

中信证券研究部



罗鼎
首席建筑&水泥
分析师
S1010516030001



联系人：杨畅

核心观点

公司为京津冀生态绿化龙头，深耕园林绿化，大力发展生态修复，积极打造全国性跨区域经营格局。2019 年业绩增速+37.2%，业绩拐点显现，且订单放量现金充足，资产负债表扩张潜力大，业绩有望由此步入快车道。我们维持 2020-2022 年净利润预测 2.9/3.7/4.6 亿元，对应 EPS 预测 1.38/1.76/2.21 元（不考虑转增股本影响），对应 PE 为 12.5x/9.8x/7.8x。参考同行业的估值水平，并考虑公司在京津冀的优势地位、行业内领先的高利润率及潜在的杠杆空间，我们维持目标价 20.85 元（对应 2020 年 15 倍 PE）及“买入”评级。

■ **京津冀生态绿化龙头，积极布局全国市场。**公司 2019 年业绩拐点显现，营收/归母净利润同比+39.6%/+36.9%，毛利率和净利率为 40.6%/29.0%，盈利能力居行业首位；业务结构以市政绿化和生态修复为核心，2019 年贡献营收比例分别为 79%/17%；立足京津冀（2019 收入/毛利占比 79%/85%），积极拓展全国市场，侧重布局财政能力较好的地区，收缩财政状况较弱地区业务。

■ **生态环保行业持续高增，京津冀园林绿化“补短板”市场广阔。**1) 生态环保行业景气延续：2019 生态环保投资增速 41%，位居基建细分领域之首；2020 年 1-4 月专项债流向生态环保比例 10.5%，较 2019 年提升 8.7pcts；受益于逆周期调节持续加码和新基建的发展，环保治理投入料保持强度。2) 公司所处的传统强势区域京津冀的园林绿化潜力大：京津冀的城市绿化覆盖率和人均绿地面积与长三角、甚至全国平均水平均存在一定差距，还有较大提升空间：对标长三角地区，以城市建成区绿地覆盖率为标准，则京津冀绿化面积还有 49%的差距；以人均绿地占地面积为标准，则京津冀绿化面积还有 70%的差距。

■ **订单放量且新签 PPP 项目优质，叠加在手现金充沛，料支持业绩保持高增。**2019 年新签订单 35 亿元（EPC/PPP 订单 13/22 亿元），其中公司权益部分 22 亿元（同比约+300%），订单增速位居园林行业首位。新签 PPP 项目共 3 个，项目质量优异：1) 项目建设期短（大多为 1 年）、资金占用周期较短；2) 均有银行项目贷款支持，预计建设期回款顺畅；3) 其中有两项目与央企国企联合中标，项目的落地开展料较顺利；4) 现金充沛下资本金出资压力较小（PPP 项目资本金合计占 2019 现金比例 30%，且部分资本金已缴付）。此外，公司现金充足率行业第一，2019 货币资金/总资产 37%，负债率全行业最低，2019 负债率 34%，订单仍有较大增长空间；同时我们预计公司目前在手未完订单约 20 亿元（订单收入比约为 3 倍），料支持业绩继续保持较快增长。

■ **联合央企有效开拓市场，科研创新发展生态修复。**公司加强与央企国企合作，联合中标大型综合类项目，有效开辟异地市场，2019 年联合中标订单占比达 45%；通过联合中标形式，公司近年在雄安中标多单（累计中标订单 10 亿元），市场知名度高，未来料将受益雄安的建设推进。公司科研实力雄厚，与高校合作打造了四大省级研究平台，专攻生态修复细分领域，生态修复业务的体量和覆盖面均有较大发展（2019 年生态修复订单占比 60%）。

■ **风险因素：**地方政府财政实力恶化；PPP 项目拓展、回款周期延长导致现金流恶化等。

绿茵生态	002887
评级	买入（维持）
当前价	17.32 元
目标价	20.85 元
总股本	208 百万股
流通股本	67 百万股
52 周最高/最低价	20.21/13.88 元
近 1 月绝对涨幅	2.00%
近 6 月绝对涨幅	12.69%
近 12 月绝对涨幅	10.58%

■ **投资策略：**考虑园林行业仍是基建最优细分，资金端宽松及再融资放松下行业料迎来业绩及估值修复，以及公司资金、订单储备充足，我们维持 2020-2022 年净利润预测 2.9/3.7/4.6 亿元，对应 EPS 预测 1.38/1.76/2.21 元（不考虑转增股本影响），对应 PE 为 12.5x/9.8x/7.8x。参考同行业的估值水平，并考虑公司在京津冀的优势地位、行业内领先的高利润率及潜在的杠杆空间，我们维持目标价 20.85 元（对应 2020 年 15 倍 PE）及“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	1,002	1,320	1,678
营业收入增长率	-26.6%	39.6%	40.5%	31.8%	27.1%
净利润(百万元)	153	209	288	366	461
净利润增长率	-14.4%	36.9%	37.7%	27.3%	25.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.95	1.00	1.38	1.76	2.21
毛利率%	39.1%	40.6%	40.5%	40.1%	39.7%
净资产收益率 ROE%	8.8%	10.9%	13.4%	15.0%	16.4%
每股净资产（元）	8.4	9.2	10.3	11.8	13.5
PE	18.2	17.3	12.5	9.8	7.8
PB	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 13 日收盘价

目录

京津冀生态绿化龙头，积极布局全国市场.....	1
2019 年业绩拐点显现，利润率位居行业之首	2
深耕市政园林绿化，大力发展生态修复	3
立足京津冀，积极布局全国市场	4
生态环保行业景气度高，京津冀园林绿化市场广阔	5
逆周期调节持续加码，行业需求保持稳增	5
京津冀园林绿化潜力大，政策助力补短板	7
订单放量现金充沛，业绩有望保持高增	10
订单增速行业第一，投资类项目优质	10
现金充沛负债率低，有望增强业绩弹性	11
强强联合开拓市场，科研创新转型升级	12
联合央企开拓市场，把握雄安发展机遇	12
科研创新实力雄厚，助力布局生态修复	12
风险因素	14
估值及投资评级.....	14

插图目录

图 1：绿茵生态历史沿革.....	1
图 2：生态修复代表项目：天津市滨海科技园河道景观工程	1
图 3：市政园林代表项目：京沪高速天津张家窝站	1
图 4：绿茵生态股权结构.....	2
图 5：公司历年营业收入及增速	2
图 6：公司历年归母净利润及增速	2
图 7：公司费用率.....	3
图 8：公司利润率.....	3
图 9：各业务贡献收入占比	3
图 10：各业务贡献毛利占比	3
图 11：两大主营业务营收及增速	4
图 12：两大主营业务毛利率	4
图 13：各区域贡献收入占比	4
图 14：各区域贡献毛利占比	4
图 15：2018 年全国各省债务率水平一览（政府性债务/GDP）	5
图 16：基建、生态环保投资同比增速.....	6
图 17：2020 年全国专项债基建领域统计（截止到 4 月 20 日）	6
图 18：2020 年京津冀专项债发行领域统计（截止到 4 月 20 日）	6
图 19：2020 年各省/直辖市生态环保专项债额度（亿元）（截止到 4 月 20 日）	7
图 20：京津冀城市园林建设投资额	7
图 21：长三角城市园林建设投资额	7
图 22：京津冀城市园林绿地面积	8
图 23：长三角城市园林绿地面积	8
图 24：城市建成区绿化覆盖率.....	8
图 25：城市人均绿地面积.....	8
图 26：2018 年京津冀地区园林绿化情况	9
图 27：园林行业公司 2018-2019 年新签订单及增速.....	10
图 28：园林行业公司货币资金/总资产	11
图 29：园林行业公司资产负债率	11
图 30：公司历年研发投入	13
图 31：公司取得的专利成果	13

