

2017年05月15日

理工环科 (002322.SZ)

攻守兼备, 三层次布局奠定短中长期成长基础

■**主营业务承压, 三层次布局寻求转型:** 过去几年, 受制于国网放缓在线监测产品招投标工作, 公司主营电力设备在线监测业务收入和毛利都连续下滑。公司积极寻求战略转型, 自 2015 年起, 公司先后完成对北京尚洋环科、江西博微新技术和湖南碧蓝三个子公司的并购, 将业务拓展到水质监测、电力信息化和土壤修复三个新领域。我们认为公司极具战略投资眼光, 三块业务看似无直接联系, 但是, 电力信息化是稳定的“现金牛”, 数据服务新模式下的水质监测奠定中期发展动力, 土壤监测业务长期发展空间广阔, 三层次布局奠定公司短中长期成长基础。

■**电力信息化, 稳定的“现金牛”业务:** 子公司博微的电力造价软件市场占有率极高, 可为公司提供稳定现金流。同时, 电力体制改革背景下, 增量配电网有望对社会资本放开, 直接导致参与配电网投资、建设、运营的主体将大幅增加。博微的电力造价软件覆盖配网工程的各个阶段, 随着配网参与主体的增加, 博微的电力信息化业务不乏增长空间。

■**地表水监测, 创新模式快速抢占市场:** 我国水环境治理已从点源治理走向全流域综合治理, 未来地表水监测网络将进一步完善。子公司尚洋环科借台州“五水共治”交界断面水质自动监测数据采购项目推广环境数据服务商模式, 受到政府的高度认可, 未来有望凭借模式创新快速占据市场。浙江省“五水共治”持续推进, 公司具有明显的区位优势, 未来成长极具想象空间。

■**土壤修复, 万亿市场含苞待放:** 我国土壤污染问题极其严峻, 污染总面积接近国土面积的 10%。在“土十条”的推动下, 未来万亿级别的市场有望打开。公司于 2016 年 9 月收购湖南碧蓝, 碧蓝专业从事土壤修复和重金属治理。2017 年 2 月, 公司获得湘潭市竹埠港滨江商务区土壤修复框架协议, 总投资约 50 亿元, 成为土壤修复市场上的有力竞争者之一。

■**资产负债率低, 外延存在预期:** 公司自 2013 年确立转型方向以来, 外延并购不断, 公司资产负债率低、在手货币资金充足, 不排除公司未来继续进行外延并购、优化业务结构的可能性。

■**投资建议:** 公司积极寻求转型, 三层次布局实现健康的业务布局和持续发展动力。以公司目前三个主要子公司的业绩承诺为基础, 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.87、1.09、1.36 元, 对应 PE 为 27.3X、21.8X、17.4X, 给予“买入-A”评级, 6 个月目标价 32 元。

■**风险提示:** 地表水监测推进不及预期、电力软件市场不及预期、外延并购进度不及预期。

公司深度分析

证券研究报告

二次设备

投资评级 **买入-A**

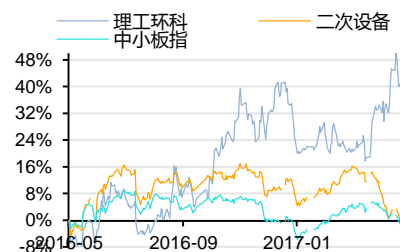
调高评级

6 个月目标价: **32 元**
 股价 (2017-05-12) **23.70 元**

交易数据

总市值 (百万元)	9,511.17
流通市值 (百万元)	6,507.03
总股本 (百万股)	401.32
流通股本 (百万股)	274.56
12 个月价格区间	15.65/25.35 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.91	12.54	38.57
绝对收益	5.33	11.06	38.64

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002
 shaoll@essence.com.cn
 021-35082107

周喆

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn
 021-35082029

相关报告

理工环科: 并购带来业绩增长, 期待水质监测板块后续业绩释放	2017-04-26
理工环科: 外延并购不断, 积极寻求转型	2016-11-01

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	448.8	687.3	1,179.1	1,500.0	1,856.4
净利润	107.9	151.9	347.9	436.1	545.5
每股收益(元)	0.27	0.38	0.87	1.09	1.36
每股净资产(元)	7.13	7.41	8.00	8.76	9.72

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	88.2	62.6	27.3	21.8	17.4
市净率(倍)	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4
净利润率	24.0%	22.1%	29.5%	29.1%	29.4%
净资产收益率	3.8%	5.1%	10.8%	12.4%	14.0%
股息收益率	0.4%	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%
ROIC	12.6%	4.5%	12.3%	11.1%	21.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 积极寻求转型，实现三层次布局	5
1.1. 主营业务业绩下滑，积极寻求转型.....	5
1.2. 公司股权结构.....	6
1.3. 三层次布局，奠定短中长期成长基础.....	7
2. 电力信息化，稳定的“现金牛”业务	7
2.1. 电力体制改革促使配电网投资放开成为热点.....	8
2.2. 增量配电网放开，刺激博微配网产品销售.....	9
3. 地表水监测，创新模式抢占市场	10
3.1. 水污染治理刻不容缓.....	10
3.2. 流域治理致使地表水监测进入高景气周期.....	11
3.3. 地表水监测的创新模式.....	12
3.3.1. 创新设计：集装箱式水质自动监测系统.....	12
3.3.2. 创新模式：环境数据服务商.....	12
3.4. 业绩略低于预期因经营模式改变，未来极具成长空间.....	13
3.5. 五水共治催生水质监测需求.....	13
3.6. 强强联合，开拓环境大数据市场.....	14
4. 土壤修复，万亿市场含苞待放	14
4.1. 土壤污染形势规模大、程度严重.....	14
4.2. 土壤污染以耕地最为严重，污染物以无机为主.....	15
4.3. 南方等经济相对发达地区土壤污染更为严重，修复力度也更大.....	15
4.4. 土壤修复市场容量超万亿.....	16
4.5. “土十条”明确土壤修复目标，专项资金促进市场培育.....	16
4.6. 并购湖南碧蓝，进军土壤修复领域.....	17
4.7. 获取土壤修复大订单，未来成长可期.....	17
5. 资产负债率低，外延存在预期	18
6. 投资建议	18
7. 风险提示	19

图表目录

图 1: 电力在线监测业务营收和毛利变化.....	5
图 2: 2016 年报主营构成.....	5
图 3: 公司历年收入（万元）.....	6
图 4: 公司历年净利润（万元）.....	6
图 5: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	6
图 6: 三层次业务布局.....	7
图 7: 江西博微产品体系.....	8
图 8: 三产和居民用电增速不断上升.....	9
图 9: 2015 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水水质状况.....	10
图 10: 2015 年全国省界水体水质状况.....	10
图 11: 2015 年海河流域水质分布示意图.....	10
图 12: 2015 年全国近岸海域水质分布示意图.....	11
图 13: 集装箱式水质自动监测系统.....	12
图 14: 全国土壤总超标率的结构.....	14

图 15: 不同类型的土壤污染严重程度对比.....	15
图 16: 土壤污染问题严重性的区域分布	16
图 17: 历史土壤污染防治专项资金 (亿元)	17
图 18: 公司资产负债率 (%) 远低于行业平均水平	18
图 19: 公司货币资金/总资产之比远高于行业平均水平	18
表 1: 截止 2017 年一季报公司前十大股东信息.....	7
表 2: 博微业绩承诺 (扣非归母净利润) 完成情况.....	8
表 3: 关于鼓励配电网升级的政策	9
表 4: 新模式下地表水监测订单	13
表 5: 尚洋业绩承诺 (扣非归母净利润) 完成情况.....	13
表 6: 无机污染物超标情况	15
表 7: 土壤修复产业市场容量超万亿元	16
表 8: 土十条目标.....	16
表 9: 湖南碧蓝财务状况 (万元)	17
表 10: 湖南碧蓝近期订单梳理.....	17
表 11: 博微、尚洋、碧蓝承诺业绩.....	18

