

日期: 2017年3月1日

行业: 园林景观



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

综合性园林工程服务商

IPO 价格
上市合理定价

RMB15.26 元
RMB33.75-43.39 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	21.75
发行后总股本 (百万股)	87.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
保荐机构	德邦证券

主要股东 (发行前)

江苏大千投资发展有限公司	49.25%
远东控股集团有限公司	10.73%
南京红枫资产管理中心 (有限合伙)	7.39%

收入结构 (2016H1)

工程施工	96.52%
景观设计	3.22%

报告编号: JIJ17-NSP05

首次报告日期: 2017年3月1日

■ 投资要点:

综合性园林工程服务商

公司主营业务为园林景观工程的施工、设计以及园林苗木的生产与销售、园林养护以及生态景观的技术研发。公司已经具备“园林研发--苗木生产--规划设计--工程施工--养护”一体化的综合服务实力,是目前国内少数同时具备城市园林绿化壹级资质、风景园林设计专项甲级资质的综合性园林工程服务企业之一。

募投项目提升公司资金实力

公司本次募集资金拟投资于补充园林工程施工项目营运资金、大千精品苗木基地改建项目。募投项目的实施,提升了公司资金实力和精品苗木品质,有利于公司未来发展。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2016、2017 年归属于母公司的净利润分别为 0.69 亿元和 0.84 亿元,同比增速分别为 14.30%和 21.75%,相应的稀释后每股收益为 0.79 元和 0.96 元。

定价结论

本次发行前公司总股本为 6,525 万股,本次拟向社会公开发行不超过 2,175 万股(包括公司发行的新股和公司股东公开发售的老股),占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 15.26 元/股综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 33.75-43.39 元,对应 2017 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	583	526	591	652
年增长率	15.93%	-9.72%	12.24%	10.32%
归属于母公司的净利润	61	60	69	84
年增长率	33.32%	-1.00%	14.30%	21.75%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.70	0.69	0.79	0.96

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主营业务为园林景观工程的施工、设计以及园林苗木的生产与销售、园林养护以及生态景观的技术研发。公司已经具备“园林研发--苗木生产--规划设计--工程施工--养护”一体化的综合服务实力，形成了大型公共园林工程、地产景观、企事业单位景观三大业务板块均衡、健康发展的态势。

公司近年来承建了徐州市潘安湖生态湿地公园、扬中滨江生态湿地公园、徐州云龙湖珠山风景区、南京浦口新城江滩环境综合治理一期工程、南京青奥文化体育公园、宿迁三台山森林公园、万达广场（常州、芜湖、太原、济南）、华润置地苏州平门府、中粮² 北纬 28° 项目三期、解放军后勤工程学院新校区、淮阴卷烟厂、徐州新城区道路景观等一大批在业内颇具影响的园林景观项目。公司是从事公共园林景观、地产景观以及企事业单位绿化景观的设计、施工、养护及苗木产销一体化的综合性园林企业。

公司立足江苏，辐射全国，稳健发展，是全国第一批获得城市园林绿化壹级资质的十家企业之一，也是目前国内少数同时具备城市园林绿化壹级资质、风景园林设计专项甲级资质的综合性园林工程服务企业之一。

公司于 2004 年通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证，于 2010 年通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证，并已通过 OHSAS18001:2007 职业健康安全管理体系认证、ISO14001:2004 环境管理体系认证。公司多个项目荣获中国风景园林学会“优秀园林绿化工程奖”、“园冶杯”住宅景观奖、江苏省园林绿化优秀工程奖、北京市精品工程奖、北京市优质工程奖、南京市园林绿化工程“金陵杯”（市优质工程）、徐州市优质园林绿化工程等奖项，“大千”商标被江苏省工商行政管理局认定为江苏省著名商标。

行业增长前景

随着经济的增长，人们对于生活、工作环境日益重视，生态和谐、便利休闲等要求不断升级。园林与城市规划、建筑已经密不可分，园林景观的质量、密度也逐步成为衡量区域民生环境的重要标志，园林景观产业也将紧随着现代城市的不断扩张、完善得到持续、稳定的发展。根据《中国城市建设统计年鉴》及国家统计局公布数据，按过往年度平均增速预计，到 2016 年我国园林景观市场容量将达到 4,793 亿元。今后，随着国家“美丽中国”、“集约、智能、绿色、低碳的新型城镇化”等政策的大力执行以及中西部地区经济的加速发展，预计我国园林景观行业仍将处于景气向上的发展周期。

