

东江环保 (002672)

新模式、新希望，打造危废行业碧水源

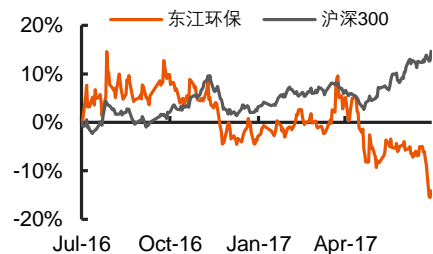
推荐 (首次)

现价: 15.63 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.dongjiang.com.cn
大股东/持股	广东省广晟资产经营有限公司 /13.72%
实际控制人/持股	广东省国资委/15.72%
总股本(百万股)	887
流通 A 股(百万股)	542
流通 B/H 股(百万股)	200
总市值 (亿元)	127.98
流通 A 股市值(亿元)	84.73
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	55.27

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

邱正 一般从业资格编号
S1060116050045
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **危废行业：供需缺口持续，无害化迎来发展良机：**目前，我国实际危废产量超过 8000 万吨，处理量仅 3000 万吨左右。2013 年两高司法解释提出非法排放、倾倒、处理 3 吨以上危废入刑。2017-2018 年我国将开启第二轮污染普查，同时环保督察力度、政府监管力度持续加强，供给侧改革背景下企业盈利能力提升，支付意愿变强，在此背景下，危废处理需求将加速释放。我们预计 2017-2020 年危废无害化处理投资空间约 1500 亿元，运营空间约 2000 亿元。
- **国内危废投资运营龙头，17-18 年大量项目即将落地：**东江环保自 2013 年开始不断通过并购+改扩建的方式提高危废产能。截至 2016 年底，公司危废总产能高达 150 万吨，稳居行业第一，相比 2013 年增长近 3 倍，其中无害化产能约 72 万吨。目前公司在建产能超过 80 万吨，且高毛利的无害化产能超过 50 万吨，考虑并购，我们预计公司未来三年每年新增产能超过 40 万吨，产能的快速增加将成为驱动公司增长的重要来源。
- **借 EPC 与 PPP 业务快速发展，打造危废行业碧水源：**
 - 2017 年，东江环保加大环保工程服务、EPC 总包工程业务拓展力度。目前市场危废总包能力稀缺，市场潜力巨大，公司将项目“规划-设计-采购-工程-移交-运营”20 年的经验引入工程市场的竞争。我们认为这一举措将为公司未来 3-5 年打造全新增长点，并为公司进一步提升市场份额起到至关重要的作用。
 - **承接危废首单 PPP 项目，进一步打开危废业务空间。**2016 年 7 月，东江环保及兴发科技等组成的联合体中标泉州危废处置中心 PPP 项目。这是公司承接的首单危废 PPP 项目，为后期承接政府存量危废 PPP 项目积累丰富的经验，且引入当地客户作为合作者，保证危废来源的同时有利于加快项目建设进程。
- **广晟入主提升公司综合实力，多渠道融资构筑坚实资本壁垒：**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2403	2,617	3,274	3,996	4,976
YoY(%)	17.4	8.9	25.1	22.1	24.5
净利润(百万元)	333	534	497	630	826
YoY(%)	32.2	60.5	-7.0	26.9	31.1
毛利率(%)	32.4	36.1	35.5	35.4	35.0
净利率(%)	13.8	20.4	15.2	15.8	16.6
ROE(%)	12.0	14.9	12.6	14.0	15.8
EPS(摊薄/元)	0.37	0.60	0.56	0.71	0.93
P/E(倍)	41.7	26.0	27.9	22.0	16.8
P/B(倍)	5.0	4.2	3.8	3.3	2.8

- 2016 年公司引入广晟,广晟拥有广东国资背景,将提升公司的拿单能力,在外延资产注入方面,广晟也给公司带来很多想象空间,同时广晟计划参与公司最新的定增,显示出广晟对公司发展的长远信心。
- 目前公司拥有港股、绿色债、银行、广晟集团财务贷款、资产证券化五大融资渠道,既能快速增加经营杠杆,又可通过债务结构调整继续降低公司财务费用。2016 年以来公司先后发行绿色债和开展 PPP 资产证券化业务,公司在建项目资金有保障。
- **投资建议:**我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56、0.71、0.93 元,同比分别增长-7.0%、26.9%、31.1%,对应 PE 分别为 27.9、22.0、16.8。考虑到公司大量无害化产能将在未来两年投产,且危废 EPC 业务有望给公司带来新的增长点,基于此,首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:**项目建设进度低于预期、外延扩张低于预期、有色金属价格大幅下降。

正文目录

一、优势不断扩大的国内危废龙头	5
1.1 公司简介	5
1.2 股权结构	6
二、危废处理：供需缺口持续，无害化处理迎来发展良机	7
三、新模式、新希望，打造危废行业碧水源	14
3.1 国内危废投资运营龙头，17-18 年大量项目即将落地	14
3.2 借 EPC 与 PPP 业务快速发展，打造危废行业碧水源	16
3.3 财务状况稳健，多渠道融资构筑坚实资本壁垒	19
四、投资建议	20
4.1 核心假设	20
4.2 投资建议	21
五、风险提示	21

图表目录

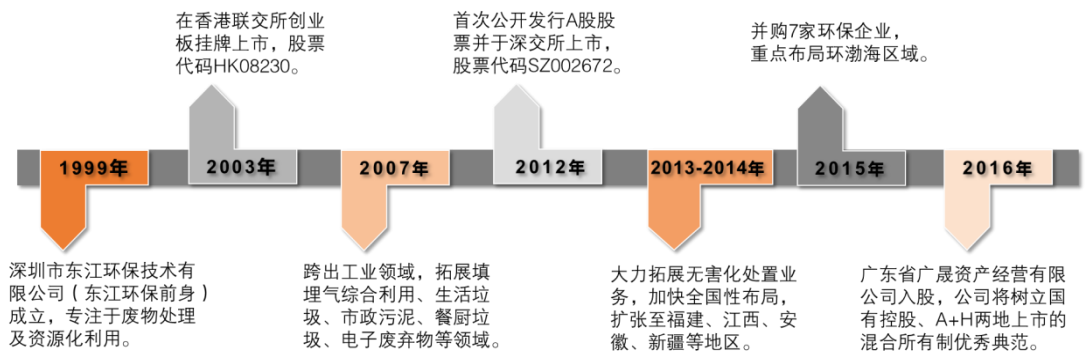
图表 1	公司发展历程	5
图表 2	上市以来公司营收稳步增长	5
图表 3	上市以来公司毛利稳步增长	5
图表 4	工业危废处理与资源化是公司主要收入来源	6
图表 5	工业危废处理与资源化是公司主要毛利来源	6
图表 6	公司股权结构一览（截至 2017 年 3 月 31 日）	7
图表 7	我国危废产量稳步增长	8
图表 8	与其他国家相比，我国危废产量占固废产量的比例处于较低水平	8
图表 9	2020 年我国危废实际产量将接近 1 亿吨	9
图表 10	2014 年危险废物来源组成	9
图表 11	2013 年工业危险废物来源组成	9
图表 12	危险废物综合化利用量趋于平稳	10
图表 13	危险废物处理量呈快速增长趋势	10
图表 14	我国危废平均处理价格为 2000-4000 元/吨	10
图表 15	2015 年我国颁发的危废经营许可证共 2034 份	11
图表 16	2015 年有资质企业实际经营规模 1536 万吨	11
图表 17	多家上市公司开始进入危废处理行业	11
图表 18	危废企业最佳发展路径	13
图表 19	危废无害化处理空间估计	13
图表 20	公司危废物处理能力快速增长	14
图表 21	公司在建项目情况	15
图表 22	子公司营收稳定增长	16
图表 23	子公司净利润逐年增长	16
图表 24	公司研发人员占比逐年上升	16
图表 25	公司研发投入稳定增长	16
图表 26	公司开拓 EPC 业务具有天然优势	17
图表 27	财政库危废 PPP 项目情况	18
图表 28	危废行业与污水处理行业特征比较	19
图表 29	公司经营现金流长期为正且 2016 年出现大幅上涨	20
图表 30	公司各项业务营收毛利率预测	21

一、优势不断扩大的国内危废龙头

1.1 公司简介

公司成立于1999年，于2003年在香港联交所创业板挂牌上市，是国内第一家在境外上市的民营环保企业。2012年，公司登陆深交所，成为国内唯一深港两地上市的环保企业。公司致力于工业和市政废物的资源化利用与无害化处理，先后被评为“国家资源节约与环境保护重大示范工程”单位、“国家高新技术企业”等。凭借资质种类全面、产业链完整、处理规模大、覆盖省份最多、技术力量强大、港股A股多渠道融资等优势，公司在国内工业危废处理领域处于遥遥领先地位。

