安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 19 日

岭南园林（002717.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

外延并购再下一城，PPP 战略助力高增

■外延并购再下一城，业绩超预期概率高：公司积极向大生态和文化旅游领域拓展，“生态环保、文化旅游”于一体的生态人文体验服务产业链日益完善；2017 年 4 月 11 日，公司发布公告，启动收购新港水务 90%股权，交易对价 5.4 亿元，以发行股份（2.97 亿元）+现金支付 2.43 亿元支付对价，公司以配套融资方式募集资金。2016 年新港水务营业收入 7.01 亿元，净利润 5282 万元，2017-2019 年新港水务的业绩承诺分别不低于 6250 万元、7813 万元和 9766 万元，同比增长 18%、25%和 25%；同时，方案中设计业绩承诺超额净利润<业绩预测 50%，奖励对方超额净利润的 35%，超额净利润>50%,奖励对方超额净利润 50%。此次收购价格相对标的公司业绩承诺，2017-2019 动态 PE 仅为 8.57 倍、6.92 倍和 5.51 倍，资产收购定价不高，同时，超额净利润激励方案有效激发团队积极性，增加新港水务业绩超预期可能。

■新港水务深耕华北，河道治理大有可为：新港水务主要从事河道治理、农田水利、市政水务、维修养护等工程业务，已初步形成立足北京、深耕华北、面向全国的业务网络；新港水务是水利部机关服务局所属企业参股公司，股东实力背景强大，有助于河道治理业务的快速发展，再加上河道治理市场空间巨大。根据《“十三五”污水处理及再生建设》中我国需整治黑臭水体长度，我们预计河道治理市场需求在 7000 亿元以上，公司河道治理业务大有可为；从公司公开信息看，2016 年末新港水务在手订单约 18.27 亿元，是其 2016 年营业收入倍数为 2.60 倍；加总紧密跟踪订单信息，预计新港水务 2017 年可执行订单有望达 31.32 亿元，是 2016 年营业收入的 4.47 倍，助力新港水务业绩实现。

■战略调整 PPP 崛起，业务协同竞争力强：《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》显示，截至 2016 年末，全国入库项目 11260 个，投资额合计 13.5 万亿元，再创历史新高；2017 年 2 月以来，PPP-ABS 快速推进，发改委、证监会、交易所和基金协会纷纷发文支持 PPP-ABS，有助于建立沟通衔接机制，推进符合条件的项目通过 ABS 方式实现市场化融资，助力 PPP 项目联通资本市场，PPP 在“政策牛”推动下继续沿着“模式牛”、“业绩牛”的三牛 逻辑良性发展。岭南园林 2016 年报显示，对 PPP 发展战略调整，由“小步快跑”变更为“大步赶超”，2016 年公司重大订单和框架协议合计 104.2 亿元，以 PPP 模式为主，同时，公告显示，新港水务累计中标 PPP 订单约 9.54 亿元，紧密跟踪 PPP 订单约 13 亿元；我们认为 2017 年公司全力开拓 PPP 市场，大力推进生态环境主业发展，同时新港水务加盟，公司 PPP 拿单能力将大幅增强，有助于公司 PPP 业务放量。

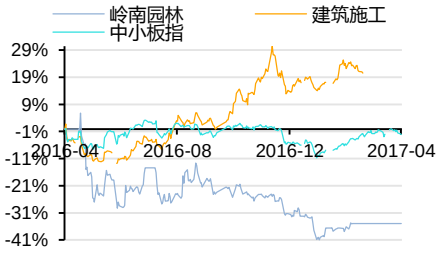
■各项业务渐入佳境，受益雄安新区&粤港澳，公司整体盈利能力将持续提升：公司园林主业整体保持较高增速。2017 年公司生态园林业务

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	42 元
股价（2017-04-18）	24.96 元

交易数据

总市值（百万元）	10,334.39
流通市值(百万元)	4,413.03
总股本（百万股）	414.04
流通股本(百万股)	176.80
12 个月价格区间	22.63/40.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.34	0.17	-30.93
绝对收益	0.0	8.57	-34.85

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

金嘉欣 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

相关报告

岭南园林：生态、文旅协同发展，持续高增可期	2017-03-13
岭南园林：园林文创携手助高增长，现金流改善	2016-10-25
岭南园林：PPP 订单充裕助业绩加速，园林与文创双引擎驱动	2016-09-07
岭南园林：主题公园斩获大单，围绕 IP 打造文旅产业链	2016-09-01
岭南园林：增发过会，围绕核心 IP 多渠道变现布局日益清晰	2016-07-26

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

发展迎来了战略微调和外延并购的开启，通过全员营销和收购新港股份，借助 PPP 模式再进高速成长通道；同时，公司地处粤港澳核心区域，新港水务地处京津冀核心区域，借助粤港澳大湾区建设和雄安新区建设，助力公司发展再提速；公司文化旅游产业高歌猛进，恒润科技连续斩获大单，德马吉 2016 净利润增速达 136%；2016 年公司文化创意产业营业收入占比 13.90%，净利润占比达到了 36.92%，大幅优化公司盈利能力 ；另外，2017 年公司期权费用摊销大幅下降，对公司业绩影响相对较小，有助于提升公司的盈利能力预计；各项业务渐入佳境，公司及拟收购标的公司是雄安新区和粤港澳受益主体，同时费用率下降，盈利能力快速提升。

■**投资建议：买入-A 投资评级，12 个月目标价 42 元。**公司是园林行业转型最为成功的一家企业，实现了“园林绿化+生态环保+文化旅游”三大产业的融合发展、协同发展，为园林公司转型提供了有益参考。2017 年公司 PPP 战略调整，PPP 业务有望加速发展，公司即将进入业绩快速释放阶段；同时，公司拟收购新港水务，标的公司华北区域业务占比达到 59%，是雄安新区水环保领域主要受益者。另外，公司地处粤港澳大亚湾核心区域，未来发展前景广阔。综合考虑公司加大 PPP 业务开拓力度、文旅板块持续高速增长以及假设新港水务下半年并表因素，我们调高对公司业绩预估，预计公司 2017-2019 年营收增速分别为 92.1%、41.8%和 32.2%，同期净利润分别为 5.29 亿元、7.65 亿元和 10.17 亿元，分别同比增长 102.9%、44.6%和 32.9%；对应发行股份后预计 4.38 亿的总股本，每股收益分别为 1.21 元、1.75 元和 2.31 元，动态 PE 分别为 20.7 倍、14.3 倍和 10.8 倍。我们看好公司“园林+生态+旅游”于一体的发展模式、雄安新区建设和粤港澳大亚湾建设给公司带来的发展机遇，预计 2017 年园林生态、新港水务并表及文旅板块业绩贡献约为 3.18 亿元、3500 万元和 1.75 亿元，综合考虑公司园林生态及文旅板块业绩贡献、增长及板块估值，我们认为公司合理市值区间在 167 亿元-194 亿元，对应公司 2017 年 5.29 亿元净利润预测，动态 PE 区间在 32 倍-37 倍；给予公司买入-A 评级，同时上调目标价 42 元，对应 2017 年 35 倍 PE。

■**风险提示：**PPP 推进缓慢，业绩不及预期，资产重组进展不及预期、新业务开拓风险、原始股东减持等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,888.9	2,567.7	4,932.0	6,991.1	9,242.5
净利润	168.0	260.8	528.4	762.8	1,014.2
每股收益(元)	0.41	0.63	1.28	1.84	2.45
每股净资产(元)	2.32	6.42	7.52	9.30	11.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.5	39.6	19.6	13.5	10.2
市净率(倍)	10.8	3.9	3.3	2.7	2.1
净利润率	8.9%	10.2%	10.7%	10.9%	11.0%
净资产收益率	17.5%	9.8%	17.0%	19.8%	21.0%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	38.6%	22.2%	37.9%	20.5%	38.7%

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1：恒润科技和德马吉业绩承诺及实现情况（单位：万元）
表 2：业绩奖励方案
表 3：新港水务订单情况一览表（单位：万元）
表 4： 2016 年公司取得的主要项目一览表（单位：亿元）
表 5：公司分业务收入及毛利率情况（单位：百万元；%）
表 6：园林可比公司 WIND 一致预期(截至 4 月 16 日)
图 1：围绕主业进行二次创业的内在关系图
图 2：公司发展战略的基本路径及战略示意图
图 3：新港水务业绩承诺情况（单位：万元）
图 4：新港水务的业务网络布局
图 5：新港水务业务构成
图 6：新港水务业务区域构成
图 7：新港水务的股东情况一览
图 8：新港水务未来几年营业收入预测（单位：万元）
图 9：2016 年 12 月以来 PPP 项目资产证券化出台的主要政策
图 10：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额
图 11：财政部示范项目数量及其投资额
图 12：公司园林生态旅游一体发展的主要模式
图 13：公司生态园林业务发展情况（单位：万元）
图 14：恒润科技营业收入的快速增长（单位：万元）
图 15：公司期权费用摊销与净利润比较（单位：万元）
图 16：公司核心投资逻辑示意图

