

研究所

证券分析师: 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

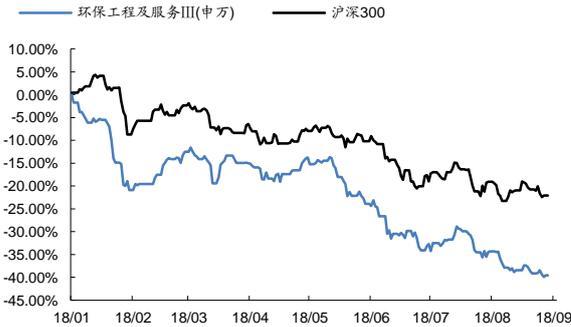
联系人: 赵越 S0350116090018

0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

业绩承压，优选商业模式，关注积极因素

——环保行业 2018 年中报总结

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
环保工程及服务III(申万)	-9.5	-21.3	-43.0
沪深300	-6.0	-8.3	-16.4

相关报告

《环保及公用事业行业周报：特高压重启核准，关注清洁能源消纳》——2018-09-09

《环保及公用事业行业周报：国家绿色发展基金正在设立，土壤污染防治开启法治时代》——2018-09-02

《环保及公用事业行业周报：环保督查成为常规，电网继续承担降电价责任》——2018-08-27

《环保及公用事业行业周报：发用电量持续高增，关注中报亮眼公司》——2018-08-20

《环保及公用事业行业周报：环境监测趋严，行业集中度提升》——2018-08-12

投资要点:

- **行业整体业绩下滑，现金流转差。**上半年国海证券环保行业上市公司合计实现营业总收入 1088 亿元，同比增长 13.9%，增幅同比明显下滑；归母净利润 118 亿元，七年同期对比首次出现同比下滑，降幅为 4.4%；扣非归母净利润同比下滑 3.4%。平均资产负债率 48.1%，较去年同期增加 3.1 个百分点，平均 ROE 仅 7.33%，同比下滑 1.8 个百分点，经营与筹资净现金流量难以弥补投资净现金流出，并呈现出逐年恶化的趋势。
- **监测检测及固废为代表的设备服务类及运营类公司表现较优。**营业收入方面，节能板块上半年出现下滑，其他板块营业收入同比均有增长。各板块归母净利润表现不一，仅监测检测、固废等板块归母净利润同比增长，其余板块同比均有不同程度下降。我们认为监测检测提供设备销售及相关检测服务，占用资金少、回款周期短，不受最为压制行业整体的信用紧缩、回款滞后等因素影响；而固废中的垃圾焚烧发电及危废商业模式较为清晰，多为长期运营项目，运营类项目付费有一定保障、业务增长及现金流稳定，自身造血能力强，银行贷款等资金更为倾向投入，在投资扩张模式受限的行业背景下，业绩优势凸显。
- **行业 PE 估值及关注度处于历史低点。**2018 年初至今，申万环保工程及服务板块指数下跌 41.6%，大幅跑输沪深 300 指数及创业板指数。截至 2018 年 9 月 10 日，行业整体 PE 估值 22.6 倍，为历史最低位。普通股票型基金及偏股混合型基金上半年对行业的配置比例降至 0.41%，较标准配置比例低配 0.18 个百分点，为 2013 年以来的最低值。
- **聚焦商业模式。**商业模式决定资金约束，采用“工程+运营”的环保企业大量资金投入与政府付费的商业模式前后两端均受到制约，资金占用量大但获取不易、成本较高，回款受财政付款进度制约，现金流水平不高，进一步加剧资金压力，产品销售、服务提供、运营等商业模式相对较为安全可持续。
- **关注积极变化。**国家鼓励资金投放环保行业，绿色发展基金、收益质押担保融资等方式多管齐下，环保企业融资开始释放积极信号，有望出现边际改善。绿色发展价格机制持续理顺，有望有效

