

600826.SH

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 8.20

板块评级：强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.1)	(8.7)	(6.7)	(21.2)
相对上证综指	(10.0)	(4.4)	(5.3)	(13.9)

发行股数(百万)	528.62
流通股(百万)	528.62
总市值(人民币 百万)	4,334.72
3个月日均交易额(人民币 百万)	36.90
主要股东	
上海兰生(集团)有限公司	41.46

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2024年6月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：专业服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

## 兰生股份

## 上海国资内展龙头，内生外延齐发展

兰生股份作为国内会展龙头企业，背靠上海国资委，资源禀赋优越，业务生态完备，存量业务增速稳健；同时公司通过外生内延持续贡献业绩增量，提升数字化能力提升效能。首次覆盖，给予增持评级。

## 支撑评级的要点

- **兰生股份：背靠上海国资委，重组聚焦会展业务。**公司自20年完成资产重组之后，正式转型为以会展为主业的上市公司。背靠上海国资委，股东资源雄厚，助力公司构建会展全产业链。重组后公司的展览组织业务迅速发展，业务结构不断优化。23年公司的会展场馆业务齐发力，各项业务迎来全面复苏，实现归母净利润1.99亿元，已赶超疫前19年的业绩。
- **会展行业：市场颇具增长潜力，疫后资源向头部集中。**国内会展需求旺盛，展馆展能位居世界第一，政府机构占据行业主导地位，疫后行业加速出清，头部企业有望受益。当前各级政府对于会展行业支持力度较高，同时跨境便利度提升有望加速海内外的经贸往来，带动企业办展参展。
- **公司优势：业务生态完备，存量资源优越。**1) **掌握全产业链资源。**公司的主业涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事和会展服务，各业务环节相互赋能。旗下优质IP众多，4个展会经UFI认证，“上马”为国内首个世界田联白金马拉松赛事，国际影响力高。2) **依托上海的资源与区位优势。**借助大股东资源，公司获得了稀缺展馆资源上海世博展览馆的运营权，出租率名列前茅；以上海为大本营，也充分享受了会展经济高地优势。
- **未来看点：“会展中国”拓市场，“数字会展”提效能。**1) **存量展会异地扩张。**工博会、广印展等成熟展会已实现异地扩张，同时也在采取国际合作的模式拓展海外市场。2) **兼并收购持续推进。**公司先后收购了CMM电子制造自动化&资源展与TOPS它博会，布局电子和新型消费行业。目前公司在手资金充沛，世博馆与会展基金可助力前期项目考察与孵化，后续外延扩张有望加速。3) **升级数字化能力。**公司从多维度构建“数字会展”管理体系，从展馆运营、数字营销等多项服务全方位赋能主业。

## 估值

- 公司坐拥会展行业全产业链资源，国资背景下资源禀赋突出，存量业务增长稳健；通过内生培育、外延收购持续贡献业绩增量，持续提升数字化能力有望提升效能。我们预计24-26年公司的归母净利润为3.03/3.40/3.86亿元，对应P/E为14.3/12.8/11.2倍。首次覆盖，给予增持评级。

## 评级面临的主要风险

- 宏观经济下行、外延扩张不及预期、金融资产公允价值变动风险。

## 投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	773	1,422	1,646	1,886	2,137
增长率(%)	(16.4)	83.9	15.8	14.6	13.3
EBITDA(人民币 百万)	172	308	362	425	487
归母净利润(人民币 百万)	115	275	303	340	386
增长率(%)	(4.6)	140.5	10.1	12.0	13.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.22	0.52	0.57	0.64	0.73
市盈率(倍)	37.9	15.7	14.3	12.8	11.2
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(倍)	8.5	5.7	2.2	0.9	0.0
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.2	3.2	3.7	4.2	4.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

<b>兰生股份：背靠上海国资委，重组聚焦会展业务 .....</b>	<b>4</b>
发展历程：20 年完成重大资产重组，成为沪市会展第一股 .....	4
股权结构：实控人资源雄厚，为公司提供业务协同 .....	5
主营业务：依托资源优势，构造会展全产业链 .....	5
财务表现：重组后展览组织业务迅速发展，毛利净利持续提升 .....	6
<b>会展行业：市场颇具增长潜力，疫后资源向头部集中 .....</b>	<b>9</b>
行业现状：市场增长潜力充足，疫后集中度逐步提升 .....	9
驱动因素：政策利好持续释放，跨境便利度逐步改善 .....	10
<b>公司优势：业务生态完备，存量资源优越 .....</b>	<b>11</b>
掌握全产业链资源，打造优质会展赛事 IP .....	11
立足上海大本营，区位优势得天独厚 .....	12
<b>未来看点：“会展中国”拓市场，“数字会展”提效能 .....</b>	<b>14</b>
内生外延齐头并举，稳步推进“会展中国”战略 .....	14
践行“数字会展”战略，数字化能力不断升级 .....	15
<b>盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>16</b>
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	16
<b>风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

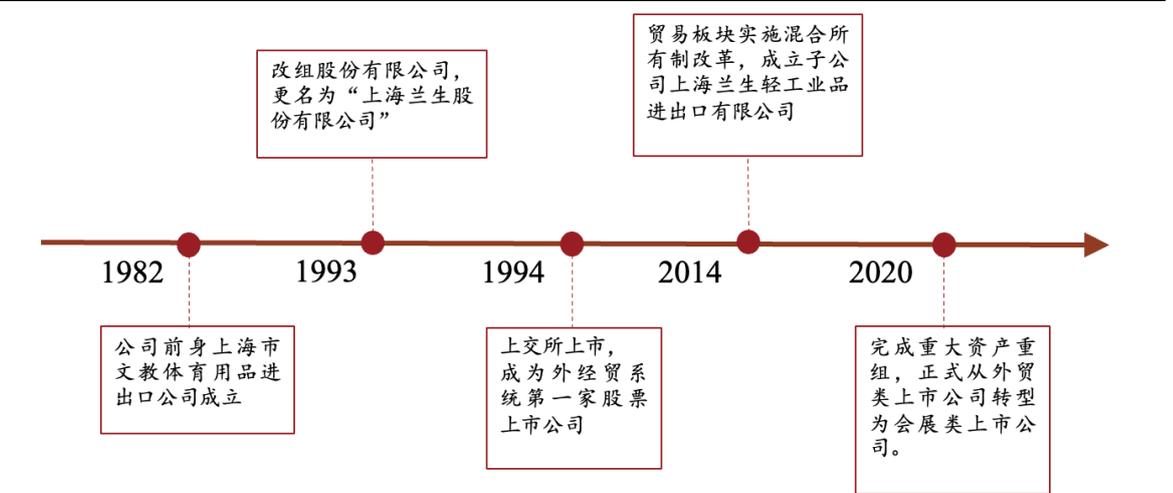
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.兰生股份发展历程.....	4
图表 2.会展集团业绩承诺完成情况.....	4
图表 3.公司实控人为上海国资委（截至 2024.3.31）.....	5
图表 4.重组后展览组织业务迅速发展.....	6
图表 5.重组后展览组织业务营收占比过半.....	6
图表 6.会展集团营收和同比增速.....	6
图表 7.会展集团归母净利润和同比增速.....	6
图表 8.公司盈利水平较置换前大幅提升.....	7
图表 9.展览相关业务毛利水平高于进出口货代业务.....	7
图表 10.公司在手金融资产状况.....	7
图表 11.兰生大厦归母净利润及占比.....	7
图表 12.公司现金分红比例逐步提升.....	8
图表 13. 2011-2023 年中国展馆数量和面积变化.....	9
图表 14.中国展馆面积和占比居世界首位（截至 2023 年末）.....	9
图表 15.中国展览规模前 100 不同类型机构数量占比.....	9
图表 16.中国展览规模前 100 不同类型机构面积占比.....	9
图表 17.境内会展行业市场集中度呈现提升趋势.....	10
图表 18.2023 年以来国家层面会展行业相关支持政策.....	10
图表 19.部分地市会展行业相关支持政策.....	10
图表 20.会展集团全产业链资源.....	11
图表 21.2023 年公司主办/承办的部分大型展会.....	11
图表 22.公司的“三上”赛事品牌.....	12
图表 23.2023 年公司主办的赛事.....	12
图表 24.2017-2023 年上海市会展数量.....	13
图表 25. 2017-2023 年上海市会展面积.....	13
图表 26.公司打造“3+1”核心业务生态圈.....	14
图表 27.公司深化数字会展战略.....	15
图表 28.主营业务营收及毛利预测（百万元）.....	16
图表 29.可比公司估值状况（截至 2024.6.19）.....	17
利润表(人民币 百万).....	19
现金流量表(人民币 百万).....	19
财务指标.....	19
资产负债表(人民币 百万).....	19