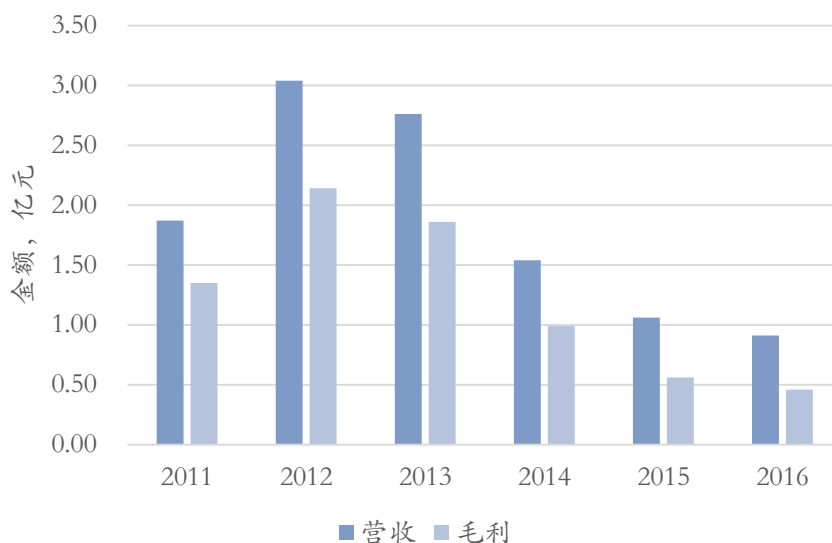
1. 积极寻求转型，实现三层次布局

1.1. 主营业务业绩下滑，积极寻求转型

公司是国内最早专业从事电力高压设备在线监测产品研发、设计、生产及销售的企业，主要产品包括智能变电站在线监测系统、变压器色谱在线监测系统、GIS局部放电在线监测系统、输电线路在线监测系统、电网调度系统等。

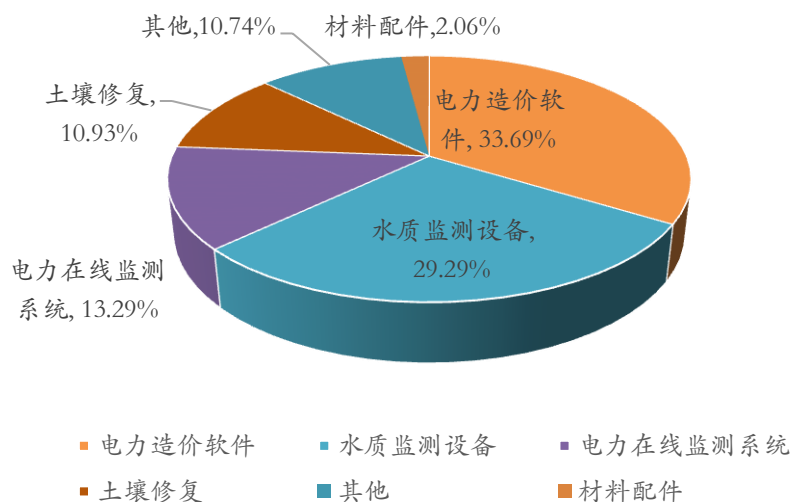
近年来，公司主营电力设备在线监测业务收入和毛利都连续下滑，其主要原因是国家电网公司为提升状态监测系统装置质量及运行可靠性，完善系统功能，提升应用水平开展了输变电设备状态监测系统治理提升工作，放缓了在线监测产品招投标工作，使得公司所处行业供求关系紧张，市场竞争加剧。对此情况公司早有预见，因而提前布局、积极寻求转型。

图 1：电力在线监测业务营收和毛利变化



资料来源：wind、安信证券研究中心

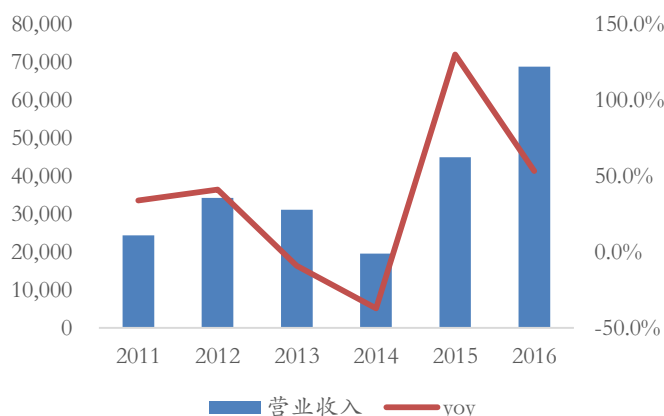
图 2：2016 年报主营构成



资料来源：wind、安信证券研究中心

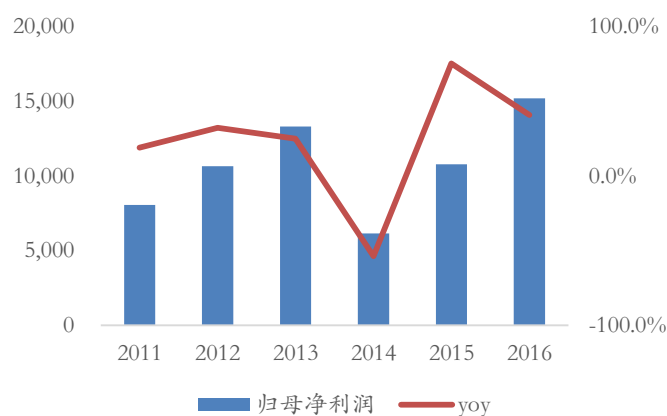
2015年8月，公司通过发行股份和支付现金相结合的方式，合计支付2490万股股份和1.35亿元现金收购尚洋环科100%的股权。尚洋环科主营水质监测业务，承诺2015-2017年实现扣非归母净利润分别不低于3800万元、4680万元和6000万元。2015年8月，公司通过发行股份和支付现金相结合的方式，合计支付6761万股股份和4亿元现金收购博微新技术100%的股权。博微新技术主营电力信息化业务，博微新技术除高能投资之外的全体股东承诺2015-2017年实现扣非归母净利润分别不低于1.08亿元、1.30亿元和1.56亿元。2016年9月，公司使用自有资金和超募资金合计3.6亿元收购湖南碧蓝100%股权。碧蓝主营土壤修复业务，承诺于利润补偿期间各年度实现的净利润2016年不低于3280万元，2017年不低于4198万元，2018年不低于5374万元，2019年不低于6879万元，即利润补偿期间每年净利润复合增长率不低于28%。

图3：公司历年收入（万元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图4：公司历年净利润（万元）

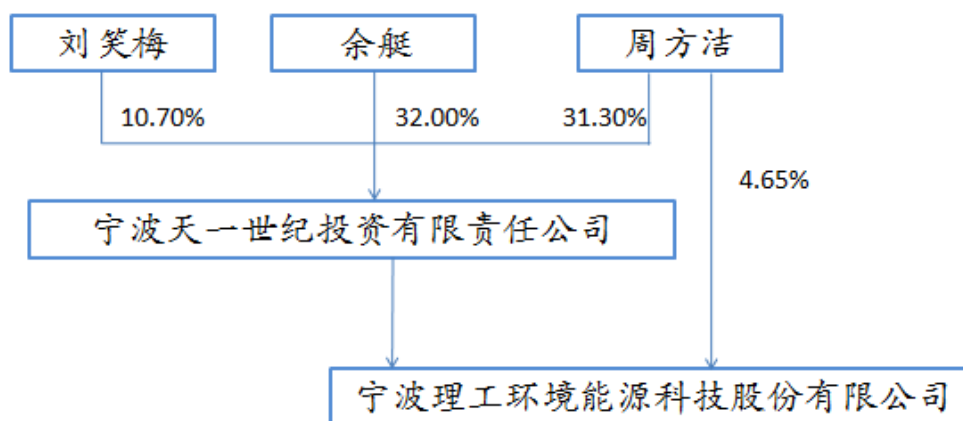


资料来源：wind、安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

截至2017年第一季度，公司第一大股东宁波天一世纪投资有限责任公司，持有公司31.56%的股份；公司实际控制人周方洁、余艇、刘笑梅分别持有天一世纪投资有限责任公司31.30%、32.00%、10.70%的股份。此外，周方洁直接持有公司4.65%股份，公司第二大股东朱林生持有公司5.05%的股份。