图表目录

内容目录

1. 外延扩张再下一城，生态园林加速在即 6
1.1. 围绕主业二次创业，战略清晰执行力强 6
1.2. 外延扩张快速推进，文化旅游加快发展 7
1.3. 启动新港水务收购，生态环保外延开启 7
2. 新港水务深耕华北，河道治理大有可为 8
2.1. 新港水务立足北京，深耕华北面向全国 8
2.2. 新港股东背景强大，河道治理大有可为 9
2.3. PPP 项目大幅增加，新港水务订单激增 10
2.4. 新港水务现金流好，发展稳健成长性好 11
3. 战略调整 PPP 崛起，业务协同竞争力强 11
3.1. PPP 成为基本国策，在库项目再创新高 11
3.2. 公司 PPP 战略调整，PPP 业务有望加速 12
3.3. 业务协同竞争力强，园林生态旅游一体发展 13
4. 各项业务渐入佳境，盈利能力快速提升 14
4.1. 园林业务增长提速，PPP 助力再上台阶 14
4.2. 恒润科技大单不断，文化旅游高歌猛进 14
4.3. 股权激励费用骤降，盈利能力有望提升 15
5. 估值与投资建议 15
5.1. 盈利预测：PPP 战略调整+外延并购助力公司成长 15
5.2. 公司估值：外延并购提升公司估值空间 16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5.3. 投资建议 17
5.4. 风险提示 17

图表目录

图 1：围绕主业进行二次创业的内在关系图 6
图 2：公司发展战略的基本路径及战略示意图 7
图 3：新港水务业绩承诺情况（单位：万元） 8
图 4：新港水务的业务网络布局 9
图 5：新港水务业务构成 9
图 6：新港水务业务区域构成 9
图 7：新港水务的股东情况一览 10
图 8：新港水务未来几年营业收入预测（单位：万元） 11
图 9：2016 年 12 月以来 PPP 项目资产证券化出台的主要政策 12
图 10：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额 12
图 11：财政部示范项目数量及其投资额 12
图 12：公司园林生态旅游一体发展的主要模式 13
图 13：公司生态园林业务发展情况（单位：万元） 14
图 14：恒润科技营业收入的快速增长（单位：万元） 15
图 15：公司期权费用摊销与净利润比较（单位：万元） 15
图 16：公司核心投资逻辑示意图 17

表 1：恒润科技和德马吉业绩承诺及实现情况（单位：万元） 7
表 2：业绩奖励方案 8
表 3：新港水务订单情况一览表（单位：万元） 10
表 4： 2016 年公司取得的主要项目一览表（单位：亿元） 13
表 5：公司分业务收入及毛利率情况（单位：百万元；%） 16
表 6：园林可比公司 WIND 一致预期(截至 4 月 16 日) 16

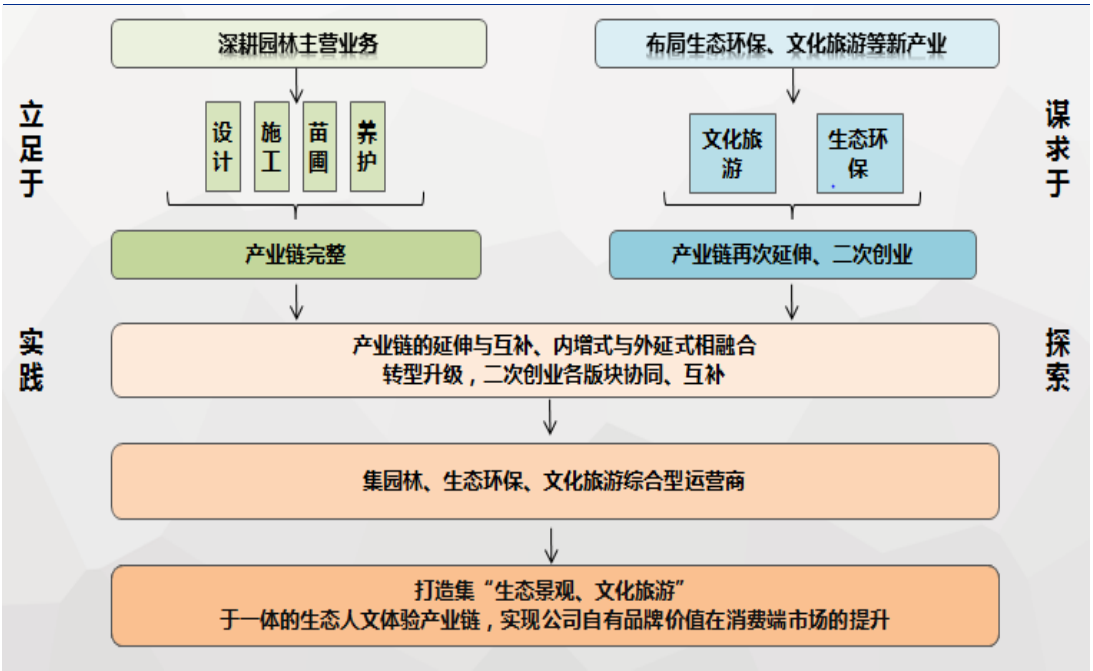
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 外延扩张再下一城，生态园林加速在即

1.1. 围绕主业二次创业，战略清晰执行力强

公司上市之路崎岖坎坷，2011 年 7 月成功过会，2014 年 2 月才成功发行，错过了资本市场 IPO 的“超募”时代，公司 IPO 募资总额仅 2.39 亿元，募资净额仅 2.1 亿元，与东方园林（8.50 亿元）、棕榈园林（13.50 亿元）、普邦园林（13.10）、铁汉生态（10.47 亿元）、蒙草抗旱（4.05 亿元）首发募资相比差距很大。岭南园林由于政策原因上市晚，错过了首发“超募”时代，且再融资也慢同行一两个节拍，这决定了岭南园林不可能再简单复制其他园林公司发展模式和成长路径。岭南园林的决策层深刻认识到行业和资本市场的变化对公司业务发展的影响，公司业务不可能简单复制其他上市园林企业的发展模式，而是在做好主业的同时如何进行二次创业。因此，公司制定了围绕主业进行战略转型的二次创业，在精耕细作园林主业的同时，积极向大生态和文化旅游两个领域拓展，促进公司产业链再次延伸和业务协调，打造集“生态环保、文化旅游”于一体的生态人文体验服务产业链，实现公司自有品牌价值在消费端市场的提升。

图 1：围绕主业进行二次创业的内在关系图

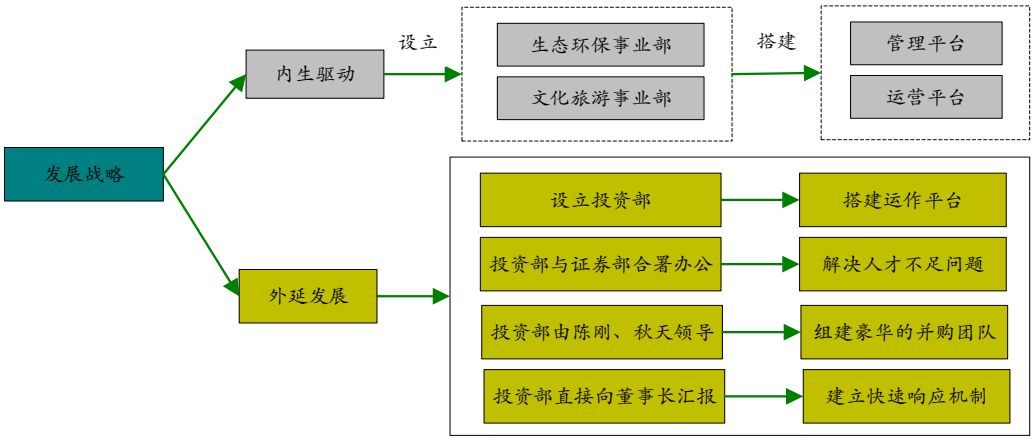


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

为了打造“生态景观、文化旅游”于一体的生态人文体验产业链，公司搭建了“二次创业”平台，采取内生增长和外延扩张相结合推动公司转型升级和二次创业。在内生增长方面，公司组建了生态事业部和文化旅游事业部，初步搭建新产业的管理平台和运营平台。在外延扩展方面，公司在董事会办公室下设投资部，搭建了外延扩张的运作平台，且投资部与证券部合署办公，两部门人员可以共用，解决专业性人才不足问题。投资部由董事陈刚（会计师）和董秘秋天（律师）领导组织工作，并具体负责项目筛选、考察、谈判、尽调、签约、投后管理等系列并购工作。公司项目决策机制顺畅，投资部通过的项目直接向董事长汇报，董事长认可后即进入尽职调查等实质性并购阶段，建立了并购快速响应机制，有助于锁定优质的并购项目。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：公司发展战略的基本路径及战略示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 外延扩张快速推进，文化旅游加快发展

