



2018年03月13日

## 买入(首次评级)

当前价: 26.76 元  
目标价: 34.74 - 42.46 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2568	4790	8081	10828
(+/-)	35.9%	86.6%	68.7%	34.0%
净利润	261	520	802	1082
(+/-)	55.3%	99.3%	54.4%	34.9%
EPS(元)	0.63	1.25	1.93	2.60
P/E	42.5	21.4	13.9	10.3

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

《【联讯建筑园林深度】政策约束或告一段落, 高成长低估值迎配置良机》2018-02-28  
《学习十九大, 长期看好生态环境建设和装配式建筑》2017-11-13

## 岭南股份(002717.SZ)

# 【联讯建筑公司深度】岭南股份(002717): “生态” “文旅” 高增长, 不辞长做“岭南”人

### 投资要点

#### ◇ 园林行业高 FAI 有望持续, 叠加政策约束或将终止的利好效应

十九大以来, “生态文明建设”被定义为中华民族发展的“千年大计”, 园林行业市场空间巨大。从园林行业投资的具体组成来看, 市政园林 2018 固定资产投资不低于 1600 亿元左右。生态修复方面, 特别是流域治理, “水十条”、“海绵城市建设”等制定了为我国未来 20 年的任务目标。旅游业近 6 年实际完成投资额复合增速达 20%。

在政策方面由于受财政部 92 号文影响, 目前全国 PPP 项目处于规范清理状态, 各大银行都陆续放缓了给 PPP 项目发放贷款的进度。待 3 月底项目清理工作完成之后, 留下的都是质量高的规范项目融资进度有望加快, 项目落地有望提速, 从而带动相关公司收入确认提速。

#### ◇ “大生态”布局已具雏形, 水生态成未来发展重点

岭南股份本身已经具备传统园林行业全产业链服务能力, 自 2016 年 PPP 兴起以来, 公司开始向大生态业务布局, 2017 年, 通过收购新港永豪, 公司大生态业务开始向“水生态”建设聚焦, 并由此进行了人事和战略调整。未来公司有望通过水生态业务实现规模再上一个台阶。

自 2015 年以来为顺应行业 PPP 订单集中爆发趋势, 岭南股份积极争取 PPP 项目的承接, 2017-2018 年 3 月公司新签订合同和框架总额接近 400 亿, 是 2017 年营业收入(约 47.97 亿元)的 8 倍, 为未来业绩增长奠定良好基础。

#### ◇ 并购、参股优质文化公司, 推动以“泛游乐”为核心的文旅业务

2015 年以来通过收购并购恒润科技, 德马吉, 微传播等, 提高运营能力, 内容营销能力, 公司业务拓展向文化旅游产业。通过“景区建设+全方位运营”的盈利模式, 以建设带动运营, 实现从 2B 转向 2C 端, 通过旅游带动消费升级, 打造全闭环产业链, 形成“生态 PPP+全域旅游”的双主业业务模式。长期来看, 有助于解决公司传统业务过度依赖政府投资及回款较慢的问题。

同时 2018 年恒润科技业绩承诺为扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 8660 万元, 德马吉不低于 4225 万元, 微传播不低于 10400 万元。因此 2018 年收购和参股子公司对岭南股份业绩增长亦有贡献。

#### ◇ 采取多种融资形式, 为 PPP 项目落成提供资金支持

2017 年, 公司与上海达渡资产管理签署战略合作协议。达渡拟认购岭南股份不超 5% 的股份, 达渡具有丰富的资源及较强的投资能力, 与达渡合作对于公司进一步发展具有重要推动作用。并且 2017 年公司拟发行总金额不超



过 88000 万元的可转债为 PPP 项目融资，补充流动资金。

- ◇ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 47.90、80.81 和 108.28 亿元，同比分别增加 86.6%、68.7%和 34.0%，净利润分别为 5.20、8.02 和 10.82 亿元，同比分别增长 99.3%、54.4%和 34.9%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25、1.93 和 2.60 元，对应的 PE 分别为 21/14/10x。按照 18 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 34.74-42.46 元，给予“买入”评级。
- ◇ **风险提示：**订单落地低于预期，组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善；对消费市场把握不够准确，现有文化产品销售及未来市场拓展将会受到负面影响；PPP 项目的融资成本及融资进度受银行信贷政策等因素影响。



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 47.90、80.81 和 108.28 亿元，同比分别增加 86.6%、68.7%和 34.0%，净利润分别为 5.20、8.02 和 10.82 亿元，同比分别增长 99.3%、54.4%和 34.9%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25、1.93 和 2.60 元，对应的 PE 分别为 21/14/10x。考虑公司目前在手订单充足，业绩确定性高，“生态+文旅”布局兼顾公司短中长期发展，参考园林行业历史估值中枢，按照 18 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 34.74-42.46 元，给予“买入”评级。

### 主要逻辑：

#### 生态建设是朝阳行业，政策面约束或将告一段落

十九大报告明确指出，“建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。生态环境建设属于朝阳行业，长期发展空间巨大。目前我国面临的生态形势严峻，水治理、土壤治理、湿地生态修复等都处于起步阶段，治理修复的过程并非一朝一夕可以完成，而将是一个长期的、持续性的过程。

受财政部 92 号文影响，目前全国 PPP 项目处于规范清理状态，各大银行都陆续放缓了给 PPP 项目发放贷款的进度。待 3 月 31 日项目清理工作完成之后，留下的都是质量高的规范项目，入库项目的规范性相当于获得了认可，项目融资进度有望加快，项目落地有望提速，从而带动相关公司收入确认提速。

#### 岭南股份“大生态”布局已具雏形，水生态建设将是未来发展重点

岭南股份本身已经具备传统园林行业全产业链服务能力，自 2016 年 PPP 兴起以来，公司开始向大生态业务布局，2017 年，通过收购新港永豪，公司大生态业务开始向“水生态”建设聚焦，并由此进行了战略调整。我们统计了公司 16 年至今签订的重大合同和框架，2017-2018 年 3 月公司新签订合同和框架总额接近 400 亿，是 2017 年营业收入的 8 倍。

#### “泛游乐”受益消费升级，优质内容和工程特色助力项目获取

岭南股份从 2015 年开始通过并购德玛吉和恒润进军文旅产业，目前已经初步形成“大生态+泛游乐”的双主业盈利模式。公司一方面依托恒润和德玛吉进军主题乐园等运营性项目，另一方面“泛游乐”理念推动“生态 PPP+全域旅游”发展，工程特色和内容优势帮助公司获取更多优质 PPP 项目。另外，商业模式从 2B 转向 2C 端，长期来看，有助于解决传统主业过度依赖政府投资的弊病，且顺应当前消费升级潮流，有助于改善公司现金流，提高资产周转速度。

### 关键假设点：

假设一：2018 年公司 PPP 项目加速落地，园林业务保持 50%以上增长；

假设二：2018 年公司文旅板块收入比例提升，带动公司毛利率提高；



假设三：并购标的顺利实现业绩对赌。

#### 股价上涨的催化剂：

- 1、业绩持续高增长且超预期；
- 2、订单高增长；
- 3、文旅业务取得突破进展。

#### 核心风险提示：

组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善；对消费市场把握不够准确，现有文化产品销售及未来市场拓展将会受到负面影响；PPP项目的融资成本及融资进度受银行信贷政策等因素影响。



## 目录

投资案件 .....	3
投资评级与估值 .....	3
主要逻辑: .....	3
生态建设是朝阳行业, 政策面约束或将告一段落 .....	3
岭南股份“大生态”布局已具雏形, 水生态建设将是未来发展重点 .....	3
“泛游乐”受益消费升级, 优质内容和工程特色助力项目获取 .....	3
关键假设点: .....	3
股价上涨的催化剂: .....	4
核心风险提示: .....	4
全产业链布局, 业绩稳定增长的园林龙头企业 .....	8
持续进化的优质园林龙头 .....	8
成长性最好的园林公司之一 .....	9
立足华南, 业务辐射全国 .....	10
由园林业务拓展至文旅产业, “双主业”协同发展 .....	10
生态文明建设提升为千年大计, 园林行业还有很大发展空间 .....	11
生态环境建设是一个长期持续的过程, 我国目前依然处于起步阶段 .....	12
园林绿化和生态建设投资持续增长, 行业市场空间广阔 .....	16
旅游业固定资产投资完成额 10000 亿以上 .....	16
PPP 项目推动园林行业集中度提高 .....	19
传统园林业务向“大生态”转型 .....	20
传统园林业务已经形成全产业链布局 .....	20
通过工程实践积极向生态治理转型 .....	20
收购新港永豪水务, 提升水治理能力 .....	20
中标雄安新区项目, 积极布局京津冀地区业务 .....	21
在手订单充足, 业绩确定性好 .....	21
“泛游乐”进军文旅打开中长期发展空间 .....	23
以“泛游乐”为核心拓展文化旅游 .....	23
“景区建设+全方位运营”的盈利模式 .....	23
收购优质文化科技公司强化竞争力 .....	24
战略转型的开端——收购恒润科技 100%股权 .....	24
深耕文化及内容运营领域——收购德马吉 100%股权 .....	26
签订大量以“泛游乐”为核心理念的重大项目 .....	27
打造品牌推广及营销通道——收购北京微传播 23.3%股权 .....	28
与达渡资产签订战略合作协议提升融资能力 .....	29
通过员工持股计划提升职工凝聚力 .....	30
拟发行可转债为 PPP 项目融资 .....	30
财务数据对比 .....	31
盈利预测及投资评级 .....	32
风险提示 .....	32



## 图表目录

图表 1: 公司发展历史阶段.....	8
图表 2: 公司股权结构变化.....	9
图表 3: 营业收入及增速.....	9
图表 4: 2017 业绩快报公司主营业务收入对比 (亿元).....	9
图表 5: 公司净利润及增速.....	10
图表 6: 2017 业绩快报重点公司净利润对比 (亿元).....	10
图表 7: 公司营业收入地区分布变化.....	10
图表 8: 岭南股份收入结构 (万元).....	11
图表 9: 公司名称及经营范围变更.....	11
图表 10: 中国沙化土地现状分布图.....	12
图表 11: 全国荒漠化面积变化 (万公顷).....	12
图表 12: 全国沙化面积变化 (万公顷).....	12
图表 13: 两次湿地普查数据对比 (万公顷).....	13
图表 14: “水十条”中提出的建设目标.....	13
图表 15: “土十条”中提出的建设目标.....	13
图表 16: 2016 年全国地表水水质类别比例.....	14
图表 17: 达不到饮用水标准的水体在水源中占比 (%).....	14
图表 18: 近年来关于水污染治理政策法规.....	14
图表 19: 全国公共财政对水体污染防治支出 (亿元).....	15
图表 20: 环保部对水体污染防治支出 (万元).....	15
图表 21: 水利建设 PPP 项目数及投资额.....	15
图表 22: 水利、环境和公共设施民间固定资产投资.....	15
图表 23: “十三五”时期城市市政基础设施主要发展指标.....	16
图表 24: 市政园林 FAI 增速缓慢提升.....	16
图表 25: 生态建设 FAI 保持高速增长.....	16
图表 26: 旅游人数 (亿元).....	17
图表 27: 旅游收入 (万亿元).....	17
图表 28: 文化旅游相关政策.....	17
图表 29: 旅游业固定资产投资及增速.....	19
图表 30: 旅游业 PPP 项目投资额(亿元).....	19
图表 31: 园林行业集中度 CR4 (%).....	19
图表 32: 园林行业集中度 CR50(%).....	19
图表 33: 传统园林业务产业链布局.....	20
图表 34: 岭南股份生态园林业务经典案例.....	20
图表 35: 新港永豪水务 2017 年-2018 年中标 PPP 项目.....	21
图表 36: 2015-2017 岭南园林 PPP 项目合同和框架协议.....	21



