

2018-11-24

行业研究 | 点评报告

评级 看好 维持

## 环保行业

## 商誉减值监管趋严，环保商誉增加存压力

## 报告要点

■ 证监会发布商誉减值风险提示，规范商誉相关要求

2018年11月16日，中国证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露，重点要求在年度报告、半年度报告、季度报告中披露与商誉减值相关的且便于理解的所有重要、关键信息，包括商誉所在资产组的信息；至少在每年年度终了进行减值测试；不得以业绩补偿承诺为由不进行减值测试。商誉过高若计提将影响业绩及导致负债率被低估，对于后续再融资形成负面因素。

■ 行业：环保商誉影响日渐显著，全行业中位列中上游

**2015/2016年并购浪潮助推商誉攀升。**环保商誉持续攀升，经过2015-2016年的并购高峰期，截至2018Q3环保行业合计商誉达288亿元，2013年仅为25亿元；2017年环保商誉已达当年净利润的90.1%，2013年仅为17.2%；且减值风险正在兑现，2015年减值1.82亿元，2017年增至10.4亿元，当年商誉损失比例从1.27%提升至3.91%，占当年净利润的比例从0.95%提升至3.66%。**剔除商誉，行业负债率增加2.2pct。**环保行业商誉在净资产、总资产占比持续提升至8.7%/3.8%，开始企稳；若剔除商誉，行业资产负债率增2.2pct至58.2%。**环保行业商誉影响在全行业中排名中上游水平。**长江环保样本在中信行业分类中，商誉合计排19位；商誉/净利润排10位；商誉/净资产和商誉/总资产分列8/9位。

■ 子行业：商誉变动对水（工程设备）和监测&检测影响最大

1) 子行业中，水（工程设备）商誉合计最高（113亿元），监测&检测板块商誉占总/净资产比重最大（13.3%/20.5%）。2) 若出现商誉减值，监测&检测受影响最大，且在过去2年得到验证。3) 2017年固废、水（工程设备）商誉损失比例高，分别为5.1%/3.8%。4) 若剔除商誉，水（工程设备）受影响最大，负债率将提升3.8pct达65.3%，且业绩对资金情况敏感。

■ 标的：业绩不达承诺、政策变化、经营萎缩是商誉减值主因

环保公司商誉规模前五为中金环境（29.7亿元）、首创股份（28.8亿元）、东方园林（23.2亿元）、理工环科（16.6亿元）、兴源环境（13.5亿元）。2017年商誉减值损失前五为盛运环保（2.67亿元）、云投生态（2.50亿元）、万邦达（0.71亿元）、盈峰环境（0.51亿元）、聚光科技（0.39亿元）。行业发生商誉减值的主要原因包括并购标的业绩不达承诺、政策环境变化致使经营发生变化、经营萎缩等。

**风险提示：**商誉过高若计提将影响业绩及导致负债率被低估。

分析师 凌润东

☎ (8621) 61118721

✉ lingrd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517100002

分析师 徐科

☎ (8621) 61118721

✉ xuke2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517090001

分析师 罗松

☎ (8621) 61118721

✉ luosong1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518080003

联系人 贾少波

☎ (8621) 61118721

✉ jiasb@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《长三角首发大气攻坚方案，错峰集中在皖北苏北地区》2018-11-01

《环保行业2018Q3综述：融资持续承压，商业模式及公司治理重要性凸显》2018-11-01

《排污许可草案法律效应提升，应收信贷改善关注博弈行情》2018-11-11

## 证监会规范商誉的会计处理与信息披露要求

**事件:** 2018年11月16日,中国证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》,进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露,提高资本市场会计信息披露质量。

**商誉,**按照《企业会计准则第20号——企业合并》的规定,是在非同一控制下的企业合并中,购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值的差额;可理解为在未来能为企业经营带来超额利润的潜在经济价值,或预计获利能力高于可辨认资产在社会平均投资回报率下获利能力的资本化价值。

**商誉过高带来的风险:**

- 1) 减值对业绩形成影响。**商誉减值,将以资产减值损失计入公司当期损益,扣减公司当期利润,这是投资者最担心的。而商誉当期是否进行减值,有一定的主观性,故若公司前期延迟商誉减值,便可能造成后续集中体现,致使业绩波动幅度较大。故**监管趋严后,商誉绝对值大、占比高的公司风险相对较高。**
- 2) 导致负债率被低估。**商誉是非流动资产,无法单独出售或变现,如果将其剔除,公司的资产负债率将上升,造成纸面资产负债率偏低的情况,公司的债务负担被低估。**环保行业在水环境治理、垃圾焚烧等工程及运营方向,公司的负债率及资金状况对业绩的增长影响显著,故需要重点关注。**