## 兰生股份：背靠上海国资委，重组聚焦会展业务

**发展历程：20 年完成重大资产重组，成为沪市会展第一股**

**2020 年完成重大资产重组，转型聚焦会展主业。**兰生股份于 1993 年 8 月由原上海市文教体育用品进出口公司更名改制。改制后，公司主要经营进出口贸易和代理进出口业务，并逐步向多功能、全方位、综合性企业集团的方向发展。1994 年 2 月，公司在上交所正式上市，成为全国外贸系统第一家股票上市公司。为进一步做强、做优上市公司业务，2020 年 10 月公司完成重大资产重组，置出旗下兰生轻工 51% 股权，置入东浩兰生集团持有的会展集团 100% 股权，正式从外贸类上市公司转型为会展类上市公司。目前公司聚焦会展主业，加快内涵式发展和外延并购双轮驱动，积极打造会展核心业务品牌。

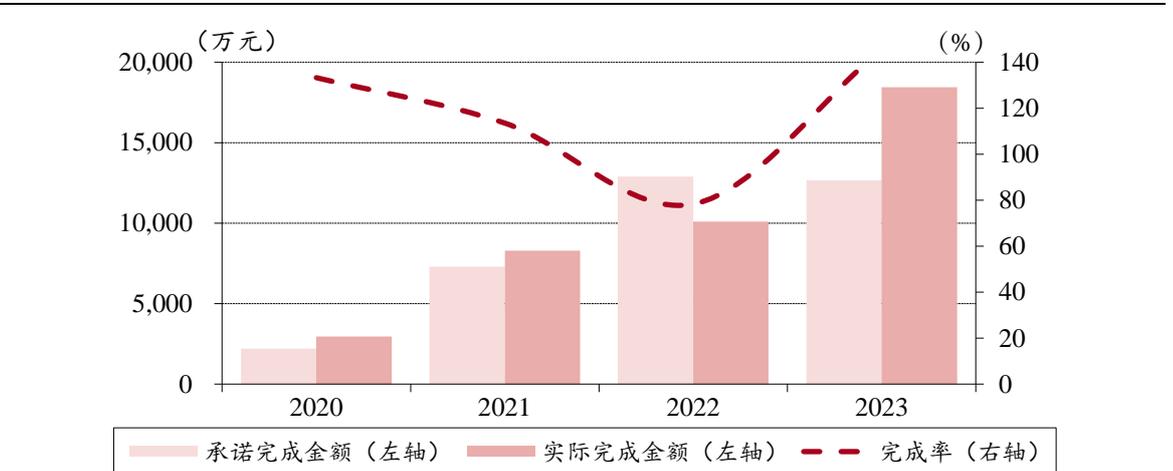
图表 1. 兰生股份发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

**会展集团表现优异，基本超额达成业绩承诺。**东浩兰生集团对置入资产的业绩承诺为会展集团 20-23 年实现的扣非归母净利润分别不低于 2,216.95/7,309.39/12,901.60/ 12,664.96 万元。会展集团 20-23 年实际完成的扣非归母净利润分别为 2,954.31/8,296.46/10,106.67/18452.13 万元，完成率分别为 133.26%/113.50%/78.34%/145.69%。除 22 年受到经济下行和超预期因素影响，会展集团主承办的多个项目取消或延期导致未完成业绩承诺，其余年份均超额实现业绩承诺。

图表 2. 会展集团业绩承诺完成情况



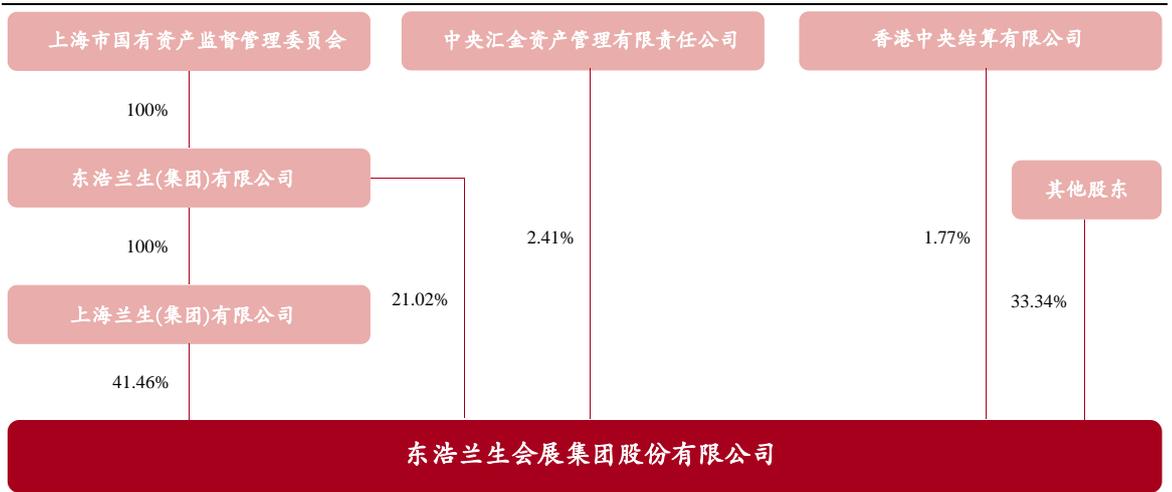
资料来源：公司公告，中银证券

## 股权结构：实控人资源雄厚，为公司提供业务协同

公司股权结构稳定，实控人为上海市国资委。公司直接控制人为上海兰生集团有限公司，控股比例为 41.46%。东浩兰生集团有限公司持有上海兰生集团有限公司 100% 股权，同时直接持有兰生股份 21.02% 股权，持股比例合计为 62.48%，股权结构较为稳定。上海市国资委全资控股东浩兰生集团，为公司的实际控制人。

**股东资源雄厚，与公司形成业务协同。**东浩兰生集团下设外服集团、国贸集团、会展集团和置业集团四大产业集团。其中，外服集团常年领跑我国人力资源服务行业；会展集团拥有场馆优势和政府及社会资源，已打造成为会展产业全价值链企业；国贸集团拥有一批实力雄厚的外贸企业和具有影响力的外贸品牌；置业集团工程建筑经验丰富，旗下拥有多个优质地段楼宇。兰生股份依托股东优势资源和业务协同拥有了上海市众多优质会展和赛事项目的承办运营权，包括中国国际工业博览会、上海国际广告节、上海国际广印展、上海马拉松等。