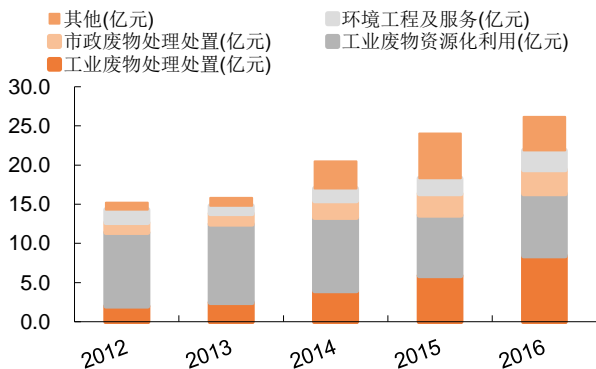
图表1 公司发展历程



资料来源:公司官网、平安证券研究所

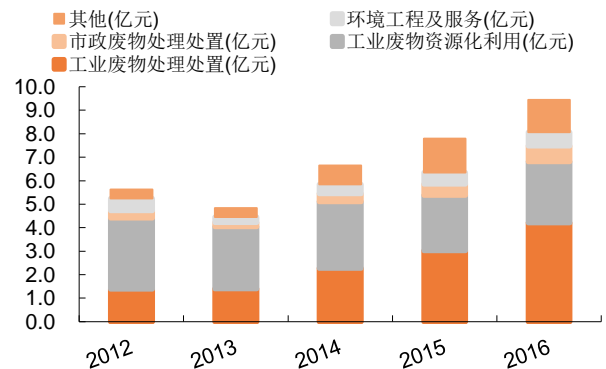
公司正在打造以危废为基础的一站式综合环保服务提供商，实现多业务的协同、高效发展。上市以来，公司业绩稳步增长。2012-2016年，公司营业收入由15.22亿元上升至26.17亿元，复合增长率14.52%；毛利由5.62亿元增长至9.45亿元，复合增长率13.87%。工业危废处理和资源化利用是公司主要的收入与毛利来源，2016年工业危废处理与资源化利用业务营收合计占比62.46%，毛利合计占比72.14%。

图表2 上市以来公司营收稳步增长



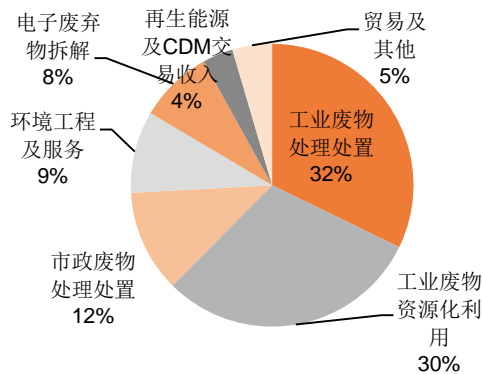
资料来源:wind、平安证券研究所

图表3 上市以来公司毛利稳步增长



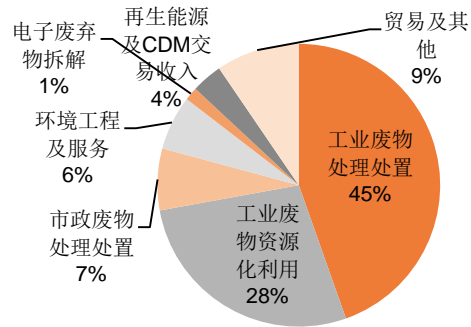
资料来源:wind、平安证券研究所

图表4 工业危废处理与资源化是公司主要收入来源



资料来源:wind、平安证券研究所 日期:2016年12月31日

图表5 工业危废处理与资源化是公司主要毛利来源



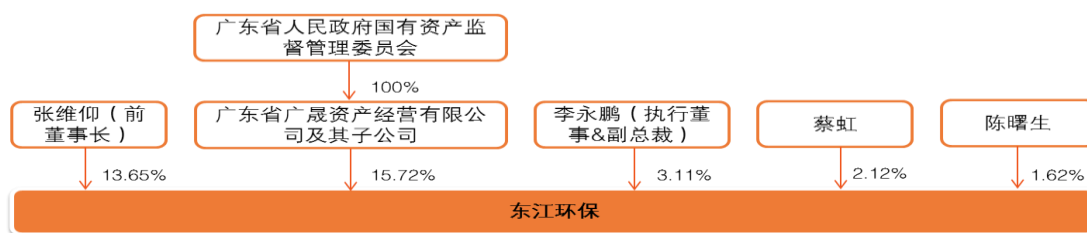
资料来源:wind、平安证券研究所 日期:2016年12月31日

1.2 股权结构

2016年10月起,公司控股股东由张维仰先生变更为广晟公司,实际控制人变更为广东省国资委,形成国有资本主导、民营资本助力的资本结构。广晟入主彰显了对公司发展前景的坚定信心,拓宽了公司融资渠道,提高了公司拿单能力与综合实力,开创了发展新局面。

- 2016年6月15日,公司前董事长、控股股东与实际控制人张维仰先生与广晟公司签订《股权转让协议》,拟将其持有的6.98%股权转让给广晟公司。2017年1月11日,广晟旗下三家子公司(广晟金控、广晟深圳公司、广晟香港公司)以自有资金增持公司,增持后合计持股比例为7.84%。2017年1月18日,张维仰先生再次与广晟公司签订《股权转让协议》,拟将其持有的6.88%股权转让给广晟公司。2017年2月18日,广晟下属全资子公司广晟金控再次增持1%。截至2017年3月31日,广晟公司及其子公司累计持股比例已达到15.72%。
- 2017年5月11日,公司发布非公开发行股票预案。非公开发行股票数量不超过1.77亿股,募集资金不超过23亿元,所募资金主要用于江西危险废物处理处置中心、潍坊东江蓝海等项目。公司大股东广晟公司计划认购数量不超过本次非公开发行股票数量的33%(含33%),按广晟公司认购上限58552038股测算,本次发行完成后,广晟公司及其关联方持股比例将上升至18.60%。
- 广晟是一家集矿产资源、电子信息、工程地产、金融、环保产业于一体的大型跨国企业集团,截至2016年底,广晟资产总额1422亿元,设立了总规模逾400亿元的广晟基金群,旗下拥有26家一级企业,控股境内6家上市公司(中金岭南、风华高科、广晟有色、国星光电、佛山照明、东江环保),且三家为有色公司,与东江环保有很强的协同效应。考虑到广晟旗下产业较多,且拥有环保并购基金,未来存在进一步外延并购的可能。借助广晟丰富的产业资源、强大的科技创新能力与资本运作能力,公司有望迎来加速发展。