国家鼓励相关园林产业的升级、发展，根据国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修正）》，城镇园林绿化及生态小

区建设属鼓励类产业。

在国家各项产业发展政策推动下，各级政府市政基础设施建设投入持续增加，在解决城市化过程中人民生活基本住房需求带动房地产行业保持稳定增长，作为园林绿化行业主要组成部分的公共园林景观和地产景观均发展迅速，未来园林绿化市场需求总量仍将保持较快增长趋势。

按我国公共园林绿化投资额过往年度平均 17.05% 的年增长率进行测算，到 2016 年我国公共园林绿化投资额将达到 2,493 亿元。按我国房地产开发投资额过往年度平均 19.80% 的年增长率进行测算，到 2016 年我国房地产开发投资额将达到 114,982 亿元。按房地产投资总额的 2% 用于配套的地产景观建设投入进行测算，2016 年，我国园林绿化市场总容量将达到 4,793 亿元。

● 行业竞争结构及公司的地位

不同于工业产品可在产地集中大量生产并通过流通渠道向客户销售的方式，园林景观项目建设均在建设当地进行。由于各地园林景观建设特点存在地区差异，苗木移植容易受到运输半径制约等原因，园林建设企业跨区域尤其跨省、跨南北（东西）等大区域经营客观上存在一定困难，园林景观建设市场行业集中度不高。2015 年行业收入规模最大的上市公司东方园林营业收入为 53.81 亿元，约占园林景观市场总容量的 1.40%，公司约占 0.14%。

同时，园林景观建设市场规模虽然总体庞大，但是单个建设项目规模却差异巨大，如街角绿地、节庆花坛小品等也可以构成造价极低的建设项目。因此，总体上进入园林景观行业的规模门槛不高，规模悬殊的企业在现阶段也基本有各自的业务机会。

随着我国园林绿化行业市场规模的迅速膨胀，近年来我国园林绿化企业数量激增，目前我国园林企业数量已超过 16,000 家。根据住建部公布的信息及中国园林网统计，截至 2016 年 6 月，具备国家城市园林一级资质的园林绿化企业超过 1300 家，家数众多，竞争激烈。

随着行业市场的成熟和规范，园林景观企业的施工质量、设计技术含量、成本控制能力等的重要性日益显现，只有能真正做到设计施工一体化，具有较强的资金实力和项目管理优势的企业才能在竞争中获得持续的发展。

公司在行业中的竞争地位

1、综合竞争力位居全国前列

国内园林景观行业整体集中度低，不同等级资质的企业众多，该竞争领域第一梯队为具有城市园林绿化和风景园林工程设计“双甲”资质的企业。

公司为具有“双甲”资质的第一竞争梯队企业之一。此外，公司及全资子公司大千设计还具有承接综合性园林景观项目建设所需的其他必要资质，包括市政公用工程施工总承包二级、旅游规划设计乙级、建筑行业（建筑工程）设计乙级，以及园林古建筑工程专业承包三级、市政行业（道路工程）设计丙级等专业资质。本行业领先企业通过股票上市等方式已募集了充足的运营资金，打破了资金瓶颈，承建了多项超大型园林项目，收入规模快速增长，发展势头迅猛。公司在业务发展受到运营资金偏紧的限制下，营业收入依然保持较高增长，市场占有率稳步提升，公司综合毛利率处于行业内上市公司平均水平。总体而言，公司的综合竞争力处于全国同行的前列。

2、跨区域经营格局已经形成

园林景观企业发展跨区域经营发展，可以在一定程度上消除季节、气候、地域因素对主营业务的影响，有效分散市场集中度过高带来的经营风险，把握我国经济发展不平衡、不同区域梯次推进的市场扩张机会。除南京总部外，公司已经在北京、长沙、海南、镇江、无锡、苏州、上海、安徽等地设立分公司，已承建及在建项目覆盖了江苏、北京、重庆、海南、上海、吉林等 16 个省市，形成了南至三亚、北至长白山的跨区域经营格局。公司的全国性经营布局合理，跨区域经营能力已经形成。

