

公司研究/首次覆盖

2017年07月31日

公用事业/环保 II

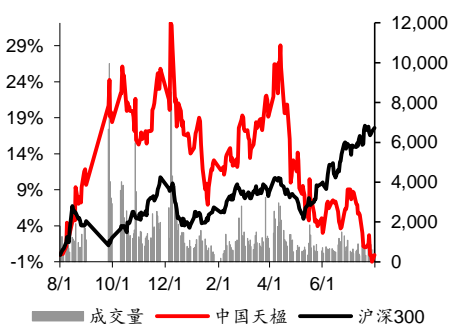
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.45
合理价格区间(元): 7.20~7.65

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

张雪蓉 021-38476737
联系人 zhangxuerong@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

内生外延，打造城市综合运营商

中国天楹(000035)

立足垃圾焚烧，打造城市服务综合运营商

公司 2014 年 5 月借壳中国科健上市。上市前主要从事生活垃圾焚烧发电投资运营和垃圾焚烧设备生产销售，上市后公司立足垃圾焚烧，内生外延向全产业链布局。目前公司已中标固原市循环经济产业园及环卫一体化项目和通州湾静脉产业园项目，未来打包环卫和固废项目一体化处置项目招标将是行业趋势，公司有望凭借产业链一体化优势在市场开拓中占据优势。

垃圾焚烧在手项目充裕，保障收入稳健增长

根据“十三五”规划，到 2020 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施将达 59.1 万吨/日，对应 2015-2020 年 CAGR 达 20%，主要受垃圾焚烧无害化处理率提升以及垃圾清运量增长驱动。公司目前投运的垃圾焚烧项目处理能力为 6400 吨/日，在手项目对应垃圾焚烧处理能力 11600 吨/日，计划 2019 年底前全部投运。公司自主生产机械炉排焚烧炉主要用于内销，垃圾发电厂的快速投产将拉动公司垃圾焚烧设备销售，公司目前也在加大外销力度，7 月已公告中标杨凌炉排炉采购项目，未来外销比例将提升。

内生外延布局垃圾处理全产业链，协同效应显现

上市后公司凭借丰富的政府客户资源、垃圾焚烧业务的技术和运营经验以及融资能力，向固废处理产业链上的环卫、填埋气、餐厨垃圾和污泥治理等领域延伸，比如：公司在江苏海安建有垃圾焚烧厂，后来又于 2016 年获得海安餐厨垃圾处理项目，于 2017 年获得海安环卫项目，客户协同效应显现。2016 年 9 月，中国天楹参与设立的中节能华禹绿色产业并购基金收购了西班牙 Urbaser 公司 100% 股权，Urbaser 目前是西班牙最大的垃圾回收与处理公司，全球排名第六，有利于公司业务向上游分类、收运延伸，同时，Urbaser 业务遍布欧美十多个国家，将助推公司海外扩张。

员工持股提升凝聚力，增发落地项目顺利推进

2016 年 4 月公告第一期员工持股计划，对象包括董监高在内的 148 名骨干员工，总规模 1456 万股，占总股本约 1%，成本价 6.84 元/股。2016 年 12 月，员工持股计划与控股股东乾创投资完成公司 12.25% 股份的要约收购，成本价 6.84 元/股，彰显大股东和员工对企业未来发展的信心，同时大股东承诺在今年 12 月 2 日前不减持。2017 年 7 月公司定增落地，以 6.6 元/股的价格增发 1.1 亿股募集资金 7.3 亿元，募集资金用于延吉垃圾焚烧发电项目和环保工程技改及扩产项目等项目建设及偿还贷款。

首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2017~2019 年归母净利润为 3.04/4.22/5.94 亿元，对应 EPS 为 0.23/0.31/0.44 元。公司目前股价 6.45 元，低于大股东收购价、员工持股价及定增价，有一定安全边际。参考可比公司 2017 年 28x 的 PE 中位值，考虑公司固废产业链一体化优势明显，应享受一定的估值溢价，给予公司 2017 年 32-34 倍目标 PE，对应目标价 7.20-7.65 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：项目进度不达预期，毛利率进一步下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,352
流通 A 股 (百万股)	1,168
52 周内股价区间 (元)	6.39-8.53
总市值 (百万元)	8,717
总资产 (百万元)	6,128
每股净资产 (元)	1.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

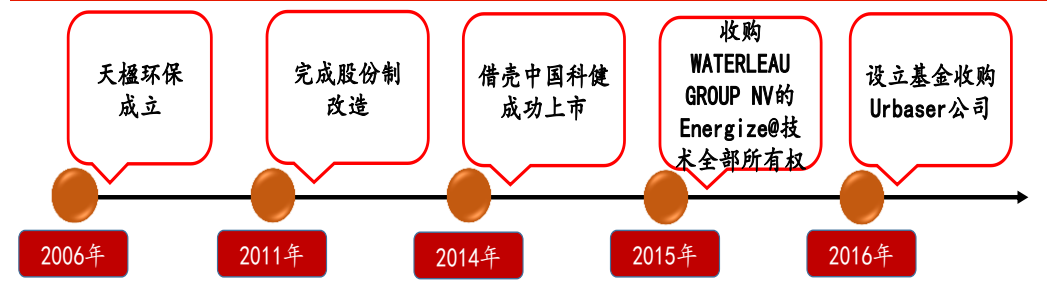
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	825.40	980.50	1,391	2,193	3,088
+/-%	49.83	18.79	41.88	57.61	40.83
归属母公司净利润 (百万元)	228.20	211.72	304.15	422.17	594.25
+/-%	30.39	(7.22)	43.66	38.80	40.76
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.17	0.23	0.31	0.44
PE (倍)	17.34	37.38	28.39	20.46	14.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

立足垃圾焚烧，打造城市服务综合运营商

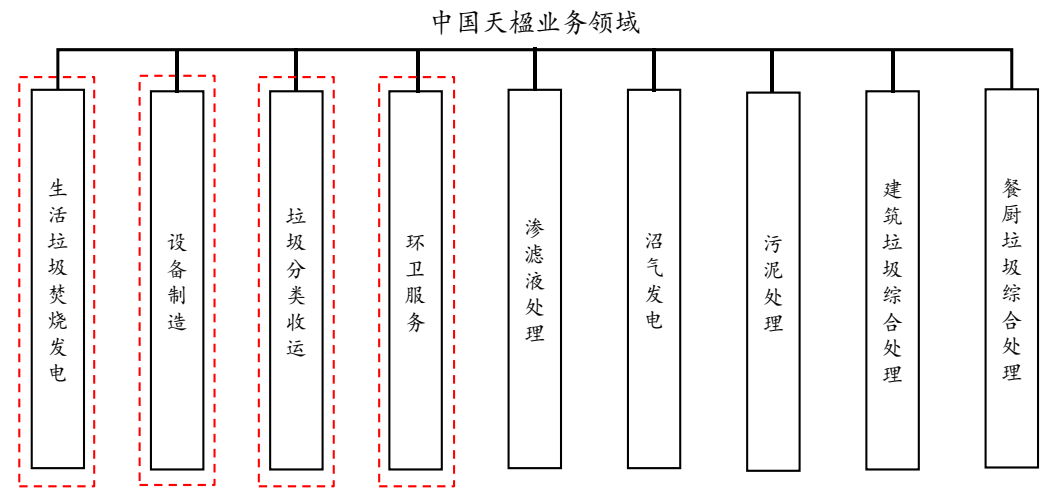
立足垃圾焚烧，不断向上游延展产业链。公司成立于2006年，2014年借壳中国科健成功上市，并改名“中国天楹”。公司原来主要业务为以BOO、BOT方式投资、建设和运营城市生活垃圾焚烧发电项目，同时生产、销售垃圾焚烧发电及环保成套设备，设备研发销售主要通过子公司南通天蓝环保能源成套设备有限公司进行。上市后，公司不断延伸产业链，向上游的分类、收运、中转和综合环卫方向发展，并在逐步打造智能环卫+再生资源平台，在未来垃圾分类、环卫、垃圾处理等不断融合的背景下，公司有望成为以生活垃圾处理为主线的城市服务综合运营商。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

