转天数	613	556	648	615	627
存货	3,415.5	5,174.9	3,471.2	5,909.9	4,684.0	投资资本周转天数	167	143	208	235	233
其他流动资产	405.4	272.3	328.7	335.5	312.2	投资回报率					
可供出售金融资产	216.0	173.1	151.7	180.2	168.3	ROE	14.1%	17.3%	8.0%	8.5%	9.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	4.9%	3.3%	2.9%	3.8%
长期股权投资	636.5	1,394.3	1,394.3	1,394.3	1,394.3	ROIC	38.6%	32.6%	14.6%	12.4%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	284.2	366.3	341.8	317.3	292.9	销售费用率	0.5%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
在建工程	59.6	55.2	55.2	55.2	55.2	管理费用率	12.8%	5.8%	10.5%	10.1%	10.0%
无形资产	70.3	24.2	22.7	21.3	19.8	财务费用率	0.9%	2.5%	2.2%	2.4%	2.0%
其他非流动资产	2,819.2	3,437.7	2,845.3	3,023.8	1.3	三费/营业收入	14.1%	10.2%	15.2%	15.0%	14.5%
资产总额	10,926.2	16,384.8	13,119.7	17,224.4	15,736.2	偿债能力					
短期债务	1,560.1	2,152.8	2,605.6	2,821.0	2,920.5	资产负债率	65.9%	71.7%	58.4%	65.6%	59.1%
应付账款	3,054.0	5,838.0	2,427.3	5,317.0	3,745.4	负债权益比	193.1%	253.9%	140.4%	190.9%	144.5%
应付票据	383.1	676.4	336.3	540.0	413.6	流动比率	1.08	1.05	1.25	1.21	1.25
其他流动负债	1,331.7	1,709.4	1,284.3	1,430.3	1,539.6	速动比率	0.54	0.56	0.73	0.63	0.70
长期借款	494.4	473.0	474.3	589.7	-	利息保障倍数	15.14	6.26	3.85	3.77	4.78
其他非流动负债	374.7	905.4	534.2	604.7	681.4	分红指标					
负债总额	7,198.0	11,754.9	7,661.9	11,302.7	9,300.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.04	0.04	0.05
少数股东权益	106.1	125.2	131.2	140.6	152.2	分红比率	15.0%	10.5%	15.0%	13.5%	13.0%
股本	436.2	1,024.3	1,535.5	1,535.5	1,535.5	股息收益率	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
留存收益	3,185.9	3,448.5	3,791.1	4,245.7	4,748.0						
股东权益	3,728.2	4,629.9	5,457.8	5,921.8	6,435.7						
						现金流量表					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.33	0.51	0.28	0.32	0.38
						BVPS(元)	2.36	2.93	3.47	3.77	4.09
						PE(X)	17.2	11.2	20.4	17.8	14.8
						PB(X)	2.4	1.9	1.6	1.5	1.4
						P/FCF	10.6	7.0	-6.8	24.3	44.6
						P/S	1.8	1.0	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	16.1	6.2	12.5	11.0	9.4
						CAGR(%)	-1.0%	-9.0%	18.5%	-1.0%	-9.0%
						PEG	-17.0	-1.3	1.1	-17.5	-1.7
						ROIC/WACC	4.1	3.5	1.6	1.3	1.3
						REP	0.9	0.6	1.0	1.1	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034