表 1:《会计监管风险提示第8号——商誉减值》中的监管核心要点

商誉后续计量环节	监管关注事项
定期或及时进行商誉减值测试,并重点关注特定减值迹象	关注公司是否定期或及时进行商誉减值测试;对因企业合并形成的商誉,至少在每年年度终了进行减值测试;不得以业绩补偿承诺为由不进行减值测试。
合理将商誉分摊至资产组或资产组组合进行减值测试	确认资产组的认定是否合理,与商誉无关的不应纳入,并将商誉账面价值按资产组公允价值所占比例分摊,注意少数股东的商誉,不应随意扩大或缩小商誉所在资产组。
商誉减值测试过程和会计处理	1) 按规定进行减值测试,若存在减值,应分别抵减商誉及资产组中各项资产的账面价值,并考虑少数股东; 2) 估算可回收金额时,取公允价值减去处置费用后的净额与预计未来现金流量现值的较高者; 3) 聘请评估机构注意规范性。
商誉减值的信息披露	要求在 <b>年度报告、半年度报告、季度报告</b> 中披露与商誉减值相关的且便于理解的所有重要、关键信息,包括商誉所在资产组的信息,披露减值金额及其测试方法、参数、依据,业绩承诺完成情况等,当商誉金额重大时,无论是否减值均应披露测试方法等。
商誉减值事项的审计	关注会计师事务所是否实施了充分、适当的风险评估、控制测试、实质性测试等审计程序,而后得出恰当的审计结论。
与商誉减值事项相关的评估	关注评估机构是否进行了充分的现场调查并对相关资料和数据进行审核验证,是否恰当选取评估方法、评估模型与参数并得出恰当的评估结论。

资料来源:中国证监会,长江证券研究所

与商誉减值相关的特定减值迹象包括但不限于：

- 1) **现金流或经营利润**：持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩；
- 2) **所处行业产能过剩**：相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化；
- 3) **技术实力不足**：相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持；
- 4) **核心团队**：发生明显不利变化，且短期内难以恢复；
- 5) **资质、特许经营权等**：与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等；
- 6) **市场投资报酬率**：客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降；
- 7) **国家或地区风险突出**：如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等。

## 环保商誉影响日渐显著，全行业中位列中上游

### 商誉影响持续加大，2017 年减值规模达净利润的 3.66%

**样本**：我们选取 81 家环保公司，包括大气（11 家）、固废（18 家）、水（工程设备）（21 家）、节能（8 家）、监测&检测（7 家）和水务运营（16 家）六个细分板块进行分析。

表 2：81 家环保公司名单

子板块	数量	上市公司
大气	11	龙净环保、菲达环保、三维丝、龙源技术、科林环保、永清环保、清新环境、远达环保、科融环境、中环装备、德创环保
固废	18	东江环保、维尔利、启迪桑德、高能环境、金圆股份、格林美、瀚蓝环境、盛运环保、润邦股份、天奇股份、雪浪环境、绿色动力、中再资环、中国天楹、上海环境、龙马环卫、伟明环保、旺能环境
水 (工程设备)	21	中金环境、东方园林、兴源环境、京蓝科技、碧水源、清水源、万邦达、天翔环境、国祯环保、中持股份、津膜科技、巴安水务、环能科技、中电环保、博世科、博天环境、华控赛格、云投生态、久吾高科、上海洗霸、南方汇通
节能	8	长青集团、天壕环境、迪森股份、科达洁能、富春环保、神雾环保、三聚环保、神雾节能
监测&检测	7	先河环保、聚光科技、雪迪龙、天瑞仪器、盈峰环境、理工环科、华测检测
水务运营	16	首创股份、渤海股份、中环环保、创业环保、国中水务、兴蓉环境、联泰环保、中原环保、重庆水务、江南水务、武汉控股、洪城水业、中山公用、海峡环保、绿城水务、钱江水利

