

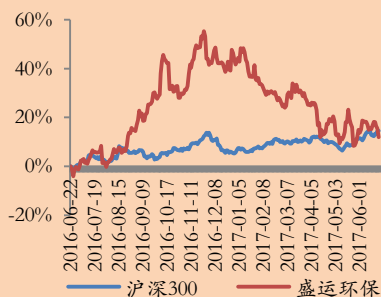


盛运环保 (300090)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-06-23

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	1,319.95
A 股股本(百万股)	1,319.95
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	121.0
A 股流通比例(%)	66.4
第一大股东	开晓胜
第一大股东持股比例	13.69
12 个月最高/最低(元)	12.3/8.88

金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

聚焦垃圾焚烧, 业绩成长加速

主要观点:

转型环保: 打造环境治理综合服务商

公司以机械输送起家, 通过收购、整合, 转型环保事业, 现已具备垃圾焚烧发电全产业链设计、制造、运营能力。但在收购中科通用转型环保和剥离传统机械业务双重影响下, 业绩增速放缓, 我们看好转型阵痛期后业绩高增长。

垃圾发电: 政策加码, PPP 促行业发展

焚烧法综合优势突出, 运营模式是近年来大热的 PPP 模式, 近十年来增长迅猛, 是未来主流垃圾处理方式。“十三五”末的垃圾焚烧处理率要比 2015 年的 34.28% 垃圾的基础上再增加一半, 未来将加大建设力度, 我们预计新增市场规模将近千亿元。

四大看点: 促公司业绩企稳回升

技术: 公司是 A 股市场上少数具备同时具备焚烧厂烟气治理和焚烧炉研发和制造能力的稀缺标的。

订单: 2016 年实现了建设期转点火投产阶段的项目 8 个, 6 个项目开启二期扩建工程, 12 个项目开工建设, 12 个项目拟开工前期准备工作。目前已签订协议/框架协议的在手订单有 66 个, 预计总投资 350 亿元以上, 储备充足。预计今年即将完成 10 个焚烧项目, 其中上半年 8 个。新项目投产项目, 盈利能力强, 规模效应显著。

多维资本运作: 公司通过定增、发债、出售汇丰股权、剥离输送机业务等方式募集了超过 48 亿元现金, 提供了强有力的资金保障。公司后与 6 家金融机构合作设立产业并购基金, 累计达到 500 亿元。

外延拓展: 1) 公司去年 5 月拟收购安贝尔环保, 进军危废领域, 这是公司拓展固废处理产业链重要一环。此外, 公司去年 8 月收购唐县垃圾填埋场, 向垃圾焚烧发电上游环卫领域拓展。2) 今年 6 月, 公司与菲律宾 VISAYAS 省签订价值 13.8 亿元的合作框架协议, 后续又获得了建设安居房工程 20 亿美元订单, 合计 33.8 亿美元。这为海外扩展第一单, 后续发展可期。

风险提示

行业政策变化风险; 项目推动落地不及预期; 外延拓展不及预期。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1572	3931	7862	11793
收入同比 (%)	-4%	150%	100%	50%
归属母公司净利润	119	338	928	1026
净利润同比 (%)	-84%	184%	174%	10%
毛利率 (%)	33.4%	31.7%	33.1%	32.1%
ROE (%)	2.3%	3.0%	20.4%	19.6%
每股收益	0.09	0.26	0.70	0.78
P/E	101.64	35.77	13.04	11.80
P/B	2.34	1.06	2.67	2.32
EV/EBITDA	43	8	9	6

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 转型环保，打造环境治理综合服务商.....	- 4 -
1.1 机械输送起家，通过收购、整合，转型环保事业.....	- 4 -
1.2 转型阵痛，业绩回暖.....	- 6 -
2 垃圾发电：政策加码，PPP 促行业发展.....	- 8 -
2.1 垃圾处理任重道远，焚烧法成为趋势.....	- 8 -
2.2 PPP 是新建垃圾焚烧厂主导模式，商业模式清晰.....	- 10 -
2.3 政策加码，未来千亿市场规模.....	- 11 -
3 四大看点，促公司业绩企稳回升.....	- 13 -
3.1 技术：储备丰厚，同时具备研发、制造能力.....	- 13 -
3.2 订单：储备充足，投运翻番，拓展工业园建设.....	- 16 -
3.3 多维资本运作：破解资金之困.....	- 19 -
3.4 外延拓展：进军危废，一带一路促公司再腾飞.....	- 20 -
4 盈利与估值.....	- 22 -
5 风险提示.....	- 22 -
附录：财务报表预测.....	- 23 -

图表目录

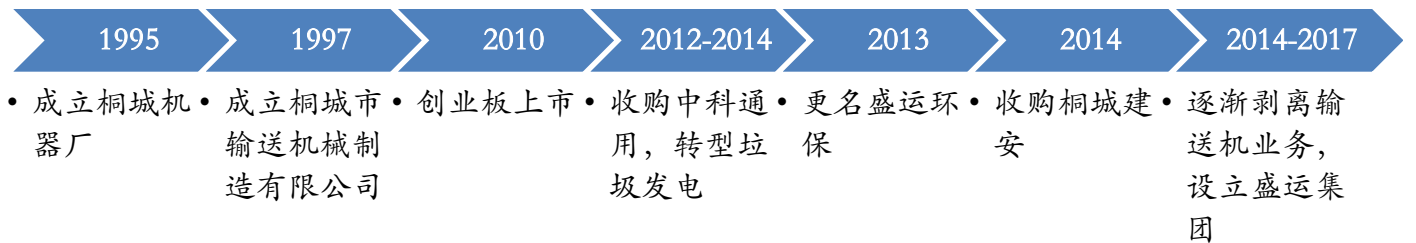
图表 1 盛运环保发现脉络	- 4 -
图表 2 盛运环保股权架构示意图	- 4 -
图表 3 盛运环保垃圾焚烧发电全产业链一体化运作业务模式	- 5 -
图表 4 盛运环保子公司资质一览表	- 5 -
图表 5 主营业务收入及同比增速	- 6 -
图表 6 归母净利润及增速	- 6 -
图表 7 主要板块营收增长情况	- 7 -
图表 8 主要板块毛利率变化情况	- 7 -
图表 9 主营业务占比趋势情况	- 7 -
图表 10 2016 年主营业务占比明细	- 7 -
图表 11 城市生活垃圾清运量	- 8 -
图表 12 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率	- 8 -
图表 13 垃圾焚烧较填埋法的优势	- 9 -
图表 14 城市市容环境建设固定资产投资完成额	- 9 -
图表 15 城市垃圾处理固定资产投资完成额	- 9 -
图表 16 城市生活垃圾焚烧处理量及增速	- 9 -
图表 17 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例	- 9 -
图表 18 PPP 模式的特征	- 10 -
图表 19 垃圾焚烧补贴费用变化趋势	- 10 -
图表 20 不同发电类型上网价格分布	- 10 -
图表 21 财政部项目库入库 PPP 项目数及增速	- 11 -
图表 22 财政部项目库入库 PPP 投资额及增速	- 11 -
图表 23 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标 (2020 年底实现)	- 12 -
图表 24 垃圾发电投资规模结构	- 12 -
图表 25 十二五与十三五末全国城镇垃圾处理方法对比	- 12 -
图表 26 干法脱硫除尘一体化生产流程	- 13 -
图表 27 干法脱硫有害气体处理系统	- 13 -
图表 28 垃圾焚烧炉型比较	- 14 -
图表 29 炉排炉生态生产工艺流程图	- 15 -
图表 30 炉排炉焚烧系统示意图	- 15 -
图表 31 部分公司垃圾焚烧项目一览表	- 16 -
图表 32 公司部分已投运垃圾焚烧发电项目	- 18 -
图表 33 公司部分正处于建设期的垃圾焚烧发电项目	- 18 -
图表 34 公司多维资本运作时间表 (2014-2017)	- 19 -
图表 35 公司多维资本运作时间表 (2014-2017)	- 19 -
图表 36 我国危废构成情况	- 20 -
图表 37 2014 年我国危废各省分布情况	- 20 -
图表 38 推进绿色“一带一路”建设四大任务	- 21 -
图表 39 “一带一路”沿线国家示意图	- 21 -
图表 40 菲律宾项目明细	- 21 -
图表 41 菲律宾项目签字仪式	- 21 -