图表 37: 文化旅游特征 .....	23
图表 38: 传统景区与主题游乐对比.....	23
图表 39: “泛游乐”的盈利模式 .....	24
图表 40: 岭南股份在文化领域收购进程.....	24
图表 41: 恒润科技业务板块 .....	25
图表 42: 子公司恒润科技框架协议项目.....	25
图表 43: 恒润在长鹿农庄运营的 VR 项目.....	26
图表 44: 德马吉业务.....	27
图表 45: 德马吉全球客户 .....	27
图表 46: 2017 年承接“泛游乐”项目.....	27
图表 47: 微传播主营业务.....	29
图表 48: 第一期员工持股计划.....	30
图表 49: 可转债.....	30
图表 50: 园林行业重点公司销售毛利率对比.....	31
图表 51: 园林行业重点公司净利率对比.....	31
图表 52: 重点公司期间收现比对比.....	32
图表 53: 重点公司总资产周转率对比 .....	32
图表 54: 重点公司资产负债率对比.....	32
图表 55: 重点公司 ROE (平均) 对比.....	32
图表 56: PE Band.....	33
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	34



## 全产业链布局，业绩稳定增长的园林龙头企业

### 持续进化的优质园林龙头

岭南生态文旅股份有限公司成立于 1998 年，是一家集生态环境与园林建设、文化与旅游、投资与运营为一体的综合性园林龙头企业。公司园林产业方面以景观设计、园林及生态工程施工、绿化养护、苗木产销、园林科学研究为主营业务，经历近 20 年发展，公司形成了以生产园林工程为核心，从园林研发到园林绿化养护的一体化全产业链生态业务布局，综合竞争力突出，具备较强的施工一体化优势。

自公司成立以来，承接多项国内大型园林规划设计、建设等重点工程项目。获得“国家高新技术企业”称号、“中国优秀园林工程奖大金奖”，并连续多年荣获“中国风景园林优秀管理奖”、“中国优秀园林工程金奖”等。企业综合实力及竞争力一直位列全国前茅，被授予“全国城市园林绿化 50 强企业”、“全国十佳园林工程/设计/科技创新企业”“全国优秀水利企业”等殊荣。

在完成生态园林领域的产业布局后，公司自 2014 年以来，公司将主营业务规划逐渐转向文化旅游，形成了“大生态+泛游乐”的整体战略布局，公司围绕“二次创业”指导思想，以生态园林业务为基础，积极开辟文化旅游领域新的利润增长点，借助上市公司资本优势，将公司做大做强。

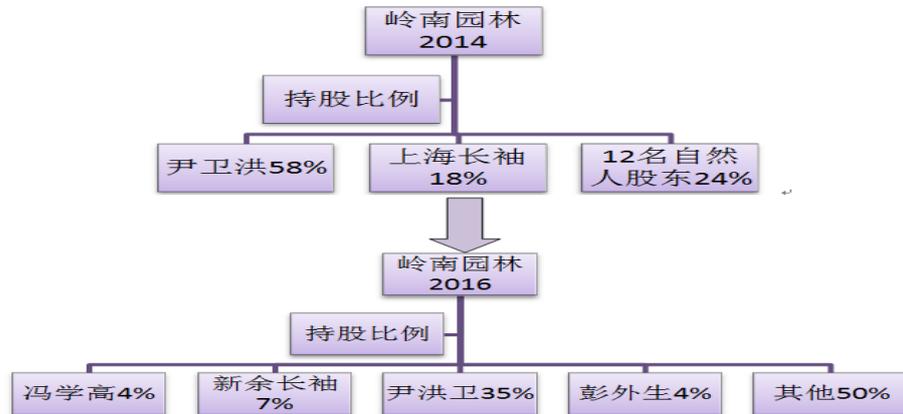
图表1：公司发展历史阶段



资料来源：公司公告，联讯证券



图表2: 公司股权结构变化

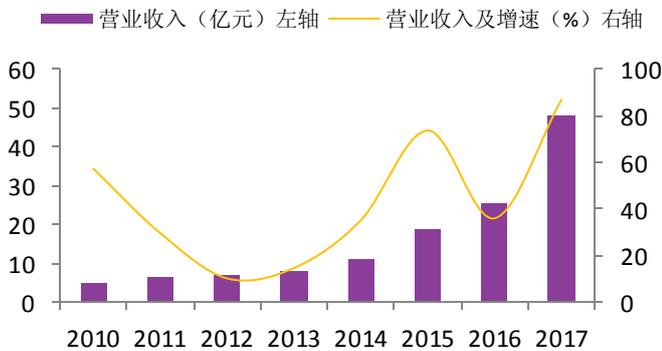


资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 成长性最好的园林公司之一

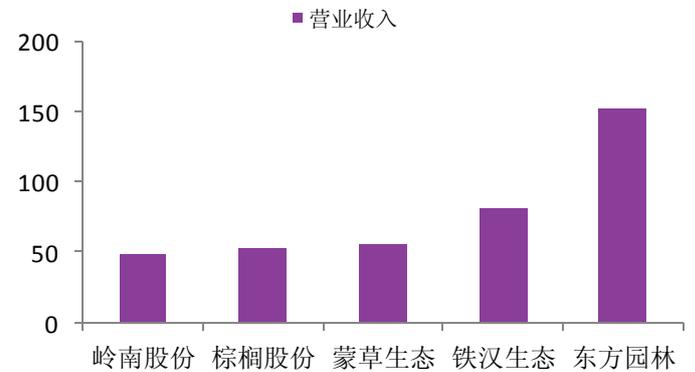
自上市以来,公司收入和利润快速增长,2014年营业收入约为10.9亿元左右,2017年营业收入预计48亿,年复合增长率为63.83%。2014年,公司归母净利润1.17亿元,2017年归母净利润预计5.2亿,复合增长率为64.41%。目前公司收入规模仅次于东方园林、铁汉生态、蒙草生态和棕榈股份位于行业第五,利润规模仅次于东方、铁汉和蒙草,位于行业第四。

图表3: 营业收入及增速



资料来源: wind, 联讯证券

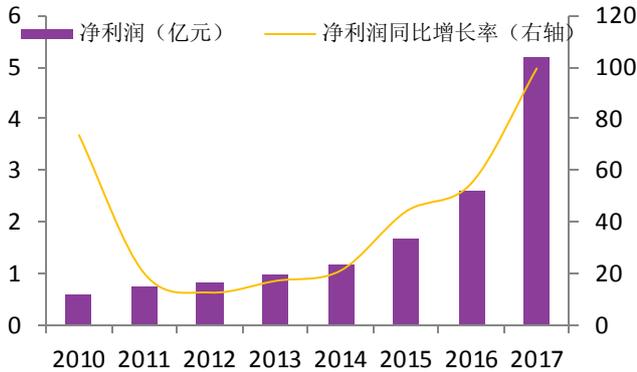
图表4: 2017 业绩快报公司主营业务收入对比 (亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

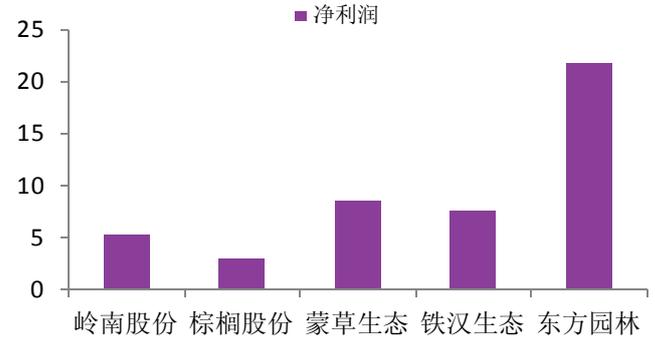


图表5: 公司净利润及增速



资料来源: wind, 联讯证券

图表6: 2017 业绩快报重点公司净利润对比 (亿元)

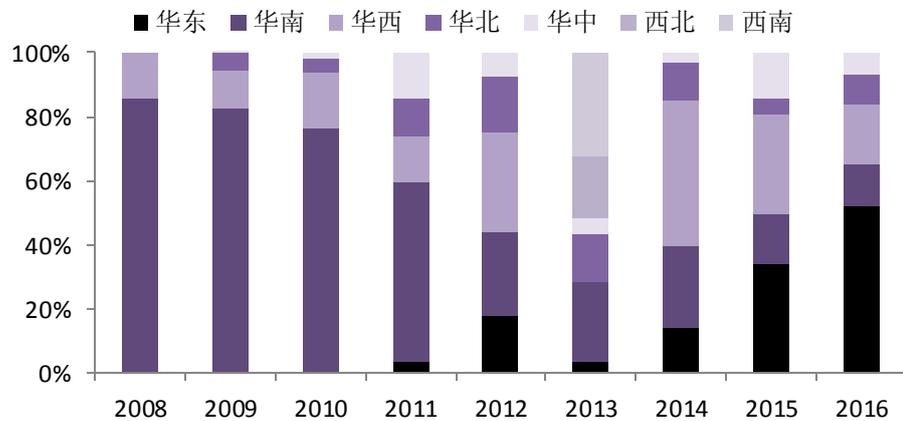


资料来源: wind, 联讯证券

### 立足华南，业务辐射全国

在区域布局和业务拓展方面，公司自 2008 年成立首家省外分公司--重庆分公司，业务开始向全国拓展，形成华北、华东、华南、华西、华中、西南 6 大区域运营中心。在全国 20 多个省设立了分公司及办事处，不断加强和完善区域化建设。在地区布局上，2014 年以前公司主营业务收入主要来自华南地区，2014 年以后华东地区和华西地区收入所占份额逐渐扩大并成为收入主要来源。

图表7: 公司营业收入地区分布变化



资料来源: wind, 联讯证券

### 由园林业务拓展至文旅产业，“双主业”协同发展

从主营业务的组成结构来看，2015 年以前公司收入主要来源于园林施工，园林施工由市政园林业务和地产景观业务组成，二者均衡发展。市政园林项目具有较高业务收入和毛利率的特点，而地产景观提供了较快的回款速度和更高的知名度，为公司的持续快速发展和降低经营风险提供保障。因此，公司在毛利率方面一直保持在 30%左右，波动较小较平稳。



从 2015 年开始，通过拓展文化旅游产业布局，实现了生态环境和文化旅游板块利润的双高增长，文化旅游业务的营收占比提高，提高了公司的资产质量，净利润大幅提升。2018 年 3 月公司名称、证券简称及经营范围完成工商变更，“双主业”协同发展的业务结构正式确立。

图表8： 岭南股份收入结构（万元）



资料来源：wind，联讯证券

图表9： 公司名称及经营范围变更



资料来源：wind，联讯证券

### 生态文明建设提升为千年大计，园林行业还有很大发展空间

十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”。报告明确指出，“建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计”。尽管过去五年来生态文明建设成效显著：不仅国内生态环境状况得到改善，而且我国已成为全球生态文明建设的重要参与者、贡献者、引领者，但是我国“生态环境保护任重道远”。



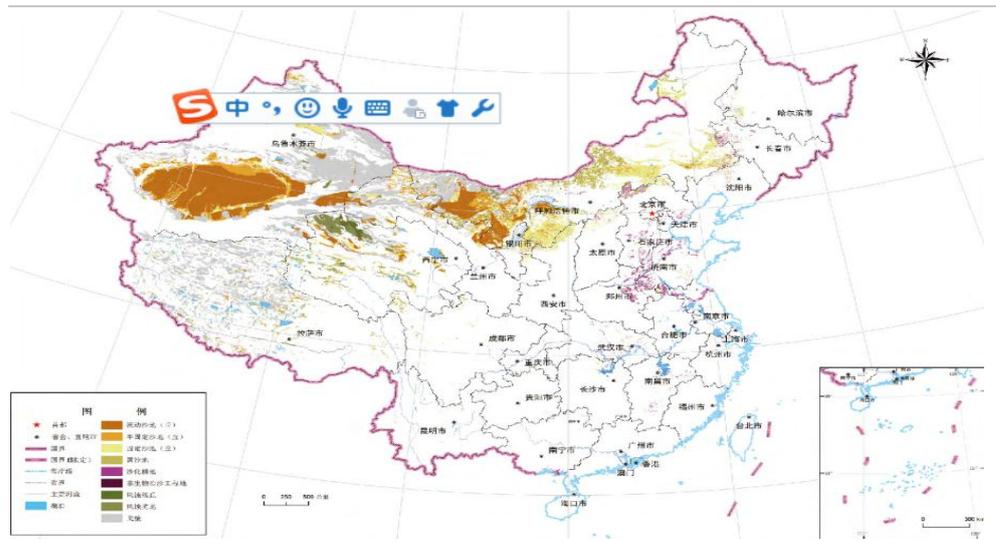
## 生态环境建设是一个长期持续的过程，我国目前依然处于起步阶段

市场对园林公司的最大担忧在于，项目做一个少一个，近两年经过快速发展后，需求会消失。我们认为生态文明建设既然是千年大计，不是一朝一夕、一年两年可以做好的，而是一个长期的、持续性的过程。

