

2017年03月15日

文科园林 (002775.SZ)

乘 PPP 东风扬帆直上，战略转型提上日程

■地产园林客户优质，激励充分凝聚力强：公司从事园林业务二十年，积累了城市园林、风景园林、污染修复、市政公用工程多领域一级或甲级资质，迅速成为区域地产园林龙头，公司地产园林遵循大客户绑定战略，长期与恒大地产、万科及万达等合作，2012-2014 年前五大客户业务量占比近 60%，地产园林业务优势显著；同时，公司总经理、副总经理三人合计持股 4.19%，员工持股平台持股 4.84%，2016 年 3 月再次推进限制性股权激励占总股本 3.23%，高管及员工合计持股约 12.26%，充分的激励机制激发员工凝聚力和进取心，员工利益与公司成长高度捆绑。

■订单释放确保业绩增长，业务优化盈利提升：2016 年以来公司紧抓市场机遇，加快市场拓展进程，公司公告显示，2016 年 1 月至今，公司累计新签订单 21.51 亿元，累计签署框架协议 187.61 亿元，两项合计金额达 209.12 亿元，分别是公司 2015 年和 2016 年营业收入的 19.99 倍和 13.79 倍，尤其进入 2017 年以来，公司新签订单 13.15 亿元，已超公司 2016 年全年新签订单金额，上述订单建设期在 15 个月之内，增强 2017 年成长确定性。同时，公司传统业务以地产园林为主，2015 年公司地产园林与市政园林收入比例约为 8:2，新签订单以市政工程订单为主，公司业务结构将明显优化，公司利润率有提升空间。

■PPP 政策红利持续，把握机遇扬帆直上：PPP 政策推进带来巨量市场，同时优化园林经营模式，2013 年以来，国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，2016 年以来 PPP 推进加快，截至 2016 年底，中国 PPP 综合信息平台入库 PPP 项目总投资额 13.5 万亿元，并且绝大部分与绿化、生态修复业务相关；同时，PPP 模式和 PPP 资产证券化的推进分别针对建筑企业的回款难、经营性现金流压力大及投资性现金流差、投资回报周期长的行业痛点。PPP 自上而下的推动为园林工程企业带来再成长的春天，公司自身积极把握时机，加大 PPP 市场开拓，汇总公司公告订单，2016 年以来公司合计签署中标合同和框架协议 209.12 亿元，其中约 203 亿元是 PPP、EPC 模式，把握市场机遇积累大量在手订单，助力公司未来成长。

■地产市政双轮驱动，转型日益提上日程：公司园林业务实行园林全产业链布局，设计-施工-苗木-养护一体化经营，积极跨区域开拓业务，加大市政业务开拓，稳固地产园林市场，形成地产市政双轮驱动业务

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**29.05 元**

股价 (2017-03-14) **23.15 元**

交易数据

总市值 (百万元)	5,741.20
流通市值 (百万元)	2,632.58
总股本 (百万股)	248.00
流通股本 (百万股)	113.72
12 个月价格区间	19.30/52.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.69	-0.97	15.96
绝对收益	13.09	3.63	23.15

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

相关报告

文科园林：PPP 助力高速增长，旅游布局值得期待	2017-03-10
文科园林：市政园林屡中大单，业绩释放有望加速	2017-03-06

局面。同时，公司制定了“业务+投资”双轮驱动战略，意在以 PPP 为载体向生态、旅游及环保等新兴领域延伸，因此公司 PPP 项目储备主要集中在“园林+旅游”和“园林+环保”等领域，公司将依托生态环保产业投资基金和上市公司两大平台加大有关生态、环保、旅游等领域的投资，使投资企业与公司实现资源互补、共同发展，公司战略转型提上日程。

■投资建议：小市值、高成长、大战略，维持买入-A 评级：公司是园林工程板块 2015 年 6 月上市企业，公司目前市值约 57 亿元，在园林板块中市值规模偏小，得益于公司地产园林业务稳健，市政工程订单加速释放以及公司的“业务+投资”战略定位，2016 年以来公司 PPP 订单跟踪力度加大，确保公司进入成长通道；同时，公司进行全产业链布局，延长业务生命周期，并以 PPP 项目为载体，逐步试水向生态、旅游及环保领域转型，打开公司远期成长空间。公司是典型的小市值、高成长、大战略的“小而美”PPP 标的，我们预计公司 2017-2019 年营业收入增速分别为 33%、31.8%和 36.07%，同期净利润增速分别为 46.88%、28.7%和 29.61%，我们看好公司高成长，维持买入-A 评级，6 个月目标价为 29.05 元，相当于 2017 年 35 的动态市盈率。

■风险提示：PPP 项目执行低于预期；公司参与市政园林项目推进低于预期；房地产投资放缓，地产园林需求下滑风险；坏账风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,045.9	1,517.1	2,175.6	2,893.5	3,813.6
净利润	96.9	139.6	205.0	263.9	342.0
每股收益(元)	0.39	0.56	0.83	1.06	1.38
每股净资产(元)	4.44	4.96	5.57	6.64	7.96
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.8	40.2	27.3	21.2	16.4
市净率(倍)	5.1	4.6	4.1	3.4	2.8
净利润率	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%	9.0%
净资产收益率	8.8%	11.3%	14.8%	16.0%	17.3%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%
ROIC	16.9%	14.0%	26.6%	11.9%	22.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：“小而美”园林“黑马”	5
1.1. 历史沿革：专注园林二十载，“花卉购销”蜕变为地产园林龙头	5
1.2. 股权结构：高管持股+员工持股+股权激励	5
1.3. 业务结构：园林全产业链布局，市政园林快速发展	6
1.4. 盈利能力：PPP 订单快速释放，盈利能力有望提升	6
2. 行业动态：PPP 助力模式变革，园林板块业绩加速	7
2.1. PPP 成为基本国策，政策红利持续释放	7
2.2. PPP 助力模式变革，行业痛点有望解决	8
2.3. 订单业绩双轮驱动，园林板块再迎春天	10
3. 公司分析：资质齐全竞争力强，激励到位成长性好	11
3.1. 具备多项资质，品牌知名度高	11
3.2. 跨区经营全国布局，华中华南快速增长	11
3.3. 员工持股利益捆绑，业绩提升增加保障	12
4. 发展战略：地产市政双轮驱动，战略转型提上日程	13
4.1. 园林全产业链布局，综合竞争优势显著	13
4.2. 大客户捆绑战略，地产园林稳步增长	13
4.3. 跑马圈地迅速布局，市政园林快马加鞭	14
4.4. 积极布局新兴产业，战略转型提上日程	15
5. 估值与投资建议：把握政策机遇，寻求成长加速	15
5.1. 收入预测：产业延伸提高业务生命周期，订单加速释放确保业绩增长	15
5.2. 估值比较：业绩增速较快，估值相对较低	16
5.3. 投资建议：小市值、高成长、大战略，维持买入	16
5.4. 风险提示：	17

图表目录

图 1：公司发展历程及其重要事件	5
图 2：公司内部人员持股比例解析	6
图 3：公司各项业务收入分析	6
图 4：公司市政园林和地产园林收入对比	6
图 5：文科园林历年销售毛利率	7
图 6：2015 年同行业公司销售毛利率对比图	7
图 7：近年 PPP 政策走向	8
图 8：传统商业模式运营流程图	8
图 9：PPP 模式运营流程图	9
图 10：PPP 资产证券化参与各方角色图解	10
图 11：公司业务向全国拓展(收入区域分布)	12
图 12：公司业务向全国拓展（利润区域分布）	12
图 13：分公司及项目部区域分布图	13
图 14：2012-2016 年恒大地产销售面积及金额	14
图 15：恒大地产占公司业务比重	14
图 16：公司战略布局	15

