

暂无评级 (维持)

格力地产

(600185)

格力地产将收购珠免集团，注入免税业务获成长新活力

2020年11月02日

相关报告

《珠海免税集团：向全国性百亿营收免税企业进军——免税行业专题系列之（六）》
20200513

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

投资要点

- **事件：**1) 格力地产拟以 122.15 亿元向珠海国资委、城建集团收购珠免集团 100% 股份，以 4.3 元/股向珠海国资委、城建集团发行 26.55 亿股并支付现金 8 亿元。2) 公司拟以 4.3 元/股向通用投资定增募集资金，总额预计不超过 8 亿元，预计不超过 1.86 亿股。
- **交易情况分析：**①**向珠海国资委发行股份。**格力地产拟以 4.3 元/股向珠海国资委发行 21.87 亿股，支付股份对价 94.06 亿元。②**向城建集团发行股份及支付现金。**格力地产拟以 4.3 元/股向城建集团发行 4.67 亿股，支付股份对价 20.09 亿元，同时支付现金对价 8 亿元，合计 28.09 亿元。③**向战略投资者通用投资发行股份募集资金。**以非公开发行股份方式向其募集配套资金不超过 8 亿元，发行不超过 1.86 亿股。**整体来看，**本次交易对价为 122.15 亿元，其中以发行股份支付 114.15 亿元；以现金支付 8 亿元，交易完成后格力地产总股本将增至 49.02 亿股；交易后，格力地产持有珠免集团 100% 股权；珠海国资委对格力地产的持股比例将上升至 71.44%。
- **交易价格合理性分析：**珠免是我国目前少数获准在口岸经营免税品业务的国有企业之一，免税业务主要分布在珠海市各口岸、港珠澳大桥口岸等，经营涵盖烟酒、香化等品类，免税店经营面积合计超过 1 万平方米。本次收购相对珠免 2019 年业绩的静态 PE 为 17.93 倍；1) **对标零售业上市公司，**本次交易对应 PE 低于可比公司的平均水平。2) **对标零售行业相关收购交易，**本次交易对应 PE 与可比交易的平均市盈率接近。
- **根据报告书，仅考虑公司旗下现有免税业务的情况下，**预计 21-25 年免税业务营收分别为 24.49、27.77、29.94、33.02、33.02 亿元，净利润分别为 6.21、7.31、8.64、9.66、9.66 亿元，预测相对较为保守。**仅考虑公司旗下现有免税业务情况下，珠免作出的业绩承诺也相对保守，未来海南离岛免税+横琴离岛免税政策预期+异地机场免税店或有望进一步丰厚公司业绩。**收购后，公司股份预计由 20.61 亿股增至 49.02 亿股，以格力地产目前 9.67 元/股计算，则公司收购后总市值将达 474.01 亿元。21-23 年珠免承诺免税业务将实现净利润将分别不低于 5.50、6.41、7.47 亿元，则二级市场股价对应免税业务业绩承诺的估值分别为 66.3、56.9、48.9 倍。
- 免税行业正处高速发展时期，在政策利好和海外消费回流的大背景下，未来成长空间值得期待。珠免作为东南地区口岸免税店领先企业，位于粤港澳大湾区重要枢纽城市珠海，地理位置优越。2019 年拱北口岸出入境客流量达 1.45 亿人次，珠海市各口岸庞大的人流量将为珠免的收入增长提供长期支撑。免税业务、商场租赁及管理业务将与格力地产现有消费板块形成互补。**将盈利能力较强、资源稀缺、发展前景广阔的免税业务注入格力地产，将成为公司未来重要的盈利驱动因素，有利于增强公司持续经营能力及持续盈利能力。**

风险提示：系统性风险、政策风险、市场竞争加剧等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目录

| | |
|---|-------|
| 1、事件 | - 3 - |
| 2、交易情况分析 | - 3 - |
| 2.1、收购珠免 100%股权，国资委持股将升至 71.44% | - 3 - |
| 2.2、交易合理性分析 | - 5 - |
| 2.3、业绩承诺及估值测算 | - 7 - |
| 3、交易意义 | - 8 - |
| 4、风险提示 | - 8 - |
| | |
| 图 1、交易前珠免股权结构 | - 3 - |
| 图 2、交易前格力地产股权结构 | - 3 - |
| 图 3、交易方案情况 | - 4 - |
| 图 4、交易后股权结构 | - 5 - |
| | |
| 表 1、珠免资产估值情况与可比公司比较 | - 5 - |
| 表 2、珠免资产估值情况与可比交易比较 | - 6 - |
| 表 3、珠免集团业绩预测（基于报告书） | - 7 - |
| 表 4、估值敏感性分析（基于珠免业绩承诺及珠免 2019 年实际业绩） | - 7 - |