### 荒漠化和沙化土地面积占国土面积超过 4 成

目前我国面临的生态形势依然严峻，根据我国第五次全国荒漠化及沙化监测结果显示，截至 2014 年底，全国荒漠化土地面积 261.15 万平方公里，沙化土地面积 172.11 万平方公里，分别占国土总面积的 27.20%和 17.93%。

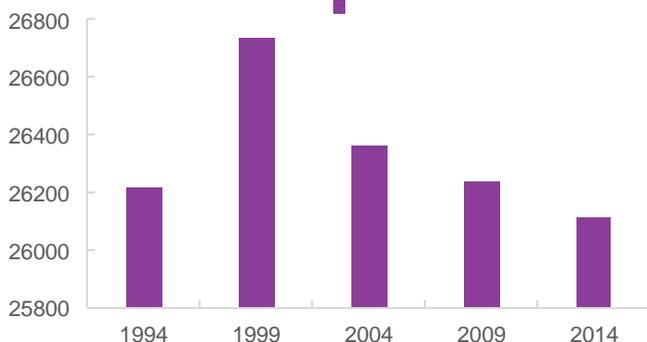
图表10： 中国沙化土地现状分布图



资料来源：国土资源部，联讯证券

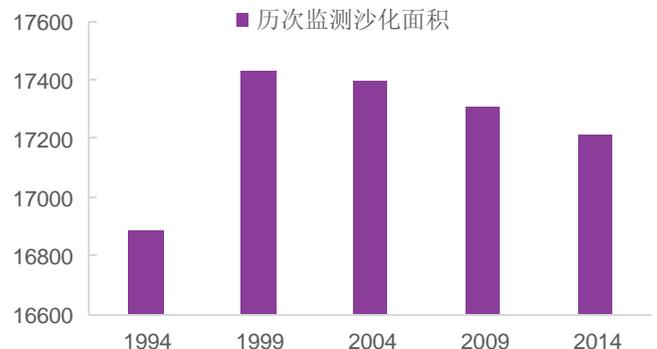
目前全国荒漠化土地面积 261.15 万平方公里，每年治理减少大约 2424 平方公里，如果全部治理完毕，需要 1100 年，现有沙化土地 172 万平方公里，其中可治理面积 53 万平方公里，按照每年缩减 1980 平方公里的速度计算，完成全部治理任务大概需要 268 年时间。

图表11： 全国荒漠化面积变化（万公顷）



资料来源：Wind，联讯证券

图表12： 全国沙化面积变化（万公顷）



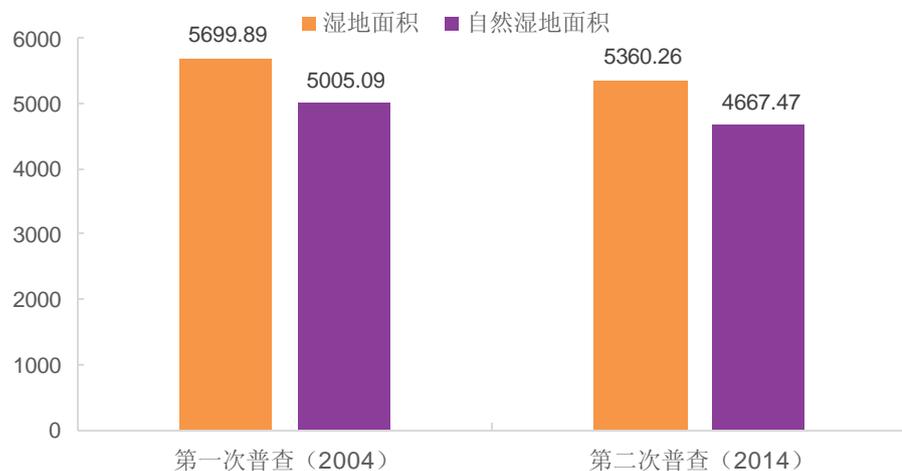
资料来源：Wind，联讯证券

## 湿地生态保护形势严峻



根据第二次全国湿地调查的结果，全国湿地总面积 5360.26 万公顷，湿地面积占国土面积的比率（即湿地率）为 5.58%。与第一次调查同口径比较，湿地面积减少了 339.63 万公顷，减少率为 8.82%。其中，自然湿地面积 4667.47 万公顷，占全国湿地总面积的 87.08%。与第一次调查同口径比较，自然湿地面积减少了 337.62 万公顷，减少率为 9.33%。

图表13：两次湿地普查数据对比（万公顷）



资料来源: Wind, 联讯证券

### 水生态、土壤生态建设都在起步阶段

“水十条”对水生态的建设和保护提出了明确的目标，从目标来看，基本是按照三步走的一个过程，第一步也就是 2020 年年以前，以治理污染为主，第二步 2020-2030 年，以恢复生态系统功能为主，到 2050 年，实现水生态环境质量的全面改善。从治理到恢复制定了一个 35 年的计划，所以生态环境建设的需求是长期存在的，只是阶段性需求的重点不一样，现阶段生态建设还处于起步阶段，对需求断档的担忧大可不必。

图表14：“水十条”中提出的建设目标

2020 年目标	2030 年目标	2050 年目标
全国水环境质量得到阶段性改善	水环境质量总体改善	生态环境质量全面改善
污染严重水体较大幅度减少	水生态系统功能初步恢复	生态系统实现良性循环
饮用水安全保障水平持续提升		
地下水超采得到严格控制		
地下水污染加剧趋势得到初步遏制		
近岸海域环境质量稳中趋好		
京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转		

资料来源：百度、联讯证券

图表15：“土十条”中提出的建设目标

2020 年目标	2030 年目标	2050 年目标
全国土壤污染加重趋势得到初步遏制	全国土壤环境质量稳中向好	土壤环境质量全面改善
土壤环境质量总体保持稳定	农用地和建设用地的土壤环境安全得到有效保障	生态系统实现良性循环
农用地和建设用地的土壤环境安全得到基本保障	土壤环境风险得到全面管控	
土壤环境风险得到基本管控	受污染耕地安全利用率达到 95% 以上，污染地块安全利用率达到 95% 以上。	



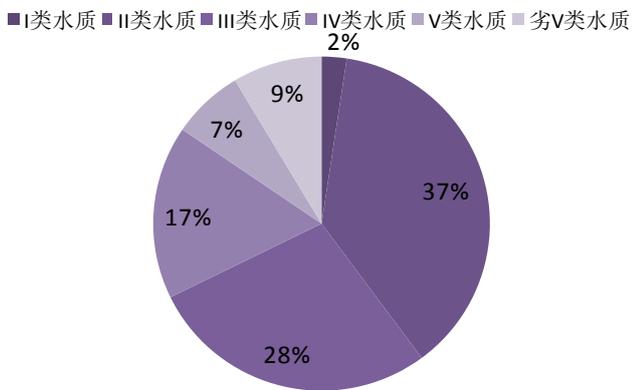
受污染耕地安全利用率达到 90%左右，污染地块安全利用率达到 90%以上

资料来源：百度，联讯证券

### 我国水治理任务艰巨

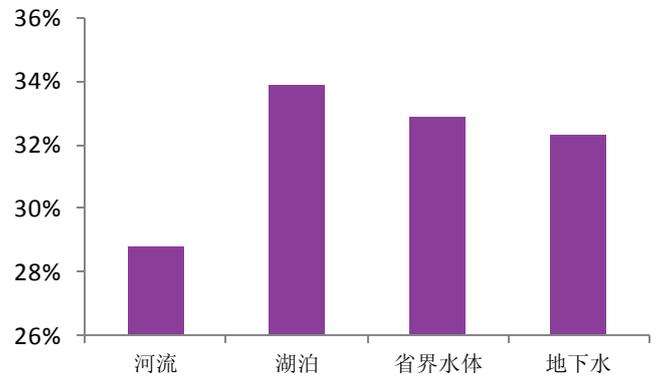
我国人口数量大，虽然水资源总量多但人均用水量低，而工业废水、生活污水和其他废弃物进入江河湖海等水体，破坏生态环境，造成水质恶化。我国的水质分为五类，作为饮用水源的仅为一、二、三类，以及达不到饮用水源标准的四类、五类及劣五类水体。从 2016 年全国地表水水质状况来看，达不到饮用水标准的水体占地表水总量的 30% 左右，并且污染水质在河流、湖泊、省界水体和地下水的分布较平均，其中湖泊略高于其他，因此，我国水治理的形势依然严峻。

图表16： 2016 年全国地表水水质类别比例



资料来源：《2016 年中国水资源公报》，联讯证券

图表17： 达不到饮用水标准的水体在水源中占比 (%)



资料来源：《2016 年中国水资源公报》，联讯证券

### 政府高度重视水治理，积极采取支持举措

财政部和环保部联合提出《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》，逐步将水污染防治领域全面向社会资本开放，推广运用 PPP 模式，拓宽投融资渠道，规范水污染防治领域 PPP 项目操作流程。《意见》指出，纳入国家重点支持江河湖泊动态名录或水污染防治专项资金等相关资金支持的地区，率先推进 PPP 模式。两部委要求，地方各级财政部门要统筹运用水污染防治专项资金，优化调整使用方向，扩大资金来源渠道，对 PPP 项目予以适度政策倾斜。综合采用财政奖励、投资补助、融资费用补贴、政府付费等方式，支持水污染防治领域 PPP 项目实施落实。鼓励社会资本建立环境保护基金，重点支持水污染防治领域 PPP 项目。

图表18： 近年来关于水污染治理政策法规

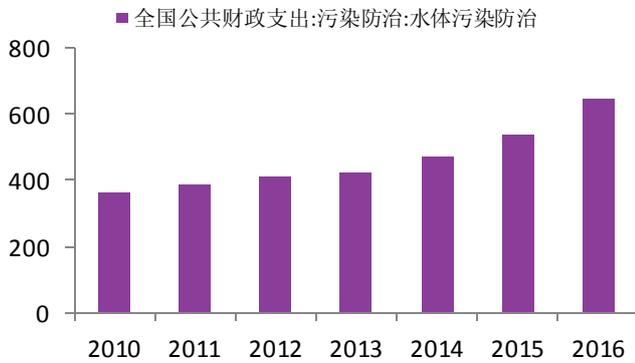
时间	部门	政策
2015 年 4 月	国务院	《水污染防治行动计划》
2015 年 5 月	财政部、环境保护部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》
2016 年 9 月	工业、信息化部和环境保护部	《水污染防治重点行业清洁生产技术推行方案》
2017 年 4 月	财政部、环保部	《水污染防治专项资金绩效评价办法》
2017 年 7 月	环保部	《2017 年度水污染防治中央项目储备库项目清单》
2017 年 9 月	环保部	《工业集聚区水污染治理任务推进方案》
2017 年 11 月	环保部	《重点流域水污染防治规划(2016~2020 年)》