2015 年以来，公司外延扩张持续加码，保持了每年收购 1 个标的外延节奏。2015 年 5 月公司以现金支付方式收购上海恒润数字科技股份有限公司（以下简称“恒润科技”）100%的股权，外延第一单顺利落地。恒润科技是一家以主题文化游乐产品创意设计、研制生产、项目管理及相关技术服务为一体的高科技文化创意企业，经过多年发展恒润科技创造了多个“业内第一”，是中国第一位世界级数字化视听盛宴的整合大师，第一个国内自主研发全数字 360 度全周环幕影院系统缔造者，第一部国产环幕 4D 影片制片方等，2016 年恒润科技实现营业收入 30980 万元，净利润 6748 万元，超过承诺业绩 23%。2016 年 4 月公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”）100%股权，德马吉是一家以文化创意设计能力为核心，具备全球化业务覆盖能力、供应链上下游资源整合能力、产业链各环节运作能力的创意展示服务提供商。2016 年 10 月公司完成对德马吉股份支付购买资产事宜，2016 年 12 月公司完成配套融资和现金支付购买资产事宜，2016 年德马吉实现营业收入 10610 万元，净利润 2619 万元，超过业绩承诺 4%。2016 年文化旅游业务实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 156%，占比 13.89%；实现净利润 9367 万元，同比增长 67%，占比 36.92%，文化旅游板块加速发展。

表 1：恒润科技和德马吉业绩承诺及实现情况（单位：万元）

收购时间	收购标的	业绩承诺				实际业绩	
		2015	2016	2017	2018	2015	2016
2015 年 5 月	恒润科技	4200	5500	7200	8660	4513	6748
2016 年 4 月	德马吉		2500	3250	4225	1091	2604
合计		4200	8000	10450	12885	5604	9367

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 启动新港水务收购，生态环保外延开启

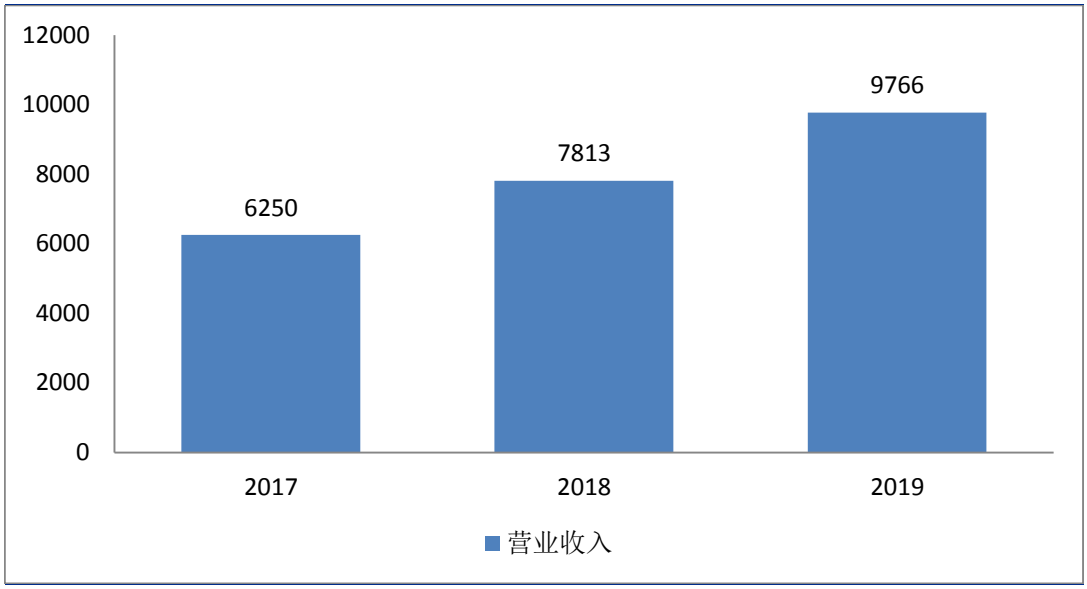
2017 年 4 月公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购北京市新港永豪水务工程有限公司（以下简称“新港水务”）90%的股权，收购价款 5.4 亿元，其中股份支付 2.97 亿元，发行价格 23.52 元/股，预计发行股数 1262.75 万股；现金支付 2.43 亿元，分三期支付完毕，公司以配套融资方式募集资金。新港水务

以水利水电工程施工为主要发展方向，以水务建设投资、水处理、水生态建设、安全饮水系统开发等业务为多元支撑的专业化企业，2016 年新港水务实现营业收入 70119 万元，净利润 5282 万元，2017-2019 年新港水务的业绩承诺分别为不低于 6250 万元、7813 万元和 9766 万元，分别同比增长 18%、25%和 25%，业绩承诺相对稳健，实现的概率相对较大。公司收购新港水务将实现生态园林协调发展，在当前 PPP 模式全面推广的背景下，收购新港水

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

务将夯实公司在 PPP 领域的核心竞争优势，有助于公司 PPP 业务的快速发展，生态园林加速在即。

图 3：新港水务业绩承诺情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

业绩奖励方案到位，新港水务业绩超预期概率高。公司在此次外延收购新港水务 90%股权公告中披露，在新港水务超额完成业绩承诺基础上，设置了激励条件充分的业绩奖励方案，如果当年度超额净利润低于业绩承诺的 50%，超额部分的 35%作为奖励归为新港水务，当年度超额净利润超出业绩承诺 50%，超额净利润的 50%归为新港水务。我们认为公司收购新港水务定价相对不高，动态 PE 在 9 倍以下，而新港水务自身资质较好，在业绩激励方案较为合理情形下，业绩超预期概率很高。

表 2：业绩奖励方案

条件	业绩奖励
当年度超额净利润≤当年度预测净利润*50%	当年度业绩奖励=当年度超额净利润*35%
当年度超额净利润>当年度预测净利润*50%	当年度业绩奖励=当年度超额净利润*50%
上述业绩奖励总额不得超过标的资产交易价格的 20%	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 新港水务深耕华北，河道治理大有可为

2.1. 新港水务立足北京，深耕华北面向全国

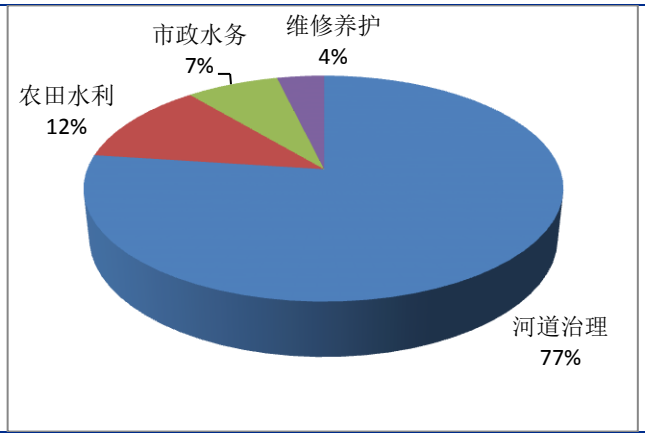
新港水务成立于 1995 年 6 月，注册资本 1 亿元，拥有水利水电工程承包壹级资质、市政公用工程施工总承包叁级资质、环保工程专业承包叁级资质和水利水电机电设备安装工程专业承包叁级资质，主要从事河道治理、农田水利、市政水务、维修养护等工程业务。公司总部设于北京，在河北、河南、江苏等 10 多个省市分公司，初步建立了立足北京、深耕华北、面向全国的业务网络。