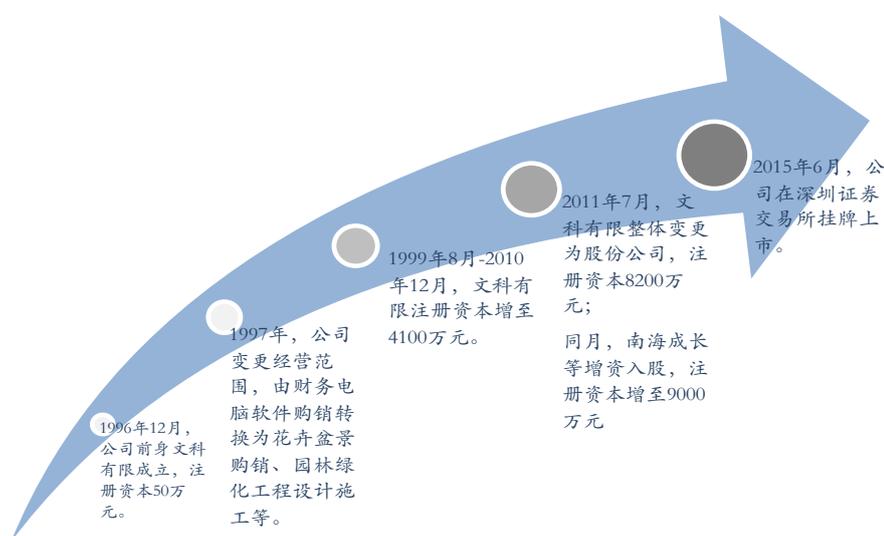
表 1: 园林行业上市公司 2016 年以来 PPP 项目中标情况汇总	10
表 2: 园林行业上市公司 2016 年季度业绩汇总	10
表 3: 公司行业资质汇总	11
表 4: 公司近年工程获奖情况汇总	11
表 5: 员工持股平台——深圳市泽广投资有限公司股东出资金额	12
表 6: 限制性股权激励员工持股情况	13
表 7: 2016 年至今公司新签框架协议汇总	14
表 8: 2016 年至今公司新签订单汇总	15
表 9: 公司营业收入增速及净利润预估	16
表 10: 同行业可比公司业绩预估及估值 (WIND 一致预期) (2017 年 3 月 13 日数据)	16
表 11: 公司重点估值指标汇总	16

1. 公司概况：“小而美”园林“黑马”

1.1. 历史沿革：专注园林二十载，“花卉购销”蜕变为地产园林龙头

深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”或公司）前身是成立于1996年12月的深圳市文科财务软件有限公司，主营财务电脑软件购销；1997年4月公司更名为深圳市文科园林花艺有限公司，主业变更为花卉盆景购销；1999年3月公司再度扩大经营范围，开始从事园林绿化工程设计、施工和管理。经过多次增资和股权转让，2011年7月公司整体变更为股份有限公司，并于2015年6月在深交所上市。公司拥有城市园林绿化一级、风景园林工程专项设计甲级、污染修复甲级、市政公用工程施工总承包二级等多个资质，是恒大、万科、万达、富力等著名房企的长期战略合作伙伴或园林景观供应商，是地产园林的龙头企业。2016年公司聚焦PPP项目大力拓展市政园林业务，市政园林订单高速增长，市政园林业务占比有望快速提升，公司逐步成长为地产园林和市政园林并重的综合性园林公司，有望成为园林行业的一匹业绩“黑马”。

图 1：公司发展历程及其重要事件

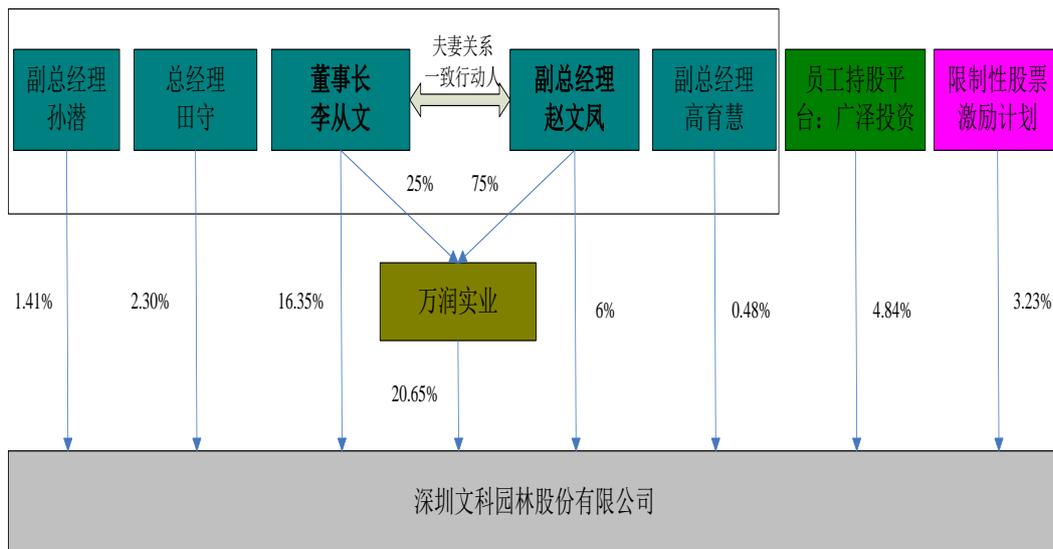


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股权结构：高管持股+员工持股+股权激励

公司股权结构呈现出高管持股的特点。截至2016年9月末，公司董事长李从文持有公司16.35%的股权，公司董事兼副总经理赵文凤持有公司6%的股权，两者是夫妻关系，为一致行动人，并通过深圳万润实业有限公司间接持有公司20.65%的股权，李从文和赵文凤是公司实际控制人；公司董事总经理田守能持有公司2.30%的股份，副总经理孙潜持有公司1.41%的股份，董事副总经理高育慧持有公司0.48%的股份。同时，公司推出了员工持股计划。2010年6月公司高管、高级管理人员和核心技术人员发起成立了员工持股平台——深圳市泽广投资有限公司，截至2016年9月末员工持股平台持有公司4.84%的股份。另外，公司推出了限制性股票激励计划，对公司董事、高级管理人员、关键管理人员和核心业务（技术）人员共计213人授予400万份限制性股票，占授予前公司总股本的3.33%。2016年7月公司完成对212名激励对象限制性股票授予，合计800万股。