1 转型环保：打造环境治理综合服务商

1.1 机械输送起家，通过收购、整合，转型环保事业

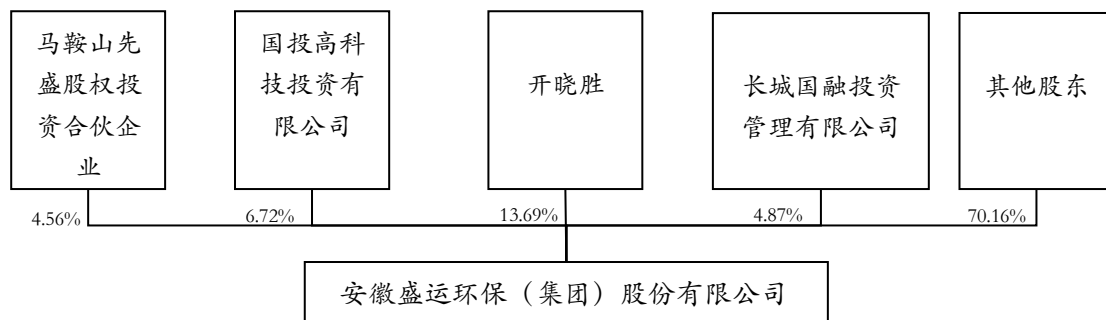
彻底剥离输送机械业务，专注垃圾焚烧领域。公司前身是桐城市输送机械制造有限公司，2010 年公司成功在创业板上市。上市后，公司锚定垃圾焚烧行业，转型环保事业。自 2012 至 2014 年间，公司分三次收购中科通用，使中科通用成为公司全资子公司，逐渐转型垃圾发电领域。2013 年 12 月，公司正式更名为安徽盛运环保（集团）股份有限公司，标志着公司全面转型垃圾发电领域。2014 年 5 月，公司收购桐城建筑安装公司，获得建筑安装资质。自 2014 至 2015 年底，公司将持重工机械 70% 股权（公司与全资子公司盛运科技注入）和新疆煤机 60% 股权，作价 3.42 亿元出售给润达机械。公司今年 3 月将的剩余盛运重工 25.78% 股权作价 1.06 亿元转让给润达机械，彻底剥离了输送机械业务。

图表 1 盛运环保发现脉络



资料来源：公司公告、华安证券研究所

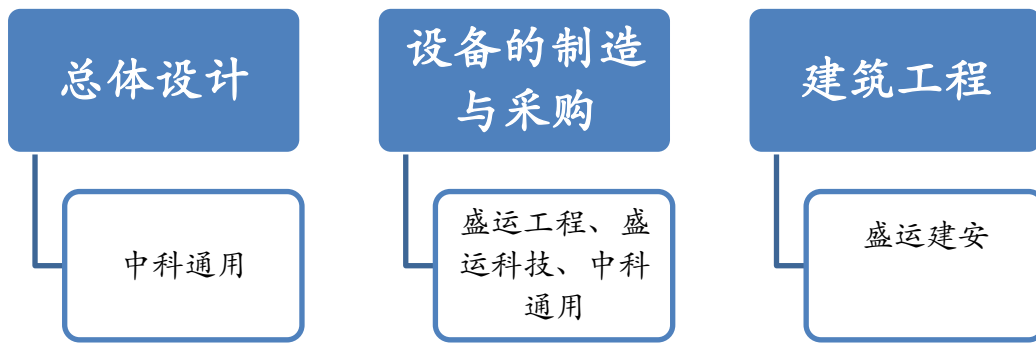
图表 2 盛运环保股权架构示意图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司已具备垃圾焚烧发电全产业链设计、制造、运营优势。自 2000 以来，公司除生产各种系列输送机械产品外，还研发的城市生活、医疗垃圾焚烧发电尾气净化处理设备以及干法脱硫除尘一体化设备，为日后转型垃圾发电领域做了铺垫。自上市后，公司通过一系列并购重组，拥有了环境污染治理总承包甲级资质、环境污染治理设施运营甲级资质、钢结构工程专业承包一级资质、市政建筑工程施工一级资质。公司形成了垃圾焚烧发电项目总体设计、环保设备制造、施工建设承包、项目运营管理全产业链一体化运作的业务模式，具备了从设备制造到投资建设运营等全产业链的核心竞争优势。在公司全产业链一体化运作的业务模式下，公司采用 BOT 模式的生活垃圾焚烧发电项目在总体设计、设备的制造与采购、建筑工程施工等业务均由公司的专业子公司完成。

图表 3 盛运环保垃圾焚烧发电全产业链一体化运作业务模式



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 4 盛运环保子公司资质一览表

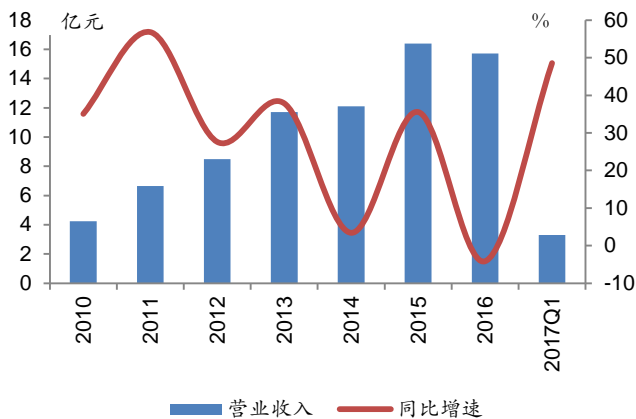
单位名称	资质名称	发证单位
安徽盛运环保工程有限公司	环境污染治理总承包甲级资质	安徽省环境保护产业协会
安徽盛运环保（集团）股份有限公司	安徽省环境污染治理总承包资质证书	安徽省环境保护产业协会
安徽盛运环保工程有限公司	安徽省环境污染治理总承包资质证书	安徽省环境保护产业协会
安徽盛运环保（集团）股份有限公司	安徽省环境工程专项设计证书	安徽省环境保护产业协会
安徽盛运环保工程有限公司	安徽省环境工程专项设计证书	安徽省环境保护产业协会

资料来源：公司公告、公司官网、华安证券研究所

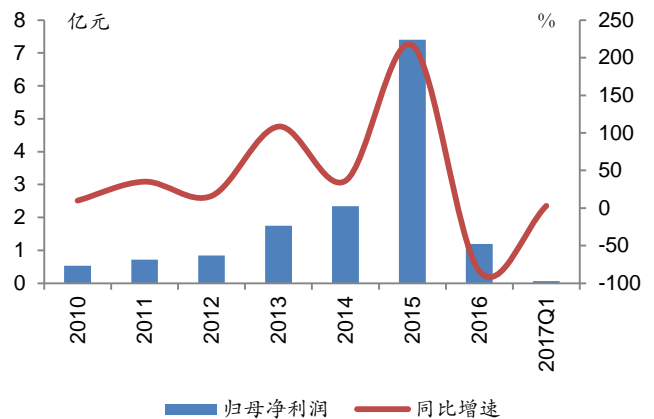
1.2 转型阵痛，业绩回暖

业绩增速放缓，转型阵痛期后业绩提振可期。自 2010 年上市后，公司营收和归母净利润均呈现高速增长态势。但在收购中科通用转型环保和剥离传统机械业务双重影响下，公司业绩自 2014 年开始出现明显下滑，进入转型阵痛期。2016 年营收 15.72 亿元，同比减少 4.14%。归母净利润 1.19 亿元，同比锐减 83.90%。考虑到 2015 年公司作价 7.6 亿元处置了丰汇租赁所带来的非经常性损益，剔除该因素后，公司实际扣非后净利润为亏损 2616.59 万元，上市后首次出现净亏损。2016 的扣非净利润为亏损 263.54 万元，但相较于去年明显好转，转型效果初步显现。我们认为公司已经逐步走出转型阵痛期，主要原因是 1) 公司在转型过程中，产生了大量财务费用和人员管理费用，我们认为前期转型费用已达到顶点，后期对业绩不会产生太大压力；2) 兴建垃圾发电项目前期投资较大导致盈利水平下降，但随着先前兴建的垃圾焚烧厂逐步进入到运营期，未来业绩将显著提高。从今年一季度情况来看，公司营收同比实现大幅增长 48.56%，奠定全年增长基石，公司已逐渐走出转型阵痛期，未来业绩提振可期。