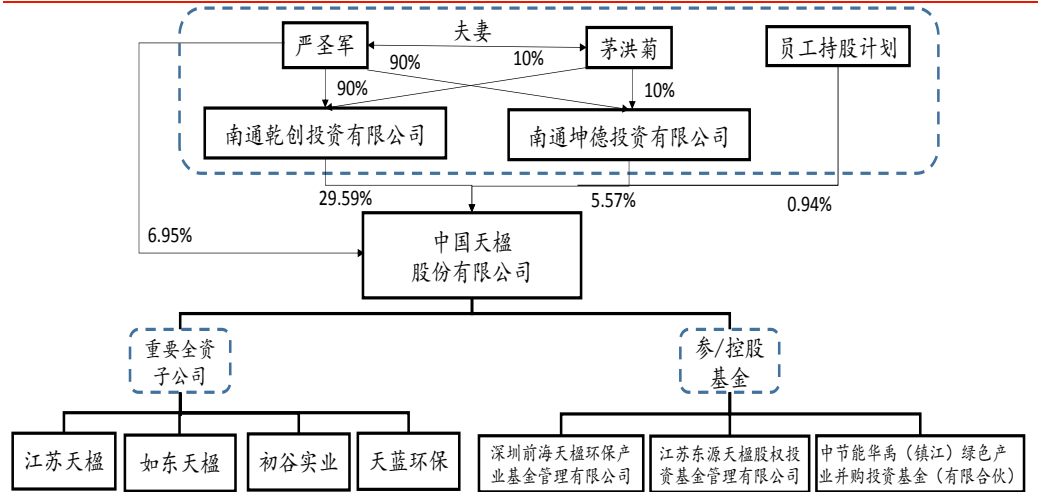
图表2：公司业务领域



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司实际控制人为严圣军。目前公司控股股东和实际控制人均为严圣军，严圣军与茅洪菊、南通乾创投资有限公司、南通坤德投资有限公司系一致行动人，合计控制公司 42.11% 股权。公司实际控制人严圣军曾任海安县第十二届特邀政协委员，中国环境科学学会特邀常务理事，江苏可再生能源行业协会副理事长。中华民营企业联合会副会长，中国资源综合利用协会发电分会副会长，中华环保联合会能源环境专业委员会副会长，中国可再生能源行业协会副会长，中国资源综合利用发电咨询委员会专家，江苏省工业经济联合会理事，江苏省企业联合会理事，江苏省企业家协会理事。2007—2011年5月，担任江苏天楹集团董事长，2011年5月至今，任江苏天楹环保董事长，兼任江苏天楹集团董事长。

图表3：公司股权结构图（截至2017/7/26）

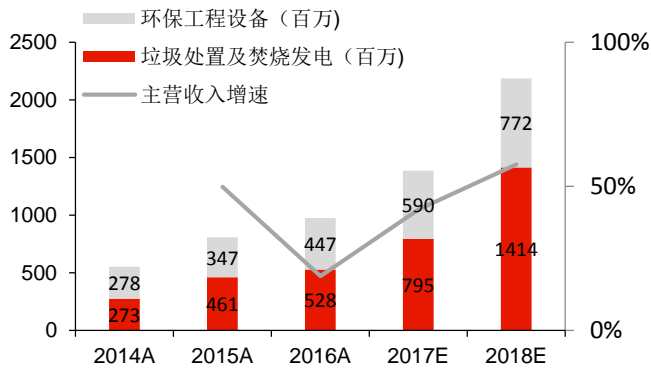


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2016 收入增长迅速，但毛利率有所下滑。公司主营业务为垃圾焚烧发电业务，占公司主营业务收入的 53.8%，占毛利润 44.8%；环保工程设备占营业收入比重 45.55%，占毛利润比重 39.7%。2016 年公司运营项目全年处理垃圾 290 万吨，同比增长 20%，上网发电量 6.2 亿千瓦时，同比增长 20%。2016 年公司营业收入 9.8 亿元，同比增加 19%，净利润 2.1 亿元，同比下降 7%，净利润增速不及营收的主要原因有：1) 垃圾焚烧行业竞争加剧和增值税政策调整导致毛利率下滑；2) 由于海外布局 and 全产业链布局，海外拓展费用和在建项目转运营增加费用增加导致管理费用上升；3) 公司借款和发债规模增加导致财务费用增加较快。我们认为公司目前的在手垃圾焚烧发电项目有力保障未来增长，同时全产业链布局促进公司环卫项目快速放量，看好公司未来成长性。

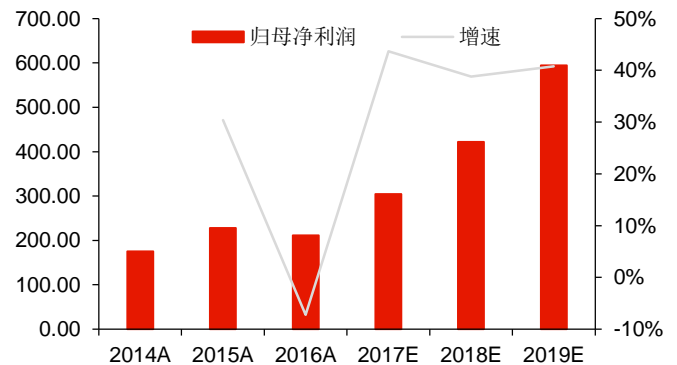
“自产设备+买断技术”促使公司毛利率高于行业平均。和其他同业公司相比，公司焚烧发电业务毛利率较高，主要原因是 1) 公司所有的垃圾发电项目都采用公司自己生产的设备，可以比外购设备节省投资，从而节省运营期的折旧费用；2) 2015 年 10 月，公司与比利时 WATERLEAU 集团签署《技术转让合同》，获得在世界范围内设计、制造、使用和销售 ENERGIIZE@gate 垃圾转化能源技术和 ENERGIIZE@gate 第二代垃圾转化能源技术的全部权利，买断后将节省技术使用费支出。通过资产设备+买断技术，有利于保障建设工期，同时保障燃烧时的燃净率、热转换率，提高运营期收入，降低运营期维护成本。

图表4：主营收入构成



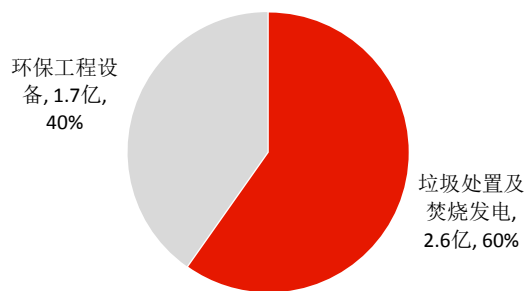
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5：净利润及增速



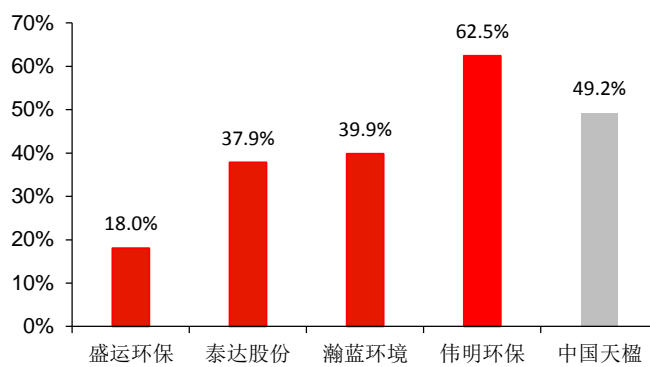
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6: 2016年毛利润构成



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 公司焚烧业务毛利率处于行业较高水平 (2016年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

垃圾焚烧起家，主业稳定增长

行业发展空间大，竞争激烈毛利下滑

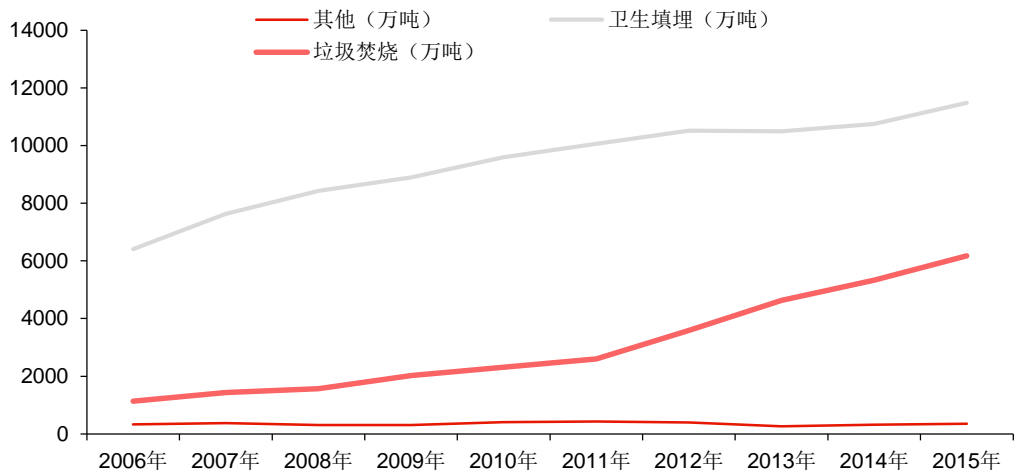
垃圾焚烧相比于填埋优势显著。我国主要垃圾处理方式有卫生填埋、焚烧发电和堆肥等三种方式。卫生填埋是目前我国城市垃圾处理的主导方式，但存在二次污染隐患；堆肥方式在我国已逐渐退出，具有项目建设成本高、效益低、存在重金属污染等问题，处理规模受到限制；相比之下，垃圾焚烧方式不仅污染控制标准已与国际标准（GB标准）接轨，经济效益也远优于卫生填埋，具有盈利模式清晰，市场化程度高，可持续等优势，因此具有较大发展空间。“十二五”期间我国垃圾焚烧处理能力增长了149.7%。“十二五”末垃圾焚烧处理量占垃圾无害化处理量34%，复合增速为22%，卫生填埋处理量垃圾无害化处理64%，复合增速为4%，“十二五”期间垃圾焚烧处理量增速显著高于卫生填埋处理量增速。