行业内领先企业已经基本完成了全国业务布局，实现了各区域收入的快速增长。东方园林和棕榈园林在各区域的竞争实力相对均衡，两家公司与公司在华东地区地产景观业务方面有一定的竞争关系；铁汉生态和岭南园林在我国华南地区具有较强的竞争力；苏州园林发展股份有限公司、上海园林（集团）有限公司业务主要集中在江浙沪区域，与公司在华东地区有一定的竞争关系。

3、在行业内具备较高知名度和市场影响力

通过多年努力，公司积累了较高的行业知名度和市场影响力，公司获得了各级政府、协会及业主单位授予的多项荣誉和奖项，公司多个工程项目获得中国风景园林学会颁发的“优秀园林绿化工程”奖、中国花卉园艺与园林绿化行业协会颁发的“园冶杯”住宅景观奖、江苏省风景园林协会颁发的江苏省园林绿化优秀工程奖、北京市园林绿化企业协会颁发的北京市精品工程奖、优质工程奖、南京市园林工程管理协会颁发的南京市园林工程“金陵杯”（市优质工程）、徐州市风景园林协会颁发的徐州市优质园林绿化工程奖等。

公司在行业内的主要竞争对手为：北京东方园林生态股份有限公司、棕榈生态城镇发展股份有限公司、深圳市铁汉生态环境股份有限公司、岭南园林股份有限公司、苏州园林发展股份有限公司、上海园林（集团）有

限公司等。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由江苏大千景观工程有限公司整体变更设立的股份有限公司。

公司控股股东为大千投资。本次发行前大千投资持有公司 32,138,298 股股份，占公司总股本的 49.25%。栾剑洪和范荷娣夫妇合计持有大千投资 100% 的股权，是公司的实际控制人。

本次发行前公司总股本为 6,525 万股，本次拟向社会公开发行不超过 2,175 万股(包括公司发行的新股和公司股东公开发售的老股)，占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 15.26 元/股。

不考虑公司股东公开发售股份影响，本次发行前后，公司的股本结构变化情况如下：

表 1 公司的股东结构情况

	股东名称	发行前		发行后（预计）	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	江苏大千投资发展有限公司	3213.83	49.25	3213.83	36.94
2	远东控股集团有限公司	700	10.73	700	8.05
3	南京红枫资产管理中心（有限合伙）	482.324	7.39	482.324	5.54
4	许忠良	357.4468	5.48	357.4468	4.11
5	王正安	126.3994	1.94	126.3994	1.45
6	安徽新华发行（集团）控股有限公司（SS）	1305	20.00	1087.5	12.50
7	江苏高投创新中小发展创业投资合伙企业（有限合伙）	220	3.37	220	2.53
8	新疆邦成股权投资有限合伙企业	120	1.84	120	1.38
9	全国社会保障基金理事会		-	217.5	2.50
10	本次发行社会公众股		-	2175	25.00
	合计	6525	100.00	8700	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
工程施工	21,825.74	96.52	51,039.51	97.00	57,015.67	97.83	48,455.02	96.43
其中：公共园林	10,815.22	47.83	35,935.60	68.30	43,294.00	74.29	28,464.56	56.64

地产景观	4,116.14	18.20	8,668.65	16.48	9,564.97	16.41	13,028.51	25.93
企事业单位景观	6,894.38	30.49	6,435.27	12.23	4,156.70	7.13	6,961.95	13.86
景观设计	726.41	3.22	1,287.25	2.45	1,062.99	1.82	1,612.87	3.21
苗木销售	30.01	0.13	290.10	0.55	200.01	0.34	122.36	0.24
其他业务	30.00	0.13	-	-	-	-	60.57	0.12
合计	22,612.16	100.00	52,616.87	100.00	58,278.67	100.00	50,250.82	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 3 主营业务成本构成 单位: 万元、%