图表 5 主营业务收入及同比增速



图表 6 归母净利润及增速

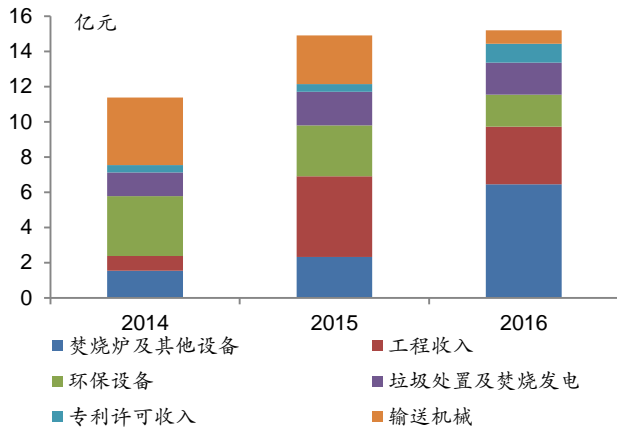


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

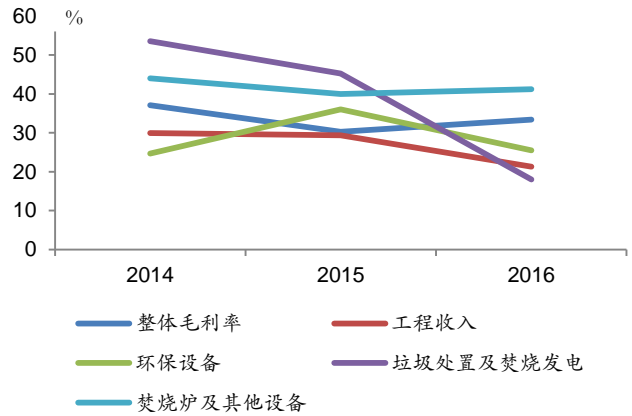
主营业务以设备制造、建筑工程为主，看好后期营运增长潜力。公司以机械制造起家，在环保设备制造上有着先天优势。装备制造方面，按照公司转型环保的既定战略，一方面，公司逐渐剥离的传统机械业务，输送机械业务占比不断下降；另一方面，公司集中更多的精力专注发展垃圾焚烧业务板块，在焚烧炉和环保设备上逐渐发力，营收规模不断扩大，设备总收入近三年符合增长率达到 80% 以上；且公司设备技术上储备丰富，专利许可收入增长迅猛，16 年营收比 14 年翻了两番有余。公司在焚烧炉领域技术突出，该板块营收占总营收比例从 14 年四成提高至 16 年五成。工程方面，公司转型后，前期很多垃圾发电项目尚处于建造期，这对公司工程收入推动明显。营运方面，公司垃圾焚烧发电项目营收贡献度增长不如装备制造和工程收入，主要原因是公司前期处于运营期的项目较少，随着公司垃圾焚烧电项目的逐渐落地，后期投资效益将逐渐的显现。总体来看，公司逐步发展成为大型成套设备供应商和工程项目的投资建设、运营管理的总包商，同时公司也向环境治理综合服务商迈进。

图表 7 主要板块营收增长情况



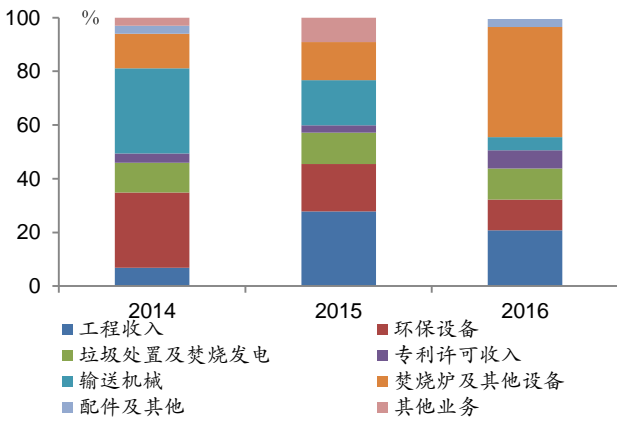
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 主要板块毛利率变化情况



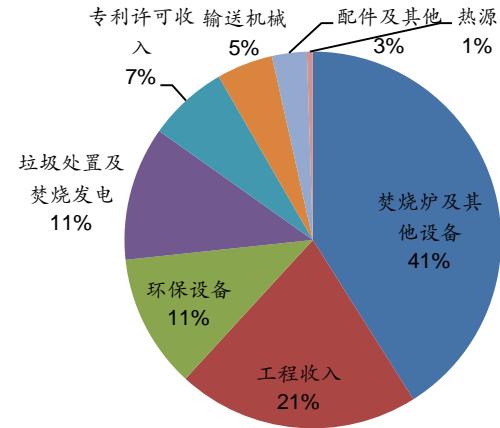
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 9 主营业务占比趋势情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 10 2016 年主营业务占比明细



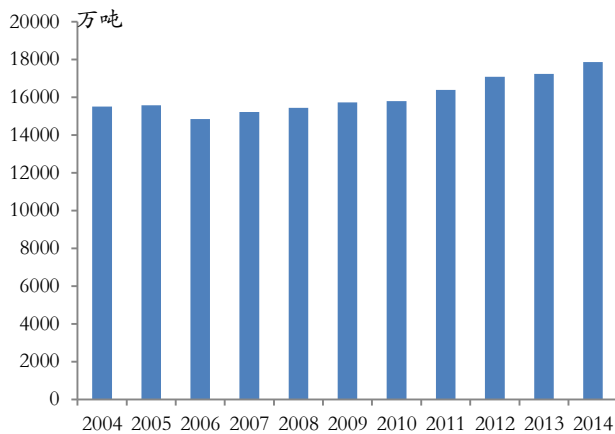
资料来源: wind、华安证券研究所

2 垃圾发电：政策加码，PPP 促行业发展

2.1 垃圾处理任重道远，焚烧法成为趋势

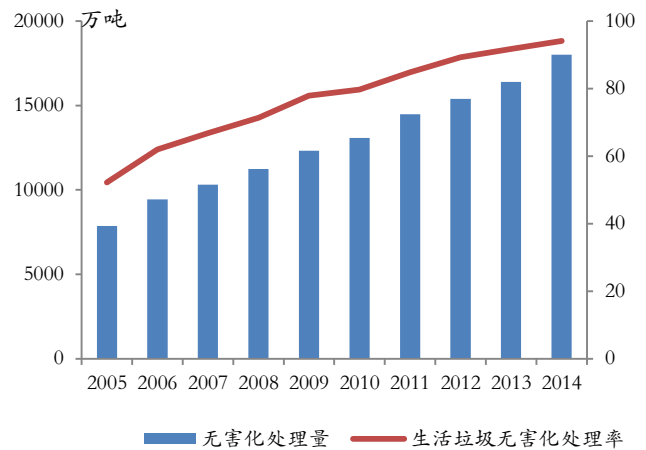
垃圾围城困境日益显现，垃圾有效处理仍有待加强。随着我国经济的飞速发展和城镇化的推进，城市生活垃圾显著增长，部分城市垃圾围城现象日益严重。根据最新数据显示，2015 年全国城市生活垃圾清运量为 1.92 亿吨，过去十年的年均复合增长率为 2.11%；城市生活垃圾的无害化处理率在过去十年内提高显著，由 05 年的 52% 提高至 15 年的 94%，过去十年的无害化处理量的年均复合增长率达到 8.38%。但若考虑到市辖区农村部分，无害化处理率仅为 62.02%，且人均生活垃圾清运量已经达到 1.12 千克，处于较高水平¹。这已成为我国可持续发展的重要障碍，垃圾的有效处理任重道远。

图表 11 城市生活垃圾清运量



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 12 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率

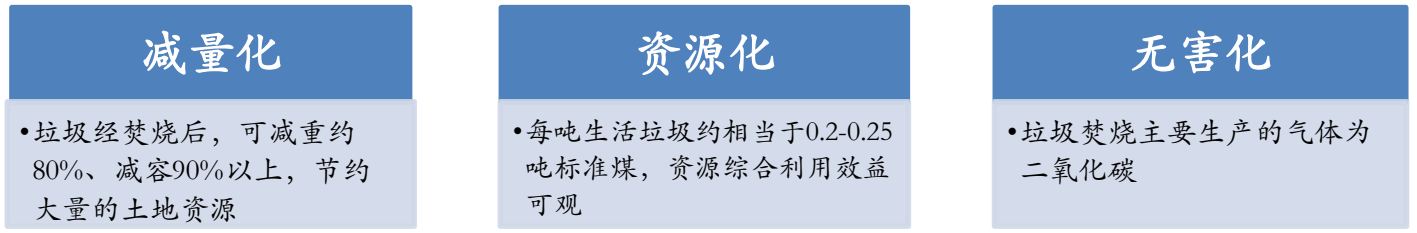


资料来源：wind、华安证券研究所

焚烧法综合优势突出，未来主流垃圾处理方式。我国通用的垃圾无害化处理方式主要有三类：卫生填埋、堆肥和垃圾焚烧。目前，我国的垃圾处理方式主要是以填埋为主。卫生填埋缺点是严重耗费土地资源，且旧有填埋场库容达到极限后又需要新建设施；此外滤液处理成本较高、易造成二次污染，这些都不符合社会的实际需求。堆肥法，对垃圾分类收集的要求较高，而目前我国的垃圾主要以混合垃圾为主，含水量比较高，不适合直接堆肥。垃圾焚烧，能更有效的实现“减量化、资源化、无害化”。相对前两种方法而言，焚烧法对垃圾原料的要求较低，而又具备处置效率高、占地面积小和后端资源化利用的优点。因此，在人口密度较高而土地资源紧缺的地区，垃圾焚烧已经逐渐成为生活垃圾处理的主要方式。从近十年的发展态势来看，我国城市生活垃圾焚烧处理增长迅猛，从 2005 年的 791 万吨增长至 2015 年的 6175 万吨，年均复合增长率达到 22.81% 以上，焚烧率也由 2005 年的 9.83% 增长至 2015 年的 34.28%。由此可见，垃圾发展速度远快于其他两种方式，是未来主流垃圾处理方式。

