

岭南园林：一正一奇，双轮驱动尽享投资红利

2017.04.24

强烈推荐 (首次)

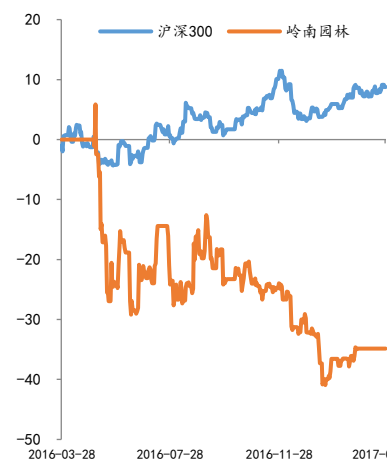
唐爱金	陈语匆
(分析师)	(研究助理)
电话：020-88836115	020-88831210
执业号：A1310516100001	

现价：	24.96
目标价	37.1
股价空间	48.6%

核心观点：

- 公司业务发展迅速，“生态园林”+“文化旅游”双轮驱动下，承接订单超预期增长。根据公司披露，公司 2016 年实现营收 26 亿元，同比增长 35.94%；实现净利润 2.6 亿元，同比增长 55.27%。一季度公司营收增长 28.37%，净利润增长 68.12%，文旅业务发展带来业务结构持续优化。目前公司在手订单超过 300 亿元，预计 2017 年营业收入、净利润有望达到 70% 的增长。
- 公司生态园林业务受益于 PPP 项目的推进，2017 年有望获得订单约 150 亿元。公司享受到政策红利，2016 年 PPP 项目推进开始加速，生态园林业务有望在最近 1-2 年达到落地高峰，利好公司业绩增长。
- 公司文化旅游业务发展良好，恒润科技与德马吉均超过业绩承诺，恒润科技目前在手订单约 30 亿元，已经足够覆盖未来 2 年业绩增长。目前旅游投资每年增速约 30%，预计 2020 年，旅游整体投资规模将达到 2 万亿元，恒润科技产业能广泛用于主题公园、文化宣传、科技展馆等地，有望受益于旅游行业的投资热潮。
- 未来方向：1) 公司拟切入水生态治理领域，布局“大生态”，拟收购新港永豪水务公司 90% 股权，2017-2019 年承诺业绩不低于 6,250 万元、7,813 万元、9,766 万元；2) “泛娱乐”版图初显雏形，主题公园、VR、IP、影视全产业链布局。长期来看，公司在 2B 端发展良好，不断探索产业可变现模式，有助于公司长期发展。
- 盈利预测：根据公司的订单情况及行业前景，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.06、1.62、2.27 元，对应 PE 分别为 24/15/11，考虑公司成长性良好，给予 17 年 35 倍 PE，目标价 37.1，“强烈推荐”评级。
- 风险提示：PPP 项目推进不及预期、文旅项目竞争加剧。

股价走势：



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
绝对表现	0.0	-6.9	-20.3
相对表现	-0.1	-12.1	-26.4
沪深 300	0.1	5.2	6.2

基本资料

总市值 (亿元)	103
总股本	4.14
流通股比例	45.65%
资产负债率	50.12%
大股东	尹洪卫
大股东持股比例	38.78%

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2567.70	4570.00	5942.00	7130.00
同比 (%)	35.94%	77.98%	30.02%	19.99%
归属母公司净利润	260.80	438.43	670.48	939.02
同比 (%)	55.29%	68.11%	52.93%	40.05%
毛利率 (%)	28.28%	28.00%	30.00%	32.00%
ROE (%)	14.40%	15.35%	20.32%	23.87%
每股收益 (元)	0.63	1.06	1.62	2.27
P/E	39.63	23.57	15.41	11.01
P/B	3.89	3.39	2.92	2.40
EV/EBITDA	6.49	16.44	10.77	7.26



目 录

1. 岭南园林：立足主业，稳步前行.....	5
1.1 深耕细作，从事园林绿化十八载.....	5
1.2 主业稳步增长，政策春风频吹拂.....	5
1.3 财务表现良好，发展处于快车道.....	9
2. 布局文旅领域：收购资产，步入“二次创业”.....	11
2.1 恒润科技：发展文旅业务.....	11
2.2 德马吉：强化营销策划能力.....	14
2.3 旅游投资火热，项目订单丰富.....	17
3. “泛娱乐”版图：文旅产业布局，未来更加精彩.....	19
3.1 加码主题公园及 VR 领域.....	19
3.2 投资影视.....	22
3.3 布局 IP.....	23
4. “大生态”落子：发展水生态业务，提升业务承接能力.....	25
4.1 水生态治理正处于风口.....	25
4.2 收购新港水务 90%股权.....	26
5. 盈利预测与风险提示.....	29

图 表 目 录

图表 1 生态园林产业链.....	5
图表 2 城镇绿化面积不断提升.....	6
图表 3 城镇绿化水平不断提升.....	6
图表 4 城市人均公园绿地面积持续提升.....	6
图表 5 城市市政园林绿化投资规模处较高水平.....	7
图表 6 各大 PPP 项目落地加速.....	7
图表 7 各大 PPP 项目逐步进入执行阶段（单位：亿元）.....	8
图表 8 生态建设和环境保护 PPP 项目数量增加.....	8
图表 9 生态建设和环境保护 PPP 项目规模扩大（亿元）.....	8
图表 10 市政项目中景观绿化 PPP 项目增加.....	8
图表 11 市政项目中公园 PPP 项目增加.....	8
图表 12 营业收入持续增长.....	9
图表 13 归母净利润快速增长.....	9
图表 14 主营业务结构（2015 年）.....	9
图表 15 主营业务结构（2016 年）.....	9
图表 16 公司在生态园林领域披露的主要合同（共计 139.02 亿元）.....	10
图表 17 恒润科技主营业务.....	11
图表 18 经典项目——360 度影视跳楼机.....	12
图表 19 经典项目——飞翔球幕.....	12
图表 20 经典作品——地球反击战.....	12
图表 21 经典作品——青川之爱.....	12
图表 22 经典项目——品牌展示 4D 影院.....	13
图表 23 经典项目——世博会石油馆.....	13
图表 24 营业收入持续增长.....	13
图表 25 净利润持续增长.....	13
图表 26 德马吉主营业务.....	14
图表 27 创意展示业务结构图.....	15
图表 28 活动创意策划业务结构图.....	15
图表 29 展厅创意策划业务结构图.....	16
图表 30 德马吉各业务占比（2016 年一季度）.....	16
图表 31 德马吉业务地区分布占比（2016 年一季度）.....	16
图表 32 德马吉业务收入及毛利率（2016 年一季度）.....	17
图表 33 德马吉利润增长较快.....	17
图表 34 旅游投资规模快速扩大.....	17
图表 35 休闲度假、文化旅游、生态旅游最受追捧.....	17
图表 36 公司已披露的文旅订单（金额超过 63.23 亿元）.....	18
图表 37 恒润集团构成.....	19
图表 38 我国 VR 市场规模将是千亿级别.....	19
图表 39 我国 VR 投资规模快速增长.....	19
图表 40 公司在 VR 领域进行全产业链布局.....	20
图表 41 英国 Holovis 代表作品.....	21
图表 42 成都虚拟世界代表产品.....	22



图表 43 优土视真 (UtoVR) 合作伙伴	22
图表 44 《盗墓笔记》电影票房排名第九	23
图表 45 阅文集团旗下品牌众多	23
图表 46 水生态领域政策密集出台	25
图表 47 新港水务拥有政府参股 (收购后)	26
图表 48 新港水务营收增长 50.4%	27
图表 49 我国 VR 投资规模快速增长	27
图表 50 新港水务业务以河道治理为主	27
图表 51 新港水务业务多数在华北地区	27

1. 岭南园林：立足主业，稳步前行

岭南园林于 2014 年 2 月成功上市，前身为东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于 1998 年 7 月 20 日。2007 年 12 月 17 日，公司更名为东莞市岭南园林建设有限公司，随后，公司于 2010 年由有限责任公司转化为股份有限公司，同年 9 月 9 日，公司正式更名为岭南园林股份有限公司。

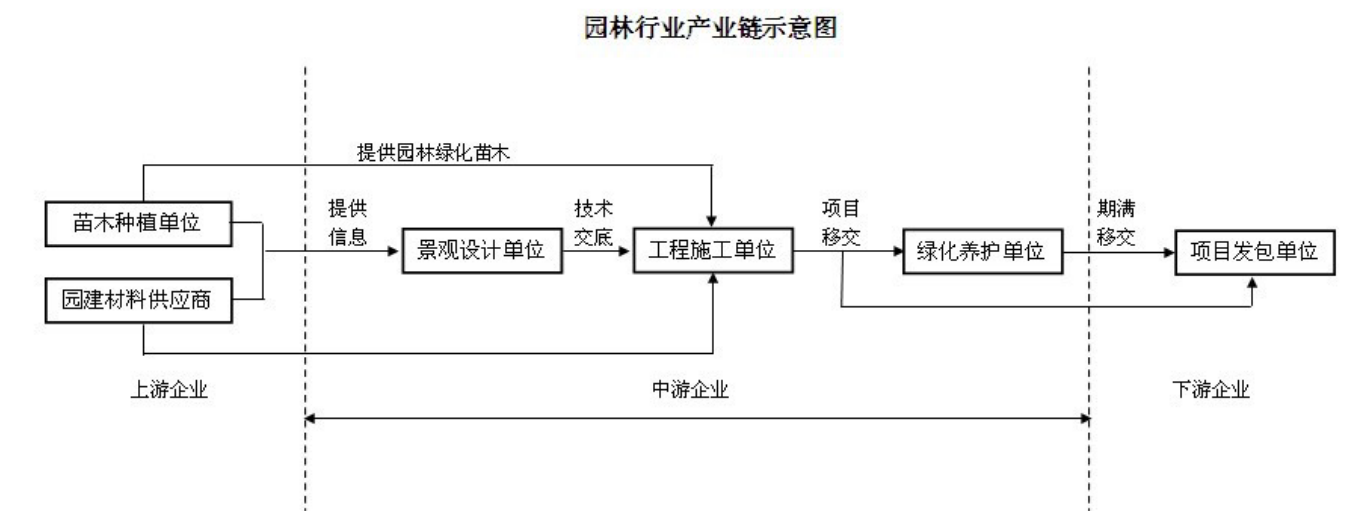
上市以后，公司提出“二次创业”，充分运用上市公司资本运作优势先后收购了上海恒润数字科技有限公司（以下简称“恒润科技”）与德马吉国际展览有限公司（以下简称“德马吉”），进军“文旅”领域。2017 年，公司又拟收购北京新港永豪水务公司（以下简称“新港水务”）。

公司的发展目标是成为“美丽生活创造者——生态环境与文化旅游运营商”，并在“大生态”与“泛娱乐”两个领域不断深化发展。

1.1 深耕细作，从事园林绿化十八载

公司在主营的生态园林业务中拥有丰富的经验，拥有运作大中型、跨区域的园林项目的能力，集园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等为一体，在行业中处于领先地位。经历 18 年的不断深耕，公司已经取得包括“城市园林绿化一级、风景园林工程设计专项甲级”等在内的多类型高等级专业资质，形成了“华北、华西、华东、华南、华中”等五大区域运营中心。