图表6 公司股权结构一览（截至 2017 年 3 月 31 日）



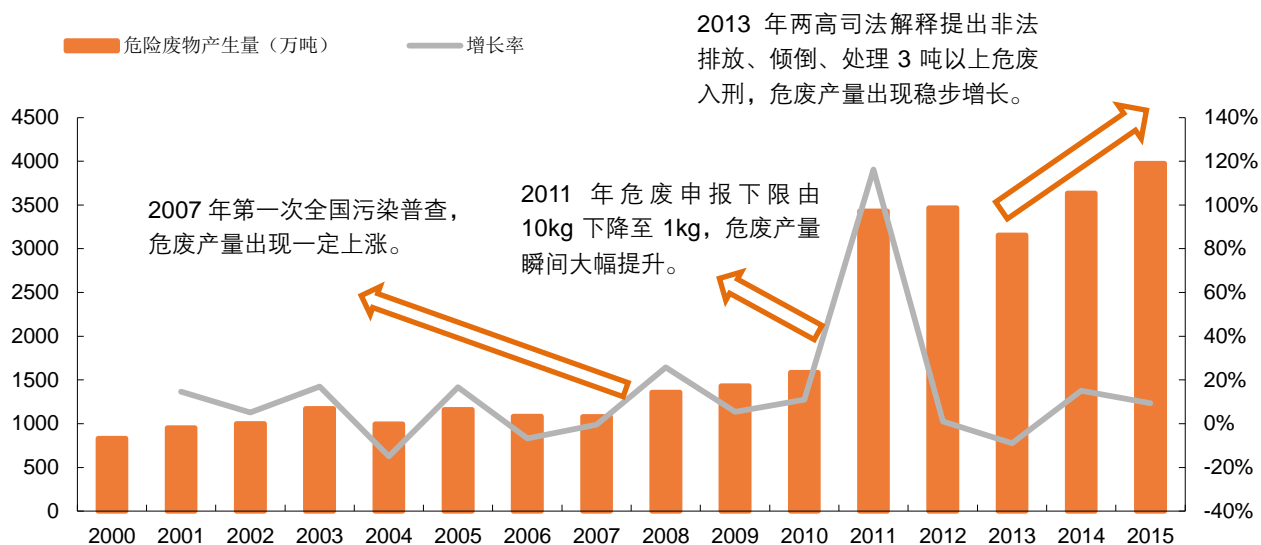
资料来源:公司公告、平安证券研究所

二、危废处理：供需缺口持续，无害化处理迎来发展良机

危废产量巨大，政策监管驱动，需求逐步释放。与生活垃圾成熟的处理模式相比，我国危废处理行业仍处于成长阶段。从行业发展来看，大多数产废企业危废产量有限，但由于危废处理成本较高，再加上过去监管缺失，隐藏、倾倒、丢弃相对容易，瞒报、漏报现象严重，导致危废处理需求得不到有效释放。我们估计，目前我国每年危废产量 8000 万吨左右，远大于公布的 4000 万吨。2011 年我国危废申报下限从 10kg 调整为 1kg，2013 年两高司法解释提出非法排放、倾倒、处理 3 吨以上危废入刑，在政策的驱动下，危废处理需求开始释放。2017-2018 年我国将开启第二轮污染普查，同时环保督察力度、政府监管力度持续加强，供给侧改革背景下企业盈利能力提升，支付意愿变强，在此背景下，危废处理需求将加速释放。

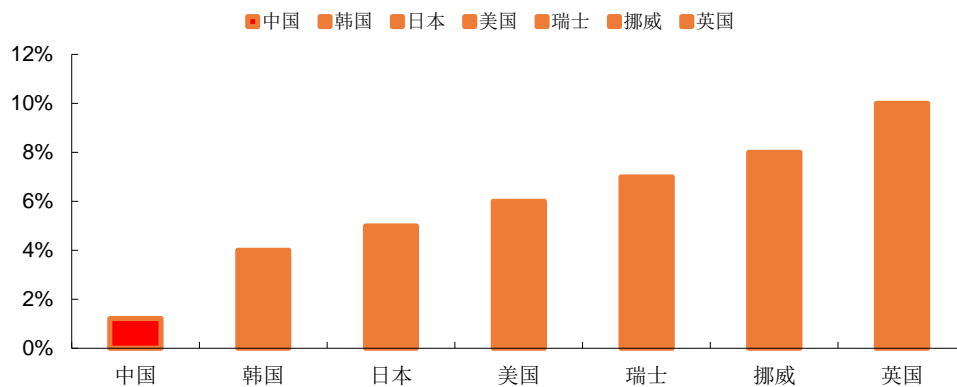
- **危废产量巨大。**2011 年我国危险废物申报下限由 10kg 调整为 1kg，所以 2011 年后我国危险废物统计量大幅提升。2015 年我国危废产生量达 3976 万吨，同比增长 9.43%，占 2015 年工业固体废物产量的比例达 1.22%，与韩国、日本、美国 4% 以上的占比相比，处于较低水平。根据《第一次全国污染源普查公报》统计数据，2007 年我国工业源中危险废物产生量为 4573.69 万吨，约是环保部公布数据的 4 倍，可以看出，我国危废实际产量远超统计量，假设我国实际危废产量占固体废物的比例为 2.5%，则 2015 年我国实际危废产量接近 8000 万吨。

图表7 我国危废产量稳步增长



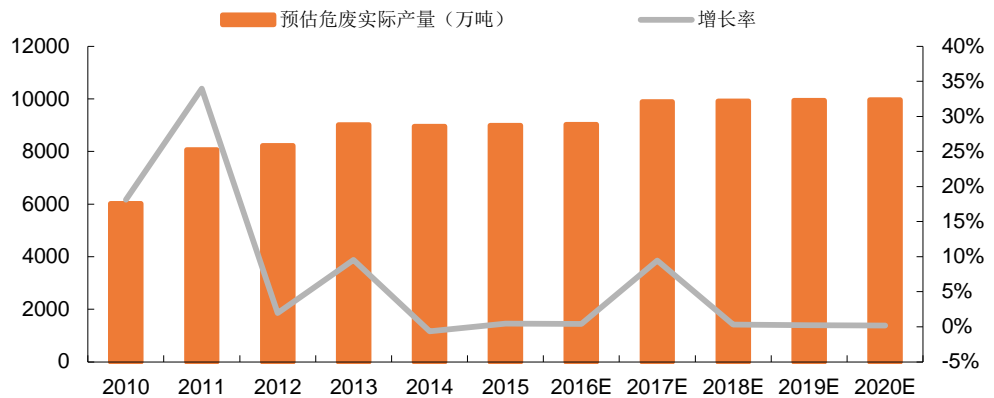
资料来源:环保部、平安证券研究所

图表8 与其他国家相比,我国危废产量占固废产量的比例处于较低水平



资料来源:中国产业信息网、平安证券研究所

图表9 2020年我国危废实际产量将接近1亿吨

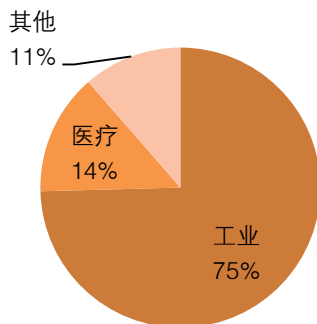


资料来源:环保部、平安证券研究所

无害化处理将加速发展。危废的处理方式主要有资源化和无害化，资源化主要针对一些金属和溶剂等易于回收的危废，无害化主要针对缺乏回用价值的危废，包括物化、焚烧、填埋等。从危废的来源来看，工业危废中废酸、废碱、有机金属冶炼废物更易采用资源化，考虑到采用资源化的危废最终仍有部分需要经过无害化处理，我们认为，在当前技术条件下，适合资源化的危废占比不超过60%，同时，从各地调研来看，危废资源化产能呈过剩趋势，无害化则供不应求，无害化将是未来几年危废处理行业主要的增长点。

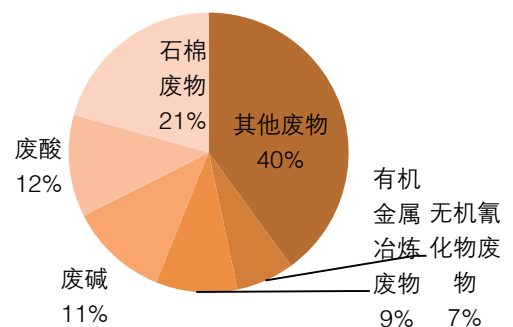
- 工业危废是我国危险废物的主要来源，以2014年为例，工业危废占比达75%。工业危废中废酸、废碱、有机金属冶炼废物等易于资源化，2013年合计占工业危废的比例约32%，再加上其他废物，预计所有危险废物中易于资源化的比例不超过60%。

图表10 2014年危险废物来源组成



资料来源:中国产业信息网、平安证券研究所

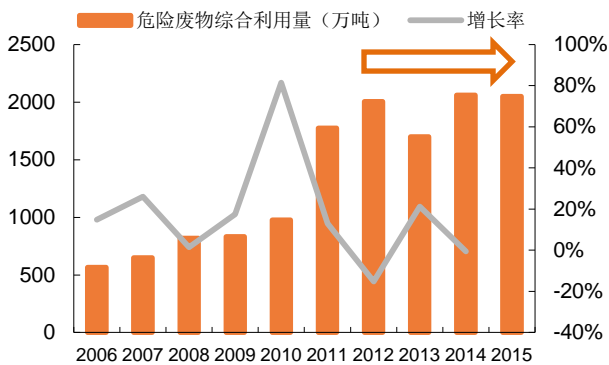
图表11 2013年工业危险废物来源组成



资料来源:中国产业信息网、平安证券研究所

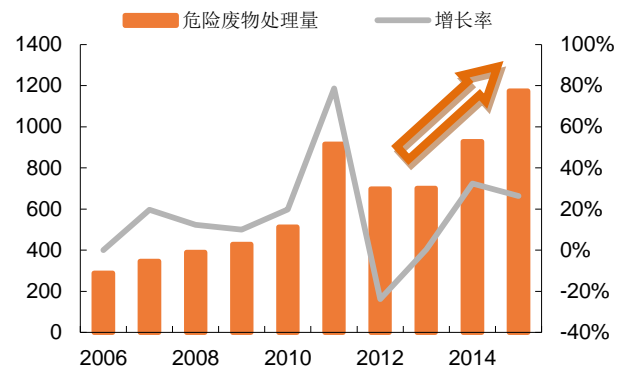
- 从处理情况来看，2015年危险废物综合化利用（资源化）占危废整体处理量的比例约60%，且近两年趋于稳定，而危险废物处理量（无害化）从2013年开始呈快速增长趋势，从我们产业调研情况来看，危废资源化呈过剩趋势，无害化则处于供不应求状态，未来几年，危废无害化处理将加速发展。