图 2：公司内部人员持股比例解析

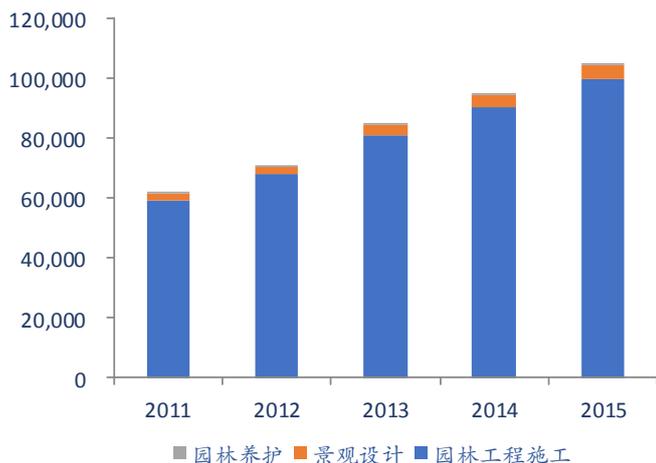


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 业务结构：园林全产业链布局，市政园林快速发展

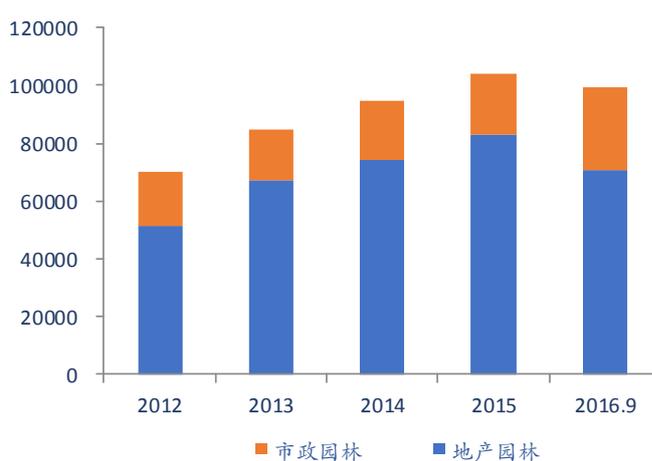
公司主要从事景观园林设计、工程施工、苗木销售和项目养护等业务，实现了园林全产业链布局。2011-2015 年公司工程施工业务占比在 94%-97%之间，景观设计业务占比在 3%-5%之间，养护业务占比在 0%-1%之间，工程施工业务是公司主要营收和利润来源。2015 年公司园林工程业务实现营业收入 9.98 亿元，占比 95.40%；实现毛利 2.51 亿元，占比 94.47%。从地产园林和市政园林构成来看，2012-2015 年地产园林占比高，达到近 80%。2015 年公司地产园林业务实现营业收入约 8.32 亿元，占比 79.94%；市政园林业务实现营业收入约 2.09 亿元，占比约 20.06%。2016 年公司开始大力布局 PPP 业务，PPP 订单快速释放，2016 年以来公司新签订单以市政园林订单为主，将助力公司市政园林业务加速增长，预计未来几年市政园林业务占比将呈现出快速提升的态势。

图 3：公司各项业务收入分析



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 4：公司市政园林和地产园林收入对比



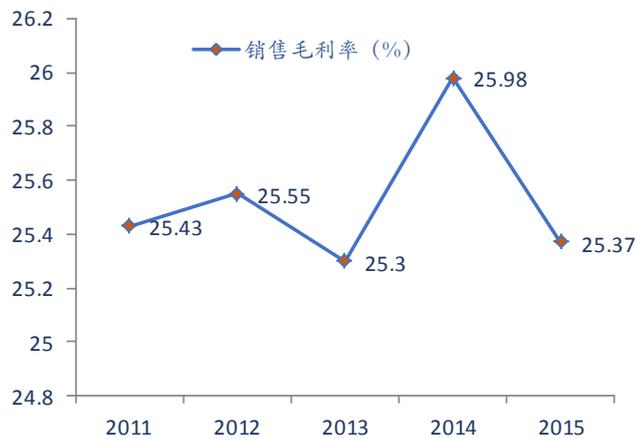
资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：PPP 订单快速释放，盈利能力有望提升

2011-2015 年公司业务结构相对稳定，毛利率基本上维持在 25%左右，盈利能力相对稳定。2016 年以来，公司充分利用国家大力推广 PPP 模式的历史机遇，大力发展 PPP 业务，公司 PPP 项目订单成倍增长。2016 年至今公司公告的重大中标项目和签署框架协议共计 16 个，合同金额共计 209 亿元，是 2015 年公司营业收入的 19.99 倍，有力地保证了公司未来

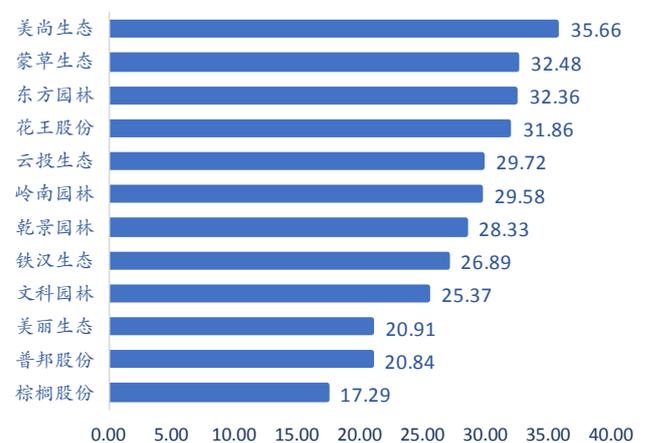
几年市政园林业务的高速增长。市政园林的毛利率水平显著高于地产园林毛利率水平，2015年东方园林、铁汉生态等市政园林业务占比高的园林公司毛利率分别为32.36%和26.89%，棕榈股份、普邦股份等地产园林占比高的园林公司毛利率分别为17.29%和20.84%，市政园林和地产园林业务毛利率相差较大。2016年公司业务结构已经发生明显变化，预计未来几年市政园林业务占比会快速提高，助力公司毛利率水平提高，公司盈利能力有望提升。

图 5：文科园林历年销售毛利率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 6：2015 年同行业公司销售毛利率对比图



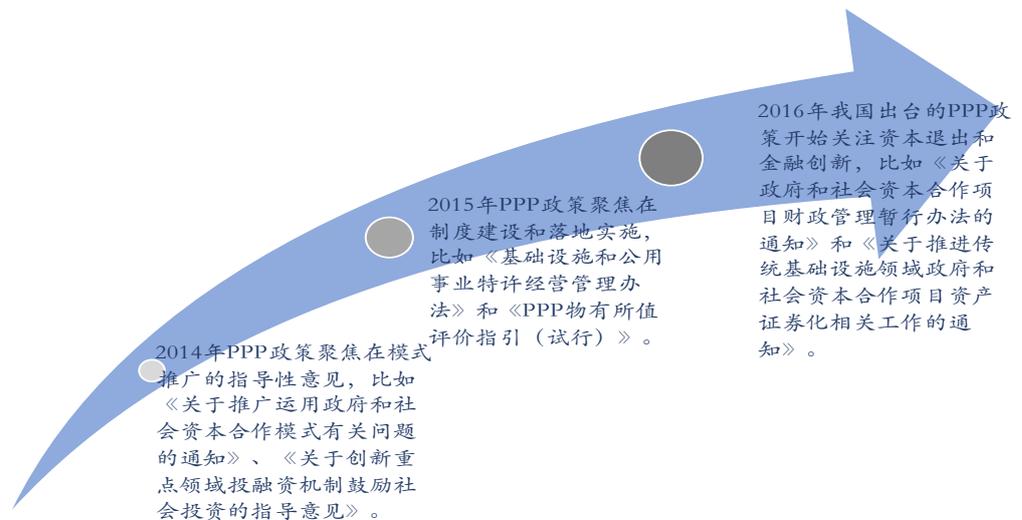
资料来源：WIND、安信证券研究中心

2. 行业动态：PPP 助力模式变革，园林板块业绩加速

2.1. PPP 成为基本国策，政策红利持续释放

2013 年以来，国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，PPP 已经成为基本国策。2014 年我国主要出台 PPP 模式推广的指导性政策，比如 9 月财政部出台的《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，11 月国务院出台的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》和财政部出台的《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知》，12 月发改委出台的《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》。2015 年我国从 PPP 制度建设和落地实施角度出台相关政策，比如 4 月发改委联合财政部、住建部、交通运输部、水利部和人行出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，12 月财政部出台的《PPP 物有所值评价指引（试行）》和《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》。2016 年我国出台的 PPP 政策开始关注资本退出和金融创新，比如 7 月国务院出台的《关于深化投融资体制改革的意见》，9 月财政部出台的《关于政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法的通知》，10 月发改委出台的《关于传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则的通知》，12 月发改委联合证监会出台《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作项目资产证券化相关工作的通知》。