图表8：三种垃圾处理方式对比

方式	优点	缺点
卫生填埋	1.处理量大，运行费用低； 2.工艺相对较简单； 3.是其他处理方法的残渣最终消纳场； 4.大型填埋场产生的沼气有一定利用价值。	1.场址受地理、地质和水文地质条件限制较多； 2.场地使用年限受垃圾量的影响大； 3.管理水平要求高。
高温堆肥	1.投资适中，使用年限较长； 2.无害化程度高； 3.产品有农用价值。	1.只能处理垃圾中的可堆腐有机物，且这部分含量有一定要求； 2.运行费用较高； 3.产品销售已受限制。
焚烧	1.减量化、无害化程度很高； 2.可综合利用热能； 3.使用期限长。	1.投资高，运行费用较高； 2.工艺、设备复杂，要求垃圾达到一定热值； 3.管理水平要求较高。

资料来源：北极星电力新闻网、华泰证券研究所

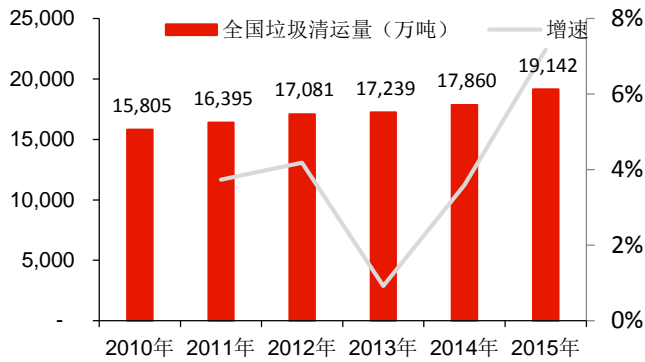
图表9：我国城市垃圾处理情况



资料来源：中国国家统计局年鉴，华泰证券研究所

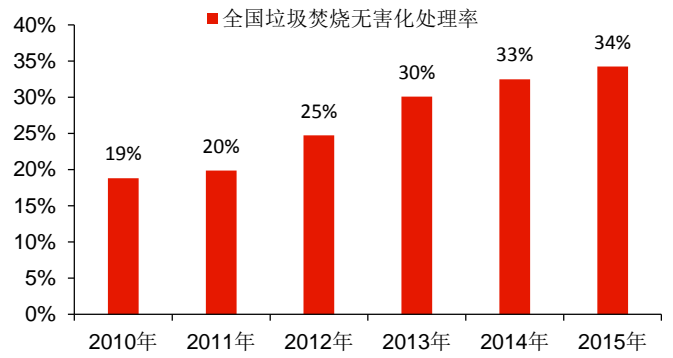
根据“十三五”规划，垃圾焚烧行业处理能力2015-2020年均复合增速达20%。截止到2015年底，我国（含设市城市与县城）共建成生活垃圾焚烧设施257座，总处理能力23.5万吨/日，占无害化处理能力的31%；年焚烧垃圾6577万吨，占无害化处理总量的28.3%。在焚烧设施、焚烧处理能力和焚烧处理量上，同比2014年分别增长15.8%、17.3%和15.9%。垃圾焚烧行业规模持续扩大，行业上升态势明显，主要推动因素包括：1)垃圾产生量和清运量持续提升，我国城市垃圾清运量由2010年的1.58亿吨上升到1.91亿吨，年均复合增速3.9%；2)垃圾焚烧占有率快速提升，垃圾焚烧占无害化处理率从2010年19%增长到2015年34%，根据“十三五”规划，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50%以上，其中东部地区占60%以上，根据规划2020年垃圾焚烧处理能力达59万吨/日，“十三五”生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将达20%。

图表10: 全国垃圾清运量稳步增长



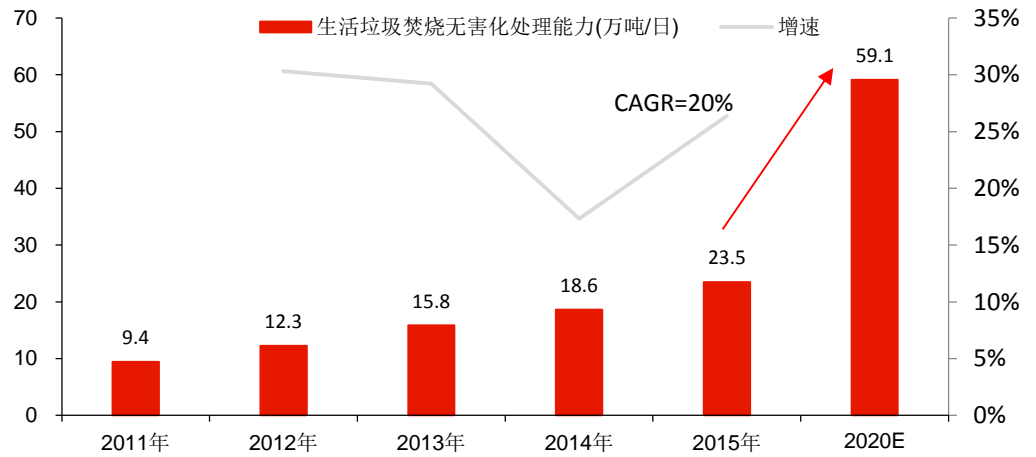
资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

图表11: 全国垃圾焚烧无害化处理率持续提升



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

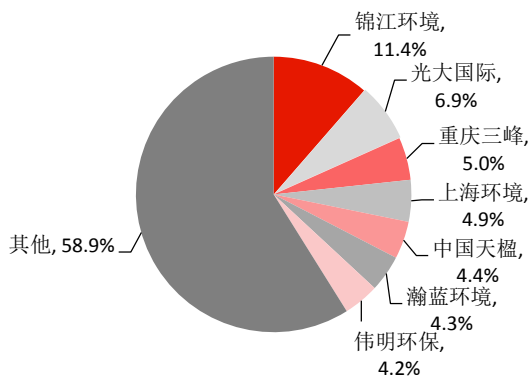
图表12: 垃圾焚烧处理能力持续增长



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

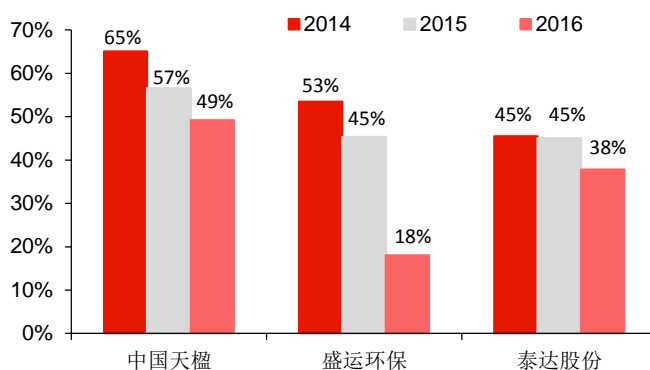
行业竞争提升优质企业市占率, 公司实力雄厚有望胜出。由于越来越多的资本加入到垃圾焚烧发电市场, 供需结构发生变化, 行业竞争激烈, 中标价格不断降低, 垃圾焚烧业务毛利率下滑, 对公司的技术水平、管理运营和资金实力提出了更高要求。此前依靠政府资源获取垃圾焚烧特许经营权的许多小型地方性企业将面临更大挑战, 资金实力雄厚和运营水平高的优质企业有望凭借市场竞争力扩大市场份额。公司深耕垃圾焚烧领域, 积累丰富竞争力强劲: 1) **拥有垃圾焚烧核心设备生产能力**, 可有效缩短建设期, 公司开发了新型高效资源化垃圾焚烧炉, 可实现焚烧设备的全部国产化, 年生产成套设备能力 35 台套以上; 2) **技术实力突出**, 公司“单元模块化大型生活垃圾焚烧炉”被科技部确定为 2013 年度国家火炬计划立项项目, 2015 年收购了 Energize 垃圾转化能源技术, 用于二代技术的开发, 显著增厚了公司技术实力; 3) **运营经验丰富**, 政府为垃圾焚烧发电项目的安全运营, 更倾向选择有丰富经验的公司, 江苏天楹于 2006 年取得第一个垃圾焚烧发电项目, 先后陆续建成并投运了 7 个垃圾焚烧发电项目, 积累了丰富的行业经验和业绩基础, 为未来新项目的拓展奠定了厚实的基础。

图表13: 垃圾焚烧运营市占率(2015年)