表格目录

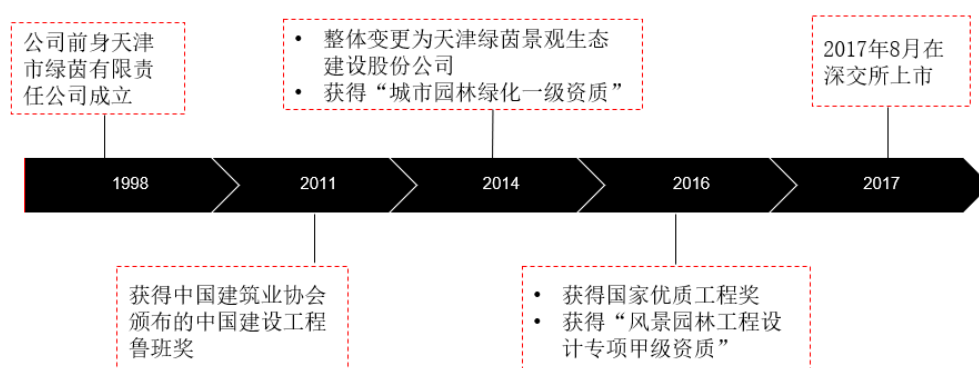
表 1：生态环保相关政策.....	5
表 2：京津冀园林绿化面积提升空间测算	9
表 3：京津冀园林绿化相关政策	9
表 4：公司 2019 年中标 PPP 订单	10
表 5：公司近年联合中标订单.....	12
表 6：公司雄安新区中标订单.....	12
表 7：公司生态修复领域研发平台/成果	13
表 8：公司今年中标生态修复订单	13

表 9：生态园林行业可比公司 EPS 及 PE 情况	14
表 10：绿茵生态盈利预测与估值	15

■ 京津冀生态绿化龙头，积极布局全国市场

天津绿茵景观生态建设有限公司成立于 1998 年 11 月，公司主营业务为生态修复及市政园林绿化工程，具体业务包括盐碱地修复、河道治理、湿地保护、荒山及矿山修复、城市道路绿化、广场公园绿化工程等。公司拥有二十余年的生态景观行业丰富经验，早期以承接传统景观项目建设为主，近两年以 EPC 及 PPP 模式逐步进入生态修复领域，目前拥有“城市园林绿化一级”、“风景园林设计专项甲级”、“市政总承包三级”等资质，已成为天津乃至京津冀区域的生态修复及园林绿化龙头。

图 1：绿茵生态历史沿革



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 2：生态修复代表项目：天津市滨海科技园河道景观工程



资料来源：公司公告、中信证券研究部

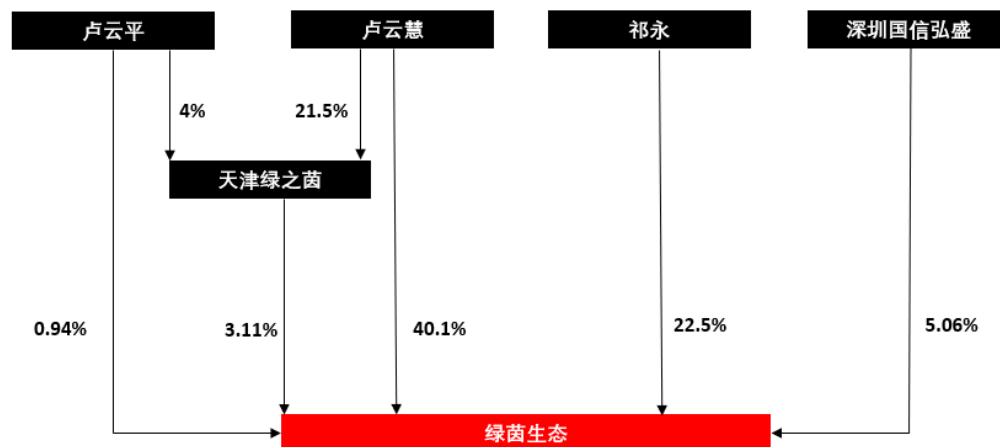
图 3：市政园林代表项目：京沪高速天津张家窝站



资料来源：公司公告、中信证券研究部

董事长卢云慧家族为公司实际控制人，公司股权结构相对集中。截至 2019 年三季度报，第一大股东卢云慧持股比例 40.1%，第二大股东祁永（卢云慧丈夫）、第六大股东卢云平（卢云慧弟弟）分别持有公司 22.5%、0.94% 的股份，卢云慧家族合计持有公司 63.54% 的股份，公司前 10 大股东总股数占比 74.28%。

图 4：绿茵生态股权结构

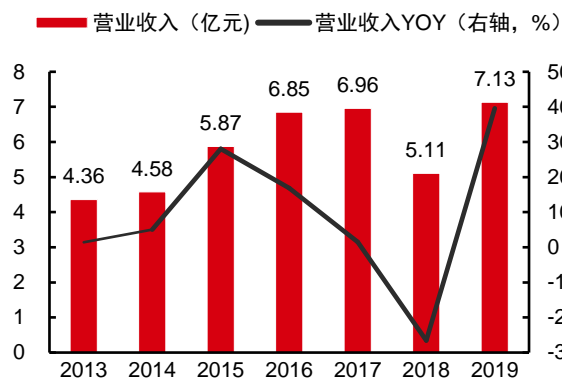


资料来源：公司公告、中信证券研究部

2019 年业绩拐点显现，利润率位居行业之首

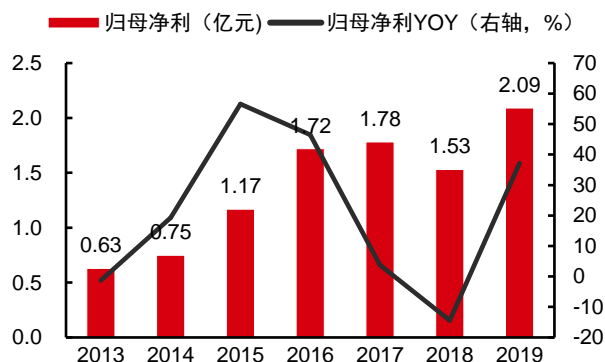
营收和利润增速触底反弹，2019 年业绩快速增长。2013-2015 年，公司营收和归母净利润均保持稳步增长态势，营收和归母净利润的三年 CAGR 分别为 8%/16%；2016-2018 年，受园林行业调整的影响，公司业绩增速呈下行趋势。公司率先从行业调整中恢复，2019 年业绩较快增长，2019 年公司实现营收 7.1 亿元，同比+39.6%；归母净利润 2.1 亿元，同比+36.9%，收入和净利润增速分别较 2018 年提升 66pcts/51pcts。

图 5：公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 6：公司历年归母净利润及增速

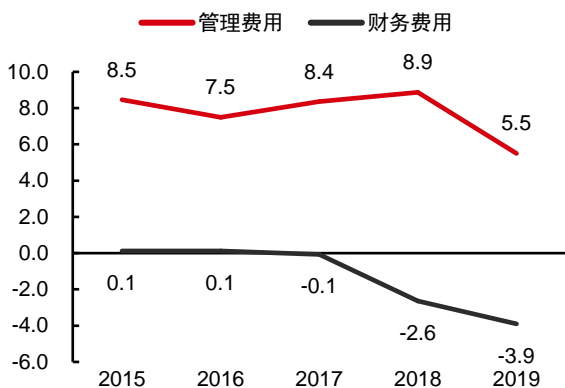


资料来源：Wind、中信证券研究部

毛利率位居行业之首，费用控制得当，净利率趋于上升。2017 年以来公司毛利率超 40%，处于全行业首位；同时费用控制得当，在手现金充沛，利息收入逐年上升，2019 年管理费用率/财务费用率分别为 5.5%/-3.9%。优异的毛利率以及良好的费用控制，使得过去五年内净利率逐步提升，2019 年公司净利率达 29.0%。我们认为公司毛利率优于同行，主要因为其专注于传统经营范围（京津冀）及传统优势领域（盐碱地等生态修复及市

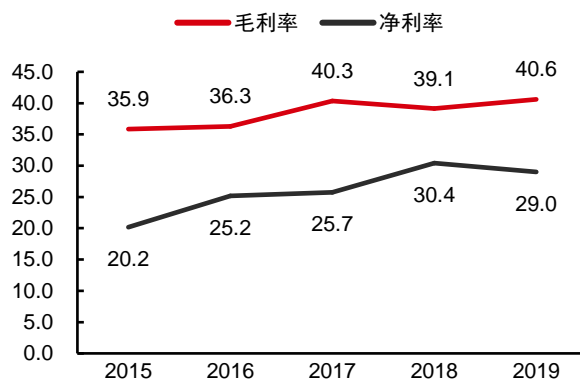
政绿化项目)。随着公司逐步扩张业务版图,我们预计公司未来利润率或有一定回落,但仍将保持行业前列。