图表 3.公司实控人为上海国资委（截至 2024.3.31）



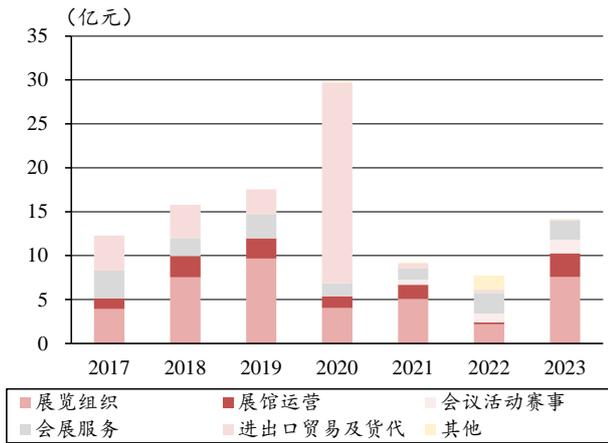
资料来源：公司公告，中银证券

## 主营业务：依托资源优势，构造会展全产业链

**会展业务资源丰富，构成产业链闭环。**兰生股份依托股东资源优势和上海优越的会展市场，拥有丰富的会展业务资源。公司主营业务包括展览组织、展馆运营、会议活动赛事、会展服务四部分，业务充分覆盖行业上游场馆租赁、中游会展承办、下游代理/经销合作等多个领域，产业链相对完整齐全，构成商业闭环。展览组织业务属于公司核心业务，公司长期主办、承办或参与多个知名展会，目前已在市场上形成良好的品牌影响力。

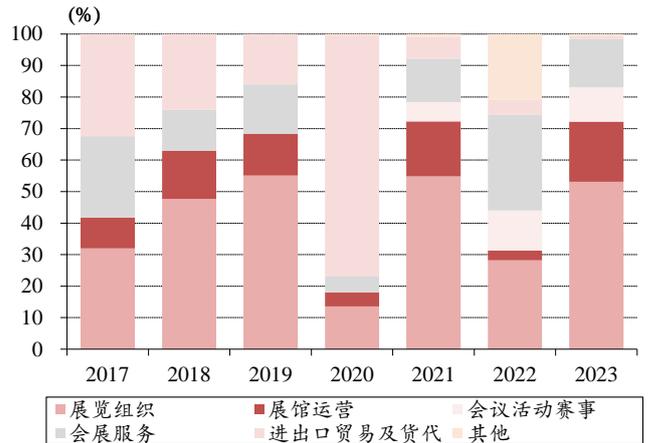
**重组后展览组织业务迅速发展，营收占比过半。**主营业务方面，20 年公司重大资产重组完成后，展览组织业务迅速发展，21 年、23 年的营收占比均超 50%；进出口贸易及货代业务的收入结构占比逐渐降低，从 20 年的 76.59% 降至 2023 年的 0.82%。展馆运营业务收入受疫情影响波动较大，占比约为 5%-15%。赛事活动 21 年以前并入会展组织业务，拆分后收入占比呈提升趋势。

图表 4.重组后展览组织业务迅速发展



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

图表 5.重组后展览组织业务营收占比过半

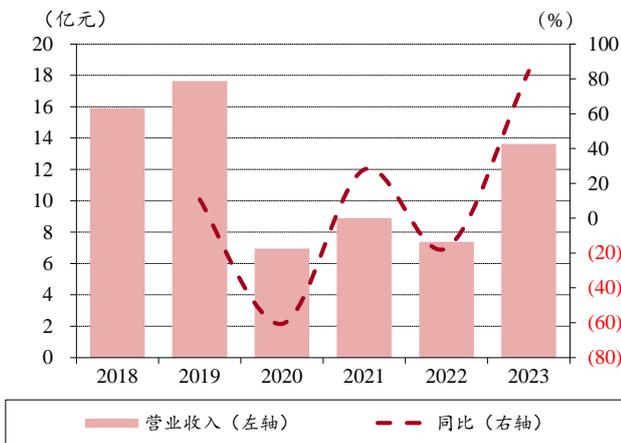


资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

## 财务表现：重组后展览组织业务迅速发展，毛利净利持续提升

会展集团经营受疫情影响显著，23年迎来全面复苏。疫情前会展集团18、19年营业收入分别15.92亿元、17.64亿元。20年受新冠疫情影响较大，诸多会展活动延迟或取消，营收同比下滑60.60%。21年上半年公司会展业务正常开展，下半年受疫情影响部分展会规模缩小或延期，但是同比仍有增长，全年营收为8.90亿元，同比+27.97%。22年公司主承办的多个项目受疫情影响取消或延期，对业绩造成较大的影响，会展集团全年实现营收7.38亿元，同比-17.08%。23年公司的会展展馆业务齐发力，各项业务迎来全面复苏，实现营收13.62亿元，同比+84.55%，归母净利润1.99亿元，yoy+158.74%，已赶超疫前19年的业绩。

图表 6.会展集团营收和同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

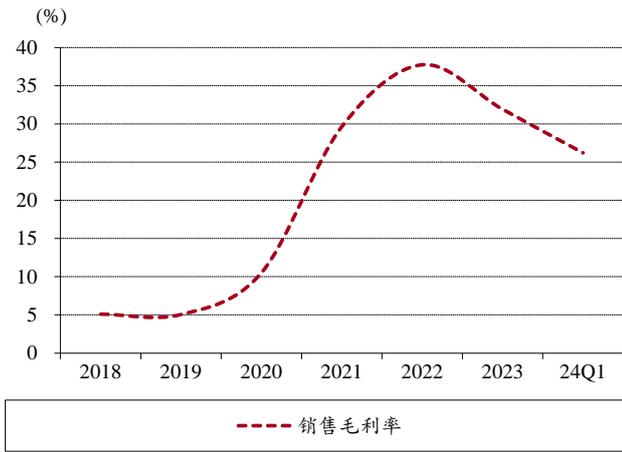
图表 7.会展集团归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

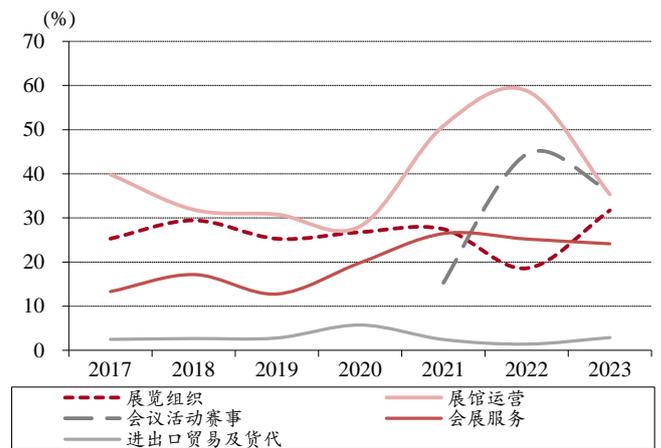
置换资产优化营收结构，整体毛利率持续提升。盈利能力方面，23年公司毛利率为31.90%，较置换资产前的19年提升了26.85pct。疫前展览组织业务平均毛利率在25%-30%，展览运营的毛利率超过30%，而进出口贸易及货代的毛利率不足5%。由于营收结构发生变化，展览组织、展馆运营等高毛利业务占比提升，带动公司整体毛利率上行。