遏制环保产业中恶意低价竞争的现象，同时基准收益率有望保证行业内公司的合理收益，提升产业自身造血能力，运营资产估值有望得到提升。

- **投资策略及个股推荐：维持环保行业“推荐”评级。**我们推荐资金占用少、回款监测设备销售及检测服务类行业，以及受益于污水、固废等价格机制理顺、收益率趋向合理，现金流充裕且稳定、具备防御性的水务、固废运营类板块。同时，若融资好转，部分在手项目较多、PE 估值已至 10 倍以下的相关个股也将有望迎来反弹。重点推荐个股：1) 商业模式较好的产品销售及服务提供类公司：聚光科技、华测检测、安车检测、久吾高科；2) 运营类公司：瀚蓝环境、国祯环保；3) 当前估值具备安全边际，融资环境改善后弹性较大标的：碧水源。
- **风险提示：**政策推进不达预期风险；相关上市公司业绩不达预期风险；大盘系统性风险；融资环境持续恶化风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-12 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300012.SZ	华测检测	5.47	0.08	0.16	0.23	68.38	34.19	23.78	增持
300070.SZ	碧水源	9.95	0.8	1	1.28	12.44	9.95	7.77	未评级
300203.SZ	聚光科技	23.79	0.99	1.24	1.46	24.03	19.19	16.29	买入
300388.SZ	国祯环保	8.48	0.64	0.57	0.83	13.25	14.88	10.22	买入
300572.SZ	安车检测	47.1	1.18	0.95	1.29	39.92	49.58	36.51	增持
300631.SZ	久吾高科	17.98	0.44	0.75	0.92	40.86	23.97	19.54	增持
600323.SH	瀚蓝环境	13.59	0.85	1.04	1.16	15.99	13.07	11.72	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：碧水源盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 行业整体业绩下滑，现金流转差	5
1.1、 环保板块收入增速下滑，业绩出现负增长.....	5
1.2、 负债率攀升，现金流转差	5
2、 监测检测及固废为代表的设备服务类及运营类公司表现较优	7
3、 行业 PE 估值及关注度处于历史低点	9
4、 聚焦商业模式，关注积极变化.....	10
4.1、 商业模式决定资金约束.....	10
4.2、 关注行业积极变化.....	11
5、 投资策略及个股推荐	12
6、 风险提示	13

图表目录

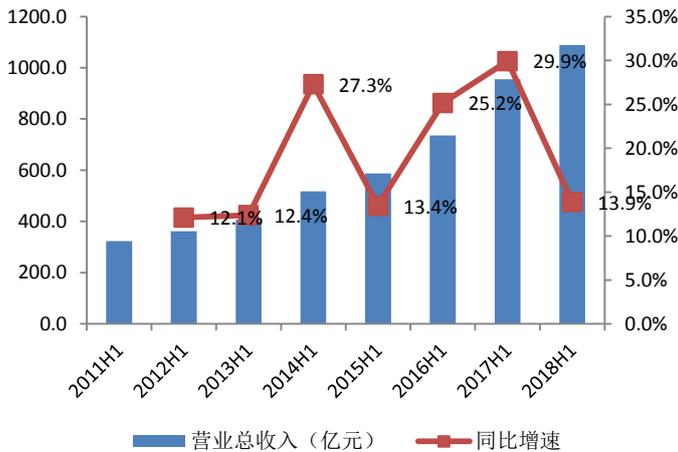
图 1: 环保板块营业总收入增幅下滑	5
图 2: 环保板块归母净利润同比下滑 4.4%	5
图 3: 环保行业整体毛利率平稳, 净利率下降	5
图 4: 行业整体费用率提升, 财务费用抬升明显	5
图 5: 资产负债率攀升	6
图 6: ROE 出现下滑	6
图 7: 行业整体现金流情况 (亿元)	6
图 8: 细分板块营业收入 (亿元)	7
图 9: 细分板块营收同比增速	7
图 10: 细分板块归母净利润 (亿元)	8
图 11: 细分板块归母净利润同比增速	8
图 12: 细分板块扣非归母净利润 (亿元)	8
图 13: 细分板块扣非归母净利润同比增速	8
图 14: 环保板块年初至今大幅跑输市场	9
图 15: PE 估值处于历史最低	9
图 16: 环境污染治理投资情况 (亿元)	11
表 1: 2013-2018 年 2 季度股票型及偏股型基金配置环保行业情况	9
表 2: 截至 2018 年 6 月 30 日机构前 5 大重仓股	10

1、行业整体业绩下滑，现金流转差

1.1、环保板块收入增速下滑，业绩出现负增长

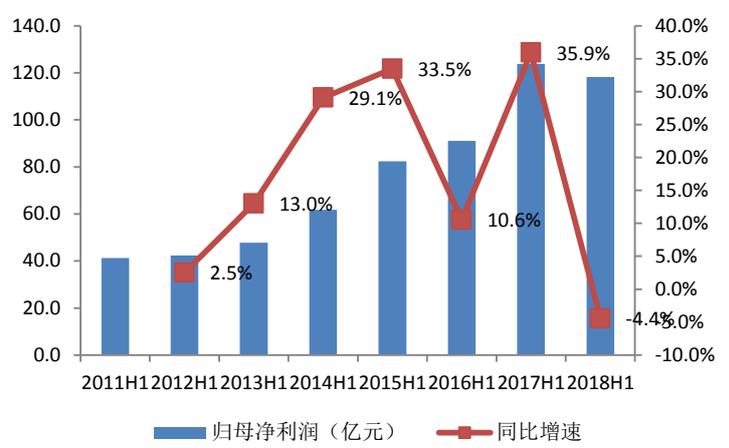
2018 年上半年国海证券环保行业上市公司股票池共 86 家，合计实现营业总收入 1088 亿元，同比增长 13.9%，增幅较去年同期有较为明显的下滑；归母净利润 118 亿元，七年同期对比首次出现同比下滑，降幅为 4.4%；扣非归母净利润同比下滑 3.4%，较去年同期亦有大幅下降。