图5：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 1: 截止 2017 年一季报公司前十大股东信息

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股本性质
1	宁波天一世纪投资有限责任公司	12665.67	31.56%	限售流通 A 股,A 股流通股
2	朱林生	2027.79	5.05%	限售流通 A 股,A 股流通股
3	周方洁	1864.27	4.65%	限售流通 A 股,A 股流通股
4	李雪会	1090.00	2.72%	限售流通 A 股,A 股流通股
5	成都尚青科技有限公司	855.37	2.13%	限售流通 A 股,A 股流通股
6	伍卫国	824.65	2.05%	限售流通 A 股,A 股流通股
7	中国建设银行股份有限公司-融通互联网传媒灵活配置混合型证券投资基金	751.21	1.87%	A 股流通股
8	中国工商银行股份有限公司-金鹰稳健成长混合型证券投资基金	705.43	1.76%	A 股流通股
9	陈鹏	600.06	1.50%	限售流通 A 股,A 股流通股
10	石钊	578.03	1.44%	限售流通 A 股,A 股流通股
合计		21962.48	54.73%	

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

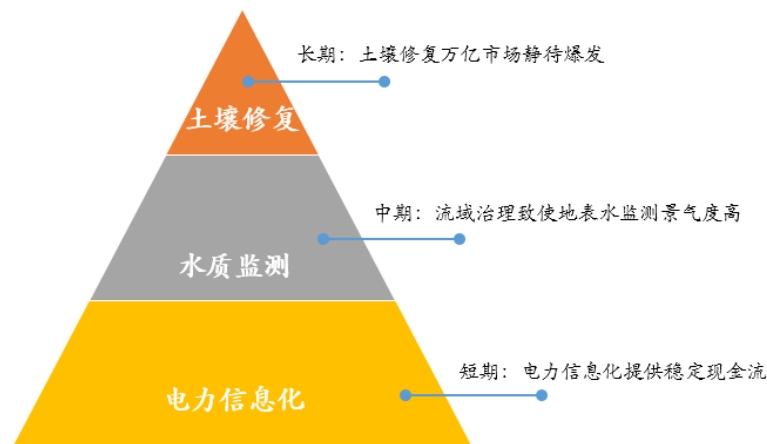
1.3. 三层次布局，奠定短中长期成长基础

我们认为公司战略转型极具投资眼光，在电力信息化、水质监测、土壤修复三个领域的三层次布局，可以奠定公司短中长期的成长基础，使公司获得健康的业务布局和持续发展动力。

公司短期内可依靠电力信息化业务获取稳定现金流，配电网领域的投资加速使得该业务在保持稳定的同时又不乏成长空间。从中期来看，由于环保走向大生态，流域治理的市场空间正在被打开。环境治理、监测先行，公司地表水监测业务将随着流域治理市场打开而进入高景气周期。浙江省不断推进“五水共治”，更是走在全国前列，公司区位优势明显，凭借创新的数据服务模式有望快速占领市场。从长远来看，土壤修复具备万亿市场空间的潜力，未来业绩持续释放能力强，公司长期的发展空间值得期待。

因此，我们认为公司的三层次布局在时间层面上可做到完美衔接，公司的业务结构兼具短期稳定性和长期快速发展潜力，稳步做大做强趋势可见。

图 6: 三层次业务布局



资料来源: wind、安信证券研究中心

2. 电力信息化，稳定的“现金牛”业务

公司子公司江西博微新技术，具有电力全过程造价解决方案，以电力工程全生命周期造

价管理为理念，围绕电力工程项目从可行性研究、初步设计、施工图，到工程招投标、施工、竣工投产、运行维护全过程中的造价编制与管理的工作，通过成熟的软件产品、先进的信息化系统项目，实现工程的计量、计价、招/投标文件、工程结算的高效编制与审核，有效辅助工程评审、造价数据积累与造价分析工作，为科学的投资决策、动态的造价管理与控制提供全方位、全过程的信息化支撑。

博微的工程造价解决方案广泛应用于国家电网公司、南方电网公司、中国电力建设集团公司、中国能源建设集团公司、中国国电集团、中国华能集团、中国大唐集团、中国电力投资集团、中国华电集团等企业集团及其所属建设、设计、施工等企业。博微在电力工程造价软件领域市场占有率达到 85% 以上，是唯一获得国家电力定额总站统一授权的造价软件公司。

博微市场占有率高，几乎处于垄断地位，因此电力信息化是公司的“现金牛”业务。博微承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别为 1.08 亿元、1.3 亿元和 1.56 亿元。2015 年和 2016 年，博微实现扣非归母净利润 1.091 亿元和 1.447 亿元，完成业绩承诺。

尽管博微面对的是成熟的电力市场，但是未来配电网改造的需求日益增加以及电力体制改革带来增量配电网的放开，使得博微也不乏增长的新动力。

图 7：江西博微产品体系

	可研	初设	施工图	招投标	结算	造价分析	后评价
电力公司发策部	经济评价软件						后评价软件
电力公司基建部		概预算系列软件		清单系列软件	结算系列软件	造价分析软件	后评价软件
电力公司送检部	经济评价软件	概预算系列软件		清单系列软件	结算系列软件	造价分析软件	后评价软件
电力公司营销部			概预算系列软件	清单系列软件	结算系列软件		
电力公司物资部		物料标准化软件					
设计/咨询单位	配网设计软件	配网设计软件		清单系列软件		造价分析软件	
施工单位			概预算系列软件	清单系列软件	结算系列软件	造价分析软件	
监理等其他单位			概预算系列软件	清单系列软件	结算系列软件		

资料来源：公司交流、安信证券研究中心

表 2：博微业绩承诺（扣非归母净利润）完成情况

时间	承诺业绩，亿元	实际业绩，亿元	完成率
2015 年	1.08	1.091	101%
2016 年	1.3	1.447	111%
2017 年	1.56	-	-

资料来源：国务院、发改委、能源局、安信证券研究中心

2.1. 电力体制改革促使配电网投资放开成为热点

配电网位于电力系统最末端，从用电用户的分类上看主要分为城市配电网、乡镇农村配电网和大工业用户配电网三大类。工业用户的配电网以自建自用为主，而城市、乡镇农村配电网多为各地方电网公司投资建设。

过去，我国电网的投资重点在于发输电领域，而城市和农村配电网发展水平严重滞后于主干电网发展水平。

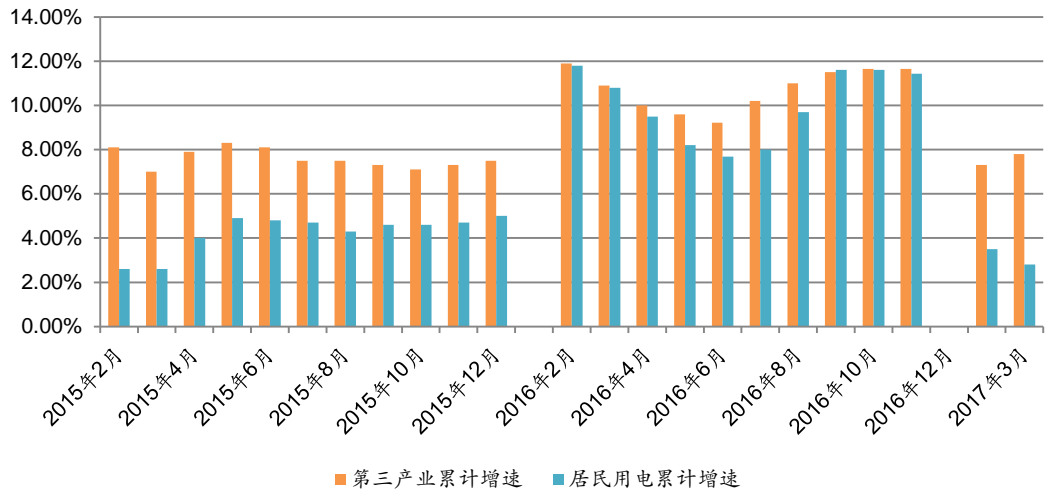
从经济发展阶段来看，我国目前已经处于工业化进程的后期。在此阶段，由于基础设施建设基本完成，重工业产品市场需求不足，从而使得第二产业在经济中的比重下降。而随着收入的增加，生活水平的提高，第三产业将拉动直接消费品及服务需求。