资料来源：公开信息，联讯证券



近年来公共财政对于水污染防治支出逐年增加，2016年在此项支出上达648亿元，而环保部对水体污染的防治预算支出较之前年份也有大幅提升，由2015年的6277.63万元，到2017年增加至9765.20万元。

图表19: 全国公共财政对水体污染防治支出(亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

图表20: 环保部对水体污染防治支出(万元)

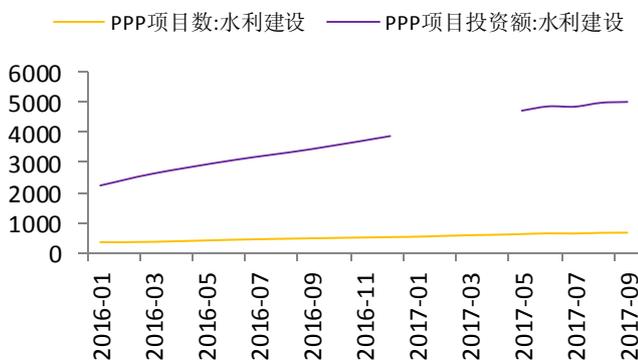


资料来源: wind, 联讯证券

2016年以来，在相关政策推动与支持下水利建设方面PPP项目数增长较为平稳，但PPP项目投资额显著提高。在水利、环境和公共设施管理业方面，随着PPP项目推动，民间固定资产投资完成额自2015年开始达到较高程度，投资增速在2016年处于近年来较低水平，但2017年以来政府相继出台大量政策鼓励民间资本进入PPP项目，如《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》、《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》、《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作(PPP)项目的指导意见》等，在水治理方面民间固定资产投资增速显著提升。

2017年7月，环境保护部印发《2017年度水污染防治中央项目储备库项目清单》，对2016年度首批入库的118个总体方案项目进行调整，同时对2017年度新申报入库的174个地市总体实施方案开展技术指导，最终共有228个符合条件的地市水污染防治总体实施方案入库，涉及具体工程项目3300多个，总投资约3000亿元。水污染防治中央储备库建设鼓励采用PPP模式，拓展融资渠道，吸引社会资本投入。

图表21: 水利建设PPP项目数及投资额



资料来源: wind, 联讯证券

图表22: 水利、环境和公共设施民间固定资产投资



资料来源: wind, 联讯证券



## 园林绿化和生态建设投资持续增长，行业市场空间广阔

2017年5月，住房和城乡建设部印发《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，对园林绿地建设改造和城市生态修复做了明确的要求和发展规划。园林绿地方面，规划提出要新建各类公园绿地面积16万公顷，提质改造现存公园绿地23万公顷，新增绿道2万公里，新增郊野公园5万公顷，新增城市绿廊10万公顷。城市生态修复方面，规划任务要求要对4万公顷破损山体、城市废弃地开展生态修复，新增屋顶绿化总面积不低于1500公顷，垂直绿化投影总长度不少于3000公里。

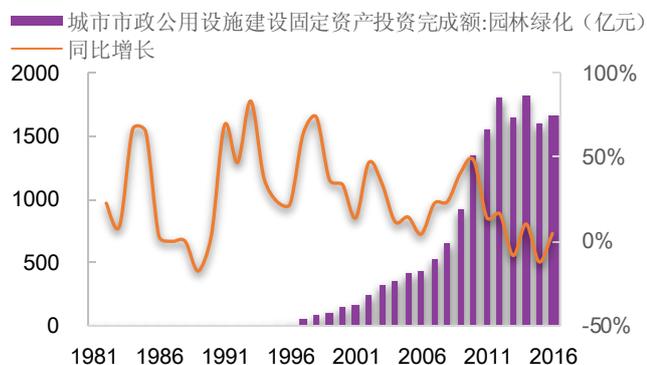
图表23: “十三五”时期城市市政基础设施主要发展指标

设施类别	指标名称	设市城市		县城	
		2015年	2020年	2015年	2020年
水系统	黑臭水体治理	-	地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内	-	-
绿地系统	建成区绿地率(%)	36.4	38.9	27.1	34
	人均公园绿地面积(平方米/人)	13.4	14.6	10.5	11.4
	公园绿地服务半径覆盖率(%)	-	≥80%	-	≥80%

资料来源: 住建部, 联讯证券

2016年, 城市市政公用设施建设固定资产投资中园林绿化方面的完成额为1670.15亿元, 同比增长4.7%; 2017年生态保护和环境治理固定资产投资完成额3822.34亿元, 同比增长23.90%, 连续5年保持20%以上的高速增长。十九大报告将建设生态文明提升为“千年大计”, 加之市政“十三五”规划在水系统和绿地系统方面制定的政策目标, 我们认为市政园林建设和生态建设将会维持快速增长。

图表24: 市政园林 FAI 增速缓慢提升



资料来源: Wind, 联讯证券

图表25: 生态建设 FAI 保持高速增长



资料来源: Wind, 联讯证券

## 旅游业固定资产投资完成额 10000 亿以上

随着国民生活水平的提高和旅游业迅猛的发展, 旅游消费走向大众, 成为居民常态化的生活选择。2016年我国旅游总人数达44.40亿人次, 旅游业总收入达4.69万亿元, 十年年化增长16%。现今的旅游需求已经不同于过去单一的、同质化的旅游产品模式, 主题游、生态游、休闲度假游等多样化产品结构成为未来发展方向。

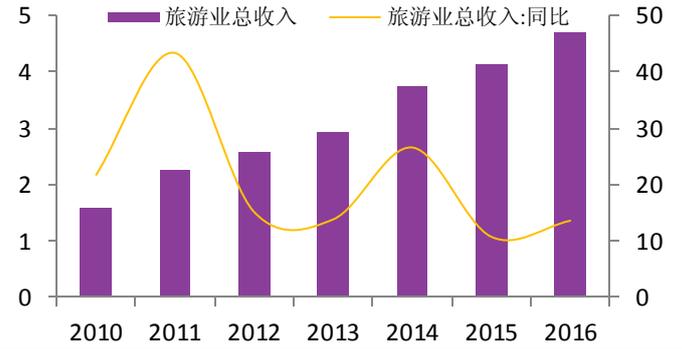


图表26: 旅游人数 (亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

图表27: 旅游收入 (万亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

为推动旅游行业的规范和发展,国家相继出台政策为旅游业未来发展方向。2016年发改委出台《全国生态旅游发展规划(2016-2025年)》,提出生态旅游“以保护生态环境为前提,依托良好的自然生态环境和与之共生的人文生态,开展生态体验、生态认知、生态教育”。“到2020年,一批重点生态旅游目的地和精品线路基本建成,生态旅游基础设施和配套公共服务进一步完善,生态旅游社区参与更加广泛”。“培育一批生态旅游重点品牌,初步形成全国生态旅游发展基本格局”。“到2025年,以生态旅游协作区、目的地的、线路、风景道为主体的总体布局基本确立”。

2017年6月,国家旅游局出台《全域旅游示范区创建工作导则》,提出加强规划工作,做好全域旅游顶层设计;将旅游发展作为重要内容纳入经济社会发展、城乡建设、土地利用、基础设施建设和生态环境保护等相关规划中;完善旅游规划体系;加强旅游规划实施管理。将生态治理、基础设施建设等与旅游业相结合将成为未来发展方向。

图表28: 文化旅游相关政策

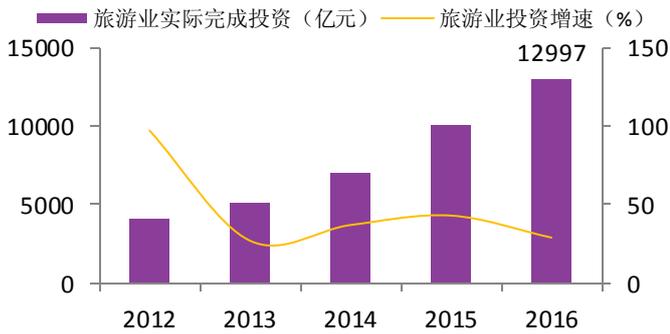
时间	部门	政策	主要内容
2009年	国务院	《国务院关于加快发展旅游业的意见》	首次明确了旅游业“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”的定位,并提出了近几年旅游业发展的主要任务:深化旅游业改革开放、优化旅游消费环境、加快旅游基础设施建设、推动旅游产品多样化发展、培育新的旅游消费热点等。并指出政府要加大投入以及金融支持,大力支持旅游业的发展。
2012年2月	人民银行等七部委	《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	加强和改进旅游业金融服务,加强旅游景区金融基础设施建设等;要合理调配金融资源,创新金融工具和产品,支持旅游企业发展多元化融资渠道和方式,鼓励社会资本支持和参与旅游业发展,全力推动旅游产业投资发展。
2012年7月	国家旅游局	《关于鼓励和引导民间资本投资旅游业的实施意见》	要坚持旅游业向民间资本全方位开放,通过民间资本推进旅游产业投资,鼓励民间资本投资旅游业。
2013年	国务院	《国民旅游休闲纲要(2013-2020年)》	1 落实带薪休假制度。2 大力推进国民旅游休闲基础设施建设。3 要加大政策扶持力度,逐步增加旅游休闲公共服务设施建设的资金投入。4 鼓励社会力量投资建设旅游休闲设施,开发特色旅游休闲线路和优质旅游休闲产品。
2014年	国务院	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	1 切实落实职工带薪休假制度。2 加强旅游基础设施建设。3 加大财政金融支持。4 扩大旅游购物消费。
2015年	国家旅游局	《2015年全国旅游工作会议报告》	1 优化旅游项目; 2 多措并举创新旅游投融资平台



时间	部门	政策	主要内容
2015年7月	国务院	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	1. 实施旅游基础设施提升计划, 改善旅游消费环境 2、实施旅游投资促进计划, 开辟旅游消费市场 3、实施旅游消费促进计划, 培育新的消费热点 4、实施乡村旅游提升计划, 开拓旅游消费空间 5、优化休假安排, 激发旅游消费需求 6、加大改革创新力度, 促进旅游投资消费持续增长
2015年12月	国土资源部、住建部、国家旅游局	《关于支持旅游业用地政策的意见》	1.积极保障旅游业发展用地效应 2.明确旅游新业态用地政策 3.加强旅游业用地服务监督
2016年9月	发改委	《全国生态旅游发展规划(2016-2025年)》	加快生态文明建设和加快旅游业发展, 推动生态旅游健康发展。
2016年11月	国务院	关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见	1、着力推进幸福产业服务消费提质扩容 2、大力促进传统实物消费扩大升级 3、持续优化消费市场环境
2016年11月	国家旅游局	《关于促进自驾车旅居车旅游发展的若干意见》	1.加快自驾车旅居车营地建设。2. 提升自驾车旅居车租赁服务。3. 提高自驾车旅居车旅游经营服务水平。4. 加强对自驾车旅居车旅游的科学管理。5. 大力发展自驾车旅居车及营地设施制造业。6. 推广自驾车旅居车生活方式。
2016年12月	国务院	国务院关于印发“十三五”旅游业发展规划的通知	以转型升级、提质增效为主题, 以推动全域旅游发展为主线, 将旅游业培育成经济转型升级重要推动力、生态文明建设重要引领产业; 提出, “十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标: 全面落实旅游业创新驱动、协调推进、绿色发展、开放合作、共建共享等方面任务; 提出了旅游业综合管理体制、优化景区旅游服务管理、导游旅行社体制等方面的改革举措, 明确了强化政策扶持、加强法治建设和人才队伍建设等方面的保障措施。
2016年12月	国家旅游局, 国家体育总局	《关于大力发展体育旅游的指导意见》	2020年, 在全国建成100个具有重要影响力的体育旅游目的地, 建成100家国家级体育旅游示范基地, 推出100项体育旅游精品赛事, 打造100条体育旅游精品线路, 培育100家具有较高知名度和市场竞争力的体育旅游企业与知名品牌, 体育旅游总人数达到10亿人次, 占旅游总人数的15%, 体育旅游总消费规模突破1万亿元。
2017年2月	发改委	《关于加快美丽特色小(城)镇建设的指导意见》	支持特色小(城)镇建设, 明确提出特色小(城)镇包括特色小镇, 小城镇两种形态。
2017年3月	旅游局等六部门	《关于促进交通运输和旅游融合发展的若干意见》	1.完善旅游交通基础设施网络体系 2.健全交通服务设施旅游服务功能 3.推进旅游交通产品创新 4.提升旅游运输服务质量 5.强化交通运输与旅游融合发展的保障措施
2017年6月	旅游局	《全域旅游示范区创建工作导则》	全域旅游目标: 一是实现旅游治理规范化; 二是实现旅游发展全域化; 三是实现旅游供给品质化; 四是实现旅游参与全民化; 五是实现旅游效应最大化。