图表 1 生态园林产业链

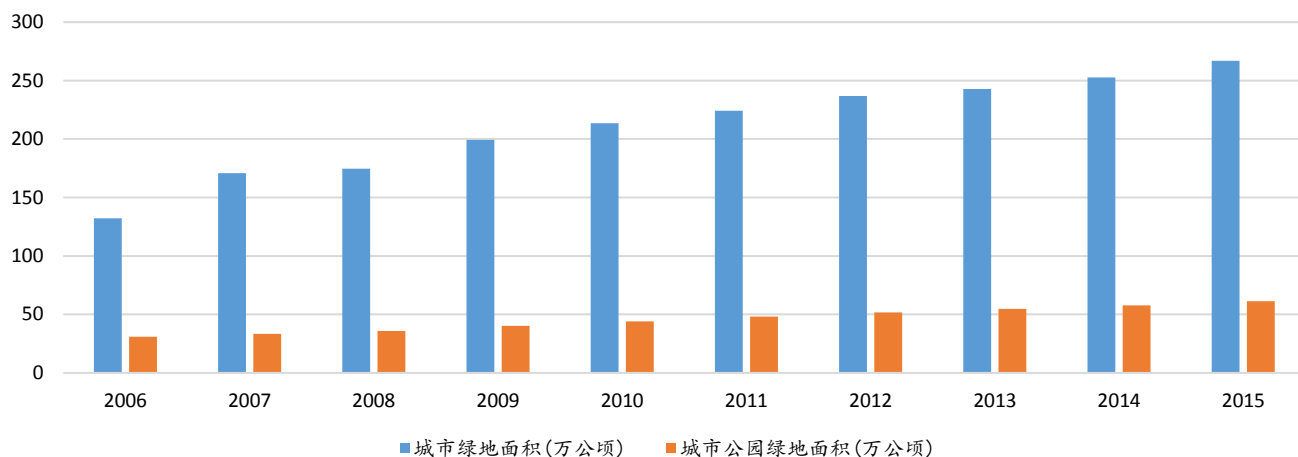


数据来源：公司公告，广证恒生

1.2 主业稳步增长，政策春风频吹拂

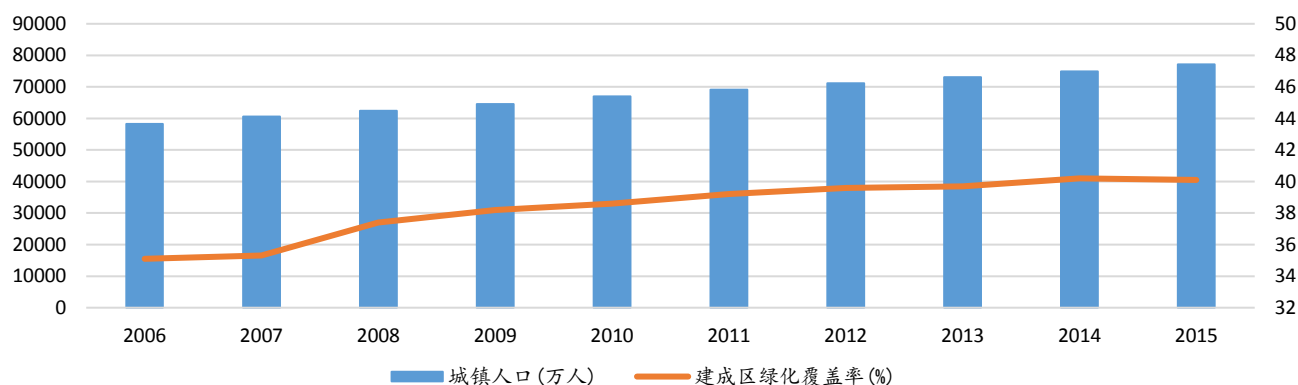
公司所处的园林行业随同城镇化的发展稳健成长。城市园林绿化需求随着人们对环境、生活品质的重视而提升，并结合新型城镇化的推进不断发展。据统计，2015 年城镇绿化面积达 266.96 万公顷，5 年的复合增速为 4.45%，城镇公园绿化面积 61.41 万公顷，5 年复合增速达 6.21%，城镇绿化覆盖率达 40.1%，较 2011 年提高 0.9 个百分点，城市人均公园绿地面积 13.35 平方米，较 2011 年提高 1.55 平方米。

图表 2 城镇绿化面积不断提升



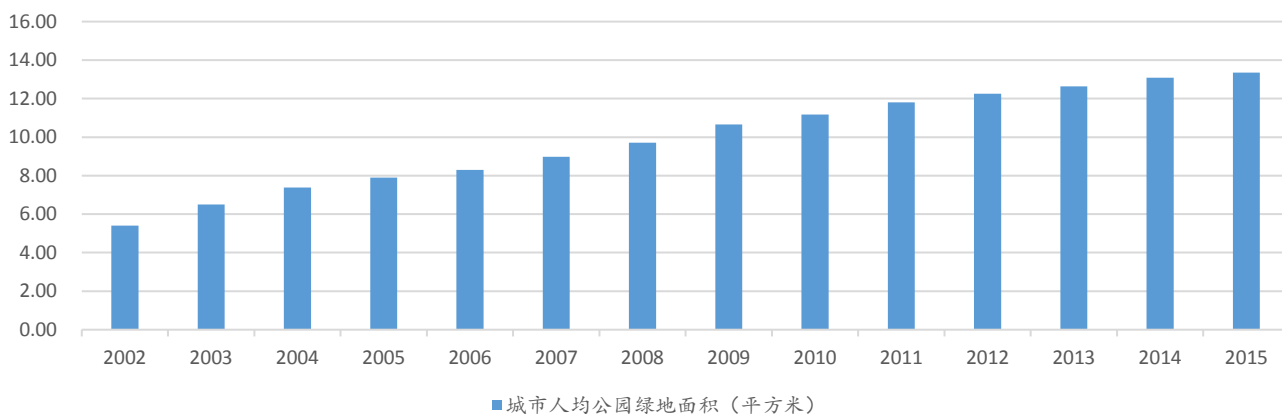
数据来源：国家统计局，广证恒生

图表 3 城镇绿化水平不断提升



数据来源：国家统计局，广证恒生

图表 4 城市人均公园绿地面积持续提升



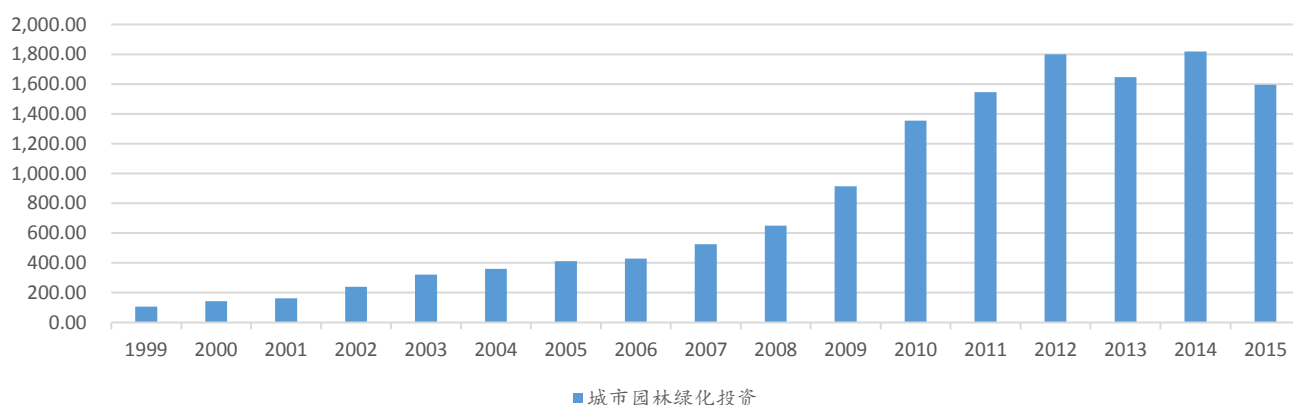
数据来源：国家统计局，广证恒生

从近期增速来看，园林行业的增速已经过了“黄金时代”，2013 年以来增长偏稳，行业开始向龙头集中，未来行业集中度有望提高，利好园林领域的领先企业。

另一方面，2014 年以来，生态环境领域也受到多项政策支持，最近 1-2 年政策逐步落地，有望推动园林绿化行业稳步发展，行业面依旧向好。

园林行业中市政园林工程主要受到政策影响，近年来，随着生态意识的提高，生态文明不断受到政策红利，行业持续升温。2015 年 6 月，国务院发布的《关于加快推进生态文明建设的意见》，首次将绿色化放入推进战略之中，将大力推进绿色城镇化；2015 年 11 月，环保部为响应国务院政策，发布《关于加快推动生活方式绿色化的实施意见》，增强全民生态文明意识；同时，生态文明建设纳入“十三五”规划，进一步强化“环保”、“美丽中国”的重要性。随着诸如“国家园林城市”、“国家生态园林城市”、“国家森林城市”、“美丽中国”等标准逐渐出台，政策红利为市政园林市场带来了巨大的发展空间。据统计，2015 年时，市政园林绿化的固定资产投资额达 1,594.7 亿元，随着后续政策红利刺激以及城镇化推进，预计市政园林投资规模有望再度扩大。

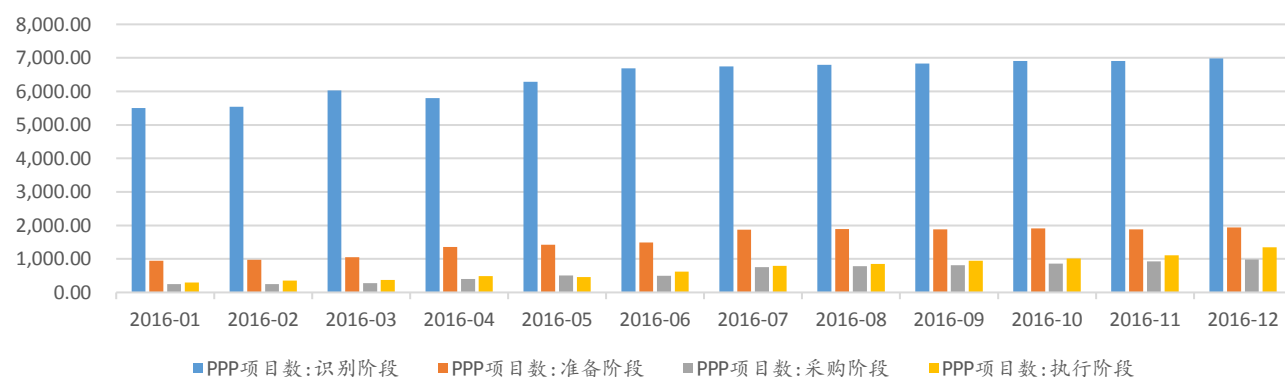
图表 5 城市市政园林绿化投资规模处较高水平



数据来源：住房和城乡建设部，广证恒生

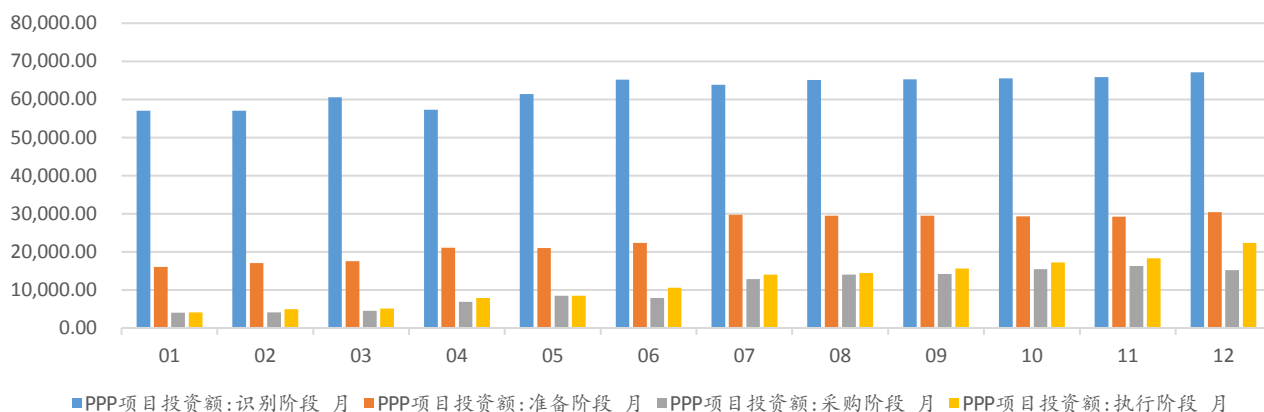
市政园林项目过去主要由政府推动，投资资金来源有限，引入社会资本的 PPP 项目的推动将为园林绿化带来更多的增长空间。PPP (Public-Private Partnership, 即政府和社会资本合作) 这种新的项目运作模式最先提出是在 2014 年 9 月 23 日，财政部发布的《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》中发动 PPP 总动员，要求积极推动项目试点，尽快形成制度体系。随后，PPP 成为政策热点，由国务院、发改委、财政部、国开行、住建部、环保部等重点政府部门发布多份文件对 PPP 进行支持、规范。