产业结构的转换将显著影响全社会电力需求的增长。2016 年全年，全社会累计用电量 59198 亿度，同比增长 5.0%。其中，第一产业用电量 1075 亿度，同比增长 5.3%；第二产业用电量 42108 亿度，同比增长 2.9%；第三产业用电量 7961 亿度，同比增长 11.2%；城

乡居民生活用电量 8058 亿度，同比增长 10.8%。

从 2015 年至今的三产和居民用电的累计增速来看，三产和居民生活用电大幅上升，因此也将使得现有配电网压力日增，需要尽快改造升级。在多项配电网升级政策支持下，配电网领域电力造价软件解决方案市场也将迎来高速发展期。

图 8：三产和居民用电增速不断上升



资料来源：中电联、安信证券研究中心

表 3：关于鼓励配电网升级的政策

时间	政策	内容
2013 年 9 月	《关于加强城市基础设施建设的意见》	将配电网发展纳入城乡整体规划，进一步加强城市配电网建设，实现各电压等级协调发展。
2015 年 8 月	《配电网建设改造行动计划(2015-2020)》、 《加快配电网建设改造的指导意见》	明确了未来六年配电网 2 万亿的投资规模，“十三五”期间完成 1.7 万亿元。
2016 年 3 月	《 2016 年能源工作指导意见》	计划用五年左右时间，全面加快城镇配电网建设改造，促进经济发展和民生改善。
2016 年 2 月	《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》	全国农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖。
2016 年 10 月	《有序放开配电网业务管理办法》	鼓励社会资本参与增量配电网业务。

资料来源：国务院、发改委、能源局、安信证券研究中心

2.2. 增量配电网放开，刺激博微配网产品销售

2016 年 8 月，国家发改委、国家能源局鼓励增量配电业务试点项目，以增量配电设施为基本单元，确定 100 个左右吸引社会资本投资增量配电业务的试点项目。配电网的运营权和所有权分离，将成为改革最大的亮点。社会资本通过与电网企业股权合作等方式成立产权多元化公司，获取增量配电网的运营权，在配电区域内从事配电网业务、经营配电网，使得配电网运营权不再集中于电网企业，而是分散给各个社会资本参与增量配电网投资并拥有绝对控股权的公司。

增量配电网对社会资本放开，直接导致参与配电网投资、建设、运营的主体将大幅增加。博微的电力造价软件覆盖配网工程的各个阶段，因此，随着配网参与主体的增加，博微电力工程造价软件的市场有望大幅拓展。

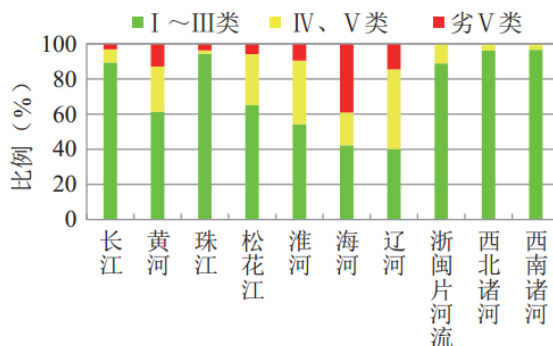
在增量配网投资放开的背景下，博微也积极应对新的市场需求，近期开发了配网 APP 应用。配网 APP 是博微产品向移动端拓展的重要产品，能够提高配网建设基础数据的准确性、增强配网设计和造价的准确性，提高配网建设的效率，未来有望获得广阔的市场空间。

3. 地表水监测，创新模式抢占市场

3.1. 水污染治理刻不容缓

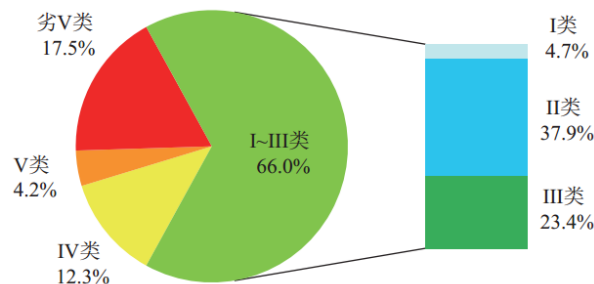
我国的水环境形势非常严峻。目前，就整个地表水而言，受到严重污染的劣V类水体所占比例较高，全国约10%，海河流域劣V类的比例高达39.1%。流经城镇的一些河段，城乡接合部的一些沟渠塘坝污染普遍比较重，并且由于受到有机物污染，黑臭水体较多。另外，每年涉及饮水安全的水环境突发事件的数量依然不少，水污染治理刻不容缓。

图 9：2015 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水水质状况



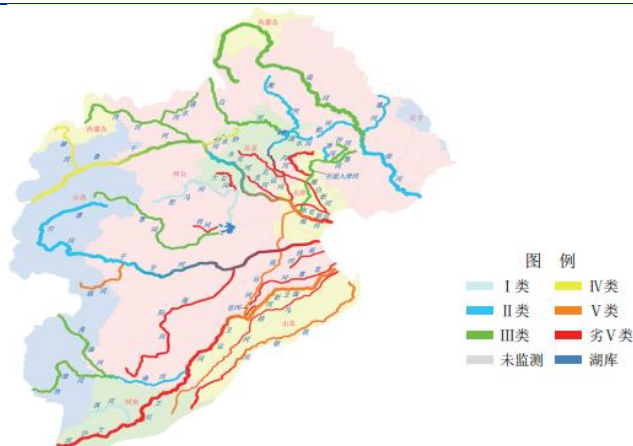
资料来源：2015《中国环境状况公报》、安信证券研究中心

图 10：2015 年全国省界水体水质状况



资料来源：2015《中国环境状况公报》、安信证券研究中心

图 11：2015 年海河流域水质分布示意图



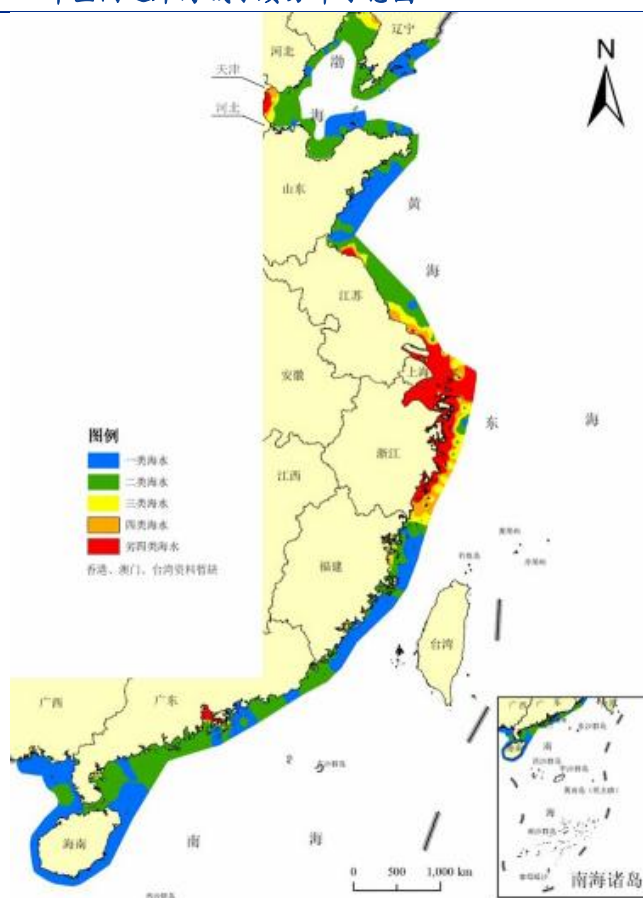
资料来源：2015《中国环境状况公报》、安信证券研究中心

相比于地表水，地下水所面临的问题更为严峻。2015 年，国土部门对全国 31 个省（区、市）202 个地市级行政区的 5118 个监测井（点）（其中国家级监测点 1000 个）开展了地下