报告正文

1、事件

(1)格力地产拟以 122.15 亿元向珠海国资委、城建集团收购珠免集团 100%股份，以 4.3 元/股向珠海国资委、城建集团发行 26.55 亿股并支付现金 8 亿元。

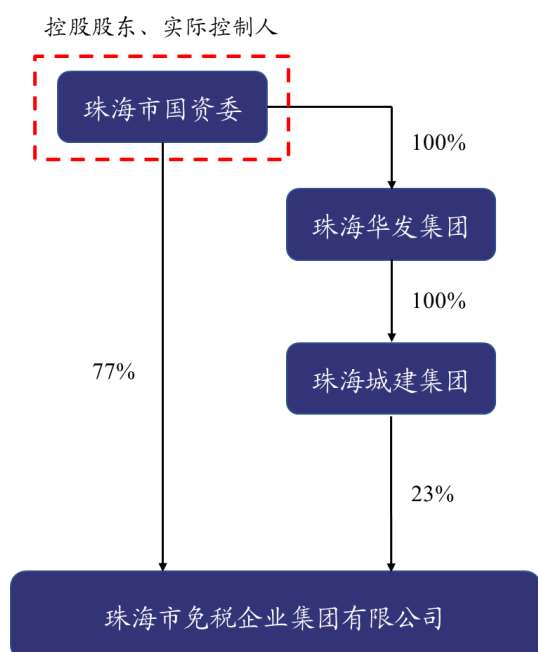
(2)公司拟以 4.3 元/股向通用投资定增募集资金，总额预计不超过 8 亿元，预计不超过 1.86 亿股，不超过交易前总股本的 30%。

2、交易情况分析

2.1、收购珠免 100%股权，国资委持股将升至 71.44%

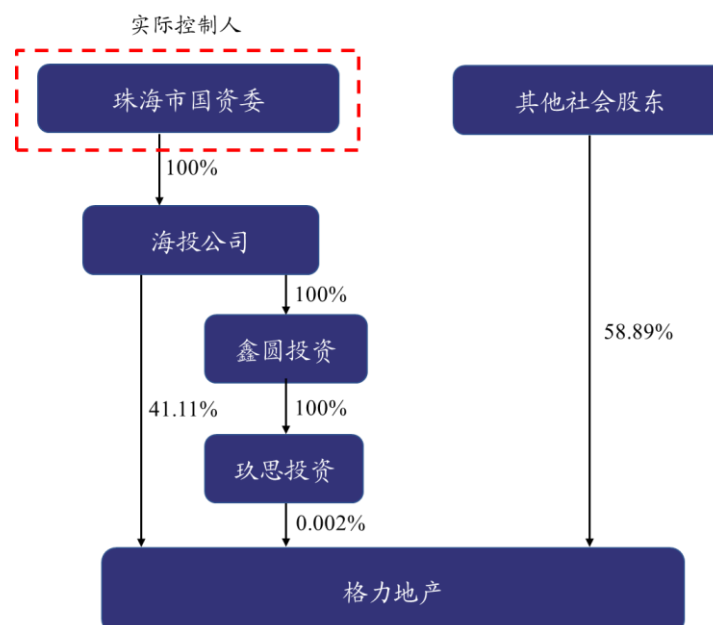
本次交易前，珠海市国资委持有珠免集团 77%股权，城建集团持有珠免集团 23%股权，珠免的控股股东和实际控制人均为珠海市国资委；珠海市国资委通过海投公司及海投公司旗下玖思投资间接持有格力地产已发行股份的 41.11%，为格力地产实际控制人，城建集团未持有格力地产股份。

图 1、交易前珠免股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、交易前格力地产股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