图 4：新港水务的业务网络布局

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

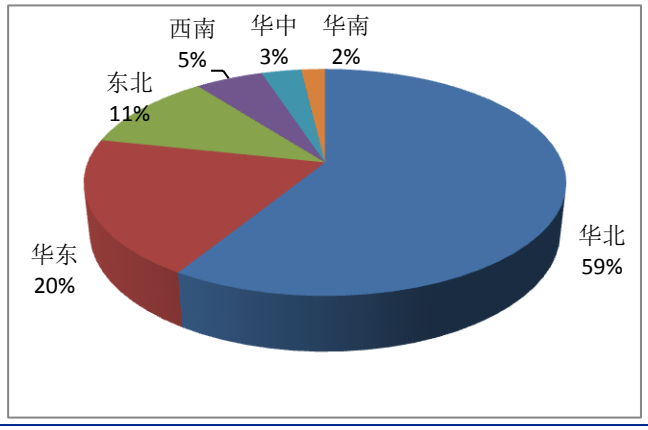
2016 年公司新港水务营业收入 70119 万元，同比增长 50%。从业务结构来看，河道治理工程业务营业收入 54056 万元，占比 77%；农田水利工程业务营业收入 8293 亿元，占比 11.83%；市政水务工程业务营业收入 5151 万元，占比 7.35%；维修养护工程业务收入 2618 万元，占比 3.73%。从区域业务来看，华北区域营业收入 41223 万元，占比 58.79%；华东区域营业收入 13717 万元，占比 19.56%；东北区域营业收入 7831 万元，占比 11.17%；西南区域营业收入 3793 万元，占比 5.41%，华中区域营业收入 2230 万元，占比 3.18%；华南区域营业收入 1323 万元，占比 1.89%。

图 5：新港水务业务构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：新港水务业务区域构成



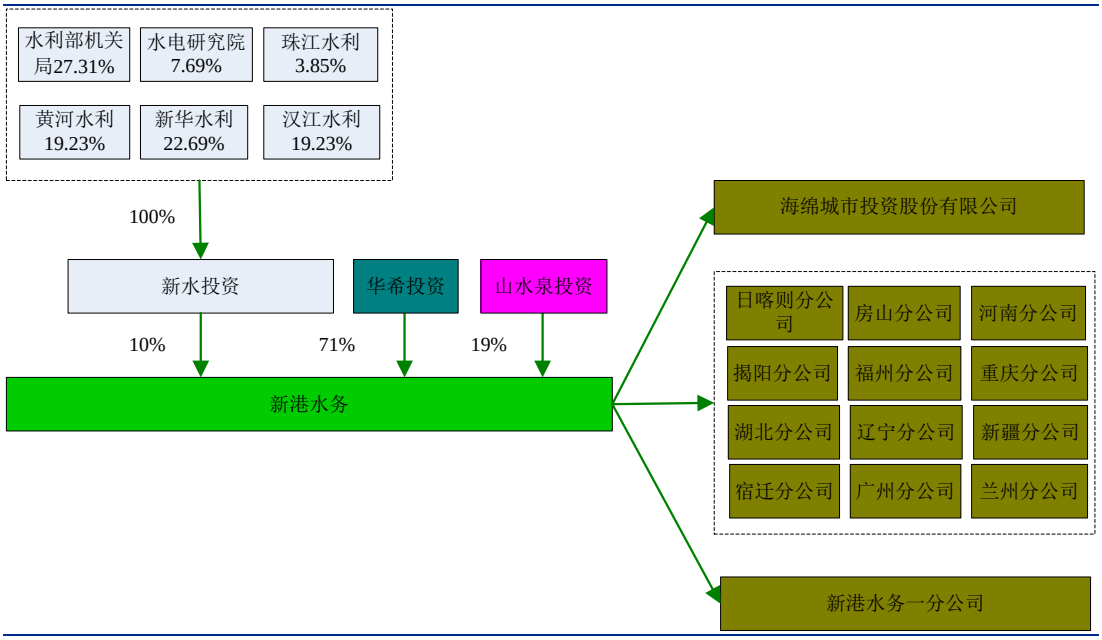
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 新港股东背景强大，河道治理大有可为

新港水务是水利部机关服务局所属企业参股公司，北京新水投资管理有限公司（以下简称“新水投资”）持有新港水务 10%的股权，新水投资的股东包括水利部机关服务局、珠江水利委

员会服务中心(以下简称“珠江水利”)、中国水利水电科学研究院(以下简称“水电研究院”)、黄河水利水电开发总公司（以下简称“黄河水利”)、新华水利控股集团公司（以下简称“新华水利”)、汉江水利水电（集团）有限责任公司（以下简称“汉江水利”)，股东实力背景强大。新港水务主要从事河道治理业务，新港水务强大的股东背景有助于河道治理业务的快速发展，再加上河道治理市场空间巨大，根据《“十三五”污水处理及再生建设》意见，“十三五”期间，我国需整治 1992 个城市黑臭水体，总长度 5904 公里，其中地级及以上城市黑臭水体治理中控源截污涉及的设施建设投资约 1700 亿元，黑臭水体治理市场空间超 7000 亿，公司河道治理业务大有可为。

图 7：新港水务的股东情况一览



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. PPP 项目大幅增加，新港水务订单激增

2014 年以来，PPP 模式成为基本国策并全面推广，新港水务 PPP 项目大幅增加。根据新港水务提供的工程清单，新港水务已经中标 4.5 亿元的中宁县喊叫水扬水工程 PPP 项目和预中标 5.04 亿元的宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目；据公司公告信息显示，公司同时还有多个 PPP 项目处于紧密跟踪并有望中标，这部分项目合同金额合计约 13 亿元。新港水务 2016 年未完工项目共计 35 个，未完工合同金额合计 7.83 亿元，预计将在 2017-2018 年完工。同时，新港水务 2016 年有 9 个项目签署合同但未开工，合同金额合计 0.9 亿元。因此，新港水务在手订单预计达到 18.27 亿元，若算上公告显示 2017 年紧密跟踪并有望中标的订单，新港水务 2017 年可执行订单有望达到 31.32 亿元。2016 年新港水务的营业收入约 7.01 亿元，新港水务在手订单与 2016 年营业收入倍数为 2.60 倍，2017 年可执行订单与 2016 年营业收入的倍数为 4.47 倍，助力新港水务业绩实现，我们判断新港水务实现业绩承诺的概率大。

表 3：新港水务订单情况一览表（单位：万元）

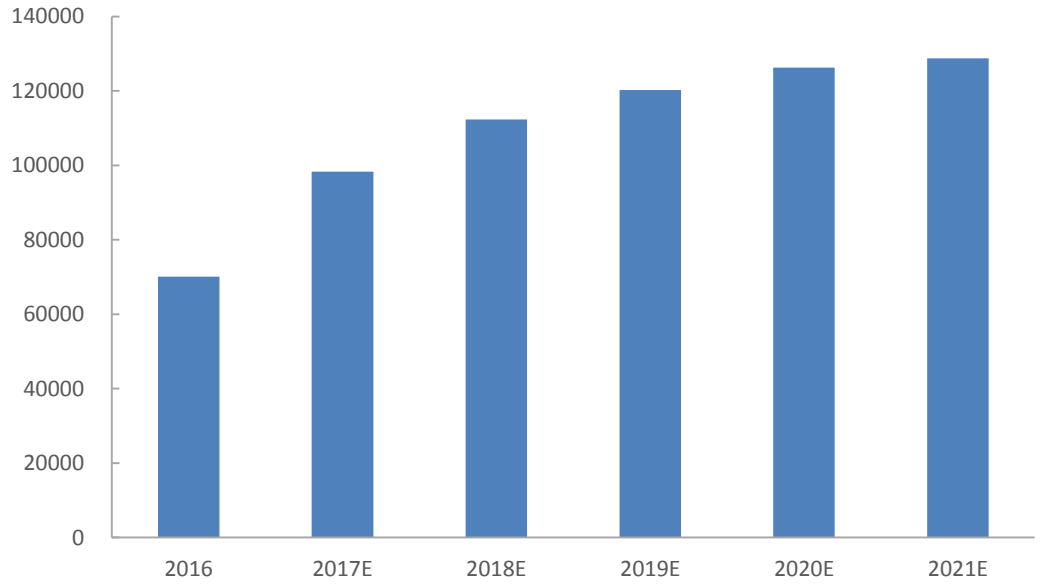
项目情况	项目数量	项目金额	2017 年执行	2018 年执行
2016 年已开工未完工项目	35	78320	55424	22897
2016 年未开工项目	9	9046	6116	2930
2017 年中标/预中标项目	2	95400	12162	20270
2017 年可能中标项目	9	130500	24649	66297
合计	55	313266	98351	112395