水水质监测。评价结果显示：水质呈优良、良好、较好、较差和极差级的监测井（点）比例分别为 9.1%、25.0%、4.6%、42.5%和 18.8%。以流域为单元，水利部门对北方平原区 17 个省（区、市）的重点地区开展了地下水水质监测，2103 个测站数据评价结果显示：水质优良、良好、较差和极差的测站比例分别为 0.6%、19.8%、48.4%和 31.2%，无水质较好的测站。

除淡水外，海洋水污染也不容忽视。2015 年，中国管辖海域海水中无机氮、活性磷酸盐、石油类和化学需氧量等指标的监测结果显示，近岸局部海域海水环境污染严重。污染海域主要分布在辽东湾、渤海湾、莱州湾、江苏沿岸、长江口、杭州湾、浙江沿岸、珠江口等近岸海域。

图 12：2015 年全国近岸海域水质分布示意图



资料来源：2015《中国环境状况公报》、安信证券研究中心

3.2. 流域治理致使地表水监测进入高景气周期

传统的水环境治理单纯的采取的是污水处理或者河道治理的“末端治理”模式，“末端治理”是一种短期的治标不治本的模式。虽然在“十二五”期间超额完成了环保目标，截至 2015 年底，全国城市污水处理厂处理能力 1.4 亿立方米/日，污水处理率已达到 91.97%，然而，当前水环境状况却依然不容乐观，1/3 的湖库水质不达标，1/4 的湖库处于富营养化，各个流域、城市河道水环境整体没有大的改善。

“水十条”、“十三五”规划出台后，理念上已经从传统的以“末端治理”为主的思路，转变为“源头减排、过程阻断、末端治理”全过程防控水污染的治水模式。我们认为流域治理将成为未来的水污染治理的主旋律，而尚洋环科所处的地表水监测领域，正契合了流域治理市场打开的时机，未来将进入高景气周期，未来成长极具想象空间。

环境治理、监测先行。2015 年 4 月，国务院印发《水污染防治行动计划》，即“水十条”。

“水十条”强调要完善水环境监测网络，统一规划设置监测断面(点位)，提升饮用水水源水质全指标监测、水生生物监测、地下水环境监测、化学物质监测及环境风险防控技术支撑能力。2017 年底前，京津冀、长三角、珠三角等区域、海域建成统一的水环境监测网。

2016 年 3 月，环保部印发《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》。“十三五”期间，我国将进一步完善国家地表水环境监测网，覆盖全国主要河流干流及重要的一级、二级支流，兼顾重点区域的三级和四级支流，重点湖泊、水库等。在现有 972 个断面（点位）及现有的省控、市控和县控断面（点位）基础上进行筛选调整，共设置国控断面（点位）2767 个（河流断面 2424 个、湖库点位 343 个），其中评价、考核、排名断面共 1940 个，入海控制断面共 195 个（其中 85 个同时为评价、考核、排名断面），趋势科研断面共 717 个。地表水监测点大幅增加将给水质监测行业带来巨大的机遇。

3.3. 地表水监测的创新模式

尚洋环科主营环境监测业务，包括水质监测、大气监测、监测设备和环保软件等方面，其中，水质监测业务占比最高，其业务领域又可细分为饮用水水质自动在线监测、水质垂直剖面自动在线监测、地下水水质自动在线监测、地表水水质自动在线监测、污染源自动在线监测。

地表水监测是尚洋环科最核心的业务。目前，我国省级以上水质断面监测站和饮用水监测站点共计约 1500 个，尚洋环科覆盖约 700 个，市占率近 50%，涉及 16 个省。其中，四川、重庆市占率接近 100%，浙江省占率为 60%，河南省占率约为 80%。未来，农村地区地表水监测、近海水质监测也将成为尚洋环科重要的拓展领域。

3.3.1. 创新设计：集装箱式水质自动监测系统

尚洋环科开发设计了集装箱或一体式水质自动监测系统，面积一般不超过 30 平方米，方便运输和移动，具备完善的供水供电、防雷接地、密封保暖以及网络电话。自动监测系统以及分析仪表与固定式水站相同。

集装箱水质自动监测系统可实现标准化生产、整体运输、一体化吊装、一站式服务、规模化运营、智能化运维，适用于用地面积有限、地理情况复杂、项目建设周期较短、有移址或调整需求的水站建设，大大增加了水质自动监测系统的应用空间，缩短项目工期，并降低项目投资。

图 13：集装箱式水质自动监测系统



资料来源：公司交流、安信证券研究中心

3.3.2. 创新模式：环境数据服务商

尚洋环科正在开启水质在线监测行业的新模式：环境数据服务商。过去，水质监测采用

政府一次性采购设备，之后委托相关企业运维的方式。由于一次性采购设备的投入较大，容易短期内对政府财政产生较大的负担。

在新模式下，尚洋环科转变成环境数据服务商，将建设、运营、运维打包。由于公司对水质自动监测站，无需政府前期投入，只需在后续 7 年中支付运维费用，因此减轻了政府当期的财政负担。因而，“台州模式”得到了政府的高度认可，在绍兴市、河南新乡也获得新模式下的地表水监测订单，未来有望在更大范围推广。尚洋环科的数据服务模式，具备较大的用户黏性，在 7 年运营期满后，有望继续运行维护，因而未来在长期有望获得稳定的现金流。

表 4：新模式下地表水监测订单

序号	项目名称	中标时间	合同金额, 万元
1	台州五水共治	2016 年 3 月 23 日	10052
2	绍兴市环境监测中心	2016 年 8 月 8 日	2400.64
3	河南新乡地表水监测站	2016 年 10 月 11 日	954.56
4	绍兴市环保局地表水自动监测站点建设及运维项目	2017 年 1 月 11 日	10542.72
合计			24375.36

资料来源：公司公告、中国采招标网、安信证券研究中心

以台州“五水共治”交界断面水质自动监测数据采购项目为例，尚洋环科将投资建设 100 个微型水质自动监测站，同时承担水质监测网络运营，项目中标金额 10052 万元，运营期为 7 年，年均运维费用为 1436 万元，折合到单个监测站，每年的收入为 14.36 万元。单个监测站的投资约为 35 万元，折合到 7 年的运营期，每年的固定资产折旧约为 5 万元，运营维护成本约 2 万元，项目的毛利率高达约 50%。在传统模式下，若建设 100 个监测站，政府当年便需要一次性支付设备投资费用至少 3500 万元。相比之下，新模式显著降低政府当期的财政负担，因而受到政府的青睐。

此外，在新模式下，尚洋环科成为水质自动监测站的投资者，因而对环境监测数据也具有所有权。未来，在海量水质监测数据的基础上，采用大数据分析技术，可以深度透析环境状况，有针对性地提出更有效的解决方案，或可进一步发掘环境监测数据的价值。

我们认为尚洋环科是地表水监测领域创新设计和创新模式的推动和实践者。公司项目经验丰富、工程与服务质量出色、具备顶尖的水质监测数据服务能力，推广的新模式广受市场好评，有望成为该行业的领跑者。

3.4. 业绩略低于预期因经营模式改变，未来极具成长空间

尚洋环科从传统的业务模式改变为数据服务的模式，大幅抢占传统业务模式的市场，“大单密集落地，服务费用分期支付”的特点导致 2015-2016 年新业务模式下落地的大额合同需在后续 7 年间实现收入，对尚洋环科 2015-2016 业绩产生较大影响，未能完成业绩承诺。我们认为尚洋环科的数据服务模式短期内投资规模较大，但是未来运营期将产生稳定的现金流，虽然短期内影响了公司业绩的释放，但是为公司未来几年业绩高速成长的打下基础。

表 5：尚洋业绩承诺（扣非归母净利润）完成情况

时间	承诺业绩, 万元	实际业绩, 万元	完成率
2015 年	3800	3125	82%
2016 年	4680	3555	76%
2017 年	6000	-	-