本次交易共可分为两部分：发行股份及支付现金购买资产、发行股份募集配套资金；交易对价为 122.15 亿元，其中以发行股份支付对价为 114.15 亿元，占本次交易对价的 93.45%；以现金支付 8 亿元，占比 6.55%。

① 向珠海市国资委发行股份

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

格力地产拟以 4.3 元/股向珠海市国资委发行 A 股 21.87 亿股，支付股份对价 94.06 亿元。

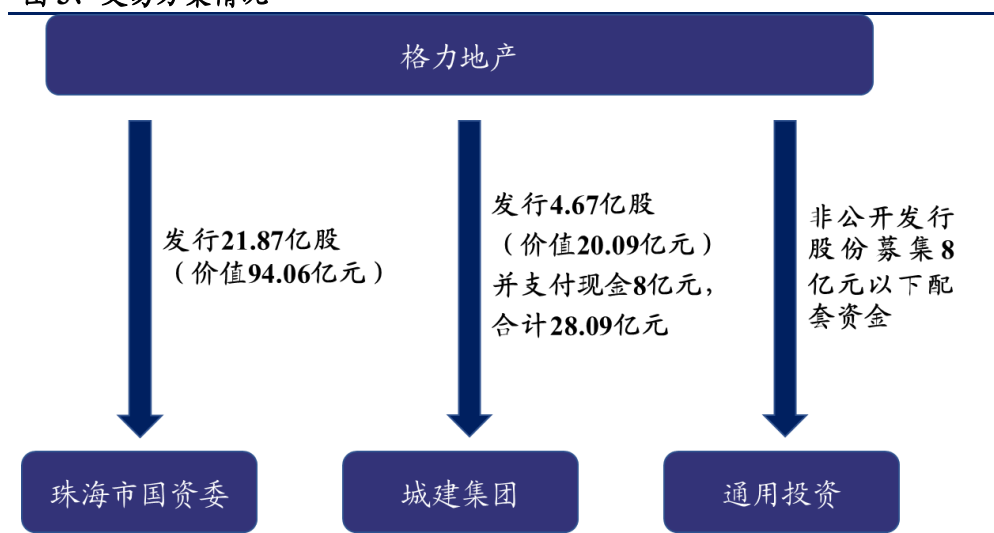
② 向城建集团发行股份及支付现金

格力地产拟以 4.3 元/股向城建集团发行 A 股 4.67 亿股，支付股份对价 20.09 亿元，同时支付现金对价 8 亿元，合计 28.09 亿元。

③ 向通用投资发行股份募集资金

引进战略投资者通用投资，以非公开发行股份方式向其募集配套资金，募集资金总额不超过 8 亿元，发行股份数量不超过 1.86 亿股，不超过本次交易前格力地产总股本的 30%。募集配套资金在扣除中介机构费用和相关税费后，将用于支付本次收购的现金对价。