资料来源: 公开信息, 联讯证券

2016年全国旅游业实际完成投资12997亿元, 同比增长29%。国家旅游局发布的《2016中国旅游投资报告》显示, “2017年全国旅游投资将继续保持稳定增长态势, 预计全年旅游直接投资将超过1.5万亿元。此外, 2016年中国旅游业对国民经济综合贡献达11%, 与世界平均水平持平。” 2016年国家加大支持旅游业PPP模式投资力度, 截至2017年9月, 旅游行业PPP项目总投资额达88582.9亿元。PPP成为推动地方旅游基础设施建设和新业态项目建设的新型旅游投资模式。


**图表29: 旅游业固定资产投资及增速**


资料来源: wind, 联讯证券

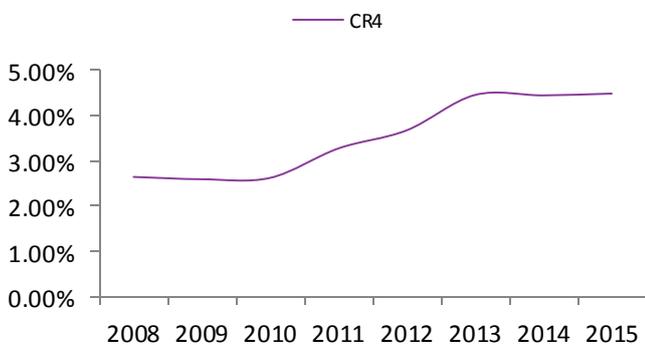
**图表30: 旅游业 PPP 项目投资额(亿元)**


资料来源: wind, 联讯证券

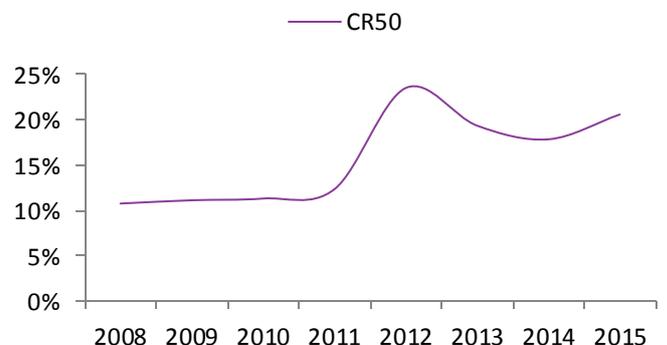
### PPP 项目推动园林行业集中度提高

我国园林行业企业数量多，行业集中度低。园林绿化行业进入门槛较低，下游客户分散，加之近年来整个行业迎来爆发式地增长，导致我国园林绿化企业数量猛增，行业集中度低。2015 年园林行业 CR4 为 4.48%，仅比 2008 年提升了 1.80 个百分点。CR50 也只有 20%，由此可见，我国园林工程行业小型企业偏多，行业集中度仍较低。

但从园林工程施工项目的规模来看，园林绿化行业的竞争激烈程度有所差异。根据国家住建部的规定，对于合同金额在 1,200 万元以下的项目，具有城市园林绿化二级以上资质的企业均可承接施工；而对于合同金额在 1,200 万元以上的项目，只有具有城市园林绿化一级资质的企业才能参与竞争。在园林绿化行业内，合同金额在 1,200 万元以下的中小型项目的竞争异常激烈，合同金额在 1,200 万元以上的中大型项目由于受企业综合实力的限制，参与竞争的园林绿化企业则相对较少。因此一些 10 亿元以上的大单 PPP 项目需要具有城市园林绿化一级资质，有实力开展大型项目且能跨区域经营的行业内龙头企业来承接，PPP 项目需要园林公司参与项目建成及运作全过程，对企业运营能力，资金充足度，设计施工等总承包能力具有更高要求，随着业绩提升龙头企业地位巩固，未来在政策鼓励等背景下，行业预期出现越来越多的兼并收购，行业的集中度将逐步提高。

**图表31: 园林行业集中度 CR4 (%)**


资料来源: 智研咨询《2017-2022 年中国园林绿化市场专项调研及投资战略研究报告》，联讯证券

**图表32: 园林行业集中度 CR50(%)**


资料来源: 智研咨询《2017-2022 年中国园林绿化市场专项调研及投资战略研究报告》，联讯证券



## 传统园林业务向“大生态”转型

### 传统园林业务已经形成全产业链布局

公司传统园林业务已经形成从园林研发、苗木种植到景观设计、园林施工、绿化养护等的一体化全案产业链布局。

图表33: 传统园林业务产业链布局



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 通过工程实践积极向生态治理转型

传统园林业务主要集中在市政和地产园林领域, 随着国家对生态建设的重视一级投资的倾斜, 公司开始逐步涉足生态建设项目。

图表34: 岭南股份生态园林业务经典案例



资料来源: 公司网站, 联讯证券

### 收购新港永豪水务, 提升水治理能力

新港永豪水务具备丰富的水环境综合治理经验, 是国内为数不多的具有“水利水电工程施工总承包壹级资质”的水务水利公司, 具备水生态治理、生态修复、黑臭水体治理、海绵城市建设等技术。

2017年岭南股份以23.395元/股定增发行1057.92万股加现金合计4.5亿元收购新



港永豪水务 75%股权，交易对方承诺：新港水务 2017 年度，2018 年度和 2019 年度净利润分别不少于 6250 万元，7813 万元，9766 万元。

并购新港水务是岭南股份完善水生态治理全国布局的重要一环，通过新港永豪拓展华北、华东等区域，实现与岭南园林的区域互补。并且收购完成后，岭南股份与新港永豪在战略、业务、客户、技术、管理、资金等多方面协同发展。

图表35： 新港永豪水务 2017 年-2018 年中标 PPP 项目

时间	项目名称	金额
2017 年 3 月	泗阳县供水与污水管网工程 PPP 项目	48803.5 万元
2017 年 3 月	门头沟区黄塔沟治理工程	
2017 年 4 月	宿城区镇村生活污水治理 PPP 项目	16.8 亿元
2017 年 5 月	郑州市牛口峪引黄工程干线管道土建施工	
2017 年 7 月	汾阳市汾河流域生态修复与保护 PPP 项目	135,126.14 万元
2017 年 8 月	天然气管线穿越河道系列工程	
2017 年 8 月	南水北调配套工程大兴支线工程	
2017 年 9 月	武宣县大藤峡水利枢纽库区防护工程	
2017 年 10 月	额敏县额敏河综合改造工程 PPP 项目	70989.51 万元
2018 年 1 月	江门市潭江河流治理工程 PPP 项目社会资本采购项目	8.442 亿元
2018 年 1 月	大同市御河得大高速桥-京包铁路桥段综合整治工程二标段	6770 万元
2018 年 2 月	博州赛里木湖基地绿化建设 PPP 项目	1.18 亿元
2018 年 2 月	监利县锦沙湖湿地公园 PPP 项目	1.69 亿元
2018 年 2 月	大兴区礼贤镇农村污水治理工程 PPP 项目（预中标）	1.99 亿元

资料来源：公司公告，联讯证券

### 中标雄安新区项目，积极布局京津冀地区业务

2018 年 3 月，岭南股份与中电建路桥集团有限公司作为联合体中标“雄安新区 10 万亩苗景兼用林建设项目施工总承包第一标段”，中标价格约为 2.38 亿元。工期不超过 120 个日历天。此项目中标总额占公司 2016 年度营业收入的 9.28%，有利于公司在雄安新区及京津冀地区的布局业务，预计对公司未来的经营业绩产生较为积极的影响，同时提升公司在行业内影响力。

### 在手订单充足，业绩确定性好

根据我们的统计，公司 2017-2018 年公告的合同和框架协议约 400 亿，是 2017 年营业收入（47.97 亿）的 8.34 倍，未来业绩确定性强。

图表36： 2015-2017 岭南园林 PPP 项目合同和框架协议

时间	项目名称	投资额（亿元）	工程期限（年）
2014 年 10 月	李庄组团园林绿化景观工程融资建设项目	4	2 年
2015 年 2 月	合肥市肥西县园林基建项目	50	2 年
2015 年 3 月	宁阳县洸河生态治理景观工程	4.5	3 年
2015 年 3 月	中房·颐园项目景观工程项目	0.44	913 天
2015 年 3 月	襄阳东津新区金沙路、清正路景观绿化及照明工程及新市民公寓 BH04、05、06、NH08 地块景观绿化工程（施工）	1.2	240 天
2015 年 5 月	界首市园林绿化工程施工、管养一体化项目	42.8	6 年-8 年



时间	项目名称	投资额 (亿元)	工程期限 (年)
2015年5月	岷东新区起步区 21.44 平方公里市政道路绿化景观工程项目	3.5	1年
2015年10月	湘乡市城市生态环境建设及旅游开发		3年
2016年5月	安徽阜阳市颍东区岳家湖公园、国家农业公园项目	4	300天
2016年6月	毕节市双山新区金海湖小流域综合治理工程 (EPC)	5.2	500天
2016年8月	荆州纪南生态文化旅游区	4.73	2019年以前
2016年9月	寮步镇香市科技产业园 (市政基础设施) 建设 PPP 项目	5.1	2年+8年
2016年9月	乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目	5.5475	2年建设+8年运营
2016年11月	临泉县 2016 年水网建设项目 (环城水系景观绿化工程)	4.27	1年+2年
2017年3月	嘉祥县曾子广场及洪山河景观绿化工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	4.8	10年
2017年4月	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年建设+15年运营
2017年4月	楚国八百年城市公园 (PC 总承包) 项目	4.73	1095天
2017年4月	聊城东昌湖景观提升及游路系统设计施工总承包	2.5	8个月
2017年5月	茫溪河流域污染综合整治工程(一期)补水暨生态湿地项目设计施工总承包(EPC)+融资标段	2.43	270天
2017年5月	绵阳仙海环湖路景观建设项目设计施工总承包	1.04	360天
2017年6月	“生态贺州·长寿胜地”和“峰丛古镇·梦境黄姚”大旅游文化品牌	50	
2017年6月	博乐金三角工业园区 2017 年绿化工程建设 PPP 项目	3.23	10年 (含建设期)
2017年7月	监利县生态环境及文化旅游配套工程	29	3年
2017年7月	潢川县全域旅游及生态环境提升项目	40	5年
2017年8月	信宜市人居环境提升工程	48	2年
2017年8月	息烽县团园山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目	30	3年建设+17年运营
2017年9月	吉水县先贤文化园、杨万里公园文化景观、樟吉高速连接线绿化景观提升、金樟大道 (吉水段) 绿化景观提升设计、采购、施工 (EPC) 总承包项目	5	240条
2017年9月	呼图壁县百泉湖湿地公园建设	12	15年
2017年9月	玛纳斯县 PPP 项目战略合作框架协议	33.06	15年
2017年9月	石家庄井陘矿区生态景观全域提升项目	17	5年
2017年10月	云浮市云安区省定贫困村创建新农村示范村建设工程	2.83	15个月
2017年10月	吕赵水库环境综合整治项目、滁河环境综合整治项目 EPC 设计施工总承包项目	6.6	330天
2017年12月	定远县黎明湖湿地公园生态景观工程 EPC 项目	4	360天
2017年12月	灵璧县城市公园 PPP 项目	6.86	2年建设+15年运营
2017年12月	吕梁市离石区可视范围山体绿化工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	4.87	1年建设+17年运营
2017年11月	鲁甸县太阳湖片区市政配套基础设施建设 (环境综合整治部分) 及绿道工程 PPP 项目	14.1	2年建设+13年运营
2017年11月	秭归县全域旅游及生态环境提升项目		
2017年12月	峨边彝族自治县交通基础设施综合建设工程 (第二批) 勘察设计施工总承包 (EPC)	13.73	3年
2017年12月	合川区工业园区南溪组团生态化工程建设项目 EPC 总承包	1.5	300天
2018年1月	北城地区绿化提升 “511” 及县城绿化提升 PPP 项目	24.07	2年建设+8年运营
2018年1月	崇左市金龙湖都市休闲公园项目设计施工总承包	1.11	210日历天
2018年1月	江门市潭江河流治理工程 PPP 项目社会资本采购项目	8.442	2年建设+12年运营
2018年1月	芙蓉大道绿化景观提质改造项目设计优化+施工总承包项目	1.81	210日历天
2018年1月	全资子公司德马吉: 中国一重展览馆工程项目	0.2837	设计 120天+施工 180天