图表12 危险废物综合化利用量趋于平稳



资料来源:《2016年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、平安证券研究所

图表13 危险废物处理量呈快速增长趋势

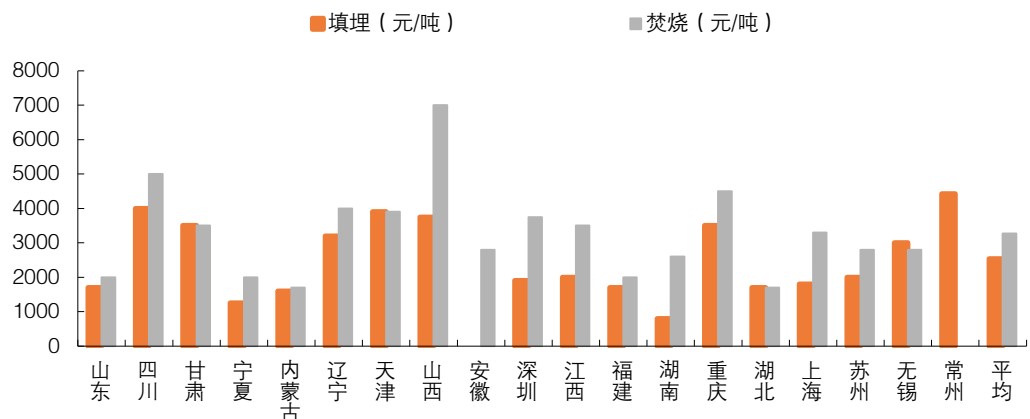


资料来源:《2016年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、平安证券研究所

盈利能力强且产能不足，各路资本加速涌入。危废行业的进入壁垒较高，需同时具备技术、资金、资源等要素，且区域性强，外延扩张难度大，企业规模普遍较小。随着省内危废转移审批事项的放开以及监管的趋严，危废处理需求大幅释放，原有危废企业的产能利用率得到较大提升，本身危废处理价格较高，行业盈利能力远高于生活垃圾等普通固废行业，在此背景下，大量资本涌入，供需缺口有望收窄。

- 危废进入门槛较高，首先是技术，危废处理的对象是各种对环境危害极大的废物，对处理工艺以及排放等提出了很高的要求，技术壁垒远高于普通固废，二是资质，经营危废需危废经营资质，而对于一个新进入者来说，要同时获取多地资质非常困难，三是投资，规模1万吨的焚烧或填埋投资大约0.8-1亿元，远高于污水、生活垃圾等，同时对于新进入企业来说，投资周期长。从目前整个行业来看，技术是最主要的门槛，其次为资质，最后为资金。
- 危废行业盈利能力较强。我国危废平均处理价格在2000-4000元/吨，远高于生活垃圾、污泥等处理价格。以东江环保为例，近几年无害化处理平均毛利率在50%左右。较高的毛利率对资本产生了极强的吸引力。

图表14 我国危废平均处理价格为2000-4000元/吨



资料来源:危废鉴定利用、平安证券研究所

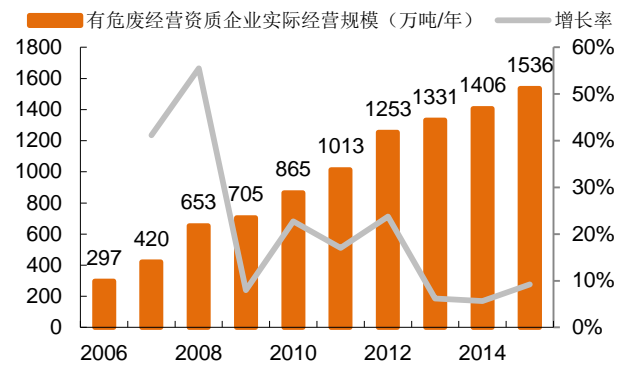
- 我国危废处理能力严重不足。过去在行业需求没有有效释放的背景下，危废投资需求较低。截至 2015 年底，全国各省(区、市)颁发的危险废物(含医疗废物)经营许可证共 2034 份，实际核准利用规模 5263 万吨/年。从实际利用处置情况来看，2015 年危险废物实际经营规模为 1536 万吨，其中，实际利用量为 1097 万吨，实际处置量为 426 万吨，远小于环保部统计的和我们估计的危险废物产生量，危废处理能力严重不足。

图表15 2015 年我国颁发的危废经营许可证共 2034 份



资料来源:《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、平安证券研究所

图表16 2015 年有资质企业实际经营规模 1536 万吨



资料来源:《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、平安证券研究所

- 产能不足的原因一是由于过去监管缺失，危废处理需求没有有效释放，二是 2016 年之前，省内危废转移审批事项尚未放开，危险废物的处置遵循就地处理原则，导致很多地区的危险废物收集量较小，不能形成规模效应。随着 2016 年省内危废转移审批事项取消，行业并购速度加快，许多上市公司凭借强大资本优势，纷纷进军危废处理行业，如近期，碧水源公告计划收购定州市冀环危险废物治理有限公司 100% 股权，东方园林从 2015 年起先后收购吴中固废和金源铜业，进军危废行业。

图表17 多家上市公司开始进入危废处理行业

外延布局危废业务				
公告日期	上市公司	投资标的	投资内容	投资标的主要资产
2017年6月3日	碧水源	定州市冀环危险废物治理有限公司	收购冀环公司 100% 股权	危废等焚烧处置规模约 9500 吨/年，废活性炭处置规模 1.5 万吨/年及再生活性炭销售约 3000 吨/年等。未来规划至 2020 年将扩充到 2.9 万吨/年的焚烧处置能力。
2016年8月7日	瀚蓝环境	湖北威辰环境科技有限公司	计划收购威辰环境 70% 股权	危废处理规模 22 万吨/年。
2016年9月1日	高能环境	杭州新德环保科技有限公司	增资获得新德环保 51% 股权	截至 2016 年底，高能环境危废处理处置牌照量已达 22.66 万吨/年。
2016年7月11日	金圆股份	江西新金叶实业有限公司	收购新金叶实业 58% 股权	具 13 种危险废物的处置资质，核准危废处置规模为 17.75 万吨/年。
2016年7月1日	高能环境	靖远宏达矿业有限责任公司	增资获得靖远宏达	截至 2016 年底，高能环境危废处理处置牌照量已达 22.66 万吨/年。