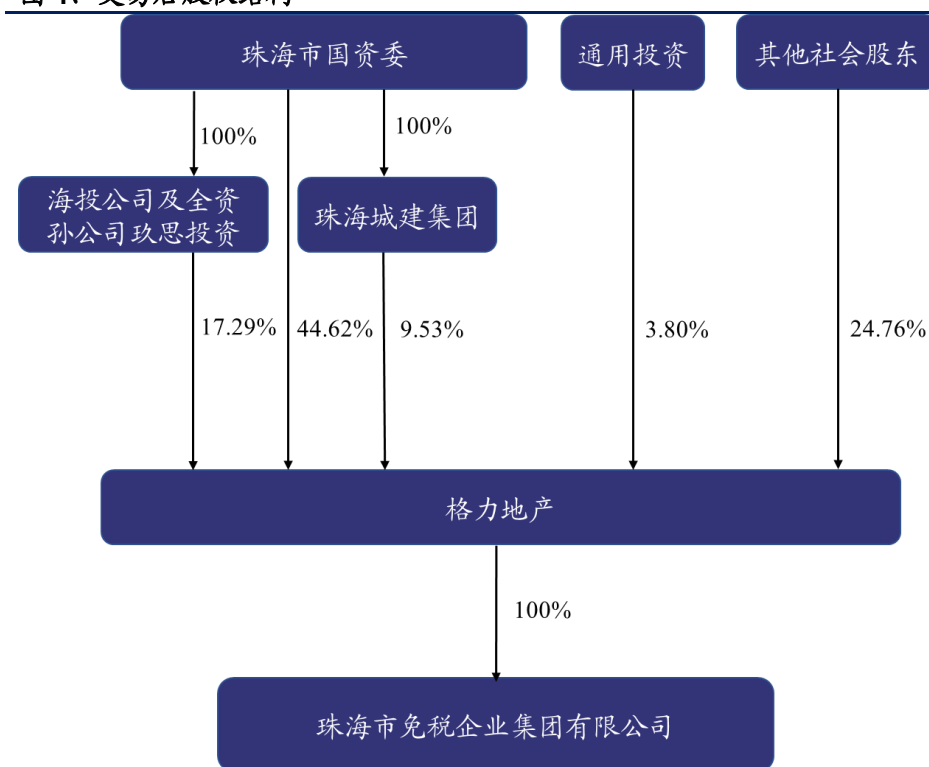
图 3、交易方案情况



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

本次交易后，格力地产持有珠免集团 100% 股权；珠海市国资委直接持有格力地产总股本的 44.62%，城建集团持有 9.53%，海投公司及玖思投资合计持股 17.29%；最终珠海国资委对格力地产的持股比例将由 41.11% 上升至 71.44%。本次交易前，格力地产总股本为 20.61 亿股，本次发行股份购买资产并募集配套资金拟发行 28.41 亿股股份，交易完成后格力地产总股本将增至 49.02 亿股。

图 4、交易后股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、交易合理性分析

珠免免税是我国目前少数获准在口岸经营免税品业务的国有企业之一，运营免税业务板块、商业零售服务板块及新兴业务板块三大板块。其中，免税业务板块主要分布在珠海市各口岸、天津滨海机场口岸、港珠澳大桥澳门口岸，经营涵盖烟类、酒类、香水化妆品、精品、食品、保健品、特色旅游产品等在内的多个品类 4 万多个品种，免税店经营面积合计超过 1 万平方米；商业零售服务板块主要分布在珠海市内、澳门市内；新兴业务板块主要分布在珠海市内。

对标零售业上市公司，我们发现尽管本次交易标的资产作价对应的市净率高于可比上市公司的平均水平，但本次交易标的资产作价对应的市盈率低于同行业可比上市公司的平均水平，本次交易标的资产作价公允、合理。

表 1、珠免资产估值情况与可比公司比较

| 序号 | 证券代码 | 证券简称 | 市盈率(倍) | 市净率(倍) |
|----|-----------|------|--------|--------|
| 1 | 600861.SH | 北京城乡 | 79.20 | 1.37 |
| 2 | 600327.SH | 大东方 | 11.45 | 1.00 |
| 3 | 600865.SH | 百大集团 | 20.52 | 1.26 |
| 4 | 600827.SH | 百联股份 | 15.96 | 0.76 |
| 5 | 002251.SZ | 步步高 | 52.31 | 1.08 |
| 6 | 603123.SH | 翠微股份 | 31.54 | 1.70 |
| 7 | 600694.SH | 大商股份 | 7.02 | 0.77 |
| 8 | 600693.SH | 东百集团 | 17.18 | 1.80 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | |
|----|-----------|-------|-------|------|
| 9 | 000501.SZ | 鄂武商 A | 8.41 | 0.93 |
| 10 | 000564.SZ | 供销大集 | 15.76 | 0.40 |
| 11 | 002187.SZ | 广百股份 | 13.27 | 0.97 |
| 12 | 601086.SH | 国芳集团 | 24.93 | 1.81 |
| 13 | 600814.SH | 杭州解百 | 26.24 | 1.52 |
| 14 | 000417.SZ | 合肥百货 | 24.38 | 0.98 |
| 15 | 002697.SZ | 红旗连锁 | 25.63 | 4.33 |
| 16 | 600361.SH | 华联综超 | 38.32 | 1.16 |
| 17 | 603101.SH | 汇嘉时代 | 34.24 | 1.74 |
| 18 | 600697.SH | 欧亚集团 | 9.16 | 0.74 |
| 19 | 600838.SH | 上海九百 | 25.62 | 1.90 |
| 20 | 600723.SH | 首商股份 | 10.04 | 0.85 |
| 21 | 002419.SZ | 天虹股份 | 12.42 | 1.54 |
| 22 | 000419.SZ | 通程控股 | 15.84 | 0.77 |
| 23 | 600859.SH | 王府井 | 7.86 | 0.83 |
| 24 | 601010.SH | 文峰股份 | 23.87 | 1.21 |
| 25 | 600785.SH | 新华百货 | 17.47 | 1.34 |
| 26 | 600628.SH | 新世界 | 28.21 | 1.79 |
| 27 | 002561.SZ | 徐家汇 | 15.23 | 1.41 |
| 28 | 600824.SH | 益民集团 | 30.42 | 1.35 |
| 29 | 600858.SH | 银座股份 | 48.90 | 0.73 |
| 30 | 002277.SZ | 友阿股份 | 11.99 | 0.80 |
| 31 | 600778.SH | 友好集团 | 47.81 | 1.89 |
| 32 | 600655.SH | 豫园股份 | 8.85 | 0.90 |
| 33 | 000759.SZ | 中百集团 | 10.98 | 1.41 |
| 34 | 600729.SH | 重庆百货 | 13.58 | 1.79 |
| 35 | 000715.SZ | 中兴商业 | 28.13 | 1.72 |
| 36 | 601888.SH | 中国中免 | 28.34 | 6.59 |
| | | 均值 | 23.36 | 1.48 |
| | | 免税集团 | 17.93 | 3.36 |