图 7: 公司费用率 (%)



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 8: 公司利润率 (%)

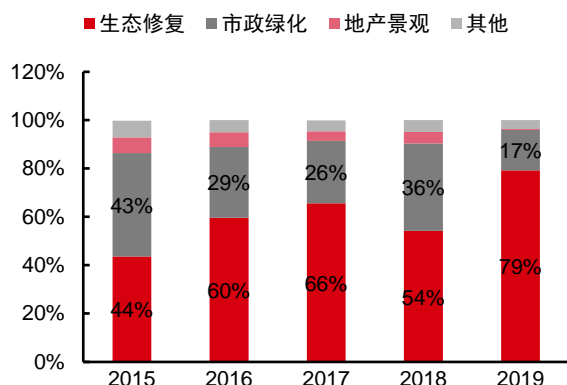


资料来源: Wind、中信证券研究部

深耕市政园林绿化, 大力发展生态修复

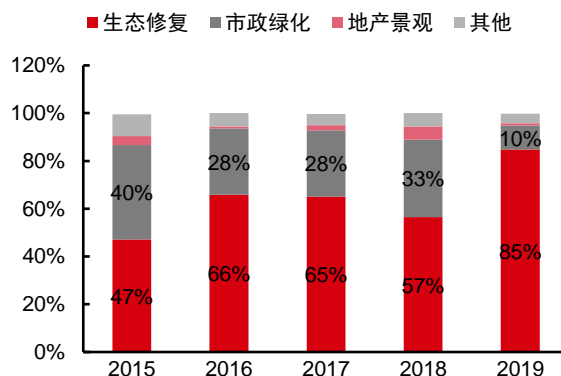
公司深耕市政绿化领域多年, 近年大力发展生态修复业务, 积极向生态环境综合运营服务商转型。公司拥有二十余年的生态景观行业经验, 近年来在承接市政园林绿化业务的基础上, 以 EPC 及 PPP 模式进入生态修复领域。2012 年以来, 市政绿化和生态修复两大业务贡献了公司 90% 以上的收入和利润, 成为公司的核心业务和主要业绩来源。顺应国家生态文明建设的政策方针, 公司积极向生态环境综合运营服务商转型, 加大生态修复业务的承接力度。公司生态修复业务营收从 2012 年的 1.3 亿元快速增长到 2019 年的 5.7 亿元, 七年 CAGR 达 24%, 2019 年营收占比高达 79%。毛利率方面, 生态湿地项目和市政道路绿化均属于毛利率较高的细分领域, 分别为 43.2% 和 24.9%。

图 9: 各业务贡献收入占比 (%)



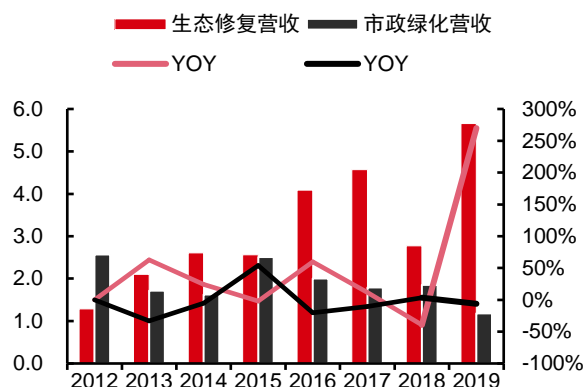
资料来源: Wind、中信证券研究部

图 10: 各业务贡献毛利占比 (%)



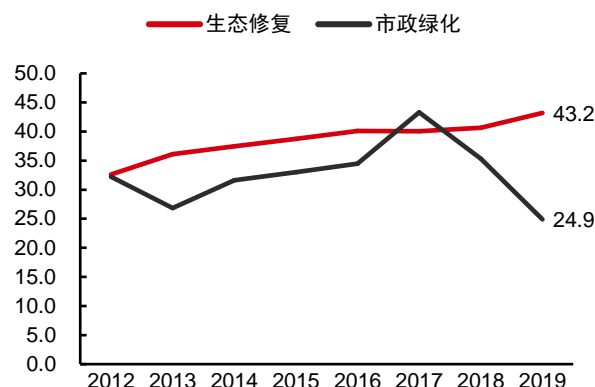
资料来源: Wind、中信证券研究部

图 11: 两大主营业务营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 12: 两大主营业务毛利率 (%)

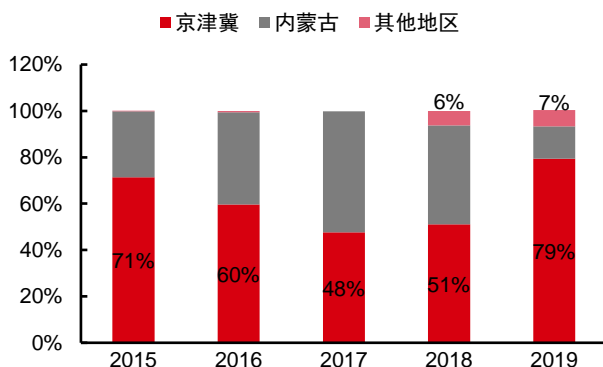


资料来源: Wind、中信证券研究部

立足京津冀，积极布局全国市场

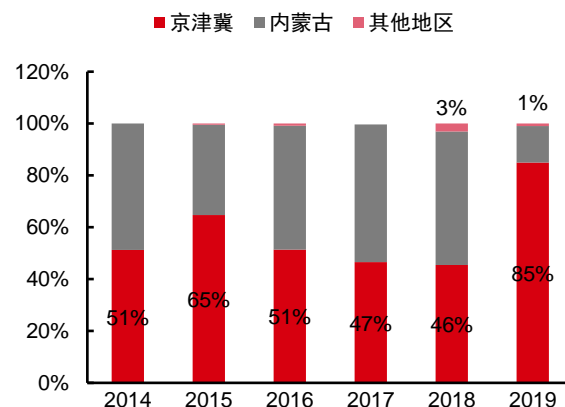
贯彻扎根京津冀、布局全国的战略规划，助力新签订单放量增长。2017 年以前公司的经营范围以京津冀和内蒙古为主，2018 以来公司坚持布局全国的战略，积极进行区域扩张，先后在河北、河南、山东和江苏等地区建立分公司进行力量储备和部署，2017-2019 京津冀和内蒙古以外地区的贡献收入比例由不到 1%大幅提升至 7%，开拓市场成效显著。受益于布局全国战略，公司 2019 年新签合同额创历史新高，中标合同额 34 亿元，其中公司权益部分 22 亿元，较 2018 年增长约 3 倍。

图 13: 各区域贡献收入占比



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 14: 各区域贡献毛利占比

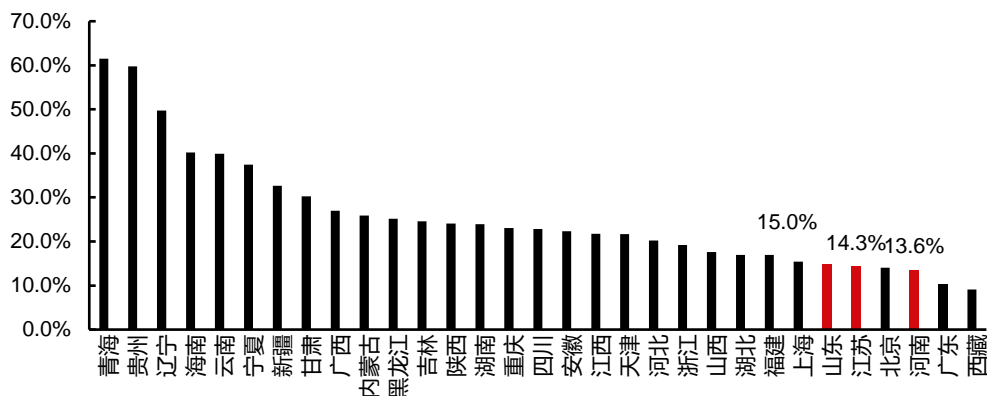


资料来源: Wind、中信证券研究部

积极布局财政能力较好的地区，收缩在财政状况较弱地区的业务。公司成立于天津，在京津冀市场发展壮大，2012 年以前京津冀地区收入占比超 85%；2012 年以后，公司逐步向全国范围扩张，因在盐碱地治理的独特优势，公司选择在内蒙古进行布局，内蒙古业务收入在 2012-2017 年间迅速提升（收入占比从 11%提升至 52%），但当地财政能力较为疲弱，内蒙古在 2018 年 PPP 监管下受到较大冲击，至 2019 年内蒙古业务收入占比已收缩至 14%。2018-2019 年公司在华东和华中市场开拓成效显著，在河南、江苏和山东陆续

取得大额订单，以政府性债务/GDP 测算债务率，2018 年河南/江苏/山东的债务率分别为 13.6%/14.3%/15.0%，在全国范围内属于偏低水平，地方政府的财政能力较好。我们认为，公司在开拓全国市场的过程中，会向财政能力较好的地区倾斜，在内蒙古地区的业务料将有所收缩。

图 15：2018 年全国各省债务率水平一览（政府性债务/GDP）



资料来源：Wind、中信证券研究部

■ 生态环保行业景气度高，京津冀园林绿化市场广阔

逆周期调节持续加码，行业需求保持稳增

国家高度重视生态环保，疫情冲击之下逆周期调节持续加码，生态环保作为基建补短板的重要领域料将受益于新基建发展。国家高度重视生态文明建设，2012 年党的“十八大”将生态文明建设纳入“五位一体”总体布局的战略目标，2017 年党的“十九大”将美丽中国纳入强国目标，2018 年党中央和国务院要求坚决打赢蓝天、碧水、净土保卫战；2020 年 4 月 17 日中共中央政治局会议召开，要求以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，支持基建逐步细化，加强传统基建和新基建投资，生态环保作为补短板、改善民生的重要领域，符合新基建的内涵和要求，料将持续受益于新基建的发展。

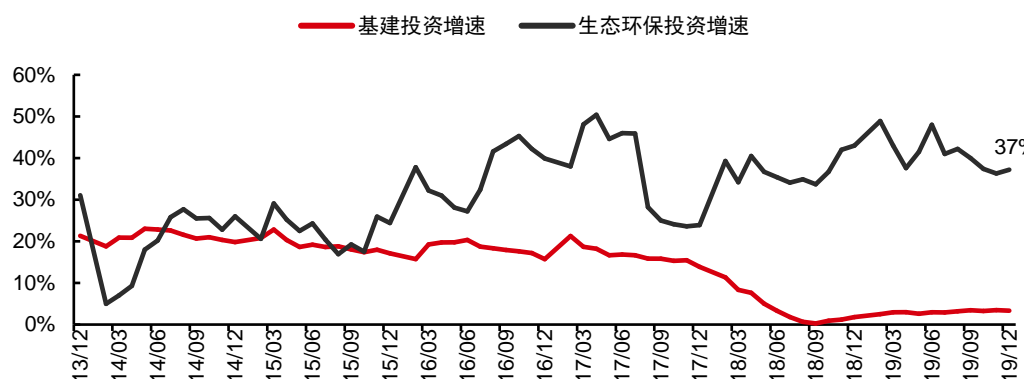
表 1：生态环保相关政策

时间	政策文件/会议	内容
2013 年 11 月	中共十八大	从经济、政治、文化、社会、生态文明五个方面，制定了新时代统筹推进“五位一体”总体布局的战略目标。
2017 年 10 月	中共十九大	生态文明建设功在当代、利在千秋，关系重大，并将美丽中国纳入强国目标。
2018 年 6 月	《全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	明确要求大气、水、土壤污染防治行动计划要深入实施，生态系统保护和修复重大工程进展顺利，生态文明建设成效显著。
2020 年 3 月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	到 2025 年，建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系，形成导向清晰、决策科学、执行有力、激励有效、多元参与、良性互动的环境治理体系。
2020 年 4 月	中共中央政治局会议	会议强调加大“六稳”力度并提出“六保”，以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，加强传统基础设施和新型基础设施投资

资料来源：国家生态环境部、新华社、中信证券研究部

生态环保投资创新高，投资增速位居基建细分领域之首，行业需求保持高速增长。生态环保投资完成额从 2013 年的 1416 亿元高速增长到 2019 年的 7388 亿元，六年复合增长率达 32%。2017 年下半年起，基建投资增速从 20% 水平逐步下滑至 0% 左右水平，2018Q4 企稳后，2019 年基建全年保持 3% 左右的温和复苏，而生态环保的投资增速仍保持 30% 以上的较快增长。生态环保投资增速 2018/2019 年分别为 43%/37%，分别高于同期基建投资增速 31pcts/34pcts，生态环保行业需求保持高速增长。受益于逆周期调节和新基建发展，预计 2020 年生态保护投资仍将保持高速增长。

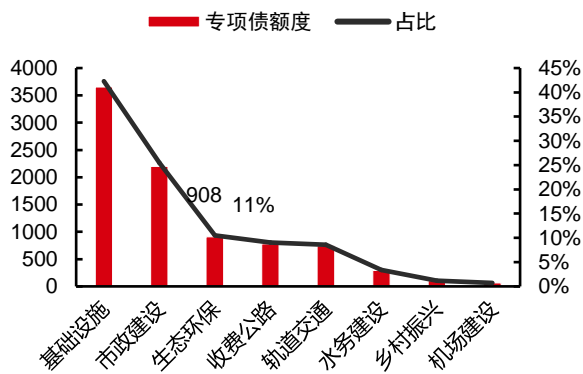
图 16：基建、生态环保投资同比增速



资料来源：Wind、中信证券研究部

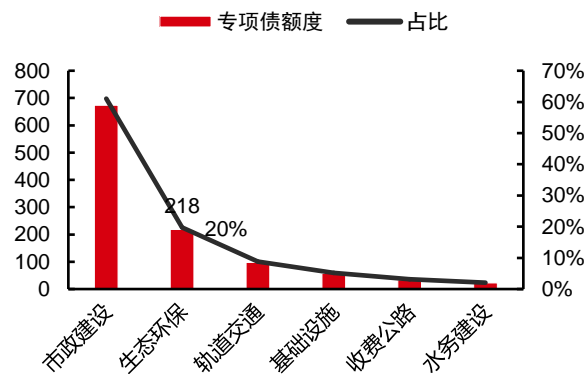
专项债大幅向生态环保领域倾斜，京津冀地区尤其突出。根据我们对 2020 年提前批专项债细分领域投向的统计数据，截止 4 月 20 日，2020 年专项债发行总额为 23,992 亿元，投入基建额度 8,640 亿元，投入生态环保的专项债额度 908 亿元，占比基建领域 10.5%，较 2019 年 1.8% 提升 8.7pcts，专项债流向生态环保比例大幅提高。其中，京津冀地区投入生态环保的专项债额度 218 亿元（天津/河北分别为 179/39 亿元），占比基建领域 20%，较同期全国生态环保专项债比例 10.5% 显著高出 9.5pcts，专项债向生态环保领域大幅倾斜；叠加专项债用作生态环保项目资本金比例下调，料将为行业需求高增提供资金支持。

图 17：2020 年全国专项债基建领域统计（截止到 4 月 20 日）



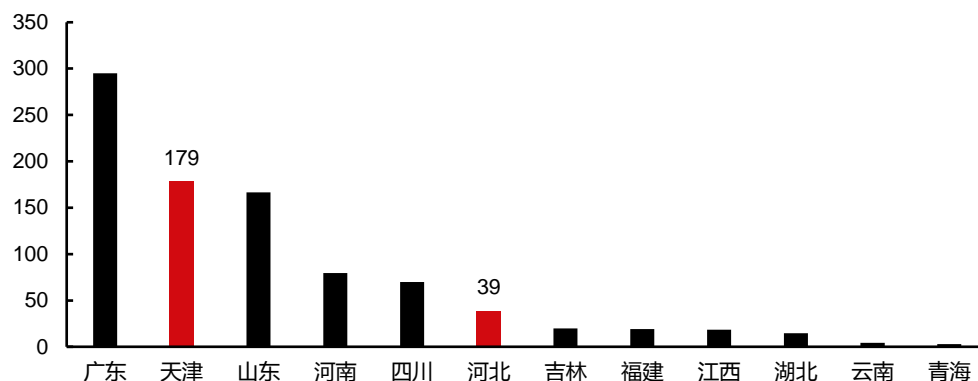
资料来源：中国债券信息网，中信证券研究部

图 18：2020 年京津冀专项债发行领域统计（截止到 4 月 20 日）



资料来源：中国债券信息网，中信证券研究部

图 19：2020 年各省/直辖市生态环保专项债额度（亿元）（截止到 4 月 20 日）



资料来源：中国债券信息网，中信证券研究部

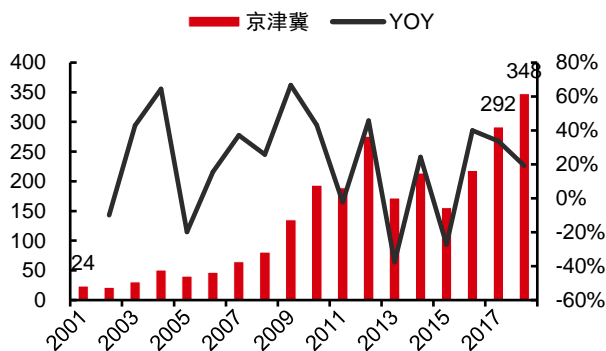
综上，短期来看，受益于逆周期调节力度持续加大和新基建的发展，环保治理的投入料将保持强度；中长期来看，生态环境治理是中国高质量发展的必然要求，园林绿化等建设要求将长期存在，生态环保行业的长期前景仍然向好。

京津冀园林绿化潜力大，政策助力补短板

对标长三角地区，京津冀园林绿化仍有长足提升空间

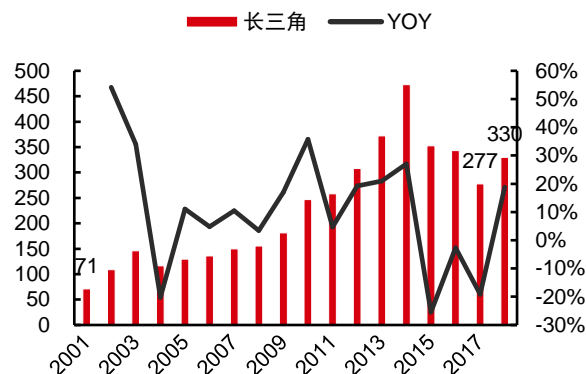
相较于长三角地区，京津冀的园林绿化发展基础较弱，累计投资规模仍有差距。2001 年京津冀地区城市园林建设完成投资额 24 亿元，仅为同期长三角地区投资额的 34%，园林绿化发展基础较弱；尽管后期京津冀整体投资额同比增速高于长三角地区，但投资完成额仍与同期长三角存在较大差距，直到 2017 年投资规模才与长三角持平。2001-2018 年，京津冀累计园林投资完成额 2,552 亿元，占同期全国累计园林投资完成额 13%；上海累计园林投资完成额 4,153 亿元，占同期全国累计园林投资完成额比例 22%。

图 20：京津冀城市园林建设投资额（亿元）



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 21：长三角城市园林建设投资额（亿元）

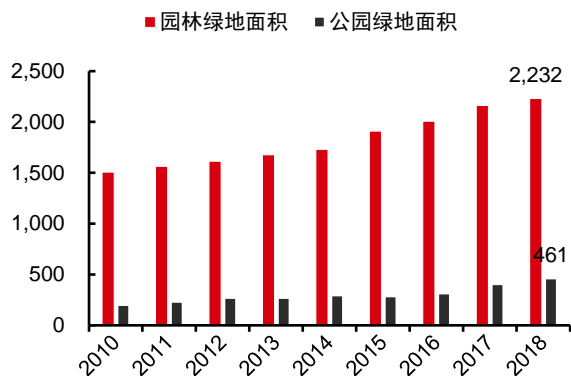


资料来源：Wind、中信证券研究部

从绝对值来看，京津冀的园林绿地和公园绿地面积均落后于长三角。2002 年京津冀城市园林绿地面积 846 平方公里，仅为长三角绿地面积的 44%，发展基础薄弱；2002-18 年京津冀和长三角城市园林绿化面积十七年 CAGR 分别为 5.9%/6.9%，京津冀园林绿化

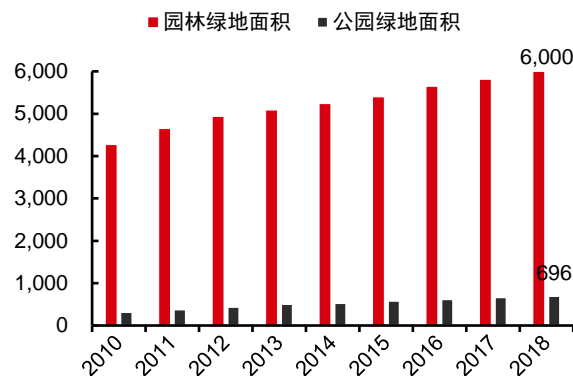
的发展进程较慢；至 2018 年京津冀城市园林绿地面积 2,232 平方公里，仅为长三角绿地面积的 37%，两地之间的差距进一步拉大。

图 22: 京津冀城市园林绿地面积 (平方公里)



资料来源: Wind、中信证券研究部

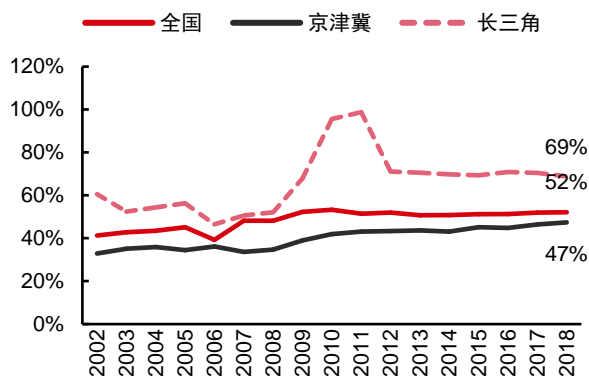
图 23: 长三角城市园林绿地面积 (平方公里)



资料来源: Wind、中信证券研究部

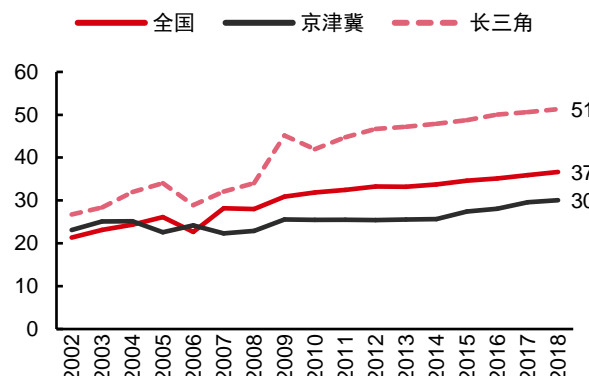
从相对值来看，京津冀的城市绿化覆盖率和人均绿地面积与长三角、甚至全国平均水平平均存在一定差距，还有较大的提升空间。2018 年京津冀城市绿地覆盖率 47%，低于 52% 的全国平均水平，远低于长三角地区 69% 的绿地覆盖率；2018 年京津冀人均绿地面积 30 平米/人，低于 37 平米/人的全国平均水平，远低于长三角地区 51 平米/人的绿地覆盖率。

图 24: 城市建成区绿化覆盖率 (%)



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 25: 城市人均绿地面积 (平方米/人)



资料来源: Wind、中信证券研究部

无论从绝对值还是从相对值来看，京津冀地区的园林绿化还有长足提升的空间。京津冀和长三角同为我国的经济发展的前沿地区，GDP 体量和城镇化率具有高度的可比性，参考长三角园林绿化情况，对于京津冀园林绿化的发展具有重要指导意义。对标长三角地区，以城市建成区绿地覆盖率为标准，则京津冀绿化面积还有 49% 的差距；以人均绿地占地面积为标准，则京津冀绿化面积还有 70% 的差距。

表 2：京津冀园林绿化面积提升空间测算

	绿地覆盖率	人均绿地面积
长三角	69%	51 平方米/人
京津冀	47%	30 平方米/人
京津冀绿化面积提升空间	49%	70%

资料来源：Wind、中信证券研究部

政策助力园林绿化补短板，京津冀园林绿化空间广阔

政府高度重视城市园林绿化，相关政策陆续出台。2016 年国常会发布《全国“十三五”生态环保规划》，提出到 2020 年全国城市建成区绿化覆盖率达 38.9%，人均公园绿地面积达 14.6 平方米；2016 年北京园林绿化局发布《北京“十三五”时期园林绿化发展规划》，提出到 2020 年北京城市建成区绿化覆盖率达 48.5%，人均公园绿地面积达 16.5 平方；2017 年天津市市容园林委发布《天津“十三五”生态环境保护规划》，提出创建国家园林城市的目标，要求到 2020 年全市建成区绿化覆盖率 40%，人均公园绿地面积 12 平方米以上。

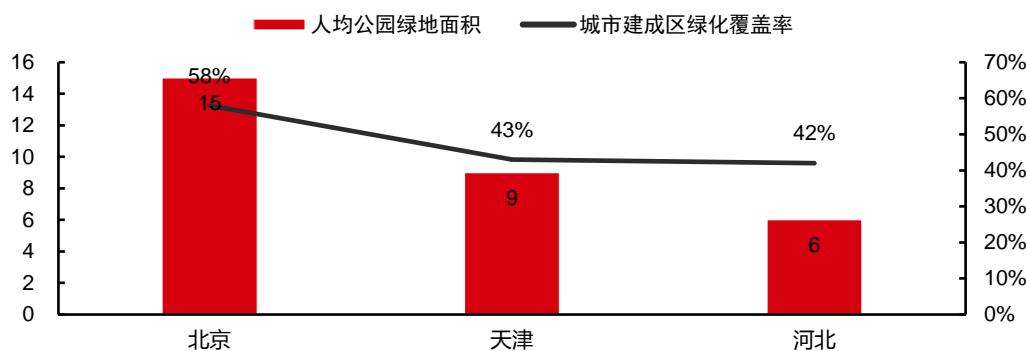
表 3：京津冀园林绿化相关政策

时间	政策文件	相关内容
2016 年 12 月	《全国“十三五”生态环境保护规划》	到 2020 年，城市建成区绿地率达到 38.9%，城市人均绿地公园面积达到 14.6 平方米。
2016 年 8 月	《北京市“十三五”时期园林绿化发展规划》	到 2020 年，城市绿化覆盖率增加到 48.5%，城市人均绿地增加到 16.5 平方公园米。
2017 年 5 月	《天津市“十三五”生态环境保护规划》	“十三五”期末，全市建成区绿化覆盖率、绿地率、人均公园面积分别达到 40%、35%、12 平方米以上，创建国家园林城市。

资料来源：国家生态环保部、北京市园林绿化局、天津市发改委、中信证券研究部

京津冀绿地公园低于规划目标，城市园林绿化存补短板的需求。根据园林绿化相关政策要求，2018 年北京、天津和河北三地城市建成区绿化覆盖率分别为 58%/43%/42%，均已达到“十三五”规划目标；但 2018 年北京、天津和河北三地的人均公园绿地面积分别为 15/9/6 平方米，均低于规划目标值。绿地公园作为居民使用频率最高的绿化场所之一，是城市园林绿化的重要组成部分，京津冀城市园林绿化存在补足绿地公园短板的需求。

图 26：2018 年京津冀地区园林绿化情况



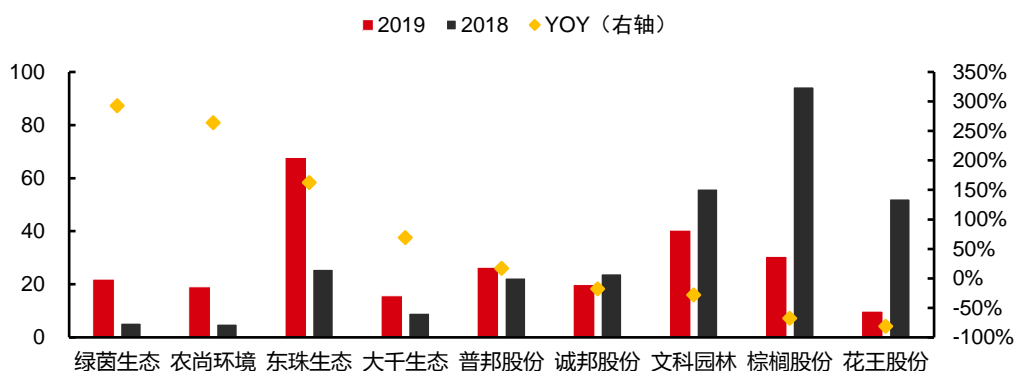
资料来源：Wind、中信证券研究部

■ 订单放量现金充沛，业绩有望保持高增

订单增速行业第一，投资类项目优质

2019 年新签订单放量增长，订单增速位居行业首位。2017-2018 受行业调整影响，园林公司资金链承压，承接订单的规模收缩。2019 年园林公司新签订单大多同比明显下滑，根据 9 家披露全年经营情况，其中 4 家公司 2019 年新签订单下滑。绿茵生态由于现金充裕资金压力小（2019 年货币资金/总资产 37%），较早从行业调整中恢复，2019 年新签订单 35 亿元，其中公司权益部分 22 亿元（同比约+300%），订单增速位居行业首位。

图 27：园林行业公司 2018-2019 年新签订单及增速（亿元）



资料来源：相关公司公告、中信证券研究部

新签 PPP 项目优质，对公司现金占用情况可控。公司积极向生态环境综合运营服务商转型，近年来大力发展生态修复业务，为了适应生态环保行业市场的发展和需求，公司以 PPP、EPC 等模式开展业务比重上升。2019 年公司新签订单 35 亿元，其中 PPP 项目订单 22 亿元，EPC 项目订单 13 亿元。公司承接的 PPP 项目优质：1) 项目的建设期较短，大多为 1 年，能够快速进入运营期，资金占用的周期较短；2) 银行在项目筹划期就开始介入项目，项目均有银行贷款，公司在建设期预计就收到项目建设回款；3) 以联合中标为主，与合作公司共同对项目资本金出资，公司的资金压力较小，3 个 PPP 项目公司资本金出资比例分别为 90%/90%/43%，合计出资金额 3.2 亿元，对公司的现金占用比例为 30%（2019 年货币资金 10.83 亿元），且资本金并非一次性支出，现资金占用情况可控。

表 4：公司 2019 年中标 PPP 订单

中标时间	区域	项目名称	业务范围	业务模式	投资金额 (亿元)	公司出资金额 (亿元)	联合中标	合作期安排
2019 年 9 月	山东	济南市济阳区银河路提升改造 PPP 项目	市政绿化	PPP	2.72	0.65	与中诚投建工集团有限公司（央企控股）组成联合体	建设期 1 年，运营期 10 年
2019 年 5 月	天津	天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	生态修复	PPP	9.82	1.77	独立中标	建设期 1 年，运营期 14 年
2019	江苏	浦口区星甸街道九峰山田园	文化旅游	PPP	9.88	0.78	与中冶天工集团有限公司	建设期 3 年，运营期 10 年

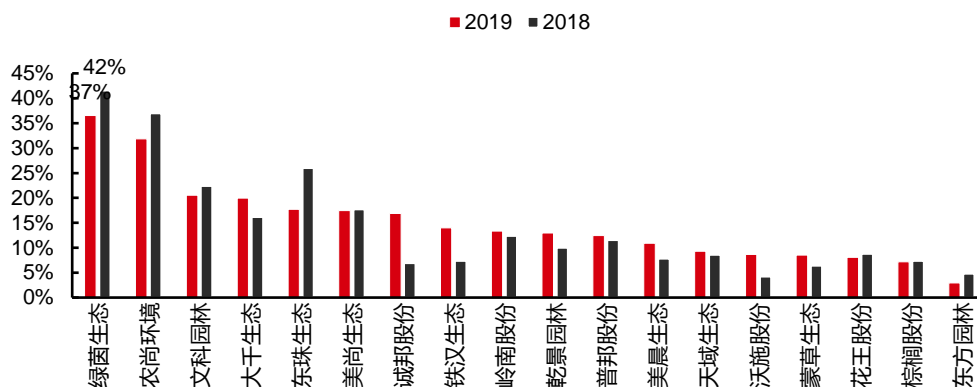
中标时间	区域	项目名称	业务范围	业务模式	投资金额 (亿元)	公司出资金额 (亿元)	联合中标	合作期安排
年 2 月		综合体 PPP 项目					组成联合体	营期为 17 年

资料来源：公司公告、中信证券研究部

现金充沛负债率低，有望增强业绩弹性

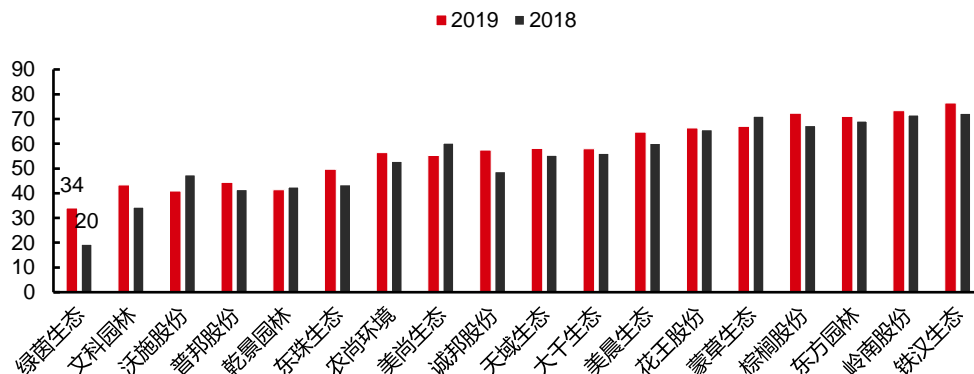
公司现金充足率全行业最高，负债率全行业最低，仍有加杠杆的空间，承接订单的潜力空间大。在园林公司普遍面临现金压力并放缓接单节奏的情况下，绿茵生态近年来保持了净现金、低负债的资产结构。绿茵生态 2016 年开始就没有有息负债，保持净现金状态，2018/2019 货币资金/总资产比例 42%/37%，为全行业最高；2018/2019 资产负债率 34%/20%，为全行最低，财务状况健康。目前公司的银行授信总额达 41 亿元；同时信贷环境的逐步宽松和再融资通道的再次开启都为园林企业融资创造了条件。在行业供给整体收缩的背景下，绿茵生态有望凭借低杠杆、低负债的优势，提高杠杆水平，进一步扩大订单承接规模，实现业绩的跨越式增长。

图 28：园林行业公司货币资金/总资产



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 29：园林行业公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind、中信证券研究部

■ 强强联合开拓市场，科研创新转型升级

联合央企开拓市场，把握雄安发展机遇

联合央企国企有效开拓大型综合项目市场，提升公司综合竞争力。公司与中国建筑、中国交建和中国中冶等央企及地方国企建立了合作关系，通过项目联合中标的形式，发挥各自优势，实现互利共赢。公司的优势在于生态修复和园林建设，通过与擅长道路设计、景区规划的央企国企合作，一方面利于公司有效开辟异地市场，扩大公司的业务版图覆盖面；另一方面，有利于公司积累综合类项目经验，增强承接大型综合类项目的竞争力，提高单体订单规模。2019 年公司联合中标订单 4 个，成功进军南京、雄安市场，累计联合中标金额 15.7 亿元，贡献全年 45% 的订单。

表 5：公司近年联合中标订单

中标时间	区域	项目名称	项目金额 (亿元)	联合公司
2020 年 1 月	天津	滨海新区双城中间绿色生态屏障官港片区（一期）绿化工程设计采购施工（EPC）总承包项目	1.29	天津市园林规划设计院
2019 年 10 月	北京	张家湾公益性墓地及休闲公园项目（第一标段）	0.65	衣锦归乡（北京）信息技术有限公司
2019 年 9 月	山东	济南市济阳区银河路提升改造 PPP 项目	2.72	中诚投建工集团有限公司
2019 年 4 月	雄安	雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第一标段	1.12	天津航道局、中交水运规划设计院有限公司
2019 年 2 月	江苏	浦口区星甸街道九峰山田园综合体 PPP 项目	9.88	中冶天工集团
2018 年 3 月	内蒙古	丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目（一期工程）	2	天津百绿园林景观设计分公司、内蒙古城建工程公司

资料来源：公司公告、中信证券研究部

联合央企在雄安中标多个项目，市场知名度高，未来料将受益雄安新区的建设推进。2018 年 2 月公司与中建三局就雄安市民服务中心项目签订框架协议，参与其项目室外园林景观工程的建设，市民服务中心是雄安新区第一单公开招标的工程项目，总投资额达 8 亿元；2019 年 8 月，公司与中交天津航道局、中交水运规划设计院组成联合体，中标了雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第一标段项目，项目金额 1.12 亿元；2020 年 4 月，公司中标了雄安绿博园唐山园景观项目工程总承包西南，项目金额 1 亿元，占 2019 年收入的 14%。公司已在雄安新区积累了一定的项目经验和口碑，未来公司有望在新区内持续承接各类生态园林项目。

表 6：公司雄安新区中标订单

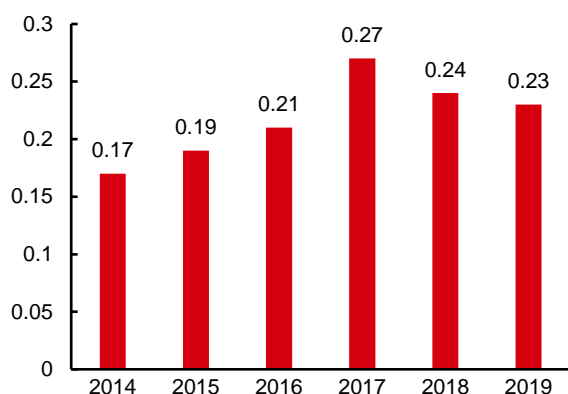
中标时间	项目名称	投资金额（亿元）	联合公司
2020 年 4 月	雄安绿博园唐山园景观项目工程总承包（EPC）施工总承包项目	1	独立中标
2019 年 4 月	雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第一标段	1.12	中交天津航道局、中交水运规划院
2018 年 2 月	雄安市民服务中心室外园林景观工程	8	中建三局

资料来源：公司公告、中信证券研究部

科研创新实力雄厚，助力布局生态修复

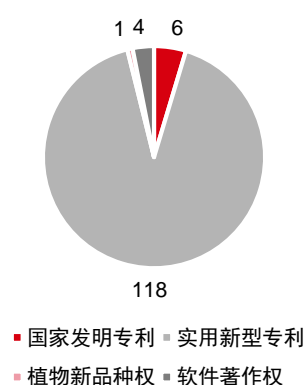
加强与高校的交流合作，积极推动科研创新平台建设，科研实力雄厚。公司坚持“以科技研发促进生产力”，结合公司产业链延长及跨界转型升级战略，走产学研相结合的技术创新之路，为公司深入生态修复修复领域提供技术支撑。公司高度重视科研创新，持续加大研发投入力度，研发费用占收入比例由 2015 年 3.7%持续提升至 2018 年的 5%。公司以自身战略和客户群体生态环境建设和修复需求出发，集中力量增强科研实力，取得了累累硕果，截止 2019 年底，公司获得国家发明专利 6 项，实用新型专利 118 项。公司积极与南开大学、天津大学等高校开展合作，建立了四个省级研究平台，各大平台侧重不同的研究方向，包括水环境治理、盐碱地改良、湿地修复等，为公司布局生态修复业务提供智力支持。

图 30：公司历年研发投入（亿元）



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 31：公司取得的专利成果



资料来源：公司公告、中信证券研究部

表 7：公司生态修复领域研发平台/成果

生态修复细分领域	研发成果/平台
土地盐碱化治理	与国家海洋局天津海水淡化与综合利用研究所联合开展天津市科技攻关课题盐碱地原位改良及脱盐淋洗水循环利用技术，重点形成脱盐淋洗水净化淡化回用的先进工法和技术装备。
土壤修复	担任中关村信土壤修复产业技术创新联盟副理事长单位
水环境治理	与天津师范大学共建“天津市环境变化与生态修复校企协同创新实验室”
生态修复规划设计	与南开大学共建“天津市景观生态修复企业重点实验室”侧重生态修复技术与生态功能评价方向、与天津大学共建“天津市景观生态化技术工程中心”侧重生态规划与景观生态设计方向

资料来源：公司公告、中信证券研究部

强大的科研实力助力公司深入布局生态修复，生态修复业务体量和细分领域覆盖面均有较大发展。公司 2019 年中标生态修复订单 21 亿元，贡献了全年 60% 的订单；生态业务的覆盖面也由与盐碱地修复相关的植树造林拓展到水环境治理，公司的跨界转型战略取得一定成效。预计未来依托公司的雄厚的科研实力和成果，公司有望在生态修复领域持续发力。

表 8：公司今年中标生态修复订单

中标时间	区域	项目名称	业务范围	业务模式	投资金额（亿元）
2020 年 4 月	京津冀	雄安绿博园唐山园景观项目工程总承包（EPC）施工总承包项目	植树造林	EPC	1
2020 年 1 月	京津冀	滨海新区双城中间绿色生态屏障官港片区（一期）绿化工程设计采购施工（EPC）总承包项目	植树造林	EPC	1.29

中标时间	区域	项目名称	业务范围	业务模式	投资金额（亿元）
2020 年 1 月	西北	西安三兆村周边违建拆除区域覆绿工程	植树造林	EPC	0.69
2019 年 11 月	华中	卫辉市共产主义渠水环境综合治理项目	水环境治理	EPC	2.98
2019 年 11 月	华中	卫辉市卫河水环境综合治理项目	水环境治理	EPC	1.69
2019 年 5 月	京津冀	天津市东丽区林业生态建设 PPP 项目	植树造林	PPP	9.82
2019 年 4 月	京津冀	雄安新区 2019 年植树造林项目（春季）设计施工总承包第一标段	植树造林	EPC	1.12
2019 年 3 月	京津冀	滨海新区“双城之间”绿色森林屏障项目	植树造林	EPC	1.26
2019 年 2 月	京津冀	东丽区 2019 年度造林绿化工程（第一批）	植树造林	EPC	2.12
2019 年 2 月	京津冀	天津市津南区农业经济委员会津南区造林绿化 EPC 设计采购施工总承包服务项目三标段	植树造林	EPC	1.89

资料来源：公司公告、中信证券研究部

■ 风险因素

地方政府财政实力恶化；

PPP 项目拓展、回款周期延长导致现金流恶化等；

■ 估值及投资评级

公司核心业务生态修复和市政绿化，其估值应该参考 A 股中其他生态园林企业，我们选取了东珠生态、美尚生态、岭南股份、铁汉生态和东方园林 5 家上市公司作为估值参考。京津冀园林绿化潜力大，受益于逆周期调节持续加码和补短板政策的推进，2020 年京津冀园林绿化市场料将保持较高景气，公司作为京津冀生态绿化龙头，料将受益于京津冀园林绿化的建设推进。公司新签订单放量增长，现金充足，资产负债表扩张潜力大，业绩有望继续保持高增。我们维持 2020-2022 年净利润预测 2.9/3.7/4.6 亿元，对应 EPS 预测 1.38/1.76/2.21 元（不考虑转增股本影响），对应 PE 为 12.6x/9.9x/7.9x。参考同行业的估值水平，并考虑公司在京津冀的优势地位、行业内领先的高利润率及潜在的杠杆空间，我们维持目标价 20.85 元（对应 2020 年 15 倍 PE）及“买入”评级。

表 9：生态园林行业可比公司 EPS 及 PE 情况

股票代码	公司简称	EPS			PE		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E
603359.SH	东珠生态	1.13	1.54	2.06	15.6	11.5	8.6
300495.SZ	美尚生态	0.33	0.69	0.77	32.6	15.5	13.8
002717.SZ	岭南股份	0.21	0.30	0.34	23.8	16.8	14.7
300197.SZ	铁汉生态	-0.39	0.15	0.26	-6.9	18.3	10.1
002310.SZ	东方园林	0.02	0.39	0.51	249.0	12.9	9.8
平均（市值加权）					929.5	14.4	10.9
002887.SZ	绿茵生态	1.00	1.38	1.76	17.3	12.6	9.8

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：绿茵生态、东珠生态 EPS 为中信证券研究部预测，其余公司为 Wind 一致预测；股价为 2020 年 5 月 15 日收盘价

表 10：绿茵生态盈利预测与估值

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	713	1,002	1,320	1,678
营业收入增长率 YoY	-26.6%	39.6%	40.5%	31.8%	27.1%
净利润(百万元)	153	209	288	366	461
净利润增长率 YoY	-14.4%	36.9%	37.7%	27.3%	25.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.95	1.00	1.38	1.76	2.21
毛利率	39.1%	40.6%	40.5%	40.1%	39.7%
净资产收益率 ROE	8.8%	10.9%	13.4%	15.0%	16.4%
每股净资产（元）	8.4	9.2	10.3	11.8	13.5
PE	18.2	17.3	12.5	9.8	7.8
PB	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 5 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	511	713	1,002	1,320	1,678
营业成本	311	424	596	790	1,012
毛利率	39.13%	40.58%	40.52%	40.14%	39.72%
营业税金及附加	3	6	2	3	3
销售费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	45	39	55	73	92
管理费用率	8.87%	5.48%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用	(14)	(28)	(12)	(5)	(1)
财务费用率	-2.64%	-3.91%	-1.21%	-0.36%	-0.08%
投资收益	29	6	7	8	11
营业利润	180	241	337	426	536
营业利润率	35.31%	33.86%	33.60%	32.29%	31.94%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	2	0	0
利润总额	181	240	335	426	536
所得税	25	33	47	59	75
所得税率	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
少数股东损益	3	(2)	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	153	209	288	366	461
净利率	29.88%	29.30%	28.73%	27.74%	27.44%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	181	240	335	426	536
所得税支出	-25	-33	-47	-59	-75
折旧和摊销	4	4	5	5	6
营运资金的变化	-142	103	143	-164	-97
其他经营现金流	-26	12	-14	-6	-10
经营现金流合计	-9	326	422	202	359
资本支出	-14	-381	-5	-5	-5
投资收益	29	6	7	8	11
其他投资现金流	760	-66	-420	-400	-400
投资现金流合计	775	-440	-418	-397	-394
权益变化	29	11	0	0	0
负债变化	300	300	480	-25	-50
股息支出	-32	-52	-52	-72	-92
其他融资现金流	-316	15	12	5	1
融资现金流合计	-19	274	440	-92	-140
现金及现金等价物净增加额	748	160	444	-287	-175

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	917	1,083	1,527	1,240	1,065
存货	300	302	296	354	403
应收账款	681	777	790	1,045	1,337
其他流动资产	163	242	272	301	329
流动资产	2,060	2,404	2,886	2,940	3,134
固定资产	43	39	39	38	37
长期股权投资	34	52	72	72	72
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	69	471	874	1,276	1,679
非流动资产	146	562	985	1,387	1,788
资产总计	2,206	2,965	3,871	4,327	4,922
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	321	390	477	553	708
其他流动负债	110	319	421	530	651
流动负债	430	708	898	1,084	1,359
长期借款	0	300	780	755	705
其他长期负债	0	1	1	1	1
非流动性负债	0	301	781	756	706
负债合计	431	1,009	1,679	1,840	2,065
股本	160	208	208	208	208
资本公积	988	940	940	940	940
归属于母公司所有者权益合计	1,739	1,916	2,152	2,446	2,815
少数股东权益	36	40	40	41	42
股东权益合计	1,775	1,956	2,192	2,487	2,857
负债股东权益总计	2,206	2,965	3,871	4,327	4,922

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-26.6%	39.6%	40.5%	31.8%	27.1%
营业利润增长率	-12.8%	33.9%	39.4%	26.7%	25.7%
净利润增长率	-14.4%	36.9%	37.7%	27.3%	25.7%
毛利率	39.1%	40.6%	40.5%	40.1%	39.7%
EBITDA Margin	33.3%	30.4%	32.6%	32.3%	32.1%
净利率	29.9%	29.3%	28.7%	27.7%	27.4%
净资产收益率	8.8%	10.9%	13.4%	15.0%	16.4%
总资产收益率	6.9%	7.0%	7.4%	8.5%	9.4%
资产负债率	19.5%	34.0%	43.4%	42.5%	42.0%
所得税率	14.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
股利支付率	21.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。