图 1：环保板块营业总收入增幅下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

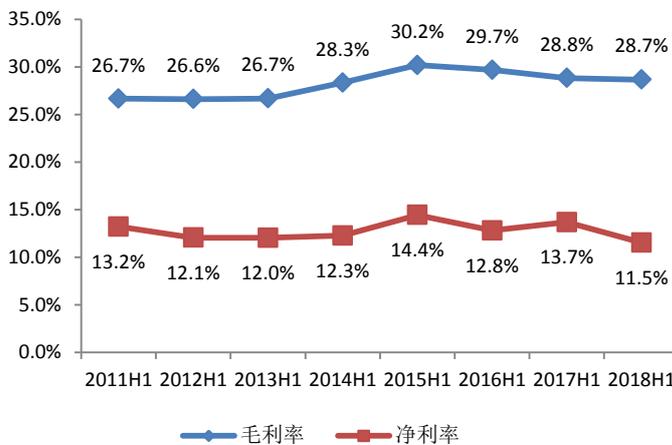
图 2：环保板块归母净利润同比下滑 4.4%



资料来源：wind，国海证券研究所

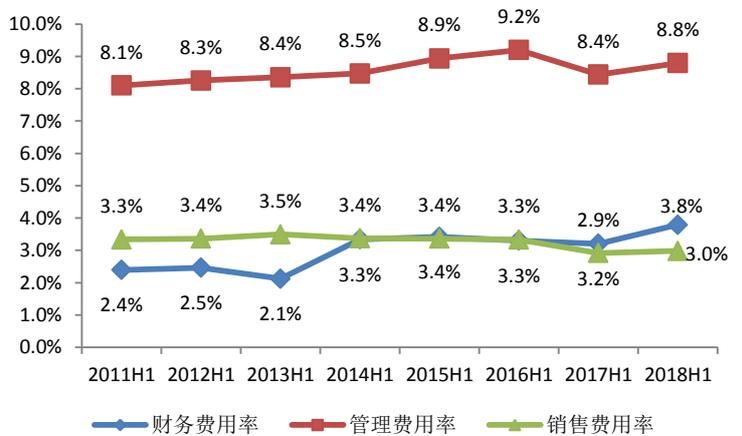
毛利率较为稳定，上半年行业整体毛利率 28.67%，与去年同期基本持平。但费用同比上升明显，其中财务费用同比增长 34.7%，管理费用同比增长 18.7%，行业整体净利率同比下滑 2.15 个百分点。

图 3：环保行业整体毛利率平稳，净利率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：行业整体费用率提升，财务费用抬升明显

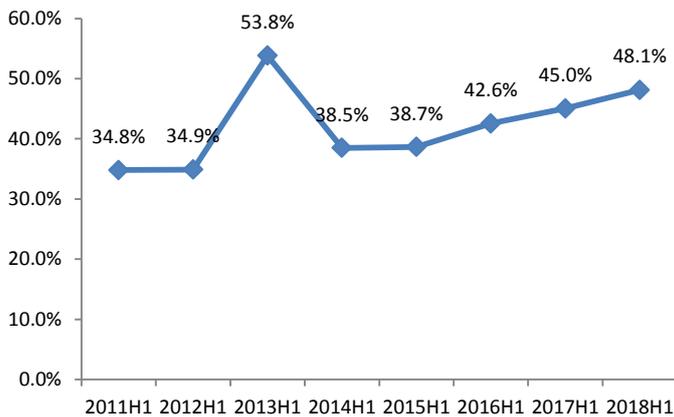


资料来源：wind，国海证券研究所

1.2、负债率攀升，现金流转差

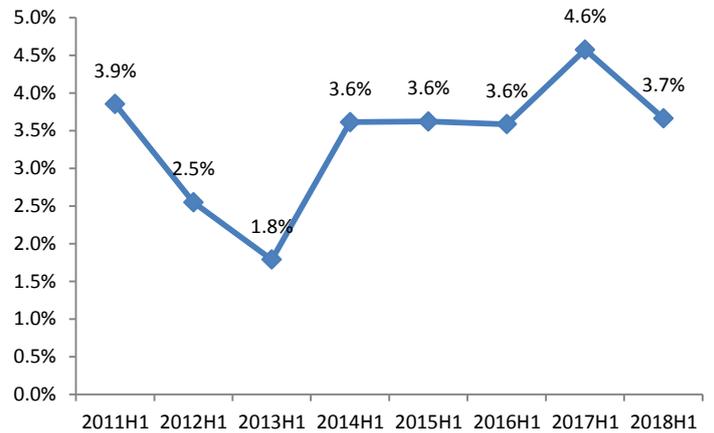
在“去杠杆”背景下，环保企业由于重资产与长周期的特征，普遍面临融资难的问题，加上年初以来盛运环保、神雾环保、凯迪生态等公司发生债务违约，环保企业融资更是雪上加霜。根据《每日经济新闻》的采访报道，去年以来环保企业融资成本显著提升，去年表内融资成本接近6%，今年7月份以来部分银行融资成本起点达到7.5%。上半年我们的环保股票池平均资产负债率48.1%，较去年同期增加3.1个百分点，平均ROE仅7.33%，同比下滑1.8个百分点。