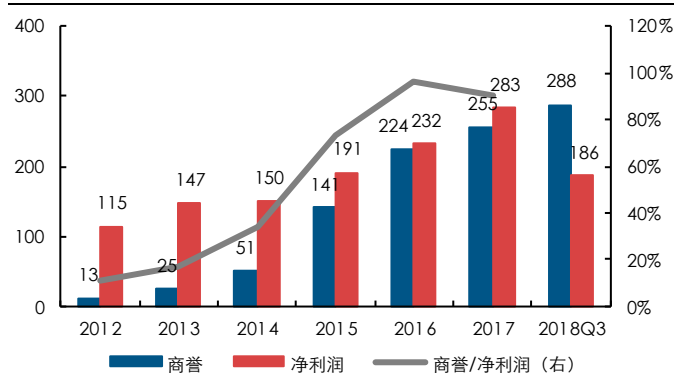
资料来源：Wind，长江证券研究所

**环保行业商誉持续提升**。截至 2018Q3，环保行业合计商誉持续攀升至 288 亿元，其中 2015 年和 2016 年是行业的并购高峰期，分别新增商誉 90 亿元和 83 亿元，是商誉增量最多的两年。

行业商誉与净利润比值大幅提升，带来商誉减值影响业绩的风险。2013 年底，环保行业的商誉仅为当年净利润的 17.2%；而 2017 年底，行业合计商誉已达当年净利润的 90.1%，商誉减值风险显著提升。

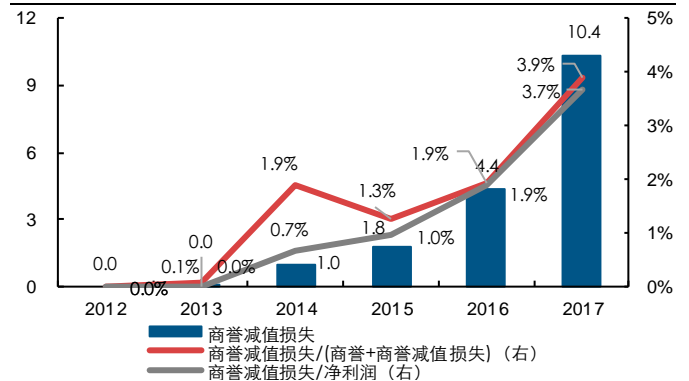
商誉减值损失影响业绩的风险正在兑现，故证监会发布风险提示是有必要的。2015-2017 年行业商誉减值损失同比增速分别为 85%/140%/137%，从 2015 年的 1.82 亿元增至 2017 年的 10.4 亿元，相当于当前商誉损失比例从 1.27% 提升至 3.91%，占当年净利润的比例从 0.95% 提升至 3.66%，可见商誉减值损失不仅是绝对值在增加，每年商誉中损失的占比也在提升，对净利润的影响也越来越大。

图 1：环保行业商誉与净利润的比较 (亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：环保行业商誉减值损失与净利润的比较 (亿元)



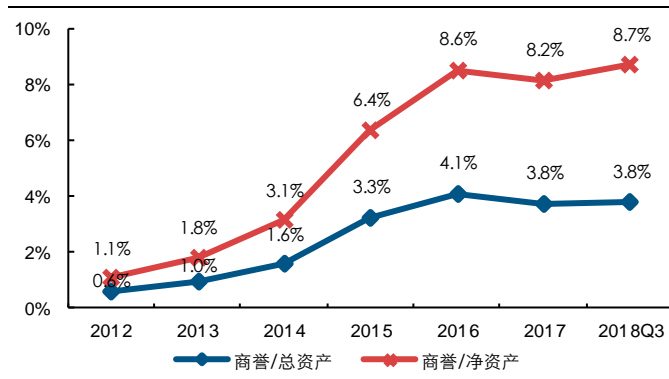
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 环保行业商誉在净资产占比持续提升至 8.7%

商誉在总资产、净资产中的占比开始企稳。截至 2018Q3，行业商誉合计分别占总资产和净资产的 3.8%/8.7%，该比值在 2016 年 (4.1%/8.6%) 后开始企稳，我们认为与去杠杆背景下行业外延并购放缓有关；较 2012 年的 0.6%/1.1% 有大幅提升。