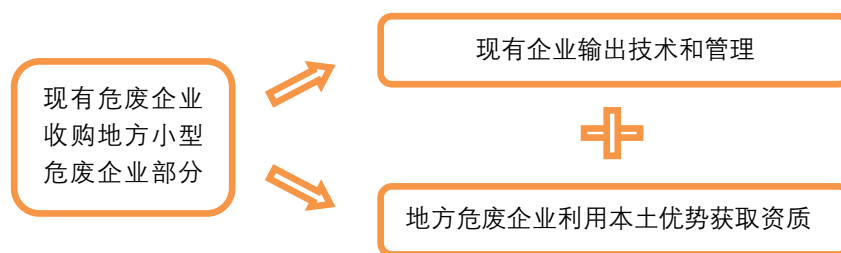
		公司	50.98%股权	
2016年5月20日	瀚蓝环境	瀚蓝瑞曼迪斯环境服务投资有限公司	成立合资子公司瀚蓝瑞曼迪斯, 占股51%	经营危险废物的收集、运输、贮存、再利用、安全处置; 危险废物项目的投资、运行与咨询等。合资公司经营具有排他性。
2016年5月13日	雪浪环境	宜兴市凌霞固废处置有限公司	投资并受让宜兴凌霞原股东 51% 股权	危废项目一期处理规模 8900 吨/年, 项目二期建成后处理规模将达 3 万吨/年。
2016年3月15日	雪浪环境	上海长盈环保服务有限公司	增资获得上海长盈 20% 股权	目前处置能力为 3600 吨/年, 拟新建 2.5 万吨/年危废处置回转窑。
2015年9月29日	东方园林	富阳市金源铜业有限公司	收购金源铜业 100% 股权	危废处理规模 3.9 万吨/年。
2015年9月29日	东方园林	苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司	收购吴中固废 80% 股权	焚烧处置危废 3000 吨/年规模, 废线路板及覆铜板边角料处置规模 4000 吨/年, 产能扩建完成后处理规模将达 2 万吨/年。
2015年8月12日	雪浪环境	江苏汇丰天佑环境发展有限公司	增资收购江苏汇丰 51% 股权	南京市江南环保产业园开发危险废弃物综合处理项目筹建中。
2014年12月23日	雪浪环境	无锡市工业废物安全处置有限公司	收购无锡固废 51% 股权	桃花山危废处置项目总处置能力达到焚烧处置危险废物 3.42 万吨/年 (其中医疗废物 4000 吨/年), 处置利用有机溶剂 1.5 万吨/年规模。惠山固废焚烧处置项目将具备 9.9 万吨/年的污泥焚烧处理能力及 9900 吨/年的工业危废处理能力。
内生布局危废业务				
公告日期	上市公司	投资内容		
2016年8月19日	巴安水务	以“回转窑焚烧技术”为基础建设蓬莱危废项目, 并以该项目为基础进一步拓展危废处理项目, 2016 年成立危废事业部, 目标在 3 至 5 年内将危废业务打造成为第二主业, 预计处理规模将达到 30 万吨/年。		
2016年7月11日	金圆股份	非公开发行股份用于投资 3 万吨/年危险固废处置项目。		

资料来源:上市公司公告、平安证券研究所

综合来看, 我们对危废行业未来的判断有: 已有技术叠加地方本土资源更易获得发展、危废产能短缺会延续到 2020 年、行业内公司将呈强者恒强格局、危废 EPC 细分产业短期将获得发展。预计 2017-2020 年危废物无害化处理投资空间约 1500 亿元, 运营空间约 2000 亿元。

- **已有技术叠加本土资源更易获得发展:** 新建一个危废项目, 涉及土地、环评、建设等过程, 时间周期大约 3-5 年, 稳定运行差不多一年左右时间, 扩建项目相对时间较短, 时间周期也超过 1 年, 因此无论对现有危废企业和新进入企业来说并购都是最佳选择。而在当前的并购背景下, 危废资产相对较贵, 同时跨界并购后存在整合风险, 已有不少上市公司收购危废资产后因经营理念或土地获取等方面问题而出现出售收购项目或项目缓慢等各种问题。另外, 要同时获取多地危废经营许可资质比较困难。因此, 对于现有危废企业来说, 利用自身技术, 同时结合地方小型危废企业本土资源优势进行外延扩张是最佳发展路径。

图表18 危废企业最佳发展路径



资料来源:平安证券研究所

- **危废产能短缺会延续到 2020 年:** 结合上文分析,我们认为,跨界进入企业多是先收购一到两个危废项目,待整合以及对行业有一定积累后再进行大规模收购,所以这部分产能增长短期将是一个缓慢的过程。另外,虽然有水泥窑协同处置危废增量,但受限于地理位置以及参配比例,短期内尚不能对现有危废经营企业产生影响。所以我们判断危废产能短缺将延续到 2020 年。
- **行业内公司将呈强者恒强格局:** 危废龙头企业凭借多年的积累拥有技术优势和管理优势,且已进行了一定的外延扩张。在省内危废转移审批项目取消后,已在各地布局的龙头企业更容易对省内危废进行资源配置,实现产能的充分利用。随着未来产能缺口的收窄,危废处理价格可能呈现一定下降,小型危废企业由于产能利用率较低将被淘汰,行业将呈强者恒强格局。
- **危废 EPC 业务短期将获得发展:** 从 2016 年环保细分行业的业绩增长来看,水务 EPC 增速高达 50%,远高于水务运营。在目前危废行业并购规模增加,跨界企业纷纷进入危废行业的背景下,危废 EPC 业务短期将获得发展。

图表19 危废无害化处理空间估计

类别	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
需无害化处理量估计								
全国工业固体废物产量(亿吨)	32.77	32.56	32.71	32.84	32.95	33.05	33.14	33.20
增长率		-0.64%	0.45%	0.40%	0.35%	0.30%	0.25%	0.20%
危废产量占固废产量比例	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
工业危废实际产量预测(万吨)	9012	8955	8995	9031	9886	9916	9941	9960
需无害化处理比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
需无害化处理量(万吨)	3605	3582	3598	3612	3954	3966	3976	3984
危废处理企业无害化处理量估计								
无害化处理量(万吨)	701	929	1174	1468	1834	2293	2752	3302
增长率		32%	26%	25%	25%	25%	20%	20%
水泥窑协同处置危废量估计								
水泥产量(亿吨)	24.14	24.76	23.48	24.03	24.51	24.88	25.13	25.25
增长率		2.56%	-5.18%	2.34%	2.00%	1.50%	1.00%	0.50%
协同处置比例	0.70%	0.90%	1.10%	1.30%	1.70%	2.10%	2.50%	2.90%
协同处置危废量(万吨)	85	111	129	156	208	261	314	366
无害化处理缺口								
无害化处理缺口(万吨)	2819	2541	2295	1989	1912	1412	911	316
危废处理企业无害化处理空间估算								
无害化处理投资成本(亿元/万吨)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

类别	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
投资空间(亿元)					294	367	367	440
无害化平均运营费用(元/吨)	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
运营空间					367	459	550	660

资料来源:政府官网、平安证券研究所 说明: 每年投资空间=(当年危废处理企业无害化处理量-上一年危废处理企业无害化处理量)*无害化处理投资成本

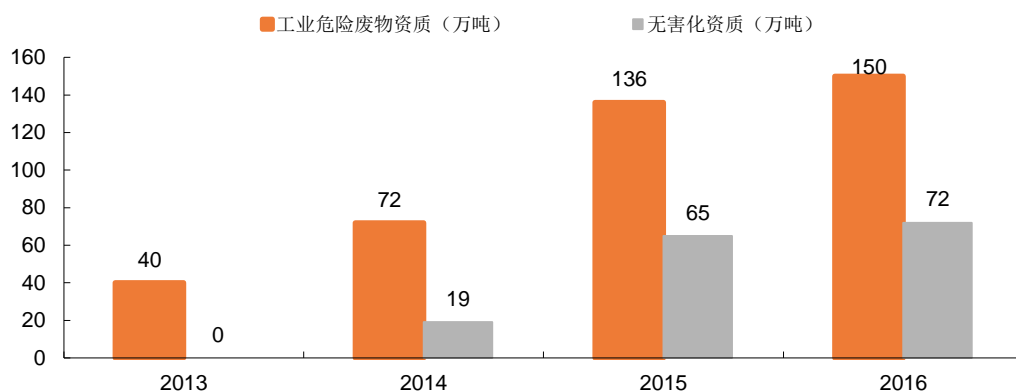
三、新模式、新希望，打造危废行业碧水源

3.1 国内危废投资运营龙头，17-18 年大量项目即将落地

公司自成立以来始终专注于危险废物综合处理业务，凭借领先的技术、管理与资本优势，经过近 20 年的发展，公司已成为国内危废处理资质最全面、技术最领先的企业。公司在危废领域的龙头地位主要体现在：

- 截至 2016 年，公司已拥有国家危险废物名录中 46 个大类中的 44 类危废经营资质，市场地位绝对领先。产能方面看，2016 年底公司取得工业危废处理资质近 150 万吨/年，较 2013 年增长近 3 倍。其中物化、焚烧、填埋等无害化处理能力达到 72 万吨/年，市场排名第一。
- 公司目前主要采取“内生+外延”方式积极扩张，一方面通过改建、扩建原有项目，另一方面积极通过并购或新建危废处置中心提升产能。2013 年至今，公司通过并购累计获得无害化资质近 40 万吨/年，占现有危废处理规模近 30%。
- 随着 2016 年公司大量项目开工建设，2017-2018 年将有大量项目竣工。考虑并购，我们预计公司 2017-2018 年每年新增危废处理资质有望达到 40 万吨/年，业绩亦将随着资质规模提升快速增长。
- 公司危废管理运营经验丰富，改扩建项目普遍盈利能力良好，无害化和资源化毛利率分别为 50%、30%，盈利能力处于行业领先水平，且处于上升趋势。另外，公司经营资质齐全，极易对客户产生粘性，同时公司在多省布局多处危废处理基地，在省内危废转移审批事项取消的背景下，公司规模优势凸显，长期来看，强者恒强。