图表 6 各大 PPP 项目落地加速



数据来源：财政部，广证恒生

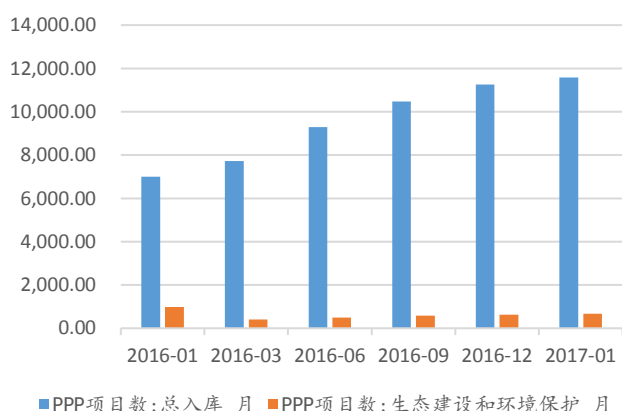
图表 7 各大 PPP 项目逐步进入执行阶段（单位：亿元）



数据来源：财政部，广证恒生

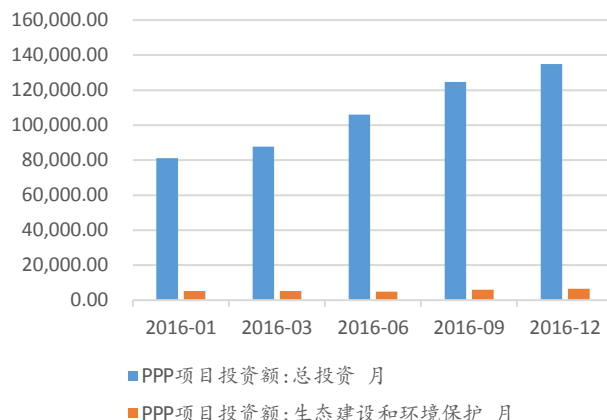
从 PPP 项目的进展来看，PPP 项目在 2016 年逐步步入执行阶段，落地情况开始加速。于 2016 年底统计可知，共计 1,936 个项目进入准备阶段，涉及到投资规模达 3.04 万亿元，较 1 月份增加 1.44 万亿元；有 986 个项目进入采购阶段，涉及投资规模达 1.52 万亿元，较 1 月份增加 1.12 万亿元；另有 1,351 个项目进入执行阶段，涉及投资规模达 2.23 万亿元，较 1 月份增加 1.82 万亿元。

图表 8 生态建设和环境保护 PPP 项目数量增加



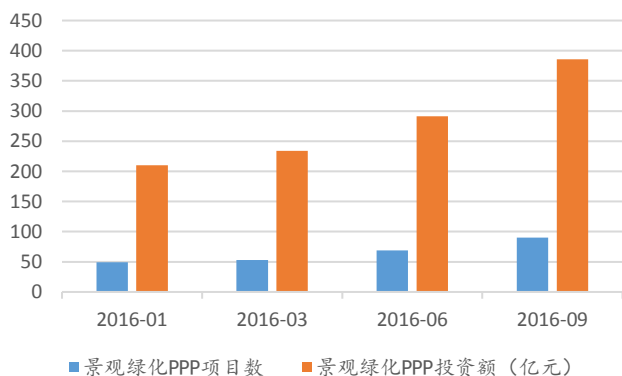
数据来源：财政部，广证恒生

图表 9 生态建设和环境保护 PPP 项目规模扩大(亿元)



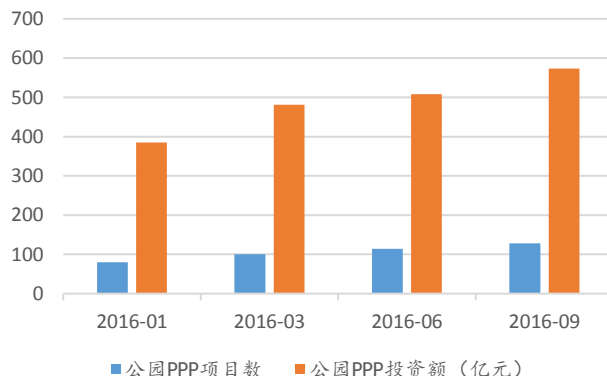
数据来源：财政部，广证恒生

图表 10 市政项目中景观绿化 PPP 项目增加



数据来源：财政部，广证恒生

图表 11 市政项目中公园 PPP 项目增加



数据来源：财政部，广证恒生

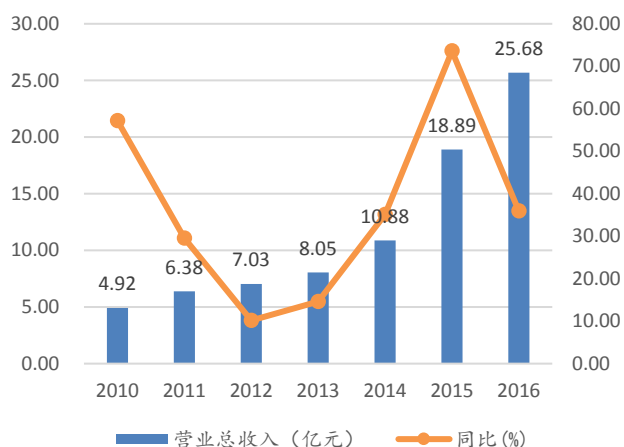
已披露的 PPP 项目中，生态环境类 PPP 项目不断增加，其投资规模在总项目中占比约 5%。在总的 PPP 项目中，生态建设和环境保护 PPP 项目在 2016 年底达到 672 个，投资规模达 6,534 亿元，在总 PPP 项目中占比分别为 5.8%、5%。同时，市政工程中，景观绿化以及公园类 PPP 项目也在不断增加，数量在 2016 年 9 月末分别达到 90、128 个，投资规模分别为 386 亿元、573 亿元。

考虑到经济增长的需求以及政策的节奏，预计未来 1-2 年仍是 PPP 项目的高峰期，有助于提升本已经放缓的园林绿化行业增速，为公司发展带来更大的空间。

1.3 财务表现良好，发展处于快车道

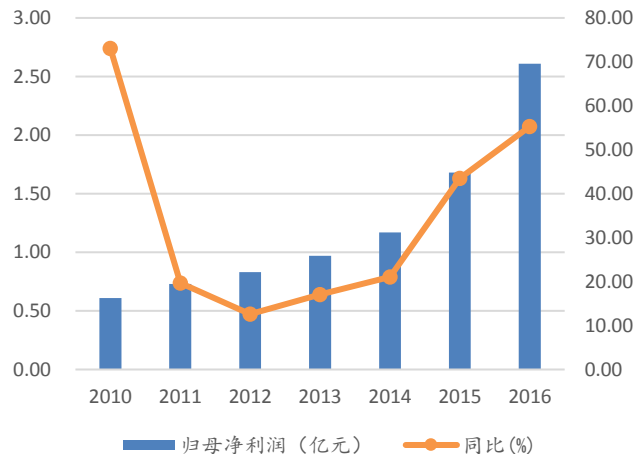
公司业绩快速增长，发展良好。2016 年公司实现营业收入 25.68 亿元，比上年同期增长 35.94%，实现归属于母公司股东净利润 2.61 亿元，较上年同期增长 51.63%，取得了较好的经营效益。生态园林及文化旅游两大业务板块取得良好成绩，分别实现营业收入 22.11 亿元、3.57 亿元，占比分别为 86.11%、13.89%。同时，文化旅游板块对净利润的贡献已经提升至 30%，公司业务结构更加优化。

图表 12 营业收入持续增长



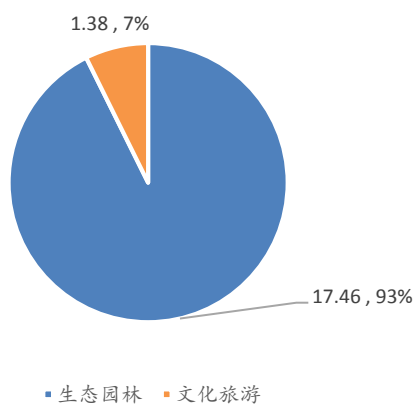
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 13 归母净利润快速增长



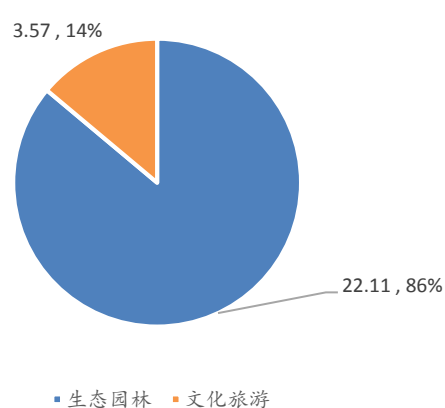
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 14 主营业务结构 (2015 年)



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 15 主营业务结构 (2016 年)



数据来源：公司公告，广证恒生

2016 年是公司合同订单快速增长期，在手订单（含框架）约 200 亿元，其中生态园林新签约订单约 100 亿元，恒润科技新签约订单 20 亿元。进入 2017 年后，公司仍在不断承接新订单，预计 2017 年有望拿到 150 亿元订单，恒润科技订单目前也已经达 30 亿元，预计公司业绩在未来 2 年将快速提升。

图表 16 公司在生态园林领域披露的主要合同（共计 139.02 亿元）

公告时间	PPP 项目	合同时间	金额 (亿元)	建设 期	运营 期
2015 年 2 月 16 日	合肥市肥西县园林基建项目 PPP 战略合作框架协议	-	50	2 年	-
2015 年 10 月 11 日	眉山市岷东新区基础建设项目投资建设（PPP 合作协议）	-	3.5	1 年	-
2016 年 9 月 7 日	察步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设 PPP 项目中标	2016 年 9 月 20 日	6.34	2 年	8 年
2016 年 9 月 19 日	乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目	2017 年 2 月 17 日	5.55	2 年	8 年
2017 年 3 月 8 日	御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目	-	8	2 年	15 年
2017 年 3 月 17 日	山东省济宁市嘉祥县曾子广场 PPP 项目	2016 年 10 月 18 日	4.8	-	-
公告时间	EPC 项目	合同时间	金额 (亿元)	建设 期	运营 期
2015 年 3 月 10 日	宁阳县洸河生态治理景观工程项目合作框架协议	2015 年 3 月 6 日	4.5	3 年	-
2016 年 6 月 20 日	毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程	2016 年 6 月 22 日	5.2	500 天	-
2016 年 5 月 10 日	安徽阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园项目	2016 年 6 月 30 日	4.03	300 天	-
2016 年 11 月 16 日	临泉县 2016 年水网建设项目（环城水系景观绿化工程）	2017 年 1 月 12 日	4.3	360 天	2 年
公告时间	其他项目	合同时间	金额 (亿元)	建设 期	运营 期
2015 年 9 月 28 日	界首市园林绿化施工、营养一体化项目合同	-	42.8	6-8 年	-

数据来源：公司公告，广证恒生

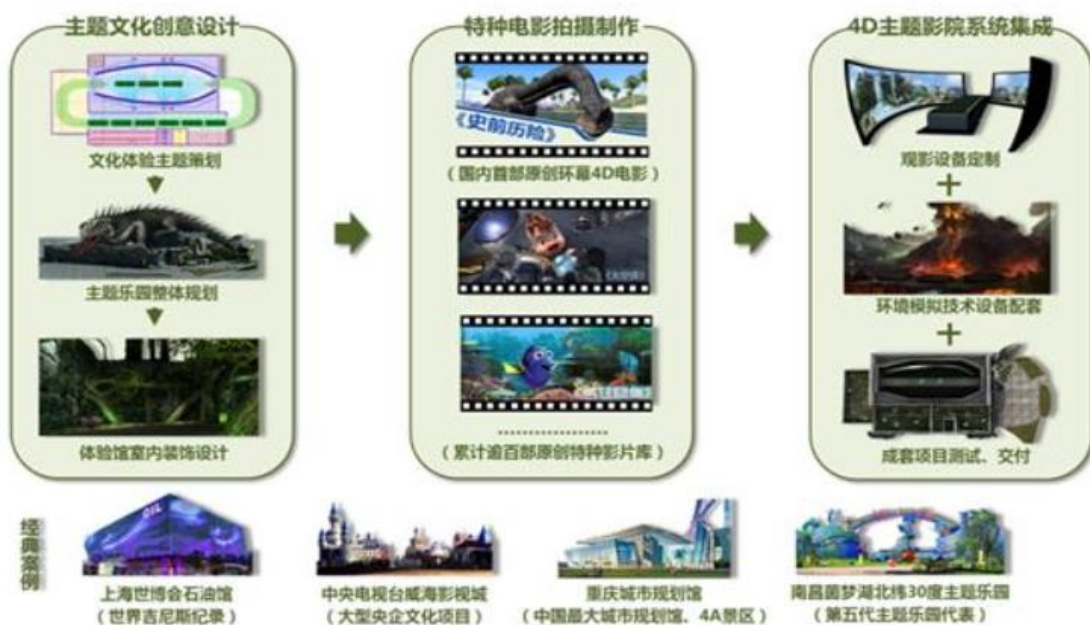
2. 布局文旅领域：收购资产，步入“二次创业”