图 7：近年 PPP 政策走向

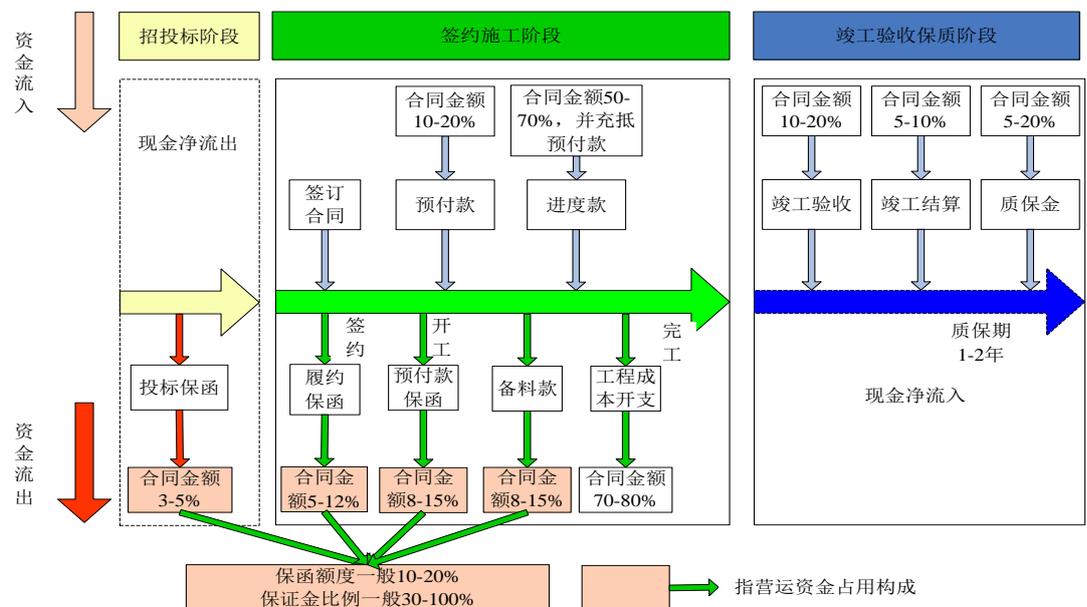


资料来源：政府官方网站、安信证券研究中心

2.2. PPP 助力模式变革，行业痛点有望解决

园林行业具有较强的公益性、观赏性和附加性，项目业主主要是政府和开发商，业主地位非常强势，园林公司只能接受垫资才能获得更多的业务。由于项目回款难且周期长，园林公司要想保持较快的增长只能通过不断融资和加杠杆才能实现，最终形成了“项目-垫资-回款低于垫资-融资-新项目-再垫资-回款低于垫资-再融资……”的商业模式。这种商业模式的最大痛点在于资金密集、回款难、周期长、经营性现金流差，以工程总承包、BT 等方式承接业务，通过垫资推动工程建设，再通过工程回款或项目回购实现盈利。这种模式风险高（牺牲了现金流，形成了巨额的应收账款），需要园林公司拥有较强的融资能力，否则很难持续。

图 8：传统商业模式运营流程图

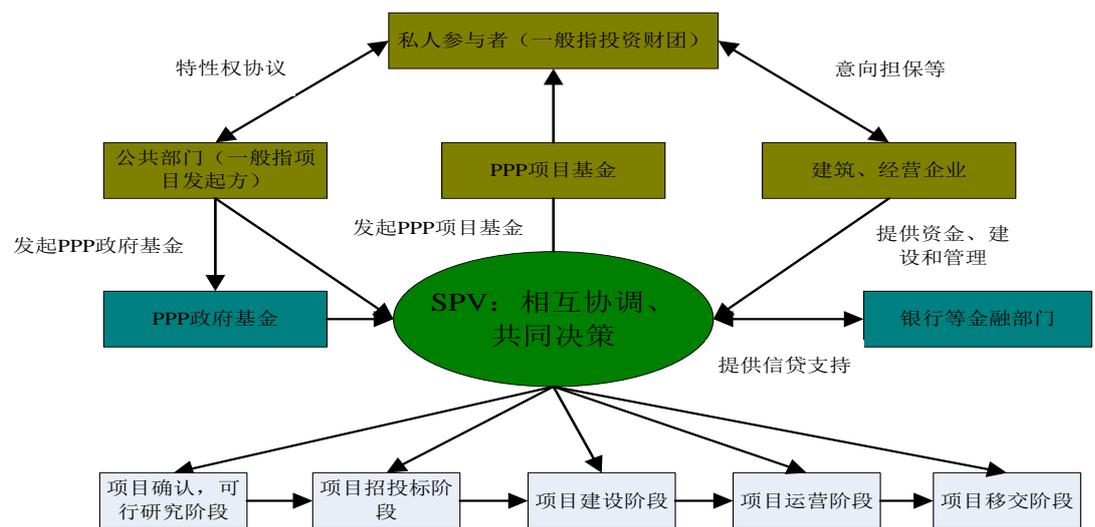


资料来源：公开资料汇总

2013 年以来，国家大力推广 PPP 模式，PPP 模式在一定程度上重塑了园林商业模式。园林公司与政府部门成为联合体，借助 PPP 产业基金、引进第三方实现建设资金的多元化，不再简简单单依托自身融资能力，现金流压力减小。传统模式下，园林公司实质性扮演了地方政府“融资平台角色”，资金的回流主要依赖于地方财政，且受政府换届影响较大，现金流

差成为必然；PPP 模式下，园林公司已经从地方政府“融资平台角色”中解放出来，SPV 公司成为地方政府新的融资平台，SPV 公司的构成不仅有园林公司，还有地方政府、社会资本第三方、产业基金等，融资平台实现了资本社会化。园林公司通过参与 SPV 公司既获得了项目工程，又能享受了项目运营收益，SPV 公司成为举债主体，同时向施工企业支付工程进度款。由于 SPV 构成相对多元化，通过自有资金、联合增信等方式能够获得更多的项目资金，这在一定程度上保障了园林公司工程款的结算，园林公司的现金流改善成为必然，行业商业模式得到边际改善。

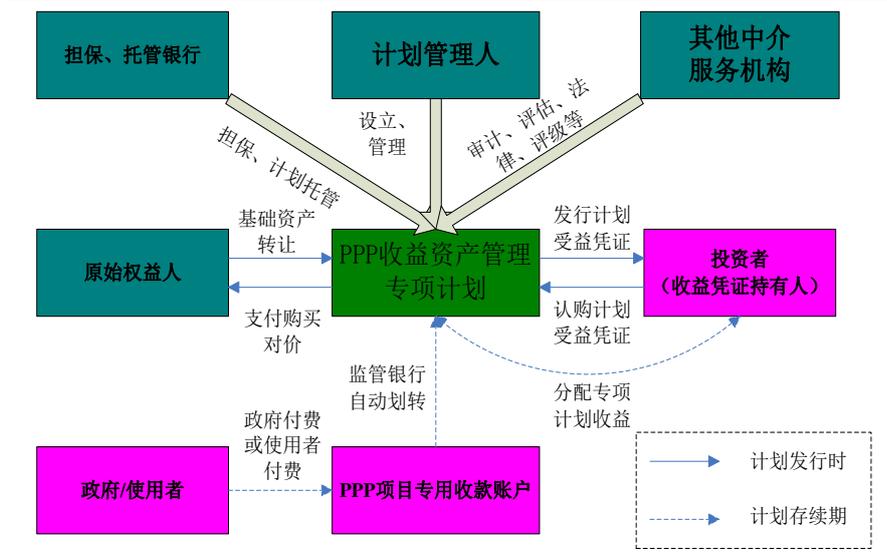
图 9：PPP 模式运营流程图



资料来源：公开资料汇总

PPP 模式在一定程度上解决了回款难、周期长、经营性现金流差等行业痛点，但也形成了投资性现金流差、回报周期长等新的行业痛点，新的行业痛点对园林公司影响程度取决于园林公司参与 SPV 公司的程度和 PPP 项目的运营年限，园林公司持有 SPV 公司比例越高，投资性现金流就越差；运营年限越长，PPP 项目回报周期越长。为了解决这一新的行业痛点，发改委联合证监会推出了 PPP 项目资产证券化，通过资本市场实现 SPV 公司社会化，解决园林公司投资性现金流差和投资回报期长的行业痛点。2017 年 2 月 3 日新疆昆仑新水源科技股份有限公司发起的 8.4 亿元的“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”在机构间私募产品报价与服务系统成功发行，专项计划采用结构化分层设计，其中优先级 8 亿元，共分为 10 档，评级 AA+，6-10 档在第五年设置原始权益人利率调整选择权，并附投资者回售权、特定原始权益人赎回权；次级 0.4 亿元。专项计划的基础资产为总投资 8.4 亿元的甘泉堡工业园区污水处理 PPP 项目，该项目 2016 年 1 月正式运营，专项计划募资总额等于基础资产的投资总额，实现了资本的 100%回收。