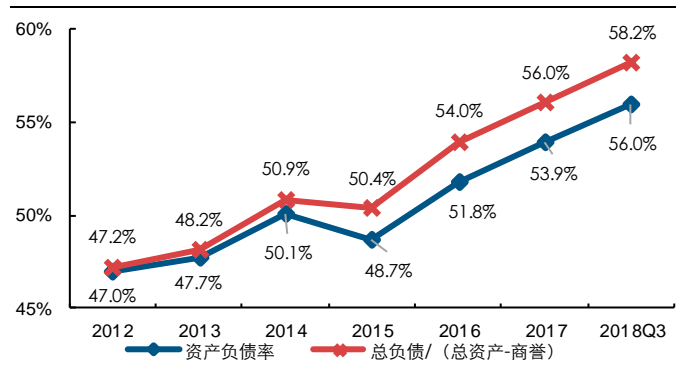
若剔除商誉，行业资产负债率增 2.2pct。环保行业快速发展，加上资金紧张，行业的资产负债率持续上行，截至 2018Q3，行业资产负债率达 56.0%；扣除商誉的摊薄影响，实际负债率约为 58.2%。

图 3：环保行业商誉与总资产、净资产的比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：环保行业商誉对负债低估的影响



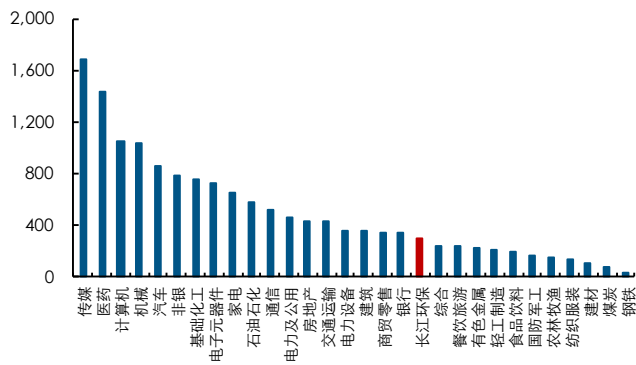
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 环保行业商誉影响在全行业中排名中上游水平

按照中信行业分类，考察环保商誉行业间的比较：

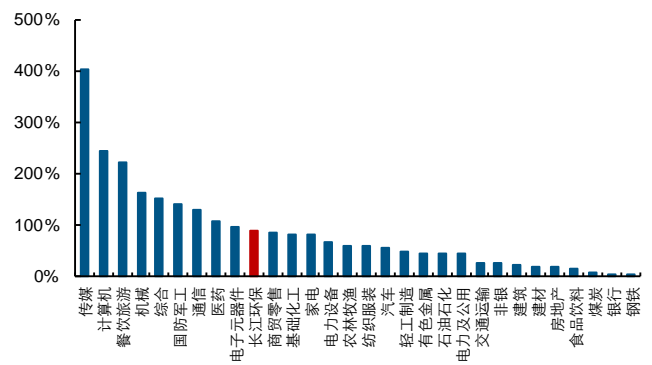
- **商誉合计**：截至 2018Q3，排名前五的行业分别为传媒 (1,687 亿元)、医药 (1,427 亿元)、计算机 (1,046 亿元)、机械 (1,030 亿元)、汽车 (862 亿元)，受制于行业上市公司体量规模，长江环保样本以 288 亿元排 30 个行业的第 19 位。
- **商誉/净利润**：据 2017 年年报数据，排名前五的行业分别为传媒 (402%)、计算机 (246%)、餐饮旅游 (221%)、机械 (161%)、综合 (151%)，长江环保样本以 90%排 30 个行业的第 10 位。
- **商誉/净资产和商誉/总资产**：截至 2018Q3，排名前五的行业分别为传媒 (25.9%/16.1%)、餐饮旅游 (22.2%/12.0%)、计算机 (18.8%/11.3%)、医药 (13.5%/7.5%)、家电 (13.0%/4.9%)，长江环保样本以 8.7%/3.8%分列 30 个行业的第 8 位和第 9 位。

图 5：2018Q3 环保行业合计商誉与其它行业的比对 (亿元)