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.4. 新港水务现金流好，发展稳健成长性好

新港水务项目结算方式采取预付款模式，项目签署后客户支付 20%-30%的工程预付款；在工程开工至竣工验收期间，客户按照各期验收的进度结算和支付全部或一定比例工程进度款；工程完工后，工程进度款通常只支付至合同价款的 85%；工程完工验收合格以及完成审计或评审后，支付至 95%；剩余 5%作为质量保证金在保修期满后一次性结清。新港水务结算模式决定了现金流好，2015-2016 年新港水务经营性净现金流分别为 14474 万元和 3647 万元，而同期新港水务营业收入大幅增长。新港水务采取稳健发展的战略，预计未来几年将保持稳健增长态势，预计 2016-2020 年复合增长率为 15.84%，发展稳健成长性好。

图 8：新港水务未来几年营业收入预测（单位：万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

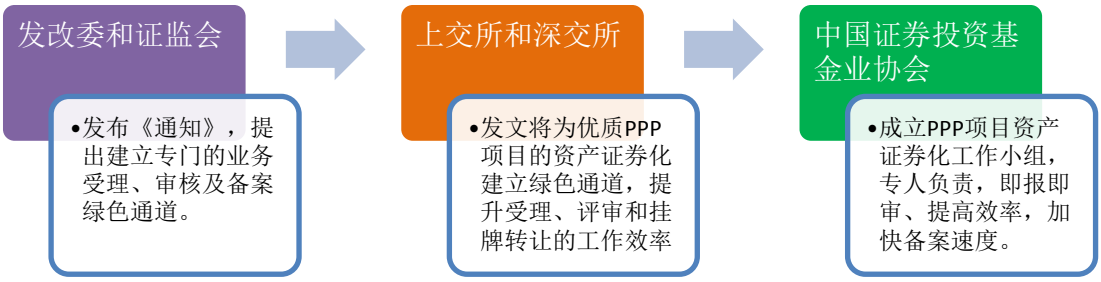
3. 战略调整 PPP 崛起，业务协同竞争力强

3.1. PPP 成为基本国策，在库项目再创新高

2013 年 11 月中共中央发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确指出允许社会资本通过特许经营参与城市基础设施投资和运营，即推广 PPP 模式在城市基础设施领域应用。2014 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。2016 年底发改委联合证监会发布《关于推进传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化相关工作的通知》，政策开始聚焦在 PPP 资产证券化。2017 年 2 月上交所、深交所和中国证券投资基金业协会纷纷发文支持 PPP-ABS。上交所和深交所发布《关于推进传统基础设施领域 PPP 项目资产证券化业务的通知》，将为优质 PPP 项目的 ABS 建立绿色通道，提升受理、评审和挂牌转让的工作效率，受理后 5 个工作日出具反馈意见；中国证券投资基金业协会发布《关于 PPP 项目资产证券化产品实施专人专岗备案的通知》，成立 PPP 项目 ABS 工作小组，指定专人负责，即报即审、提高效率，加快备案速度，优先出具备案确认函。发改委、证监会、交易所和基金协会纷纷发文支持 PPP-ABS，有助于建立沟通衔接机制，推进符合条件的项目通过 ABS 方式实现市场化融资，助力 PPP 项目联通资本市场。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

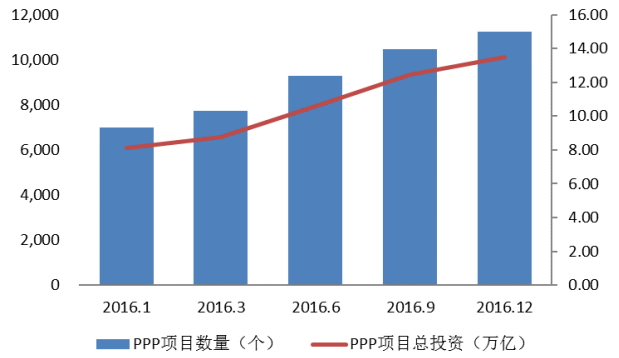
图 9：2016 年 12 月以来 PPP 项目资产证券化出台的主要政策



资料来源：各相关政策文件、安信证券研究中心

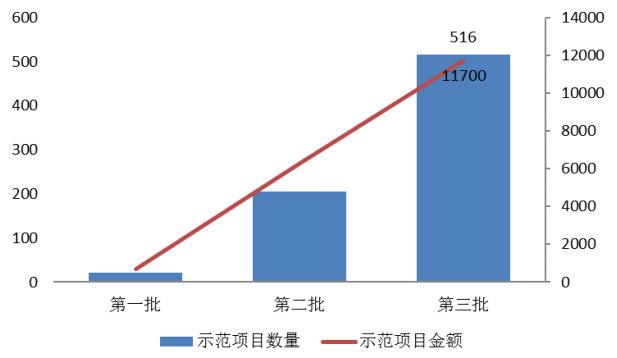
同时，PPP 项目再创新高。《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》显示，截至 2016 年末，全国入库项目 11260 个，投资额合计 13.5 万亿元，再创历史新高。从入库数量来看，贵州、山东、新疆、四川、内蒙古位居前五名，分别为 1788 个、1087 个、852 个、848 个、828 个，合计占入库项目总数的 48.0%。从入库投资额来看，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为 16034 亿元、12229 亿元、10302 亿元、9538 亿元、9180 亿元，合计占入库项目总投资的 42.4%。同时，财政部推出了三批示范项目，截至 2016 年末，财政部示范项目数量 743 个，投资额合计 18676 亿元。从财政部示范项目数量来看，河南、云南、山东、河北、安徽位居前五名，分别为 65 个、58 个、51 个、46 个、43 个，合计占财政部示范项目数量的 35.40%；从财政部示范项目行业分布来看，市政工程、交通运输、生态环保、城镇综合开发、医疗卫生位居前五名，分别为 324 个、83 个、60 个、37 个、35 个，合计占财政部示范项目数量的 72.54%。

图 10：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 11：财政部示范项目数量及其投资额



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

3.2. 公司 PPP 战略调整，PPP 业务有望加速

根据公司 2016 年年度报告，公司 PPP 发展战略调整，由“小步快跑”变更为“大步赶超”，贯彻落实大营销理念，通过营销管理办法以及市场激励奖励细则，鼓励全员营销，增强市场拿单能力，全力开拓 PPP 市场，大力推进生态环境主业发展。公司 PPP 战略的调整将增强公司 PPP 拿单能力，有助于公司 PPP 业务放量。据公司公告信息显示，2016 年公司累计公告重大订单 8 个，合同金额合计 38.4 亿元；框架协议 3 个，合同金额合计 65.8 亿元；重大订单和框架协议合计 104.2 亿元，如果再算上 2016 年之前的重大订单和框架协议，预计公司在手重大订单和框架协议将达到 200 亿元。2017 年公司 PPP 战略调整，公司将加大 PPP 项目的拓展力度，预计公司 PPP 项目有望加速。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4： 2016 年公司取得的主要项目一览表（单位：亿元）

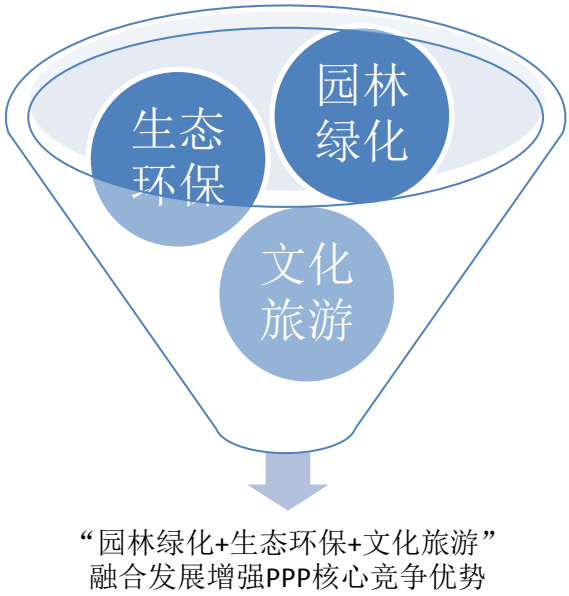
中标时间	项目名称	项目类型	投资额
2016/6/20	毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程	EPC	5.2
2016/6/30	阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园	-	4.03
2016/8/31	大连好奇王国方案设计及室内多媒体项目工程	EPC	2.23
2016/9/6	察步镇香市科技产业园建设项目	PPP	5.12
2016/9/19	乳山市城市绿化景观建设及提升改造项目	PPP	5.55
2016/10/20	御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程	PPP	8
2016/11/16	临泉县 2016 年水网建设项目	总承包	4.27
2016/12/14	迁安中唐•天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目	-	4
订单合计			38.4
2016/8/19	荆州纪南生态文化旅游区管理委员会与岭南园林股份有限公司合作框架协议	-	10
2016/10/18	嘉祥县曾子广场项目投资合作框架协议	PPP	4.8
2016/11/29	邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议	PPP 等	51
框架合计			65.8
订单+框架			104.2