时间	项目名称	投资额 (亿元)	工程期限 (年)
2018年2月	南雄市省定贫困村社会主义新农村示范村建设项目勘察、设计、施工总承包项目	13.10	2018年12月31日前完成
2018年2月	博州赛里木湖基地绿化建设 PPP 项目	1.18	1年建设+14年运营
2018年2月	东莞市清溪镇石壁山中央公园生态整治服务项目	1.95	18个月
2018年2月	监利县锦沙湖湿地公园 PPP 项目	1.69	1年建设+9年运营
2018年2月	大兴区礼贤镇农村污水治理工程 PPP 项目	1.99	1年建设+14年运营
2018年3月	雄安新区10万亩苗景兼用林建设项目施工总承包第一标段	2.38	不超过120个日历天
2018年3月	岚山区美丽乡村建设及怪柳生态修复工程 PPP 项目 (预中标)	3.99	2年建设+15年运营
2018年3月	南安市2018年城市门户绿化提升工程 (EPC) 项目	1.47	270个日历天
	合计	545.28	

资料来源：公司公告，联讯证券

## “泛游乐”进军文旅打开中长期发展空间

### 以“泛游乐”为核心拓展文化旅游

公司目前处于转型升级的“二次创业”期，在稳健发展现有生态园林业务的同时，加速推动文化旅游领域的业务拓展。文化旅游的特征主要有创意性的吸引物增强对旅游市场的吸引力；创新的旅游体验方式增强深度文化体验；创建大产业体系实现产业间共荣，创立多元盈利途径升值产品价值、树立产品品牌。

图表37： 文化旅游特征



资料来源：旅游运营网《文化创意与旅游业的互动研究》，联讯证券

图表38： 传统景区与主题游乐对比



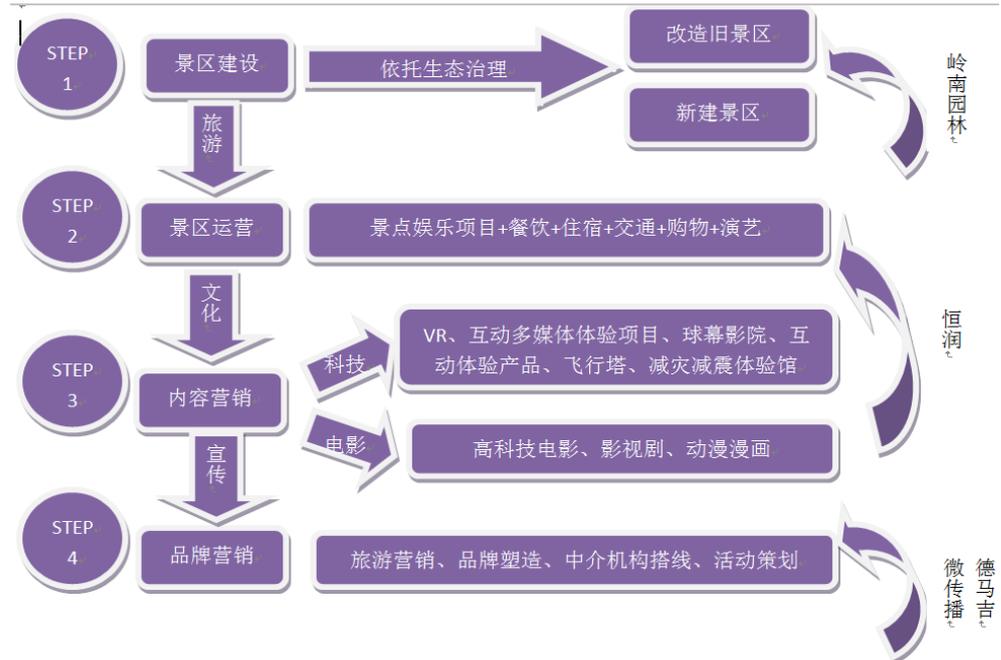
资料来源：旅游运营网《传统观光型景区的主题化游乐化升级——游乐化改造》，联讯证券

### “景区建设+全方位运营”的盈利模式

依托岭南园林在生态治理的基础上改造景区或新建景区，发挥恒润的优势对景区进行全方位的运营，如餐饮、住宿、交通、娱乐、演出、购物等，并且在科技项目和影院项目上进行内容运营。最后通过德马吉和微传播对旅游景区进行品牌营销，塑造文化品牌。



图表39: “泛游乐”的盈利模式



资料来源: 联讯证券

### 收购优质文化科技公司强化竞争力

通过并购文化科技公司公司逐步完善文旅产业布局, 公司以恒润科技、德马吉为文化创意核心, 并筹划建设旅游投资运营平台, 完善文化旅游产业链布局。2017 年收购互联网自媒体营销广告公司——微传播 23.3% 股份, 完善公司“线上+线下”全方位、多层次的品牌推广及品牌营销产业布局, 促进公司文化旅游从 2B 端向 2C 端转型。

图表40: 岭南股份在文化领域收购进程



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 战略转型的开端——收购恒润科技 100% 股权

2015 年岭南股份以 5.5 亿元收购上海恒润数字科技 100% 股权, 恒润科技承诺, 2015 年度、2016 年度、2017 年度、2018 年度实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 4,200 万元、5,500 万元、7,200 万元、8,660 万元。恒润科技的快速发展转型是公司战略转型上的重要布局, 有利于快速转型升级及完善产



业链布局，进一步增强公司及恒润科技的综合竞争能力和盈利能力。

通过本次交易，在公司遍布全国的项目群中优选具有区域示范作用的项目进行业务深度开发，提升公司品牌附加值及与客户间的合作粘性。同时，公司优势项目的主题生态定制能力亦可带动恒润科技主业，提升互动体验效果，并形成较大的成本协同作用，切实增强标的公司在同业竞争中的竞争力。

图表41： 恒润科技业务板块



资料来源：公司网站，联讯证券

图表42： 子公司恒润科技框架协议项目

时间	金额（万元）	主要内容
2015年9月		与英国的 Holovis International Ltd. 就拓展国内外特种影院及主题项目业务等展开深入合作
2016年9月	22,30	大连好奇王国主题乐园项目设计、主题剧场系统设备、内容提供、安装调试及运营服务一体化服务合作协议
2016年10月		《阅文集团与上海恒润数字科技有限公司有关优质 IP 及相关业务开发的战略合作协议》 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。
2016年12月	40,000	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合同》 .1. 根据发包人对本项目的功能定位要求，系统策划互动科技游乐设备配置方案；2. 定制采购设备的制作、施工安装、设计对接及设备附带主题装饰的设计及制作；3. 高科技设备原创互动视频内容的策划、制作及集成调试；
2017年4月		与大连海昌旅游集团有限公司就海洋文化主题 IP 创作、主题公园互动体验游乐设备研发及升级换代方面展开全面深入合作
2017年4月	30,29	北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园（规模面积约 148 亩）方案设计及室内多媒体项目工程
2017年7月	50000	福建平潭海坛古城二期主题公园规划设计、采购及安装一体化 EPC 总承包工程项目
2017年7月	1152	韩国釜山漫威主题公园项目达成合作《韩国釜山漫威主题公园项目设备供应及安装合同》
2017年11月		吕梁市离石区全域旅游战略合作项目
2017年11月	35200	仙桃华夏亚特兰蒂斯主题乐园设计、设备、采购、园林景观及安装一体化承包项目
2017年11月	5099.1	青海之窗文旅城飞跃青海飞翔影院工程项目。
2017年11月	5175	上海海昌海洋公园项目黑暗骑乘集成、建造项目
2017年11月	2000.9	岐山周文化景区黑暗骑乘项目



资料来源：公司公告，联讯证券

### 恒润运营能力提升的典型案例

目前，恒润在自然或主体景区的园中园项目投资和运营主要有湖州月亮湾《嘛咪轰-法老传奇》、广西北海《嘛咪轰-换了银滩 VR 嘉年华》项目、上海野生动物园、长鹿农庄 VR 项目等。以长鹿农庄为例，2017 年恒润在国家 5A 级景区广东顺德长路休博园投资运营的飞翔影院、恐怖影院开业。长鹿主要以 VR 主题，每隔半年到一年会更换内容，并新建直径 8 米裸眼球幕。长鹿农庄每年人流有 300 万，恒润通过 VR 项目能够盈利 1000 万以上。

图表43： 恒润在长鹿农庄运营的 VR 项目



资料来源：公司网站，联讯证券

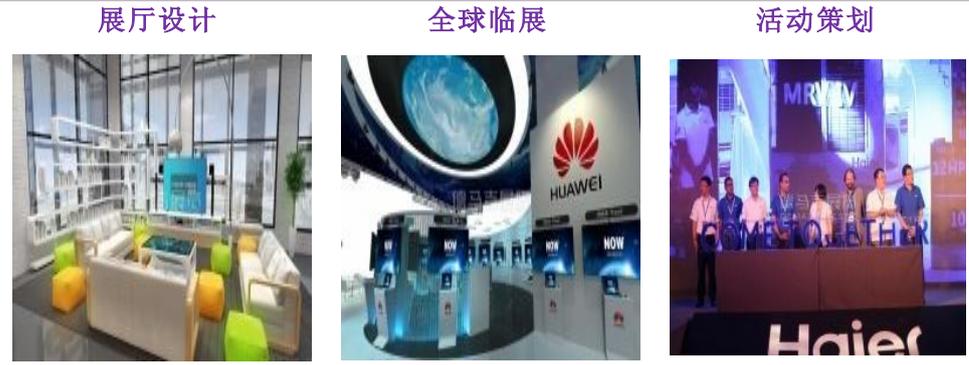
### 深耕文化及内容运营领域——收购德马吉 100%股权

2016 年 12 月 2 日，岭南园林股份有限公司通过增资的方式成功购买德亿投资及帮林投资持有的德马吉国际展览有限公司 100%股权，作价 3,500 万人民币。德亿投资及帮林投资承诺，德马吉 2016 年度、2017 年度、2018 年度实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的预测净利润分别为不低于 2,500 万元 3,250 万元、4,225 万元。

德马吉是一家全球品牌创意营销的专业性展示服务公司，公司在 40 多个国家和 120 多个地区设有服务网点，为客户提供全球一体化综合展示解决方案。拥有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，为众多世界 500 强客户提供专业服务。德马吉依托建立在全球 5 大洲展览研究中心以及全球 8 大设计中心的优势，构建核心团队以及产业链一体化服务，致力于全球会展营销服务、全球品牌运营活动和展厅展馆空间设计施工一体化三大文化创意产业，实现品牌创意营销全球化覆盖。