图 10: PPP 资产证券化参与各方角色图解



资料来源: 公开资料汇总

2.3. 订单业绩双轮驱动，园林板块再迎春天

PPP 模式对园林行业商业模式具有边际改善作用，将园林公司从地方政府“融资平台”的角色中解放出来，提高了园林公司的收现比，改善了园林公司的经营性现金流，园林公司的成长性具有现金流支撑，园林公司开始大力布局 PPP 项目。2016 年园林板块整体呈现出订单成倍增长，业绩逐季攀升的发展态势。主要园林上市公司 2016 年公告的重大订单（含框架协议）投资总额是 2015 年营业收入之和 8 倍，其中 10 倍以上的公司共计 3 家，文科园林（2016 年 1 月至今订单汇总）达到 19.99 倍之高，有力地保障了园林上市公司业绩的释放。

表 1: 园林行业上市公司 2016 年以来 PPP 项目中标情况汇总

上市公司	中标数量	中标金额	框架协议数量	框架协议金额	合计数量	合计金额	2015 年营收	占 2015 年营收比例
文科园林	8	21.51	8	187.61	16	209.12	10.46	1999.24%
东方园林	26	470.46	1	100	27	570.46	53.81	1060.14%
蒙草生态	5	40.48	13	141.44	18	181.92	17.68	1028.96%
棕榈股份	11	84.15	7	293.5	18	377.65	44.01	858.10%
美丽生态	1	3.1	4	69.1	5	72.2	9.57	754.44%
铁汉生态	20	97.56	2	85	22	182.56	26.13	698.66%
美尚生态	5	24.24	1	16.3	6	40.54	5.8	698.97%
岭南园林	7	36.8	4	68.03	11	104.83	18.89	554.95%
云投生态	8	26.28			8	26.28	8.43	311.74%
乾景园林	6	11.89	2	7	8	18.89	6.08	310.69%
普邦股份	1	41.69	1	10	2	51.69	24.33	212.45%
合计	98	858.2	43	977.98	141	1836.14	225.19	815.37%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

从业绩来看，园林上市公司的业绩整体呈现出逐季改善的态势，尤其是东方园林、铁汉生态等行业龙头实现了营业收入和净利润均逐季改善，园林上市公司业绩加速。考虑到园林上市公司订单激增，园林上市公司未来业绩释放具有较强保障，整个板块业绩反转趋势确定，园林板块再迎春天。

表 2: 园林行业上市公司 2016 年季度业绩汇总

证券简称	2016 年 3Q 营收增速	2016 年 2Q 营收增速	2016 年 1Q 营收增速	2016 年 3Q 净利润增速	2016 年 2Q 净利润增速	2016 年 1Q 净利润增速
棕榈股份	37.01	-34.95	-22.41	136.13	-20.91	-111.54
铁汉生态	85.62	32.69	28.41	111.46	47.49	-44.21
东方园林	75.92	17.09	96.10	109.01	53.81	15.95

云投生态	-12.29	82.89	-24.46	361.16	3,426.29	-55.04
蒙草生态	81.21	45.66	-53.85	215.95	65.69	-175.96
普邦股份	22.52	-10.33	7.14	-22.10	-43.95	-66.61
岭南园林	21.61	57.42	81.33	48.04	60.73	20.76
美尚生态	29.49	-13.64	54.23	119.26	-8.84	239.39
文科园林	46.15	35.56	14.97	49.47	57.42	6.88
乾景园林	80.40	-37.99	10.58	293.52	-42.79	128.33

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 公司分析：资质齐全竞争力强，激励到位成长性好

3.1. 具备多项资质，品牌知名度高

公司是具有 20 年发展历程的园林龙头企业，在大型工程设计、施工、养护等领域具有丰富的经验。经过多年的应用技术研究和经验积累，公司施工技术能力快速提升，公司资质也日益健全。目前，公司主要拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质、污染修复甲级资质和市政公用工程施工总承包二级资质等一系列资质，公司资质较为齐全。

表 3：公司行业资质汇总

序号	资质名称	等级
1	城市园林绿化企业资质	一级
2	风景园林工程设计专项资质	甲级
3	污染修复资质	甲级
4	市政公用工程施工总承包资质	二级
5	造林施工工程资质	乙级
6	园林古建筑工程专业承包资质	三级
7	堤防工程专业承包资质	三级
8	土石方工程专业承包资质	三级
9	城乡规划编制资质	丙级
10	造林工程规划设计资质	丙级

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司具有丰富的大中型项目施工经验，近年来完成了多项精品园林绿化工程，受到了客户的广泛认可，扩大了公司在下游客户中的品牌知名度，为公司赢得了良好口碑，树立了良好的品牌形象。公司在品牌建设方面取得了显著成绩，取得了广东省 20 强园林企业，广东省著名商标等荣誉称号，品牌优势已成为公司业务拓展和维持客户资源稳定的重要保障。

表 4：公司近年工程获奖情况汇总

序号	项目名称	所获奖项
1	普兰店鞍子河景观升级改造工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
2	郑州恒大金碧天下园林景观工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
3	郑州中原万达广场商业园林景观工程	“优秀园林绿化工程奖”银奖
4	广东清远恒大国际足球学校园林景观工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
5	前海公园二期工程	广东省风景园林优良样板工程金奖
6	东莞万科金域湖项目一期一、二标绿化工程	广东省风景园林优良样板工程金奖
7	淮南联华金水城园林景观工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
8	石家庄恒大华府园建景观工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
9	佛山市金棕榈湾园林建筑绿化工程	“优秀园林绿化工程奖”金奖
10	深圳观澜格兰云天大酒店园林景观工程	广东省风景园林优良样板工程金奖
11	荣和大地一组团园林二标施工工程	广东省风景园林优良样板工程银奖

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 跨区经营全国布局，华中华南快速增长

公司以深圳为总部，建立了遍布广东、北京、重庆、湖北、湖南、新疆、沈阳等 16 家分公司，在全国各地建设多个项目部，具备了跨区域经营能力，初步完成了对全国市场的战略布

局。公司业务主要分布在华中、华南、华东和东北等区域，同时西南、西北、华北等区域的业务拓展取得积极成效，预计未来业务有望保持较快发展。从 2015 年的经营数据来看，华中和华南业务增速较快，营业收入增速分别达到 52%和 60%，毛利增速分别达到 61%和 78%。从 2016 年公司公告的重大订单来看，西南和西北地区业务有望保持快速增长。

图 11：公司业务向全国拓展(收入区域分布)