资料来源: E20 研究院、华泰证券研究所

图表14: 行业公司垃圾焚烧毛利率持续下滑

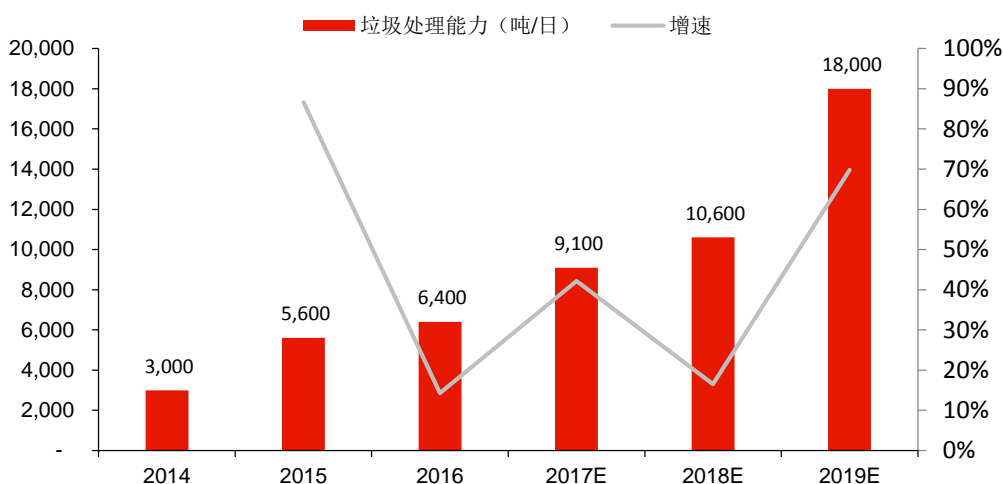


资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司垃圾焚烧发电主业稳步推进

在手订单释放产能,运营扩大保障增长。公司以垃圾焚烧发电业务起家,项目运营经验丰富,技术积淀深厚,在全国各地拓展了多项业务。2016年,公司有江苏如东、江苏启东、江苏海安、福建连江、山东滨州、深圳大贸、吉林辽源七个垃圾焚烧发电运营项目,合计处理能力6400吨/日,全年共处理垃圾量290万吨,所有垃圾焚烧项目满负荷运转,比去年同期增长了20%;实现上网发电量6.2亿千瓦时,比去年同期增长了20%。截至2017年7月公司正在建设和筹备建设的垃圾焚烧发电项目达到14个,分别是吉林延吉、山东莒南、安徽太和、陕西蒲城、河南民权、重庆铜梁、滨州二期、连江二期、启东三期、通州湾、平邑、双阳、固原和平湖改造项目,合计处理能力约1.16万吨/日,其中延吉项目、莒南项目、太和项目计划于2017年实现并网发电,合计处理能力2700吨/日。

图表15: 公司垃圾焚烧项目规模和增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表16： 公司建设和筹备中的垃圾焚烧项目

建设和筹备项目	规模 (吨/天)	类型	预计投运时间	投资金额 (亿元)	运营期 (年)
吉林延吉	1200	BOT	2017	4	30
山东莒南	600	BOT	2017	2.4	30
太和项目	900	BOT	2017	2.8	30
滨州二期	400	BOT	2018	1.3	30
连江二期	500	BOT	2018	2	30
启东三期	600	BOO	2018	3.6	36
陕西蒲城	1000	BOT	2019	2.5	30
辽源二期	400	BOT	2019	/	36
河南民权	500	BOT	2019	2	30
重庆铜梁	1200	BOT	2019	3.9	30
长春双阳	1050	BOT	2019	4.8	30
通州湾	1000	/	2019	/	/
平邑项目	600	BOT	2019	2.8	28
平湖改造项目	600	BOT	2019	/	/
固原环卫一体化	1050	BOT	2019	/	30

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

垃圾处置费和上网电价基本稳定，维持利润稳定增长。垃圾处置费由公司与政府相关部门协商确定，在确保公司于特许经营期内收回投资成本并获得合理投资回报和商业运营利润的原则下，于 BOT 协议或运营协议约定中约定垃圾处置费价格，目前公司在手垃圾处置费平均 65 元/吨左右。尽管近年垃圾处置费有下降趋势，公司作为民营企业较看重项目的成本和收益，着重开发高质量的 BOO、BOT 项目，垃圾处置费有望维持在 60 元/吨左右的水平。电价方面，根据国家发展改革委发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，“以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，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）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价”，2006 年 1 月 1 日后核准的垃圾焚烧发电项目均按该规定执行。除深圳平湖二期项目于 2006 年以前核准建设，执行 0.58 元/度（含税）外，公司在手项目均是 2006 年以后核准开工建设，执行 0.65 元/度（含税）的上网电价，在新的政策出台之前，电价将保持稳定。公司垃圾焚烧项目内部收益率均在 8% 以上。

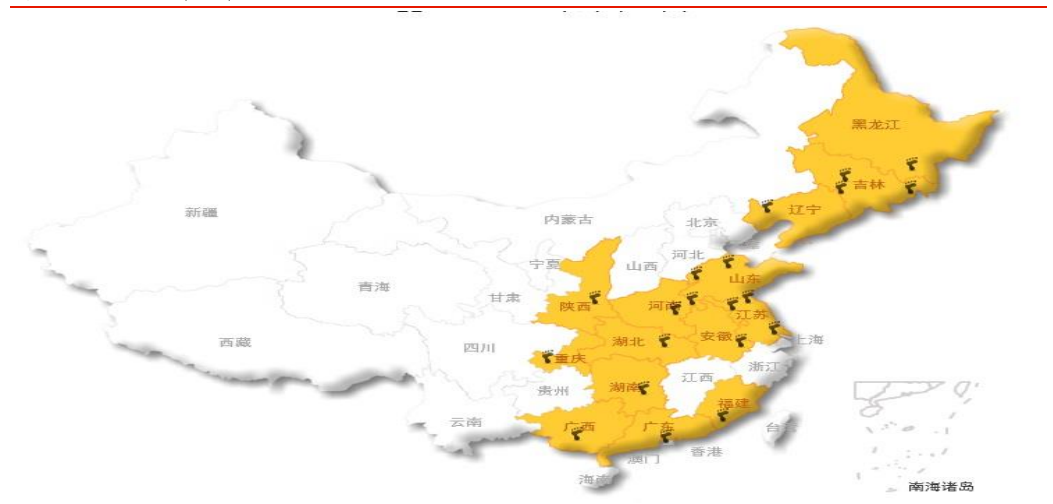
图表17： 公司投运和在事项垃圾处置费/上网电价

项目	状态	投运/预计投运时间	垃圾处置费（元/吨）	上网电价（元/度）
江苏如东	投运	2011	83.6	0.65
江苏启东	投运	2008	启东 96,海门 100	0.65
江苏海安	投运	2012	90/78/60	0.65
深圳平湖（二期）	投运	2015	128	0.58
连江一期	投运	2013	57.6	0.65
山东滨州一期	投运	2015	50.8	0.65
吉林辽源	投运	2016	30	0.65
吉林延吉	筹建	2017	58	0.65
山东莒南	筹建	2017	/	0.65
太和一期	筹建	2017	/	0.65
牡丹江	筹建	2018	60	0.65
陕西蒲城	筹建	2018	/	0.65
河南民权	筹建	2018	/	0.65
滨州二期	筹建	2018	/	0.65
连江二期	筹建	2018	57.6	0.65
启东三期	筹建	2018	/	0.65
重庆铜梁	筹建	2019	68	0.65
通州湾	筹建	2019	/	0.65
长春双阳	筹建	2019	/	0.65
平邑项目	筹建	2019	50	0.65
固原环卫一体化	筹建	2019	69	0.65

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

全国布局，业务由东部向西部推进。公司目前在手和筹建项目分部在全国十多个省市，有从东部向西部推进，逐渐扩建版图的趋势。江苏（9个）、重庆（4个）和山东（3个）三个省市集中了公司较多项目，客户资源协同性显著。未来随着公司业务版图的进一步扩张，多地客户资源有望助推更多项目落地。

图表18： 公司业务分布全国各地



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

引进海外技术，引领行业发展。公司重视在研发方面的投入，2015年买断 Energize 垃圾转化能源技术，用于二代技术的开发，公司于2016年6月在欧洲注册成立全资子公司 Europe TianYing BVBA（欧洲天楹有限公司），引进欧洲先进人才，主要作为中国天楹在欧洲的代表，从事技术开发，为公司引领行业的发展。公司在研发方面投入取得了丰硕成果，“高效生活垃圾焚烧炉排炉及配套烟气净化成套技术与装备”等技术成果获得诸多奖项，取得了业界认可，为公司生产运营提供了强大技术保障和实力背书。

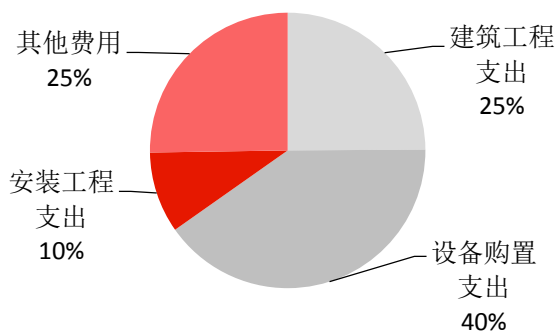
图表19： 公司核心技术

新型高效垃圾焚烧炉排炉技术	有效解决了中国生活垃圾含水率高、热值低的问题；液压推动的阶梯设计完全适应生活垃圾非均匀质的固态特征；自主研发的高可靠性自动燃烧控制系统燃烧效率更高，扩展性更强；设备成本低、运营费用小。
飞灰稳定化处理技术	自烟气净化系统的飞灰，经密闭收集系统送入飞灰储仓，通过螺旋输送机送至计量罐，利用螯合剂稀释液输送泵及供水系统向混炼装置供给螯合剂及水，使重金属和有害物质析出得到有效控制，飞灰经螯合、固化后由危险废物转化为一般废弃物，满足一般填埋场的环保要求。
臭气处理技术	公司采用专有技术--化学除臭法，在除臭装置内进行吸收、化学反应，从而达到除臭的目的。酸性气体通过碱性物质吸收，碱性气体通过酸性物质吸收，有机中性气体通过强氧化剂强制氧化分解，从而彻底去除臭气。

