

公用事业

2017年09月14日

万邦达 (300055)

——工业环保龙头技术储备丰富，业绩有望二次爆发

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据：2017年09月13日

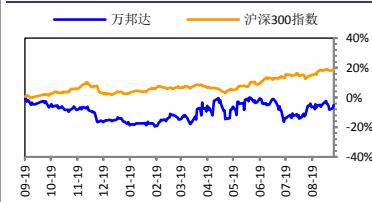
收盘价(元)	18.36
一年内最高/最低(元)	20.1/14.85
市净率	2.8
息率(分红/股价)	0.08
流通A股市值(百万元)	15885
上证指数/深证成指	3384.15/11091.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	6.57
资产负债率%	23.59
总股本/流通A股(百万)	865/865
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐版 170914》2017/09/14
《非居民天然气门站价下调，大气司长重申湿法脱硫主流地位——环保公用行业(含新三板)周报(2017/8/25~2017/9/1)》2017/09/04

证券分析师

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

研究支持

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国家节能减排、水资源综合利用的领军环保企业。**公司主要从事工业水处理系统全方位、全生命周期专业服务，对给水、排水、中水回用及水处理系统运营整体统筹。受益煤化工、石油化工污水治理行业发展及自身竞争力，公司2017年营收触底回升，归母净利润同比增长45.65%。**管理层变动有望给业绩带来积极变化。**公司聘任高春山为公司总经理。其为教授研究员级高级工程师，从1987年7月至2016年1月，先后在中国石油抚顺石化公司、大连石化公司和中节能资本控股有限公司工作。石油石化为公司重要下游客户，丰富的石油石化从业经验加之专业工程师资质有助公司业务开展。
- **废酸处置业务落地，市场空间充足，业绩增厚明显。**废酸处理为刚需，总量巨大需要处理。据中国化工信息中心统计，我国每年产生各种工业废酸超过1亿吨。按照全国每年金属加工酸洗产废盐酸2000万吨计算，目前3000吨/日处理项目对应投资4亿，假设平均单价为500元/吨，则对应投资需求100亿，运营空间100亿/年。全国共有9大废钢加工基地，废钢产能超过3000吨/日，有望优先释放需求。公司资源化技术符合环保趋势，首期投产后前三年，每年净利润为1348.21万，业绩增厚明显。
- **吉林危废公司为地域垄断性龙头处理范围远及江浙。**吉林固废为公司全资子公司，牌照资质：物化0.8万吨，焚烧1万吨(含医废)，填埋11万吨。吉林固废在建东北三省最大危废填埋场(吉林省唯一危废填埋场)，库容140万方，极为稀缺，危废收运范围远至江浙。目前危废处理费用维持高位，公司我们预计17年危废处理业绩将翻倍增长。另外，公司于2016年成功收购控股泰祐石油51%股权，有望借助公司在石化领域项目优势，提前布局油基钻屑、油泥处置等市场。
- **黑臭河治理全国重点城市17年底考核，公司积极布局先发优势明显。**《水污染防治行动计划》提出“直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于2017年年底基本消除黑臭水体”，按照单条黑臭河道长3千米，单位投资3500万/千米测算，2017年205个黑臭水体在重点挂牌督办下基本完成，对应2017年单年投资空间近200亿，2020年底全国市场空间约1000亿。公司通过收购超越科创切入黑臭河治理，拥有了生物酶处理等核心技术、高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。当前现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。我们预计公司将极大受益于黑臭河考核临近和监管趋严。
- **控股石化尾料夹缝市场龙头，2017年底投产，为未来业绩增长点。**惠州伊科思公司一期项目于17年11月底建成后，将成为全国最大的C5分离项目(原料年处理能力30万吨)。C5原料具有稀缺性，据估算全国C5原料合计不超过180万吨，伊科思一期30万吨占比接近17%，为亚洲最大综合利用项目。且伊科思二期建成后，将形成C5/C9深加工能力，主要产品为DCPD氢化树脂和碳九加氢树脂等高端树脂，用途广泛。公司于16年增资惠州伊科思公司控股45%成为第一大股东，预计该项目投产将极大提升公司利润水平。
- **上调盈利预测与投资评级：**结合2017年中报及项目进展，我们上调公司17-19年净利润至4.14、6.99、10.24亿，(原为4.03、5.94、7.16亿元)，对应17、18年PE为38倍和23倍，低于18年行业平均38倍，公司技术储备丰富，业绩爆发确定性高，目标空间18年30倍，上调至“买入”评级。风险提示：惠州项目进度低于预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,685	1,039	2,908	8,109	13,089
同比增长率(%)	-14.54	40.71	72.60	178.80	61.40
净利润(百万元)	262	206	414	699	1,024
同比增长率(%)	-9.58	45.65	58.00	68.60	46.60
每股收益(元/股)	0.30	0.24	0.48	0.81	1.18
毛利率(%)	27.4	27.0	24.7	20.1	19.3
ROE(%)	4.8	3.6	7.0	10.6	13.4
市盈率	61		38	23	16

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

投资案件

投资评级与估值

结合 2017 年中报及项目进展,我们上调公司 17-19 年净利润至 4.14、6.99、10.24 亿, (原为 4.03、5.94、7.16 亿元), 对应 17、18 年 PE 为 38 倍和 23 倍, 低于 18 年行业平均 38 倍, 公司技术储备丰富, 业绩爆发确定性高, 目标空间 18 年 30 倍, 上调至“买入”评级。