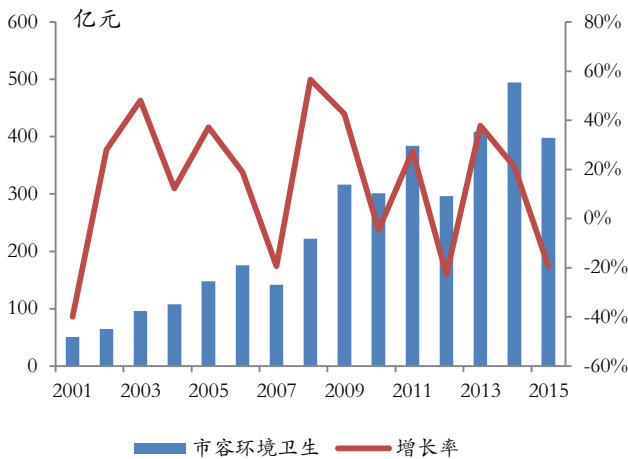
¹中国人民大学国家发展与战略研究院《中国城市生活垃圾管理状况评估研究报告》

图表 13 垃圾焚烧较填埋法的优势



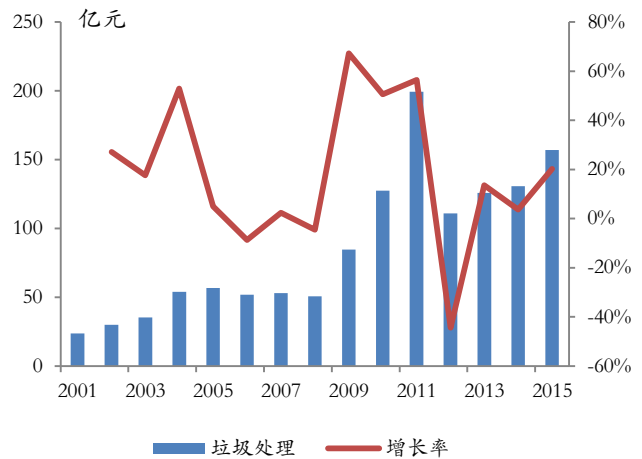
资料来源：公开资料、华安证券研究所

图表 14 城市市容环境卫生固定资产投资完成额



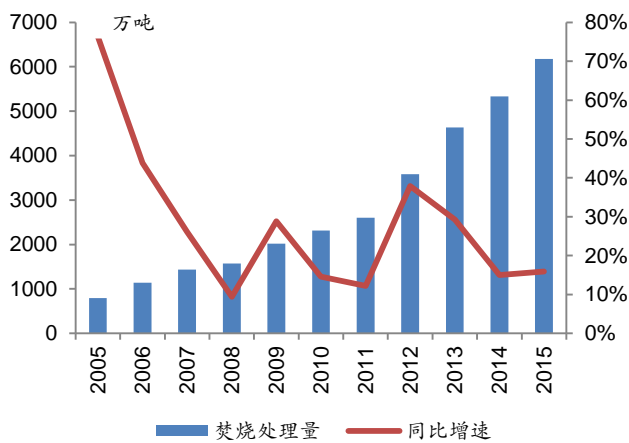
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 15 城市垃圾处理固定资产投资完成额



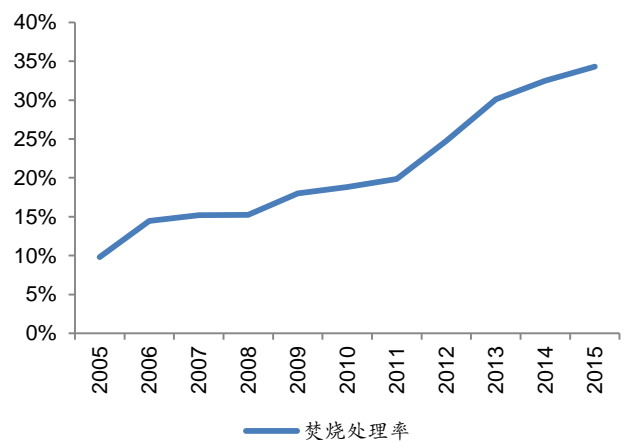
资料来源：中国产业信息网、北极星环保网、华安证券研究所

图表 16 城市生活垃圾焚烧处理量及增速



资料来源：choice 数据、华安证券研究所

图表 17 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例



资料来源：choice 数据、华安证券研究所

2.2 PPP 是新建垃圾焚烧厂主导模式，商业模式清晰

垃圾焚烧发电的运营模式是近年来大热的 PPP 模式。PPP 在我国被译为“政府与社会资本合作”。究其本质，PPP 机制明确了公共部门和私人部门之间的伙伴关系，强调全生命周期理念，在长达 20-30 年的合作关系中，政府与社会资本需要“利益共享、风险共担”。针对垃圾发电领域，财政部去年发文要求各地新建垃圾处理项目要“强制”应用 PPP 模式，由此可见，PPP 模式已然成为未来垃圾焚烧领域主导模式。一般来说，垃圾焚烧公司与政府签订的合同主要以 BOT 或 BOO 为主，负责项目的投资、建设、运营，商业模式清晰，盈利保障力度较大。

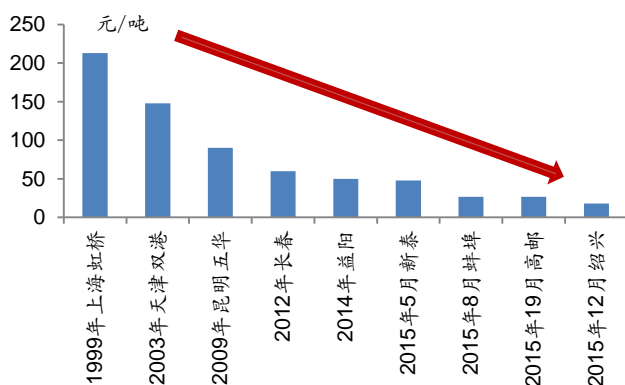
图表 18 PPP 模式的特征

伙伴关系	利益共享	风险分担
<ul style="list-style-type: none"> 项目目标一致 以最少的资源，实现最多的产品或服务 	<ul style="list-style-type: none"> 不以利润最大化为目的 私营部门分享相对平和、稳定的投资回报 	<ul style="list-style-type: none"> 公共部门承担伴生风险等 私营部门承担管理职责等

资料来源：《财政研究》、华安证券研究所

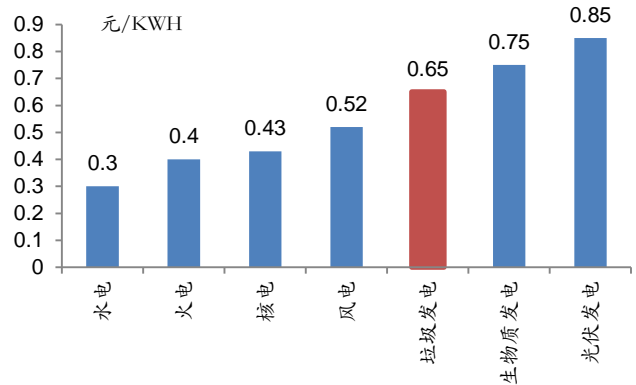
商业模式清晰，以垃圾处置费和上网补贴为主。垃圾焚烧发电项目的主要来源是政府垃圾处置费的补贴和上网电费：1) 垃圾处理补贴收入约占 15%-30%。垃圾处理补贴费用的高低与地域与焚烧技术有关：整体上，东部发达地区补贴标准普遍较高，中西部地区偏低。近年来垃圾招标的处理费用呈大幅下降趋势，甚至出现 18 元/吨超低价，我们认为处理费用下降已成为趋势，但低价竞争不可持续；技术方面，排炉成本较高的炉，补贴相对较高，根据北极星环保网的数据，补贴标准一般在 65-100 元/吨，采用循环化床的介于 15-60 元/吨之间。2) 上网电价收入约占 70%-85%。2012 年 3 月，国家发改委颁发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，规定了每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元(含税)，超过 280 千瓦时的部分按照当地火电上网电价计算售电收入。