图表 8.公司盈利水平较置换前大幅提升



资料来源：同花顺，中银证券

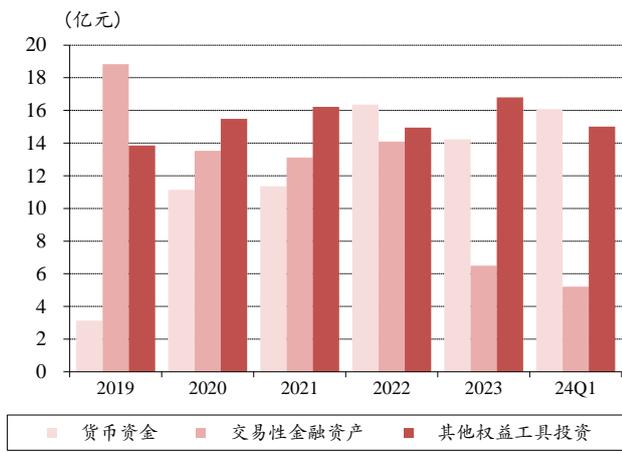
图表 9.展览相关业务毛利水平高于进出口货代业务



资料来源：同花顺，公司公告，中银证券  
注：19 年及之前数据为会展集团数据

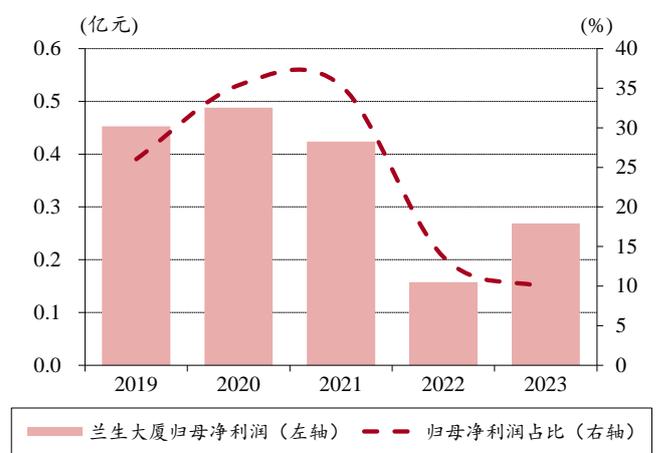
在手金融资产流动性较好，持股兰生大厦贡献稳定投资收益。公司聚焦金融资产管理，着力实现资产的保值增值。截至 24Q1，公司账上的货币资金为 16.08 亿元，交易性金融资产为 5.21 亿元，其他权益工具投资为 15.01 亿元，三者合计共 36.30 亿元。另外公司持有上海兰生大厦投资管理有限公司 48% 的股权，每年为公司贡献稳定的投资收益。

图表 10.公司在手金融资产状况



资料来源：同花顺，中银证券

图表 11.兰生大厦归母净利润及占比



资料来源：同花顺，中银证券

注重股东回报，现金分红比例逐年提升。公司注重股东回报，历年来现金分红比例均达 30% 以上，近 4 年更是超过 50%，即使在受疫情冲击的时期，分红比例依旧逐年提升。且公司在手现金充沛，也为后续维持较高的分红比例奠定了基础。

图表 12.公司现金分红比例逐步提升



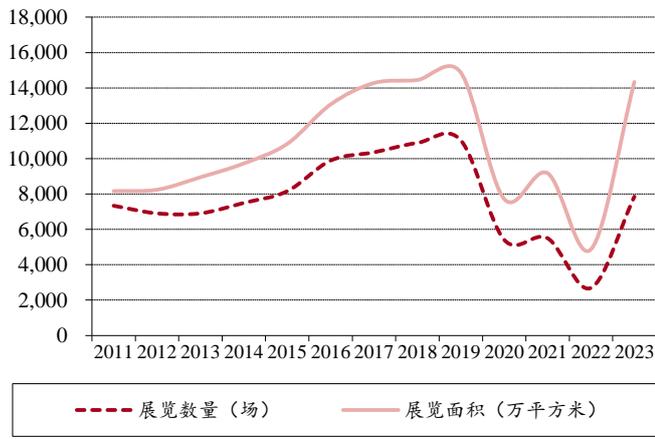
资料来源：同花顺，中银证券

## 会展行业：市场颇具增长潜力，疫后资源向头部集中

行业现状：市场增长潜力充足，疫后集中度逐步提升

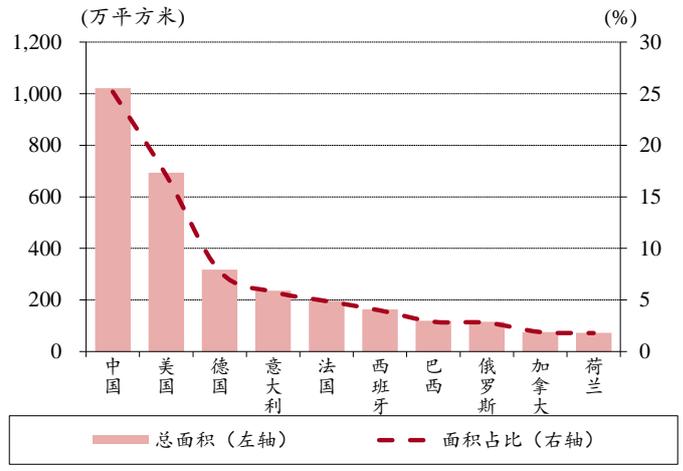
中国会展场馆数量和面积增速明显，国内会展需求旺盛。中国是世界上可供展览面积最多的国家，全球十大展馆中国占据四席，展能均不低于30万平方米，会展场馆建设全球领先。据中国会展经济研究会发布的数据，2011-2019年中国会展规模增长迅速，展览总数由7,333场增至11,033场，展览总面积从8,173万增至14,874万平方米，CAGR为5.24%和7.77%，彰显出中国市场会展需求旺盛。2020年后受疫情冲击，展览数量和展览面积直线下滑；2023年会展行业迅速恢复，展览数量和面积分别恢复至2019年的71%和96%。