图 5: 资产负债率攀升



资料来源: wind, 国海证券研究所

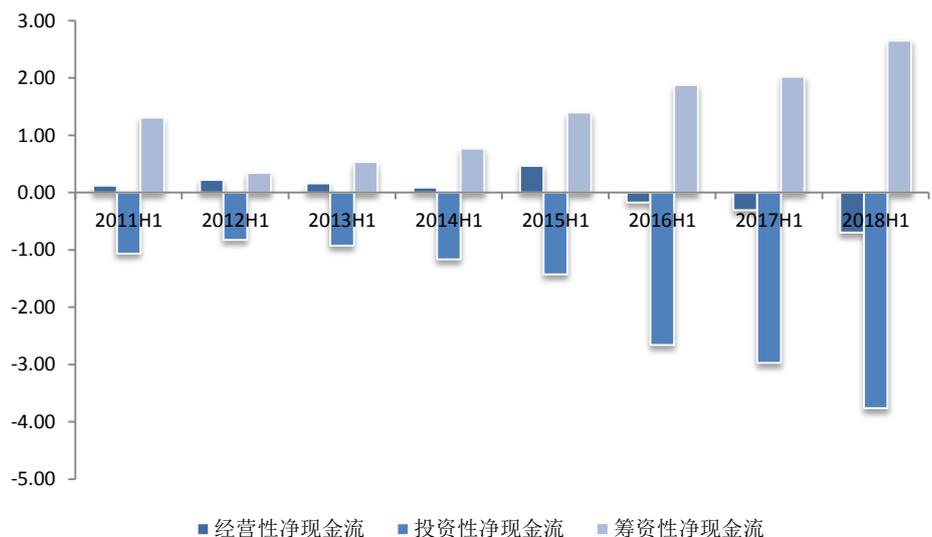
图 6: ROE 出现下滑



资料来源: wind, 国海证券研究所

现金流情况持续恶化。2018 年上半年行业整体经营性现金流为-7000 万元，较上年同期大幅减少 3900 万元；筹资性净现金流 2.7 亿元，较去年同期增长 31%；但生态环境治理项目体量逐渐增大，上半年投资性净现金流-3.8 亿元，经营与筹资净现金流量难以弥补投资净现金流出，并呈现出逐年恶化的趋势，行业整体现金流情况依然堪忧。

图 7: 行业整体现金流情况 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、监测检测及固废为代表的设备服务类及运营类公司表现较优

我们将观测环保股票池进一步细分为监测检测、大气、水治理工程、水处理运营、固废（含危废）、供热、节能等七个细分子板块。分板块看，节能板块上半年营业收入出现下滑，主要是三聚环保项目进度放缓同时转向生物质综合利用及神雾环保受资金影响部分项目停产，营业收入分别同比下滑 15%和 96%。其他板块营业收入同比均有增长，其中大气板块收入同比增速有所提升，主要是行业内龙头地位的清新环境受益于建设项目增长及运营项目投入，营业收入同比大幅提升 48%；水治理工程板块收入增速亦有提升，碧水源、博世科、中金环境、清水源等主要公司收入增幅较大。

监测检测板块上半年营业收入同比增长 22%，增幅较去年同期下滑 5 个百分点，主要是由于梅安森同期有智慧牧业项目部分收入确认导致收入大幅下降，理工环科由于“营改增”带来的软件换版需求已基本结束、造价类产品销售销售额同比下滑等因素影响，营业总收入同比下滑 5%。若剔除梅安森的较大影响，则监测检测板块营业收入增速同比提升。

图 8：细分板块营业收入（亿元）

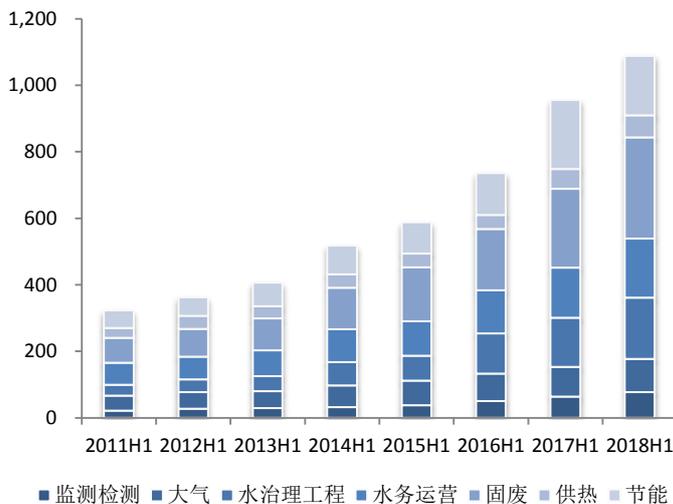
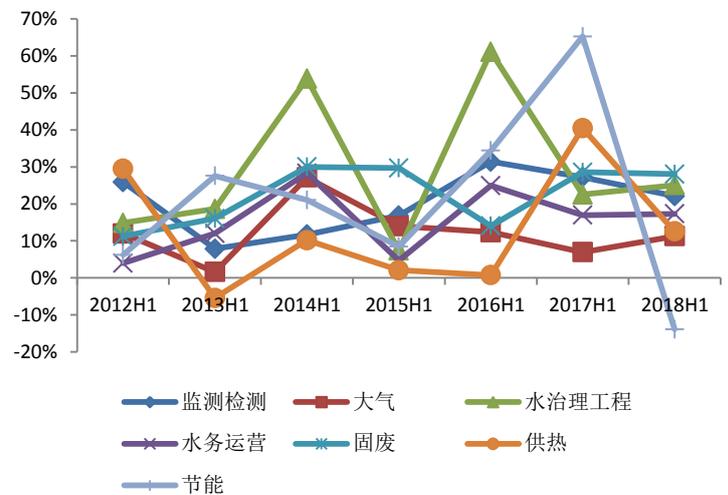