公司通过收购恒润科技与德马吉进入“文旅”板块，其中，其中恒润科技承诺 2015-2018 年归母净利润不低于 4,200 万元(实际达到 4,513 万元)、5,500 万元(实际达到 6,748 万元)、7,200 万元、8,660 万元。德马吉承诺 2016-2018 年归母净利润不低于 2,500 万元（实际达到 2,604 万元）、3,250 万元、4,225 万元。根据现有订单数量，业绩已经超预期完成。

2.1 恒润科技：发展文旅业务

2015 年，公司以 5.5 亿元现金收购恒润科技 100% 股权，正式进军文旅领域。恒润科技是国内优秀的主题数字互动体验整体解决方案提供商，主营业务主要为主题文化创意、4D 特种影院系统集成、特种电影拍摄制作。恒润科技通过整合故事情节、环境道具、互动设备、放映设备、舞台剧、脱口秀等多维文化创意元素，提供题策划、项目规划、内容摄制、观影设备、工程实施于一体的主题数字互动体验整体解决方案，其应用场景涵盖主题公园、科技馆、大型企事业展馆、城市地标性购物中心体验馆等。

图表 17 恒润科技主营业务



数据来源：公司公告，广证恒生

主题文化创意设计

主题文化创意设计主要指为主题文化公园、高科技主题文化游乐项目、企业品牌展示以及工业旅游项目等提供从整体设计到实施综合性服务，意在营造出更具体验感的主题氛围，帮助客户（主题公园、体验馆、展览馆等文化旅游经营机构）提高游客入场率。一方面，公司根据客户要求，提供具有“主题文化内涵”的内容设计；另一方面，公司握有互动体验设备、多媒体技术、虚拟仿真技术等高科技技术，可为客户提供定制化的特种影院核心设备，包括飞翔球幕、360 度全景、5D 动感穿越、黑暗骑乘、多媒体剧场等。其主要盈利模式：

1) 创意设计业务。在项目之初，对主题文化项目进行创意设计并收取设计费。

2) “一站式”主题文化创意项目业务。“一站式”表明公司可提供从最开始的创意设计到研制生产、项目建造管理（装修造景、装修布展和采购等）、工程安装调试及特种影院设备供应、特效影片制作的一整套服务。

图表 18 经典项目——360 度影视跳楼机



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 19 经典项目——飞翔球幕



数据来源：互联网资料整理，广证恒生

特种电影拍摄制作

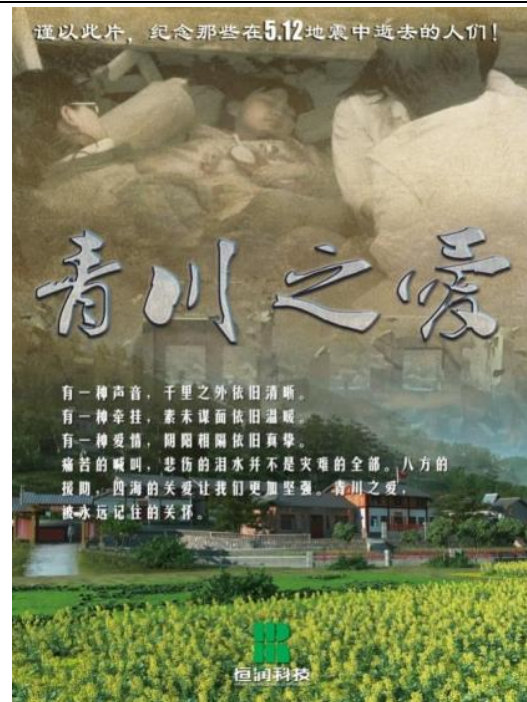
恒润科技是国内一流特种电影制作及供应商，具有优秀的内容制作能力。恒润科技已经获得国家广电总局颁发的《摄制电影许可证（单片）》，是国内首批获此许可证的非文化企业之一。恒润现在的项目合作方包括北京电影学院、八一电影制片厂、北京电影制片厂、上海电影制片厂等业界知名的影片制作方。

图表 20 经典作品——地球反击战



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 21 经典作品——青川之爱



数据来源：公司公告，广证恒生

1) 特种影片定制业务。定制既包括为恒润科技所承揽的“一站式”主题文化项目、特种影院系统集成项目做的配套业务，也有其单独承揽的非配套特种影片定制业务。具体收费情况根据影片类型、时间长短以及拍摄难易程度而定。

2) 特种影片租赁业务。由于恒润科技已经取得国家文化广播电影电视总局等相关单位颁发的影片摄制及公映许可证，可从事自制特种影片出租业务，可重复出租。

4D 特种影院系统集成

4D 特种影院系统集成是从内容创作到影院设备安装的集成式业务。影院通过环境模拟（烟雾、雨水、光电、气泡、热浪、寒风、布景等）以及 4D 动感座椅的摇动将观众带入观影影片之中，有身临其境之感，给观众更好的观影体验感。

1) 特种影院系统的部件业务。单独向影院销售特种影院系统集成的部件，包括特种影院座椅、特种影片播放设备、特种影片播放软件系统等。

2) 特种影院系统整体项目集成业务。其中包含规划设计、装修建造、设备采购、特种影院座椅生产、特种电影系统集成、特种影片供应等全套产品及服务。

图表 22 经典项目——品牌展示 4D 影院



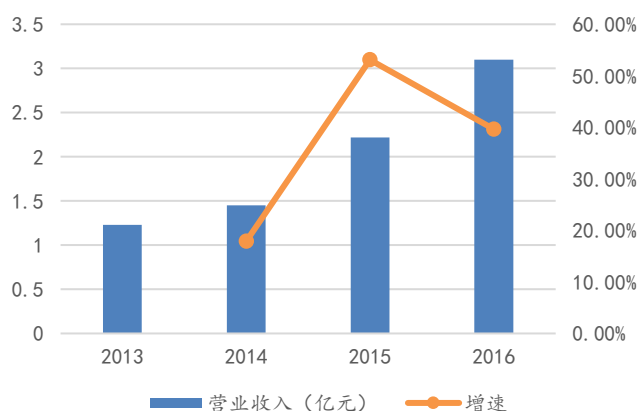
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 23 经典项目——世博会石油馆



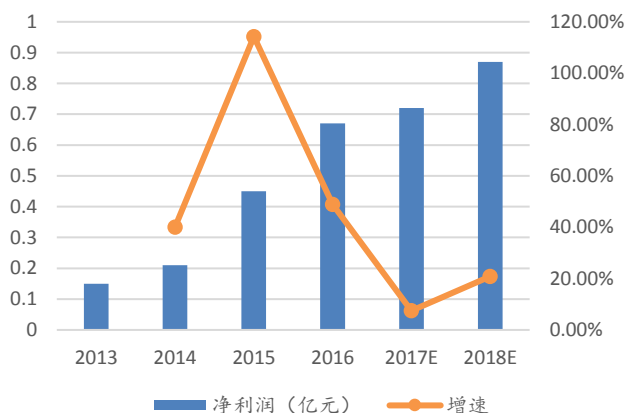
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 24 营业收入持续增长



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 25 净利润持续增长



数据来源：公司公告，广证恒生

2.2 德马吉：强化营销策划能力

2016 年，公司以 3.75 亿元（60%股权，40%现金）收购德马吉 100%股权。德马吉是以文化创意为核心的品牌创意营销的专业性展示服务公司，成立于 2004 年，拥有丰富的业务经验。德马吉的主营业务包括全球会展营销服务、活动创意策划、展厅展馆创意规划，展览研究中心遍布全球五大洲。同时，德马吉凭借其专业且优质的服务，获得了中国展览馆协会展览工程企业一级资质以及高新企业资质等荣誉，其中，德马吉率先在展览展示行业中提出的展台识别系统（Exhibition Identity），已经取得中国国家专利。德马吉自身优势体现在四大方面：

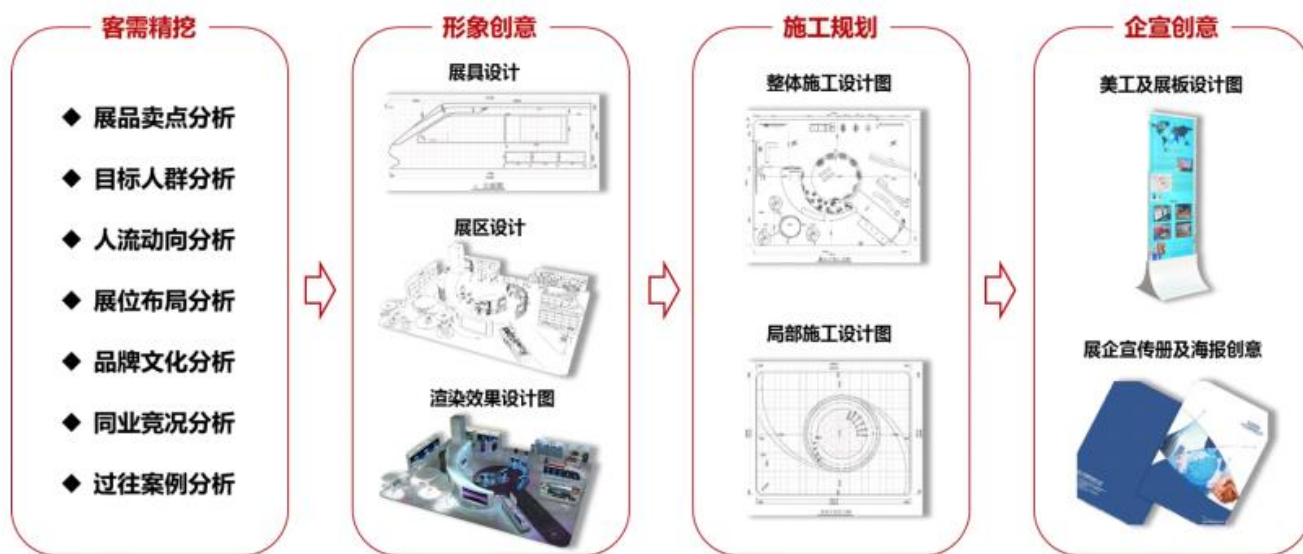
1) 文化创意设计能力突出。文化创意为德马吉的核心竞争力，在各大企业品牌文化推广的需求增长下持续推动创意展示设计业务高速增长。

2) 拥有全球化的业务范围覆盖能力。随着企业全球参展需求提高，德马吉在“展通天下”的战略下将服务网点遍布英国、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 120 多个地区。

3) 能在全中国范围内充分整合供应链上下游资源。德马吉在国内均有具备长期良好合作的产业链上游供应商，使得德马吉业务在全球各地开展时能与本土优质厂商合作，保证服务品质，对突发事件也能有效应对处理。

4) 展览展示行业全产业链运作能力。德马吉的业务能覆盖从最初的展览的创意设计、展览道具制作再到最终的展台搭建。一体化的服务能力有效加强德马吉的品牌业务能力，对高端客户的吸引力较高，有助于德马吉提高自身的市场竞争力。

图表 26 德马吉主营业务

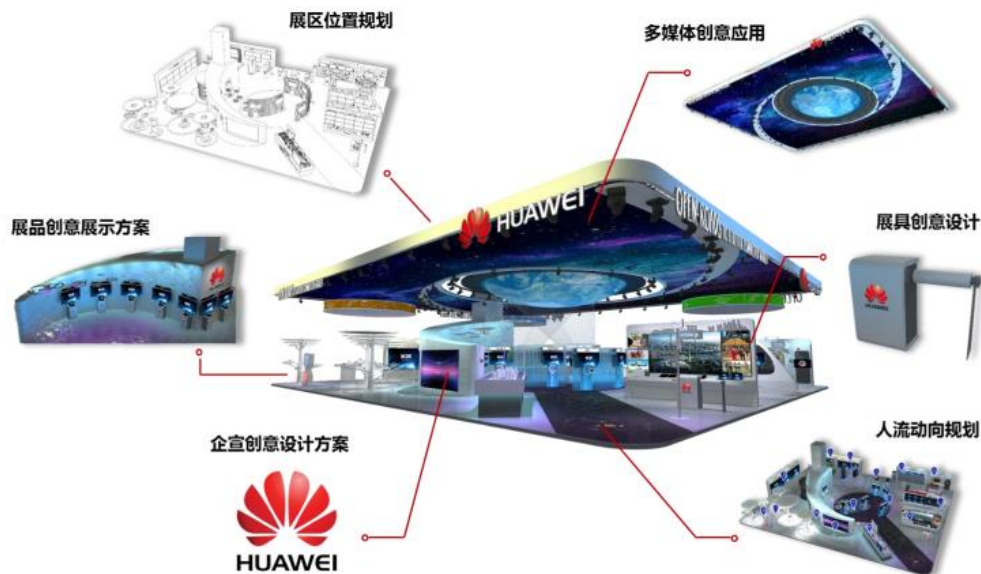


数据来源：公司公告，广证恒生

创意展示设计业务

德马吉的创意设计包括方案设计、展区位置规划、展具创意设计、展品创意展示方案设计、人流动向规划、多媒体创意应用等多个方面，借助 EI 系统，主要客户包括大中型国企（如南车、联通、中石化等）、知名民营企业（如华为、万达、乐视等）、在华外资（如阿尔卡特等）以及上市公司（如海尔、TCL、美的等）。