关键假设点

预计惠州 C5/C9 项目 17 年 11 月底顺利投产, 废酸项目 18 年 9 月落地

有别于大众的认识

市场一致预期公司未来几年业绩增长较为平稳, 但督查趋严提升行业景气, 我们预计公司 17 年将开始加速释放业绩:

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

此外, 公司新落地废酸贡献业绩弹性巨大。公司废酸项目将于 18 年 9 月投产, 首期投产后前三年, 每年净利润为 1,348.21 万, 业绩增厚明显。

股价表现的催化剂

惠州项目投产, 黑臭河盈利模式打开, 废酸项目落地

核心假设风险

惠州项目进度低于预期

目录

1. 工业水龙头积极拓展环保布局	5
1.1 公司现有布局（工业水、工业废料，工业危废）	5
1.2 管理层变动有望带来业绩第二次腾飞	6
1.3 环境督查趋严，工业环保景气提升	7
2. 拓展废酸处置市场，打造新的业绩增长点	8
2.1 多环节产生废酸，总量巨大亟待处理	8
2.2 废酸处理市场空间广阔	9
2.3 资源化项目优势明显，打开新的业绩增长点	9
3. 布局景气行业，业绩进入爆发期	10
3.1 危废：缺口巨大，牌照硬壁垒	10
3.2 黑臭河：2017 考核大年，需求巨大	11
3.3 惠州 C5/C9：顺利推进，17 年业绩贡献巨大	13
4. 上调盈利预测与投资评级	15

图表目录

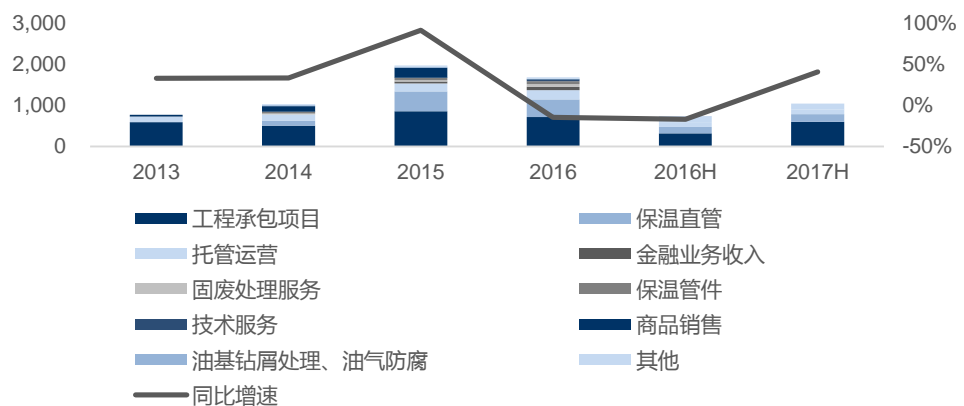
图 1: 13-16 年及 2017 上半年收入构成 (百万元)	5
图 2: 公司 2013-2016 年及 2017 上半年毛利率和净利率水平	5
图 3: 公司管理层历史上两次大的变动(单位: 人).....	6
图 4: 城市水体黑臭	12
图 5: 住建部关于黑臭水体治理的计划安排.....	12
图 6: 碳五石油树脂.....	13
图 7: 碳九石油树脂.....	14
表 1: 水十条中 2017 年考核相关项目.....	7
表 2: 中央环保督查数据汇总	8
表 3: 钢材酸洗机理.....	8
表 4: 全国大型废钢加工基地	9
表 5: 公司吉林危废项目进展情况	10
表 6: 可比公司估值表	15
表 7: 公司营业收入拆分 (百万元)	15
表 8: 公司营业成本拆分 (百万元)	16
表 9: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)	16
表 10: 公司资产负债表 (单位: 百万元)	17
表 11: 现金流量表 (单位: 百万元)	18

1. 工业水龙头积极拓展环保布局

1.1 公司现有布局（工业水、工业废料，工业危废）

公司是国家节能减排、水资源综合利用的领军环保企业。公司主要从事工业水处理系统全方位、全寿命周期专业服务，对给水、排水、中水回用及水处理系统运营整体统筹。受益煤化工、石油化工污废水治理行业发展及自身竞争力，公司 2017 年营收触底回升，归母净利润同比增长 45.65%。

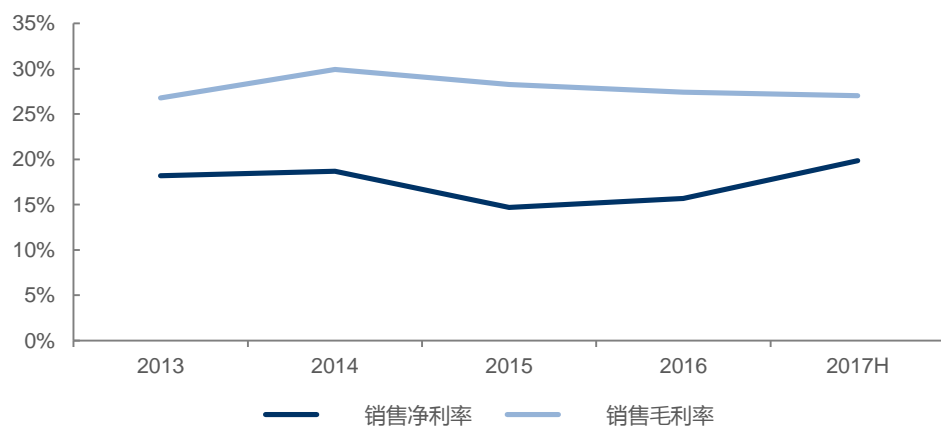
图 1：13-16 年及 2017 上半年收入构成（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