备注：1、股价选取日为评估基准日 2020 年 3 月 31 日；

2、可比上市公司市净率=2020 年 3 月 31 日总市值÷2019 年 12 月 31 日归属母公司股东的权益；

3、可比上市公司市盈率=2020 年 3 月 31 日总市值÷2019 年度归母净利润；

4、免税集团市净率=本次交易对价÷2020 年 3 月 31 日归属母公司股东的权益；

5、免税集团市盈率=本次交易对价÷2019 年度归母净利润；

6、可比上市公司的选取依据中国证监会行业划分标准，选取公司所处零售业的 A 股上市公司，剔除其中市盈率为负数或大于 100 倍的。

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

对标零售行业相关收购交易我们发现，本次交易标的资产作价对应的市盈率与可比交易的平均市盈率接近，市净率低于可比交易的平均市净率，本次交易标的资产作价考虑了格力地产及全体股东的利益，作价公允、合理。

表 2、珠免资产估值情况与可比交易比较

| 序号 | 上市公司 | 标的公司 | 评估基准日 | 收购比例 | 市盈率 (倍) | 市净率 (倍) |
|----|------|---------------|-----------|------|------------|------------|
| 1 | 中国中免 | 日上免税行(上海)有限公司 | 2017-6-30 | 51% | 11.59 | 98.94 |
| 2 | 中国中免 | 海南省免税品有限公司 | 2019-6-30 | 51% | 15.44 | 13.11 |
| 3 | 王府井 | 王府井国际 | 2017-5-31 | 100% | 18.34 | 1.15 |
| 4 | 兰州民百 | 杭州环北 | 2016-6-30 | 100% | 16.93 | 6.96 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | |
|-------------|-------------|------------------|-------------|
| | 平均值 | 15.58 | 30.04 |
| 格力地产 | 免税集团 | 2020-3-31 | 100% |
| | | 17.93 | 3.36 |

备注：1、可比公司市盈率=交易对价÷评估基准日前一完整会计年度归母净利润；

2、可比公司市净率=交易对价÷评估基准日净资产；

3、免税集团市盈率=本次交易对价÷2019年度归母净利润；

4、免税集团市净率=本次交易对价÷2020年3月31日归属母公司股东的权益；

5、日上上海在评估基准日2017年6月30日合并资产负债表归属于母公司的所有者权益评估值316,191.85万元，扣除未来处置房地产资产可能发生的21,047.71万元土地增值税后，交易双方确定本次交易的日上上海51%股权转让价格为人民币150,523.51万元（或等值美元）；

6、海免公司2018年度归母净利润为-4,834.53，主要是2018年计提资产减值损失10,524.08万元所致，因此计算市盈率时选择了2019年度归母净利润。