图表 13. 2011-2023 年中国展馆数量和面积变化



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

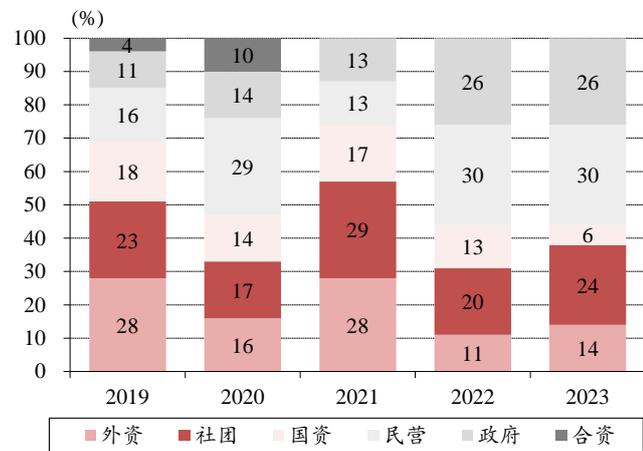
图表 14. 中国展馆面积和占比居世界首位（截至 2023 年末）



资料来源：UFI，中银证券

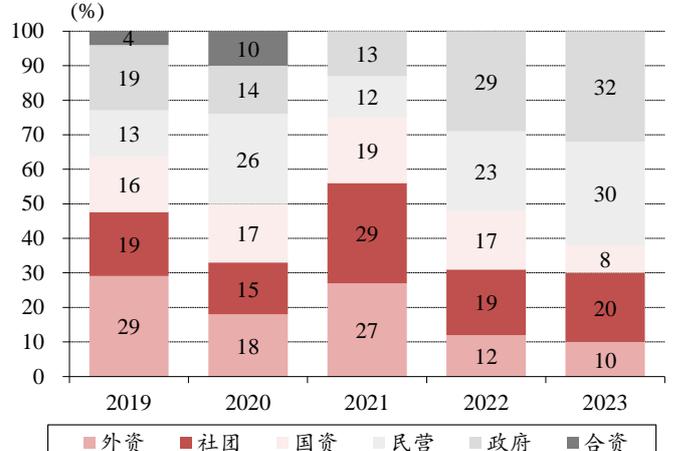
政府机构相对领先，整体格局较为分散，疫后集中度逐步提升。据中国会展经济研究会公布的2019-2023年数据，疫情之前，我国的会展行业由外资企业和政府机构主导，疫后民企占比迅速提升，有赶超外企之势；2023年展览规模前100名的主办机构中，政府机构占比仍然最高。从各企业市占率来看，无论是数量还是面积均有所提升，行业集中度呈增长趋势，但仍处于低位水平，2023年境内展行业按数量的CR10为2.99%，按面积的CR10为23.79%，行业资源逐步向头部机构集中。

图表 15. 中国展览规模前 100 不同类型机构数量占比



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 16. 中国展览规模前 100 不同类型机构面积占比



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 17.境内会展行业市场集中度呈现提升趋势

机构名称	2019		机构名称	2023	
	数量市占率 (%)	面积市占率 (%)		数量市占率 (%)	面积市占率 (%)
中国对外贸易广州展览总公司	0.20	2.53	中华人民共和国商务部	0.53	5.39
英富曼展览集团	0.37	2.02	中国对外贸易中心	0.39	5.27
法兰克福展览集团	0.21	1.33	中国国际贸易促进委员会	0.79	3.80
励展博览集团	0.36	1.21	广东省人民政府	0.06	2.20
汉诺威展览集团	0.13	0.83	励展博览集团	0.48	1.73
厦门会展金泓信展览有限公司	0.11	0.68	中华人民共和国国家发展和改革委员会	0.15	1.29
中华人民共和国商务部	0.08	0.60	法兰克福展览集团	0.34	1.20
智奥会展集团	0.06	0.57	中国陶瓷工业协会	0.14	1.03
塔苏斯展览公司	0.18	0.52	广东现代会展管理有限公司	0.05	0.96
振威展览股份有限公司	0.15	0.52	中国建筑卫生陶瓷协会	0.04	0.93
<b>CR10</b>	<b>1.86</b>	<b>10.81</b>		<b>2.99</b>	<b>23.79</b>

资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

### 驱动因素：政策利好持续释放，跨境便利度逐步改善

**自上而下的通力政策支持。**自2023年以来，国家层面针对会展行业先后出台了诸多支持和指导政策，从《关于推动外贸稳规模优结构的意见》到《2024年政府工作报告》，要求推动国内线下展会的全面恢复，办好重大展会来服务内外贸一体化发展，支持企业出境参展。地方层面，各地也密集出台了会展行业的支持政策，着力打造会展名城，推动会展业高质量发展。

图表 18.2023 年以来国家层面会展行业相关支持政策

发布时间	政策	重点相关内容
2024 年 3 月	《2024 年政府工作报告》	出台服务贸易、数字贸易创新发展政策。加快内外贸一体化发展。办好进博会、广交会、服贸会、数贸会、消博会等重大展会。
2023 年 12 月	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	发挥好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会等展会作用，培育一批内外贸融合展会，促进国内国际市场供需对接。
2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费的措施》	促进文体体育会展消费；鼓励各地加大对商品展销会、博览会、交易会、购物节、民俗节、品牌展、特色市集等活动的政策支持力度，进一步扩大会展消费。
2023 年 4 月	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动国内线下展会全面恢复。进一步加大对外贸企业参加各类境外展会的支持力度，持续培育境外自办展会、扩大办展规模。

资料来源：国务院，中银证券

图表 19.部分地市会展行业相关支持政策

地点	发布时间	政策或文件	重点相关内容
南宁市	2024 年 3 月	《南宁市会展业促进条例》	紧扣“打造全国会展名城，建设区域性国际会展城市”目标，打出优化会展营商环境“组合拳”。
西安省	2024 年 3 月	《西安市会展业促进条例》	提出建设“一带一路”国际会展名城的目标和定位。
天津市	2024 年 2 月	天津市商务工作会议	做优会展经济，建设北方会展之都。健全管理体制机制，加强制度政策保障，加大会展项目引育力度。
北京市	2023 年 9 月	《关于促进本市会展业高质量发展的若干措施》	积极引进国际会展高端资源；提升本市会展主体市场竞争力；推动会展与产业融合发展；高水平规划建设会展场馆；提升会展配套服务功能；加大对会展业金融支持；制定促进会展业发展奖励政策；加强会展服务统筹协调；加大对会展的宣传和推介；鼓励引进和培育会展专业人才。

资料来源：南宁市人大常委会、西安市人大网、北京市发改委、天津市商务局，中银证券

**跨境出行便利度提升，促进境内外经贸合作。**一方面，当前我国的国际航班执飞量已经恢复至 19 年的 7 成左右，国际航班价格显著下滑，出入境成本大幅减少。另一方面，24 年以来，我国的免签“朋友圈”持续扩容，截至目前，中国已与 157 个国家缔结了涵盖不同护照的互免签证协定，与 44 个国家达成简化签证手续协定或安排，同 23 个国家实现了全面互免签证；此外还有 60 多个国家和地区给予中国公民免签或落地签证便利，跨境出行的便利度提升将进一步便利国内与海外国家的人员往来及经贸合作，同时也将推动企业办展参展。

## 公司优势：业务生态完备，存量资源优越

### 掌握全产业链资源，打造优质会展赛事 IP

资源优势突出，全产业链服务能力优秀。公司掌握会展业全产业链资源，主营业务涵盖展览组织、展馆运营、会议活动赛事和会展服务四大板块，业务涉及上游的展馆服务，中游的会展设计、会展承办、会展主办，下游的展览服务、展览宣传等方面。各业务环节相互赋能，也便于公司承担“总承包商”的角色，在大型会展组织中竞争优势显著。公司旗下会展集团是首批通过“上海品牌”认证的唯一会展企业，也是 UFI CHINA CLUB 的创始单位之一。旗下拥有多家会展组织公司，各司其职，涵盖不同领域及服务板块，既有覆盖工业、物流运输、建筑等细分行业的办展公司，又兼有专为展会提供广告营销、在线办展等服务性质的机构。

图表 20.会展集团全产业链资源



资料来源：公司官网，中银证券

旗下展会优质 IP 众多，规模与影响力名列前茅。公司凭借丰富的组展办会经验和充足的资源优势，主办、承办了诸多重要展会，其中中国国际工业博览会、上海国际广告印刷包装纸业展览会、上海国际绿色建筑建材博览会、上海国际照明展览会 4 个展会已经经过 UFI 认证。23 年 9 月，第二十三届中国国际工业博览会圆满落幕，展览面积、展商数量、观展人次、传播影响力等均创历史新高，国际展商面积占比近 30%。公司连续六年组织成员企业服务进博会，专业地位得到再度巩固。