图表20 公司危废物处理能力快速增长



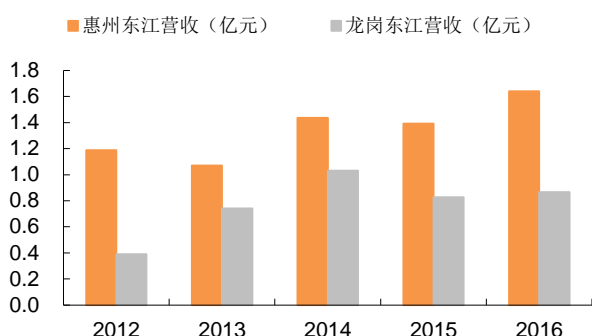
资料来源:公司公告、公司历次调研公告、平安证券研究所 说明: 所有产能为大约数, 2013 年无害化资质暂无数据

图表21 公司在建项目情况

项目名称	项目主体	公司持股	类型	在建产能资质获取进度	
				2017E	2018E
东莞恒建	东莞市恒建环保科技有限公司	100%	物化(万吨/年)	-	8.05
南通东江	南通东江环保技术有限公司	100%	物化(万吨/年)	-	1.50
			焚烧(万吨/年)	-	2.00
			医废高温蒸煮生产线(万吨/年)	-	0.18
山东潍坊	潍坊东江环保蓝海环境保护有限公司	70%	物化(万吨/年)	12.00	-
			焚烧(万吨/年)	6.00	-
			资源化(万吨/年)	1.60	-
珠海永兴盛	珠海市斗门区永兴盛环保工业废弃物回收综合处理有限公司	80%	焚烧(万吨/年)	1.00	-
衡水睿韬	衡水睿韬环保技术有限公司	85%	物化(万吨/年)	-	4.65
			焚烧(万吨/年)	-	2.00
江西项目	江西东江环保技术有限公司	100%	物化(万吨/年)	1.50	-
			填埋(万吨/年)	2.00	-
			资源化(万吨/年)	3.60	28.00
福建南坪绿洲	福建绿洲固体废物处置有限公司	60%	物化(万吨/年)	-	2.00
			焚烧(万吨/年)	-	2.00
			填埋(万吨/年)	-	2.00
福建泉州PPP			物化(万吨/年)	1.00	
			焚烧(万吨/年)	2.00	
			填埋(万吨/年)	2.00	
			资源化(万吨/年)	4.07	
合计			物化(万吨/年)	14.50	16.20
			焚烧(万吨/年)	9.00	6.00
			填埋(万吨/年)	4.00	2.00
			无害化(万吨/年)	27.50	26.38
			资源化(万吨/年)	9.27	28.00
			合计(万吨/年)	36.77	52.38

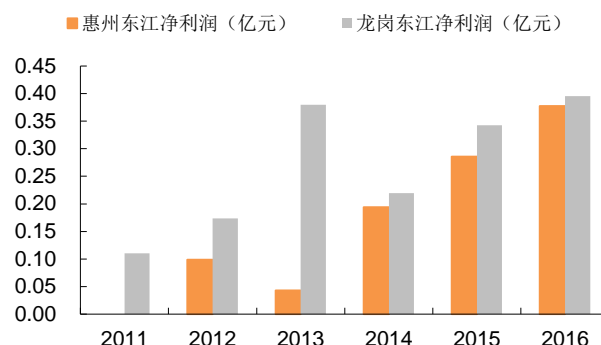
资料来源:公司历次调研纪要、公司公告、平安证券研究所

图表22 子公司营收稳定增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表23 子公司净利润逐年增长



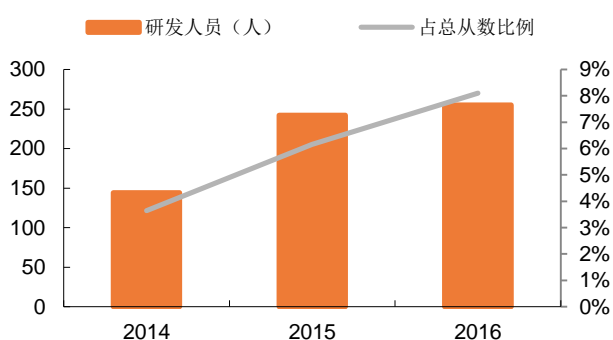
资料来源:公司公告、平安证券研究所

3.2 借 EPC 与 PPP 业务快速发展，打造危废行业碧水源

随着政府对危废处理监管愈发严格以及环境污染第三方治理模式相关政策逐步明朗，用市场化的手段引入专业第三方机构治理危废是大势所趋。2017 年，东江环保加大环保工程服务、EPC 总包工程业务拓展力度。目前市场危废总包能力稀缺，市场潜力巨大，公司将项目“规划-设计-采购-工程-移交-运营”20 年的经验引入工程市场的竞争。我们认为这一举措将为公司未来 3-5 年打造全新增长点，并为公司进一步提升市场份额起到至关重要的作用。

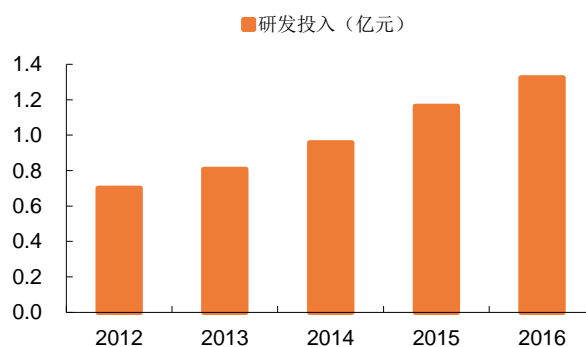
- 公司拥有成熟的产学研合作创新体系，在不断细化完善现有技术的同时，亦不断研发危废处置前沿技术，并向废水处理等其他环保领域进行延伸。2016 年公司研发投入 1.32 亿，占公司收入比重 5%，其中仅有少部分进行资本化。截至 2016 年末，公司及子公司获得专利 30 项，其中发明专利 4 项，累计 114 项，技术实力凌驾全国。

图表24 公司研发人员占比逐年上升



资料来源:公司公告、平安证券研究所

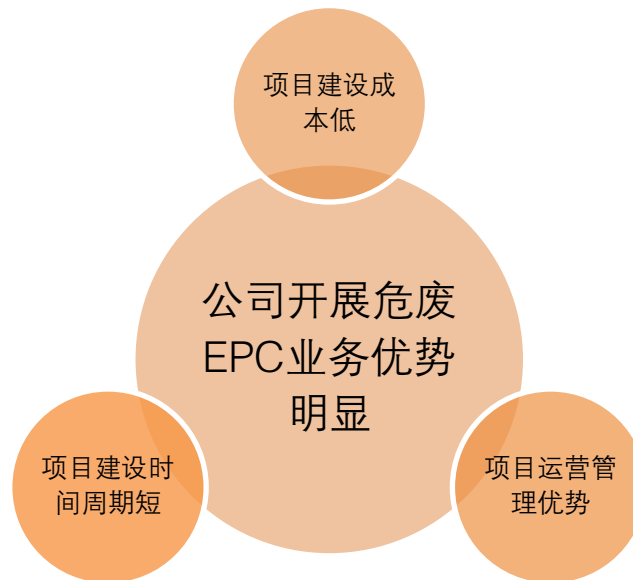
图表25 公司研发投入稳定增长



资料来源:公司公告、平安证券研究所

- 危废工程拥有较高的技术壁垒，并且在项目施工完成后才可申请资质。因此，一切前期工程均是为了项目达标运营。因此在行业产能升级过程中，危废项目改造从前期设计、项目施工、设备采购等均需要高标准的统筹与执行，方可确保后期的稳定运行。
- 东江环保是行业内领军的危废公司，在市场中拥有首屈一指的危废项目设计、施工、运营、管理能力，拥有业内最出色的专家技术团队、设计采购团队、运营管理团队。在危废行业快速发展过程中，公司一旦开始承接外部危废工程，有望利用公司现有的领先工程能力，承接大量业内现有新建、改扩建项目，提升公司在危废市场“工程+运营”的市场份额。
- 远期来看，一旦公司参与的危废工程项目快速增长，在项目后续的运营管理、技术提升、改扩建等方面公司将有更多机会以技术服务方等方式提供长期服务，增加新的收入来源。此外，项目亦有望纳入公司外延扩张储备库，更为知根知底，在时机成熟之时以更快速度并入公司管理版图之中。