资料来源：国务院、发改委、能源局、安信证券研究中心

3.5. 五水共治催生水质监测需求

2013 年，浙江省委十三届四次全会提出，要以治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节

水为突破口倒逼转型升级。“五水共治”，吹响了浙江大规模治水行动的号角。“五水共治”的目标是 2014-2016 年要解决突出问题，明显见效；2014-2018 年要基本解决问题，全面改观；2014-2020 年要基本不出问题，实现质变。

2017 年，“五水共治”目标进一步加码，针对首要的治污水问题，将实施“劣 V 类剿灭行动”，到 2017 年底，全省消除劣 V 类水质断面，省控断面达到或优于 III 类水质比例达到 75% 以上。

浙江省“五水共治”的加速推进催生水质在线监测需求。我们预计“十三五”期间，浙江每市水质监测点数量有望达 1000 个，全省总计可达近万个水质监测点。按单个监测点每年 14 万元的数据服务费用计算，仅浙江省每年地表水监测的市场空间达 14 亿元左右。由于公司地处浙江，具有明显的区位优势，并有望凭借尚洋环科的数据服务新模式迅速占领市场，未来成长极具想象空间。

3.6. 强强联合，开拓环境大数据市场

公司电力信息化板块子公司博微未来将环境大数据作为其重要的战略方向。据公司公告，博微拟使用自有资金 1 亿元设立全资子公司建设“博微科技大厦”暨“环保大数据研发中心”，主要研究环保领域环境质量数据演变分析，通过数据分析指导区域实施环境监测整体设计并为环境质量改善治理提供整体方案，为集团公司进入环境领域的全建设过程提供有效的参考方案。

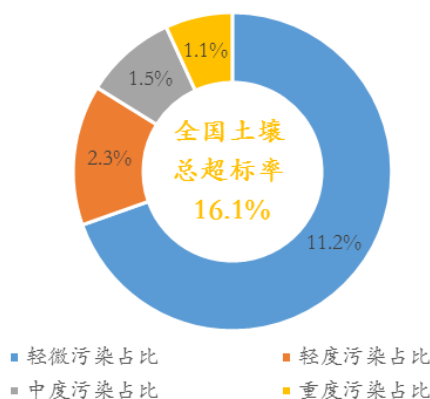
未来，博微将利用自身数据分析处理方面的优势，与尚洋环科水质监测及大气监测业务对接，形成“监测—大数据分析”完整产业链，逐步实现环境监测从硬件到信息化到大数据的升级转变，共同开拓环保大数据市场。

4. 土壤修复，万亿市场含苞待放

4.1. 土壤污染形势规模大、程度严重

2014 年 04 月，国家环保部、国土资源部联合发布《全土壤染公国污状况调查报》，在实际调查的 630 万平方公里的土壤中，超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染分别占比 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%，即有 101 万平方公里的土壤受到不同程度的污染，污染总面积接近国土面积的 10%，规模巨大。

图 14：全国土壤总超标率的结构



资料来源：全土壤染公国污状况调查报

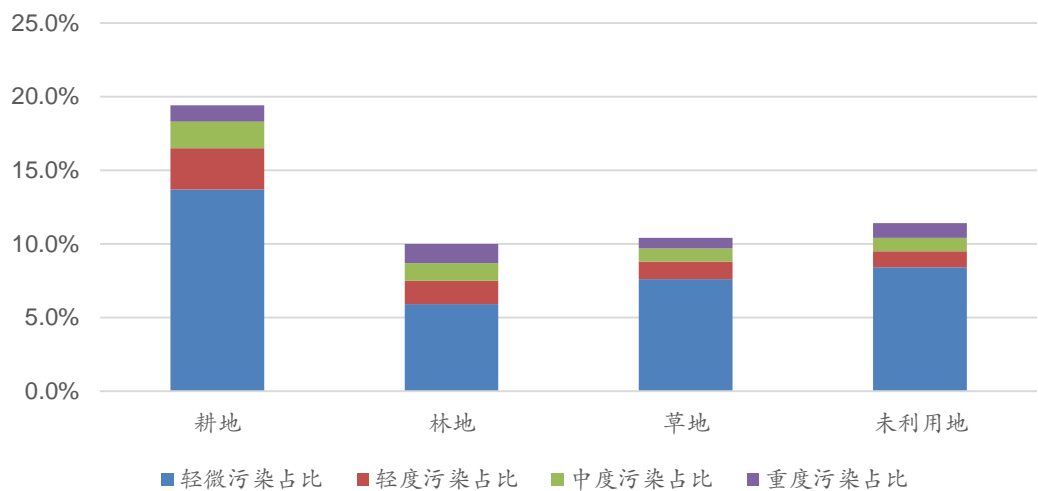
根据中国产业信息网的统计，全国受有机污染物污染的农田已达 3600 万公顷，污染物类型包括石油类、多环芳烃、农药、有机氯等；因油田开采造成的严重石油污染土地面积达

1 万公顷，石油炼化业也使大面积土地受到污染；在沈抚石油污水灌区，表层和底层土壤多环芳烃含量均超过 600mg/kg，造成农作物和地下水的严重污染。全国受重金属污染土地达 2000 万公顷，其中严重污染土地超过 70 万公顷，其中 13 万公顷土地因镉含量超标而被迫弃耕，已经严重威胁到了我国土地资源的供给和粮食的安全。

4.2. 土壤污染以耕地最为严重，污染物以无机为主

在耕地、林地、草地和未利用地中，耕地的点位超标率为最高的 19.4%，污染最为严重。无机污染物超标点位占全部超标点位的 82.8%，而有机污染物指占 17.2%。土壤污染物以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小。

图 15: 不同类型的土壤污染严重程度对比



资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》、安信证券研究中心

表 6: 无机污染物超标情况

污染物类型	点位超标率 (%)	轻微	轻度	中度	重度
镉	7	5.2	0.8	0.5	0.5
汞	1.6	1.2	0.2	0.1	0.1
砷	2.7	2	0.4	0.2	0.1
铜	2.1	1.6	0.3	0.15	0.05
铅	1.5	1.1	0.2	0.1	0.1
铬	1.1	0.9	0.15	0.04	0.01
锌	0.9	0.75	0.08	0.05	0.02
镍	4.8	3.9	0.5	0.3	0.1

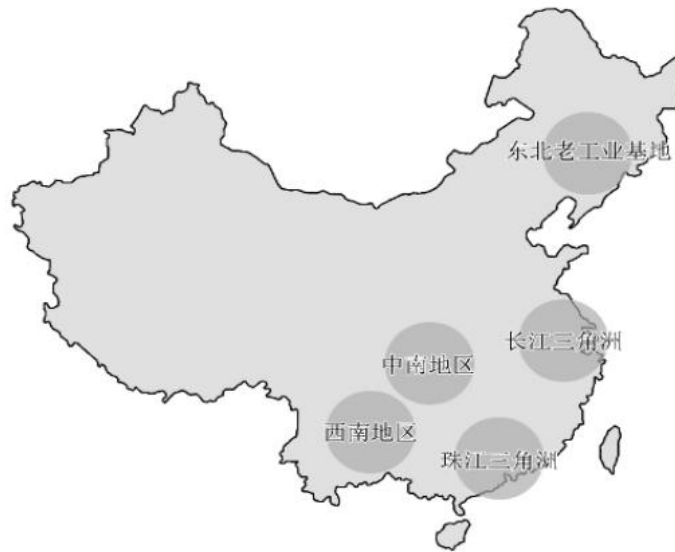
资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》、安信证券研究中心

4.3. 南方等经济相对发达地区土壤污染更为严重，修复力度也更大

南方土壤污染重于北方；长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出。西南、中南地区土壤重金属超标范围较大；镉、汞、砷、铅 4 种无机污染物含量分布呈现从西北到东南、从东北到西南方向逐渐升高的态势。

根据中商产业研究院的统计，2015 年上半年全国土壤修复类项目主要分布在 11 个省直辖市地区，且主要集中在江浙沪、鄂湘粤地区。两地区项目数量均占比 31.6%，总计占比 63.2%；投资金额分别占比 37.4%和 58.3%，总计占比达 95.7%。可以看到江浙沪、鄂湘粤是土壤修复的主力市场。