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

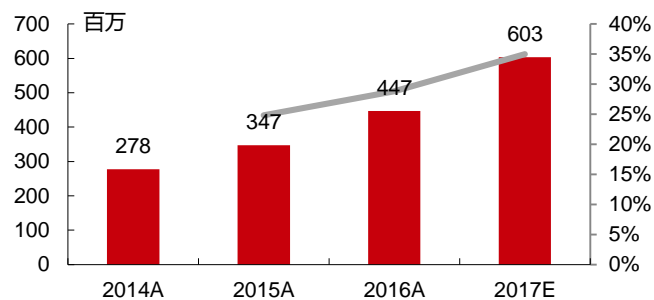
公司垃圾焚烧业务带动设备销售。设备购置支出占比垃圾焚烧项目建设投资总额较大，以公司延吉项目（一期）项目预算为例，设备购置支出占比达 38.5%，为最大开支项。公司设备主要由全资子公司江苏天楹环保能源成套设备有限公司制造，应用公司自有项目较多，2013 年开始供应外部市场，公司垃圾焚烧业务的增长也有力带动了设备销售提升。

图表20: 垃圾发电项目设备投资占比较大(以延吉项目为例)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表21: 设备业务销量持续增长



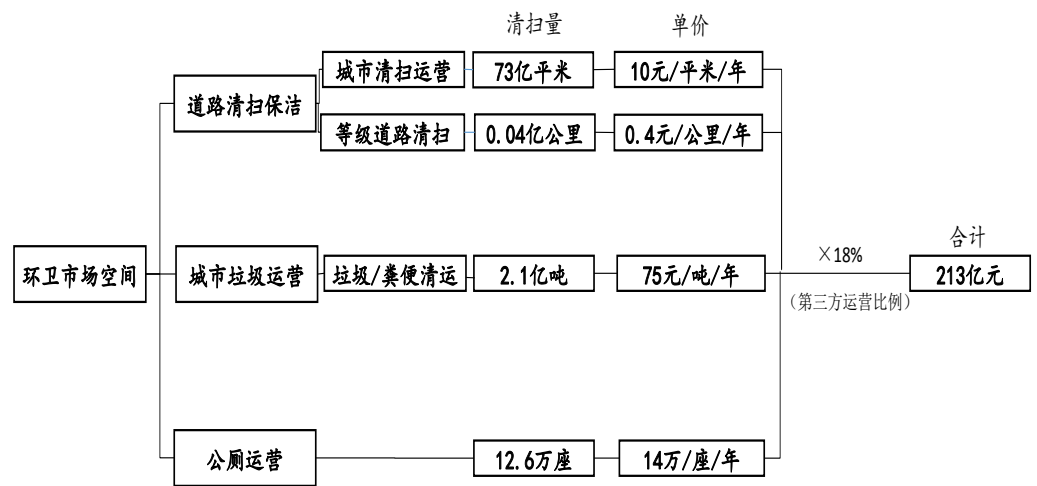
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

内生外延，布局全产业链

立足末端，向上游环卫业务拓展

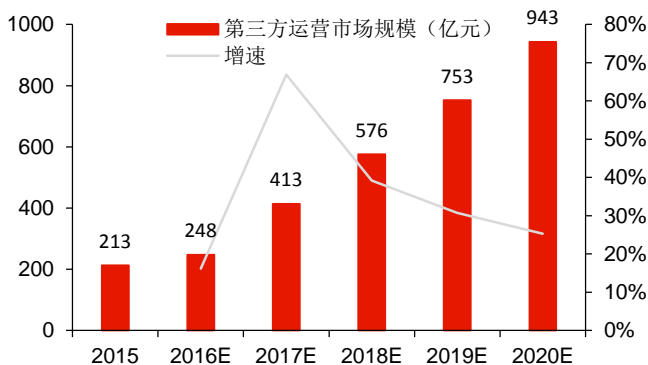
环卫行业有望迎来快速增长。环卫服务收入是道路清扫保洁服务费、垃圾清理服务费、和公厕运营管理费的总和，目前我国城市单位平均保洁费为10元/平米/年，等级公路单位平均保洁费为0.4元/公里/年，城市垃圾单位平均费用为75元/吨/年，公厕运营单位平均费用为14万/座/年，根据《2015年中国城乡建设统计年鉴》中的道路清扫面积、垃圾清理数量和公厕数量，可以测算得2015年环卫服务市场规模总量为1,185亿元，其中第三方运营比例目前约18%，第三方运营市场规模约为213亿元。环卫工程作为城市的“美容工程”，随着城市人口增多，城市发展步入高速发展期，垃圾量逐年递增，环卫投资也呈现高速增长姿态。根据我们最新统计数据的测算，假设“十三五”期间城市清扫保洁面积以5%的速度递增，等级公路长度以4%的速度递增，城市垃圾清运量以3%的速度递增，城市粪便清运量以5%的速度递减，以及城市公共厕所所以2%的速度递增，到2020年环卫运营市场规模有望超过1500亿；同时“十三五”末第三方运营比例有望达到60%，对应第三方运营环卫市场规模达943亿元，2015-2020复合增速达35%。

图表22：环卫第三方运营市场估计（2015年）



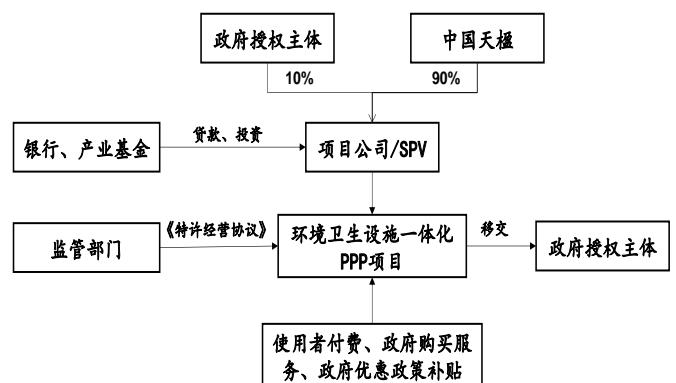
资料来源：中国专用汽车协会、华泰证券研究所

图表23：环卫第三方运营规模测算



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表24：典型环卫PPP项目示意图



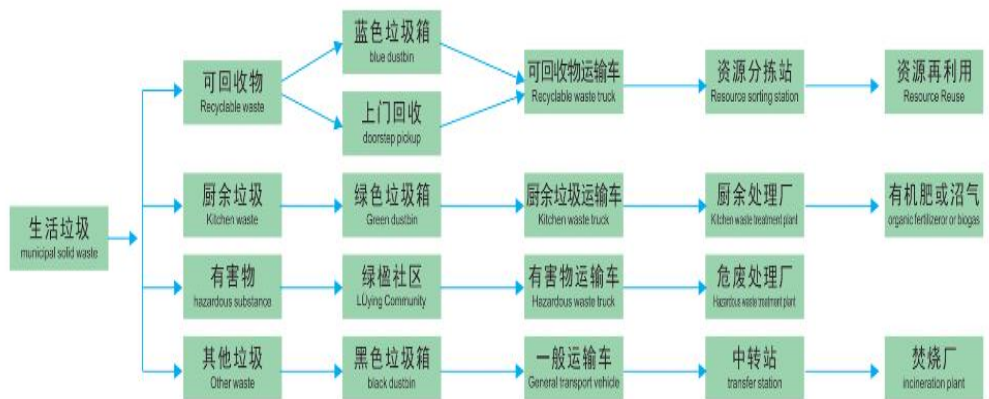
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

环卫行业竞争加剧。特许经营机制下的环卫运营作为城市固废处理的入口环节，引发了众多行业参与者的广泛关注；加之项目单体规模小、准入门槛低，竞争明显加剧。竞争企业主要包括了原有的环卫企业、向上游拓展的固废龙头、向下游拓展的设备企业和地方国资企业。原有的环卫企业具备丰富项目经验和扎实的运营能力，但传统环卫市场资本规模较小，资本能力限制是原有环卫企业发展的瓶颈。向下游拓展的设备企业可以凭借全国销售

渠道，以环卫服务促进设备销售，实现业务协同。向上游延伸的固废龙头有稳定的客户资源，通过打包环卫处置项目也能快速取得业绩增长。

向上游环卫业务布局，天楹竞争优势明显。向上游环卫业务布局，打造环卫一体化平台，公司的竞争优势包括：1) 天楹从2006年成立起深耕固废处理业务，承接全国各地生活垃圾处理业务，拥有丰富的客户资源；2) 可避免垃圾焚烧处理量低的风险，环卫和垃圾焚烧处理一体化可提高运营效率，降低成本，业务协同性高；3) 环卫业务前期设备投入、人工工资等垫付资金投入较高，公司作为上市企业，融资能力强；4) 借助 Urbaser 智慧环卫技术，公司收购了上海盈联，将打造公司智慧环卫系统，提高环卫运营效率。目前公司已经成功签约南通市崇川区生活垃圾分类收集项目、郸城县环卫作业市场化项目（年服务费 2881 万元，服务期限 5 年）、固原市环卫一体化项目和海安环卫一体化项目（年服务费 4026 万元，服务期限 30 年），实现了垃圾末端处理向上游的延升，和向环卫一体化市场的发展。