图表44: 德马吉业务



资料来源: 公司网站, 联讯证券

图表45: 德马吉全球客户



资料来源: 公司网站, 联讯证券

签订大量以“泛游乐”为核心理念的重大项目

2017 年以来公司承接订单主要以“大生态+泛游乐”项目为主, 在生态治理的基础上同时进行旅游资源开发、运营。

图表46: 2017 年承接“泛游乐”项目

项目名称	主要内容
湘乡市城市生态环境建设及旅游开发	1、湘乡市龙城大道东西线绿化景观工程、起风路绿化景观工程、回水湾湿地公园等一批 2015 年度重点园林绿化项目投资建设合作。 2、湘乡市 2016-2018 年度创建“国家园林县城”期间顾问咨询、规划设计及重点工程项目投资建设合作。 3、湘乡市区域内旅游资源投资开发合作。
嘉祥县曾子广场及洪山河景观绿化工程政府和社会资本合作 (PPP) 项目	景观建筑工程; 绿化、道路、广场及景观亮化工程; 环境保护工程; 服务及娱乐设施工程。
生态贺州·长寿胜地”和“峰丛古镇·梦境黄姚”大旅游文化品牌	1. 黄姚产业区内姚江水系整治工程; 2. “姚江新天地、黄姚中兴街民居改造项目 (即真武山下旧村整理地块)、黄姚国际酒店 (五星级)、黄姚恒达酒店”等 4 个经营性项目; 3 贺州市绿化提质、环境保护及景观提升等项目提供综合环境提升服务, 包括但不限于湿地公园、市政道路、产业园区等区域景观提质的设计、施工等。4. 参与运营“黄姚古镇 → 姑婆山”旅游专线; 5. 依托贺州市黄姚古镇历史文化、民族风情、生态资源和长寿基因, 联合打造“鉴古观今、游乐骋怀”和集“吃住行游购娱”为一体的黄姚古镇旅游文化符号。



项目名称	主要内容
监利县生态环境及文化旅游配套工程	1、锦沙湖湿地公园景观工程；2、滨江公园（二期）景观工程；3、老江河故道湿地公园景观工程；4、湿地新城景观工程。
潢川县全域旅游及生态环境提升项目	潢川“画里花乡”国家森林公园（20万亩花木基地整合）；弋阳古镇文化旅游景区（南城老城区）；黄湖农场-干校文化旅游区；付店-寨河乡村旅游风景区（含寨河湿地公园和南寨古村寨）；双柳树镇洪山寨特色小镇项目；产业聚集区城市景观风貌提升工程；城北道路景观提升工程；京九大道及潢川站站前广场景观综合整治工程。
息烽县团园山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目	1.生态及景观系统建设提升等综合及单项规划、建设、运营服务；2. 引入主题公园、特种影院创意园区等特色项目，支持地质博物馆等建设（岭南园林全资子公司上海恒润科技全国首创自主研发超强 VR 全息互动体验技术，打造博物馆、特种影院项目、主题公园等旅游元素），全面提升精品旅游体验和特色；3. 引入公司文化旅游策划、规划、运营团队及战略合作伙伴，负责项目建成后的运营维护工作
呼图壁县百泉湖湿地公园建设	方在项目区域内开展投资、建设和运营管理，创造良好的项目合作条件及环境，促进呼图壁县水环境治理、景观生态建设、文化旅游及特色小镇建设等领域持续健康发展。
玛纳斯县 PPP 项目战略合作框架协议	玛河东岸玛纳斯县防洪管理段防洪景观工程；玛纳斯县红沙湾水库枢纽工程；玛纳斯县国家森林公园项目；玛纳斯县国家湿地公园；玛纳斯县沙漠公园。促进乙方在玛纳斯县水环境治理、景观生态建设、文化旅游及特色小镇建设等领域持续健康发展
石家庄井陘矿区生态景观全域提升项目	1 生态环境市政基础设施领域:包括景观道路整治提升、重要节点绿化提档升级、水系治理疏浚与水环境提升、市政道路建设等。 2 文旅产业领域:围绕矿区自然资源、红色旅游资源、民族工业遗址打造田园综合体、矿业遗产旅游小镇、主题乐园等。
灵璧县城市公园 PPP 项目（合同）	建设项目包含：汴水文化公园、凤凰山钟馗文化公园、红石山中央生态公园、龙车山岩石生态园。 运营项目包含：1) 商业街经营性用房出租及综合物业管理服务； 2) 商业活动场地租赁管理服务，包括活动广场、绿色大草坪、亲水栈台广场、灯箱广告及 LED 屏广告管理服务等； 3) 文化娱乐项目开发、组织及管理服务。主要包括游船、水上自行车、垂钓、低空滑索、植物冠名权出售、自行车及电瓶车租赁服务等； 4) 汴水文化公园飞翔影院商业运营及管理服务。
柘归县全域旅游及生态环境提升项目	1. 把柘归打造为生态旅游和人文旅游于一体的新型旅游目的地。具体项目包括：端午文化城、木鱼岛、九畹溪国家湿地公园、柘归县国家森林公园、芝茅路生态景观建设等。 2, 按照柘归全域旅游总体规划，对柘归全域性生态环境进行规划、设计、改造、升级，全面提升城市整体景观，包括但不限于市政景观、产业园区、水系综合整治项目等。具体项目包括：柘归县城市整体景观打造、茅坪河综合治理项目、三峡多彩生态廊道、石头城等。

资料来源：公司公告，联讯证券

### 打造品牌推广及营销通道——收购北京微传播 23.3%股权

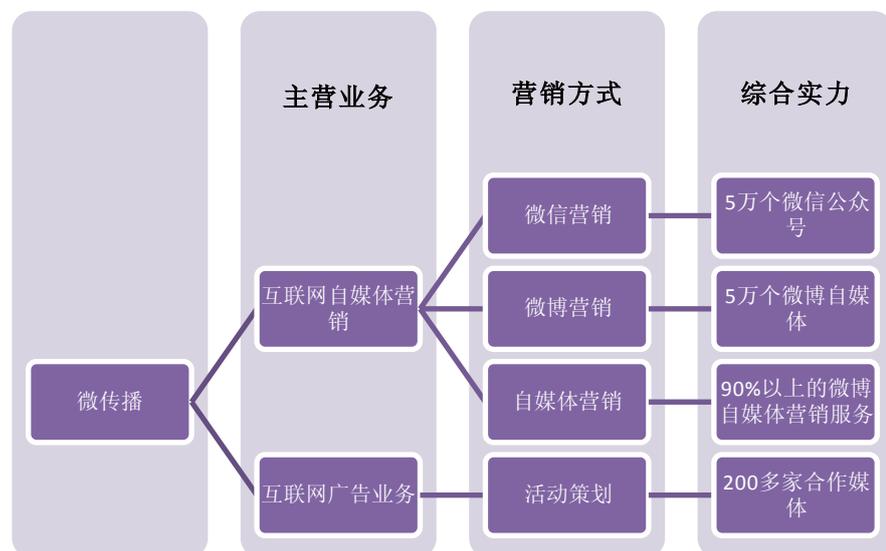
2017 年 11 月份，公司以 24716.889 万元收购微传播 23.30%股份。微传播承诺于



2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现的净利润分别不低于 8,000 万元、10,400 万元和 12,480 万元，即微传播 2017 年度至 2019 年度三年合计实现的净利润不低于 30,880 万元。

收购微传播和以配合德马吉，将为公司文化旅游从 2B 向 2C 延伸，储备良好的品牌推广渠道和营销通道，打造从主题乐园建设及运营到旅游品牌营销的闭环产业链，夯实公司文化旅游领域的产业布局。微传播的主营业务为互联网自媒体营销及互联网广告业务，目前已建立了高效率的第三方广告自助投放平台，平台资源均为严格筛选整合的优质自媒体资源，横跨微信，微博等多个平台。现已拥有 5 万余个微信公众号，5 万余个微博自媒体，并覆盖全国 90% 以上的微博自媒体营销服务，200 多家合作媒体。并通过自有平台优势深化社交媒体整合营销方案及智慧景区服务，尤其在旅游景区整体营销方面具备丰富熟稔的营销推广及“引流”经验。今后景区的公众号的维护，包括旅游营销、品牌塑造、中介机构搭线、活动策划推广等都将由微传播负责，将作为 2C 端品牌建设、品牌营销的手段。

图表47： 微传播主营业务



资料来源：联讯证券

### 与达渡资产签订战略合作协议提升融资能力

2017 年 12 月份，公司与上海达渡资产管理合伙企业签署战略合作协议，拟在绿色低碳基础设施领域，投融资及产业并购基金开展多领域，多层次业务合作，并建立全面、深入、可持续的战略合作伙伴关系。达渡拟通过认购市场化发行，承接大宗减持，二级市场增持等方式，成为岭南园林战略投资者，拟通过上述方式意向认购甲方不超 5% 的股份，股权合作期限不少于 30 个月。根据战略合作协议，未来达渡资产一方面将与公司成立产业基金为公司 PPP 项目、EPC 项目提供融资支持，另一方面还将积极协调各银行资金、保险资金、政策性资金为公司提供融资服务。此举将有助于公司突破资金瓶颈，加速公司在手项目推进。此外，公司拟与达渡资产成立产业并购基金，致力于环保领域与文旅领域的产业延伸，增强公司外延发展的能力与渠道。

公司引入达渡资产作为战略投资人，未来有望借助其资源背景，与地方政府、国有企业、央企及下属子公司等在生态园林、水生态治理、文化旅游建设等领域开展合作，进一步拓展公司的成长空间。



## 通过员工持股计划提升职工凝聚力

为完善劳动者与所有者的利益共享机制，改善公司治理水平，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高职工的凝聚力和公司竞争力。2017年6月份，岭南股份公布第一期员工持股计划。本次员工持股计划募集资金总额上限为8000万元，参加本员工持股计划的人员总人数不超29人，其中本公司董事，监事，高级管理人员共7人。本计划设立后将委托中航信托股份有限公司进行管理，并全额认购其设立的集合资金信托计划的劣后级份额，该集合资金信托计划上限为20,000万份，每份份额为1元，按照不超1.5:1的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额。公司控股股东尹洪卫先生为集合资金信托计划优先份额承担差额补足义务。本集合资金信托计划主要通过二级市场购买等法律法规许可的方式取得并持有岭南园林股票。本员工持股计划的存续期为18个月，锁定期为12个月。

2017年9月，公司第一期员工持股计划已完成股票购买，公司第一期员工持股计划通过大宗交易方式共取得551.95万股公司股票，占公司总股本1.33%，成交均价约25.36元/股，成交金额合计为人民币139,966,775元。

图表48： 第一期员工持股计划

总金额	不超过2亿元
总分数(份)	8000万
参与人数	董事，监事，高级管理人员共7人，不超过29人。
存续期	18个月
锁定期	12个月

资料来源: wind, 联讯证券

## 拟发行可转债为PPP项目融资

2017年10月份，公司公告拟发行可转换公司债券募集资金总额不超88000万元，可转换公司债券的期限为自发行之日起6年，转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，初始转股价格不少于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价和前一交易日公司A股股票交易均价。本次募集资金投向为乳山市城市绿化景观建设及提升改造PPP项目26000万元，邻水县御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治PPP项目40000万元，补充流动资金22000万元。

图表49： 可转债

项目	主要内容
发行规模	880,000,000.00
发行数量(张)	8,800,000
期限(年)	6.00
付息频率	1年
向原公众股东配售安排	本次可转换公司债券向公司原A股股东优先配售
初始转股价说明	本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价。
转换期说明	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
期间有条件回售	在本次发行的可转换公司债券最后2个计息年度，如果公司A股股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期