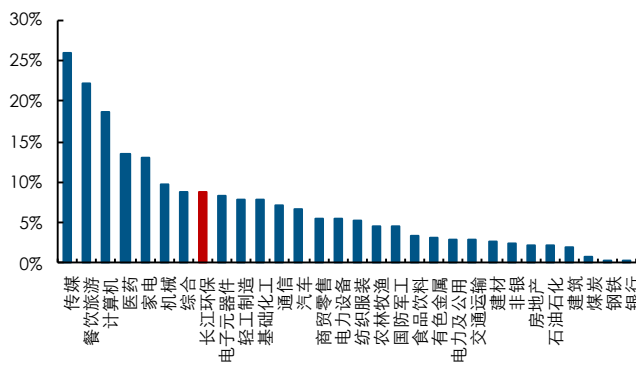
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2017 年环保行业商誉/净利润与其它行业的比对



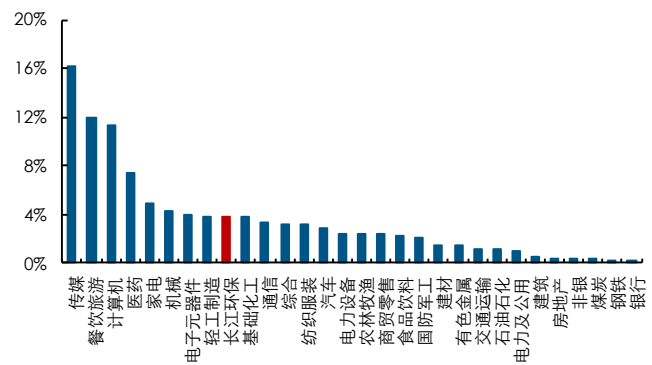
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：2018Q3 环保行业商誉/净资产与其他行业的比对



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2018Q3 环保行业商誉/总资产与其他行业的比对



资料来源：Wind，长江证券研究所

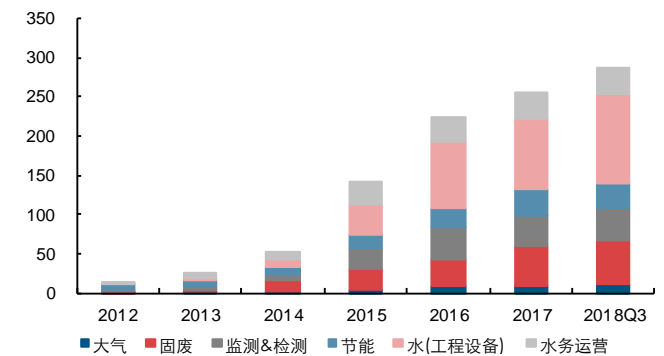
## 子行业：商誉变动对水（工程设备）和监测&检测影响最大

### 水（工程设备）商誉合计最高（113 亿元），监测&检测板块商誉占总/净资产比重最大（13.3%/20.5%）

环保行业中，水（工程设备）子板块商誉占比最高，达 39%。截至 2018Q3，统计各子板块的商誉，水（工程设备）、固废、监测&检测子板块商誉最高，分别达 113/56/40 亿元，在板块中占比达 39%/19%/14%。水（工程设备）中主要是中金环境、东方园林，商誉分别高达 29.69/23.23 亿元。

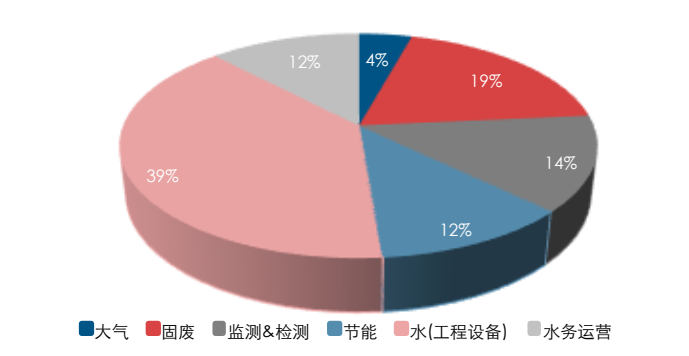
监测&检测板块商誉与总资产、净资产的比值最高，其次为水（工程设备）。截止 2018Q3，监测&检测板块的商誉/总资产、商誉/净资产分别为 13.3%/20.5%，主要是因为理工环科近年来连续并购北京尚洋、江西博微、碧蓝环保等所致，公司该两比值分别达 48.4%/57.3%。其次为水（工程设备）子板块，分别为 5.8%/15.2%，其中中金环境为 29.3%/57.8%，中金环境主要因为并购金山环保、中咨华宇、金泰莱等推高了商誉；此外商誉/净资产较高的公司还有清水源（37.9%）、兴源环境（32.5%）、中持股份（28.4%）、京蓝科技（27.7%）等。