图 9：细分板块营收同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

各板块归母净利润表现不一，仅监测检测、固废等板块归母净利润同比增长，其余板块同比均有不同程度下降。大气板块由于电力行业超低排放改造已接近尾声、新建机组及大机组投标项目减少，业内出现低价中标，同时原材料与人工等价格上涨，板块整体归母净利润同比下滑 4.1%。

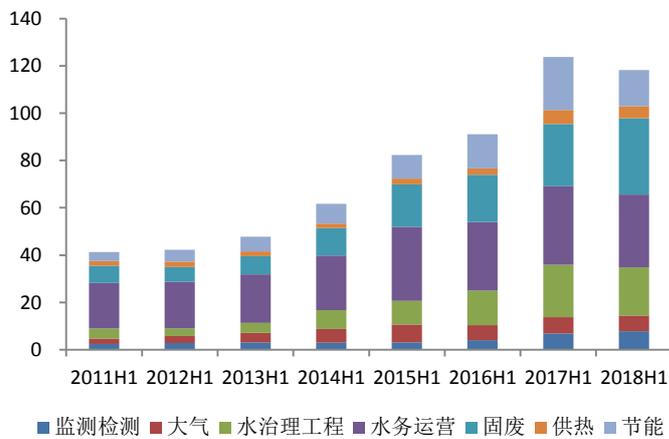
水治理工程板块归母净利润同比下滑 8%，碧水源因去年同期有资产处置及股权重置，归母净利润同比下降 31.6%，扣非净利润同比增加 10.2%，带动板块扣非净利润同比提升 7.1%，但增幅较去年同期的 46.8%有明显下滑，我们认为主要是水治理工程板块项目订单多以 PPP 项目为主，而上半年受到 PPP 清库、政

府债务化解等影响，项目进度放缓；同时信用紧缩，财务费用同比大幅提升 91%。

水务运营板块归母净利润亦有下滑，降幅为 7.2%，但我们注意到主要是重庆水务同期有较大额度增值税返还致今年上半年归母净利润同比减少 22.1%，以及中山水务广发证券的投资收益同比下降，若剔除二者影响，水务运营板块归母净利润将同比上升 7.4%。

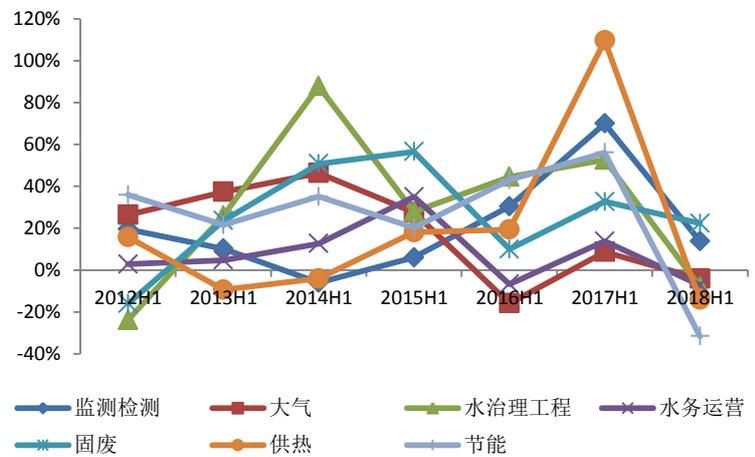
固废板块在各细分板块中归母净利润同比增速表现最好，2018 年上半年同比增长 22.3%，扣非归母净利润亦有 24% 的增长。伟明环保、中国天楹、瀚蓝环境、启迪桑德等有固废及危废运营资产的公司表现较好，归母净利润同比增速超过板块平均。格林美、中再资环等资源回收公司受益于资源化材料量价齐升，归母净利润分别同比增长 60.5% 和 56%。