图表 19 垃圾焚烧补贴费用变化趋势



资料来源：北极星环保网、公开资料、华安证券研究所

图表 20 不同发电类型上网价格分布

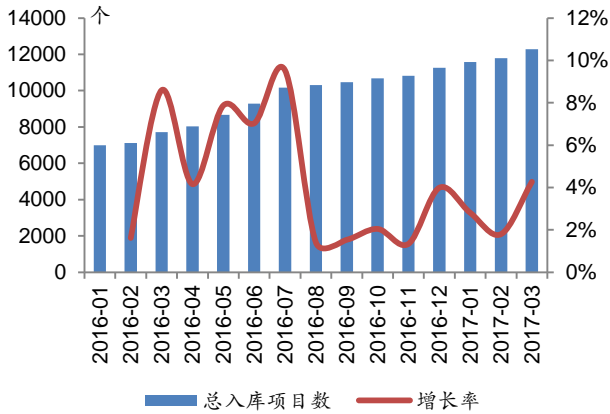


资料来源：北极星环保网、华安证券研究所

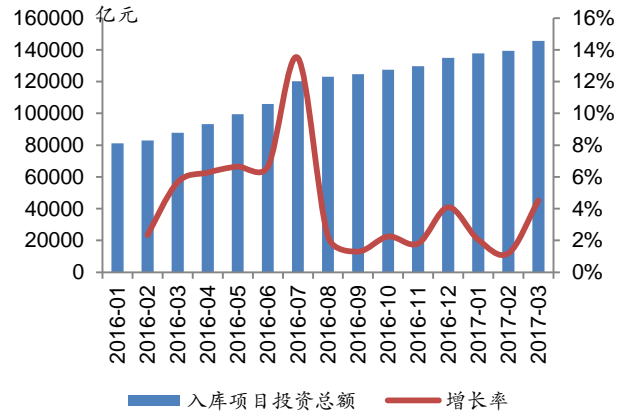
2.3 政策加码，未来千亿市场规模

PPP 工作重点转向项目落地，专项债和资产证券化助推项目落地潮。从财政部的数据来看，自 2016 年下半年开始，无论从 PPP 的数量还是投资额来看，增长态势由高速增长转换成平稳增长，后期 PPP 的工作重点逐步转为落地和执行，其难点在于前期建设资金和后期推出渠道。**从前端需求来看**，今年 4 月 25 日国家发改委印发《PPP 项目专项债券发行指引》。专项债所募资金可用于 PPP 项目的前期的建设和运营等，极大的支持了项目牵建设期的融资需求，解决 PPP 项目“落地难”问题。**从后端需求来看**，去年 12 月发改委 2698 号文和今年 6 月公布的财金 455 号文，国家发改委和财政部两大主导部委推动 PPP 项目资产证券化，打造可持续的资金保障机制，鼓励各类市场资金投资 PPP 项目资产证券化产品。自今年以来先后有 7 单 PPP 资产证券化项目在沪深交易所落地；此外，财政与外部机构联合成立 PPP 资产交易平台，这也为打造资产证券化二级市场迈出的重要一步。

图表 21 财政部项目库入库 PPP 项目数及增速



图表 22 财政部项目库入库 PPP 投资额及增速



资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

资料来源：wind、财政部 PPP 中心、华安证券研究所

“十二五”未完成预期目标，“十三五”将加大建设力度。“十二五”全国城镇生活垃圾处理主要指标实现情况统计表显示，在“十二五”期间我国城镇生活垃圾处理有着多项“未完成指标”。计划投资的 2636 亿元仅完成 1039 亿元，仅占比 39.4%。为推进“十三五”城镇生活垃圾处理设施建设工作，发改委和住建部编发布了《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，提出了加快处理设施建设、推动建立回收新模式、加大存量治理力度、推进餐厨垃圾资源化利用与无害化处理、推行生活垃圾分类、加强监管能力建设等六大主要任务。“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 1924 亿元。到 2020 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上，这意味着垃圾焚烧处理量在不考虑市场增量的情况下，比 2015 年 34.28% 垃圾焚烧处理率的基础上再增加一半。由此可见，未来垃圾焚烧发电将迎来快速发展期。

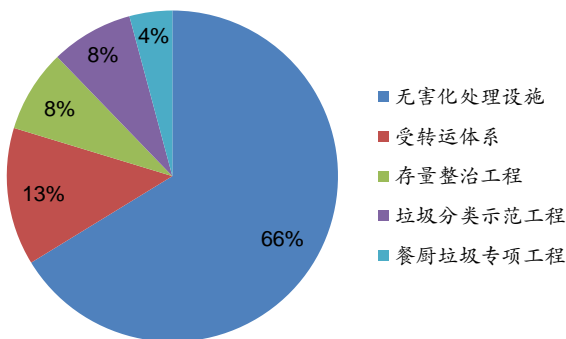
图表 23 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标（2020 年底实现）

- 到2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到95%以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到80%以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到70%以上，特殊困难地区可适当放宽。
- 到2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖。
- 到2020 年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上。
- 到2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾得到有效分类；生活垃圾回收利用率达到35%以上，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。
- 到2020 年底，建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、华安证券研究所

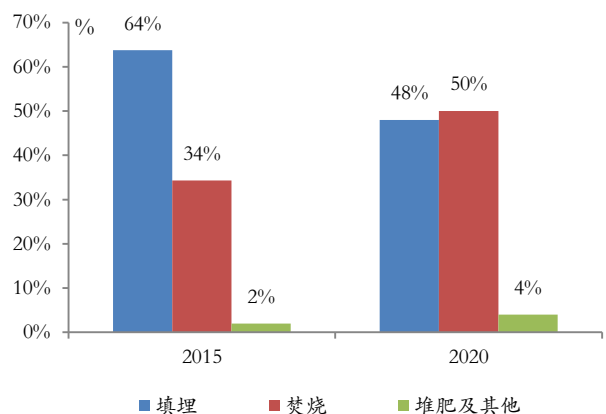
垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元。我们以“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划为参考，以过去 10 年城市垃圾清运量平均增速 8% 来计算，保守估计我国城镇生活垃圾焚烧无害化处理量在 2020 年将达到 1.3 亿吨。若加上村镇垃圾处理量，成长规模将更为巨大。根据中国产业信息网的估算，在建设上，2016-2020 年新增投资为 388-647 亿元；在运营上，2016-2020 年垃圾焚烧发电运营市场规模为 208-228 亿元。综上，保守估计 2017-2020 年，垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元。

图表 24 垃圾发电投资规模结构



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

图表 25 十二五与十三五末全国城镇垃圾处理方法对比



资料来源：chocie 数据、华安证券研究所

3 四大看点：促公司业绩企稳回升

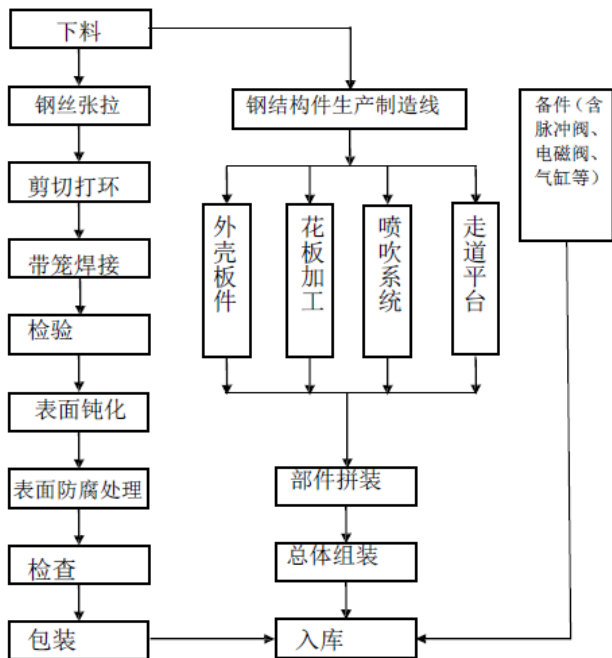
垃圾发电产业是一个技术与资金密集型的行业。就垃圾焚烧技术而言，这焚烧、机械传动、尾气处理、发电等多个学科，其中核心设备是垃圾焚烧炉和尾气净化处理装置，其造价约为整个垃圾发电厂造价的60%以上。就资金投入而言，前期的固定资产投资较大，该领域投资者一般是大型央企、国企、或者打通资本市场融资渠道的民营上市公司。公司是A股市场上少数具备同时具备焚烧厂烟气治理和焚烧炉研发和制造能力的稀缺标的，在手订单丰厚，转型期间多维资本运作保障了公司的可持续性发展。我们着重从技术、订单、资本运作、外延拓展的四大角度进行分析。

3.1 技术：储备丰厚，同时具备研发、制造能力

尾气处理：公司以设备制造起家，干法脱硫除尘技术储备丰厚。公司以带式输送机制造起家，公司已剥离的输送机业务和干法脱硫除尘一体化烟气处理装置均属于大型机械装备产品，有较强的关联性和协同性。公司在这方面技术储备丰厚，是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体，能有效去除焚烧产生的烟尘、硫化物，减少二噁英等有害物质的排放，广泛用于水泥、火电、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。该技术先后通过省级和国家级技术鉴定，获得安徽省科技成果二等奖、全国重点环境保护实用技术等荣誉。与半干法处理技术相比，干法脱硫具备低投资、低运行成本和避免二次污染的生成等方面的明显优势，也是国际主流烟气处理装置，现在已经具备了250T、350T、400T大规格干法尾气设备设计研发制造能力，未来发展前景较好。

图表 26 干法脱硫除尘一体化生产流程图

图表 27 干法脱硫有害气体处理系统



资料来源：公司公告、华安证券研究所

资料来源：公司官网、华安证券研究所

焚烧炉：垃圾焚烧系统最核心，机械炉排炉作为首选炉型。焚烧炉是垃圾焚烧系统最核心部分，工程造价占到总投资的约一半左右。目前，主流的垃圾焚烧技术包括炉排炉技术和硫化床技术两种。从应用程度来看，炉排炉技术较适合垃圾量大，垃圾的适应性强，故障少，处理性能和环保性能好，成本较低，是目前垃圾焚烧炉的首选炉型。从适应性来看，炉排炉技术较适合垃圾量大、财政实力雄厚的一、二线城市；流化床技术适合垃圾量中等，对投资收益要求高的三、四线城市。自2012年起，公司通过参股中科通用以及项目合作，掌握了炉排炉的生产核心技术及工艺流程，是公司目前生产应用的主要炉型。2013年，公司收购剩余中科通用股份后，进一步获得了循环流化床垃圾焚烧技术。公司获得了两项国内领先垃圾焚烧技术后，垃圾焚烧项目的承接能力得以显著提升。