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3. 业务协同竞争力强，园林生态旅游一体发展

公司紧紧围绕园林主业大力拓展生态环保业务和文化旅游业务，经过 3 年的并购整合，公司已经将优秀的文化创意企业——恒润科技和德马吉成功并购，公司文化旅游业务高速发展，2016 年公司文化旅游业务利润占比近三分之一。本次公司又将收购新港水务，生态环保业务有望加快发展。PPP 项目一般是综合性项目，比如园林、生态、旅游方面的 PPP 项目，可能会将园林绿化、生态环保、旅游运营等全部打包在一起，形成一个综合性的 PPP 项目，这种项目对于社会资本要求很高，不仅要具有园林的设计施工能力，也要具备生态环保技术和施工能力，同时还要求具有文化创意和旅游运营的能力。目前，园林上市公司大多采取“园林绿化+生态环保”融合发展的 PPP 拓展模式，而公司具有前瞻性地开拓了“园林绿化+生态环保+文化旅游”融合发展模式，公司也成功取得了邹城、荆州等园林旅游一体项目或框架协议，对于锁定项目资源、打造产城融合、增强竞争优势、提升盈利能力具有积极意义，公司 PPP 项目将实现园林工程、生态环保、文化旅游一体化发展。

图 12：公司园林生态旅游一体发展的主要模式



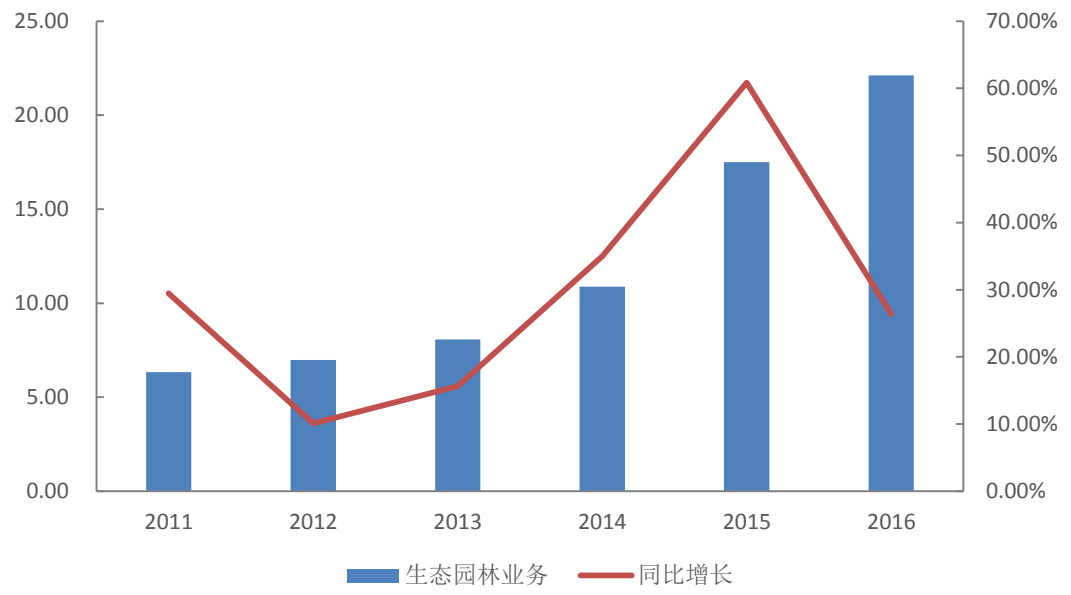
资料来源：安信证券研究中心

4. 各项业务渐入佳境，盈利能力快速提升

4.1. 园林业务增长提速，PPP 助力再上台阶

上市以来，公司采取了园林业务稳健增长的发展战略，园林主业基本实现了 20%以上的增长。2014-2016 年公司生态园林业务分别实现营业收入 10.88 亿元、10.50 亿元和 22.11 亿元，同比增长 35%、61%和 26%，公司园林主业整体保持较高增速。2017 年公司生态园林业务发展迎来了战略微调和外延并购的开启，通过全员营销和收购新港股份，借助 PPP 模式，有望实现更快增长。据公司公告信息显示，目前公司在手订单（含框架协议）预计达到 200 亿元，公司又大力拓展 PPP 项目，PPP 业务有望放量。同时，新港水务发展稳健，业务模式具有可持续性，2017 年预计可执行订单达到 31 亿元，业绩确定性较强。公司地处粤港澳核心区域，新港水务地处京津冀核心区域，借助粤港澳大湾区建设和雄安新区建设，公司发展有望提速。因此，公司生态园林业务在 PPP 模式下并借助粤港澳大湾区建设和雄安新区建设有望再上一个台阶，再加上公司战略调整，公司生态园林业务提速在即，预计未来几年有望保持 50%以上的增长。

图 13：公司生态园林业务发展情况（单位：万元）



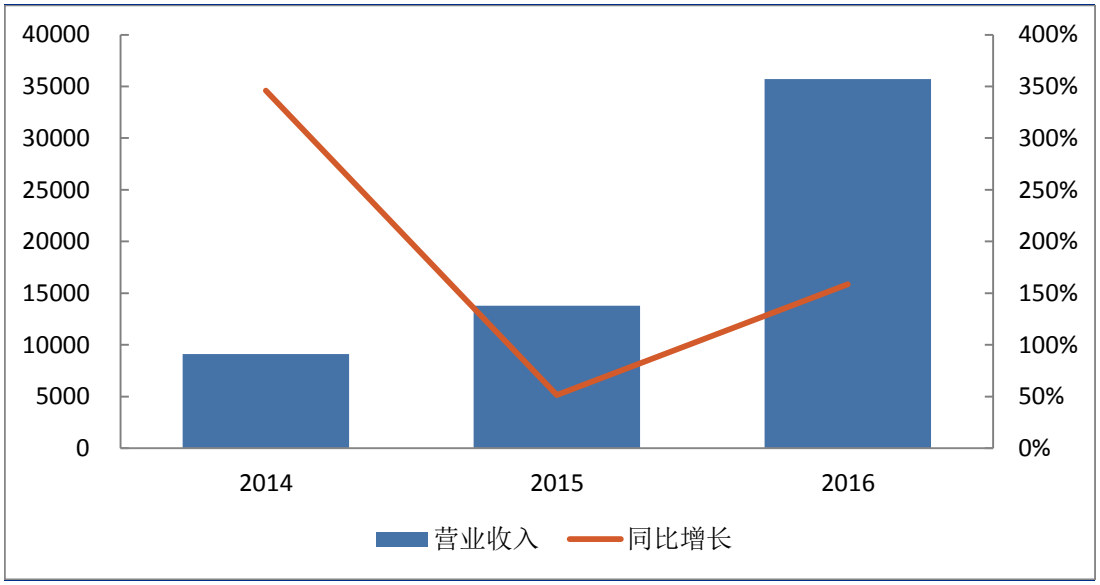
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 恒润科技大单不断，文化旅游高歌猛进

公司成功收购恒润科技后，文化旅游产业高速增长。恒润科技实力雄厚，在主题公园、科博场馆、4D 电影、VR 等领域具有较强的竞争能力。2016 年以来，恒润科技屡中大单，2016 年 8 月恒润科技成功签署总投资 2.23 亿元的大连好奇王国方案设计及室内多媒体项目工程，2016 年 12 月恒润科技再次拿下总投资 4 亿元的安中唐•天元谷文化旅游综合体互动科技游乐设备设计、采购及安装一体化总承包项目。同时，恒润科技还签署了总投资 51 亿元的邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议。恒润科技订单的大幅增长带来了业绩的高速增长，2015 年恒润科技净利润 6748 万元，同比增长 50%。考虑到恒润科技订单大幅增长，恒润科技业绩有望保持较高的增长。同时，公司还收购了德马吉，2016 年德马吉净利润 2604 万元，同比增长 138%。公司文化旅游产业高歌猛进，2016 年文化创意产业营业收入占比 13.90%，净利润占比达到了 36.92%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 14：恒润科技营业收入的快速增长（单位：万元）