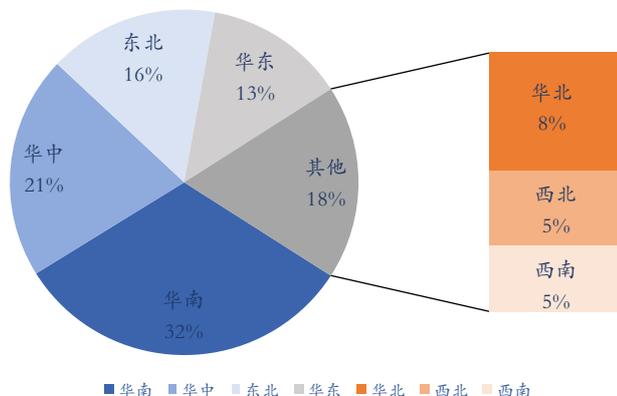
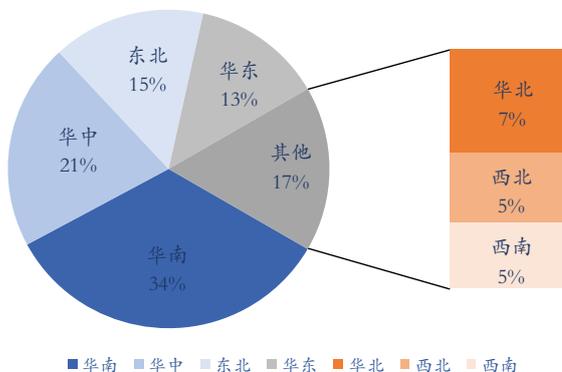


图 12：公司业务向全国拓展 (利润区域分布)



资料来源：WIND、安信证券研究中心

资料来源：WIND、安信证券研究中心

3.3. 员工持股利益捆绑，业绩提升增加保障

2010 年 6 月公司员工持股平台——深圳市泽广投资有限公司正式成立，其股东主要为区域总经理、事业部总经理及副总经理、核心技术人员、设计人员和公司员工，共计 47 人，赵金凤、李财宝、张艳霞等员工持有泽广投资的比例较高，分别达到 17.50%、10%、6.67%，祝福浩等 44 名员工合计持有泽广投资的 65.83%的股权。员工持股平台涉及范围较广，使得公司中高层管理人员、技术人员和业务人员与公司中长期利益捆绑，有助于激发员工的积极性，实现公司业务较快增长。

表 5：员工持股平台——深圳市泽广投资有限公司股东出资金额

序号	姓名	职务	出资额 (万元)
1	赵金凤	职员	105
2	李财宝	苗木研究员	60
3	张艳霞	职员	40
4	祝福浩	项目经理	40
5	邓昌勇	苗木事业部经理	30
6	杨勇	监事、创景园艺监事	30
7	赵海龙	创景园艺经理	30
8	陈立平	华西区域总经理	16
9	罗志堂	项目经理	16
10	胡木春等 38 人		233
	合计		600

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2016 年 3 月，公司推出了限制性股票激励计划草案，拟向公司董监高及核心技术人员合计 213 人授予限制性股票 400 万股，授予价格 19.08 元/股，行权条件为 2016-2018 年净利润相对于 2015 年的增长率分别不低于 40%、82%和 127.5%。2016 年 7 月 8 日公司向符合条件的 212 名激励对象授予 800 万股，授予价格 9.44 元/股，约占公司授予完成后总股本的 3.23%。公司股权激励涉及到董监高、核心技术人员、高级管理人员等，有利于将员工利益与公司成长捆绑，助力公司业绩增长。

表 6: 限制性股权激励员工持股情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
1	李从文	董事长	55	6.87%	0.23%
2	田守能	董事兼总经理	50	6.25%	0.21%
3	高育慧	董事兼常务副总经理	40	5.00%	0.17%
4	孙潜	常务副总经理	30	3.75%	0.13%
5	赵文凤	董事兼副总经理	20	2.50%	0.08%
6	叶定良	副总经理	20	2.50%	0.08%
7	陈孝伟	副总经理	24	3.00%	0.10%
8	李俊	副总经理	30	3.75%	0.13%
9	吴仲起	副总经理兼董秘	60	7.50%	0.25%
10	李鹏远	副总经理	20	2.50%	0.08%
11	程智鹏	副总经理	20	2.50%	0.08%
12	聂勇	财务总监	20	2.50%	0.08%
13	关键管理人员、核心业务(技术)人员(200)		411	51.38%	1.58%
合计			800	100.00%	3.33%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4. 发展战略: 地产市政双轮驱动, 战略转型提上日程

4.1. 园林全产业链布局, 综合竞争优势显著

公司实行园林全产业链布局, 设计-施工-苗木-养护一体化经营。2006 年公司成立了文科规划设计研究院, 并在北京、武汉、重庆、沈阳等区域设有分院, 公司拥有风景园林专项设计甲级资质, 拥有研发人员 128 名(2015 年末数据), 能够为客户提供文化旅游区、市政公园、河道及滨水区、海绵城市等各个领域的景观规划设计, 是一家全专业的领先设计机构, 多次荣获“全国十佳景观设计机构”、“十大最具影响力景观设计机构”等称号。公司拥有城市园林绿化壹级资质, 建立了遍布广东、北京、重庆、湖北、湖南、新疆、沈阳等 16 家分公司, 项目部遍布全国各地, 园林工程施工能力很强。同时, 公司从事苗木销售业务和园林项目养护业务, 具备了全产业链一体化经营的能力, 综合竞争优势显著。

图 13: 分公司及项目部区域分布图



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.2. 大客户捆绑战略, 地产园林稳步增长

公司实行大客户捆绑战略, 与恒大地产建立了紧密的战略合作, 2012-2014 年恒大业务占比高达 35%-40%。同时, 公司与万科、万达等房地产龙头企业进行战略合作, 来自大客户的

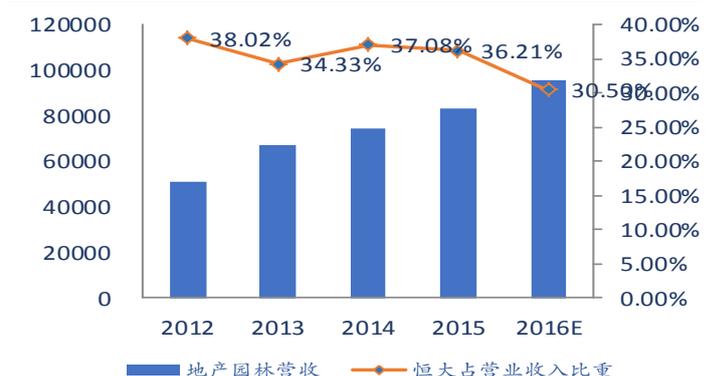
业务占比相对较高，2012-2014 年前五大客户业务量占比 60%左右。过去几年，房地产投资增速放缓，但是房地产集中度显著提高，恒大地产销售呈现出“量价齐升”的发展态势。恒大地产的合同销售金额从 2012 年的 923 亿元迅速增长到 2016 年的 3734 亿元，合同销售面积从 2012 年 1549 万平方米迅速增长到 2016 年的 4469 万平方米。公司地产园林业务主要来自于恒大地产等房地产龙头企业，地产园林业务呈现出稳步增长的发展态势，2015 年公司地产园林业务实现营业收入 8.32 亿元，同比增长 12%，显著好于同期其他地产园林公司，公司核心客户市场相对稳定，在公司大客户绑定策略实施情形下，公司地产园林业务将保持稳健增长态势。

图 14：2012-2016 年恒大地产销售面积及金额



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 15：恒大地产占公司业务比重



资料来源：WIND、安信证券研究中心

4.3. 跑马圈地迅速布局，市政园林快马加鞭

2015 年公司积极关注 PPP 模式，大力推广对园林行业的发展机遇，并制定了积极布局 PPP 业务的未来发展战略——依托品牌知名度和资金运用能力，通过加强研发力度、引进社会资源和实施战略合作，大力发展 PPP 业务。2015 年 8 月公司联合深圳市东方富海投资管理有限公司发起设立深圳市前海富海文科生态环保产业投资基金（有限合伙），基金总规模 7.1 亿元，主要投向公司参与的 PPP 项目和生态环保等领域的股权投资。2016 年公司通过制定新业务的业绩激励办法，加强业务拓展和管理的区域化建设，快速布局 PPP 项目。2016 年以来，公司通过签署战略合作框架协议进行跑马圈地快速布局 PPP 业务，公司已经与沈阳、巴东、遵义、新民等政府部门签署框架协议 8 个，涉及湖北、贵州、辽宁、黑龙江等省，投资规模合计达到 187 亿元，跑马圈地战略成效显著。