图表 27 创意展示业务结构图



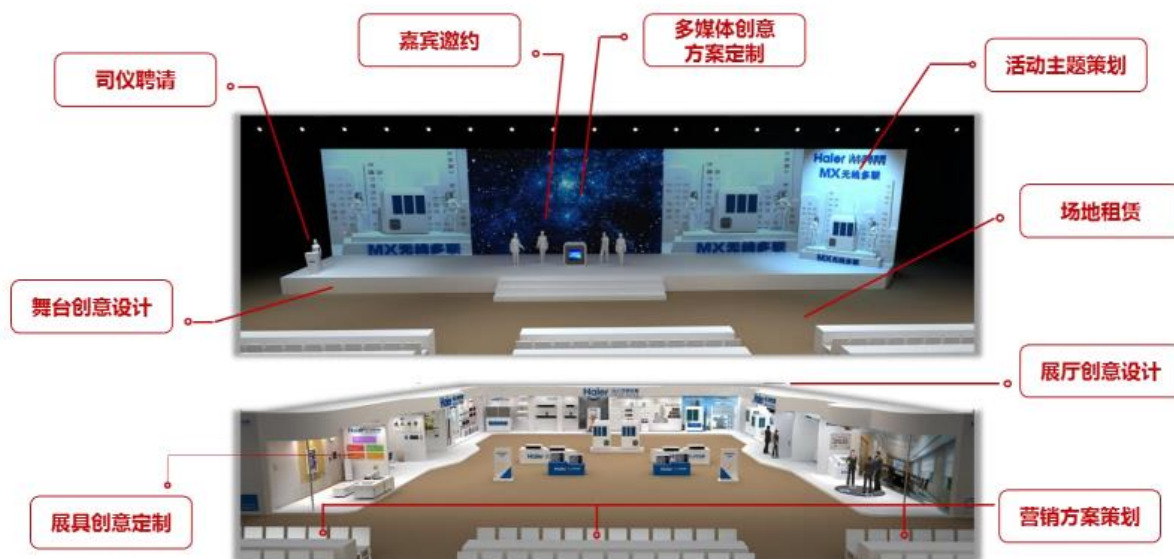
数据来源：公司公告，广证恒生

德马吉承接创意设计业务后，会将展品制造和会展工程服务等较低毛利率业务作为整体向供应商采购，自身采取轻资产模式运营，毛利率较高。

活动创意策划业务

德马吉活动策略业务主要包括展厅创意设计、营销方案策划、展具创意定制、舞台创意设计、活动主题策划、多媒体创意方案定制等，采取全产业链一体化经营模式。核心创意设计部分（展示方案、活动主题策划、嘉宾邀约、舞台创意设计）由德马吉负责，其余环节采取采购方式。

图表 28 活动创意策划业务结构图

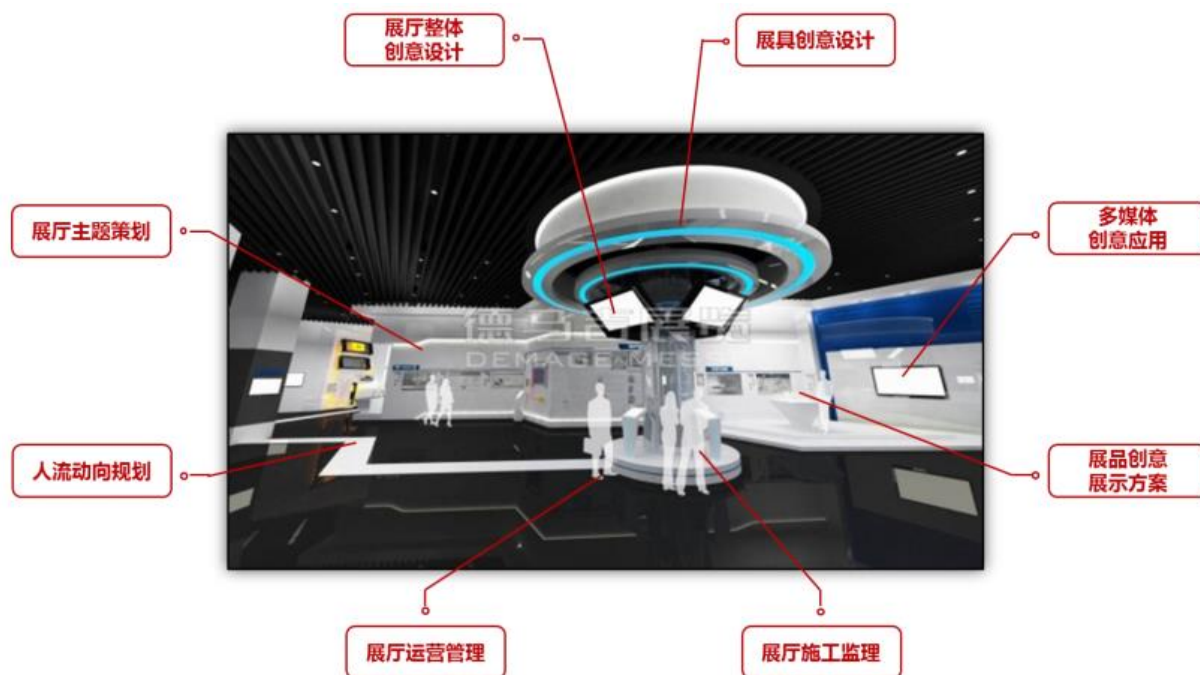


数据来源：公司公告，广证恒生



展厅创意策划业务

图表 29 展厅创意策划业务结构图

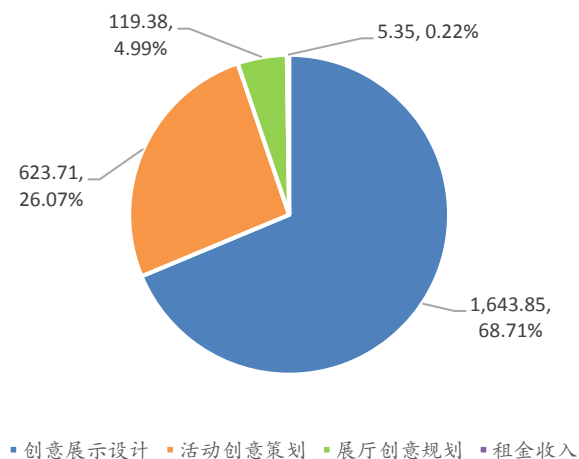


数据来源：公司公告，广证恒生

展厅创意规划业务同样采用全产业链一体化经营模式，德马吉提供包括展厅整体创意设计、展品创意展示方案、展馆主题策划、人流动向规划、多媒体创意应用、展具创意设计、展厅施工监理、展厅运营管理的整体方案，其中，德马吉主要负责展馆主题的策划、展厅整体的创意设计、展厅的运营管理、展厅的施工监理等核心环节，其余部分则向供应商采购。

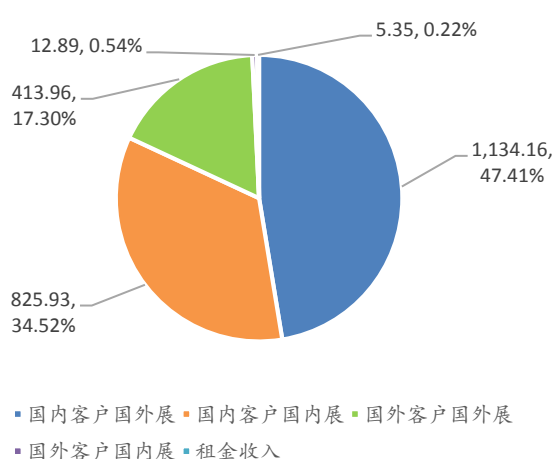
在此三大业务当中，创意展示设计业务为德马吉的核心业务，贡献收入占比超过 60%。创意设计、活动策划两大业务不仅采用轻资产模式运营，而且项目周期较短，一般均在 2 个多月，回款速度较快，在较高的毛利率之下也保证了健康的现金流。

图表 30 德马吉各业务占比（2016 年一季度）



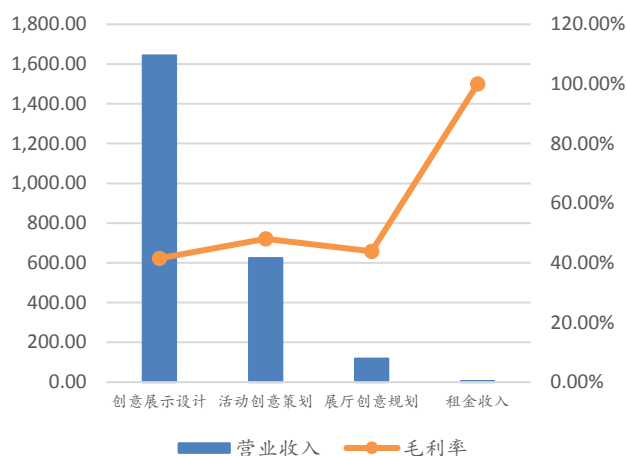
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 31 德马吉业务地区分布占比（2016 年一季度）



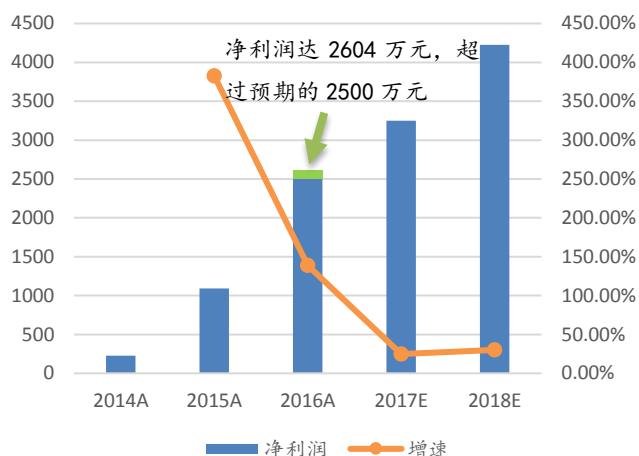
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 32 德马吉业务收入及毛利率（2016 年一季度）



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 33 德马吉利润增长较快



数据来源：公司公告，广证恒生

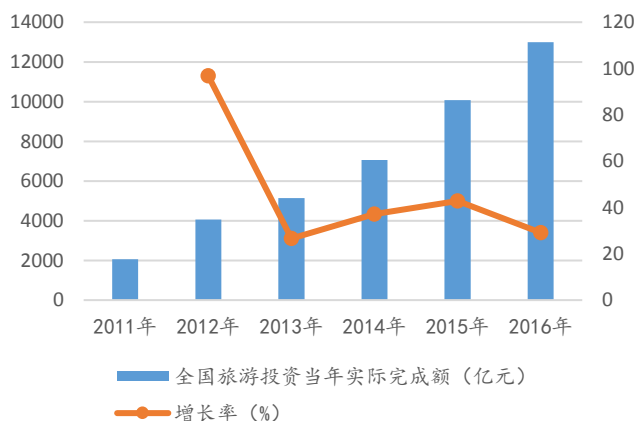
德马吉全球化发展迅速，国外业务扩展迅速。根据 2016 年一季度的财务数据，德马吉主要客户来自于国内，占据总营收的 81.93%。其中，国外业务比重超过国内，国内客户在外参展比例达 47.41%。此外，德马吉对国外客户的吸引力也在不断增强，从 2015 年至 2016 年一季度，德马吉国外客户为公司贡献的营收从 72.69 万元迅速提高至 426.85 万元，显示出德马吉较强的全球化业务能力。

根据协议，德马吉承诺 2016-2018 年的归母净利润不低于 2,500 万元、3,250 万元、4,225 万元，2016 年德马吉的净利润超预期完成，实现营业收入 1.6 亿元，净利润达到 2,604 万元。