图表26 公司开拓 EPC 业务具有天然优势



资料来源:公司公告、平安证券研究所

承接危废首单 PPP 项目，进一步打开危废业务空间。2016 年 7 月，东江环保及兴发科技等组成的联合体中标泉州危废处置中心 PPP 项目，总规模合计 9.47 万吨/年，包括焚烧 2 万吨/年、物化 1 万吨/年、填埋 2 万吨/年、等离子炉回收 2.5 万吨/年、废矿物油资源化利用 1 万吨/年及废包装桶回收 0.57 吨/年，以及收集暂存含铅废物 0.4 万吨/年。这是公司承接的首单危废 PPP 项目，为后期承接政府存量危废 PPP 项目积累丰富的经验，且引入当地客户作为合作者，保证危废来源的同时有利于加快项目建设进程。

图表27 财政库危废 PPP 项目情况

项目名称	所在地区	投资 (亿元)	所处阶段	合作期限	项目方式	发起时间
常州市工业危险废弃物安全填埋场项目	江苏常州	1.84	识别阶段	30年	TOT	2015-10-7
福州市危险废弃物综合处置 PPP 项目	福建福州	2.72	采购阶段	30年	BOT	2017-4-3
濮阳市开发区危险废物处理中心项目	河南濮阳	1.75	准备阶段	20年	BOO	2015-3-26
湖北宜昌市危险废物集中处置中心运营	湖北宜昌	1.06	准备阶段	21年	TOT	2015-8-28
云南省曲靖市危险废物集中处置项目	云南曲靖	2.92	执行阶段	20年	BOT	2015-12-20
榆林市危险废物处置中心项目	陕西榆林	10.21	采购阶段	10年	BOO	2015-11-1
韩城市固体及危险废物处置中心	陕西韩城	2	识别阶段	-	-	2015-9-9

资料来源:财政部、平安证券研究所

我们认为，东江环保目前所走的道路与所处的阶段，与碧水源在污水处理领域所走过的以模式创新引领产业升级的道路非常相似。尽管在基础资产、商业模式、产业竞争状态等方面均有差异，从公司成长上，我们看好未来 3-5 年东江环保借助环保工程实现弯道超车，并利用资本杠杆不断扩大优势，成为以危废、固废处理为基础，多环保业务协同发展的大平台公司。

- 基础资产方面，危废项目与水务项目相似之处是技术、人才要求较高，而投资风险更高，规模偏小。因此，危废行业进入门槛与水务行业相仿，管理能力、市场能力等方面因素决定了项目收益率高低。
- 商业模式方面，危废行业与水务行业区别较大。危废行业的下游客户主要是工业企业，客户稳定性与回款稳定性均逊于水务行业。而相似之处在于，目前行业拥有大量低端产能承接市场需求，市场需求逐渐提升过程中，低端产能升级空间较大。
- 行业发展与市场竞争方面上，危废行业相比水务行业收入规模小了一个量级，而发展增速较快，很像水务行业在“十二五”初期的格局。行业监管趋严，地方政府对危废处置管理愈发严格倒逼行业低端产能迅速升级，投资空间巨大。
- 我们认为，目前危废行业的格局正处于群雄并起的末期，在行业监管趋严、下游需求提升的大背景下，行业落后产能或将逐步退出市场，龙头公司的优质运营资产可通过改扩建获取更高市场份额。通过工程间接辐射更多项目，龙头公司的技术将有更多机遇在市场检验中迭代更新，施工与管理经验将通过大量项目检验迅速增强，在行业内的影响力将飞速积累，并在设计、施工、投资、收并购等领域拥有较强的话语权。
- 水务行业中，碧水源曾面临污水处理行业大发展的机遇，在行业地方龙头割据，膜技术领先公司并起的竞争态势下，通过输出优质的设计、施工与管理经验，将膜水处理技术逐渐在大中城市普及。并借助公司的资本优势与技术优势，横向向垃圾处理、流域治理，纵向向供水、再生水等领域拓展，由污水起家，成为水务行业最大的民营企业。
- 危废行业中，东江环保已拥有较多的危废处理经验，正处于对外输出优质的设计、施工与管理经验的过程，且已经拥有餐厨垃圾、建筑垃圾处理等市政垃圾处理的技术。我们认为，公司很有可能复制碧水源的成功之路，在危废领域通过输出工程经验抢占更多市场，并有望横向延伸至市政垃圾处理、水环境修复等其他环保领域，成长为以危废综合处理为主、承接综合环境治理工程的平台公司。

图表28 危废行业与污水处理行业特征比较

	危废行业	污水处理行业	
基础资产	规模	大，单一项目投资通常几千万至亿元规模	很大，新建污水处理厂+管网投资通常在亿元以上。
	技术壁垒	高。危险废物处理均需要成熟技术，标准很高，执行过程中可能有不严格的地方	高。随着监管标准与政府对出水质量需求提升，污水处理技术难度逐渐提升。
	人力壁垒	高，行业从事危废处理的技术人员较少	中等，行业从事各类污水处理的技术人员较多
	投资风险	高，项目需要建设完工后才可申请危废处理资质，拥有资质才可处理危废；申请到资质后需持续达标排放，否则资质可能会被取消。同一区域可能有多个危废处理企业竞争。	低，同一区域通常只有一家给排水公司，由政府审批后才可建设，具有区域垄断的特性。
商业模式	主要客户	工业企业	居民与各类企业
	销售模式	工业企业付费处理产生的危废	由政府代收污水处理费
	回款周期	中等	较短
	现金流	好	非常好
产业竞争	上下游议价能力	中等。工程端依赖稳定供应商，下游无害化议价能力强，资源化议价能力弱。	下游议价能力弱
	新进入者威胁	弱。行业除资本、资源外，对技术、人力资源要求高。仅靠收购未必能有效切入市场。	弱。行业拥有大量份额稳定的地方企业，高出水标准的需求缓慢释放，可提供高标准设备、施工与运营的公司较少。
	同业竞争情况	中等。资源化资质较多，同业竞争强；无害化资质稀缺，竞争较弱。	中等。随着政府对水质要求提升，竞争逐渐集中在龙头公司
行业发展趋势	行业规模	年收入千亿级别。	年收入万亿级别。
	增长趋势	无害化规模增速快，资源化增速放缓，但	新建工程收入放缓。行业收入增长可依靠水质提标。
	监管情况	处罚力度逐步提升，近年来法规也逐步完善	法规完善，政府对水质要求逐步提升，带来行业监管与处理标准的提升。

资料来源：wind，平安证券研究所

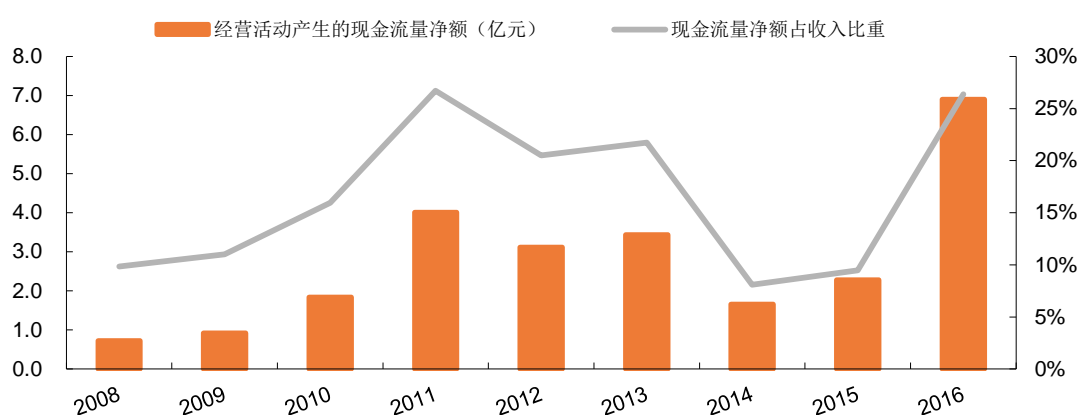
3.3 财务状况稳健，多渠道融资构筑坚实资本壁垒

东江环保优秀的资产结构是支持公司快速发展的最根本保障。

- 公司财务结构较为安全，主营业务收入全部来源于经营或工程回款，各类应收账款占收入比重较小。随着工程项目增加，公司于 2015 年起有息负债规模迅速增加，考虑公司危废项目从设计到获得资质投产普遍需要 3 年左右时间，预计最快 2018 年初，大量危废工程投产贡献利润，将迅速减轻公司偿付利息与本金的压力。
- 除财务费用外，公司各项成本均呈逐年下行，财务费用增加主要由于公司负债规模迅速提升。在公司危废无害化处理规模快速提高的大背景下，资源化处置成本上行压力被无害化业务的高毛利有效弥补。随着公司无害化业务快速扩张，未来公司毛利有望进一步提升。公司管理成本也有望随着公司管理层稳定、增发完成后逐步回归常态。