图 10：细分板块归母净利润（亿元）



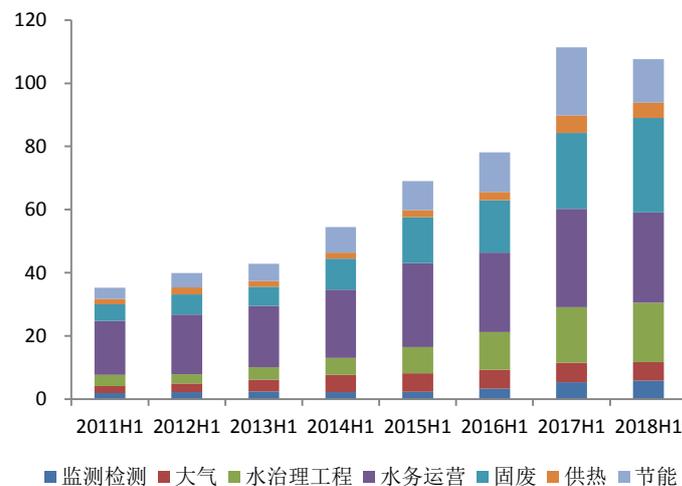
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：细分板块归母净利润同比增速



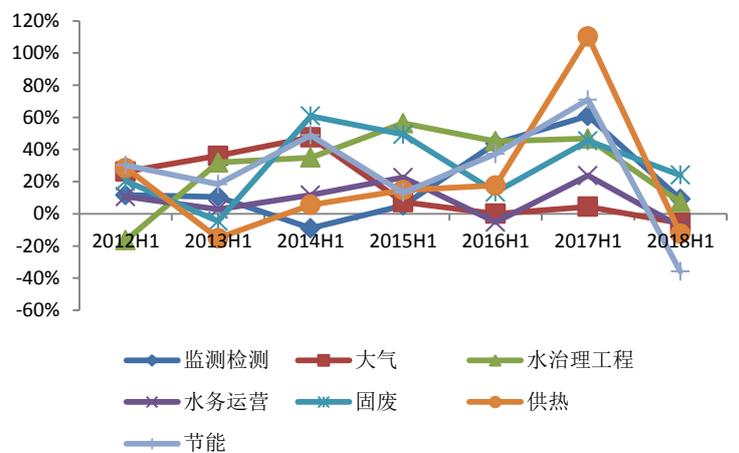
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：细分板块扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：细分板块扣非归母净利润同比增速



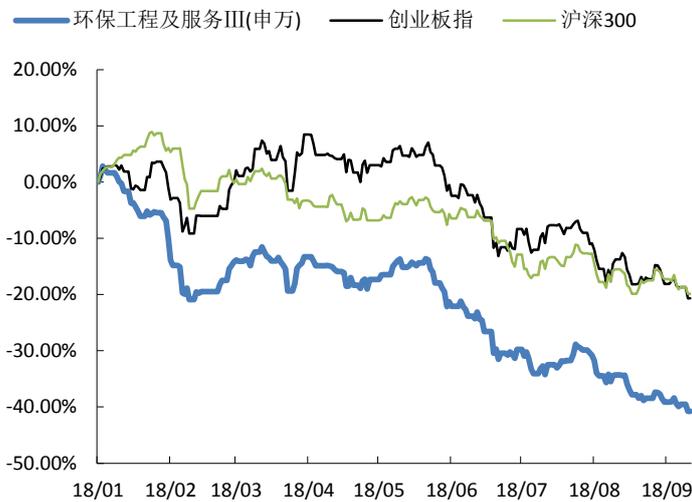
资料来源：wind，国海证券研究所

值得关注的是，归母净利润表现较好的板块集中在设备服务类及运营类，我们认为监测检测提供设备销售及相关检测服务，占用资金少、回款周期短，不受最为压制行业整体的信用紧缩、回款滞后等因素影响；而固废中的垃圾焚烧发电及危废商业模式较为清晰，多为长期运营项目，运营类项目付费有一定保障、业务增长及现金流稳定，自身造血能力强，银行贷款等资金更为倾向投入，在投资扩张模式受限的行业背景下，业绩优势凸显。

3、行业 PE 估值及关注度处于历史低点

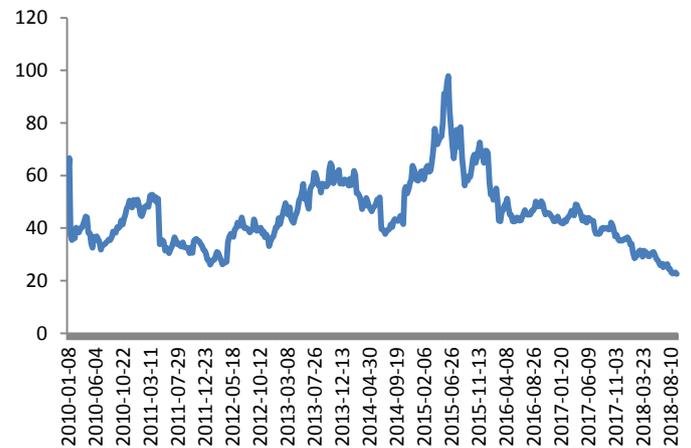
2018 年初至今，申万环保工程及服务板块指数下跌 41.6%，排名申万行业中最后一位，大幅跑输沪深 300 指数及创业板指数。截至 2018 年 9 月 10 日，行业整体 PE 估值 22.6 倍，为历史最低位。