图 9：环保行业各子行业商誉（亿元）



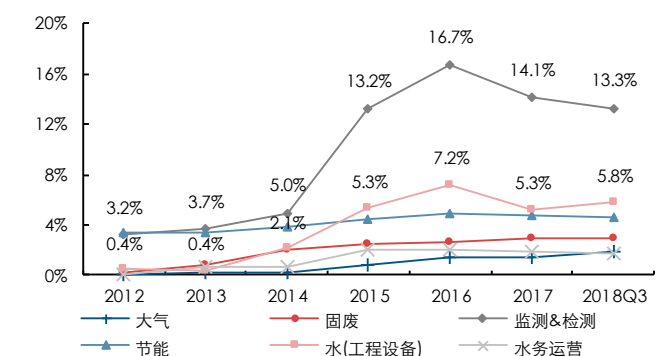
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2018Q3 环保行业中各子行业的商誉占比



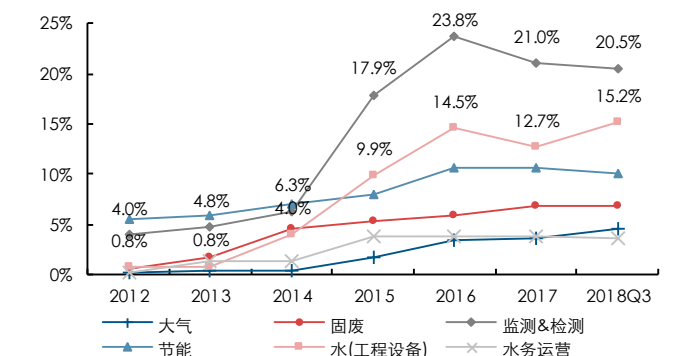
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：各子行业商誉期末余额/总资产的情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注监测&检测、水（工程设备））

图 12：各子行业商誉期末余额/净资产的情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注监测&检测、水（工程设备））

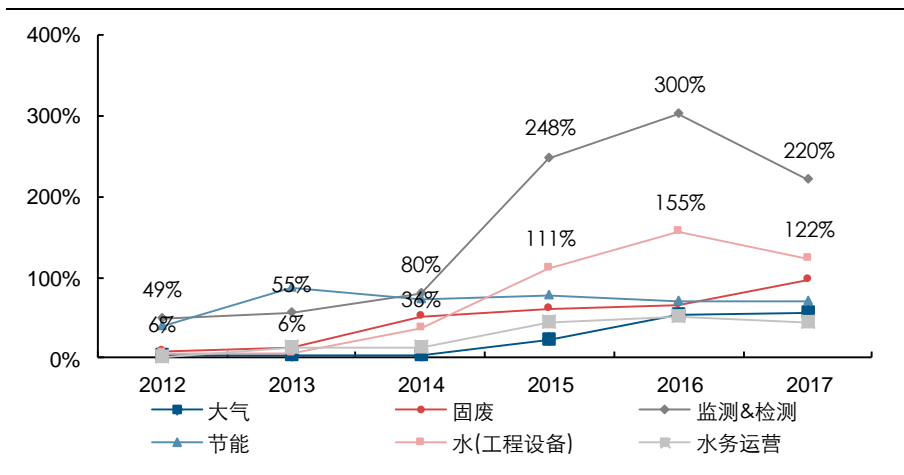
## 对业绩：商誉减值对监测&检测业绩影响最大

**商誉/净利润：若出现商誉减值，监测&检测子行业受影响最大。**监测&检测子行业近年商誉较年净利润上涨最快，2017年子行业商誉达净利润的220%，若出现减值，业绩受影响将较大；其次是水（工程设备）、固废板块，分别达122%、97%。

**商誉减值损失/净利润：过去2年也是监测&检测子行业的业绩受商誉减值损失影响最大。**2016年开始，监测&检测子行业业绩受商誉减值影响显著提升，由2015年的2.1%提升至2016年的8.9%，2017年为7.1%仍然维持在高位；而2017年固废/水（工程设备）受到的影响也显著放大，分别由2016年的0.8%/0.2%提升至5.2%/4.8%。