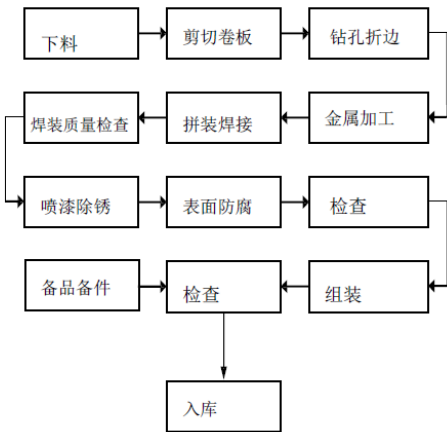
图表 28 垃圾焚烧炉型比较

	机械炉排炉	流化床焚烧炉	热解焚烧炉	回转窑焚烧炉
炉床及炉体特点	机械运动炉排，炉排面积较大，炉膛体积较大	固定式炉排，炉排面积和炉膛体积较小	多为立式固定炉排，分两个燃烧室	无炉排，靠炉体转动带动垃圾移动
单炉最大日处理量	1200 吨	500 吨	200 吨	500 吨
烟气中含尘量	较低	高	较低	高
运行费用	低	低	较高	较高
烟气处理	较易	较难	不易	较易
维修工作量	较少	较多	较少	较少
运行业绩	最多	较少	少	生活垃圾很少 工业垃圾较多
综合评价	对垃圾的适应性强，故障少，处理性能和环保性能好，成本较低	需前处理且故障率较高，国内一般加煤才能焚烧，环保不易达标	没有熔融焚烧炉的热解炉，灰渣不可燃尽热灼减率高，环保不易达标	要求垃圾热值较高，且运行成本较高

资料来源：北极星环保网、公开资料、华安证券研究所

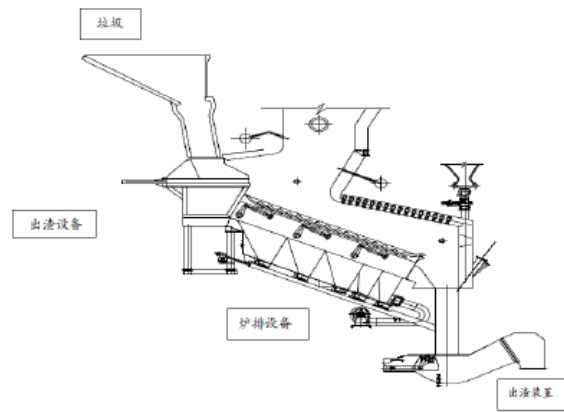
炉排炉：新技突破，填补国内大型垃圾焚烧设备空白。去年 12 月底，公司成功开发出完全自主知识产权的“SY500 吨/日垃圾焚烧系统”，该系统是专门针对国内生活垃圾低热值、高含水量、难以烧透等而研制。行业层面，该系统是国内目前自行开发研制的、最大规格的生活垃圾焚烧系统，填补了国内生活垃圾焚烧行业大型焚烧装备设计和制造的空白；公司层面，该系统有利于提升垃圾处理效率，大幅度降低公司大型垃圾焚烧相关设备采购、运营等生产成本，扩大公司大型垃圾焚烧设备市场的占有率，同时也预示着本公司已具备大型生活垃圾焚烧处理设备的研发、制造能力。下一步，公司正加大对 800 吨/日炉排炉的研发力度，后续将加强该系统的市场推广力度，扩大公司大型垃圾焚烧设备市场的占有率，增加公司经济效益，提高公司毛利率水平。

图表 29 炉排炉生态生产工艺流程图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 30 炉排炉焚烧系统示意图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.2 订单：储备充足，投运规模高速增长

实现“运营一批、建设一批、筹建一批”的良性发展循环。公司自转型垃圾焚烧发电领域以来，积极开拓市场。项目建设方面，2016年实现了建设期转点火投产阶段的项目8个，6个项目开启二期扩建工程，12个项目开工建设，12个项目拟开工前期准备工作，贯彻落实按“运营一批、建设一批、筹建一批”的既定方针。项目订单方面，根据公开资料的统计，目前，已签订协议/框架协议的在手订单有66个，预计总投资350亿元以上，垃圾焚烧处理量达到4.94万吨。其中，年初至今新签订的框架协议近70亿元，势头迅猛。未来有一部分项目开始进入到在建或者拟建状态，计划未来三年资本支出59.89亿元。

图表 31 部分公司垃圾焚烧项目一览表

序号	项目名称	垃圾焚烧处理量(吨/日)	总投资额(亿元)	工程进度
1	辽宁锦州垃圾焚烧发电项目	800	2.89	筹建中
2	安徽宣城垃圾焚烧发电项目	400	1.86	主体工程已完工
3	江西鹰潭垃圾焚烧发电项目	500	1.9	厂房主体已完工
4	山东枣庄垃圾焚烧发电项目	1000	3.5	在建，已完成大部
5	安徽宣城生物质发电项目	待定	2.6	BOT协议已签
6	山东宁阳垃圾焚烧发电项目	1050	4	BOT协议已签
7	山东金乡垃圾焚烧发电项目	1050	4.7	BOT协议已签
8	吉林白城垃圾焚烧发电项目	1200	5	BOT协议已签
9	内蒙古巴彦淖尔垃圾焚烧发电项目	900	2.6	BOT协议已签
10	吉林农安垃圾焚烧发电项目	600	3.8	BOT协议已签
11	内蒙古乌兰浩特垃圾焚烧发电项目	1050	5.25	BOT协议已签
12	山东苍山垃圾焚烧发电项目	500	1.6	BOT协议已签
13	辽宁白山垃圾焚烧发电项目	500	1.8	BOT协议已签
14	山东莘县垃圾焚烧发电项目	500	1.8	框架协议已签
15	河南周口垃圾焚烧发电项目	1000	3.6	框架协议已签
16	湖南永州垃圾焚烧发电项目	1200	5.5	框架协议已签
17	山东乐陵垃圾焚烧发电项目	500	2.5	BOT协议已签
18	山东临清垃圾焚烧发电项目	400	1.7	框架协议已签
19	湖北武汉垃圾焚烧发电项目	1200	6	框架协议已签
20	湖南澧县垃圾焚烧发电项目	800	4	框架协议已签
21	山东冠县垃圾焚烧发电项目	400	1.5	框架协议已签
22	广东珠海垃圾焚烧发电项目	1200	6.25	框架协议已签
23	湖北洪湖垃圾焚烧发电项目	400	2	框架协议已签
24	陕西临潼垃圾焚烧发电项目	800	3	框架协议已签
25	陕西铜川垃圾焚烧发电项目	800	3.3	框架协议已签
26	陕西商洛垃圾焚烧发电项目	800	3.3	框架协议已签
27	陕西延安垃圾焚烧发电项目	800	3	框架协议已签
28	新疆阿克苏垃圾焚烧发电项目	1050	5.25	框架协议已签
29	枣庄市餐厨废弃物无害化处理工程	待定	0.66	已中标