2.3 旅游投资火热，项目订单丰富

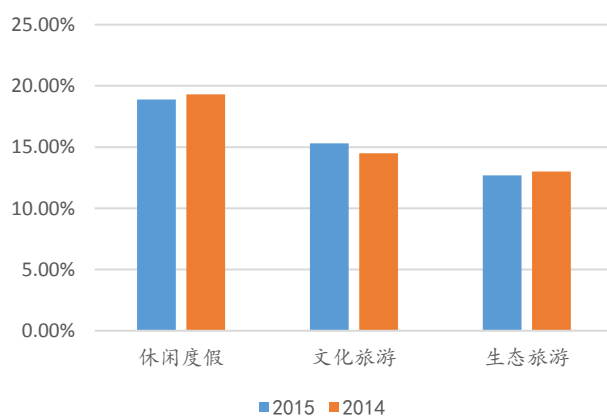
旅游正处于“投资热”阶段。由于消费升级与新兴需求的带动，旅游的前景被广泛看好，各路资本纷纷进入旅游市场布局。2016 年，旅游行业的投资规模已经达到 1.3 万亿元，同比上涨 29.1%。根据国家发展改革委联合国家旅游局发布的《关于实施旅游休闲重大工程的通知》，全国旅游直接投资将达到年均增长 20%，到 2020 年，实现旅游投资总额预计将达到 2 万亿元。从投资方向来看，休闲度假、文化旅游、生态旅游是投资资金的主要流向。根据 2015 年旅游投资数据，休闲度假、文化旅游、生态旅游等产品投资占全部旅游投资的比重分别达到 18.9%、15.3%、12.7%。

图表 34 旅游投资规模快速扩大



数据来源：全国旅游业投资报告，广证恒生

图表 35 休闲度假、文化旅游、生态旅游最受追捧



数据来源：全国旅游业投资报告，广证恒生

恒润科技的主营业务能被广泛应用于主题公园、文化旅游等项目中，考虑到旅游投资规模未来仍有望进一步提升，公司有望受益于旅游投资热潮快速发展。

图表 36 公司已披露的文旅订单（金额超过 63.23 亿元）

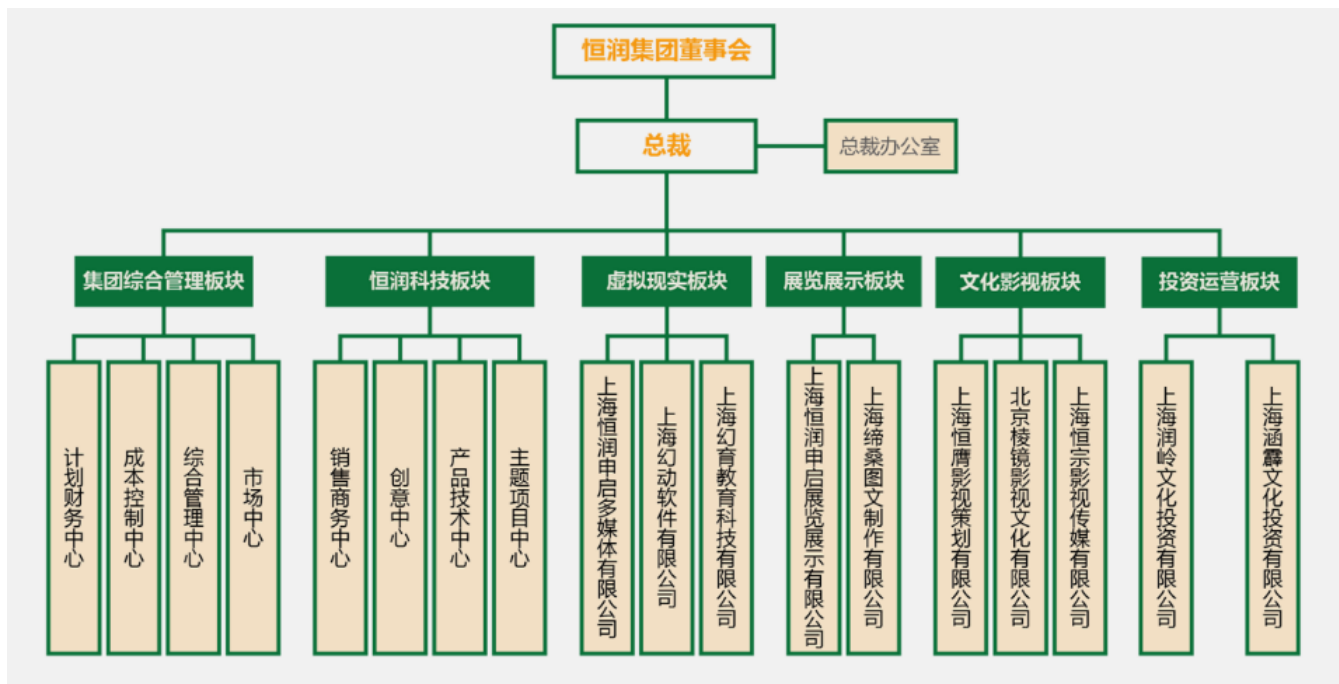
文旅项目	时间	金额（亿元）	建设周期	运营期
荆州纪南生态文化旅游区管理委员会合作框架协议	2016 年 8 月 19 日	>10	自 2016 年 7 月起至 2019 年底	
辽宁大连好奇王国主题乐园一体化服务合作协议	2016 年 8 月 26 日	2.23	-	-
邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议	2016 年 11 月 29 日	51	5 年	35 年
迁安中唐·天元谷文化旅游综合体施工一体项目	2016 年 12 月 14 日	4	400 天	-
北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园设计、采购及安装一体化总承包合同	2017 年 4 月 24 日	3.03	-	-

数据来源：公司公告，广证恒生

3. “泛娱乐”版图：文旅产业布局，未来更加精彩

公司收购恒润科技以后，在 2015 年 5 月、10 月先后向恒润科技增资 2000 万、1.32 亿元，支持恒润科技发展新业务板块进行快速扩张，成立恒润集团，目前已经发展出包括高科技文化创意、展览展示、虚拟现实、影视文化、投资运营等五大业务板块。

图表 37 恒润集团构成

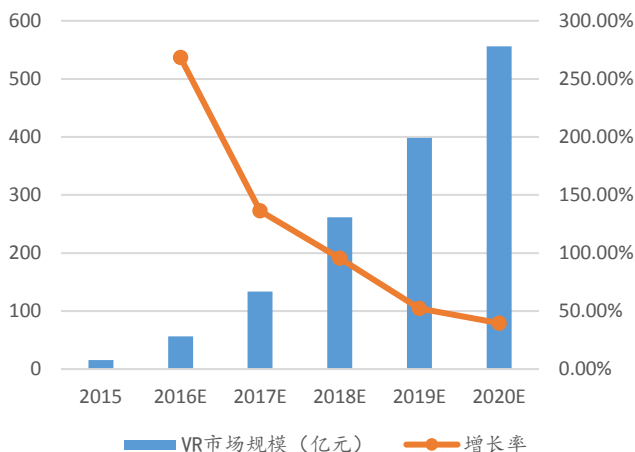


数据来源：公司公告，广证恒生

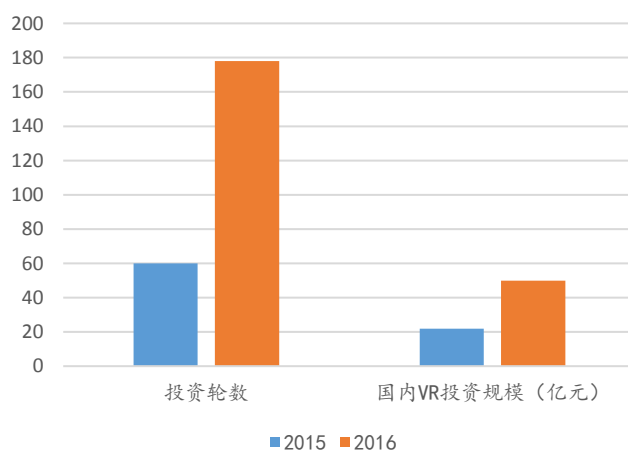
3.1 加码主题公园及 VR 领域

借助恒润科技的高科技属性，公司开始布局主题公园及 VR 领域，做高科技主题乐园。

图表 38 我国 VR 市场规模将是千亿级别



图表 39 我国 VR 投资规模快速增长



数据来源：中国产业信息网，广证恒生

数据来源：全国旅游业投资报告，广证恒生

VR 被作为高科技主题公园的发展方向受到多方资金青睐，不少国外巨头科技公司均涉足其中。2016 年全球 VR 投资由 2015 年的 6.9 亿美元增长至 23.2 亿美元，增速高达 236.2%。我国 2016 年 VR 产业的投资规模达 49.8 亿元，较 2015 年同比增长 128.4%。目前，Oculus Rift、HTC Vive、索尼 PS VR 等产品已经问世，但受限于产品技术的成熟度，整个 VR 行业仍处于培育期。根据产业预计，VR 产业成熟将在 2020 年，VR 产业高速增长长期即将到来，现在仍是布局进入 VR 产业的好时机。

公司在收购恒润科技后开始布局 VR 产业链。

图表 40 公司在 VR 领域进行全产业链布局

时间	布局	意义
2015 年 9 月 25 日	子公司恒润科技与英国的 Holovis 签订了《战略合作框架协议书》，双方将关于拓展国内外特种影院及主题项目业务等展开深入合作	帮助公司加快海外市场的拓展，带来更多的业绩增长
2016 年 4 月 21 日	控股孙公司上海润岭与南京盛途、金盛集团就室内外 VR 主题游乐项目的深度合作签署了《战略合作框架协议》，并与南京盛途就具体的主题乐园运营项目签署了《高科技主题乐园项目联合投资运营协议》	上海润岭与南京盛途双方共同经营场所内的室内外主题乐园项目，金盛集团确保合作期限内可在其指定的经营场所内开设主题乐园
2016 年 4 月 27 日	恒润科技与成都虚拟世界签订《合资成立公司合作协议》，拟共同出资成立上海恒境虚拟科技有限公司，布局虚拟现实（VR）硬件领域	专注于主题游乐、科普、院线、教育及商业应用等领域所需的虚拟现实（VR）一体机的定制化研制，与恒润科技的客户资源、VR 内容制作、虚拟体验平台及投资运营的优势相结合，布局虚拟现实（VR）相关行业领域的销售、建设及运营的全产业链。
2016 年 5 月 3 日	恒润科技拟以增资的形式对优土视真进行投资 1000 万元	进行线上内容平台及线下资源的优势整合娱乐体验以及教育方向

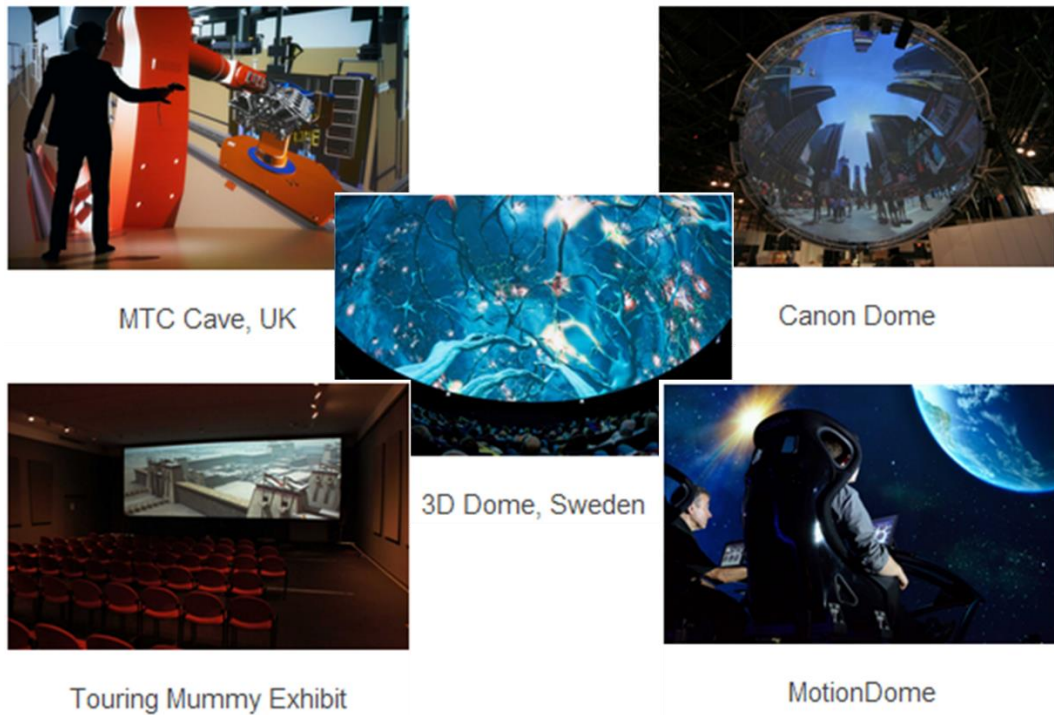
数据来源：公司公告，广证恒生

3.1.1 开拓海外渠道

2015 年 9 月，公司公告宣布子公司恒润科技与英国的 Holovis 签订了《战略合作框架协议书》，双方将关于拓展国内外特种影院及主题项目业务等展开深入合作。