当前公司主营业务包括四大块：工业水处理（工程+运营）、危废处理、生态修复（水生态黑臭河+油田环保）、新材料（C5/C9,保温管），形成以环保业务为主，制造业为辅的纵向产业链布局。在工业环保方面则形成工业水+工业废料+工业危废三大业务为一体的业务格局，由于工业环保较一般市政环保更具专业性，盈利水平更高，工业环保占比提升将改善公司盈利水平。今年传统业务竞争激烈，毛利率有所下滑，公司 13-16 年毛利率分别为 26.79%、29.93%、28.25%和 27.41%，2016H、2017H 毛利率分别为 33.04%、27.02%。

图 2：公司 2013-2016 年及 2017 上半年毛利率和净利率水平



资料来源：wind，申万宏源研究

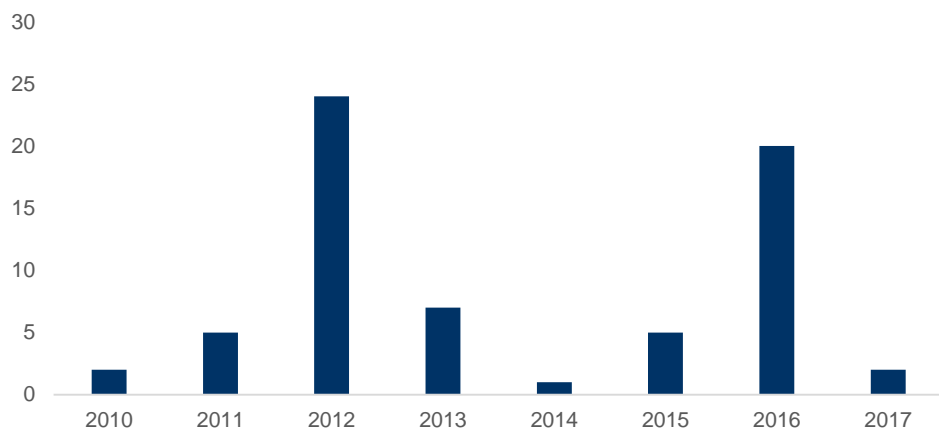
公司系环保领军企业，行业口碑良好。公司作为工业水处理首家上市公司，在煤化工、石油化工工业水处理及回用水领域口碑较好，当前业务涵盖工业及市政污废水、危废物、节能装备、新材料、能源综合利用等多个环保领域，集投资、咨询、设计、设备制造、工程建设、系统运营于一体，在环保行业拥有完整的产业链条。公司连续获得“中国环保产业十大领军企业”“中关村高成长企业 TOP100”等荣誉称号。

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

1.2 管理层变动有望带来业绩第二次腾飞

公司历史上分别在 2012 年和 2016 年经历了两次管理层大幅变动，2012 年变动后公司即在 2013 年迎来业绩转折点。2016 年公司再次引进诸多精兵强将，我们预期 2017 年将成为公司业绩的第二次大的转折点。

图 3：公司管理层历史上两次大的变动(单位：人)



资料来源：wind，申万宏源研究

公司于 16 年新增聘任高春山为公司总经理。其为教授研究员级高级工程师,高级职业经理人,1987 年毕业于沈阳建筑工程学院;从 1987 年 7 月至 2016 年 1 月,先后在中国石油抚顺石化公司,大连石化公司和中节能资本控股有限公司工作.历任工程管理部部长,工程总监,总经理助理等职务。石油石化为公司重要下游客户，丰富的石油石化从业经验加之专业工程师资质有助公司业务开展。

16 年新收超越科创，黑臭河掌握核心技术，示范项目经验充足，属行业领军企业。公司拥有生物酶处理等核心技术，通过产学研结合进行研发，推进石油化工、煤化工及焦化、水环境治理，提升竞争力。当前现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。在河道断面水质达标方面，公司引入高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。水环境治理及生态修复方面，公

司通过收购超越科创投资(北京)有限公司,引进水环境治理、生态修复等新兴领域的前沿技术和成熟团队,该公司已开展了一些示范性项目,并正大力推进水环境综合整治等业务的拓展。**其创始人现任公司副总经理。**彭建雄先生毕业于北京大学环境科学与工程学院,2011年12月至2016年12月,共同创办超越科创投资(北京)有限公司在环保领域国际技术转移,技术投资等方面具有丰富的经验,2016年12月23日,本公司与陆宇晖,彭建雄签订股权转让合同,约定陆宇晖将其持有超越科创公司30%的股权及彭建雄将其持有的超越科创公司50%的股权转让给本公司,2017年1月至今,任公司副总经理。

1.3 环境督查趋严,工业环保景气提升

当前中央环保督查持续进行,发现问题,责令整改,工业环保景气提升。今年环保部对河北省大城县和天津市静海区渗坑污染问题进行挂牌督办。2013年大城县两处渗坑因废酸违法倾倒而污染。现场采样14个点位中,pH值小于3的有12个,1个点位铜、锌、铬、镍严重超标,1个点位铜、锌、铬、镍、镉、铅严重超标。当前第四批中央环境保护督察均已进入第三阶段。近日,浙江、四川、西藏、新疆、新疆生产建设兵团等先后召开省委常委会议,听取前期督察保障和整改落实情况汇报,研究部署后续深化督察整改工作。**2017年为环保考核关键年份。**根据“水十条”相关规定,2017年将完成对十大重点行业进行专项整治,集中治理工业集聚区水污染等,随着年底考核期临近,加之督查趋严,相应治理领域景气度持续。