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

综上可比公司及可比交易分析结果，本次交易定价合理。

2.3、业绩承诺及估值测算

仅根据公司旗下现有免税业务（已开店或已落地），参考历史情况、采用人流量*转化率*客单价的公式对未来收入进行预测。预计珠免集团免税业务2020年4-12月营收约为8.35亿元，净利润1.20亿元，预计2021-2025年免税业务营收分别为24.49、27.77、29.94、33.02、33.02亿元，净利润分别为6.21、7.31、8.64、9.66、9.66亿元。预测相对较为保守。

表3、珠免集团业绩预测（基于报告书）

| 项目（万元） | 2020年4-12月 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 83,482 | 244,868 | 277,701 | 299,433 | 330,190 | 330,190 |
| 减：营业成本 | 41,727 | 126,060 | 143,102 | 154,199 | 170,055 | 170,055 |
| 营业税金及附加 | 890 | 2,504 | 2,789 | 2,931 | 3,227 | 3,227 |
| 销售费用 | 14,317 | 24,849 | 25,754 | 19,419 | 20,314 | 20,314 |
| 管理费用 | 4,796 | 6,415 | 6,701 | 6,626 | 6,865 | 6,865 |
| 财务费用 | 1,459 | 1,985 | 2,204 | 2,204 | 2,204 | 2,204 |
| 营业利润 | 20,292 | 83,054 | 97,152 | 114,054 | 127,526 | 127,526 |
| 利润总额 | 20,292 | 83,054 | 97,152 | 114,054 | 127,526 | 127,526 |
| 减：所得税 | 6,289 | 20,992 | 24,032 | 27,657 | 30,920 | 30,920 |
| 净利润 | 14,003 | 62,063 | 73,120 | 86,397 | 96,606 | 96,606 |

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

在仅根据公司旗下现有免税业务情况下，珠免作出的业绩承诺也相对保守，未来海南离岛免税+横琴离岛免税政策预期+异地机场免税店或有望进一步丰厚公司业绩。收购后，公司股份预计由20.61亿股增至49.02亿股，以2020年10月30日股价9.67元/股计算，则公司收购后总市值将达474.01亿元。珠免集团承诺2021-2023年公司免税业务部分实现净利润将分别不低于人民币5.50、6.41、7.47亿元，则二级市场股价对应免税业务业绩承诺的估值分别为66.3、56.9、48.9倍。

表4、估值敏感性分析（基于珠免业绩承诺及珠免2019年实际业绩）

| 年份 | 2019 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| EPS（元/股） | | | | |
| 股价（元/股） | 6.82 | 5.50 | 6.41 | 7.47 |
| 静态PE | | | | |
| 30.0 | 6.40 | 5.60 | 6.15 | 6.80 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | |
|------|-------|------|-------|-------|
| 35.0 | 7.10 | 6.16 | 6.80 | 7.56 |
| 40.0 | 7.79 | 6.72 | 7.46 | 8.32 |
| 45.0 | 8.49 | 7.28 | 8.11 | 9.08 |
| 48.9 | 9.03 | 7.71 | 8.61 | 9.67 |
| 50.0 | 9.19 | 7.84 | 8.76 | 9.84 |
| 53.5 | 9.67 | 8.23 | 9.22 | 10.38 |
| 56.9 | 10.15 | 8.62 | 9.67 | 10.90 |
| 66.3 | 11.45 | 9.67 | 10.89 | 12.32 |

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：此次交易中珠免未对 2020 年业绩进行承诺，且 2020 年受疫情影响各口岸免税店业务停滞多月，业绩与估值参考意义较小。

3、交易意义

免税行业正处高速发展时期，在政策利好和海外消费回流的大背景下，未来成长空间值得期待。珠免作为东南地区口岸免税店领先企业，位于粤港澳大湾区重要枢纽城市珠海，地理位置优越。2019 年拱北口岸出入境人流量达 1.45 亿人次，珠海市各口岸庞大的人流量将为珠免的收入增长提供长期支撑。

新增的免税业务、商场租赁及管理业务将与格力地产现有消费板块形成互补。将盈利能力较强、资源稀缺、发展前景广阔的免税业务注入格力地产，免税业务将成为公司未来重要的盈利能力驱动因素，有利于增强公司持续经营能力及持续盈利能力。

4、风险提示

- (1) 系统性风险；
- (2) 政策风险；
- (3) 市场竞争加剧等

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |