

## 公用事业

2017年04月24日

## 万邦达 (300055)

## ——工业水龙头积极延伸环保布局，17年业绩拐点明显

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年04月21日

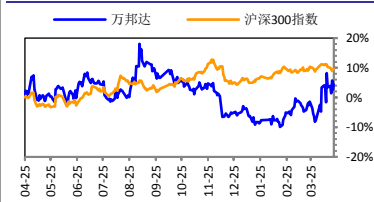
收盘价(元)	18.08
一年内最高/最低(元)	20.89/14.85
市净率	2.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10625
上证指数/深证成指	3173.15/10314.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	6.34
资产负债率%	24.26
总股本/流通A股(百万)	865/588
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《万邦达(300055)点评：三季报业绩符合预期，期待多产业布局发力》  
2016/10/28

《万邦达(300055)点评：受市场影响业绩下滑，看好未来业务结构转型》  
2016/08/24

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

## 联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **工业水龙头受益于煤化工行业回暖，积极外延拓展环保布局，业绩拐点明显。**公司为国内煤化工及石油化工废水处理龙头企业。受益于行业回暖，预计17年工程业绩将大幅提升。且公司积极扩张业务领域，目前公司主营业务四块：工业水（工程+运营）、危固废、黑臭河（生态修复）、新材料（C5/C9）及设备销售。已从过去的环保水处理工程公司铺开成长为环境综合服务提供商。公司16年收入和净利润分别为16.85亿元、2.64亿元，同比增速为-14.54%、-8.98%，略有回落。2017年一季度预告，净利润1~1.12亿元，同比增速42.94%~59.78%，业绩拐点明显。
- **吉林危废公司为地域垄断性龙头处理范围远及江浙，提前布局油泥处置市场。**吉林固废自11年底成为公司子公司之后，于17年1月成为公司全资子公司，并于同月更新了危废许可证，牌照资质：物化0.8万吨，焚烧1万吨（含医废），填埋11万吨。吉林固废在建东北三省最大危废填埋场（吉林省唯一危废填埋场），库容140万方，极为稀缺，危废收运范围远至江浙。目前危废处理费用持续维持高位，且危废填埋场极为稀缺，公司我们预计17年危废处理业绩将翻倍增长。且公司于16年通过收购控股泰祐石油51%股份，为公司提前布局油基钻屑、油泥处置等市场，充分利用公司在石化领域资源人脉优势。
- **黑臭河治理全国重点城市17年底考核，公司布局先发优势明显。**《水污染防治行动计划》提出“直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于2017年年底基本消除黑臭水体”，按照单条黑臭河道长3千米，单位投资3500万/千米测算，2017年205个黑臭水体在重点挂牌督办下基本完成，对应2017年单年投资空间近200亿，2020年底全国市场空间约1000亿。公司通过收购超越科创的前沿技术和成熟团队，获得黑臭河治理领先优势，拥有了生物酶处理等核心技术、高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。当前现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。我们预计公司将极大受益于黑臭河考核临近和监管趋严。
- **控股石化尾料夹缝市场龙头，2017年底投产，为未来业绩增长点。**惠州伊科思公司一期项目于17年11月底建成后，将成为全国最大的C5分离项目（原料年处理能力30万吨）。C5原料具有稀缺性，据估算全国C5原料合计不超过180万吨，伊科思一期30万吨占比接17%，为亚洲最大综合利用项目。且伊科思二期建成后，将形成C5/C9深加工能力，主要产品为DCPD氢化树脂和碳九加氢树脂等高端树脂，用途广泛。公司于16年增资惠州伊科思公司控股45%成为第一大股东，预计该项目投产将极大提升公司利润水平。
- **盈利预测与投资建议：**根据2016年年报披露部分项目投产时间，结合2017年业绩预告增速，我们上调公司17-18年给出19年净利润预测为4.03、5.94、7.16亿元（原为17、18年2.94、3.28亿元），对应EPS为0.47、0.69、0.83元/股，对应17、18年PE为39倍和26倍，低于行业平均的42倍和29倍，公司业绩拐点较为明显，维持“增持”评级。风险提示：惠州项目进度低于预期。

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,971	1,685	2,562	6,602	7,653
同比增长率(%)	91.54	-14.54	52.08	157.69	15.92
净利润(百万元)	290	262	403	594	716
同比增长率(%)	51.16	-9.58	53.67	47.39	20.54
每股收益(元/股)	0.39	0.30	0.47	0.69	0.83
毛利率(%)	28.3	27.4	27.6	20.4	21.1
ROE(%)	10.0	4.8	6.8	9.2	9.9
市盈率	46	60	39	26	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们上调公司 17-18 年给出 19 年净利润预测为 4.03、5.94、7.16 亿元（原为 17、18 年 2.94、3.28 亿元），对应 EPS 为 0.47、0.69、0.83 元/股，对应 17、18 年 PE 为 39 倍和 26 倍，低于行业平均的 42 倍和 29 倍，公司主营的煤化工石油化工水处理经历两年的调整期目前处于景气回升拐点，公司危废、黑臭河、C5/C9 等业务板块也将逐步进入业绩爆发期，未来利润超预期可能性较大，维持“增持”评级。

### 关键假设点

惠州 C5/C9 项目 17 年 11 月底顺利投产，煤化工回暖带动原有主业向上

### 有别于大众的认识

市场一致预期公司未来几年业绩增长平稳，但我们预计公司四块业务将爆发：

1. 主业工业污水治理受益于行业回暖，17 年工程量预计将大幅提升。
2. 吉林危废公司为地域垄断性龙头，处理范围远及江浙，预计 17 年业绩翻倍增长。吉林固废在建东北三省最大危废填埋场（吉林省唯一危废填埋场），库容 140 万方，极为稀缺，危废收运范围远至江浙。目前危废处理费用持续维持高位，且危废填埋场极为稀缺，公司我们预计 17 年危废处理业绩将翻倍增长。
3. 黑臭河受益于 17 年底全国考核重点城市达标情况，17 年订单量将大幅提升；水十条划定 2017 年为黑臭河第一期考核截止，公司通过收购超越科创团队，获得黑臭河治理领先优势，拥有了生物酶处理等核心技术、高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。当前现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。我们预计公司将极大受益于黑臭河考核临近和监管趋严。
4. 惠州 C5/C9 项目预计 17 年 11 月底投产（全亚洲最大综合处理项目），项目完全投产后，大幅提升公司利润水平。惠州伊科思公司一期项目于 17 年 11 月底建成后，将成为全国最大的 C5 分离项目（原料年处理能力 30 万吨）。C5 原料具有稀缺性，据估算全国 C5 原料合计不超过 180 万吨，伊科思一期 30 万吨占比接 17%。且伊科思二期建成后，将形成 C5/C9 深加工能力，主要产品为 DCPD 氯化树脂和碳九加氢树脂等高端树脂，用途广泛。公司于 16 年增资惠州伊科思公司控股 45%成为第一大股东，预计该项目投产将极大提升公司利润水平。

### 股价表现的催化剂

惠州项目投产，黑臭河盈利模式打开

### 核心假设风险

惠州项目进度低于预期

## 目录

<b>1.工业水龙头受益行业回暖，积极延伸环保布局</b>	<b>5</b>
1.1 老牌节能环保企业，稳步发展	5
1.2 煤化工行业回暖，公司主业企稳向上	7
1.3 积极拓展环保布局，提升公司利润水平	10
<b>2.吉林固废：东北危废处理中心，范围远及江浙</b>	<b>11</b>
2.1 二期建设正在进行，一期运营已经稳定	11
2.2 环保督查趋严利好危废行业发展	12
2.3 稀缺产能增加，后续危废业绩有望持续提升	13
<b>3.黑臭河：技术领先，受益行业空间集中释放</b>	<b>14</b>
3.1 子公司超越科创黑臭河治理技术领先	14
3.2 黑臭河 2017 年底考核任务艰巨	14
3.3 2017 年市场空间近 200 亿，2020 年市场空间近千亿	17
<b>4.惠州碳五碳九逐步稳定运行，2017 年将扭亏</b>	<b>17</b>
4.1 前期铺垫充足，2017 年正式投产	17
4.2 基建需求带动一期、二期建成后利润释放	18
<b>5.上调盈利预测 期待四大板块业绩回升</b>	<b>19</b>

## 图表目录

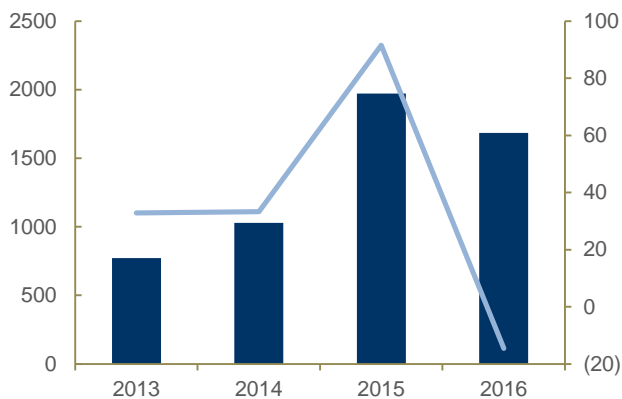
图 1: 13-16 年主营收入(单位: 百万元)及增速(%) .....	5
图 2: 13-16 年净利润(单位: 百万元)及增速(%).....	5
图 3: 公司当前经营资质 .....	6
图 4: 公司业务布局 .....	6
图 5: 中国各主要能源对外依存度情况.....	7
图 6: 国际油气价格进入上升通道.....	7
图 7: 13-16 年收入构成.....	10
图 8: 13-16 年毛利率及净利率(%) .....	10
图 9: 城市水体黑臭 .....	15
图 10: “十一五” 水体修复流域分布.....	15
图 11: 2015 年北京市内河污染情况 .....	15
图 12: 卫星拍摄黑臭河情况 .....	16
图 13: 住建部关于黑臭水体治理的计划安排.....	17
图 14: 碳五石油树脂 .....	18
图 15: 碳九石油树脂 .....	18
表 1: 近年以来国家出台的煤炭清洁高效利用相关政策 .....	8
表 2: 公司主要水处理技术.....	9
表 3: 公司吉林危废项目进展情况 .....	11
表 4: 十三五危废相关政策法规梳理.....	12
表 5: 2016 年十大涉及危废案件.....	13
表 6: 城市黑臭水体污染指标及程度定义.....	15
表 7: 公司项目投产计划 .....	18
表 8: 可比公司估值表 .....	19
表 9: 公司营业收入拆分 .....	19
表 10: 公司营业成本拆分 .....	20
表 11: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股) .....	20

# 1. 工业水龙头受益行业回暖，积极延伸环保布局

## 1.1 老牌节能环保企业，稳步发展

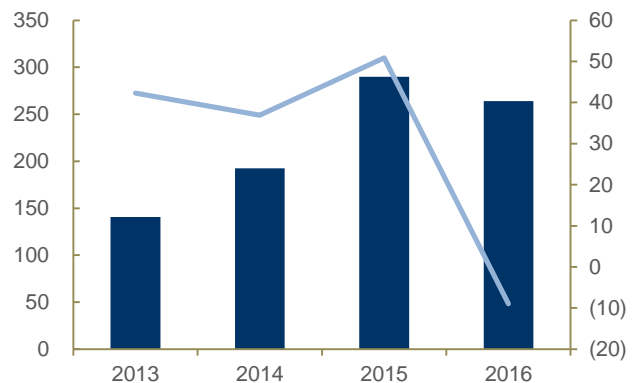
公司是国家节能减排、水资源综合利用的领军环保企业。公司主要从事工业水处理系统全方位、全寿命周期专业服务，对给水、排水、中水回用及水处理系统运营整体统筹。受益煤化工、石油化工污水治理行业发展及自身竞争力，公司业绩总体处于上升趋势。公司13-15年实现营业收入7.72亿元、10.29亿元和19.71亿元，同比增长32.89%、33.31%和91.54%；13-15年实现净利润1.41亿元、1.92亿元和2.9亿元，同比增长42.33%、36.51%和51.16%。2016年新业务尚处于培育期，实现营业收入和净利润分别为16.85亿元、2.64亿元，同比增速为-14.54%、-8.98%，略有回落。当前伴随工业回暖，公司工业水处理业务回升，据2017年一季度业绩预告，公司2017年一季度预计净利润1-1.12亿元，同比增速42.94%-59.78%。

图 1: 13-16 年主营收入(单位: 百万元)及增速(%)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 2: 13-16 年净利润(单位: 百万元)及增速(%)



资料来源: wind, 申万宏源研究

公司系环保领军企业，行业口碑良好。作为综合环保企业，公司作为工业水处理首家上市公司，在煤化工、石油化工工业水处理及回用水领域口碑较好，当前业务涵盖工业及市政污水、危废物、节能装备、新材料、能源综合利用等多个环保领域，集投资、咨询、设计、设备制造、工程建设、系统运营于一体，在环保行业拥有完整的产业链条。公司连续获得“中国环保产业十大领军企业”“中关村高成长企业 TOP100”等荣誉称号。



图 3：公司当前经营资质



资料来源：公司官网，申万宏源研究

前期技术铺垫充沛，现已进入产出受益期。为进行技术升级，完善综合性工业处理技术，公司先后投资 1.69 亿元建设集水质检测、药剂生产、设备研发、中试试验、技术交流与培训于一体的综合性工业水处理技术服务中心，此外，投资 1.5 亿元建设盐城高科技环保设备制造及技术研发基地专注于研究开发国内外最先进的水处理非标设备，授权专利技术 60 余项。

图 4：公司业务布局

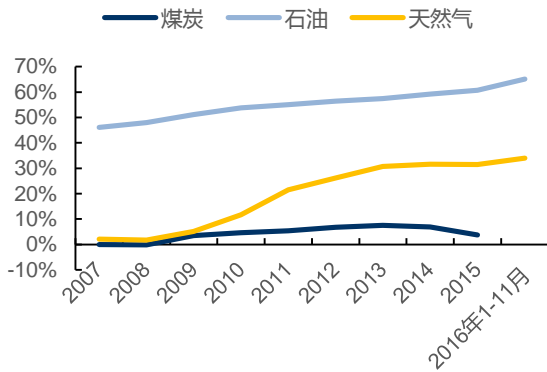


资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 煤化工行业回暖，公司主业企稳向上

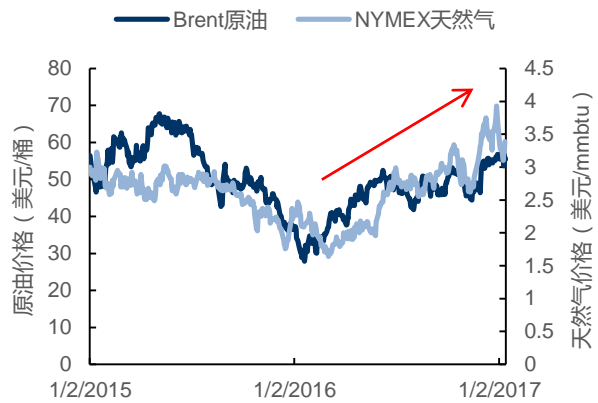
对外依存度上升叠加国际油气价格步入上升通道，能源安全形势日益严峻。近年来石油和天然气在我国能源消费中的比例逐渐增加，总量不断上升。由于我国油气资源较为缺乏，油气消费的对外依存度持续上升。据统计，我国原油对外依存度已经超过 65%（2016 年 1~11 月），天然气对外依存度也达到 35%（2016 年）。油气对外依存度的不断上升对我国能源供应安全保障提出了巨大挑战。2016 年初以来国际油气价格重新步入上升通道，美国方面特朗普上台后能源政策方面存在不确定性，也是对我国能源安全的巨大考验。发展煤炭清洁高效利用，保障国家能源安全的必要性明显提高。

图 5：中国各主要能源对外依存度情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：国际油气价格进入上升通道



资料来源：Wind，申万宏源研究

“资源结构+能源安全”决定煤炭清洁高效利用成为重要的发展路径，政策助力“十三五”期间煤炭清洁高效利用逐步推进。2016 年以来，煤炭清洁高效利用获得的政策支持力度逐渐加大，国务院、能源局、工信部出台多项政策均涉及煤炭清洁高效利用。

《煤炭工业发展“十三五”规划》提出，要将煤炭清洁高效开发利用作为能源转型发展的立足点和首要任务。《规划》提出要推进煤炭安全绿色开发，促进清洁高效利用，加快煤炭由单一燃料向原料和燃料并重转变。针对煤炭清洁高效利用，规划提出四类措施：1) 加强商品煤质量管理；2) 推进重点耗煤行业节能减排，包括发展清洁高效煤电，发展热电联产；3) 推进煤炭深加工产业示范，包括提升传统煤化工，发展新型煤化工；4) 加强散煤综合治理，包括发展集中供热，替代分布式锅炉等措施。

**表 1：近年以来国家出台的煤炭清洁高效利用相关政策**

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2013.9	国务院	《大气污染防治行动计划》	推进煤炭清洁利用，提高煤炭洗选比例等；加快清洁能源替代利用，制定煤制天然气发展规划。
2014.5	国务院	《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》	提出“加快更新改造燃煤锅炉”、“实施燃煤锅炉节能环保综合提升工程，2014 年淘汰 5 万台小锅炉，到 2015 年底淘汰落后锅炉 20 万蒸吨，推广高效节能环保锅炉 25 万蒸吨”。 加快发展煤炭清洁开发利用技术，不断提高煤炭清洁高效开发利用水平。
2014.11	国务院	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	转变煤炭使用方式，着力提高煤炭集中高效发电比例。 制定和实施煤炭清洁高效利用规划，鼓励煤矸石等低热值煤和劣质煤就地清洁转化利用。 大幅减少煤炭分散直接燃烧，鼓励农村地区使用洁净煤和型煤。
2015.4	国家能源局	《煤炭高效清洁利用行动计划（2015-2020 年）》	改造提升传统煤化工产业，稳步推进现代煤化工产业发展；开展煤炭分质分级梯级利用，提高煤炭资源综合利用效率；加大民用散煤清洁化治理力度，减少煤炭分散直接燃烧。
2016.4	发改委、国家能源局	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030）》	着重列举了“煤炭清洁高效利用技术创新”等 15 项重点任务。加大煤炭清洁高效利用技术创新。
2016.6	工信部	《工业绿色发展规划（2016-2020 年）》	实施煤炭清洁高效利用行动计划，在焦化、煤化工、工业锅炉、窑炉等重点用煤领域，推进煤炭清洁、高效、分质利用。
2016.8	国务院	《国民经济和社会发展“十三五”规划》	“煤炭清洁高效利用”列为能源领域八大重点工程之一。
2016.12	发改委	《煤炭工业发展“十三五”规划》	推进重点耗煤行业节能减排，推进煤炭深加工产业示范改造提升传统煤化工产业；在水资源有保障、生态环境可承受的地区，开展煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用、煤制化学品、煤炭和石油综合利用等五类模式以及通用技术装备的升级示范，加强散煤综合治理。
2016.12	国家能源局	《能源技术创新“十三五”规划》	规划涉及若干包括煤化工项目在外的清洁燃料加工转化项目；规划涉及若干清洁燃煤发电项目
2017.1	国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	优化煤炭生产结构，要坚定不移地发展煤炭洗选加工和超低排放燃煤发电，推进煤制油气、煤制烯烃升级示范，走符合中国国情的煤炭清洁开发利用道路。

资料来源：公开资料，申万宏源研究

**神华集团宁煤煤制油示范项目顺利投产，获习近平总书记重要指示引发市场关注，煤化工产业有望回暖。**2016 年 12 月 28 日，神华集团宁夏煤业集团煤制油示范项目建成投产。该项目总投资 550 亿元，属国家级示范性工程。项目年产油品 405 万吨，是目前世界上单套投资规模最大、装置最大、拥有中国自主知识产权的煤炭间接液化示范项目。习近平指出宁东项目建成投产，对我国增强能源自主保障能力、推动煤炭清洁高效利用、促进民族地区发展具有重大意义，是对能源安全高效清洁低碳发展方式的有益探索，是实施创新驱动发展战略的重要成果。习总书记作出重要批示引发市场关注，煤化工产业有望回暖。

**多种技术路线储备，适应多样化应用场景，大型项目合作经验充足，具备竞争力。**公司掌握包括平板膜生物反应器、CBR-R、零排放、SH-A 节能型强化生物脱氮除碳工艺等多项核心技术，不仅能够应用于市政污水的提标改造也可以对包括石化、有机化学、印染等



高难度废水的处理，与诸多大型煤炭和石化企业合作进行工业尾水处理和回用，具备一定客户粘性。由于工业污水具有浓度高、难处理等特点，公司在大型项目的稳定运行经验有助于签订公司订单。

**表 2：公司主要水处理技术**

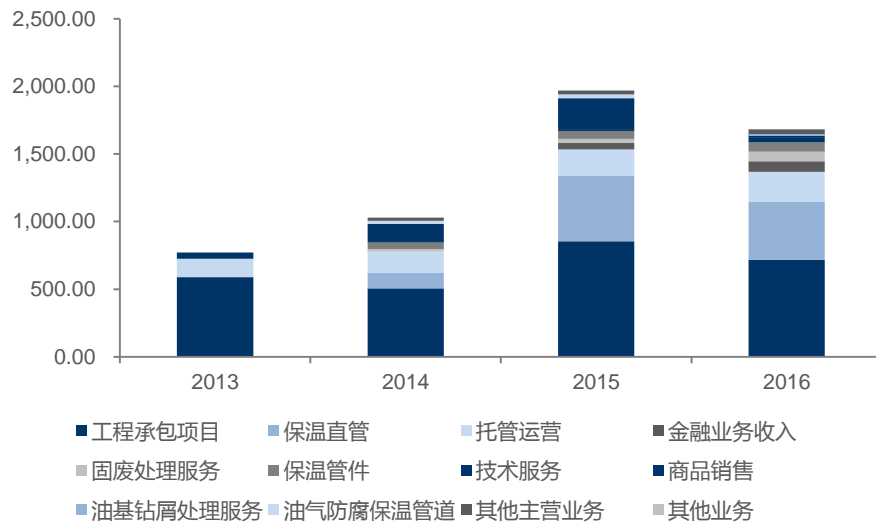
水处理技术	优势	适用范围	典型项目案例
平板式 MBR (膜生物反应器)	平板式 MBR 处理煤化工废水具有出水水质好、通量高、不易污染、化学清洗周期长等优点，在运行方式上可通过间断曝气擦洗使跨膜压差 (TMP) 降低，延长运行周期。	市政污水的提标改造和工业污水的深度处理	宁东煤化工基地污水处理回用
CBR-R 技术	CBR-R 工艺技术对难降解有毒有害废水适用性好，COD、氨氮等污染物处理效果好、效率高，系统稳定性好、抗冲击负荷能力强。较传统生化工艺有技术优势，可实现 COD<50mg/l、氨氮<10mg/l 的产水水质目标和保持长期运行稳定性。	可整合既有生化系统进行改造，最适合老污水厂的提标、优化和升级 造纸及纸浆工业、炼油及石化工业、有机化学及制药工业、纺织及染整工业、高污染的地下水、水的循环使用、掩埋场渗出水	大庆石化总外排污水
零排放技术	适用于高硬度、低浊、高含盐废水的处理； 回收率高、浓缩倍数高 可大幅减小后段置规模投资，节省超过 50%运行费用	煤化工、石化、其他化工、采油、钢铁等行业，帮助企业解决浓盐水处理排放问题	宁煤高盐水深度处理回用
SH-A 节能型强化生物脱氮除碳工艺	(1) 流程简单 (2) 投资省 (3) 运行成本低 (4) 处理效率高	适用于高有机物、高氨氮、低碳氮比工业废水的处理。	陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司 100t/h 煤焦油轻质废水处理项目
异相电催化氧化处理技术	异相电催化氧化技术使处理高浓度、难降解有机废水的专有技术，其技术特点是氧化剂在高活性及高稳定性催化剂的作用下，达到多相催化氧化的目的，有效的降解废水中的难降解污染物质。 • 多级生态系统串联，有效延长微生物食物链，可以使系统具备更强的抗冲击、耐毒害能力； • 采用串联、跌流式处理，一次提升、能耗低； • 采用特种填料使微生物固定化富集，游离细胞或酶定位于一定的空间区域内，使其保持活性并可快速增殖；		
BIOFULL 工艺技术	• 可调控工艺组合切换，通过控制曝气改变内部单元各自的环境状态，进行任意工艺组合，实现全好氧式、全厌氧式、A/O、A/A/O 等各种类型工艺及组合工艺的快速切换； • 填料不堵塞，无需反洗； • 一体化集成组合，占地面积少，节省投资及运行成本。		

资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 1.3 积极拓展环保布局，提升公司利润水平

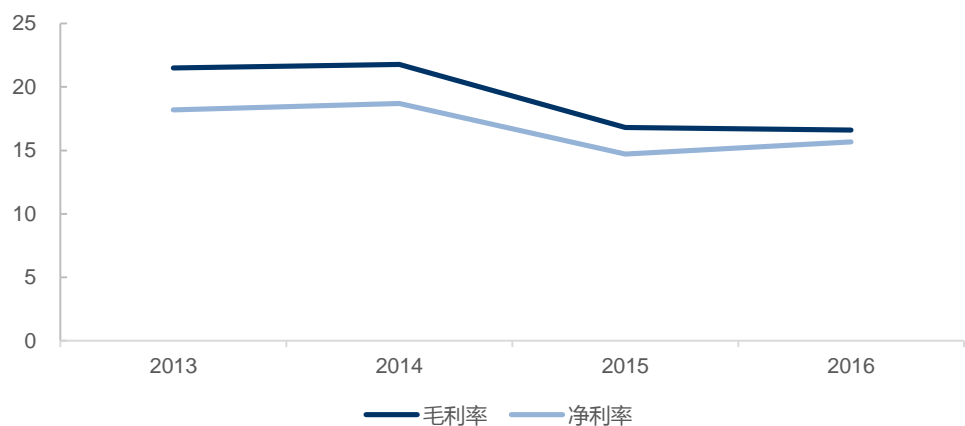
公司当前主营业务包括四大块：工业水处理（工程+运营）、危废处理、生态修复（水生态黑臭河+油田环保）、新材料（C5/C9,保温管），形成以环保业务为主，制造业为辅的纵向产业链布局。公司总体毛利率13-16年毛利率分别为21.50%、21.77%、16.80%和16.61%，对应净利率为18.20%、18.69%、14.71%和15.67%。当前中国积极拓展环保业务，随着公司环保业务的不断开展，盈利水平有望不断提升。

图 7：13-16 年收入构成



资料来源：wind，申万宏源研究

图 8：13-16 年毛利率及净利率(%)



资料来源：wind，申万宏源研究

## 2. 吉林固废：东北危废处理中心，范围远及江浙

### 2.1 二期建设正在进行，一期运营已经稳定

经过近三年的摸索运营，公司一期已稳定运行贡献业绩，二期正在建设。2011年，公司提前布局危固废处理领域，在吉林政府合作将吉林固废打造为吉林地区最大的固废处理企业。公司吉林省固体废物处理有限责任公司于2014年获得试运营批准，2015年正式运营，与吉林市环卫处正式交接，独立运输和处理医疗危废。此外，2015年，本公司之子公司吉林固废与吉林市畜牧业管理局签订增建吉林市病死动物无害化处理场协议，吉林固废公司获得150.00万元的拨款补助，截止2016年12月31日该项目还在建设过程。公司于2016年进行二期扩建，并收购公司剩余39.73%国有股权，使其成为公司全资子公司。公司危废2016年实现营业收入6981万元、净利润3163万元，当前已形成了包括焚烧，物/化处理，固化和安全填埋等全面综合的固体废物处理能力。目前吉林固废已正式进入生产运营期，预计2017年二期焚烧投产，收入和净利润较上年同期将会有大幅提升。