图 14: 环保板块年初至今大幅跑输市场



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: PE 估值处于历史最低



资料来源: wind, 国海证券研究所

个股表现来看，年初至今我们观测环保股票池内仅有 4 家上市公司实现上涨，分别为安车检测、华测检测、伟明环保、鹏鹞环保，其中鹏鹞环保为 2018 年 1 月份上市次新股。跌幅在 20% 以内的公司中包括清水源、洪城水业、重庆水务、瀚蓝环境、上海洗霸、汉威科技等公司，可以看出行业内表现较好的标的主营业务大多集中在设备销售、服务提供及运营等方面，与我们上文对业绩的分析结论相互呼应，商业模式与业绩成为当前市场对环保个股投资的重要关注点。

表 1: 2013-2018 年 2 季度股票型及偏股型基金配置环保行业情况

期间	占股票投资市值比	股票市场标准行业配置比例	超配
2013Q1	2.17%	0.57%	1.60%
2013Q2	2.41%	0.63%	1.78%
2013Q3	2.21%	0.67%	1.54%
2013Q4	2.50%	0.67%	1.83%
2014Q1	1.80%	0.71%	1.09%

2014Q2	2.01%	0.75%	1.26%
2014Q3	1.70%	0.73%	0.97%
2014Q4	1.94%	0.64%	1.30%
2015Q1	1.68%	0.66%	1.02%
2015Q2	1.52%	0.56%	0.96%
2015Q3	1.94%	0.57%	1.37%
2015Q4	1.56%	0.63%	0.93%
2016Q1	1.48%	0.67%	0.81%
2016Q2	1.18%	0.64%	0.54%
2016Q3	1.31%	0.68%	0.63%
2016Q4	1.32%	0.64%	0.68%
2017Q1	1.23%	0.71%	0.52%
2017Q2	1.43%	0.81%	0.62%
2017Q3	1.14%	0.76%	0.38%
2017Q4	0.76%	0.73%	0.04%
2018Q1	0.50%	0.59%	-0.09%
2018Q2	0.41%	0.59%	-0.18%

注：此处仅统计 wind 基金分类中的普通股票型基金及偏股混合型基金，并采用水利、环境和公共设施管理业的配置数据。

资料来源：wind，国海证券研究所

截至 2018 年 2 季度，普通股票型基金及偏股混合型基金对行业的配置比例降至 0.41%，较标准配置比例低配 0.18 个百分点。机构（含 QFII）前 5 大重仓股分别为碧水源、聚光科技、东江环保、三聚环保、华测检测，配置思路为选择行业龙头及设备、服务供应商。

表 2：截至 2018 年 6 月 30 日环保行业机构前 5 大重仓股

股票代码	公司简称	持股基金数量 (个)	持股市值 (亿元)	占流通 A 股市 值比例
300070	碧水源	262	35.29	17.4%
300072	三聚环保	182	10.44	5.9%
300012	华测检测	120	21.36	25.6%
300203	聚光科技	103	21.72	20.0%
002672	东江环保	103	14.13	19.0%

资料来源：wind，国海证券研究所（统计范围为国海证券环保行业股票池中的个股；机构包含 QFII、保险公司、基金、社保基金、基金管理公司等）

4、聚焦商业模式，关注积极变化

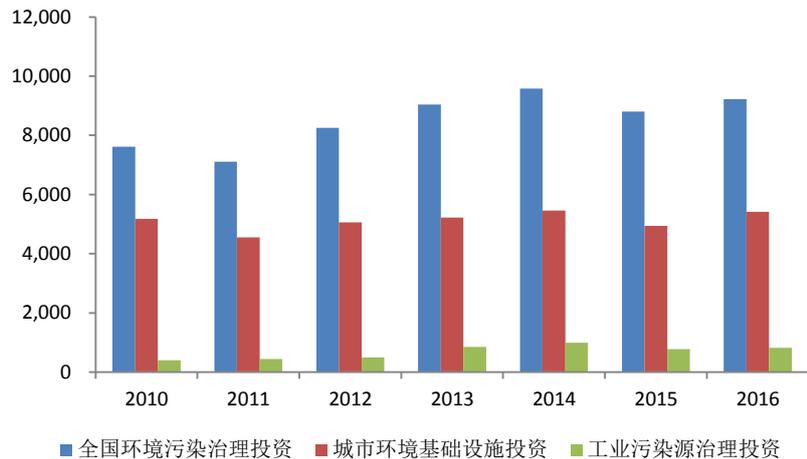
4.1、商业模式决定资金约束

简单概括，环保行业整体商业模式经历了“设备-工程-运营”的演进，在 PPP

项目的创新和推进下，目前多数环保公司更倾向于选择打造“工程+运营”相结合的综合商业模式，在项目建设期能够确认工程利润，项目运营期亦有稳定现金流，但这一模式决定参与企业需要负担前期大量的资金投入。

当前我国城市环境基础设施建设投资占全国环境污染治理投资总额的约 60%，2016 年数据显示，城市环境基础设施建设投资是工业污染源治理投资的 7 倍，显示政府将成为环保企业的最大客户。