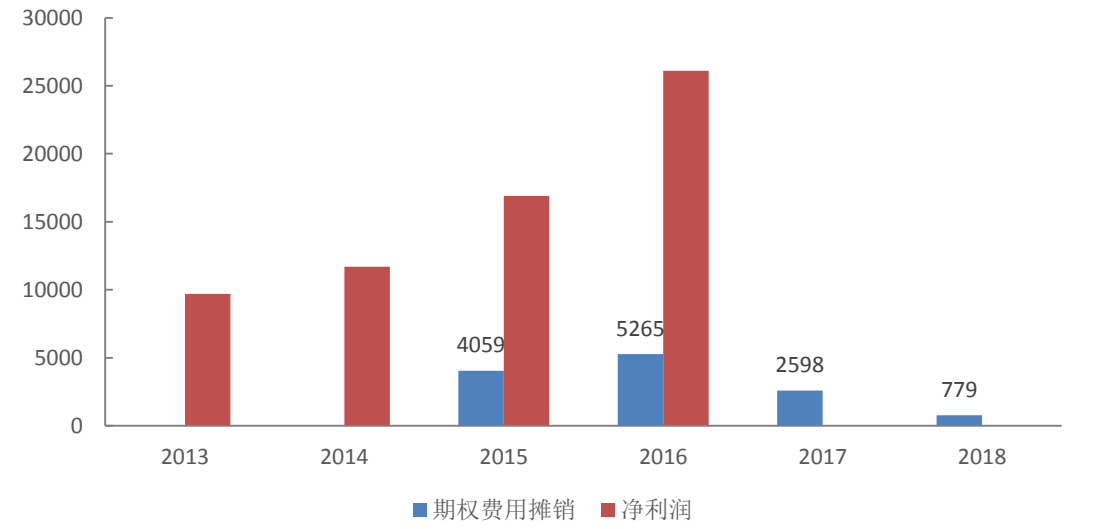


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 股权激励费用骤降，盈利能力有望提升

2015 年公司推出了股权激励方案，由此产生了 12701 万元的期权费用，2015-2018 年摊销的期权费用分别为 4059 万元、5265 万元、2598 万元和 779 万元，2017 年公司期权费用摊销大幅下降 50%，对公司业绩影响显著下降。2015-2016 年公司净利润分别为 1.69 亿元和 2.61 亿元，期权费用摊销对净利润的影响分别为 24%和 20%，如果将期权费用摊销剔除，公司业绩增速要超过报表呈现出的业绩增速。2017 年公司期权费用摊销大幅下降，对公司业绩需要相对较小，有助于提升公司的盈利能力。

图 15：公司期权费用摊销与净利润比较（单位：万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 估值与投资建议

5.1. 盈利预测：PPP 战略调整+外延并购助力公司成长

公司 PPP 发展战略微调，由“小步快跑”向“大步赶超”转变，公司推行全员营销战略，全面拓展 PPP 项目，PPP 业务有望快速增长。同时，公司拟收购新港水务，迈向流水治理等生态环保领域，并实现业务协调共同拓展 PPP 业务。公司 PPP 战略调整和外延并购将助力公司快速成长，我们假设：

- ✧ 公司园林生态业务高速增长,2016 年 PPP 订单快速落地及 2017 年园林 PPP 开拓顺利,公司园林生态业务收入增长加速,毛利率水平分别为 25%、24.87%和 24.75%;
- ✧ 公司文化旅游业务继续高增,同时毛利率水平小幅改善,2017-2019 年毛利率水平分别为 48.76%、49%和 49.25%
- ✧ 新港水务收购顺利,2017 年下半年实现并表,新港水务 2017-2019 年业务增速分别为 20%、30%和 30%;
- ✧ 同时,现金支付金额 2.43 亿元发行价格与发行股份支付对价一致,预计发行股份上限为 1144 万股,总体股本增加约 2406 万股,收购完成后总股本增加至 4.38 亿股;

在上述假设前提下,预计 2017-2018 年,公司营业收入分别为 49.32 亿元、69.91 亿元和 92.42 亿元,分别同比增长 92.1%、41.8%和 32.2%;预计归属母公司股东净利润分别为 5.29 亿元、7.65 亿元和 10.17 亿元,分别同比增长 102.9%、44.6%和 32.9%;对应发行股份后预计 4.38 亿的总股本,每股收益分别为 1.21 元、1.75 元和 2.31 元,动态 PE 分别为 20.7 倍、14.3 倍和 10.8 倍,动态 PB 分别为 3.5 倍、2.8 倍和 2.2 倍。

表 5:公司分业务收入及毛利率情况(单位:百万元;%)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入(百万元)	2567.70	3894.30	5441.89	7066.88
综合毛利率(%)	28.28%	27.41%	27.80%	28.18%
生态园林收入(百万元)	2211.03	3869.30	5417.02	7042.13
毛利率(%)	25.02%	24.99%	24.87%	24.75%
文化旅游收入(百万元)	356.66	641.99	1027.18	1489.41
毛利率(%)	48.52%	48.76%	49.01%	49.25%
新港水务收入(百万元)	701.19	420.71	546.93	711.01
毛利率(%)	16.00%	17.00%	17.00%	18.00%

资料来源:WIND,安信证券研究中心

5.2. 公司估值:外延并购提升公司估值空间

目前,上市园林公司共 16 家,云投生态、大千生态等因历史遗留问题和次新股等因素不具有可比性,岭南园林估值主要与其它 5 家园林公司比较。根据 wind 一致预期,东方园林、棕榈园林等 6 家园林公司 2017-2018 年动态平均 PE 为 31.92 倍和 25.47 倍;WIND 一致预期,岭南园林 2017-2018 年动态 PE 分别是 25.67 倍和 18.6 倍,分别为 5 家园林公司平均估值水平的 84%和 85%。公司园林板块的次新股,岭南园林基数小、弹性大,利润增速远高于行业平均水平,未来三年平均有望保持在 40%-50%增长,公司当前估值在板块内最低,投资价值凸显。

表 6:园林可比公司 WIND 一致预期(截至 4 月 16 日)

证券代码	证券简称	总股本	收盘价	2017PE	2018PE
002431.SZ	棕榈园林	13.77	13.42	40.95	28.35
300197.SZ	铁汉生态	15.20	14.88	27.29	19.91
002310.SZ	东方园林	26.77	18.43	26.21	18.55
300355.SZ	蒙草生态	10.03	16.87	29.41	21.00
002663.SZ	普邦股份	17.11	6.30	-	-
002775.SZ	文科园林	2.48	23.57	26.73	19.68
五家园林公司均值		14.23	15.58	-	-
002717.SZ	岭南园林	4.14	24.96	25.67	18.60
岭南园林占五家均值比重		0.29	1.60		

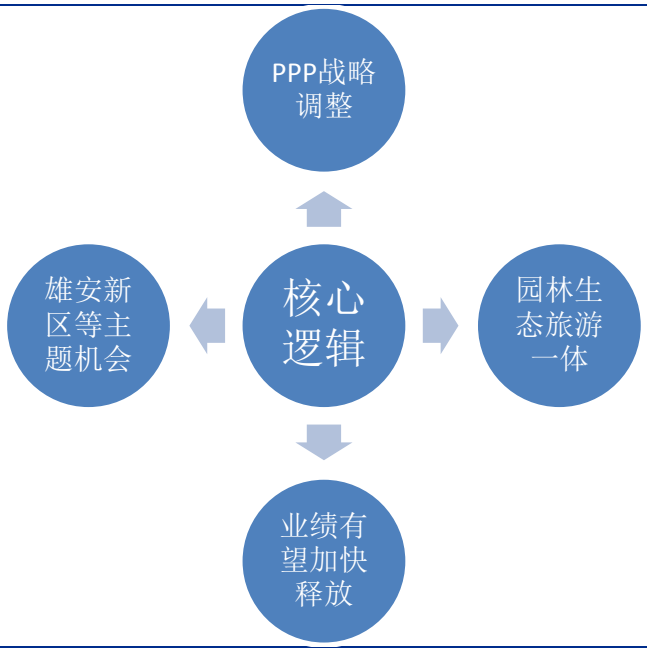
资料来源:公司公告、安信证券研究中心

从公司分块业务盈利来看，我们预计 2017 年公司园林生态、新港水务、文化旅游三部分净利润贡献规模约为 3.18 亿元、3500 万元和 1.75 亿元，公司园林+新港水务合计净利润 3.53 亿元，给予公司园林生态业务 30-35 倍估值，对应市值约 106-124 亿元；公司文旅板块保持高速增长，盈利能力强，给予 35-40 倍估值，对应市值约 61-70 亿元；加总公司合理市值区间在 167 亿元-194 亿元，对应公司 2017 年 5.29 亿元净利润预测，动态 PE 区间在 32 倍-37 倍。