Holovis 为英国一家感官体验创新及方案供应商，业务能力全球领先。Holovis 的主营业务是为客户提供高度专业化的多通道显示设备、2D 和 3D 影院、便携式固定球幕影院和全沉浸式 3D 虚拟现实体验。目前，Holovis 已经为国外著名的主题公园提供服务，包括法拉利世界、乐高主题乐园，有优良的口碑。从业务方面来看，恒润科技拥有特种电影、主题项目相关的设备以及技术，而 Holovis 则有海外渠道。因此，恒润科技与 Holovis 合作能够帮助公司加快海外市场的拓展，带来更多的业绩增长。

图表 41 英国 Holovis 代表作品



数据来源：英国 Holovis 官网，广证恒生

3.1.2 培育 VR 主题公园

2016 年 4 月，公司发布公告宣布其控股孙公司上海润岭将与南京盛途、金盛集团合作开设、运营室内外 VR 主题游乐项目。

一方面，上海润岭与南京盛途双方共同经营室内外主题乐园项目，而金盛集团确保主题乐园的顺利开设；另一方面，公司旗下的上海润岭拟培育孵化自有 IP 品牌“摩登部落 VR 世界”，该项目主要由大股东投资，将在培育成熟后装入上市公司内，减少公司的经营风险。“摩登部落 VR 世界”拟于 2017 年中旬开业。

3.1.3 布局 VR 硬件领域

2016 年 4 月，恒润科技与成都虚拟世界共同出资成立上海恒境虚拟科技有限公司，布局虚拟现实（VR）硬件领域。其中，恒润科技出资人民币 510 万元，虚拟世界出资人民币 490 万元，占新公司注册资本比例分别为 51%、49%。

成都虚拟世界拥有十六年以上的 AR/VR/AI 等领域的研究经验，已获得 60 多项相关涉及图像识别与深度学习、增强现实与虚拟现实等领域的专利，并已经成功研发出全球首款可量产的 VR 一体机（IDEALENS），目前已经开始在天猫、京东上销售。

成都虚拟世界所属集团为 IDEALSEE GROUP（理想境界集团），旗下还有理想境界科技公司（AR 智能眼镜）、观界创宇科技公司（360° VR 摄像机）、易讯理想科技公司（增强现实的“幻视”应用）、南京理想境界公司（针对 K12 教育行业的图像识别系统），兄弟公司的科研实力强大。

图表 42 成都虚拟世界代表产品

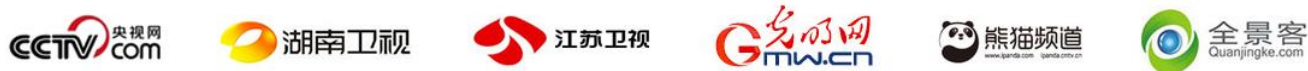


数据来源：成都虚拟世界官网，广证恒生

3.1.4 整合 VR 产业资源

2016 年 4 月，恒润科技拟以增资的形式对优土视真进行投资 1000 万元。优土视真（UtoVR）为国内用户最为活跃的虚拟现实内容运营平台，其虚拟现实播放器能够支持全景视频语音弹幕、优良的播放性能以及 50% 的带宽节省。目前，优土视真（UtoVR）的用户数已经达到数万并在不断增长中。

图表 43 优土视真（UtoVR）合作伙伴



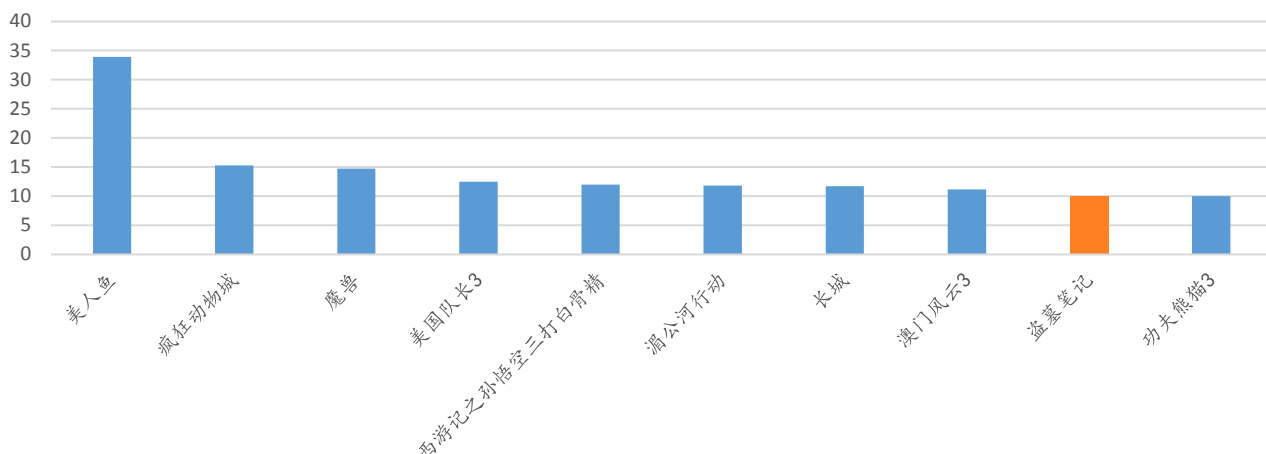
数据来源：优土视真官网，广证恒生

增资完成后，优土视真与恒润科技将利用各自优势进行线上内容平台及线下资源的优势整合：1) 虚拟现实（VR）线下娱乐体验产业方向； 2) 虚拟现实（VR）教育产业方向。

3.2 投资影视

2016 年 4 月，公司控股孙公司上海润岭与上海承宗双方签署了《电影<盗墓笔记>投资合作协议》，上海润岭投资 980 万元，电影成本约 1.3 亿元。同年，《盗墓笔记》电影最终票房超过 10 亿元，年度排名第九。

图表 44 《盗墓笔记》电影票房排名第九



数据来源：互联网资料整理，广证恒生

3.3 布局 IP

公司在 IP 领域的重视程度也不断提高，IP 体系库不断充实。2016 年恒润科技的子公司恒宗影视与奥飞娱乐的孙公司狼烟动画签署了《暴走武林学园》著作权授权协议，扩充了公司的 IP 体系库。2016 年 10 月，子公司恒润科技与阅文集团（腾讯旗下核心业务企业集团）签订了《有关优质 IP 及相关业务开发的战略合作协议》。阅文集团拥有国内最为丰富的 IP 储备，运营着盛大文学和腾讯文学旗下的起点中文网、创世中文网、小说阅读网、潇湘书院、红袖添香、云起书院、榕树下、QQ 阅读、中智博文、华文天下等多个国内顶尖的网文品牌，是国内最大的正版电子图书馆，IP 资源丰富。

图表 45 阅文集团旗下品牌众多



数据来源：互联网资料整理，广证恒生

根据协议，未来公司有望与阅文集团在以下领域进行合作：1) 优质文学 IP 的共同开发及采购；2) 对优质 IP 进行漫画、动画、游戏、电影、电视剧、网络界、电影等的开发制作及投资发行合作；3) 衍生产品（特别是优质

IP 的影视、文化、旅游主题公园项目) 的联合开发及运营; 4) 甲乙双方根据合作项目的深层次合作, 进行双方控股或参股企业的相互战略股权投资; 5) 其他优势资源互补及共享。

4. “大生态”落子：发展水生态业务，提升业务承接能力

4.1 水生态治理正处于风口

自 2015 年 4 月“水十条”公布后，水生态治理受到政策的高度重视，由国务院、住建部、财政部、环保部等重要政府单位先后发文进行扶持，万亿级市场空间逐渐打开。随着相关政策一一落地，2017 年将成为水治理行业的产业大年。据环保部环境规划院副院长吴舜泽在“2017（第十五届）水业战略论坛”上做出的预测，完成“水十条”的全社会投资将达到 4.6 万亿元，有望带来 1.9 万亿元的治污投资增量。

图表 46 水生态领域政策密集出台

发文时间	发文单位	文件名称	相关内容
2017 年 2 月	国务院	关于印发全国国土规划纲要（2016—2030 年）的通知	到 2020 年，城镇生活污水、垃圾处理设施实现全覆盖，水利基础设施更加完善，防灾减灾体系更加健全，全国七大重点流域水质优良比例达 70%以上、重要江河湖泊水功能区水质达标率 80%等内容
2017 年 1 月	国务院	关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知	对城镇污水处理设施建设发展进行填平补齐，优先推进城中村、老旧城区和城乡结合部污水治理；加快农村生活污水治理和改厕。促进再生水利用，杜绝二次污染。到 2020 年，全国所有县城和重点镇具备污水处理能力，地级及以上城市建成区污水基本实现全收集、全处理，城市、县城污水处理率分别达到 95%、85%左右
2016 年 12 月	国务院	关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知	实施重点流域水污染防治规划，优先保护良好水体，到 2020 年地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例高于 93%；推进地下水污染综合防治；大力整治城市黑臭水体，到 2020 年地级及以上城市建成区黑臭水体比例均控制在 10%以内，其他城市力争大幅度消除重度黑臭水体。
2016 年 12 月	国务院	《关于全面推行河长制的意见》	全面建立省、市、县、乡四级河长体系，加强水环境治理，加大黑臭水体治理力度。
2016 年 11 月	国务院办公厅	关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知	通知强调分步实现排污许可全覆盖，排污许可证管理内容主要包括大气污染物、水污染物，并依法逐步纳入其他污染物，2017 年完成《大气污染防治行动计划》和《水污染防治行动计划》重点行业及产能过剩行业企业排污许可证核发。
2016 年 3 月	国务院	《十三五规划纲要》	“十三五”规划纲要用一整章的篇幅强调生态环境的重要性，并首次将地表水质量列为经济社会发展主要指标。水环境问题得到空前的关注，水生态治理市场空间将超万亿。
2015 年 10 月	国务院办公厅	关于推进海绵城市建设的指导意见	通过海绵城市建设，将 70%的降雨就地消纳和利用，到 2020 年，城市建成区 20%以上的面积要达到海绵城市目标要求；到 2030 年，城市建成区 80%以上的面积要达到目标要求。



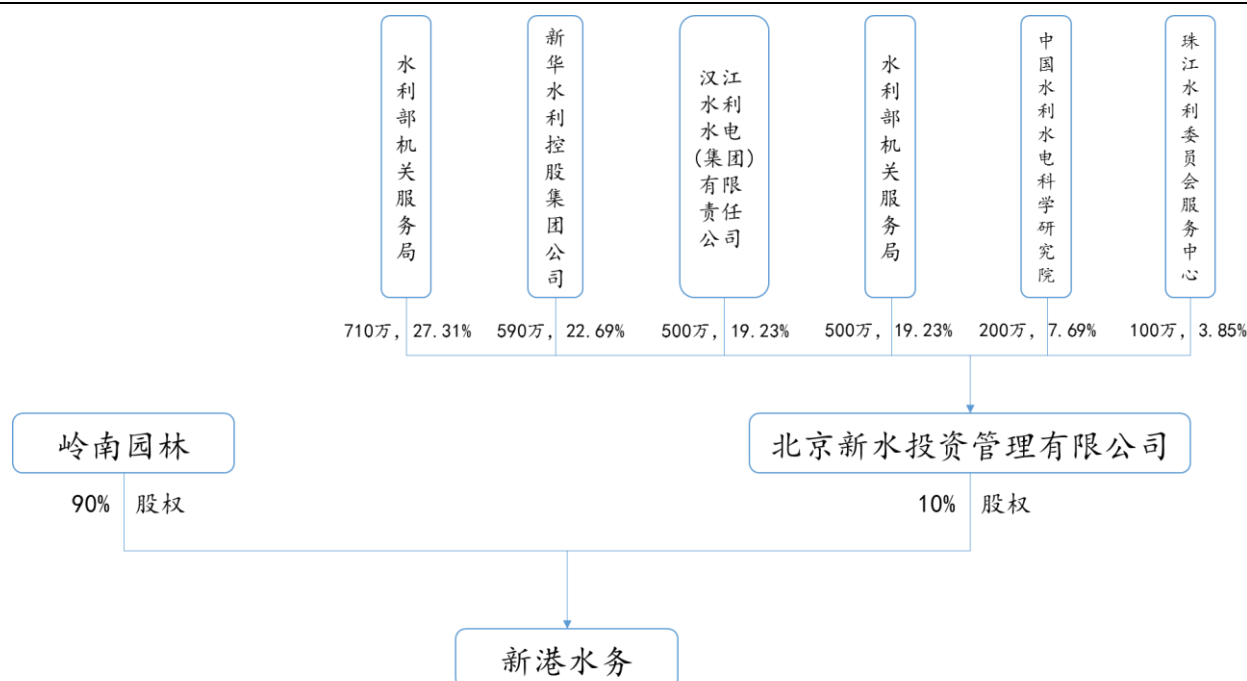
2015 年 8 月	住建部、环保部	《城市黑臭水体整治工作指南》	2017 年底前：地级及以上城市建成区应实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口；直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。2020 年底前：地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内。2030 年：城市建成区黑臭水体总体得到消除。
2015 年 7 月	财政部、环保部	《水污染防治专项资金办法》	专项资金重点支持范围包括城市黑臭水体整治，对采用政府和社会资本合（PPP）模式的项目予以倾斜支持。
2015 年 4 月	国务院	《水污染防治行动计划》	“水十条”明确指出，到 2020 年七大重点流域水质优良达到或优于 III 类）比例总体达到 70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内。