图表 21.2023 年公司主办/承办的部分大型展会

展会名称	时间	地点	面积 (万㎡)	人次 (万人)
第三届中国国际消费品博览会上海展区	2023.4.11-4.15	海南国际会展中心	300	1
2023 年中国品牌博览会	2023.5.10-5.14	上海世博展览馆	60,000	7.6+
第八届广东国际机器人及智能装备博览会暨第四届中国 (华南) 国际机器人与自动化展览会暨第七届 CMM 电子制造自动化&资源展	2023.5.23-5.25	东莞广东现代国际展览中心	50,000	4.5
第九届中国 (上海) 国际技术进出口交易会	2023.6.15-6.17	上海世博展览馆	35,000	3.79
2023 上海国际广印展	2023.6.18-6.21	国家会展中心 (上海)	140,000	15
2023 华南国际工业博览会	2023.6.27-6.29	深圳国际会展中心 (宝安新馆)	70,000	6
2023 国际件杂货运输展	2023.6.29-6.30	上海世博展览馆	7,000	0.66
2023 世界人工智能大会	2023.7.6-7.8	世博中心世博展览馆	50,000	17.7
第 31 届中国华东进出口商品交易会	2023.7.12-7.15	上海新国际博览中心	105,200	3.5
2023 上海国际广告节	2023.8.9-8.11	上海凯悦酒店	800	2,000 (线下) 650 万 (线上)
2023 国际绿色建筑建材 (上海) 博览会	2023.8.10-8.12	上海新国际博览中心	25,000	2.03
第二十三届中国国际工业博览会	2023.9.19-9.23	国家会展中心 (上海)	303,224	20.53
2023 上海国际城市与建筑博览会	2023.10.30-11.1	上海世博展览馆	50,000	5
2023 上海国际赛事文化及体育用品博览会	2023.11.23-11.25	上海世博展览馆	20,000	6
2023 江西国际移动物联网博览会	2023.11.23-11.25	江西鹰潭	8,000	1

资料来源：公司公告，中银证券

承办赛事国际影响力高，社会反响良好。公司旗下上海东浩兰生赛事管理有限公司主要承办和运营代表上海城市金名片的自主 IP 赛事—上海马拉松系列赛、上海赛艇公开赛和上海帆船公开赛。上海马拉松目前已成功举办 28 届，影响力非常高，2020 年成为中国国内首个荣膺世界田联白金奖牌荣誉的马拉松赛事。2023 年上海马拉松参赛规模达 3.8 万人次，报名人数达 17 万人再创新高，其中外籍跑者占比 12%，国内外省市跑者超过 1 万人，占比达 28%。上海赛艇公开赛至今已成功举办三届，社会反响良好，参赛选手渐趋国际化，赛程赛制也更加专业化、大众化。上海帆船公开赛为公司于 2024 年新开辟赛事，首届比赛在黄浦江上举办。

图表 22.公司的“三上”赛事品牌



资料来源：上帆公众号，中银证券

图表 23.2023 年公司主办的赛事

赛事名称	时间	地点	参赛人次
阿迪达斯少儿跑	2023.4.9	上海浦东	3,000
上海半程马拉松	2023.4.16	上海浦东	15,000
苏河半马	2023.4.22	上海普陀	4,000
女子半程马拉松赛	2023.5.1	上海长宁	4,800
上海耐克少儿跑	2023.9.3	上海黄浦	4,000
上海赛艇公开赛	2023.9.16-9.17	上海静安、黄浦、虹口	700
上海 10 公里精英赛	2023.10.22	上海普陀	8,000
上海马拉松	2023.11.26	上海黄浦、静安、徐汇	38000

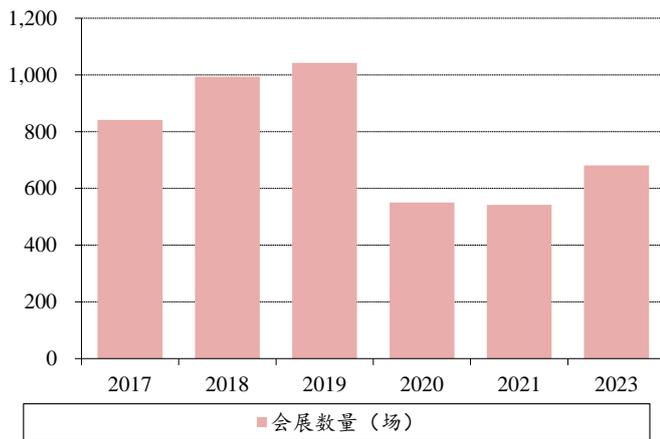
资料来源：公司公告，中银证券

## 立足上海大本营，区位优势得天独厚

**稀缺优渥的展馆资源——上海世博展览馆。**世博馆产权由公司大股东东浩兰生持有，公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，并负责对外出租展位及提供场馆配套服务。该场馆保持着八万平米以下展馆出租面积第一的全国纪录，展馆运营效率较高，出租率在同等体量场馆中的国内排名靠前。据公司公告，2023 年全年展馆共承办 95 个项目，总出租面积超 1000 万㎡，出租率达 40.26%。

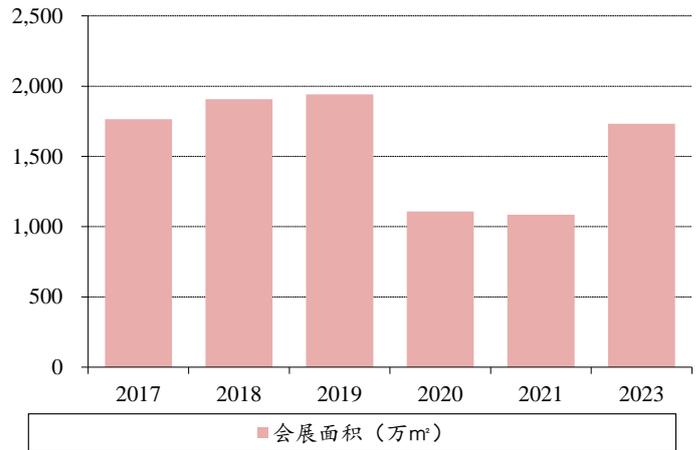
**孕育会展高地的土壤——良好的经济发展基础。**会展被称为经济发展的晴雨表，会展业的繁荣离不开优越的经济基础。上海依托产业、区位、人才等优势，服务业对外开放水平位居全国前列；且拥有大型国际机场和港口资源，便于与世界各国进行交流，均为上海的会展行业发展奠定了基础。疫情之前上海展馆展能和规模均在全国居首，据上海会展研究院数据，2019 年上海的展览面积、大型展面积、超大型展面积、国际化率、品牌展入选世界百强占比等指标均为全国第一。据上海市会展行业协会数据，2023 年上海市共举办各类展览活动 681 个，总面积 1732.67 万平方米，办展面积已恢复至 2019 年的近九成；国际展面积占全市展览总面积的 84.93%，较 2019 年提高了 7.5pct。

图表 24.2017-2023 年上海市会展数量



资料来源：上海市会展行业协会，中银证券

图表 25. 2017-2023 年上海市会展面积



资料来源：上海市会展行业协会，中银证券

**积极利好的政策导向——《上海市推动会展经济高质量发展 打造国际会展之都三年行动方案（2023-2025 年）》。**该《方案》提出，到 2025 年，进入国际展览业协会（UFI）认证的机构数量超过 35 家，要培育 2-3 家具有国际竞争力的会展集团，展览场馆运营能力进一步提升，聚集一批专业化会展配套服务企业。公司实控人为上海市国资委，有望受益于上海市政府的支持和资源的倾斜。