图表25： 公司垃圾收运业务模式



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司各项业务协同效应开始显现。2017年7月，公司公告签署了《海安县环卫业务市场化长效管理特许经营项目合作协议》，协议约定海安天楹全面接管海安县环卫处目前负责的所有区域的清扫、保洁、垃圾收运一体化项目业务，项目服务费 4026 万元，服务年限 30 年。此前公司在海安已经投运了垃圾焚烧项目，并取得和在在建餐厨废弃物无害化处理及资源化利用项目，多个当地项目的成功运作帮助公司取得政府信任，助力环卫项目的落地，公司有望在其他地方复制海安模式，凭借在运垃圾焚烧和填埋气等项目的经验背书，取得当地环卫一体化项目。同时环卫一体化业务与下游垃圾焚烧和餐厨处置业务形成协同，多项业务的取得有利于提高公司运营效率和盈利能力。

横向拓展餐厨垃圾、向下游拓展填埋气项目

餐厨垃圾处理市场广阔，业务布局较早增长可期

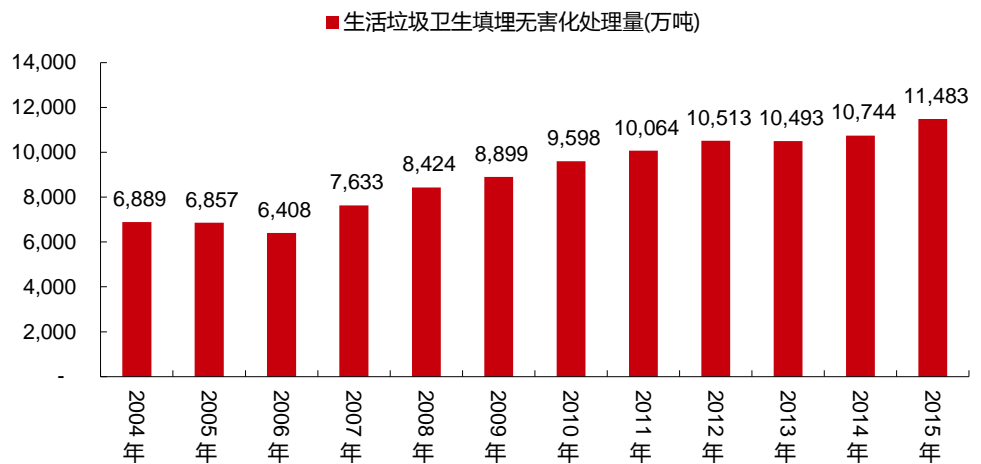
餐厨垃圾处理市场空间大，处理能力尚有缺口。我国餐厨垃圾每年产量近 6000 万吨，无害化处理率不足 10%。“十二五”末全国城市餐厨垃圾生成量 10 万吨/日，处理设施处理能力仅约 1.5 万吨/日。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到 2020 年实现餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元。我国餐厨垃圾行业目前处理能力的缺口大，而且市场集中度低。我们预计，该领域将保持稳定的成长性，若“十三五”规划按时落地，2016-2020 年的年复合增速有望达 22%，2020 年运营市场空间可达 300 亿元。

行业尚处发展前期，跨区域项目能力助力发展。餐厨垃圾处理行业以 BOT 模式为主进行运营。据统计，在目前共 5 批的 100 个餐厨垃圾处理试点城市中，89% 的餐厨垃圾处理试点城市项目采用 BOT 模式。BOT 的模式运用，决定了业内公司中拥有政府合作经验和跨区域项目能力的，更能在竞争中胜出。目前行业还处于前期阶段，尚无具有明显优势的行业龙头，公司项目分布全国各地，拥有丰富的政府客户资源，目前有江苏海安、山东滨州、固原餐厨垃圾处理厂三个在手餐厨垃圾处理项目，目前三个项目都处于在建或筹划阶段，单个项目处理能力大约在 100 吨/日，处理价格在 200-250 元/吨左右，未来公司有望在餐厨垃圾处理市场扩大市场份额，培育新的业绩增长点。

生活垃圾填埋量高，多地填埋气业务助力扩张

存量填埋场垃圾超过 10 亿吨，填埋气年发电产值达 58 亿。垃圾填埋气同时也是一种可再生能源，其热值接近天然气的 50%，可以用于发电、加热、制备燃气等用途。填埋场的沼气主要来自于垃圾中的有机物质分解所产生的生物气，据《垃圾填埋场发电技术应用》显示，国内每吨垃圾产生填埋气的量为 110~140m³；填埋气热值范围一般 7,450~22,350KJ/m³（天然气的热值为 37,260KJ/m³）。以 1 吨垃圾每年产生约 6-7 立方米气体，每立方米的可燃气体发电 1.5 千瓦时折算，1 吨垃圾产生沼气每年发电量达到 9-10 千瓦时。我国从 2004 年-2015 年间累计填埋量达 10.8 亿吨，垃圾产生的沼气发电量可达 97 亿千瓦时，目前各省沼气发电平均电价在 0.6 元/kwh 以上，对应可贡献电价收入 58 亿元以上。

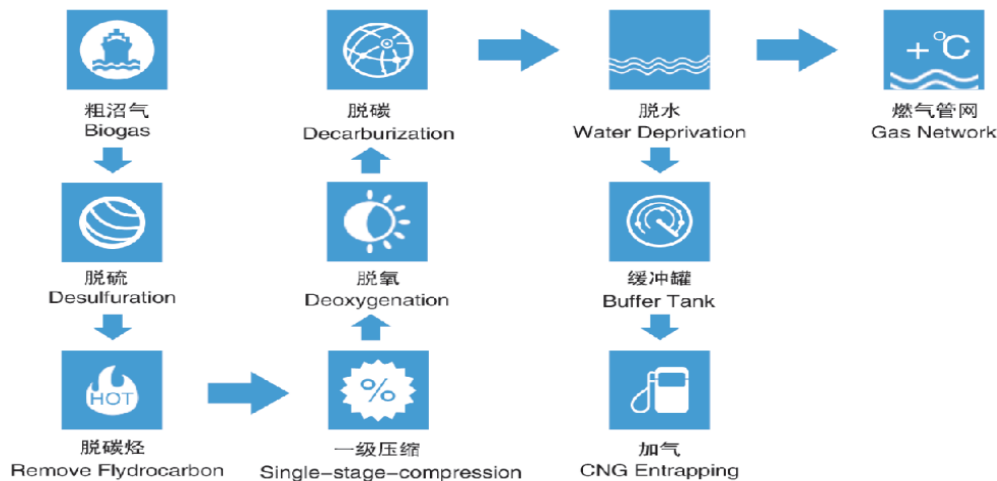
图表26： 我国 2004-2015 生活垃圾填埋量超过 10 亿吨



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

填埋气发电业务协同性强，已有多个项目在手。填埋气发电与公司主业垃圾焚烧发电所用燃烧发电等技术共性强，业务延伸技术难度低。借助公司现有客户资源，填埋气发电业务可以得到快速扩张。目前公司已投运填埋气发电项目包括重庆江津、重庆大足填埋气发电厂，正在建设和筹备建设的填埋气发电项目有：湖南常宁、江苏高邮、江苏东海、长春双阳、河南鹿邑、湖北云梦、南宁武鸣、湖南平江、辽宁北票以及重庆合川填埋气发电厂。多个在手项目实现了业务布局向下游的成功延伸，也为未来填埋气发电业务的扩张积累了丰富的项目经验。

图表27： 公司填埋气发电工艺路线

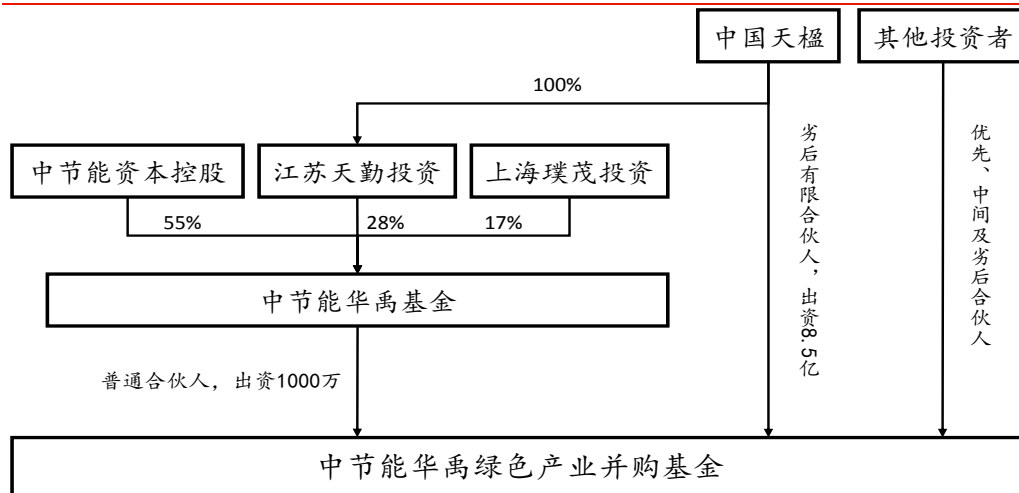


资料来源：公司官网、华泰证券研究所

外延扩张，海外业务带来新增长点

设立并购产业基金，提供资本运作基础。2016 年 5 月，公司公告与中节能华禹基金共同发起设立中节能华禹绿色产业并购基金，规模不超过 50 亿元，华禹基金作为普通合伙人出资 1000 万元，公司作为有限合伙人认购 8.5 亿元，其余资金根据需求向其他投资人募集。此次成立的并购基金，作为公司进行产业扩张和资源整合的战略平台向环保领域领先的项目进行投资，以推动公司产业快速扩张，为公司后续的海外并购等资本运作提供了基础。