数据来源：互联网资料整理，广证恒生

4.2 收购新港水务 90%股权

抓紧政策机遇，布局水生态治理领域。公司 3 月发布公告，拟收购北京市新港永豪水务工程有限公司 90%股权，交易总价为 5.4 亿元，其中以股份支付 2.97 亿元，以现金支付 2.43 亿元。新港永豪 2016 年实现净利润 5,282 万元，并承诺 2017-2019 年归母净利润分别不低于 6,250 万元、7,813 万元、9,766 万元，预计 2017 年净利润增速为 18.3%，后两年的年复合增速为 25%，2017 年对应的 PE 为 8.6，价格相对较低。

图表 47 新港水务拥有政府参股（收购后）



数据来源：公司公告，广证恒生

北京市新港永豪水务工程有限公司成立于 1995 年 6 月 29 日，于 2007 年开始进入水务工程行业，拥有丰富的水务工程经验，主营业务包括河道治理、农田水利、市政水务、维修养护等，范围覆盖生态治理、生态修复、海绵城市等热点领域。从公司资质来看，新港水务具有较好的发展优势：

1) 拥有稀缺的准入资质。新港水务拥有包括水利水电工程施工总承包壹级、水利水电机电安装工程专业承包叁级、市政公用工程施工总承包叁级、水利安全生产标准化一级单位等在内的优质业务资质。

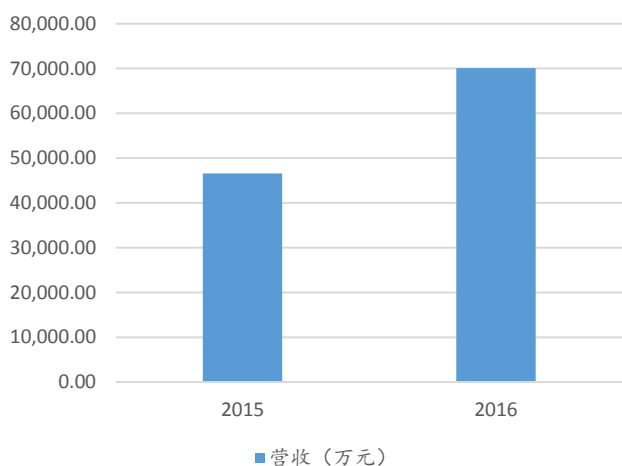
2) 与政府合作良好。新港水务为水利部机关所属单位参股，与各地政府有良好的合作关系，在承接业务时具备较强的优势。

3) 具备综合及专业的服务能力。新港水务有承接多种水务项目的能力，范围覆盖大规模水务工程、防洪排涝、供水、排水、海绵城市建设、水生态治理、生态修复等。

4) 专业的技术实力。新港水务深耕水生态领域十余年，背靠有中国水利水电科学研究院专业股东，拥有一流的技术团队。

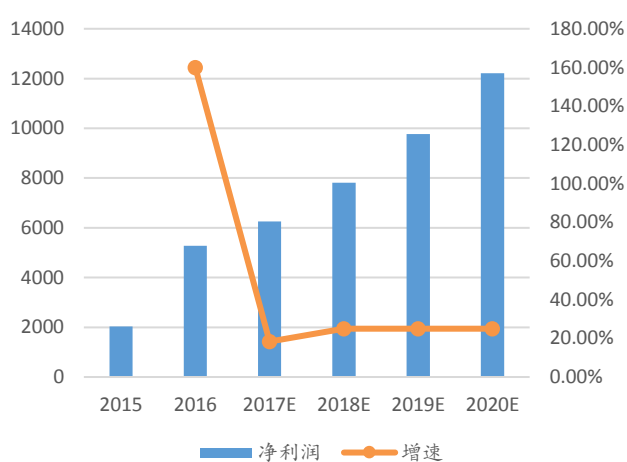
新港水务立足华北地区，有望受益于京津冀、雄安新区等区域发展战略。从业务结构来看，新港水务主营业务分为河道治理、农田水利、市政水务、维修养护四大板块，在 2016 年的营收中占比分别为 77.09%、11.83%、7.35%、3.73%。从地区分布来看，新港水务业务主要来自于华北、华东区域，占比达到 58.79%、19.56%。

图表 48 新港水务营收增长 50.4%



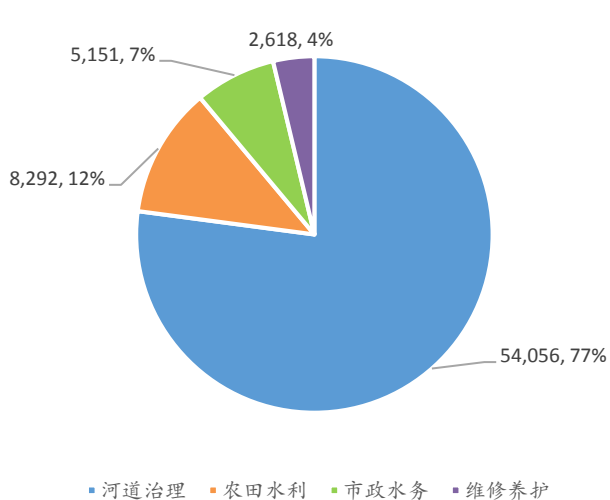
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 49 我国 VR 投资规模快速增长



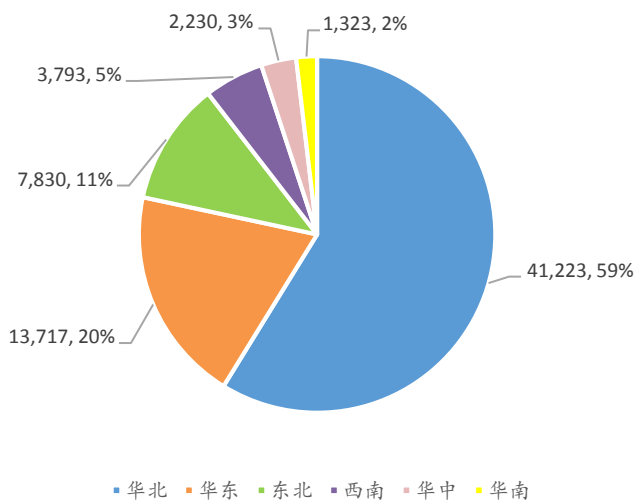
数据来源：公司公告，广证恒生

图表 50 新港水务业务以河道治理为主



数据来源：公司公告，广证恒生

图表 51 新港水务业务多数在华北地区



数据来源：公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

收购新港水务是岭南园林完善“大生态”布局的关键之笔，标的公司新港水务凭借其业务资质、从业经验、合作关系、技术实力等方面的优势，能补足岭南园林业务的不足，协同发展，提升订单承接能力，更好地享受生态治理、生态修复、海绵城市、雄安新区等战略带来的种种机遇。

5. 盈利预测与风险提示

5.1 盈利预测

公司目前订单量充足，2016 年到手订单总量约 200 亿元，除去 100 亿元的框架协议外，仍有订单 100 亿元，公司在 2017 年有望实现 150 亿元订单的增量，由于公司的项目多在 2 年建设期，预计公司 2017-2019 年的营收增速将达到 77.98%、30.02%、19.99%，净利润增速在业务结构优化的基础上有望实现净利润 4.4 亿、6.7 亿、9.4 亿元，增速达到 68.11%、52.93%、40.05%。

根据业绩预测，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.06、1.62、2.27 元，对应 PE 分别为 24/15/11，考虑公司成长性良好，给予 17 年 35 倍 PE，对应股价 37.1，“强烈推荐”评级。

5.2 风险提示

PPP 项目落地不及预期。PPP 模式下，项目由政府、社会资本共同投资，进展及落地速度可能低于预期。

园林公司资金流紧张。由于项目所垫付资金较多，公司现金流较为紧张。

主题公园市场竞争加剧。公司有布局主题公园，但是剧烈的市场竞争可能带给公司较大的压力。

VR 产业发展不及预期。VR 产业仍属于培育期，产业发展可能慢于预期导致盈利困难。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3179	3934	4504	5147
现金	453	1909	2219	2801
应收账款	994	637	724	785
其它应收款	99	69	74	80
预付账款	16	10	12	13
存货	1270	1069	1206	1182
其他	348	240	269	286
非流动资产	2158	1403	1710	1831
长期投资	0	0	0	0
固定资产	170	200	237	271
无形资产	26	33	43	51
其他	1963	1170	1430	1510
资产总计	5337	5337	6213	6978
流动负债	2160	1828	2071	2020
短期借款	200	387	366	318
应付账款	1568	1034	1217	1273
其他	392	407	488	429
非流动负债	515	460	593	640
长期借款	192	256	322	374
其他	322	203	271	266
负债合计	2675	2288	2663	2659
少数股东权益	5	5	6	6
股本	414	414	414	414
资本公积	1425	1425	1287	1149
留存收益	818	1205	1843	2749
归属母公司股东权益	2658	3044	3544	4313
负债和股东权益	5337	5337	6213	6978

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-75	843	588	942
净利润	261	438	670	939
折旧摊销	14	24	31	39
财务费用	-4	15	9	4
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-452	376	-122	-45
其它	106	-10	-1	5
投资活动现金流	-541	431	-248	-120
资本支出	-72	-51	-65	-57
长期投资	50	39	-9	-7
其他	-519	444	-174	-55
筹资活动现金流	812	181	-30	-239
短期借款	-312	187	-21	-48
长期借款	29	64	65	53
普通股本增加	88	0	0	0
资本公积金增加	1363	0	-138	-138
其他	-357	-70	64	-105
现金净增加额	196	1456	310	583

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2568	4570	5942	7130
营业成本	1841	3290	4159	4848
营业税金及附加	35	70	91	109
营业费用	13	23	26	30
管理费用	354	636	826	992
财务费用	-4	15	9	4
资产减值损失	33	35	34	34
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	296	501	796	1113
营业外收入	14	25	6	7
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	309	525	801	1118
所得税	48	86	130	179
净利润	261	439	671	939
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	261	438	670	939
EBITDA	337	564	842	1161
EPS (摊薄)	0.63	1.06	1.62	2.27

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	35.9%	78.0%	30.0%	20.0%
营业利润增长率	48.7%	69.1%	58.9%	39.7%
归属于母公司净利润增长率	55.3%	68.1%	52.9%	40.1%
获利能力				
毛利率	28.3%	28.0%	30.0%	32.0%
净利率	10.2%	9.6%	11.3%	13.2%
ROE	14.4%	15.4%	20.3%	23.9%
ROIC	8.5%	11.6%	15.1%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	50.1%	42.9%	42.9%	38.1%
净负债比率	17.48%	34.98%	33.57%	31.51%
流动比率	1.47	2.15	2.17	2.55
速动比率	0.88	1.57	1.59	1.96
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.86	1.03	1.08
应收账款周转率	3.35	5.60	8.73	9.45
应付账款周转率	1.41	2.53	3.70	3.89
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.63	1.06	1.62	2.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.18	2.04	1.42	2.27
每股净资产 (最新摊薄)	6.42	7.35	8.56	10.42
估值比率				
P/E	39.63	23.57	15.41	11.01
P/B	3.89	3.39	2.92	2.40
EV/EBITDA	6.49	16.44	10.77	7.26



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。