项目	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
工程施工成本	15,783.27	97.00	37,337.30	97.43	42,237.12	98.24	35,461.40	97.38
景观设计成本	455.38	2.80	859.41	2.24	654.46	1.52	854.93	2.35
苗木销售成本	8.83	0.05	126.70	0.33	103.63	0.24	46.05	0.13
其他业务成本	24.11	0.15	-	-	-	-	53.75	0.15
合计	16,271.59	100	38,323.41	100	42,995.22	100	36,416.13	100

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 4 公司业务毛利率情况 单位: %

项目	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	2013 年度
工程施工	27.69	26.85	25.92	26.82
景观设计	37.31	33.24	38.43	46.99
苗木销售	70.58	56.32	48.18	62.36
其他业务	19.63	-	-	11.26
综合毛利率	28.05	27.17	26.22	27.53

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 5 公司合同订单具体情况 2016. 12. 31 单位: 万元

项目结算模式	在施工项目合同金额	已完工程量	在施工项目未完工程量	已签合同未施工项目合同金额	已中标未签合同金额	合计未施工合同金额
按工程进度结算	43,540.58	25,165.09	18,375.49	2,201.06	2,650.00	23,226.56
PPP 项目	46,700.01	17,891.49	28,808.52	-	16,259.86	45,068.38
合计	90,240.59	43,056.58	47,184.01	2,201.06	18,909.86	68,294.93

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次募集资金拟投资于补充园林工程施工项目营运资金、大千精品苗木基地改建项目。募投项目的实施, 提升了公司资金实力和精品苗木品质, 有利于公司未来发展。

表 6 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金	建设期
1	补充园林工程施工项目营运资金	35,000.00	29,572.50	
2	大千精品苗木基地改建项目	7,000.00	-	2 年
	合计	42,000.00	29,572.50	

资料来源：公司招股说明书

大千精品苗木基地改建项目：募投项目改造部分为基地中心片区，面积共 740 亩，建设计划为种植区 730 亩及综合服务区 10 亩。种植区用地面积 730 亩，包括种植区 720 亩，田间道路、灌排及堆肥等辅助设施 10 亩，其中乔木种植区 600 亩、亚乔木种植区 120 亩。经测算，本项目总投资为 7,449.1 万元，完全达产后年营业收入为 4,920.0 万元。本项目投资回收期为 4.8 年（含建设期 2 年），项目投资内部收益率为 28.16%。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2016、2017 年归母公司的净利润分别为 0.69 亿元和 0.84 亿元，同比增速分别为 14.30%和 21.75%，相应的稀释后每股收益为 0.79 元和 0.96 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	583	526	591	652
二、营业总成本	504	449	501	540
营业成本	430	383	429	473
营业税金及附加	15	15	4	5
销售费用	0	0	0	0
管理费用	59	58	65	72
财务费用	-11	-16	3	-10
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	79	78	90	112
加：营业外收入	4	3	3	0
减：营业外支出	1	0	1	0
五、利润总额	81	80	92	112
减：所得税	21	20	23	28
六、净利润	61	60	69	84
减：少数股东损益	0	-0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	61	60	69	84

总股本（百万股）	87.00	87.00	87.00	87.00
七、每股收益	0.70	0.69	0.79	0.96

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

经济增速放缓和宏观调控风险

公司主要从事园林景观工程设计施工业务，其中公共园林和地产景观业务收入占比较高。公共园林建设投资主要来自于政府财政资金，地产景观工程为房地产开发项目的配套工程，这两类业务均与国家宏观经济形势密切相关。近年来，我国经济增速放缓，经济工作重心转向调结构和稳增长。

在这些政策作用下，我国公共园林绿化投资和房地产开发投资增速放缓，公共园林绿化投资和房地产开发投资增速放缓将影响园林绿化工程施工市场规模，对公司市场开拓和业务发展构成不利影响。

市场竞争风险

园林绿化行业经过多年快速发展日趋成熟，一批资质齐全、规模较大的优秀企业逐渐积累了市场竞争优势。但园林绿化行业进入门槛相对较低、从业企业数量众多、市场竞争激烈的特点依然存在，全国具有资质等级的园林绿化企业超过 16,000 家。近年来一些规模较大的园林绿化企业逐渐完成上市，资金实力和市场影响力得到较大提升，公司面临激烈的市场竞争。