表 7：2016 年至今公司新签框架协议汇总

签署日期	战略合作框架协议内容	合作模式	2016 年 2Q 净利润增速	投资总额
2016/1/13	城乡基础设施、产业发展和生态环境建设	PPP 模式	辽宁新民市人民政府	40
2016/3/2	生态景观建设项目	不限	贵州遵义市林业局、遵义市园林绿化局	60
2016/8/22	旅游景区、乡村旅游等	PPP 模式	贵州安顺市西秀区人民政府	10
2016/9/8	污水处理管网工程项目 PPP 投资建设	PPP 模式	辽宁盘锦市大洼区住房和城乡建设局	2.11
2016/9/29	高铁旅游小镇及周边旅游资源综合开发	不限于 PPP/EPC	湖北巴东县人民政府	30
2016/10/17	湿地公园、市政道路等	PPP 模式	辽宁沈阳市沈北新区人民政府	20
2017/1/25	滨江公园与南山公园建设项目 PPP 模式合作	PPP 模式	黑龙江抚远市人民政府	5.5
2017/2/17	枝江市旅游资源开发及金湖湿地公园项目战略合作	不限于 PPP/EPC/BOT	枝江市人民政府	20
合计				187.61

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司在跑马圈地的同时，积极推动优质的 PPP 项目落地，2017 年订单获取加速。2016 年以来，公司累计公告重大中标订单或施工合同 8 个，投资总额达到 21.51 亿元，工期在 6 个月-15 个月不等，其中 13.15 亿元重大订单是 2017 年 1 季度获取，公司业务开拓力度显著加强，订单释放加速。公司重大工程订单或施工合同既有新拓展的市政园林项目，也有战略

合作框架协议转化的市政园林项目，比如总投资 3.2 亿远的遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目即是 2016 年 3 月与遵义市林业局和园林绿化局签署的《生态景观建设项目战略合作框架协议》中的相关项目的落实。2012-2015 年公司市政园林业务占比约 20%，2016 年公司市政园林业务发力，订单业绩双轮驱动，预计 2016 年及未来几年市政园林业务将保持高速增长，市政园林业务占比将快速提高，对公司业绩释放具有较强的保障。

表 8：2016 年至今公司新签订单汇总

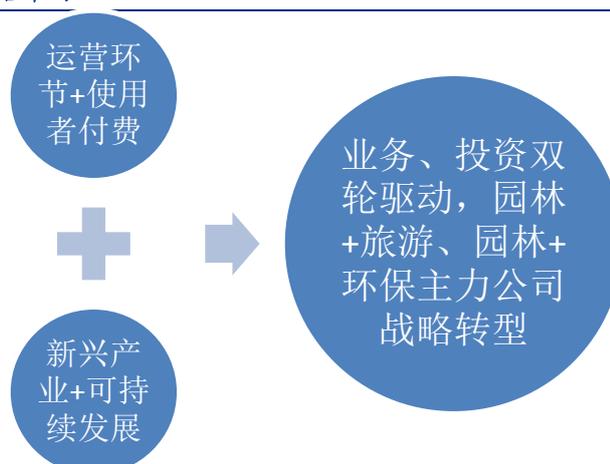
签署日期	项目名称	合作模式	投资总额	项目工期
2016/8/22	绥阳县洛安江流域生态文明区项目（施工、设计一体化）	EPC	3	150 天
2016/8/22	绥阳县城市绿化提升工程项目（施工、设计一体化）	EPC	0.6	150 天
2016/9/12	哈密市伊州区西部片区新建核心区中心景观轴建设 PPP 项目	PPP-BOT	1.5	1 年
2016/9/12	哈密市伊州区西区道路建设 PPP 项目（三标段）	PPP-BOT	1.55	1 年
2016/11/8	昌吉市头屯河沿岸综合整治工程区域内基础设施 PPP 项目	PPP	1.71	
2017/1/4	遵义市南部新区中药材种植观光旅游区（百草园）建设项目		3.2	15 个月
2017/3/13	水泔影视文化体验园（一期）建设项目设计采购施工(EPC)总承包项目	EPC	7.3	400 天
2017/3/13	桂湾片区景观工程（一期）		2.65	306 天
	合计		21.51	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.4. 积极布局新兴产业，战略转型提上日程

PPP 项目的核心要素——运营环节,PPP 项目只有具备运营收入才能算上真正意义上的 PPP 项目。市政园林项目具有公共产品或半公共产品的属性，具有较强的外部性，单纯的市政园林项目不具备运营收入，只能依托政府付费模式“包装”成 PPP 项目。政府为了能够让市政园林项目具有运营收入，可能会将旅游、污水处理等元素纳入到 PPP 项目中，这样 PPP 项目就具备了运营环节和运营收入。园林公司为了布局 PPP 项目，必须具有相关领域的运营经验，向这些新兴产业布局成为园林公司的战略选择。公司 PPP 项目主要集中在“园林+旅游”和“园林+环保”等领域，向生态、环保、旅游等新兴领域布局势在必行。公司制定了业务、投资双轮驱动战略，公司将依托生态环保产业投资基金和上市公司两大平台加大有关生态、环保、旅游等领域的投资，使投资企业与公司实现资源互补、共同发展，公司战略转型提上日程。

图 16：公司战略布局



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 估值与投资建议：把握政策机遇，寻求成长加速

5.1. 收入预测：产业延伸提高业务生命周期，订单加速释放确保业绩增长

公司把握当前园林行业的政策红利，积极开拓生态、环保和旅游相关业务合作机会，2016 年以来持续在辽宁、贵州、湖北及黑龙江等区域寻求生态环境、旅游资源、污水处理等重大

项目合作机会，签署框架协议 187.61 亿元，其中与贵州遵义的 60 亿元框架协议已有部分转化为订单落地，公司开拓业务与自身远期战略相结合，积极向园林全产业链布局，旨在延长业务生命周期，增强公司自身生命力；同时，2016 年以来，公司新签订单总量达 21.51 亿元，其中 2017 年 1 季度已快速签署 13.15 亿元，2017 年目前累计新签订单已达 2016 年的 1.57 倍，订单释放显著加速，同时，2016 年以来公司新签订单已市政园林订单为主，公司从地产园林向市政园林及生态、旅游方向转型会大幅提升公司业务竞争力，改善业务利润率。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 21.76 亿元、28.93 亿元和 38.14 亿元，同比增速分别为 33%、31.8%和 36.07%，同期净利润分别为 2.05 亿元、2.64 亿元和 3.42 亿元，同比增速分别为 44.88%、28.7%和 29.61%。

表 9：公司营业收入增速及净利润预估

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1517.13	2175.56	2893.49	3813.63
同比增速	43.4%	33%	31.80%	36.07%
净利润 (百万元)	139.57	205.01	263.85	341.98
同比增速	44.00%	44.88%	28.70%	29.61%

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.2. 估值比较：业绩增速较快，估值相对较低

Wind 一致预期数据，公司 2017 年营业收入 20.86 亿元，同比增速 37.5%，净利润为 2.1 亿元，同比增速 50.26%，公司业绩增长较快；我们从 wind 提取与文科园林市值相对接近的 6 家园林工程可比公司进行比较，7 家公司中，文科园林市值最小，仅为 7 家公司市值均值的 51%；wind 一致预期公司 2017 年动态 PE 为 26.81 倍，仅高于蒙草生态，低于另外 5 家园林公司，公司 2017 年动态估值相对较低。