表 3: 公司吉林危废项目进展情况

公告	时间	状态
2017年第一季度业绩预告	2017/4/8	吉林固废项目进入稳定运营期，收入结算和利润较上年同期大幅提升
2016年第三季度报告全文	2016/10/28	本期吉林固废二期建设。本期全资子公司吉林固废实现营业收入5,210.4万元，同时公司收购吉林固废39.73%的国有股权，收购完成后，公司持股比例将上升至100%，吉林省固体废物处理有限责任公司成为公司的全资子公司。
2015年年度报告全文	2016/4/27	公司全资子公司吉林固废已于报告期内完成环境监测验收、环保验收，取得危险废物经营许可证，经营工作突破关键节点，项目转入正式生产运营阶段。同时已与吉林市环卫处正式交接，独立运输和处理医疗危废。
2015年半年度报告	2015/8/18	截至2015年6月30日，吉林省固体废物处理有限责任公司处于试运行状态，等待环保监测部门的监测验收，目前环保监测工作进展顺利，已进行了环境保护常规监测、回转窑性能监测、气体二恶英监测和飞灰二恶英监测。
2014年年度报告	2014/7/30	截至2014年12月31日，吉林省固体废物处理有限责任公司仍处于试运营状态，等待环保监测部门的监测验收。吉林子公司吉林危险废物处理中心建成
关于2014年第三季度重大项目进展情况的公告	2014/10/1	截至2014年9月30日，吉林省固体废物处理有限责任公司已分别取得吉林省环保厅和吉林省固废管理中心的批复，许可其进行试运行，并在试运营期间收集危险废物进行试生产，试运行期间截止日为2014年10月6日。
2014年半年度报告	2014/7/30	吉林省固体废物处理有限责任公司于2014年6月30日已达到预计可使用状态，并向吉林省环保厅申报危险废物试运行许可证及经营许可证。至本报告披露日，该公司已取得试运行许可证。
		根据国家发展和改革委员会（发改投资[2005]2188号）关于下达2005年第二批危险废物和医疗处置设施建设中央预算内专项资金（国债）投资计划的通知，本公司之子公司吉林公司的吉林省危险废物处理中心项目获取中央预算内专项资金9,690万元，至2013年12月31日已收到93,041,445.6元。

资料来源：申万宏源研究

## 2.2 环保督查趋严利好危废行业发展

政策不断趋严，倒逼企业进行严格危险废物处理。16年以来，国家不断完善危废行业的政策，为危废行业发展指明方向：新版《危废名录》推动危险废物科学化和精细化管理，对《固体废物污染环境防治法》进行修改，省内危险废物转移审批正式取消，将有利于加快危废的市场化运作，加快危废的区域竞争。同时环保政策法规的收紧加速释放危废需求，15年中出台史上最严环保法规定按日计罚上不封顶、企业违法可拘留，17年初最高司法机关就环境污染犯罪第三次出台专门司法解释，危废污染情形严重者将处罚金及获刑，18年开征环保税明确多排放多缴税，倒逼企业重视危废处置；排污许可证方案及生产责任延伸制度使企业危废处理责任贯穿产品生命周期，随着政策的推进，危废市场将进一步打开。

表 4：十三五危废相关政策法规梳理

时间	政策法规	亮点
2016.1	《危险废物产生单位管理计划制定指南》	为落实《固体废物污染环境防治法》关于产生危险废物的单位必须按照国家有关规定制定危险废物管理计划的规定，指导危险废物产生单位制定管理计划。
2016.6	新版《国家危废名录》	将危险废物调整为 46 大类别 479 种(其中 362 种来自原名录，新增 117 种)。同时，增加了《危险废物豁免管理清单》，共有 16 种危险废物列入《危险废物豁免管理清单》。
2016.11	取消危险废物省内转移审批手续	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》作出修改，将第五十九条第一款修改为：“转移危险废物的，必须按照国家有关规定填写危险废物转移联单。跨省、自治区、直辖市转移危险废物的，应当向危险废物移出地省、自治区、直辖市人民政府环境保护行政主管部门申请。移出地省、自治区、直辖市人民政府环境保护行政主管部门应当商经接受地省、自治区、直辖市人民政府环境保护行政主管部门同意后，方可批准转移该危险废物。未经批准的，不得转移。”
2016.11	《控制污染物排放许可制实施方案的通知》	到 2020 年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，基本建立法律体系完备、技术体系科学、管理体系高效的控制污染物排放许可制，对固定污染源实施全过程和多污染物协同控制，实现系统化、科学化、法治化、精细化、信息化的“一证式”管理。
2016.11	《‘十三五’生态环境保护规划通知》	在危废层面进行十大条目的约束，包括如将危险废物集中处置设施纳入当地公共基础设施统筹建设，以及明确危险废物利用处置二次污染控制要求及综合利用过程环境保护要求等。
2016.12	《环境保护税法》	新法自 2018 年 1 月 1 日起施行，环境保护税应纳税额按照应税固体废物的应纳税额为固体废物排放量乘以具体适用税额；危废税额 1000 元/吨。
2016.12	《危险废物鉴别工作指南(试行)(征求意见稿)》	对危险废物鉴定的适用对象、鉴别单位的必备条件、鉴别程序及管理要求予以了明确。
2016.12	《建设项目危险废物环境影响评价指南(征求意见稿)》	《指南》明确：建设项目产生的物质(除主、副产品外)定义为固体废物的，应按照《国家危险废物名录》《危险废物鉴别标准通则》(GB5085.7)等进行属性判定。《指南》要求：工程分析应给出危险废物收集、贮存、转移、利用、处置环节采取的污染防治措施，并以表格的形式列明危险废物的名称、数量、类别、形态、危险特性和污染防治措施等内容。
2017.1	《生产者责任延伸制度推行方案》	把生产者对其产品承担的资源环境责任从生产环节延伸到产品设计、流通消费、回收利用、废物处置等全生命周期，到 2020 年，生产者责任延伸制度相关政策体系初步形成，产品生态设计取得重大进展，重点品种的废弃产品规范回收与循环利用率平均达到 40%。到 2025 年，生产者责任延伸制度相关法律法规基本完善，产品生态设计普遍推行，重点产品的再生原料使用比例达到 20%，废弃产品规范回收与循环利用率平均达到 50%。

2017.1 最高司法机关就环境污染犯罪第三次出台专门司法解释

《解释》明确，“排放、倾倒、处置含铅、汞、镉、铬、砷、铊、锑的污染物，超过国家或者地方污染物排放标准三倍以上”，或者“排放、倾倒、处置含镍、铜、锌、银、钒、锰、钴的污染物，超过国家或者地方污染物排放标准十倍以上的”，应当认定为“严重污染环境”；增加规定：非法排放、倾倒、处置危险废物一百吨以上，或者造成生态环境特别严重损害的，应当认定为“后果特别严重”，处三年以上七年以下有期徒刑，并处罚金。