5.3. 投资建议

公司是园林行业转型最为成功的一家企业，实现了“园林绿化+生态环保+文化旅游”三大产业的融合发展、协同发展，为园林公司转型提供了有益参考。公司 PPP 战略调整，PPP 业务有望加速发展，公司即将进入业绩快速释放阶段。同时，公司拟收购新港水务，其华北区域业务占比达到 59%，具有雄安新区概念。另外，公司地处粤港澳大亚湾核心区域，未来发展前景广阔。综合考虑公司加大 PPP 业务开拓力度、文旅板块持续高速增长以及假设新港水务下半年并表因素，我们调高对公司业绩预估，预计公司 2017-2019 年营收增速分别为 92.1%、41.8%和 32.2%，同期净利润分别为 5.29 亿元、7.65 亿元和 10.17 亿元，分别同比增长 102.9%、44.6%和 32.9%；对应发行股份后预计 4.38 亿的总股本，每股收益分别为 1.21 元、1.75 元和 2.31 元，动态 PE 分别为 20.7 倍、14.3 倍和 10.8 倍。我们看好公司“园林+生态+旅游”于一体的发展模式、雄安新区建设和粤港澳大亚湾建设给公司带来的发展机遇，公司园林生态及文旅板块业绩贡献、增长及板块估值，我们认为公司合理市值区间在 167 亿元-194 亿元，对应公司 2017 年 5.29 亿元净利润预测，动态 PE 区间在 32 倍-37 倍；给予公司买入-A 评级，同时上调目标价 42 元，对应 2017 年 35 倍 PE。

图 16：公司核心投资逻辑示意图



资料来源：安信证券研究中心

5.4. 风险提示

PPP 推进缓慢，业绩不及预期，资产重组进展不及预期、新业务开拓风险、原始股东减持等风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,888.9	2,567.7	4,932.0	6,991.1	9,242.5
减:营业成本	1,330.2	1,841.5	3,496.4	4,964.4	6,581.3
营业税费	62.6	35.1	49.3	87.4	115.5
销售费用	6.1	12.7	13.4	25.4	34.8
管理费用	225.7	353.7	690.5	992.7	1,312.4
财务费用	27.9	-4.3	19.3	-9.2	-26.9
资产减值损失	37.0	32.8	32.6	34.1	33.2
加:公允价值变动收益	-	0.0	-9.2	1.5	2.0
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	199.4	296.4	621.3	897.8	1,194.3
加:营业外净收支	3.4	12.4	5.1	7.0	8.2
利润总额	202.8	308.8	626.4	904.8	1,202.5
减:所得税	34.2	47.5	97.1	140.2	186.4
净利润	168.0	260.8	528.4	762.8	1,014.2

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	248.7	452.8	394.6	616.1	739.4
交易性金融资产	-	13.8	4.6	6.1	8.2
应收帐款	594.6	1,092.9	2,022.1	2,245.6	3,605.7
应收票据	15.2	25.5	31.3	60.3	64.4
预付帐款	9.1	15.9	33.8	30.8	58.6
存货	1,279.3	1,270.0	3,759.8	3,322.3	6,000.2
其他流动资产	205.2	308.4	219.1	244.2	257.2
可供出售金融资产	16.0	66.0	27.3	36.4	43.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	45.7	169.7	165.7	161.8	157.8
在建工程	69.9	2.0	2.0	2.0	2.0
无形资产	18.6	25.6	24.1	22.6	21.1
其他非流动资产	1,133.3	1,894.7	1,508.4	1,617.5	1,667.6
资产总额	3,635.7	5,337.3	8,192.7	8,365.7	12,625.4
短期债务	511.4	199.9	848.2	-	72.0
应付帐款	1,054.5	1,580.1	2,625.8	3,654.7	4,898.2
应付票据	49.0	30.1	277.4	57.4	377.7
其他流动负债	609.0	350.2	368.9	525.0	451.3
长期借款	163.7	192.3	748.8	-	1,717.2
其他非流动负债	287.6	322.4	203.3	271.1	265.6
负债总额	2,675.3	2,675.1	5,072.5	4,508.2	7,782.0
少数股东权益	1.7	4.7	5.6	7.3	9.2
股本	325.7	414.0	414.0	414.0	414.0
留存收益	632.9	2,243.5	2,700.6	3,436.2	4,420.2
股东权益	960.4	2,662.2	3,120.2	3,857.5	4,843.4

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	73.6%	35.9%	92.1%	41.8%	32.2%
营业利润增长率	41.2%	48.7%	109.6%	44.5%	33.0%
净利润增长率	43.5%	55.3%	102.6%	44.4%	33.0%
EBITDA 增长率	53.1%	29.5%	113.4%	38.4%	31.2%
EBIT 增长率	53.0%	28.5%	119.3%	38.7%	31.4%
NOPLAT 增长率	53.0%	30.8%	119.1%	38.7%	31.4%
投资资本增长率	127.5%	28.5%	156.5%	-30.6%	98.7%
净资产增长率	27.5%	177.2%	17.2%	23.6%	25.6%
利润率					
毛利率	29.6%	28.3%	29.1%	29.0%	28.8%
营业利润率	10.6%	11.5%	12.6%	12.8%	12.9%
净利润率	8.9%	10.2%	10.7%	10.9%	11.0%
EBITDA/营业收入	12.4%	11.8%	13.1%	12.8%	12.7%
EBIT/营业收入	12.0%	11.4%	13.0%	12.7%	12.6%
运营效率					
固定资产周转天数	7	15	12	8	6
流动营业资本周转天数	99	77	119	112	113
流动资产周转天数	367	388	352	334	336
应收帐款周转天数	98	118	114	110	114
存货周转天数	185	179	184	182	182
总资产周转天数	529	629	494	426	409
投资资本周转天数	153	178	186	160	148
投资回报率					
ROE	17.5%	9.8%	17.0%	19.8%	21.0%
ROA	4.6%	4.9%	6.5%	9.1%	8.0%
ROIC	38.6%	22.2%	37.9%	20.5%	38.7%
费用率					
销售费用率	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
管理费用率	11.9%	13.8%	14.0%	14.2%	14.2%
财务费用率	1.5%	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.3%
三费/营业收入	13.8%	14.1%	14.7%	14.4%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	73.6%	50.1%	61.9%	53.9%	61.6%
负债权益比	278.6%	100.5%	162.6%	116.9%	160.7%
流动比率	1.06	1.47	1.57	1.54	1.85
速动比率	0.48	0.88	0.66	0.76	0.82
利息保障倍数	8.14	-67.51	33.15	-97.02	-43.33
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	0.08	0.09	0.09
分红比率	8.1%	0.0%	6.2%	4.8%	3.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	168.5	261.2	528.4	762.8	1,014.2
加:折旧和摊销	8.0	13.7	5.5	5.5	5.5
资产减值准备	37.0	32.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.0	-9.2	1.5	2.0
财务费用	50.6	46.9	19.3	-9.2	-26.9
投资损失	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
少数股东损益	0.6	0.4	0.9	1.7	1.9
营运资金的变动	-594.0	-821.5	-1,856.5	1,006.7	-2,567.7
经营活动产生现金流量	-137.3	-75.0	-1,311.6	1,769.0	-1,571.1
投资活动产生现金流量	-250.8	-540.9	140.4	-36.1	-22.7
融资活动产生现金流量	388.0	811.6	1,113.0	-1,511.4	1,717.2

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.41	0.63	1.28	1.84	2.45
BVPS(元)	2.32	6.42	7.52	9.30	11.68
PE(X)	61.5	39.6	19.6	13.5	10.2
PB(X)	10.8	3.9	3.3	2.7	2.1
P/FCF	31.3	-15.9	-20.4	26.5	46.5
P/S	5.5	4.0	2.1	1.5	1.1
EV/EBITDA	61.8	31.5	16.9	10.1	9.0
CAGR(%)	65.5%	57.3%	65.4%	65.5%	57.3%
PEG	0.9	0.7	0.3	0.2	0.2
ROIC/WACC	3.9	2.2	3.8	2.1	3.9
REP	3.3	3.0	0.8	1.7	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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、金嘉欣声明，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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。