## 未来看点：“会展中国”拓市场，“数字会展”提效能

### 内生外延齐头并举，稳步推进“会展中国”战略

存量重点培育，聚焦核心业务圈。公司聚焦高端制造、文体赛事、医疗大健康三大领域，打造以工博会、人工智能大会、上海马拉松、世博展览馆为主体的“3+1”核心业务生态圈，充分发挥品牌效应，加强项目间协同发展，扩大品牌项目辐射能力。会展业务方面，公司主办或承办的大型展会，如工博会、广印展已经达到了一定的规模，后续将发力提升展会的市场化程度。此外将重点培育人工智能大会等 IP，继续提升会展在行业内的影响力。体育赛事方面，公司不断丰富赛事矩阵，除了“三上”系列以外，公司也在逐步向室内赛事活动拓展。

图表 26.公司打造“3+1”核心业务生态圈



资料来源：东浩兰生会展集团公众号，中银证券

深入实施“会展中国”战略，实现业务版图扩张。公司聚焦长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、京津冀等重大国家战略发展区域，通过项目合作、股权合作、战略合作等多种方式实现区域拓展。同时公司也在加大海外布局力度。

核心展会实现异地扩张，国内海外并进布局区域市场。公司旗下的多个展会品牌已在行业内沉淀多年，并形成良好口碑，在此基础上公司也在积极推进优质品牌复制输出。广印展在上海历经 30 年的沉淀与发展，公司已于 2012 年将该品牌拓展至北京，2023 年第 13 届北京国际广印展展会面积达 3.5 万平方米，汇集海内外 400 余家广告行业知名企业参展商。工博会在上海历经了 23 届成长，公司将工博会品牌扩张至成都、华南地区，并与全球知名会展集团汉诺威展开合作。2023 年 4 月，两者共同主办的第二届成都工博会规模达 6 万平方米，吸引了全球超过 650 家工业类的企业，其中专精特新企业的占比达 30%，专业观众数量超 4 万人次。同年 6 月，公司与汉诺威共同于深圳举办华南工博会，展会规模达 8 万平方米，吸引超 800 家参展企业和 12 万名专业观众，创下历史新高。同时公司也在采取国际合作拓展海外市场，2023 年通过设立 WAIC 海外分会场，世界人工智能大会完成了首次出海尝试。

**兼并收购持续推进，勾勒新型成长曲线。**公司近年外延扩张持续落地，先后收购了 CMM 中国电子制造自动化&资源展和 TOPS 它博会，布局电子和新型消费行业，丰富展会矩阵。CMM 展于 2024 年 5 月成功举办第八届展会，规模超 5 万 m<sup>2</sup>，吸引了约 5 万名专业观众和超 700 家展出品牌。CMM 展将与中国工博会、华南东莞展以及华南工博会形成互补互助效应，助推业务地域协同发展，进一步提升公司在智能制造领域展会的综合实力。2024 年 4 月，第四届“TOPS 它博会”于上海世博馆举办，展馆面积超 7 万 m<sup>2</sup>，展商数超 800 家，参展品牌约 4000 个，展期由 3 天延长至 4 天，首日到场专业观众数量更是同比增 30%。未来公司将聚焦高端制造/人工智能、文体赛事、医疗大健康三大高景气领域进行投资，丰富公司 IP 矩阵。

**借助世博馆勘查，产业基金助力孵化。**上海世博展览馆是公司收购标的的孵化基地，每年在展览馆中举办近百场展会，公司在其中跟踪关注合适的标的。公司账目现金和金融资产雄厚，资金实力较强，为公司通过资本运作开拓会展新领域奠定基础。2022 年 2 月，公司与东浩兰生瑞力等合作共同设立“上海新会展产业私募投资基金合伙企业”，该基金总规模 10 亿元，首期目标 6.01 亿元，公司拟认缴出资 3 亿元，占比 49.92%，未来投资领域涵盖会展行业、会商旅文体联动发展项目和其他现代服务业项目，高新技术和新兴产业项目、国企混改项目等。外延收购有望成为公司实现快速发展的增长引擎。

## 践行“数字会展”战略，数字化能力不断升级

**践行“数字会展”战略，升级数字化能力实现模式创新。**公司从“数字战略”、“数字管理”、“数字平台”、“数字组织”、“数字展馆”、“数字业务”等六个维度，全方位构建“数字会展”的管理体系。为建设“更安全、更高效、更便捷”的智慧展馆，公司利用人工智能、物联网等技术，提升展馆整体的软硬件设备，为打造国际品牌展会的高地奠定基础。2023 年，公司合资成立上海东浩兰生元数文化科技有限公司，围绕“创意技术数字会展与营销”提供数字会展、会展技术延伸、数字广告、技术应用服务、数字营销等服务。同时，公司着力打造“管理信息化平台”、“云展览平台”、“大数据平台”三大平台，积极赋能“数字会展”。

图表 27.公司深化数字会展战略



资料来源：东浩兰生会展集团公众号，中银证券

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们预计 24-26 年公司收入分别为 16.46/18.86/21.37 亿元，yoy 分别+15.76%/+14.59%/+13.29%，对应毛利率分别为 33.01%/34.24%/34.93%。分板块来看：

(1) **会展组织业务**：我们预计近两年公司将发力中小型展会的扩张，总体增速较为稳健；随着展会规模扩大带来的规模效应，以及市场化程度提升有望带动毛利率增长，预计 24-26 年将实现收入 8.69/9.90/11.19 亿元，对应毛利率分别为 32%/33%/34%。

(2) **会展配套服务**：该板块与会展组织业务高度相关，板块增速与会展组织相似，预计 24-26 年将实现收入 2.50/2.80/3.08 亿元，对应毛利率分别为 26%/27%/27%。

(3) **展馆运营业务**：公司旗下的世博展馆资源优越，且 23 年出租率尚未完全恢复至疫前水平，预计 24 年仍有提升空间，预计 24-26 年将实现收入 3.25/3.83/4.45 亿元，对应毛利率分别为 38%/40%/41%。

(4) **赛事活动业务**：“上帆”为公司今年新拓展赛事，且公司近两年存在扩张室内赛事的计划，预计 24-26 年将实现收入 1.81/2.10/2.41 亿元。短期内由于新赛事处于培育期，毛利端不会出现明显增长，对应毛利率分别为 37%/38%/38%。

图表 28. 主营业务营收及毛利预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>会展组织业务</b>				
营业收入	755.36	868.66	990.27	1,119.01
yoy(%)	246.84	15.00	14.00	13.00
毛利率(%)	31.68	32.00	33.00	34.00
<b>会展配套服务</b>				
营业收入	219.09	249.76	279.74	307.71
yoy(%)	(6.56)	14.00	12.00	10.00
毛利率(%)	24.16	26.00	27.00	27.00
<b>展馆运营业务</b>				
营业收入	270.64	324.77	383.23	444.54
yoy(%)	1,007.75	20.00	18.00	16.00
毛利率(%)	35.31	38.00	40.00	40.50
<b>赛事活动</b>				
营业收入	155.72	180.63	209.53	240.96
yoy(%)	58.87	16.00	16.00	15.00
毛利率(%)	36.11	37.00	38.00	38.00
<b>其他业务</b>				
营业收入	9.52	9.99	10.49	11.02
yoy(%)	136.90	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	97.67	98.00	98.00	98.00
<b>合计</b>				
营业收入	<b>1,421.96</b>	<b>1,646.03</b>	<b>1,886.21</b>	<b>2,136.84</b>
yoy(%)	<b>83.93</b>	<b>15.76</b>	<b>14.59</b>	<b>13.29</b>
毛利率(%)	<b>31.90</b>	<b>33.01</b>	<b>34.24</b>	<b>34.93</b>