图 16: 土壤污染问题严重性的区域分布



资料来源: 全土壤染公国污状况调查报

4.4. 土壤修复市场容量超万亿

土壤修复可以分为工业污染场地修复、农业耕地修复、矿山修复三大细分领域。目前全国的工业污染场地大约为 30-50 万块, 以当前平均每块场地的处理成本 300 万元估算, 工业污染场地修复潜在市场容量约为 0.9-1.5 万亿。全国耕地污染总面积约为 3.9 亿亩, 每亩耕地的处理成本为 1-2 万元, 则农业耕地修复市场容量约为 3.9-7.8 万亿。全国损毁且未有效治理的矿山土地约为 220 万公顷, 每公顷治理成本约为 10 万元, 则市场容量约为 2200 亿元。因此, 我国土壤修复的市场理论上的总的市场容量约为 5.02-9.52 万亿元。

表 7: 土壤修复产业市场容量超万亿元

	污染规模	预计修复价格	预计市场规模
工业场地修复	30-50 万块	300 万元/块	0.9-1.5 万亿元
农业耕地修复	3.9 亿亩	1-2 万/亩	3.9-7.8 亿元
矿山修复	220 万公顷	10 万元/公顷	2200 亿元
合计	-	-	5.02-9.52 万亿元

资料来源: 中国产业信息网

4.5. “土十条”明确土壤修复目标, 专项资金促进市场培育

2016 年 5 月, 国务院印发《土壤污染防治行动计划》(“土十条”), 明确到 2020 年, 重度污染耕地种植结构调整或退耕还林还草面积力争达到 2000 万亩, 实现受污染耕地安全利用率达到 90%左右、污染地块安全利用率 90%以上。到 2030 年, 实现受污染耕地、污染地块安全利用率均达到 95%以上。根据环保部门测算“土十条”实施可带动环保产业新增产值约 4500 亿元。

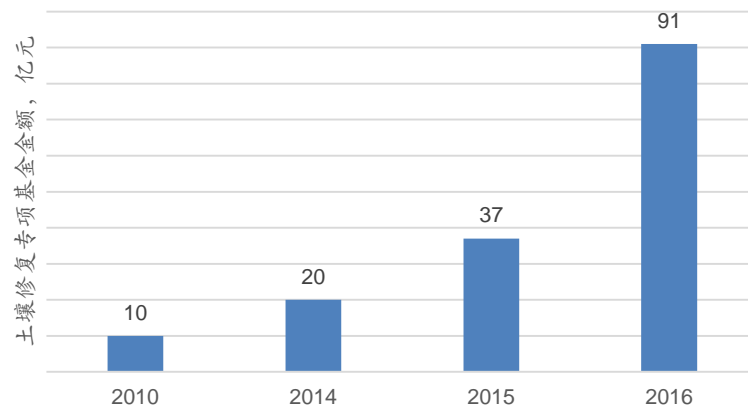
表 8: 土十条目标

时间	总目标	指标
2020	全国土壤污染加重趋势得到初步遏制, 土壤环境质量总体保持稳定。农用地和建设用土壤环境安全得到基本保障, 土壤环境风险得到基本管控。	受污染耕地安全利用率达到 90%左右、污染地块安全利用率 90%以上。
2030	全国土壤环境质量稳中向好, 农用地和建设用土壤环境安全得到有效保障, 土壤环境风险得到全面管控。	受污染耕地、污染地块安全利用率 95%以上。
2050	土壤环境质量全面改善, 生态系统实现良性循环。	

资料来源: 国务院, 安信证券研究中心

为促进土壤修复行业的成长，中央财政设立了土壤污染防治专项资金。根据财政部公布的“2016 年中央对地方税收返还和转移支付预算表”，其中“土壤污染防治专项资金”安排为 91 亿元，与 2015 年的 37 亿元相比，同比大幅增长 146%。

图 17：历史土壤污染防治专项资金（亿元）



资料来源：财政部

4.6. 并购湖南碧蓝，进军土壤修复领域

2016 年 9 月，公司完成对湖南碧蓝环境的并购。湖南碧蓝环保科技股份有限公司位于湘潭市九华示范区，成立于 2011 年 8 月，是一家专业从事重金属治理、土壤修复、废水治理、大气脱硫脱销等环保总承包的高新技术企业，具备环保建筑施工二级资质。公司在重金属治理稳定化技术方面达到国内领先水平，并在国家“十二五”期间湘江流域重金属污染治理多个项目中具体实施与运用，所承接建设施工的重金属污染治理项目数量及合同总金额在省内同行业环保企业中名列前茅。

湖南为重金属污染重点区域。据环保部官网，2015 年，中央财政下达专项资金约 28 亿元，用于重点支持 30 个地市加快推进重金属污染综合防治，其中湖南入选 11 个地市，金额达到 10 亿元，土壤修复市场空间广阔。碧蓝区位优势明显，在土壤修复市场上有天然的竞争优势。

表 9：湖南碧蓝财务状况（万元）

	2015	2016 半年报
主营业务收入	3474	3761
净利润	306	1273
经营活动产生的现金流量净额	474	373

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 10：湖南碧蓝近期订单梳理

时间	订单
2016 年 7 月	湘潭市岳塘区农村环境综合整治设计施工总承包（EPC）项目
2016 年 9 月	湘潭市竹埠港地区企业遗留建筑垃圾综合利用处置项目中标时间
2016 年 9 月	湘潭县农村环境综合整治整县推进政府购买服务项目
2016 年 9 月	湘潭电化科技股份有限公司柚子树尾矿库综合治理设计施工总包 EPC 项目

资料来源：湖南碧蓝、安信证券研究中心

4.7. 获取土壤修复大订单，未来成长可期

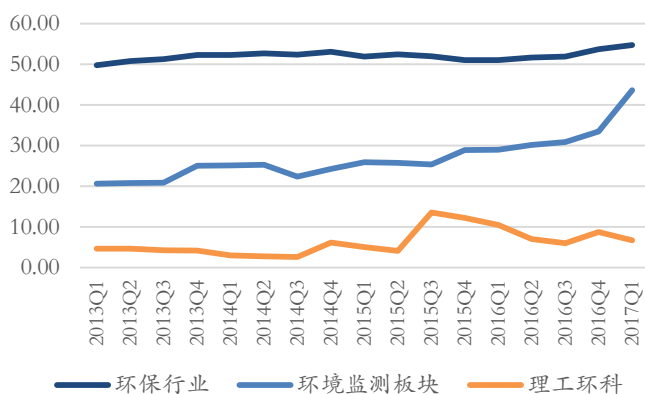
据公司公告，公司和中国电建集团中南勘测设计研究院与湖南湘潭岳塘经济开发区于2017年2月24日签署了《湘潭市竹埠港滨江商务区基础设施项目合作框架协议》，在3-6年内打造湘潭岳塘竹埠港滨江商务区土壤修复、市政道路建设、市政绿化景观、公共建筑、土地整理等基础设施项目，总投资规模约50亿元。按照项目规划，第一期（第1年到第3年）启动岳塘区竹埠港地区的土壤修复、遗留污染物处理、污染场地修复、沟渠污染及地下水综合治理项目，预计投入环保资金约20亿元人民币；第二期（第3到第5年）对核心区环境进行综合治理及土地开发利用，完成被污染的场地及地下水综合治理和核心区域内市政配套及基础配套设施建设，并在区域内建设遗址公园、生态公园、游艇码头三个大型公众游乐设施和一个国际会展中心，总计预计投入资金约30亿。公司获取土壤修复大额订单，未来成长值得期待。

5. 资产负债率低，外延存在预期

公司自2013年确立转型方向以来，公司外延并购不断，但公司资产负债率一直维持极低水平，在手货币资金充足。截至2017年3月底，公司资产负债率仅为6.68%，低于环保行业整体水平54.70%和环境监测板块整体水平43.61%。公司货币资金充足，除去季节性波动，公司货币资金/总资产比例远高于行业平均水平，截至2016年底，公司货币资金/总资产比例为22.45%，高于环保行业整体水平15.30%和环境监测板块整体水平13.94%。