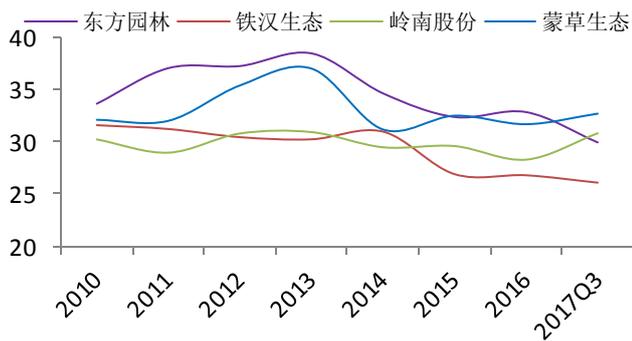
项目	主要内容
说明	转股价格的 70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况,则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券最后 2 个计息年度,可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不应再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。
特别向下修正条款说明	在本次发行的可转换公司债券存续期间,当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时,持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票的交易均价之间的较高者,同时,修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。
可转债面值	100.00
预案公告日	2017-10-10

资料来源: wind, 联讯证券

## 财务数据对比

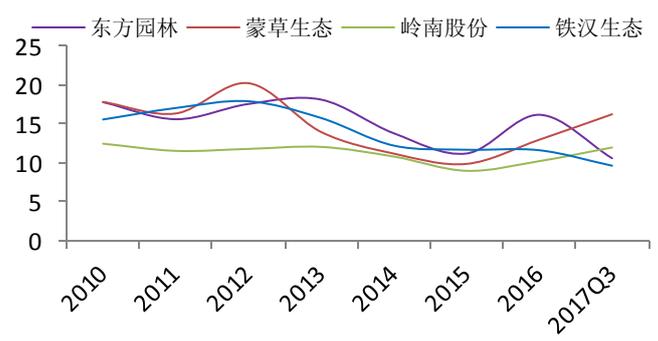
从几家龙头公司财务数据对比来看,公司毛利率和净利率在 2017 年前三季度仅次于蒙草生态,得益于 2017 年公司业绩大幅提升。并且公司总资产周转率也进第一蒙草生态,资金流动性较好,而资产负债率相对较低,净资产收益率处于较高水平。

图表50: 园林行业重点公司销售毛利率对比



资料来源: wind, 联讯证券

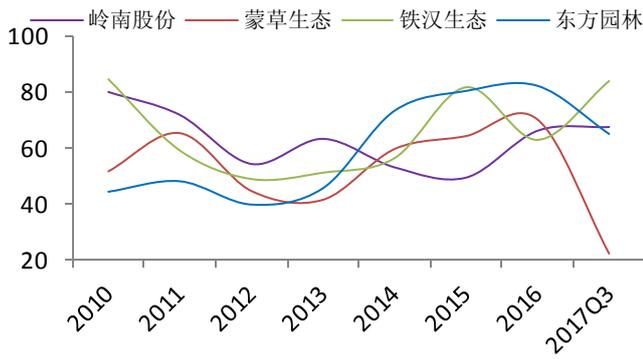
图表51: 园林行业重点公司净利率对比



资料来源: wind, 联讯证券

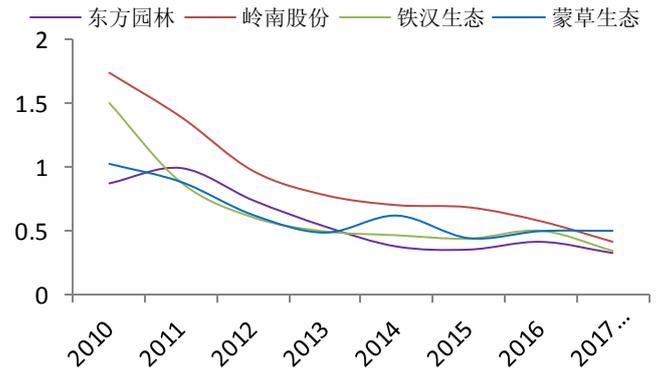


图表52: 重点公司期间收现比对比



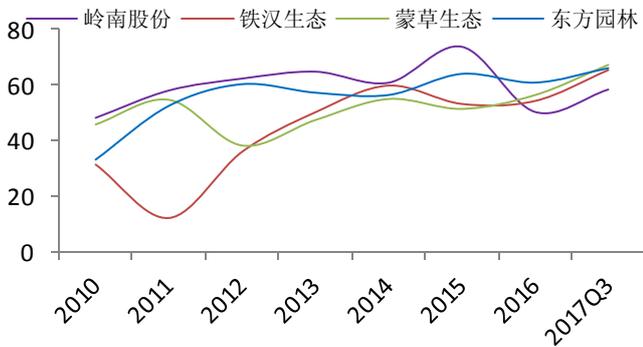
资料来源: wind, 联讯证券

图表53: 重点公司总资产周转率对比



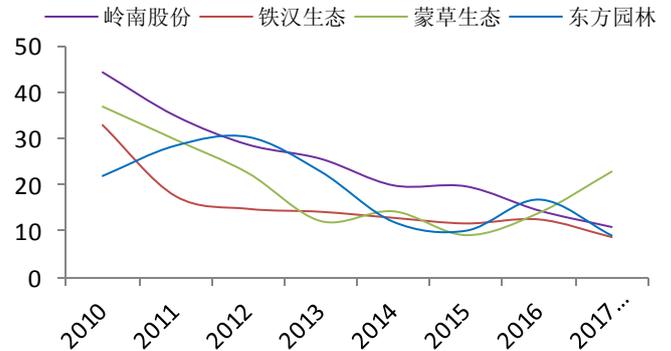
资料来源: wind, 联讯证券

图表54: 重点公司资产负债率对比



资料来源: wind, 联讯证券

图表55: 重点公司 ROE (平均) 对比



资料来源: wind, 联讯证券

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 47.90、80.81 和 108.28 亿元, 同比分别增加 86.6%、68.7%和 34.0%, 净利润分别为 5.20、8.02 和 10.82 亿元, 同比分别增长 99.3%、54.4%和 34.9%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.25、1.93 和 2.60 元, 对应的 PE 分别为 21/14/10x。按照 18 年 18-22 倍 PE, 合理估值区间为 34.74-42.46 元, 给予“买入”评级。

### 风险提示

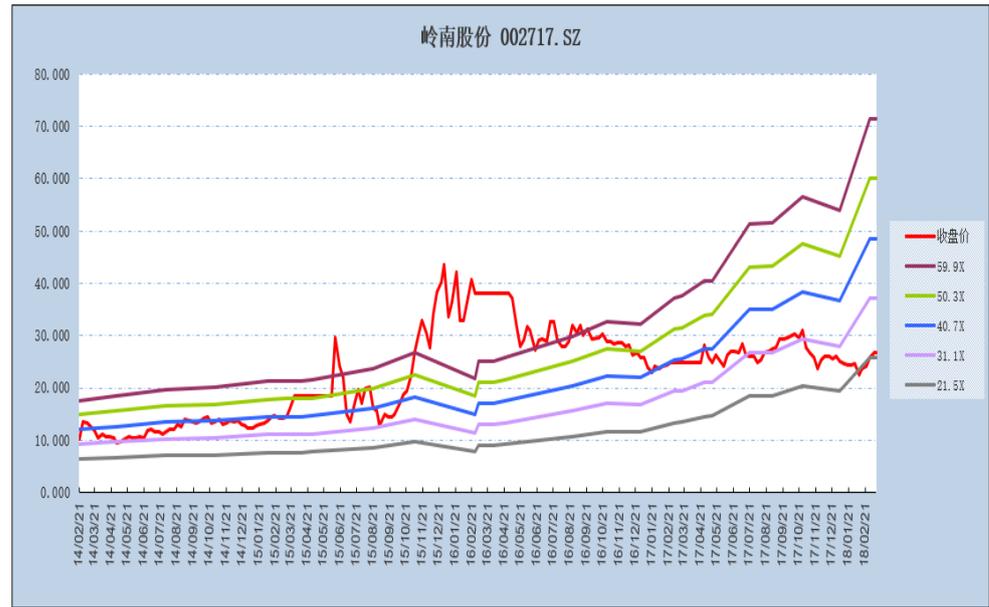
组织模式和管理制度未能随着公司规模扩大而及时调整和完善;

对消费市场把握不够准确, 现有文化产品销售及未来市场拓展将会受到负面影响;

PPP 项目的融资成本及融资进度受银行信贷政策等因素影响。



图表56: PE Band



资料来源: wind, 联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	453	300	200	200	营业收入	2568	4790	8081	10828
应收款项	1118	1969	3321	4450	营业成本	1841	3409	5876	7866
存货净额	1270	2799	4836	6479	营业税金及附加	35	17	28	38
其他流动资产	26	38	65	87	销售费用	13	19	32	43
<b>流动资产合计</b>	<b>3179</b>	<b>5418</b>	<b>8734</b>	<b>11528</b>	管理费用	354	658	1052	1409
固定资产	172	134	68	(16)	财务费用	(4)	45	100	128
无形资产及其他	26	34	43	52	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1961	1961	1961	1961	资产减值及公允价值变动	(33)	(38)	(65)	(87)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5337</b>	<b>7547</b>	<b>10806</b>	<b>13524</b>	营业利润	296	605	928	1256
短期借款及交易性金融负债	275	1365	2116	2461	营业外净收支	12	10	10	10
应付款项	1598	2099	3627	4859	<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>615</b>	<b>938</b>	<b>1266</b>
其他流动负债	287	490	836	1120	所得税费用	48	95	145	196
<b>流动负债合计</b>	<b>2160</b>	<b>3954</b>	<b>6579</b>	<b>8441</b>	少数股东损益	0	0	(10)	(12)
长期借款及应付债券	438	438	438	438	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>261</b>	<b>520</b>	<b>802</b>	<b>1082</b>
其他长期负债	77	77	77	77					
<b>长期负债合计</b>	<b>515</b>	<b>515</b>	<b>515</b>	<b>515</b>	现金流量表（百万元）				
<b>负债合计</b>	<b>2675</b>	<b>4469</b>	<b>7094</b>	<b>8955</b>	净利润	261	520	802	1082
少数股东权益	5	5	(3)	(12)	资产减值准备	(4)	(11)	(11)	(14)
股东权益	2658	3073	3715	4581	折旧摊销	11	22	23	23
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5337</b>	<b>7547</b>	<b>10806</b>	<b>13524</b>	公允价值变动损失	33	38	65	87
					财务费用	(4)	45	100	128
关键财务与估值指标					营运资本变动	(739)	(1699)	(1552)	(1292)
每股收益	0.63	1.25	1.93	2.60	其它	5	11	3	5
每股红利	0.14	0.25	0.39	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>(434)</b>	<b>(1119)</b>	<b>(670)</b>	<b>(109)</b>
每股净资产	6.39	7.39	8.93	11.01	资本开支	(29)	(20)	(20)	(20)
<b>ROIC</b>	<b>11%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	其它投资现金流	(109)	0	0	0
<b>ROE</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(137)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>
毛利率	28%	29%	27%	27%	权益性融资	1241	0	0	0
<b>EBIT Margin</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	负债净变化	29	0	0	0
<b>EBITDA Margin</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	支付股利、利息	(57)	(104)	(160)	(216)
收入增长	36%	87%	69%	34%	其它融资现金流	(409)	1090	751	345
净利润增长率	55%	99%	54%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>775</b>	<b>986</b>	<b>590</b>	<b>129</b>
资产负债率	50%	59%	66%	66%	<b>现金净变动</b>	<b>204</b>	<b>(153)</b>	<b>(100)</b>	<b>0</b>
息率	0.5%	0.9%	1.4%	1.9%	货币资金的期初余额	249	453	300	200
<b>P/E</b>	<b>42.7</b>	<b>21.4</b>	<b>13.9</b>	<b>10.3</b>	货币资金的期末余额	453	300	200	200
<b>P/B</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.4</b>	企业自由现金流	(482)	(1116)	(627)	(45)
<b>EV/EBITDA</b>	<b>41.2</b>	<b>22.0</b>	<b>16.4</b>	<b>13.4</b>	权益自由现金流	(862)	(63)	40	192

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，分别任职房地产行业分析师、建筑建材资深分析师。2011 年新财富入围，2012 年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作 8 年。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)