表 1: 水十条中 2017 年考核相关项目

分类	详细内容
专项整治十大重点行业	造纸行业力争完成纸浆无元素氯漂白改造或采取其他低污染制浆技术,钢铁企业焦炉完成干熄焦技术改造,氮肥行业尿素生产完成工艺冷凝液水解解析技术改造,印染行业实施低排水染整工艺改造,制药(抗生素、维生素)行业实施绿色酶法生产技术改造,制革行业实施铬减量化和封闭循环利用技术改造。
集中治理工业集聚区水污染	工业集聚区应按规定建成污水集中处理设施,并安装自动在线监控装置,京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成;逾期未完成的,一律暂停审批和核准其增加水污染物排放的建设项目,并依照有关规定撤销其园区资格
强化城镇生活污染治理	敏感区域(重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域)城镇污水处理设施应于2017年底前全面达到一级A排放标准。
全面加强配套管网建设	直辖市、省会城市、计划单列市建成区污水基本实现全收集、全处理,其他地级城市建成区于2020年底前基本实现。
完善水环境监测网络	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
加强许可证管理	完成全国排污许可证管理信息平台建设。
整治城市黑臭水体	于2017年底前实现河面无大面积漂浮物,河岸无垃圾,无违法排污口;于2020年底前完成黑臭水体治理目标。直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于2017年底前基本消除黑臭水体。

资料来源:水污染防治行动计划,申万宏源研究

严肃相关负责人,重拳处罚,提升责任意识。针对河北廊坊、天津等地发现多处超大规模的工业污水渗坑等问题,经纪委调查认定,大城县政府、南赵扶镇、大城县环保局均未正确履职,重污染渗坑至今未得到有效治理,造成不良社会影响。经廊坊市纪委监委常委会研究决定,给予大县委常委、县委办公室主任刘国旺(2013年9月至2017年2月任大

城县政府副县长，分管环境保护工作)党内警告处分；给予大城县人大副主任刘增怀(2011年10月至2017年2月任南赵扶镇党委书记)党内警告处分，给予马东浩(2015年11月任南赵扶镇党委副书记、镇长)党内警告处分。大城县环保局原局长李洪永，因犯贪污罪于2016年8月22日被开除党籍、开除公职，不再处分。

表 2：中央环保督查数据汇总

	受理举报(例)	地方已办结(例)	其中						
			责令整改(例)	立案处罚(例)	罚款(亿元)	立案侦查(例)	拘留(人)	约谈(人)	问责(人)
第一批中央环保督察	13316	13074	9617	2659	1.98	207	310	2176	3422
第二批中央环保督察	26330	12005	10512	5779	2.43	595	287	4066	2682
第三批中央环保督察	35523	31457	24299	8687	3.667	401	405	6657	4660
合计	75169	56536	44428	17125	8.077	1203	1002	12899	10764

资料来源：国务院网站，申万宏源研究

2017年5月19日上午，天津市武清区人民法院依法公开开庭审理并当庭宣判何某等4名被告人环境污染刑事案件。4名被告人因非法倾倒废盐酸严重污染环境分别被判处二至五年不等有期徒刑并处罚金。

2. 拓展废酸处置市场，打造新的业绩增长点

2.1 多环节产生废酸，总量巨大亟待处理

酸洗工艺为刚性需求，产生废酸总量巨大亟待处理。据中国化工信息中心统计，我国每年产生各种工业废酸超过1亿吨，其中金属加工行业的酸洗等环节（其中约75%使用盐酸清洗）每年产生废酸约2500万吨，且酸洗是金属板带材冷轧加工前必须的工序，目前尚无替代工艺。以公司近期即将开展的废酸项目为例，其主要原材料是河北霸州胜芳镇及周边压钢制管企业和钢带酸洗企业产生的废盐酸（主要成分为8-9%盐酸，10%~12%氯化亚铁和水），无需其他主辅材料。在河北霸州胜芳及周边地区有诸多从事压钢制管和钢带酸洗的企业，每天需排出废盐酸（约8-9%盐酸，10%~12%亚铁）总量约达1万吨左右。

表 3：钢材酸洗机理

序号	作用	详情
1	溶解作用	钢材表面氧化皮中各种铁的氧化物与酸发生化学反应，生成溶于水的铁盐，把氧化物从钢材表面除去
2	机械剥离作用	酸溶液渗透接触钢铁基体后，与铁发生作用产生大量的氢气，氢气产生的膨胀压力将氧化皮从钢材表面上剥离下来
3	还原作用	金属铁与酸反应时，首先产生氢原子，一部分氢原子靠其化学活性及很强的还原能力，将高价铁的氧化物和高价

铁盐还原成低价铁氧化物和低价铁盐，溶于酸溶液中

资料来源：《钢材的酸洗处理》，申万宏源研究

2.2 废酸处理市场空间广阔

全国废酸处理市场空间 100 亿/年，规模化生产基地处理需求有望先爆发。按照全国每年酸洗加工产生废酸 2000 万吨计算，目前 3000 吨/日处理项目对应投资 4 亿，处理一吨废酸单价在 400~1000 元，假设平均单价为 500 元/吨，则对应总投资需求为 100 亿，运营市场为 100 亿/年。全国共有 9 大废钢加工基地，单个基地废钢产能超过 3000 吨/日，有望优先释放需求。

表 4：全国大型废钢加工基地

废钢加工企业暨示范基地

- (1) 宝钢资源有限公司（上海市宝山区）
- (2) 西城钢铁宇联有限公司（江苏省江阴市）
- (3) 沙钢集团（江苏省张家港市）
- (4) 山东永平再生资源有限公司（山东省高密市）
- (5) 中钢炉料有限公司包头市平远物资回收有限责任公司（内蒙古包头市）
- (6) 山东绿能再生资源开发有限公司（山东平原经济开发区）
- (7) 葛洲坝集团绿园公司所属兴业再生资源有限公司（湖北省麻城市）
- (8) 惠通物产再生资源有限公司（江苏省连云港市）
- (9) 内蒙古德利再生资源开发利用有限责任公司（内蒙古包头市）

资料来源：废钢协会，申万宏源研究

2.3 资源化项目优势明显，打开新的业绩增长点

技术优势明显，示范项目落地。上海珩境以酸洗钢带废盐酸处理回收综合利用为主营，在河北省廊坊市霸州津霸经济开发区投资了第一个项目。其产品为纯度大于 99% 的三氧化二铁和浓度高于 25% 的盐酸。霸州项目采用了先进的废酸处理工艺，改变了以往高温处理的方式，将废酸转化为可再次利用的 25% 盐酸和无害的三氧化二铁，实现了废酸处理污染物零排放，其工艺技术符合发展循环经济、保护生态环境、实现可持续发展和助力上游行业供给侧改革的国家战略要求，也符合当地产业政策和发展规划。首期投资建设规模为日处理废酸 1000 吨、日生产三氧化二铁 120 吨、日生产 25% 盐酸 800 吨，项目首期建设规模下项目总投资不超过 22,300 万元（含土地和公辅设施）。首期顺利投产后，拟进行二期建设，建成后日处理废酸 3000 吨。后续公司有望借助技术实力拓展其他区域市场。

短期业绩增厚明显，长期形成战略协同。项目预计于 2018 年 9 月建成投产，项目建设期为 1 年，经营期为 19 年。经可行性分析，首期投产后前三年，每年净利润为 1,348.21 万元，二期 3000 吨建成后，吨利润将有较大幅度增长。通过本次投资对废酸处理这一危

废处理重要细分领域的业务覆盖，进一步推进公司在危固废处理领域由“由点到面”的纵深布局，并结合公司在工业废水、市政污水、水环境治理和环保新材料领域的业务，推动公司环保综合服务平台战略目标的实现。同时也为公司带来了新的利润增长点，有利于提高公司的持续盈利能力。

3. 布局景气行业，业绩进入爆发期

3.1 危废：缺口巨大，牌照硬壁垒

经过近三年的摸索运营，公司危废一期已稳定运行贡献业绩，二期正在建设。2011年，公司提前布局危固废处理领域，在吉林通过政府合作将吉林固废打造为吉林地区最大的固废处理企业。公司吉林省固体废物处理有限责任公司于2014年获得试运营批准，2015年正式运营，与吉林市环卫处正式交接，独立运输和处理医疗危废。此外，2015年，本公司之子公司吉林固废与吉林市畜牧业管理局签订增建吉林市病死动物无害化处理场协议，吉林固废公司获得150.00万元的拨款补助，截止2016年12月31日该项目还在建设过程。公司于2016年进行二期扩建，并收购公司剩余39.73%国有股权，使其成为公司全资子公司。公司危废2016年实现营业收入6981万元、净利润3163万元，当前已形成了包括焚烧，物/化处理，固化和安全填埋等全面综合的固体废物处理能力。目前吉林固废已正式进入生产运营期，预计2017年二期焚烧投产，收入和净利润有望同比大幅提升。

表 5: 公司吉林危废项目进展情况

公告	时间	状态
2017年半年度报告	2017/8/17	对吉林固废增资2.28亿元，以保障其后续生产建设，巩固市场地位。
2017年第一季度业绩预告	2017/4/8	吉林固废项目进入稳定运营期，收入结算和利润较上年同期大幅提升
2016年第三季度报告全文	2016/10/28	本期吉林固废二期建设。本期全资子公司吉林固废实现营业收入5,210.4万元，同时公司收购吉林固废39.73%的国有股权，收购完成后，公司持股比例将上升至100%，吉林省固体废物处理有限责任公司成为公司的全资子公司。
2015年年度报告全文	2016/4/27	公司全资子公司吉林固废已于报告期内完成环境监测验收、环保验收，取得危险废物经营许可证，经营工作突破关键节点，项目转入正式生产运营阶段。同时已与吉林市环卫处正式交接，独立运输和处理医疗危废。
2015年半年度报告	2015/8/18	截至2015年6月30日，吉林省固体废物处理有限责任公司处于试运行状态，等待环保监测部门的监测验收，目前环保监测工作进展顺利，已进行了环境保护常规监测、回转窑性能监测、气体二恶英监测和飞灰二恶英监测。
2014年年度报告	2014/7/30	截至2014年12月31日，吉林省固体废物处理有限责任公司仍处于试运行状态，等待环保监测部门的监测验收。吉林子公司吉林危险废物处理中心建成
关于2014年第三季度重大项目进展情况的公告	2014/10/1	截至2014年9月30日，吉林省固体废物处理有限责任公司已分别取得吉林省环保厅和吉林省固废管理中心的批复，许可其进行试运行，并在试运行期间收集危险废物进行试生产，试运行期间截止日为2014年10月6日。

2014 年半年度报告

2014/7/30

吉林省固体废物处理有限责任公司于 2014 年 6 月 30 日已达到预计可使用状态，并已向吉林省环保厅申报危险废物试运行许可证及经营许可证。至本报告披露日，该公司已取得试运行许可证。

根据国家发展和改革委员会（发改投资[2005]2188 号）关于下达 2005 年第二批危险废物和医疗处置设施建设中央预算内专项资金（国债）投资计划的通知，本公司之子公司吉林公司的吉林省危险废物处理中心项目获取中央预算内专项资金 9,690 万元，至 2013 年 12 月 31 日已收到 93,041,445.6 元。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司当前公司危险废物处理运营良好，二期扩建完成后产能将大幅提升。吉林固废自 2011 年底成为公司子公司之后，于 2017 年 1 月成为公司全资子公司，并于同月更新了危废许可证，据估算公司当前在手处理能力约为：填埋 1.5 万/日，焚烧 1 万/日，物化 8000 吨。二期项目扩建后，公司危险废物处理能力有望提升至牌照资质的 11 万吨/日（牌照资质：物化 0.8 万吨，焚烧 1 万吨（含医废），填埋 11 万吨）。

吉林固废在建的东北三省最大危废填埋场（吉林省唯一危废填埋场），库容 140 万方，危废收运范围远至江浙。目前危废处理费用维持高位，且危废填埋场极为稀缺，我们预计公司 2017 年危废处理业绩将翻倍增长。另外，公司于 2016 年成功收购控股泰祜石油 51% 股权，有望借助公司在石化领域项目优势，提前布局油基钻屑、油泥处置等市场。

危废填埋处理能力相对稀缺，存在供应缺口，公司产能利用率具有保障。除吉林本地危险废弃物外，浙江危险废物处理能力相对不足，也外送至公司进行处置。据《浙江省危险废物集中处置设施建设规划（2014—2020 年）》，2017 年以下城市均需加紧建设危险废物处理能力，弥补产能缺口：湖州市、嘉兴市、金华市、丽水市建成危险废物填埋场，杭州市、宁波市、衢州市、台州市进行危险废物填埋场扩建工程；宁波市、温州市、金华市进行医疗废物处置中心扩建工程；宁波市、温州市、嘉兴市、舟山市、台州市进行 6 座工业危险废物焚烧设施改扩建工程。**处理能力与工艺双双提升后，公司有望提升议价能力。**根据公司在手处理能力及二期项目投产进度，我们预计公司 2017-2019 年危废净利润年均增速将超过 50%。

3.2 黑臭河：2017 考核大年，需求巨大

掌握核心技术，示范项目经验充足，属行业领军企业。公司 2016 年通过收购超越科创投资(北京)有限公司，引进水环境治理、生态修复等新兴领域的前沿技术和成熟团队，其创始人彭建雄先生现任公司副总经理，在环保领域国际技术转移，技术投资等方面具有丰富的经验。公司现已在上海、常熟、杭州等地开展黑臭河治理示范工程，效果显著。在河道断面水质达标方面，公司引入高效絮凝技术及底泥快速清淤干化技术，结合微生物酶技术，可对大型河道进行系统性泥水共治。

当前我国城市河流遭到污染，水体季节性和常年性黑臭现象严重，整治迫在眉睫。中国国务院颁布的《水污染防治行动计划》提出，到 2020 年，中国地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，到 2030 年，城市建成区黑臭水体总体得到消除。环境保护部最

新数据显示,截至目前,中国 224 个地级及以上城市共排查确认黑臭水体 2082 个,其中 34.9% 已完成整治, 28.4%正在整治, 22.8%正在开展项目前期, 其他正在研究制定整治方案。尽管“十一五”期间,城市水体修复共有示范工程 25 个,修复城市河流超过 50km,水体总面积超过 7 m²,但由于缺乏源头控制,同时治理手段较为简单,导致水体黑臭复发。

图 4: 城市水体黑臭



资料来源: 百度图库, 申万宏源研究

由于黑臭水体污染情况严重,住建部制定了黑臭水体治理计划安排,并督促各个地方政府完成黑臭河流污染情况的排查并制定工作目标。为加快推进城市黑臭水体整治工作、确保完成国务院印发的《水污染防治行动计划》提出的“直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年年底基本消除黑臭水体”的任务目标,住房城乡建设部与环境保护部日前联合发出通知,对社会影响较大的 205 个黑臭水体重点挂牌督办。随着 2017 年底黑臭河治理行动节点的到来,公司在该领域的业务有望迎来重大突破。