30	河北石家庄垃圾焚烧发电项目	2000	9.5	BOO 协议已签
31	哈尔滨市阿城区生活垃圾焚烧发电项目	500	2.3	项目意向书已签
32	青海省玉树市生活垃圾焚烧发电项目	600	3.5	框架协议已签
33	泗水县环保产业园项目	1000	5.7	合作协议书已签
34	乌兰察布市集宁区生活垃圾焚烧发电项目	900	3.3	BOT 协议已签
35	河南省商水县城生活生活垃圾焚烧发电项目	600	未定	BOT 协议已签
36	庐江县生活垃圾焚烧发电厂项目	500	2.3	BOT 协议已签
37	黑龙江省东宁县生活垃圾焚烧发电项目	900	4.5	BOT 协议已签
38	牡丹江市东宁县生物质焚烧发电项目	1200	5	BOT 协议已签
39	山东莘县循环经济产业园项目及环卫收运项目	800	10	框架协议已签
40	石家庄市循环经济产业园项目	1000	18	框架协议已签
41	包头市静脉（环保）产业园项目	1500	12.8	框架协议已签
42	贵州省德江县垃圾发电	900	未定	BOT 协议已签
43	宣城市环保产业园项目	1000	12.74	框架协议已签
44	包头市东河区垃圾焚烧发电项目（一期）	800	4.2	特许经营协议已签
45	陇南市武都区生活垃圾焚烧发电项目	500	2.5	框架协议已签
46	鹰潭市生活垃圾焚烧发电项目二期扩建项目	500	2	框架协议已签
47	包头市昆都仑区生活垃圾焚烧发电与城市污泥干化焚烧处理项目	1500	12.8	框架协议已签
48	内蒙古包头市昆都仑区城市生态环境建设工程项目及城市基础设施建设工程项目	-	50	战略合作协议已签
49	山东省蒙阴县新能源环保垃圾焚烧发电项目	600	1	设项目公司
50	锡林浩特市生活垃圾焚烧发电项目	500	2.5	设项目公司
51	定西市生活垃圾焚烧发电项目	600	3.5	设项目公司
52	河北承德县生活垃圾焚烧发电项目	800	4	设项目公司
53	平阴县垃圾焚烧发电项目	600	未定	特许经营协议已签
54	莫旗生物质热电联产项目	1000	5	投资协议已签
55	枣庄市循环经济产业园生活垃圾焚烧发电项目	300	3	设项目公司
56	枣庄市循环经济产业园农林生物质焚烧热电联产项目		6.5	设项目公司
57	锡林浩特市生活垃圾焚烧发电项目	500	2.5	特许经营协议已签
58	山东平阴县垃圾焚烧发电项目	600		设项目公司
59	甘肃省陇南市生活垃圾焚烧发电项目	600	3	特许经营协议已签
60	莫旗循环经济产业园生活垃圾焚烧发电项目	250	5	框架协议已签
61	乌苏市生物质焚烧发电项目		4.5	框架协议已签
62	鹤壁市环保产业及城市基础设施建设	1500	7.5	框架协议已签
63	陕西省渭南市华州区生活垃圾焚烧发电项目	250	8.32	框架协议已签
64	孟津县生活垃圾焚烧发电项目	600	3	框架协议已签
65	吐鲁番市生活垃圾焚烧发电项目	600	3	框架协议已签
66	菲律宾 VISAYAS 城市垃圾再生能源发电厂	2000	37.95	框架协议已签
	合计	49400	356.27	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

新项目投产项目，盈利能力强，规模效应显著。从已投产的项目来看，从单体垃圾处理能力来看，除济宁项目日处理能力达到1500吨外，其他项目日处理能力均不超过500吨。垃圾焚烧项目若低于500吨/日的规模，一般较难形成规模效益，经济性相对较差。从即将投产项目来看，根据公司建设计划，预计今年即将完成10个焚烧项目，日总处理能力超过7600吨；其中上半年预计投产项目日总处理能力近6000吨，单体日处理能力均超过500吨，盈利能力强。若顺利投产，投运规模将比去年第三季度末翻一番，我们预计今年在焚烧营运板块业绩提升将有质的飞跃。

图表 32 公司部分已投运垃圾焚烧发电项目

项目	开始运营时间	设计处理量 (吨/日)
浙江桐庐垃圾焚烧发电项目	2012.1	500
济宁垃圾焚烧发电项目	2012.5	1500
伊春垃圾焚烧发电项目	2014.11	400
桐城垃圾焚烧发电项目	2014.12	250
宣城垃圾焚烧发电项目	2015.12	400
合计		3050

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 33 公司部分正处于建设期的垃圾焚烧发电项目

项目	建设计划	工程进度	处理量 (吨/日)	总投资 (亿元)	累计完成投资比例 (2016Q3)
招远垃圾焚烧发电项目	2015.10-2016.12	厂房已竣工、设备安装	500	2.3	39.57%
辽宁阜新垃圾发电项目	2014.04-2016.12	一期热源厂已完成	1000	3.36	50.00%
辽宁辽阳垃圾焚烧发电项目	2014.04-2017.02	在建	800	2.8	16.07%
辽宁瓦房店垃圾焚烧发电项目	2015.04-2016.11	在建	500	1.9	8.42%
江西鹰潭垃圾焚烧发电项目	2015.07-2016.10	厂房主体已完工	500	1.9	60.53%
山东枣庄垃圾焚烧发电项目	2015.01-2016.09	在建，已完成大部	1000	3.5	47.43%
西藏拉萨垃圾焚烧发电项目	2015.03-2017.05	厂房已竣工、设备安装	1050	6.3	53.97%
贵州凯里垃圾焚烧发电项目	2014.07-2017.01	厂房已竣工、设备安装	500	4	48.00%
山东海阳垃圾焚烧发电项目	2016.08-2017.08	前期基建	1050	2.5	44.80%
海南儋州垃圾焚烧发电项目	2016.03-2017.07	前期基建	750	2.6	45.38%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.3 多维资本运作：破解资金之困

公司多渠道解决转型垃圾发电领域资金之困。垃圾焚烧厂属于大型市政项目，对投资方资金要求较高，前期固定资产投入巨大。自 2012 年收购中科通用转型垃圾焚烧领域后，公司多渠道资本运作，力图破解资金的制约，着力打造公司成为垃圾焚烧领域巨擘。自 2014 至今，公司通过定增、发债、出售汇丰股权、剥离输送机业务等方式募集了超过 48 亿元现金。公司多维资本运作，彻底剥离了传统的输送机业务，为扩大公司垃圾焚烧发电项目的运营规模提供了强有力的资金保障，有利于公司实现规模经济，助推公司业绩腾飞。

图表 34 公司多维资本运作时间表（2014-2017）

时间	方式	募集资金（亿元）
2014-2015	剥离输送机业务	3.42
2015.04	出售汇丰股权	4.50
2015.12	发行债券	5.00
2016.01	定向增发	21.66
2016.08	发行债券	5.00
2017.03	发行债券	4.55
2017.03	剥离剩余盛运重工股权	1.06
合计		45.19

资料来源：公司公告、华安证券研究所

成立产业并购基金，准备未来发展并购标的。公司为了完善垃圾焚烧产业链，进一步巩固和提高在环保领域的业务开拓能力和核心竞争力，寻求新的投资机会和盈利增长点，公司与各大金融机构合作成立产业并购基金。自 2015 年以来，公司先后与华融控股、国开金泰、德阳长盛、长城国泰、中云辉资本、中节能华禹、国融汇通资本合作设立产业并购基金，并购基金框架累计达到 500 亿元，首期 270 亿元。这一方面拓展了公司项目来源渠道，另一方面依靠并购基金专业的资本运作能力，未来可通过并购完善公司产业链，使得公司在垃圾焚烧产业的护城河得到进一步巩固。

图表 35 公司多维资本运作时间表（2014-2017）

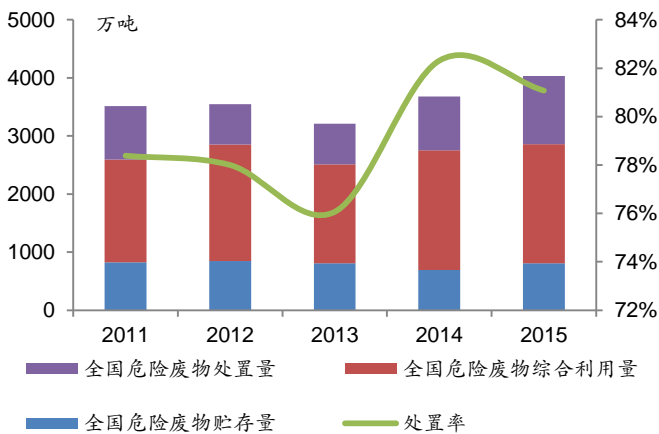
时间	金融机构	并购基金规模（亿元）	首期规模（亿元）
2015.05	华容控股	30	20
2015.12	国开金泰	50	20
2016.01	德阳长盛	20	20
2016.11	长城国泰	100	50
2017.01	中节能华禹	200	60
2017.04	国融汇通资本	100	100
合计		500	270

资料来源：公司公告、华安证券研究所

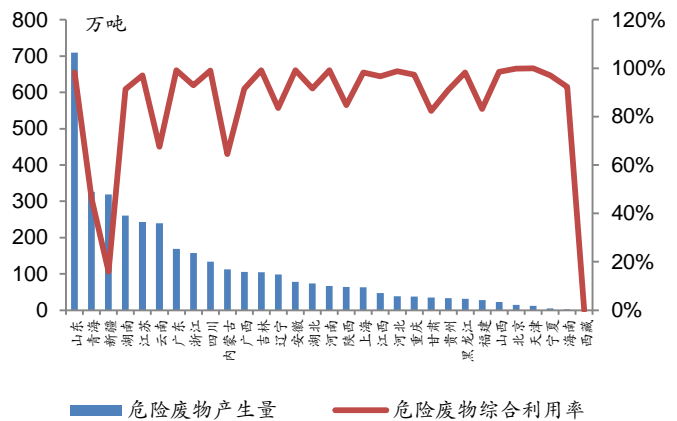
3.4 外延拓展：进军危废，一带一路促公司再腾飞

拟并购安贝尔环保，积极拓展垃圾焚烧产业链。目前，我国危废行业施行的是牌照制度，故而具有天然的垄断性、区域性，进入的技术壁垒较高。垃圾焚烧发电主要是市政环保领域，而危废领域主要是工业环保领域，近年来，发展速度增速明显加快，未来5年的复合增长率有望突破10%以上。公司去年5月拟以不低于51%股权收购安贝尔环保，进军危废领域。此次收购是进军危废领域布局桥头堡，也是公司拓展固废处理产业链重要一环。通过收购获取并购公司相关专利技术、设备和危废经营许可证，结合公司已有的传统医废处理技术，成为公司进军危废领域的战略支撑点。此外，公司还积极布局垃圾发电产业链上游的环卫领域，公司去年8月收购唐县垃圾填埋场，拟向环卫进军，向垃圾焚烧发电上游环卫领域拓展产业链。