资料来源：申万宏源研究

国家加大打击非法处理危废的力度，行业整顿下，正规化企业将受益存量空间释放。2016年，靖江养猪场非法填埋危险废物被处1.9亿元罚金并草拟修复协议；浙江海宁非法处置危废判刑23人，均获有期徒刑2年-2年8个月、处罚金10-11.5万元；湖南宁乡跨省非法处置案件刑拘14人、批捕11人；青岛新天地违规从事危废经营被环保部吊销危废经营许可证、立案四起、处罚金40余万元。法律约束和执法实际行动彰显国家打击环境污染决心。

表 5：2016 年十大涉及危废案件

案件	事件
常州毒地污染案	毒地污染事件引发的危废填埋地案
靖江养猪场地下填埋危废案	全国首起危废填埋地案被公诉
山东章丘危废倾倒案	非法处置危废致多人死亡
浙江海宁非法处置危废案	创国内涉危废案最多刑事责任、追究人数之最
河北保定危废致死案	跨区域危废转移的‘生态炸弹’集中爆发
贵州含汞触媒危险废物偷倒案	全国首起跨省涉及固废公益诉讼案
青岛新天地违法处置危废案	部颁危废许可证首起被吊销案
湖南宁乡跨省非法处置危废案	湖南省首起公安部督办污染环境案
河北唐山涉危废环境污染案	危废中介污染环境罪被追究刑责
四川崇州何某云污染环境案	非法处置20吨化工桶

资料来源：危废鉴定利用，申万宏源研究

## 2.3 稀缺产能增加，后续危废业绩有望继续提升

公司当前危险废物处理运营良好，二期扩建完成后产能将大幅提升。吉林固废自11年底成为公司子公司之后，于17年1月成为公司全资子公司，并于同月更新了危废许可证，据估算公司当前在手处理能力约为：填埋1.5万/日，焚烧1万/日，物化8000吨。二期项目扩建后，公司危险废物处理能力有望提升至牌照资质的11万吨/日，（牌照资质：物化0.8万吨，焚烧1万吨（含医废），填埋11万吨）。

吉林固废在建东北三省最大危废填埋场（吉林省唯一危废填埋场），库容140万方，极为稀缺，危废收运范围远至江浙。目前危废处理费用持续维持高位，且危废填埋场极为稀缺，公司我们预计17年危废处理业绩将翻倍增长。且公司于16年通过收购控股泰祐石



油 51% 股份，为公司提前布局油基钻屑、油泥处置等市场，充分利用公司在石化领域资源人脉优势。

**危废填埋处理能力相对稀缺，存在供应缺口，公司产能利用率具有保障。**除吉林本地危险废弃物外，浙江危险废物处理能力相对不足，也外送至公司进行处置。据《浙江省危险废物集中处置设施建设规划（2014—2020 年）》，2017 年以下城市均需加紧建设危险废物处理能力，弥补产能缺口：湖州市、嘉兴市、金华市、丽水市建成危险废物填埋场，杭州市、宁波市、衢州市、台州市进行危险废物填埋场扩建工程；宁波市、温州市、金华市进行医疗废物处置中心扩建工程；宁波市、温州市、嘉兴市、舟山市、台州市进行 6 座工业危险废物焚烧设施改扩建工程。**处理力量与工艺双双提升后，公司有望提升议价能力。**根据公司在手处理能力 & 二期项目投产进度，我们预计公司 2017-2019 年危废净利润年均增速将超过 50%。

### 3. 黑臭河：技术领先，受益行业空间集中释放

#### 3.1 子公司超越科创黑臭河治理技术领先

**掌握核心技术，示范项目经验充足，属行业领军企业。**公司拥有生物酶处理等核心技术，通过产学研结合进行研发，推进石油化工、煤化工及焦化、水环境治理，提升竞争力。当前现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。在河道断面水质达标方面，公司引入高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。水环境治理及生态修复方面，公司通过收购超越科创投资（北京）有限公司，引进水环境治理、生态修复等新兴领域的前沿技术和成熟团队，该公司已开展了一些示范性项目，并正大力推进水环境综合整治等业务的拓展。**其创始人现任公司副总经理。**彭建雄先生毕业于北京大学环境科学与工程学院，2011 年 12 月至 2016 年 12 月，共同创办超越科创投资（北京）有限公司在环保领域国际技术转移，技术投资等方面具有丰富的经验，2016 年 12 月 23 日，本公司与陆宇晖、彭建雄签订股权转让合同，约定陆宇晖将其持有超越科创公司 30% 的股权及彭建雄将其持有的超越科创公司 50% 的股权转让给本公司，2017 年 1 月至今，任公司副总经理。

#### 3.2 黑臭河 2017 年底考核任务艰巨

**当前我国城市河流遭到污染，水体季节性和常年性黑臭现象严重，整治迫在眉睫。**中国国务院颁布的《水污染防治行动计划》提出，到 2020 年，中国地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，到 2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。环境保护部最新数据显示，截至目前，中国 224 个地级及以上城市共排查确认黑臭水体 2082 个，其中 34.9% 已完成整治，28.4% 正在整治，22.8% 正在开展项目前期，其他正在研究制定整治方案。环保部将配合住建部门，通过全国 1940 个国控断面的监测，识别哪些地方水质较差，督促地方政府制订水体达标的工作方案。尽管“十一五”期间，城市水体修复共有示范工程 25 个，修复城市河流超过 50km，水体总面积超过 7 m<sup>2</sup>，但由于缺乏源头控制，同时治理手段较为

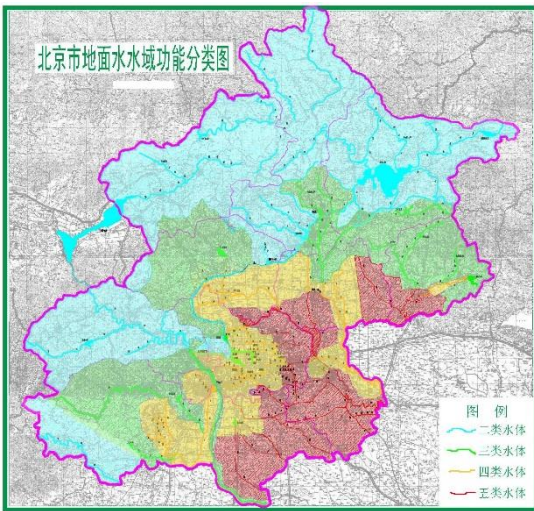
简单，导致水体黑臭复发。以北京市为例，“十一五”进行修复后，2015年城市内河仍然污染严重。