图表28： 中节能华禹基金结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

获取 Urbaser 经验和技 术，开启快速扩张之路。2016 年 9 月，中国天楹参与设立的中节能华禹绿色产业并购基金（有限合伙）收购西班牙 Urbaser, S.A 公司 100% 股权，并已于 2016 年 12 月 7 日按合同约定完成了 Urbaser,S.A. 并购项目的最终交割。Urbaser 公司隶属西班牙 ACS 建筑集团，主营城市服务及市政固废和工业废弃物处理,业务遍布欧美十多个国家,目前是西班牙最大的垃圾回收与处理公司，全球排名第六。Urbaser 在垃圾收运和垃圾处理方面有丰富的经验和成熟的运营管理团队，此次并购不仅帮助天楹学习到欧洲先进的垃圾处理技术，也为天楹提供了成熟的城市服务运营经验支持，为国内环卫市场的和海外市场的开拓奠定了基础。

固废全产业链布局，助力获取循环经济产业园项目

凭借固废全产业链布局，天楹在产业园项目竞争优势突出。公司向全产业链布局，业务涵盖垃圾焚烧、餐厨处置、污泥处置、建筑垃圾循环利用和环卫等领域，良好地契合了循环经济产业园一体化服务的要求。目前公司已有固原市循环经济产业园及环卫一体化项目和通州湾静脉产业园项目在手，静脉产业园包含多个固废处置项目，规模较大，有利于提升公司在固废处理及环卫一体化领域的市场竞争力，对公司未来的经营业绩及经营规模均有积极影响。未来打包环卫和固废项目一体化处置项目招标将是行业趋势，公司有望凭借打造标杆性循环经济产业园在市场开拓中占据优势。

图表29：固原市循环经济产业园及环卫一体化项目内容

项目名称	服务内容	服务期限	最终报价
生活垃圾焚烧发电项目	1050 吨/天	30 年	69 元/吨
餐厨垃圾处置项目	100 吨/天	30 年	238 元/吨
污泥干化	300 吨/天	30 年	300 元/吨
建筑垃圾循环利用项目	50 万吨/天	30 年	15 元/吨
环卫一体化项目	道路清扫保洁	30 年	6.0 元/平方米

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

员工持股提升凝聚力，增发获批项目顺利推进

核心员工持股，风险共担提升凝聚力。2016年4月15日公司股东大会通过成立第一期员工持股计划，员工持股计划的持有人合计不超过148人，其中：参加本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员共计10人，占员工持股计划总份额的比例为49.31%；核心及骨干员工认购总份额占员工持股计划总份额的比例50.69%，股票锁定期为36个月。截至2017年6月15日，员工持股计划以6.84元/股价格累计买入1,456万股公司股份，约占目前总股本1%。员工持股计划完善了核心员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，提高了员工的凝聚力和公司竞争力，实现股东、公司和员工利益的一致，充分调动了员工的积极性和创造性。

要约收购股份，彰显发展信心。2016年12月公司控股股东乾创投资和员工持股计划作为一致行动人完成了公司股份要约收购，乾创投资共收购了1.36亿股，员工持股计划共收购了1,456万股，共计1.51亿股，占中国天楹总股本的12.25%，要约收购价格为6.84元/股，收购完成后公司实际控制人和一致行动人直接或间接持有公司股份比例提升至47%。本次要约进一步巩固了实际控制人的控股地位，加强对上市公司的控制力，也彰显了实际控制人和公司骨干员工长期看好上市公司未来的发展前景。要约收购价格为6.84元/股，高于本月平均股价为6.69元/股，目前股价存在一定安全边际。

增发落地，募投项目顺利推进。2016年11月证监会审核通过了公司非公开发行A股股票的申请，2017年7月增发落地，公司以6.6元/股的价格共增发1.1亿股募集资金7.3亿元，增发价格高于目前6.45元收盘价格。募集资金将用于延吉垃圾焚烧发电项目（一期）、环保工程技改及扩产项目、设计研发中心升级项目和偿还借款。本次非公开发行的有关募投项目均已按照计划顺利推进，公司已根据有关募投项目推进计划通过自筹资金先行支付。本次非公开发行募集资金到位后，将：1) 进一步扩大公司业务规模提高盈利能力；2) 扩大环保工程产能并提升生产工艺，充分放大中国天楹的技术优势和装备能力；3) 加强公司环保领域的设计、研发实力，促进技术进步，进一步提升公司的核心竞争力；4) 假如7.3亿元募集资金替换为银行贷款，按照5.5%利息率每年可节省财务费用4015万元，显著优化公司财务结构。

图表30：募投资金项目

项目名称	项目投资总额（百万元）	募投资金计划投入（百万元）
延吉垃圾焚烧发电项目（一期）	397	335
环保工程技改及扩产项目	380	150
设计研发中心升级项目	50	38
偿还借款	223	223
合计	850	746

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

产能即将释放，首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 16-19 年净利润复合增速 41%

收入：1) 垃圾处置及焚烧发电业务(包含所有固废相关运营业务)：预计 2017/2018/2019 年底垃圾焚烧处理能力将达到 9100/10600/18000 吨/日，预计垃圾焚烧发电及垃圾处置 2017/2018/2019 年收入增速将达到 23%/26%/47%，同时，预计公司环卫项目、餐厨项目、填埋气项目等 2017 年也开始贡献收入，综合来看垃圾处置及焚烧发电业务收入 2017-2019 年增速分别为 50.7%/77.8%/46.9%。2) 环保工程(主要源于垃圾焚烧设备销售)：随着公司自己的垃圾焚烧厂投产以及外销比例提升，我们预计环保工程 2017-2019 年收入增速分别为 32%/31%/30%。3) 综上所述，我们预计 2017/2018/2019 年收入达到 13.91/21.93/30.88 亿元，同比增长 42%/58%/41%。

毛利率：随着垃圾焚烧发电业务竞争越来越激烈，近几年公司毛利率有下滑趋势，预计未来：1) 垃圾处置及焚烧发电业务：由于竞争激烈化，预计 2017-2019 年投产的垃圾焚烧发电项目毛利率大概率低于早年投产的项目，同时低毛利率的环卫业务(20%左右)以及垃圾分类等项目占比将提升，预计垃圾处置及焚烧发电业务毛利率仍将下滑，2017/2018/2019 年毛利率分别为 43.4%/36.7%/35.5%；2) 环保工程业务：预计未来随着外销比例提升及竞争加剧，毛利率也将小幅下滑，2017/2018/2019 年毛利率分别为 37.6%/36.6%/35.6%。3) 综上所述，我们预计 2017/2018/2019 年毛利润达到 5.71/8.06/11.00 亿元，同比增长 41%/37%/36%。

净利润：2016 年由于公司布局海外业务和全产业链布局，专业技术人员和海外拓展人员等管理费用开支增大，同时借款和发债规模增加导致财务费用大幅提升，净利润出现了小幅下滑，受益于公司 2017 年开始释放垃圾焚烧发电产能，填埋气、餐厨项目也开始贡献收入，及设备外销比例提升，我们预计 2017/2018/2019 年净利润达到 3.04/4.22/5.94 亿元，同比增长 44%/39%/41%。

图表31：分部收入

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
垃圾处置及焚烧发电(百万)		273	461	528	795	1,414	2,077
	YOY	118%	69%	14%	51%	78%	47%
环保工程(百万)		278	347	447	590	772	1,004
	YOY	3472%	25%	29%	32%	31%	30%
房屋租赁(百万)				6	6	7	7
	YOY				0%	17%	0%
总计		551	808	981	1,391	2,193	3,088

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32：分部毛利润

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
垃圾处置及焚烧发电(百万)		178	261	260	345	518	738
	YOY	23%	47%	0%	33%	50%	42%
环保工程(百万)		107	135	175	222	284	357
	YOY	19%	26%	29%	27%	27%	27%
房屋租赁(百万)				4	4	4	5
	YOY				0%	0%	25%
总计		285	396	438	571	806	1,100