图 16: 环境污染治理投资情况 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

在当前“去杠杆”的背景下，采用“工程+运营”的环保企业大量资金投入与政府付费的商业模式前后两端均受到制约，资金占用量大但获取不易、成本较高，回款受财政付款进度制约，现金流水平不高，进一步加剧资金压力。

从商业模式的角度，我们更为推荐资金占用少、回款周期短的监测设备销售及检测服务类行业，以及现金流充裕且稳定、具备防御性的水务、固废运营类板块。

4.2、关注行业积极变化

4.2.1、融资环境有望边际改善

国家鼓励资金投放环保行业。9月，生态环境部印发《关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革的指导意见》(以下简称“放管服”指导意见)，强调积极推动设立国家绿色发展基金，支持重点地区、领域和行业环保项目落地。国家绿色发展基金自 2016 年开始经历了建议、研究等前期阶段，有望进入实质性设立阶段，若该基金成功设立，将专门用于生态环保投入，对环保项目需求释放及企业资金周转产生利好。同时，指导意见中还提出引导开发性金融资金对生态环境治理的投入，推动开展收费权、应收账款、政府购买服务协议及特许经营协议项下收益质押担保融资，多渠道拓宽环保项目投资资金来源。

环保企业融资开始释放积极信号，有望出现边际改善。年中神雾环保、盛运环保、

凯迪生态等公司相继面临债务危机，信用风险频发，行业内 PPP 的龙头东方园林发债失败加重金融市场对环保行业的担忧，2018 年 5 月，东方园林发布公告，其拟发行的 10 亿元公司债券实际发行规模仅 0.5 亿元。进入 7 月份，国常会、央行、银保监会等部门纷纷表态支持民营企业及小微企业融资，环保作为“三大攻坚战”之一，企业融资环境有望出现边际改善。8 月，东方园林再发公告，成功发行 12 亿元超短期融资券，显示环保企业融资开始释放积极信号。

4.2.2、价格持续理顺，运营资产估值有望提升

7 月份，发改委印发《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，提出构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化；建立覆盖成本并合理盈利的固体废物处理收费机制；建立充分反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制，逐步将居民用水价格调整至不低于成本水平。

“放管服”指导意见中再次强调加快落实国家促进绿色发展的价格机制，地方各级生态环境部门积极配合价格主管部门建立并逐步完善污水处理收费、固体废物处理收费、节约用水水价、节能环保电价等价格机制，依托行业协会、科研机构等研究发布重点领域生态环境治理项目基准收益率。我们认为理顺价格机制有望有效遏制环保产业中恶性低价竞争的现象，同时基准收益率有望保证行业内公司的合理收益，提升产业自身造血能力，运营资产估值有望得到提升。

5、投资策略及个股推荐

维持环保行业“推荐”评级。

当前环保行业面临融资难、回款慢、PPP 项目放缓等多重压力，现金流恶化成为企业生存与发展的掣肘。从商业模式角度看，我们更加推荐资金占用少、回款监测设备销售及检测服务类行业，以及受益于污水、固废等价格机制理顺、收益率趋向合理，现金流充裕且稳定、具备防御性的水务、固废运营类板块。同时，我们认为污染防治作为“三大攻坚战”之一，环保行业仍然为国家鼓励投资的方向，专项基金及资金渠道拓宽有望加快落地，环保企业融资环境正在出现边际向好，部分 PPP 及环境治理项目较多的龙头企业如东方园林、碧水源等 2018 年预测 PE 估值已至 10 倍以下，若融资好转，相关超跌个股也将有望迎来反弹。

重点推荐个股：1) 商业模式较好的产品销售及服务提供类公司：聚光科技、华测检测、安车检测、久吾高科；2) 运营类公司：瀚蓝环境、国祯环保；3) 当前估值具备安全边际，融资环境改善后弹性较大标的：碧水源。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-12 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300012.SZ	华测检测	5.47	0.08	0.16	0.23	68.38	34.19	23.78	增持
300070.SZ	碧水源	9.95	0.8	1	1.28	12.44	9.95	7.77	未评级

重点公司	股票	2018-09-12		EPS		PE		投资	
300203.SZ	聚光科技	23.79	0.99	1.24	1.46	24.03	19.19	16.29	买入
300388.SZ	国祯环保	8.48	0.64	0.57	0.83	13.25	14.88	10.22	买入
300572.SZ	安车检测	47.1	1.18	0.95	1.29	39.92	49.58	36.51	增持
300631.SZ	久吾高科	17.98	0.44	0.75	0.92	40.86	23.97	19.54	增持
600323.SH	瀚蓝环境	13.59	0.85	1.04	1.16	15.99	13.07	11.72	增持

资料来源：Wind 资讯据，国海证券研究所（注：碧水源盈利预测取自万得一致预期）

6、风险提示

- 1) 政策推进不达预期风险;
- 2) 相关上市公司业绩不达预期风险;
- 3) 大盘系统性风险;
- 4) 融资环境持续恶化风险。

【环保组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的

判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。