- 公司的现金流亦非常健康。自 2012 年上市以来，公司每年均取得净经营现金流，收到的经营现金占收入比重亦维持在较高水平。自 2014 年以来，公司投资现金流出维持在 10 亿以上水平，显示公司无论在对外收购、自建危废处理设施上均投资巨大。
- 在目前的快速发展阶段，公司对筹资依赖程度较高，2012-2016 年融资净额 24.08 亿，除股权融资外通过债权净融资 10 亿左右。考虑公司过去五年累计产生 17 亿净利润，扣除债务融资后净利润 7 亿元，公司现金流足以偿付历史债务，并未纯粹依靠负债增加公司规模。随着公司未来经营效率提升，公司偿债能力亦将逐步提升。现有债务规模虽大，财务风险并不足惧，公司仍有继续扩充财务杠杆的余地。

图表29 公司经营现金流长期为正且 2016 年出现大幅上涨



资料来源:公司公告、平安证券研究所

随着公司绿色债券发行、资产证券化的推进与广晟入主，公司融资能力得到极大增强。目前公司拥有港股、绿色债、银行、广晟集团财务贷款、资产证券化五大融资渠道，既能快速增加经营杠杆，又可通过债务结构调整继续降低公司财务费用，不断优化、提升公司利润。

- 公司于 2014 年发行 3.5 亿公司债，到期日 2019 年 8 月，融资利率 6.5%，为 2015-2016 年公司大量收购优质危废资产提供了充足弹药。
- 2016 年 12 月，证监会核准公司公开发行不超过 10 亿元公司债券，类型为 3 年期固定利率债券，发行人有权于第二年末决定是否上调票面利率。2017 年 3 月公司成功发行绿色债，票面利率 4.9%，融资规模 6 亿，仍有 4 亿额度未使用，为公司未来发展锁定了低利率资金。
- 此外，公司于 2017 年 3 月 15 日发行深交所首单 PPP 资产证券化“广发恒进-广晟东江环保虎门绿源 PPP 项目资产支持专项计划”，发行规模 3.2 亿、信用评级 AAA 级、利率 4.15%、期限分为 3-15 年五档，其中次级规模 0.2 亿、期限 15 年，由发行人全额认购。PPP 资产证券化发行打开了公司利用现有优质运营资产融资加杠杆的大门，同时低融资成本也有利于公司进一步优化财务结构，降低财务费用。

四、 投资建议

4.1 核心假设

预计 2017-2019 年, 公司营收增长率分别为 25.1%、22.1%、24.5%, 营业收入分别为 32.74、39.96、49.76 亿元, 毛利率分别为 35.5%、35.4%、35.0%, 公司各项业务增速及毛利率假设如表 30 所示:

图表30 公司各项业务营收毛利率预测

业务	类别	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工业废物处理处置	营业收入(亿元)	5.87	8.43	11.50	15.50	20.50
	营收增长率	48.23%	43.61%	36.42%	34.78%	32.26%
	毛利率	51.57%	49.98%	48.00%	46.50%	45.00%
工业废物资源化利用	营业收入(亿元)	7.73	7.91	8.50	9.20	11.50
	营收增长率	-17.59%	2.33%	7.46%	8.24%	25.00%
	毛利率	30.43%	32.92%	31.00%	31.00%	31.00%
市政废物处理处置	营业收入(亿元)	2.73	3.06	3.30	3.50	3.70
	营收增长率	30.62%	12.09%	7.84%	6.06%	5.71%
	毛利率	17.59%	21.82%	21.00%	21.00%	21.00%
环境工程及服务	营业收入(亿元)	2.00	2.45	7.00	9.00	11.00
	营收增长率	25.79%	22.50%	185.71%	28.57%	22.22%
	毛利率	24.38%	24.01%	23.00%	22.00%	21.00%
再生能源及 CDM 交易收入	营业收入(亿元)	0.89	0.92	0.95	0.98	1.01
	营收增长率	39.06%	3.37%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	25.91%	36.30%	30.00%	30.00%	30.00%
贸易及其他	营业收入(亿元)	0.86	1.19	1.49	1.79	2.05
	营收增长率	40.98%	38.37%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	72.66%	75.76%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	营业收入(亿元)	24.03	26.17	32.74	39.96	49.76
	营收增长率	17.33%	8.91%	25.09%	22.07%	24.52%
	毛利率	32.41%	36.12%	35.54%	35.38%	34.99%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

4.2 投资建议

根据上述假设, 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56、0.71、0.93 元, 同比分别增长-7.0%、26.9%、31.1%, 对应 PE 分别为 27.9、22.0、16.8。考虑到公司大量无害化产能将在未来两年投产, 且危废 EPC 业务有望给公司带来新的增长点, 基于此, 首次覆盖给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

项目建设进度低于预期、外延扩张低于预期、有色金属价格大幅下降。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2712	3113	2833	3000
现金	1160	1475	799	746
应收账款	493	514	716	815
其他应收款	251	201	220	195
预付账款	59	72	105	126
存货	267	336	424	500
其他流动资产	482	516	569	617
非流动资产	5477	5931	6740	7775
长期投资	138	181	223	264
固定资产	1397	1515	1654	1842
无形资产	838	1116	1355	1554
其他非流动资产	3104	3119	3509	4115
资产总计	8189	9044	9573	10775
流动负债	3408	3282	3471	3903
短期借款	1736	1500	1390	1305
应付账款	713	794	928	1229
其他流动负债	959	988	1154	1369
非流动负债	916	1464	1218	1187
长期借款	755	1324	1073	1042
其他非流动负债	161	140	145	145
负债合计	4323	4746	4689	5090
少数股东权益	577	620	675	747
股本	887	887	887	887
资本公积	519	519	519	519
留存收益	2084	2513	3058	3773
归属母公司股东权益	3289	3678	4209	4938
负债和股东权益	8189	9044	9573	10775

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	690	854	941	1527
净利润	577	540	685	898
折旧摊销	286	273	337	410
财务费用	96	89	69	41
投资损失	-179	-28	-32	-36
营运资金变动	-119	-11	-116	217
其他经营现金流	28	-9	-3	-3
投资活动现金流	-654	-693	-1112	-1406
资本支出	839	630	759	990
长期投资	-85	-43	-22	-41
其他投资现金流	100	-106	-374	-457
筹资活动现金流	287	153	-594	-289
短期借款	465	-236	-200	-200
长期借款	20	569	-251	-31
普通股增加	18	0	0	0
资本公积增加	158	0	0	0
其他筹资现金流	-373	-180	-143	-58
现金净增加额	324	314	-765	-168

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2617	3274	3996	4976
营业成本	1672	2110	2582	3235
营业税金及附加	38	49	56	67
营业费用	58	72	94	119
管理费用	340	426	500	572
财务费用	96	89	69	41
资产减值损失	9	11	13	15
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	179	28	32	36
营业利润	584	545	715	963
营业外收入	118	120	125	130
营业外支出	28	35	40	45
利润总额	674	630	800	1048
所得税	97	90	115	150
净利润	577	540	685	898
少数股东损益	43	43	55	72
归属母公司净利润	534	497	630	826
EBITDA	1066	987	1221	1539
EPS(元)	0.60	0.56	0.71	0.93

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.9	25.1	22.1	24.5
营业利润(%)	61.4	-6.7	31.1	34.8
归属于母公司净利润(%)	60.5	-7.0	26.9	31.1
获利能力				
毛利率(%)	36.1	35.5	35.4	35.0
净利率(%)	20.4	15.2	15.8	16.6
ROE(%)	14.9	12.6	14.0	15.8
ROIC(%)	10.7	8.8	10.6	12.3
偿债能力				
资产负债率(%)	52.8	52.5	49.0	47.2
净负债比率(%)	42.1	39.1	41.3	35.7
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	4.4	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	2.9	2.8	3.0	3.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.56	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.96	1.06	1.72
每股净资产(最新摊薄)	3.71	4.15	4.75	5.57
估值比率				
P/E	25.97	27.92	21.99	16.78
P/B	4.21	3.77	3.29	2.81
EV/EBITDA	15.2	16.5	13.7	10.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033