数字化管理提升效率。环保部通过环境卫星识别黑臭水体,同时公众可以通过微信举报等方式参与黑臭水体整治。

图 5: 住建部关于黑臭水体治理的计划安排

我国住建部关于黑臭水体治理的计划安排



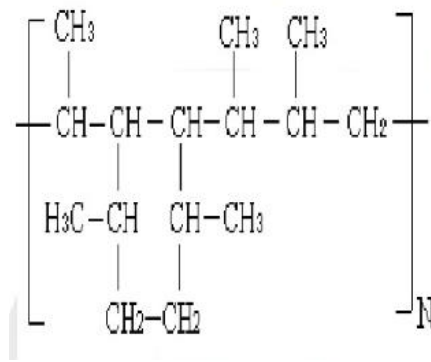
资料来源：水污染防治行动计划、城市黑臭水体整治工作指南，申万宏源研究

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

3.3 惠州 C5/C9：顺利推进，17 年业绩贡献巨大

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

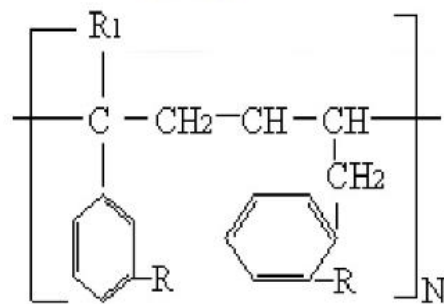
图6：碳五石油树脂



资料来源：申万石化、申万宏源研究

牵手中石油，落地重大项目。2015 年公司收到惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司发出的成交通知书，确定本公司和中国石油集团东北炼化工程有限公司吉林设计院 EPC 工程总承包联合体为惠州伊科思碳五/碳九分离及综合利用 EPC 项目成交单位，工程合同金额 12.77 亿元。惠州伊科思主要通过对碳五、碳九馏分等原料进行深加工，生产高软化点、低色度的耐候性树脂、无色的加氢石油树脂及专用树脂、苯乙烯和溶剂油等石化产品。该行业市场前景广阔，在未来有着较高的市场需求，受政府重视。

图 7：碳九石油树脂



资料来源：申万石化、申万宏源研究

一期项目投产在即，二期项目继续推进，公司盈利有望大幅改善。子公司伊科思公司主要产品为异戊二烯（聚合级）、间戊二烯、双环戊二烯、碳五石油树脂、苯乙烯、加氢碳九等。产品广泛应用于橡胶、弹性体、热熔胶、路标漆、轮胎、农药及医药中间体等领域。惠州伊科思目前投建一期项目主要分离提纯上述二烯烃类产品。2017 年 4 月 21 日公司筹划开展二期项目建设 DCPD 加氢树脂、碳九加氢石油树脂等装置，主要产品为 DCPD

氯化树脂和碳九加氢树脂，原料依托伊科思一期项目的 DCPD 产品和碳九苯乙烯联合装置产品。

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

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

4. 上调盈利预测与投资评级

结合 2017 年中报及项目进展，我们上调公司 17-19 年净利润至 4.14、6.99、10.24 亿，（原为 4.03、5.94、7.16 亿元），对应 17、18 年 PE 为 38 倍和 23 倍，低于 18 年行业平均 38 倍，公司技术储备丰富，业绩爆发确定性高，目标空间 18 年 30 倍，上调至“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	简称	评级	2017/9/13 最新收盘价	EPS (元/股)			PE			PB
				16A	17E	18E	16A	17E	18E	
300425.SZ	环能科技	-	12.24	0.39	0.34	0.45	31	36	27	3.6
300422.SZ	博世科	买入	19.23	0.49	0.42	0.76	39	46	25	5.6
603603.SH	博天环境	-	51.28	0.4	0.61	0.82	128	84	63	
300385.SZ	雪浪环境	增持	26.96	0.74	0.57	0.76	36	47	35	5.7
平均							59	53	38	4.9

资料来源：Wind、申万宏源研究

其中：环能科技与博天环境盈利预测为 wind 一致预测

表 7：公司营业收入拆分（百万元）

营业收入	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程承包项目	590	507	855	717	1435	1464	1493
托管运营	134	157	193	221	243	255	268
商品销售类	43	132	234	19			
技术服务	6	5	8	32			
保温管件		47	58	69			
保温直管		115	485	428	647	679	713
油气防腐保温管道		25	29	-			

固废处理服务	20	31	70	200	433	800
金融业务收入		49	80			
油基钻屑处理			11	181	1000	1500
其他主营业务	23	29	35	200	260	312
C5-C9					4015	8000
其他业务收入	-	-	1	2	2	3
合计	772	1029	1971	1685	2908	8109

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 8: 公司营业成本拆分 (百万元)

营业成本	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
工程承包项目	452	377	672	588	1162	1185	1209
托管运营	86	101	128	185	209	222	233
商品销售类	26	90	182	18	0	0	0
技术服务	1	1	1	20	0	0	0
保温管件		21	32	40	0	0	0
保温直管		89	344	300	517	543	570
油气防腐保温管道		23	26	-	0	0	0
固废处理服务		9	16	30	84	182	336
金融业务收入		-	0	1	0	0	0
油基钻屑处理		-	-	7	116	670	1005
其他主营业务		10	14	33	100	143	172
C5-C9					0	3533	7040
其他业务成本		-	1	1	2	2	2
合计	565	721	1415	1223	2191	6481	10568

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 9: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	772	1029	1971	1685	2908.3	8108.8	13089.0
二、营业总成本	606	805	1640	1405	2450.7	7188.7	11660.8
其中: 营业成本	565	721	1414	1223	2190.6	6481.2	10568.0
营业税金及附加	11	1	10	13	21.8	60.8	98.1
销售费用	8	22	30	31	53.5	149.2	219.9
管理费用	45	76	118	109	166.9	462.2	736.9
财务费用	-30	-21	30	12	3.4	9.1	9.8
资产减值损失	7	6	37	17	14.5	26.3	28.2
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0	1	1	6	6.0	3.0	1.0
三、营业利润	166	225	332	286	463.6	923.1	1429.1
加: 营业外收入	0	1	7	21	20.5	20.5	20.5
减: 营业外支出	0	1	1	1	0.9	1.0	1.0
四、利润总额	166	226	337	306	483.2	942.6	1448.7

减：所得税	26	34	47	42	66.8	131.5	202.6
五、净利润	140	192	290	264	416.4	811.1	1246.1
少数股东损益	0	0	0	2	2.0	112.4	222.0
归属于母公司所有者的净利润	141	192	290	262	414.4	698.7	1024.1
六、基本每股收益	0.61	0.82	0.39	n. a.	0.48	0.81	1.18
全面摊薄每股收益	0.16	0.22	0.34	0.3	0.48	0.81	1.18