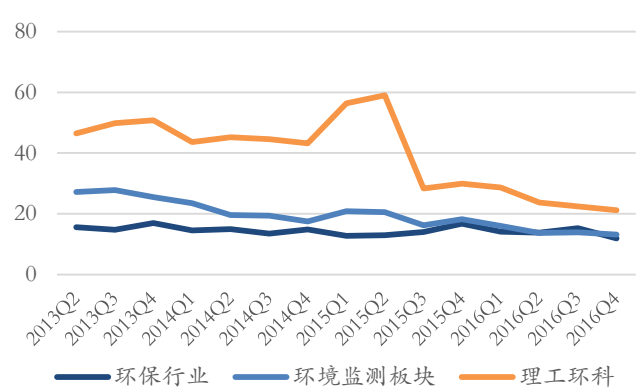
因此，公司充足的在手货币资金，金融杠杆水平有较大提升空间，两大优势为公司进一步实现外延并购奠定基础。

图 18：公司资产负债率（%）远低于行业平均水平



资料来源：公司公告，Wind

图 19：公司货币资金/总资产之比远高于行业平均水平



资料来源：公司公告，Wind

6. 投资建议

公司积极寻求转型，多层次布局实现健康的业务布局和持续发展动力。以公司目前三个主要子公司的业绩承诺为基础（如表 11 所示），我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.87、1.09、1.36 元，对应 PE 为 27.3X、21.8X、17.4X，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 32 元。

表 11：博微、尚洋、碧蓝承诺业绩

	2016	2017	2018	2019
尚洋环科	4680 万	6000 万		
江西博微	1.3 亿	1.56 亿		
湖南碧蓝	3280 万	4198 万	5374 万	6879 万

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

7. 风险提示

公司面临的主要风险：地表水监测推进不及预期、电力软件市场不及预期、外延并购进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	448.8	687.3	1,179.1	1,500.0	1,856.4	成长性					
减:营业成本	215.5	302.5	482.5	605.2	738.3	营业收入增长率	129.7%	53.1%	71.6%	27.2%	23.8%
营业税费	4.7	8.4	14.7	17.6	22.5	营业利润增长率	105.7%	24.9%	211.2%	28.6%	25.5%
销售费用	52.3	77.8	109.9	139.9	173.1	净利润增长率	75.2%	40.8%	129.0%	25.3%	25.1%
管理费用	92.7	158.9	237.3	301.9	373.6	EBITDA 增长率	170.3%	33.3%	188.1%	27.5%	24.5%
财务费用	-19.9	-18.1	-12.6	-11.4	-10.8	EBIT 增长率	353.5%	34.6%	257.8%	30.1%	26.3%
资产减值损失	10.3	47.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	315.6%	41.9%	255.9%	28.3%	27.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	295.1%	31.1%	41.7%	-34.8%	75.1%
投资和汇兑收益	-4.0	1.6	-0.8	-1.1	-0.1	净资产增长率	131.1%	3.9%	7.8%	9.4%	10.7%
营业利润	89.2	111.4	346.5	445.7	559.5	利润率					
加:营业外净收支	35.7	56.3	37.9	43.3	45.8	毛利率	52.0%	56.0%	59.1%	59.7%	60.2%
利润总额	124.9	167.6	384.4	489.1	605.4	营业利润率	19.9%	16.2%	29.4%	29.7%	30.1%
减:所得税	18.7	17.4	41.8	59.1	67.3	净利润率	24.0%	22.1%	29.5%	29.1%	29.4%
净利润	107.9	151.9	347.9	436.1	545.5	EBITDA/营业收入	21.2%	18.5%	31.0%	31.1%	31.3%
						EBIT/营业收入	15.4%	13.6%	28.3%	29.0%	29.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	172	130	76	54	39
货币资金	976.6	549.0	94.3	1,216.9	148.5	流动营业资本周转天数	153	149	284	209	222
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,026	713	507	499	481
应收帐款	310.1	394.4	1,352.8	452.0	1,843.8	应收帐款周转天数	199	185	267	217	223
应收票据	23.2	33.6	171.2	15.6	220.1	存货周转天数	108	106	104	97	98
预付帐款	6.2	10.4	18.9	13.2	28.3	总资产周转天数	1,838	1,709	1,134	984	867
存货	213.6	192.9	487.5	321.3	685.4	投资资本周转天数	928	1,118	894	681	597
其他流动资产	6.6	7.1	7.9	7.2	7.4	投资回报率					
可供出售金融资产	17.3	24.2	17.2	19.5	20.3	ROE	3.8%	5.1%	10.8%	12.4%	14.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	4.6%	8.2%	10.7%	11.0%
长期股权投资	-	19.5	19.5	19.5	19.5	ROIC	12.6%	4.5%	12.3%	11.1%	21.8%
投资性房地产	17.9	26.6	26.6	26.6	26.6	费用率					
固定资产	235.8	262.4	237.2	212.0	186.9	销售费用率	11.6%	11.3%	9.3%	9.3%	9.3%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	20.6%	23.1%	20.1%	20.1%	20.1%
无形资产	75.3	68.3	61.6	54.9	48.2	财务费用率	-4.4%	-2.6%	-1.1%	-0.8%	-0.6%
其他非流动资产	1,379.9	1,673.2	1,671.9	1,672.4	1,672.4	三费/营业收入	27.9%	31.8%	28.4%	28.7%	28.9%
资产总额	3,262.3	3,261.5	4,166.5	4,031.1	4,907.3	偿债能力					
短期债务	-	52.6	260.1	-	152.1	资产负债率	12.2%	8.8%	23.1%	13.0%	20.9%
应付帐款	262.3	118.2	432.6	321.0	576.0	负债权益比	13.9%	9.6%	30.0%	14.9%	26.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.87	4.15	2.52	3.89	3.14
其他流动负债	135.0	115.0	153.0	200.0	206.9	速动比率	3.33	3.48	1.95	3.27	2.40
长期借款	-	-	108.8	-	86.5	利息保障倍数	-3.49	-5.17	-26.41	-38.19	-50.78
其他非流动负债	1.0	1.0	6.2	2.7	3.3	分红指标					
负债总额	398.4	286.8	960.7	523.7	1,024.8	DPS(元)	0.10	-	0.26	0.33	0.41
少数股东权益	3.1	1.9	-3.4	-9.6	-17.0	分红比率	37.2%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	406.4	401.3	401.3	401.3	401.3	股息收益率	0.4%	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%
留存收益	2,469.6	2,571.5	2,808.0	3,115.6	3,498.2						
股东权益	2,863.9	2,974.7	3,205.9	3,507.4	3,882.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	106.2	150.2	347.9	436.1	545.5	EPS(元)	0.27	0.38	0.87	1.09	1.36
加:折旧和摊销	26.0	34.0	31.9	31.9	31.9	BVPS(元)	7.13	7.41	8.00	8.76	9.72
资产减值准备	10.3	47.9	-	-	-	PE(X)	88.2	62.6	27.3	21.8	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4
财务费用	-0.1	-2.6	-12.6	-11.4	-10.8	P/FCF	-7.5	-25.7	-27.5	7.5	-10.6
投资损失	4.0	-1.6	0.8	1.1	0.1	P/S	21.2	13.8	8.1	6.3	5.1
少数股东损益	-1.7	-1.7	-5.3	-6.1	-7.4	EV/EBITDA	97.2	71.1	26.6	17.7	16.4
营运资金的变动	18.1	-229.3	-1,041.1	1,160.5	-1,713.2	CAGR(%)	59.4%	53.0%	78.3%	59.4%	53.0%
经营活动产生现金流量	155.5	-9.6	-678.5	1,612.0	-1,154.1	PEG	1.5	1.2	0.3	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-333.3	-216.8	6.2	-3.5	-0.8	ROIC/WACC	1.2	0.4	1.2	1.1	2.1
融资活动产生现金流量	305.5	-8.8	217.6	-486.0	86.5	REP	4.0	8.3	2.3	3.3	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034