资料来源：Wind、华泰证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 7.20-7.65 元

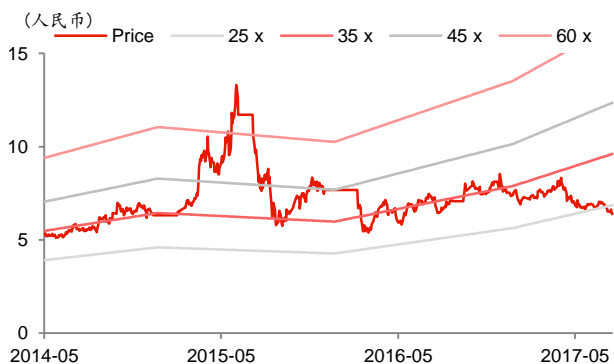
公司目前股价 6.45 元，低于大股东收购价、员工持股价和增发价格，有一定安全边际目前股价对应 2017-2019 年 PE 为 28.39/20.46/14.53 倍，处于历史最低水平。公司立足垃圾焚烧处理业务，内生外延全产业链布局，增长后劲充足，参考可比公司 2017 年 28x 的 PE 中位值，考虑公司固废产业链一体化优势明显，应享受一定的估值溢价，给予中国天楹 2017 年 32-34 倍估值，对应目标价 7.20-7.65 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表33：可比公司估值表（2017/7/31）

	股价 (元)	市值 (百万元)	每股收益增长 率 (%)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率 (%)	
			17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
启迪桑德 000826.SZ	32.59	27842	21%	26%	24	18	2	2	10%	12%
伟明环保 603568.SH	20.82	14308	33%	23%	33	27	6	5	19%	19%
高能环境 603588.SH	14.19	9396	129%	44%	26	18	4	3	15%	18%
上海环境 601200.SH	24.20	17002	32%	24%	28	22	3	2	9%	10%
龙马环卫 603686.SH	31.60	8606	33%	34%	30	23	5	4	18%	19%
盛运环保 300090.SZ	9.01	11893	261%	77%	28	16	2	2	6%	12%
瀚蓝环境 600323.SH	13.91	10659	21%	21%	17	14	2	2	12%	13%
平均值			76%	36%	27	20	3	3	13%	15%
中位值			84%	37%	28	18	3	2	12%	13%
中国天楹 000035.SZ	6.45	8717			28	21	3	2	10%	12%

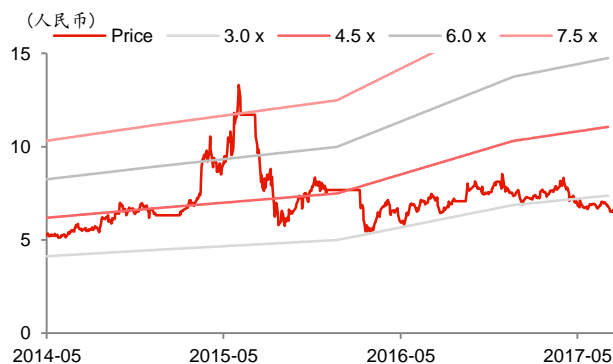
资料来源：华泰证券研究所

图表34：中国天楹历史 PE-Bands（采取未来 12 个月 EPS 计算）



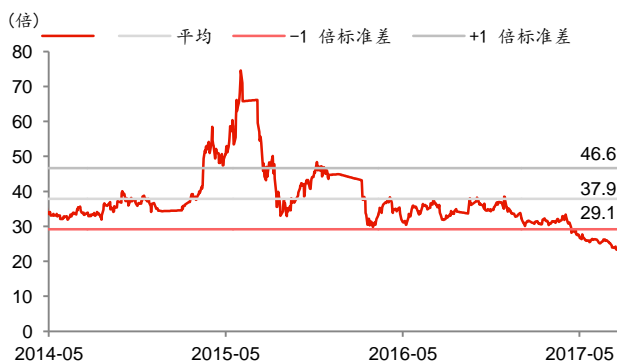
资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：起始日为借壳后首个交易日

图表35：中国天楹历史 PB-Bands（采取未来 12 个月 BPS 计算）



资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：起始日为借壳后首个交易日

图表36：中国天楹历史 PE



资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：起始日为借壳后首个交易日

图表37：中国天楹历史 PB



资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：起始日为借壳后首个交易日

风险

项目进度不达预期。垃圾焚烧发电项目前期工作涉及到可研、立项、环评、土地等环节，项目进度不可控因素较多，可能有项目进度不达预期的风险。环卫项目公司大力拓展，由于各地政策出台进度等因素，可能新签项目进度不达预期。

毛利率进一步下滑。垃圾焚烧发电行业不断有新竞争者加入，行业竞争加剧，近年出现了数起低价竞标的案例，行业毛利率近几年出现了一定下滑。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	682.69	789.09	983.31	1,870	2,328
现金	283.86	259.26	290.75	852.92	959.16
应收账款	142.36	168.10	238.51	375.92	529.40
其他应收账款	11.09	16.11	22.86	36.03	50.74
预付账款	36.93	61.13	92.69	156.79	224.68
存货	69.96	104.33	158.19	267.59	383.46
其他流动资产	138.48	180.16	180.31	180.59	180.91
非流动资产	3,716	5,209	5,955	7,117	8,168
长期投资	5.10	5.13	5.13	5.13	5.13
固定投资	715.73	1,035	1,404	1,968	2,704
无形资产	1,797	1,746	1,696	1,649	1,605
其他非流动资产	1,198	2,423	2,850	3,494	3,854
资产总计	4,399	5,998	6,939	8,986	10,496
流动负债	980.99	2,153	2,220	3,146	4,158
短期借款	266.00	698.00	417.35	657.79	926.35
应付账款	371.84	457.96	694.39	1,175	1,683
其他流动负债	343.15	997.32	1,108	1,314	1,549
非流动负债	1,568	1,783	1,620	2,319	2,223
长期借款	1,289	1,042	879.84	1,579	1,482
其他非流动负债	278.66	740.55	740.55	740.55	740.55
负债合计	2,549	3,936	3,840	5,466	6,381
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	356.18	356.18	356.18	356.18	356.18
资本公积	943.85	944.13	1,676	1,676	1,676
留存公积	550.34	762.07	1,066	1,488	2,083
归属母公司股	1,850	2,062	3,099	3,521	4,115
负债和股东权益	4,399	5,998	6,939	8,986	10,496

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	157.65	225.48	750.18	1,081	1,335
净利润	228.20	211.72	304.15	422.17	594.25
折旧摊销	106.52	130.32	144.71	165.35	195.10
财务费用	85.64	116.76	116.90	131.35	154.96
投资损失	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营运资金变动	(255.81)	(235.42)	184.42	361.89	390.94
其他经营现金	(6.90)	2.09	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(775.85)	(1,428)	(890.80)	(1,327)	(1,246)
资本支出	356.02	620.12	879.84	1,316	1,235
长期投资	(154.90)	850.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	574.73	(41.63)	10.95	10.95	10.95
筹资活动现金	521.62	1,197	172.11	807.94	17.07
短期借款	102.75	432.00	(280.65)	240.44	268.56
长期借款	614.00	(246.80)	(162.36)	698.85	(96.53)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.27	732.02	0.00	0.00
其他筹资现金	(195.13)	1,012	(116.90)	(131.35)	(154.96)
现金净增加额	(96.59)	(5.89)	31.49	562.17	106.23

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	825.40	980.50	1,391	2,193	3,088
营业成本	417.02	540.81	820.00	1,387	1,988
营业税金及附加	7.65	16.02	20.87	32.89	46.32
营业费用	1.21	1.31	1.87	2.94	4.14
管理费用	83.09	110.99	139.12	223.65	314.96
财务费用	85.64	116.76	116.90	131.35	154.96
资产减值损失	1.26	3.59	4.17	6.58	9.26
公允价值变动收益	(11.86)	(3.71)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	241.40	194.73	288.24	408.18	570.54
营业外收入	29.65	55.86	69.83	88.75	128.84
营业外支出	0.84	0.23	0.24	0.25	0.27
利润总额	270.20	250.36	357.83	496.67	699.11
所得税	42.01	38.64	53.67	74.50	104.87
净利润	228.20	211.72	304.15	422.17	594.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	228.20	211.72	304.15	422.17	594.25
EBITDA	421.39	437.15	549.49	706.92	925.33
EPS (元)	0.37	0.17	0.23	0.31	0.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	49.83	18.79	41.88	57.61	40.83
营业利润	29.36	(19.33)	48.02	41.61	39.78
归属母公司净利润	30.39	(7.22)	43.66	38.80	40.76
获利能力 (%)					
毛利率	49.48	44.84	41.06	36.74	35.63
净利率	27.65	21.59	21.86	19.25	19.24
ROE	13.14	10.82	11.79	12.76	15.56
ROIC	10.53	8.18	9.30	10.47	12.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.94	65.62	55.34	60.82	60.79
净负债比率 (%)	67.84	55.11	44.95	48.77	44.47
流动比率	0.70	0.37	0.44	0.59	0.56
速动比率	0.62	0.32	0.37	0.51	0.47
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.19	0.22	0.28	0.32
应收账款周转率	6.70	6.32	6.84	7.14	6.82
应付账款周转率	1.26	1.30	1.42	1.48	1.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.17	0.23	0.31	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.17	0.56	0.80	0.99
每股净资产(最新摊薄)	1.37	1.53	2.29	2.61	3.04
估值比率					
PE (倍)	17.34	37.38	28.39	20.46	14.53
PB (倍)	4.67	4.19	2.79	2.45	2.10
EV_EBITDA (倍)	20.49	19.76	15.72	12.22	9.33

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com