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：公司资产负债表（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1237	1156	950	1315	1267	1079	1054	1095
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	341	435	730	920	1244	1676	3584	5455
其中：应收账款	252	328	628	769	1019	1515	3424	5295
其他应收款	7	5	18	13	17	17	17	17
应收票据、预付款项	70	94	79	130	201	137	137	137
应收利息	13	8	6	7	8	7	7	7
应收股利	0	0	0	0	0	0	0	0
存货	98	147	730	912	1370	1991	3952	5743
其他流动资产	0	15	19	61	512	512	512	512
流动资产合计：	1676	1753	2429	3207	4394	5259	9103	12807
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	820	820	820	820	820
长期应收款	0	0	0	394	388	388	388	388
长期股权投资	0	0	0	88	129	129	129	129
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	151	258	683	681	648	619	587	559
在建工程	308	330	20	6	85	90	105	125
无形资产类	18	35	507	690	693	693	693	693
其中：无形资产	14	15	67	252	257	257	257	257
商誉	0	0	429	427	434	434	434	434
开发支出	4	20	10	11	2	2	2	2
长期待摊费用	2	2	19	22	26	26	26	26
递延所得税资产	5	6	15	19	23	23	23	23
其他非流动资产	10	7	0	63	90	90	90	90
非流动资产合计：	493	639	1243	2784	2903	2878	2862	2854
资产总计	2169	2392	3672	5991	7297	8137	11964	15660
短期借款	0	10	249	245	561	423	949	1027
其中：短期借款	0	10	249	245	296	423	949	1027
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	265	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	275	419	604	875	710	1271	3761	6133

其中：应付票据	24	52	110	221	37			
应付账款	217	322	434	591	533			
预收款项	21	20	38	39	121			
应付职工薪酬	1	3	8	6	5			
应交税费	13	22	15	18	13			
应付利息	0	0	0	4	3	3	3	3
应付股利	0	0	39	0	1	1	1	1
其他应付款	5	7	9	27	18			
其他流动负债	41	2	0	0	3	3	3	3
流动负债合计：	321	437	902	1151	1297	1720	4737	7186
长期借款	0	0	0	1750	395	395	395	395
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	97	109	15	15	15	15	15
其中：长期应付款	0	0	0	0	0			
专项应付款	93	93	97	0	0			
预计负债	0	0	0	0	0			
其它非流动负债	3	4	13	15	15			
递延所得税负债	3	3	23	48	64	64	64	64
非流动负债合计	99	99	133	1813	474	474	474	474
负债合计	421	537	1034	2964	1770	2194	5210	7660
股本	229	229	245	735	865	865	865	865
资本公积	1279	1279	1871	1389	3604	3604	3604	3604
减：库存股	0	0	0	0	0	0	0	0
盈余公积	30	42	51	55	59	64	74	88
未分配利润	199	293	441	713	958	1367	2056	3066
归属于母公司所有者权益合计	1737	1843	2609	2891	5486	5900	6599	7623
少数股东权益	12	12	30	135	41	43	155	377
股东权益合计	1749	1855	2638	3027	5526	5943	6754	8000
负债和股东权益总计	2169	2392	3672	5991	7297	8137	11964	15660

资料来源：wind，申万宏源研究

表 11：现金流量表（单位：百万元）

现金流量表	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	99	140	192	290	264	416	811	1,246
加：计提的资产减值准备	3	7	6	37	17	14	26	28
固定资产折旧	12	15	33	48	53	45	46	48
无形资产摊销	0	1	2	4	20	0	0	0
长期待摊费用摊销	1	0	4	5	7	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用（收益以“—”号列示）	0	0	5	46	31	3	9	10
投资损失（收益以“—”号列示）	0	0	(1)	(1)	(6)	(6)	(3)	(1)

递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	(0)	(1)	1	(4)	(3)	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	0	(1)	16	25	15	0	0	0
存货的减少（增加以“—”列示）	88	(49)	(160)	(157)	27	(621)	(1,960)	(1,792)
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	(60)	(91)	(113)	(253)	(232)	(447)	(1,935)	(1,899)
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	37	63	(29)	(10)	(89)	562	2,490	2,372
其它						0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	180	83	(43)	31	104	(33)	(516)	13
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	0	3	6	3	1
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	3	1	16	3	532	6	3	1
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	130	141	174	556	716	20	30	40
投资所支付的现金	0	0	68	908	176	0	0	0
投资活动现金流出小计	130	141	249	1,477	1,821	20	30	40
投资活动产生的现金流量净额	(127)	(140)	(233)	(1,474)	(1,289)	(14)	(27)	(39)
吸收投资收到的现金	0	0	0	20	2,362	0	0	0
取得借款收到的现金	0	10	153	2,129	496	(138)	526	78
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	0	10	153	2,149	2,857	(138)	526	78
偿还债务支付的现金	0	0	64	383	1,535	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23	35	39	100	53	3	9	10
支付的其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	1	0	0	0
筹资活动现金流出小计	23	35	103	482	1,588	3	9	10
筹资活动产生的现金流量净额	(23)	(25)	50	1,667	1,269	(141)	517	68
现金及现金等价物净增加额	30	(82)	(226)	223	85	(188)	(25)	41
货币资金的期初余额	1,207	1,237	1,156	929	1,153	1,267	1,079	1,054
货币资金的期末余额	1,237	1,156	929	1,153	1,238	1,079	1,054	1,095

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

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

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

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

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

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

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