工程施工占用流动资金风险

园林绿化行业工程施工普遍采取“前期垫付、分期结算、分期收款”的结算模式。因此，园林绿化行业存在资金投入与回收不同步的特点，需占用施工企业大量流动资金。公司承建的园林绿化工程项目中相当部分属于地方政府及其城建投资主体投资的项目，竣工决算环节多、结算周期长。BT 项目则要求公司先期垫付全部工程建设资金，工程回款周期更长。公司存在工程施工业务占用流动资金的风险，且随着公司业务规模的扩大，流动资金需求将进一步增加。

BT 业务风险

2014 年 10 月 2 日，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》，提出要建立规范的地方政府举债融资机制，推广使用政府与社会资本合作模式。上述政策的出台可能改变公共园林 BT 建设模式或降低 BT 建设模式比例。公司承接 BT 项目面临政策变化风险。

公司 BT 项目形成的资产占比较高，回购周期长，且区域集中在江苏徐州地区和南京地区，如 BT 项目所在区域地方政府偿债能力出现不利变化，公司 BT 项目面临回购风险，将对公司财务状况带来不利影响。

PPP 业务风险

2015 年以来，公共园林项目中采用 PPP 模式建设的比例逐渐提高，PPP 模式正成为园林工程施工行业新的投融资模式。2015 年公司成功中标洪泽

湖生态环境提升工程美丽蒋坝 PPP 项目，为后续 PPP 项目的承建奠定了基础。但由于 PPP 模式推广时间较短，法律法规、操作体系等仍然存在不完善之处，且作为一种新的投融资模式，可供借鉴的经验较少。公司在开拓 PPP 业务过程中面临项目筛选、承建和运营等风险。

工程收款主要依赖政府部门及其所属城市建设投资主体的风险

公司工程施工收入主要来源于公共园林项目，公共园林项目收款主要依赖于相关政府部门及其所属的城市建设投资主体。当前，地方政府及所属城市建设投资主体债务负担相对较重，如其支付能力出现不利变化，将影响工程项目的收款。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2016 年、2017 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2016 年、2017 年平均动态市盈率 50 倍、27 倍；最近上市的十家主板企业中，2016 年、2017 年平均市盈率为 55 倍和 39 倍。

表 8 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
002310.Sz	东方园林	14.64	0.24	0.22	0.46	0.64	60.51	65.11	31.79	22.91
002431.Sz	棕榈股份	9.18	0.31	-0.15	0.10	0.25	29.53	-59.78	90.27	36.11
002717.Sz	岭南园林	24.96	0.28	0.41	0.60	0.93	88.32	61.53	41.34	26.84
300197.Sz	铁汉生态	12.07	0.16	0.20	0.36	0.54	75.05	59.93	33.59	22.44
300495.Sz	美尚生态	42.67	0.45	0.46	0.78	1.62	95.40	92.95	54.59	26.31
	平均						69.76	43.95	50.31	26.92

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 9 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
603345.SH	安井食品	21.31	0.60	0.59	0.75	0.93	35.33	35.87	28.42	23.02
600939.SH	重庆建工	6.57	0.03	0.43	0.46	0.54	203.75	15.27	14.14	12.07
603817.SH	海峡环保	9.36	0.21	0.19	0.19	0.21	45.26	49.34	49.47	44.30
603603.SH	博天环境	17.20	0.23	0.31	0.39	0.51	73.63	55.39	44.48	33.99
601212.SH	白银有色	5.49	0.02	0.02	0.04	0.12	316.56	345.84	131.97	45.86
603839.SH	安正时尚	40.78	0.80	0.86	0.88	0.96	50.80	47.66	46.41	42.57
603881.SH	数据港	38.81	0.28	0.34	0.51	0.74	138.32	113.29	76.28	52.41
603177.SH	德创环保	19.70	0.40	0.17	0.28	0.31	49.63	117.02	69.81	63.67
603677.SH	奇精机械	66.75	0.77	0.97	1.10	1.27	86.45	69.12	60.68	52.35
601881.SH	中国银河	13.27	0.37	0.97	0.49	0.56	35.68	13.68	27.05	23.90
	平均						103.54	86.25	54.87	39.41

资料来源: Wind 上海证券研究所

- **公司可给的估值水平及价格区间**

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 33.75-43.39 元,对应 2017 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。