图表 36 我国危废构成情况



图表 37 2014 年我国危废各省分布情况

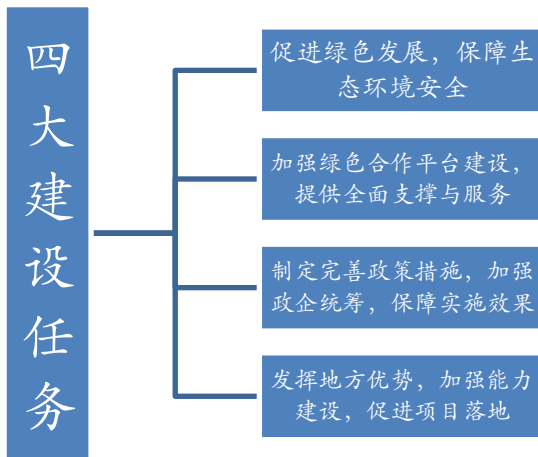


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

顶层国家战略，助推环保产业走出去。“一带一路”是近年我国顶层国家战略，仅用时三年就完成了从概念提出到具体实施举措的一系列流程。环保部等四部委联合发布了推进绿色“一带一路”《指导意见》，阐明了中国在“一带一路”建设中的生态文明和绿色发展理念，将生态环保融入“一带一路”建设的各方面和全过程。习近平总书记在“一带一路”峰会的主旨演讲中提出，“一带一路建设应践行绿色发展新理念，加强生态环保合作，共同实现2030年可持续发展目标”，绿色“一带一路”建设是核心内容之一。整体上来看，“一带一路”沿线大多为发展中国家，普遍面临工业化和全球产业转移带来的环境污染、生态退化等多重挑战，为国内环保公司走出去提供重要机遇。站在我国环保产业的角度来看，经过多年发展，我国环保企业相较于“一带一路”沿线国家的企业来说，在技术、建设和运营上有一定优势。从目前来看，目前走出去的环保企业主要是给主体工程做配套，单项的设备和工程相对较多，项目总包和项目服务还比较少。“一带一路”沿线大多数发展中国家环境治理还尚处在末端治理阶段，所以走出去的企业多以装备制造和技术输出为主。

图表 38 推进绿色“一带一路”建设四大任务



资料来源：《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》、华安证券研究所

图表 39 “一带一路”沿线国家示意图



资料来源：百度、华安证券研究所

借力“一带一路”，签订海外第一单。公司以装备制造起家，是市场上少数具备垃圾焚烧厂烟气治理和焚烧炉研发和制造能力的公司，在针对“一带一路”沿线国家技术输出中有着得天独厚的优势。今年6月初，公司与菲律宾 VISAYAS 省签订价值 13.8 亿元的合作框架协议，后续又获得了给菲律宾军队和警察家属以及低收入民众建设安居房工程总投资 20 亿美元，两者合计达到 33.8 亿美元。公司主要负责项目工程建造和运营管理、指导培训、承揽总包，并持有合资公司 70% 股权，拥 30 年的特许经营权。此次协议的签订是公司海外第一单，为后续海外扩展开了好头。在项目执行上，菲律宾总统府和当地政府要求在 7 月底或者 8 月初进行开工奠基仪式。目前公司近期将紧急筹划和安排布置前期筹备工作，未来项目落地和执行过程中所带给公司的业绩提振值得期待。在今后 1-3 年内，重点瞄准和强力推向“一带一路”沿边国家投资建设，后续发展可期。

图表 40 菲律宾项目明细

菲 律 宾 项 目	城市再生能源发电厂	约 5.5 亿美元
	生物质再生能源厂	约 1 亿美元
	城市自来水厂	约 1.1 亿美元
	垃圾填埋场改造及土壤修复	约 1 亿美元
	相关配套工程	约 3 亿美元
	建设安居房工程	约 20 亿美元

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 41 菲律宾项目签字仪式



资料来源：公司官网、华安证券研究所

4 盈利与估值

公司以装备制造起家，目前是 A 股市场上少数具备同时具备焚烧厂烟气治理和焚烧炉研发和制造能力的稀缺标的。在彻底剥离输送机械业务后，公司将着力深耕垃圾焚烧领域，拓展垃圾焚烧产业链，积极开拓国内外业务，按照既定的“运营一批、建设一批、筹建一批”的良性发展发展战略，向环境综合治理服务商迈进。公司在手订单丰厚，转型期间多维资本运作保障了公司的可持续性发展，此外，公司积极响应国家“一带一路”号召，看好已签菲律宾香丹后续落地与执行和未来在“一带一路”沿边国家业务拓展。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.70 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 36 倍、13 倍、12 倍，维持“增持”评级。

5 风险提示

行业政策变化风险；项目推动落地不及预期；外延拓展不及预期。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,005	6,530	9,211	12,165	营业收入	1,572	3,931	7,862	11,793
现金	2,089	2,006	3,472	6,145	营业成本	1,047	2,685	5,258	8,005
应收账款	1,775	4,443	8,518	13,141	营业税金及附加	20	40	88	146
其他应收款	779	1,819	3,449	5,491	销售费用	27	208	458	756
预付账款	148	192	41	14	管理费用	189	478	955	1,576
存货	672	1,446	3,068	4,706	财务费用	92	127	116	84
其他流动资产	(458)	(3,377)	(9,337)	#####	资产减值损失	66	(0)	0	(0)
非流动资产	6,044	12,124	4,413	4,309	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	163	163	163	163	投资净收益	13	0	0	0
固定资产	722	677	631	585	营业利润	145	394	986	1,226
无形资产	1,024	956	892	832	营业外收入	20	0	96	20
其他非流动资产	4,134	10,328	2,727	2,728	营业外支出	3	5	2	3
资产总计	11,049	18,654	13,624	16,475	利润总额	163	388	1,080	1,244
流动负债	2,482	4,228	5,972	8,090	所得税	43	47	147	212
短期借款	1,200	1,189	1,172	1,146	净利润	119	342	933	1,032
应付账款	292	904	1,564	2,436	少数股东损益	0	3	4	6
其他流动负债	990	2,135	3,237	4,508	归属母公司净利润	119	338	928	1,026
非流动负债	3,353	2,937	3,074	3,121	EBITDA	335	635	1,211	1,415
长期借款	978	978	978	978	EPS (元)	0.09	0.26	0.70	0.78
其他非流动负	2,375	1,960	2,097	2,144					
负债合计	5,834	7,166	9,047	11,212					
少数股东权益	39	42	47	52					
股本	1,320	1,320	1,320	1,320					
资本公积	2,172	8,368	768	768					
留存收益	1,486	1,758	2,443	3,122					
归属母公司股东权	5,175	11,446	4,531	5,211					
负债和股东权益	11,049	18,654	13,624	16,475					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	-4.14%	150.00%	100.00%	50.00%
营业利润	-83.30%	171.26%	150.40%	24.38%
归属于母公司净利润	-83.90%	184.16%	174.39%	10.49%
获利能力				
毛利率(%)	33.42%	31.70%	33.12%	32.12%
净利率(%)	35.16%	7.57%	8.61%	11.81%
ROE(%)	2.29%	2.97%	20.37%	19.60%
ROIC(%)	11.13%	10.42%	25.03%	31.87%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.80%	38.41%	66.40%	68.06%
净负债比率(%)	26.17%	5.29%	18.72%	-0.76%
流动比率	2.02	1.54	1.54	1.50
速动比率	1.75	1.20	1.03	0.92
营运能力				
总资产周转率	0.14	0.26	0.49	0.78
应收账款周转率	1.55	2.17	2.04	1.85
应付账款周转率	5.17	6.57	6.37	5.90
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.26	0.70	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.48)	0.53	1.30	2.34
每股净资产(最新摊薄)	3.92	8.67	3.43	3.95
估值比率				
P/E	101.6	35.8	13.0	11.8
P/B	2.3	1.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	43.29	7.54	9.11	5.92

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(630)	696	1,716	3,086
净利润	119	338	928	1,026
折旧摊销	99	114	109	105
财务费用	212	127	116	84
投资损失	(13)	0	0	0
营运资金变动	(1,826)	114	558	1,866
其他经营现金	778	3	4	6
投资活动现金流	(692)	(6,197)	7,600	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(3)	0	0	0
其他投资现金	(689)	(6,197)	7,600	0
筹资活动现金流	(470)	5,619	(7,854)	(413)
短期借款	(382)	(11)	(17)	(26)
长期借款	422	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	6,197	(7,600)	0
其他筹资现金	(516)	(566)	(237)	(387)
现金净增加额	(1,792)	119	1,462	2,673

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。