资料来源：同花顺，中银证券

### 投资建议

公司坐拥会展行业全产业链资源，国资背景下资源禀赋突出，存量业务增长稳健；此外通过内生培育、外延收购持续贡献业绩增量，持续提升数字化能力有望提升效能。我们预计 24-26 年公司收入分别为 16.46/18.86/21.37 亿元，归母净利润分别为 3.03/3.40/3.86 亿元，对应 P/E 分别为 14.3/12.8/11.2 倍。选取米奥会展、风语筑作为可比公司，前者主营业务为境外会展的组织承办，后者主营业务为展示工程，可得其 24-26 年的平均 P/E 为 15.6/12.5/10.9 倍。兰生股份当前估值倍数与可比公司接近，综上所述，首次覆盖，给予增持评级。

图表 29.可比公司估值状况（截至 2024.6.19）

股票代码	公司简称	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603466.SH	风语筑	53.59	2.82	3.45	3.99	4.60	15.51	13.44	11.66
300795.SZ	米奥会展	42.29	1.88	2.70	3.66	4.21	15.66	11.55	10.04
	平均值						15.59	12.50	10.85
600826.SH	兰生股份	43.35	2.75	3.03	3.40	3.86	14.30	12.77	11.23

资料来源：同花顺，中银证券

注：风语筑盈利预测来自同花顺一致预期

## 风险提示

**宏观经济下行风险：**会展行业一定程度上反映了经济和贸易往来的活跃程度，若经济出现下行，将给整个会展行业带来压力。

**外延扩张不及预期风险：**公司目前的存量业务增速较为稳健，外延扩张将成为后续重点增长方向。但公司作为国资企业，收并购受到较为严格的监管，外延扩张的进展可能会不及预期。

**金融资产公允价值变动风险：**公司持有较高比例的交易性金融资产，其公允价值变动会对公司的整体收益造成影响。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	773	1,422	1,646	1,886	2,137
营业收入	773	1,422	1,646	1,886	2,137
营业成本	481	968	1,103	1,240	1,390
营业税金及附加	5	8	10	11	13
销售费用	55	75	82	94	107
管理费用	148	175	198	226	256
研发费用	1	1	1	1	1
财务费用	18	16	4	(5)	(11)
其他收益	15	12	10	5	5
资产减值损失	(3)	0	0	0	0
信用减值损失	(6)	7	(2)	(3)	(3)
资产处置收益	3	53	1	0	0
公允价值变动收益	(119)	(40)	(10)	(10)	(10)
投资收益	119	154	122	105	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	364	370	416	473
营业外收入	51	14	3	3	3
营业外支出	0	1	0	2	2
利润总额	124	377	373	417	474
所得税	15	62	60	67	76
净利润	110	315	312	350	398
少数股东损益	(5)	40	9	11	12
归母净利润	115	275	303	340	386
EBITDA	172	308	362	425	487
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.22	0.52	0.57	0.64	0.73

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,255</b>	<b>2,358</b>	<b>2,505</b>	<b>2,661</b>	<b>3,001</b>
货币资金	1,635	1,423	1,660	1,840	2,162
应收账款	126	128	128	134	139
应收票据	1	0	3	0	3
存货	21	17	44	25	37
预付账款	21	57	25	31	23
合同资产	12	0	11	10	21
其他流动资产	1,439	732	635	621	615
<b>非流动资产</b>	<b>2,506</b>	<b>3,169</b>	<b>3,223</b>	<b>3,180</b>	<b>3,151</b>
长期投资	1,874	2,073	2,223	2,303	2,373
固定资产	20	537	537	534	527
无形资产	1	1	1	0	0
其他长期资产	612	558	462	344	250
<b>资产合计</b>	<b>5,761</b>	<b>5,527</b>	<b>5,728</b>	<b>5,842</b>	<b>6,152</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,759</b>	<b>961</b>	<b>1,173</b>	<b>1,167</b>	<b>1,280</b>
短期借款	500	100	100	0	0
应付账款	293	298	284	301	317
其他流动负债	966	563	789	866	963
<b>非流动负债</b>	<b>415</b>	<b>596</b>	<b>432</b>	<b>382</b>	<b>382</b>
长期借款	0	196	0	0	0
其他长期负债	415	400	432	382	382
<b>负债合计</b>	<b>2,174</b>	<b>1,556</b>	<b>1,605</b>	<b>1,549</b>	<b>1,662</b>
股本	533	529	529	529	529
少数股东权益	67	98	107	118	130
归属母公司股东权益	3,520	3,873	4,015	4,175	4,360
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,761</b>	<b>5,527</b>	<b>5,728</b>	<b>5,842</b>	<b>6,152</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	110	315	312	350	398
折旧摊销	98	107	111	114	121
营运资金变动	344	(471)	239	108	85
其他	(102)	(86)	(115)	(90)	(81)
<b>经营活动现金流</b>	<b>451</b>	<b>(136)</b>	<b>547</b>	<b>482</b>	<b>522</b>
资本支出	(9)	(596)	(20)	(22)	(41)
投资变动	(132)	520	(100)	(80)	(70)
其他	(213)	(56)	123	105	100
<b>投资活动现金流</b>	<b>(353)</b>	<b>(132)</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>(11)</b>
银行借款	500	(204)	(196)	(100)	0
股权融资	22	(36)	(161)	(180)	(201)
其他	(97)	(146)	44	(25)	11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>426</b>	<b>(386)</b>	<b>(313)</b>	<b>(305)</b>	<b>(190)</b>
<b>净现金流</b>	<b>523</b>	<b>(654)</b>	<b>237</b>	<b>180</b>	<b>321</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(16.4)	83.9	15.8	14.6	13.3
营业利润增长率(%)	(47.8)	392.9	1.6	12.4	13.7
归属于母公司净利润增长率(%)	(4.6)	140.5	10.1	12.0	13.6
息税前利润增长率(%)	28.3	172.1	25.0	23.6	18.1
息税折旧前利润增长率(%)	13.8	78.6	17.6	17.3	14.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(4.6)	140.5	10.1	12.0	13.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	9.6	14.1	15.3	16.5	17.2
营业利润率(%)	9.6	25.6	22.5	22.0	22.1
毛利率(%)	37.7	31.9	33.0	34.2	34.9
归母净利润率(%)	14.8	19.4	18.4	18.0	18.1
ROE(%)	3.3	7.1	7.5	8.1	8.8
ROIC(%)	42.1	16.1	36.7	78.3	206.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率	1.9	2.5	2.1	2.3	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	7.2	11.2	12.9	14.4	15.7
应付账款周转率	2.9	4.8	5.7	6.4	6.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	7.1	5.3	5.0	5.0	5.0
管理费用率(%)	19.2	12.3	12.0	12.0	12.0
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	2.3	1.1	0.2	(0.3)	(0.5)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.5	0.6	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	(0.3)	1.0	0.9	1.0
每股净资产(最新摊薄)	6.7	7.3	7.6	7.9	8.2
每股股息	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	37.9	15.7	14.3	12.8	11.2
P/B(最新摊薄)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.5	5.7	2.2	0.9	0.0
价格/现金流(倍)	9.6	(32.0)	7.9	9.0	8.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371