图 9：城市水体黑臭



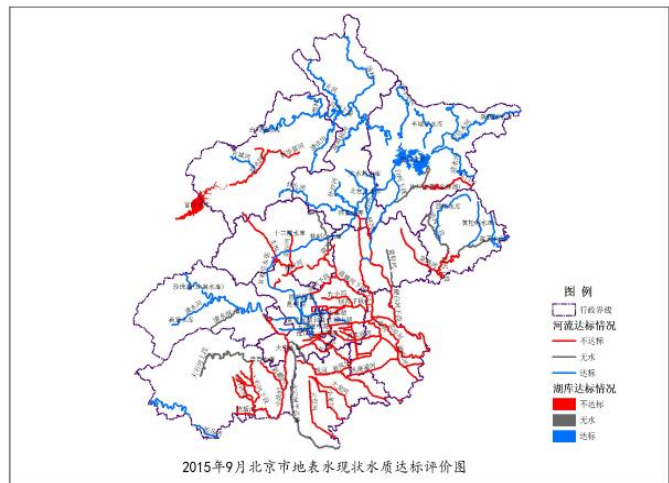
资料来源：公开资料，申万宏源研究

图 10：“十一五”水体修复流域分布



资料来源：北京市环保局，申万宏源研究

图 11：2015 年北京市内河污染情况



资料来源：北京市环保局，申万宏源研究

表 6：城市黑臭水体污染指标及程度定义

	轻度黑臭	重度黑臭
透明度 (cm)	低于 25	低于 10
溶解氧 (mg/L)	低于 2	低于 0.2
氧化还原电位 (mV)	(-200) 到 50	低于 -200
氨氮 (mg/L)	不高于 8	高于 15

资料来源：《城市黑臭水体整治工作指南》、申万宏源研究

由于黑臭水体污染情况严重，住建部制定了黑臭水体治理计划安排，并督促各个地方政府完成黑臭河流污染情况的排查并制定工作目标。为加快推进城市黑臭水体整治工作、

确保完成国务院印发的《水污染防治行动计划》提出的“直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年年底基本消除黑臭水体”的任务目标，住房城乡建设部与环境保护部日前联合发出通知，对社会影响较大的 205 个黑臭水体重点挂牌督办。随着 2017 年底黑臭河治理行动节点的到来，公司在该领域的业务将大力推进，有望取得较大突破。

对于一些地区黑臭水体越整治越多的现象，现在环保部通过环境卫星识别黑臭水体，一些地区黑臭水体数字增多了。同时公众可以通过微信举报等方式参与黑臭水体整治，随着监督手段的增多，后期治理质量有望提升。

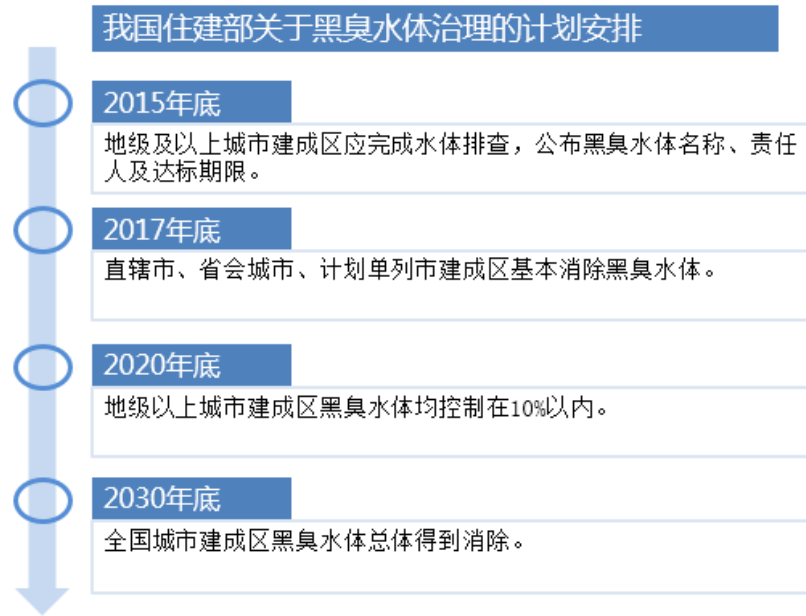
图 12：卫星拍摄黑臭河情况



资料来源：申万宏源研究



图 13: 住建部关于黑臭水体治理的计划安排



资料来源：住建部，申万宏源研究

### 3.3 2017 年市场空间近 200 亿，2020 年市场空间近千亿

行业空间广阔，集中释放，公司有望受益。单条黑臭河道长 3 千米，单位投资 3500 万/千米，2017 年 205 个黑臭水体在重点挂牌督办下基本完成，2017 年对应行业投资空间近 200 亿。参考中国国务院颁布的《水污染防治行动计划》提出，到 2020 年，中国地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，到 2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。参考环境保护部 2017 年 3 月数据显示，中国 224 个地级及以上城市共排查确认黑臭水体 2082 个，其中 34.9% 已完成整治，28.4% 正在整治，22.8% 正在开展项目前期，其他正在研究制定整治方案，约 1000 条黑臭水体需要在 2020 年底前完成治理，对应市场空间约 1000 亿。

## 4. 惠州碳五碳九逐步稳定运行，2017 年将扭亏

### 4.1 前期铺垫充足，2017 年正式投产

公司当前为惠州伊科思的第一大股东，一期项目将于 2017 年投产。2016 年，惠州伊科思进入正式建设阶段，预计将在 2017 年完成一期项目建设，并计划于 2017 年底投产。项目建成后，主要产品为 DCPD 氯化树脂和碳九加氢树脂等高端树脂，其用途广泛，预计该项目建成投产后将会给公司带来持续稳定的收益，并进一步丰富公司的业务布局及提高公司的抗风险能力。

**牵手中石油，落地重大项目。**2015 年公司收到惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司发出的成交通知书，确定本公司和中国石油集团东北炼化工程有限公司吉林设计院 EPC 工程总承包联合体为惠州伊科思碳五/碳九分离及综合利用 EPC 项目成交单位，工程合同金

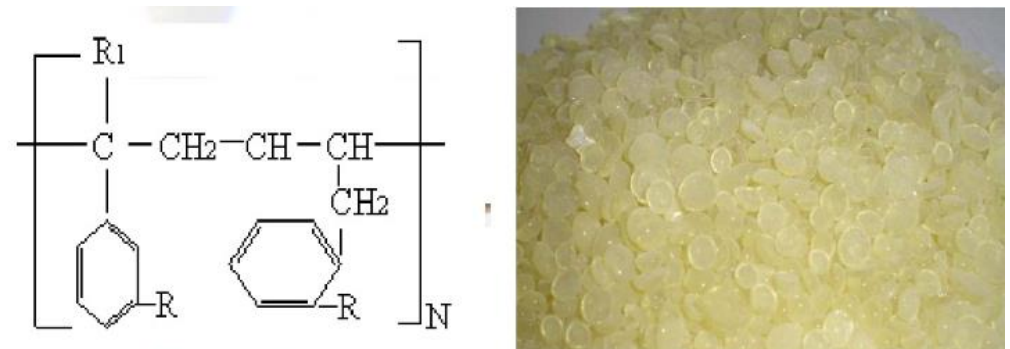
额 12.77 亿元。惠州伊科思主要通过对碳五、碳九馏分等原料进行深加工，生产高软化点、低色度的耐候性树脂、无色的加氢石油树脂及专用树脂、苯乙烯和溶剂油等石化产品。该行业市场前景广阔，在未来有着较高的市场需求，受政府重视。