表 10：同行业可比公司业绩预估及估值（WIND 一致预期）（2017 年 3 月 13 日数据）

代码	证券简称	当前市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)	市盈率 PE
			17E	17E	17E	17E	17E
002775.SZ	文科园林	56.22	20.86	37.50	2.10	50.26	26.81
603007.SH	花王股份	80.85	8.09	34.39	1.42	62.91	56.93
002431.SZ	棕榈股份	125.03	57.09	29.20	3.39	102.81	36.91
002663.SZ	普邦股份	101.15	35.68	31.26	3.51	234.15	30.53
300355.SZ	蒙草生态	120.62	41.68	58.90	5.24	66.24	23.04
002717.SZ	岭南园林	103.34	37.12	44.56	3.86	47.93	26.83
300495.SZ	美尚生态	105.48	21.10	108.48	3.88	111.22	27.17
平均值		109.12	35.90	50.0125	3.945	90.3175	31.29

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.3. 投资建议：小市值、高成长、大战略，维持买入

公司是园林工程板块 2015 年 6 月上市企业，公司目前市值约 57 亿元，在园林板块中市值规模偏小，得益于公司地产园林业务稳健，市政工程订单加速释放以及公司的“业务+投资”战略定位，2016 年以来公司 PPP 订单跟踪力度加大，确保公司进入成长通道；同时，公司进行全产业链布局，延长业务生命周期，并以 PPP 项目为载体，逐步试水向生态、旅游及环保领域转型，打开公司远期成长空间。公司是典型的小市值、高成长、大战略的“小而美”PPP 标的，我们预计公司 2017-2019 年营业收入增速分别为 33%、31.8%和 36.07%，同期净利润增速分别为 46.88%、28.7%和 29.61%，我们看好公司高成长，维持 A-买入评级，6 个月目标价为 29.05 元，相当于 2017 年 35 的动态市盈率。

表 11：公司重点估值指标汇总

(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,517.10	2,175.60	2,893.50	3,813.60
净利润	139.6	205	263.9	342
每股收益(元)	0.56	0.83	1.06	1.38
每股净资产(元)	4.96	5.57	6.64	7.96
盈利和估值	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	40.2	27.3	21.2	16.4
市净率(倍)	4.6	4.1	3.4	2.8
净利润率	9.20%	9.40%	9.10%	9.00%
净资产收益率	11.30%	14.80%	16.00%	17.30%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%
ROIC	14.00%	26.60%	11.90%	22.70%

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.4. 风险提示：

PPP 项目执行低于预期；公司参与市政园林项目推进低于预期；房地产投资放缓，地产园林需求下滑风险；坏账风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,045.9	1,517.1	2,175.6	2,893.5	3,813.6	成长性					
减:营业成本	780.6	1,200.5	1,657.8	2,230.9	2,955.6	营业收入增长率	10.7%	45.0%	43.4%	33.0%	31.8%
营业税费	36.4	13.2	56.1	66.9	73.3	营业利润增长率	4.0%	33.0%	51.0%	29.0%	29.7%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	7.5%	44.0%	46.9%	28.7%	29.6%
管理费用	70.3	106.7	146.2	197.5	261.6	EBITDA 增长率	2.0%	22.5%	67.9%	27.2%	32.3%
财务费用	24.3	18.4	59.8	72.9	105.9	EBIT 增长率	2.5%	23.2%	69.2%	27.6%	32.6%
资产减值损失	15.5	20.3	17.1	17.6	18.4	NOPLAT 增长率	7.5%	30.4%	67.6%	27.6%	32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.2%	-11.8%	186.4%	-30.8%	114.9%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	103.9%	11.6%	12.3%	19.2%	19.9%
营业利润	118.8	158.0	238.6	307.7	399.0	利润率					
加:营业外净收支	0.8	4.7	2.6	2.7	3.3	毛利率	25.4%	20.9%	23.8%	22.9%	22.5%
利润总额	119.6	162.7	241.2	310.4	402.3	营业利润率	11.4%	10.4%	11.0%	10.6%	10.5%
减:所得税	22.7	23.2	36.2	46.6	60.3	净利润率	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%	9.0%
净利润	96.9	139.6	205.0	263.9	342.0	EBITDA/营业收入	14.0%	11.8%	13.9%	13.3%	13.3%
						EBIT/营业收入	13.7%	11.6%	13.7%	13.2%	13.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	6	5	4	3	2
货币资金	299.2	454.5	254.5	506.4	572.0	流动营业资本周转天数	296	240	303	284	280
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	515	432	483	448	441
应收账款	533.8	530.7	1,403.2	1,000.7	2,077.3	应收账款周转天数	162	126	160	150	145
应收票据	153.5	105.6	172.4	213.4	335.7	存货周转天数	243	181	236	222	214
预付账款	21.7	12.6	51.0	27.4	73.1	总资产周转天数	528	468	516	466	456
存货	719.6	808.7	2,046.4	1,526.0	3,002.5	投资资本周转天数	304	241	305	287	281
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	14.3	4.8	6.4	8.5	ROE	8.8%	11.3%	14.8%	16.0%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	6.4%	5.0%	7.7%	5.5%
长期股权投资	-	16.1	16.1	16.1	16.1	ROIC	16.9%	14.0%	26.6%	11.9%	22.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	17.6	23.9	21.6	19.2	16.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	10.3	8.4	8.4	8.4	8.4	管理费用率	6.7%	7.0%	6.7%	6.8%	6.9%
无形资产	0.9	11.8	10.7	9.5	8.4	财务费用率	2.3%	1.2%	2.7%	2.5%	2.8%
其他非流动资产	13.0	188.2	73.0	90.2	113.9	三费/营业收入	9.0%	8.2%	9.5%	9.3%	9.6%
资产总额	1,769.6	2,174.8	4,061.9	3,423.5	6,232.6	偿债能力					
短期债务	205.8	380.1	1,052.3	818.7	945.7	资产负债率	37.7%	43.4%	66.0%	51.9%	68.3%
应付账款	246.9	337.4	708.5	636.1	1,058.7	负债权益比	60.6%	76.8%	194.1%	107.9%	215.8%
应付票据	23.2	74.3	128.4	111.2	195.0	流动比率	2.75	2.20	1.90	1.88	2.52
其他流动负债	151.9	77.4	173.0	177.4	201.6	速动比率	1.61	1.27	0.91	1.00	1.27
长期借款	40.0	-	593.4	-	1,813.3	利息保障倍数	5.89	9.60	4.99	5.22	4.77
其他非流动负债	-	75.5	25.2	33.6	44.8	分红指标					
负债总额	667.8	944.6	2,680.7	1,776.9	4,259.0	DPS(元)	0.10	-	-	-	0.07
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	24.8%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%
股本	120.0	248.0	248.0	248.0	248.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%
留存收益	981.8	1,057.7	1,133.1	1,398.6	1,725.6						
股东权益	1,101.8	1,230.1	1,381.1	1,646.6	1,973.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.39	0.56	0.83	1.06	1.38
净利润	96.9	139.6	205.0	263.9	342.0	BVPS(元)	4.44	4.96	5.57	6.64	7.96
加:折旧和摊销	4.5	4.6	3.5	3.5	3.5	PE(X)	57.8	40.2	27.3	21.2	16.4
资产减值准备	15.5	20.3	-	-	-	PB(X)	5.1	4.6	4.1	3.4	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-18.7	15.7	-20.7	20.8	52.6
财务费用	19.5	16.5	59.8	72.9	105.9	P/S	5.4	3.7	2.6	1.9	1.5
投资损失	-	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	44.7	29.6	23.0	15.2	15.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	39.6%	34.8%	31.5%	39.6%	34.8%
营运资金的变动	-415.6	-249.4	-1,664.6	819.8	-2,196.9	PEG	1.5	1.2	0.9	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	-273.8	77.1	-1,396.4	1,160.0	-1,745.5	ROIC/WACC	1.8	1.5	2.9	1.3	2.5
投资活动产生现金流量	-16.4	-45.9	9.6	-1.6	-2.1	REP	3.3	3.7	0.9	2.4	0.8
融资活动产生现金流量	454.7	122.6	1,186.8	-906.6	1,813.3						

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

张龙声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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