图 14：碳五石油树脂



资料来源：申万宏源研究

图 15：碳九石油树脂



资料来源：申万宏源研究

## 4.2 基建需求带动一期、二期建成后利润释放

投产在即，公司盈利情况有望改善。子公司伊科思公司主要产品为异戊二烯（聚合级）、间戊二烯、双环戊二烯、碳五石油树脂、苯乙烯、加氢碳九等。产品广泛应用于橡胶、弹性体、热熔胶、路标漆、轮胎、农药及医药中间体等领域。惠州伊科思科目前投建一期项目主要分离提纯上述二烯烃类产品。现在筹划开展二期项目建设 DCPD 加氢树脂、碳九加氢石油树脂等装置，主要产品为 DCPD 氢化树脂和碳九加氢树脂，原料依托伊科思一期项目的 DCPD 产品和碳九苯乙烯联合装置产品。

表 7：公司项目投产计划

阶段	具体进度
1	基础设计：2016.1-2016.6



- 2 详细设计：2016.6-2016.12
- 3 设备采购：2016.6-2016.12
- 4 建筑施工与设备安装：2016.11-2017.5
- 5 试车：2017.7
- 6 正式投产：2017.8

资料来源：伊科思官网，申万宏源研究

产品品质较高，将进行内销与出口并举的策略。C5 产品分离之后主要成分：异戊二烯占 C5 占比 20%、双环戊二烯占 20%、间戊二烯 20%左右、合计占比 60%，剩余原料由于没有双烯，污染小，可以销售至调和市场，做汽油原料。伊科思所用技术路线较常规方法效率更高，毛利率高，具备行业竞争力。公司采用世界上先进的工艺技术，以碳五馏分和碳八~碳九馏分为原料，生产耐候性碳五树脂及专用树脂，有望实现进口替代。

后续产能提升，加之行业高景气，预期公司可凭借此项目持续盈利。公司正在筹建二期项目 DCPD 加氢树脂、碳九加氢石油树脂等装置，主要产品为 DCPD 氢化树脂和碳九加氢树脂，原料依托伊科思一期项目的 DCPD 产品和碳九苯乙烯联合装置产品，由惠州伊科思与其他投资方共同出资设立公司运营。二期投建项目需求旺盛，预计收益良好。拟投建的项目的主要产品为 DCPD 氢化树脂和碳九加氢树脂，这两类树脂用途广泛，且高浓度 DCPD 氢化树脂和高品质碳九加氢树脂国内外需求旺盛，预计未来收益良好。

## 5.上调盈利预测 期待四大板块业绩回升

我们上调公司 17-18 年给出 19 年净利润预测为 4.03、5.94、7.16 亿元（原为 17、18 年 2.94、3.28 亿元），对应 EPS 为 0.47、0.69、0.83 元/股，对应 17、18 年 PE 为 39 倍和 26 倍，低于行业平均的 42 倍和 29 倍，公司主营煤化工石油化工水处理行业经历两年的调整期目前处于景气回升拐点，公司危废黑臭河治理、C5/C9 等业务板块也将逐步进入业绩爆发期，未来利润超预期可能性较大，维持“增持”评级。

表 8：可比公司估值表

代码	简称	评级	2017/4/21			EPS			PE		
			最新收盘价	16A	17E	18E	16A	17E	18E		
300425.SZ	环能科技	-	26.92	0.39	0.71	0.95	69	38	28		
300422.SZ	博世科	买入	38.88	0.49	1.06	1.52	79	37	26		
300385.SZ	雪浪环境	增持	36.61	0.74	0.73	1.1	49	50	33		
平均							66	42	29		

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 9：公司营业收入拆分

营业收入	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程承包项目	589.8	506.9	854.5	717.4	932.7	1,025.9	1,128.5
托管运营	133.5	156.5	193.0	221.1	287.4	316.2	347.8
商品销售类	43.0	132.3	234.4	19.1	17.2	13.7	11.0
技术服务	5.7	4.8	7.6	32.1	64.1	96.2	134.6
保温管件		46.7	57.7	69.2	83.1	84.7	86.4
保温直管		114.6	485.3	428.3	471.1	494.7	519.4
油气防腐保温管道		25.2	29.2	-	0.0	0.0	0.0
固废处理服务		19.8	30.5	69.8	200.00	333.33	433.33
金融业务收入			48.8	80.2	96.23	105.85	111.14
油基钻屑处理				10.5	31.41	62.82	69.10
其他主营业务		22.5	29.2	35.2	42.26	50.72	60.86
C5-C9					334.58	4015.00	4748.33
其他业务收入	-	-	1.2	1.7	2.03	2.43	2.92
合计	772.0	#####	1,971.3	1,684.6	2,562.1	6,601.6	7,653.4

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 10: 公司营业成本拆分

营业成本	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程承包项目	452.2	377.2	671.6	587.6	746.1	831.0	914.1
托管运营	86.0	101.2	127.6	185.0	230.0	256.1	281.7
商品销售类	25.8	90.1	181.9	18.3	16.5	13.2	10.5
技术服务	1.2	0.7	1.2	19.6	39.2	58.9	82.4
保温管件		21.3	32.1	40.2	48.2	49.2	50.2
保温直管		89.1	343.6	300.0	330.0	346.5	363.8
油气防腐保温管道		23.1	25.6	-	0.0	0.0	0.0
固废处理服务		8.6	16.1	30.4	87.2	145.3	188.9
金融业务收入		-	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
油基钻屑处理		-	-	7.3	21.8	43.6	48.0
其他主营业务		9.8	14.4	32.5	39.0	46.9	56.2
C5-C9					294.4	3460.9	4036.1
其他业务成本	-	-	0.9	1.4	1.7	2.0	2.4
合计	565.2	721.2	1,414.5	1,222.9	1,854.9	5,254.3	6,035.2

资料来源: 申万宏源研究

表 11: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	772	1029	1971	1685	2562	6602	7653
二、营业总成本	606	805	1640	1405	2107	5806	6694
其中: 营业成本	565	721	1414	1223	1855	5254	6035
营业税金及附加	11	1	10	13	19	49	57
销售费用	8	22	30	31	47	121	141

管理费用	45	76	118	109	167	330	421
财务费用	(30)	(21)	30	12	3	7	7
资产减值损失	7	6	37	17	16	44	33
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	6	6	6	6
三、营业利润	166	225	332	286	461	801	966
加：营业外收入	0	1	7	21	21	21	21
减：营业外支出	0	1	1	1	1	1	1
四、利润总额	166	226	337	306	481	821	985
减：所得税	26	34	47	42	66	114	137
五、净利润	140	192	290	264	415	707	848
少数股东损益	(0)	0	0	2	11	112	133
归属于母公司所有者的净利润	141	192	290	262	403	594	716
六、基本每股收益	0.61	0.82	0.39	n.a.	0.47	0.69	0.83
全面摊薄每股收益	0.16	0.22	0.34	0.30	0.47	0.69	0.83

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。