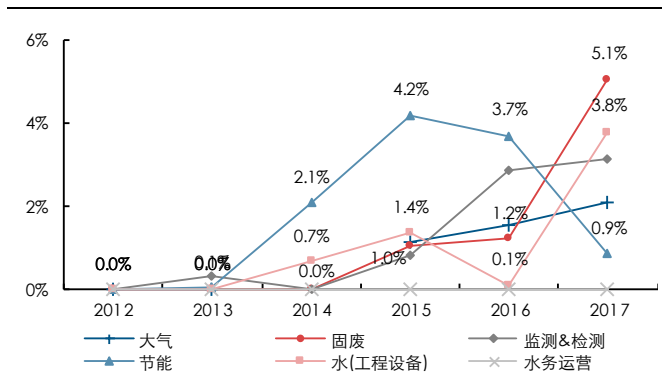
**商誉减值损失/(商誉+商誉减值损失)：从各子行业商誉自身损失的程度看，固废、水（工程设备）损失比例高。**2017年固废、水（工程设备）的商誉损失比例分别为5.1%/3.8%，其次是监测&检测，比例为3.1%。

图 13：各子行业商誉/净利润的情况



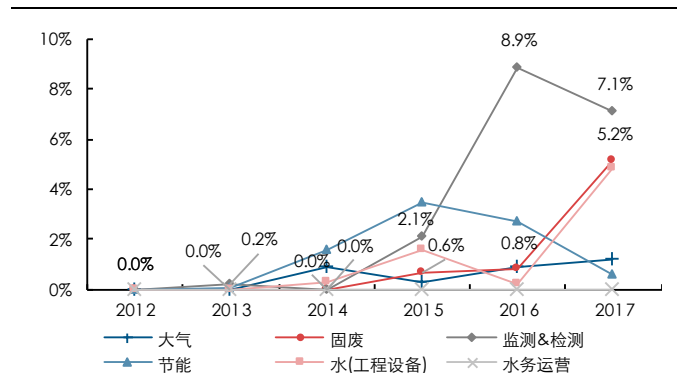
资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注监测&检测、水（工程设备））

图 14：各子行业商誉减值损失/(商誉+商誉减值损失)的情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注固废、水（工程设备）、节能）

图 15：各子行业商誉减值损失/净利润的情况

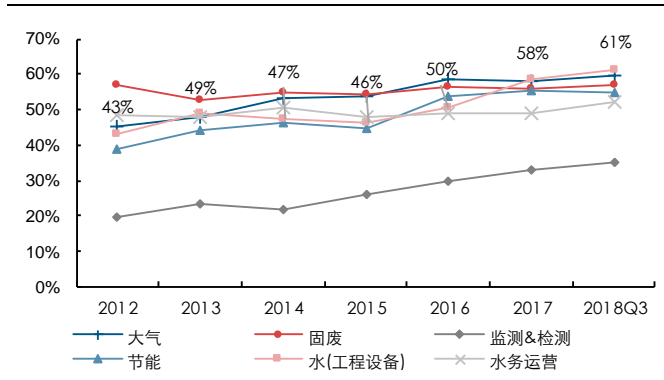


资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注监测&检测、固废）

## 对负债：若发生商誉减值对水（工程设备）影响最大

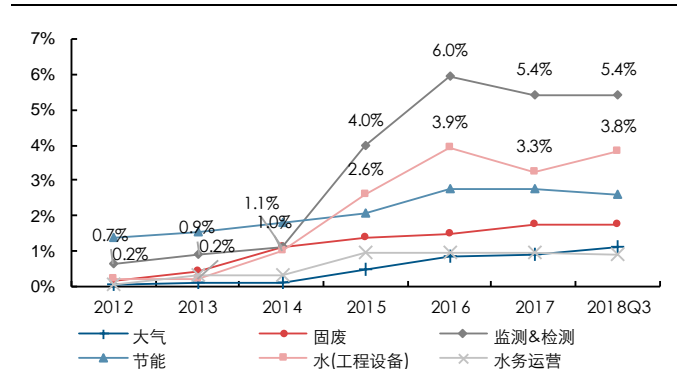
考察若剔除商誉，对各子行业负债的影响，监测&检测负债率上升最多，水（工程设备）受影响最大。截至 2018Q3，水（工程设备）资产负债率最高，达 61.5%，若扣除商誉的影响，考察指标“总负债/(总资产-商誉)”，水（工程设备）负债率将提升 3.8pct 达 65.3%，故若商誉出现减值，对公司的融资能力影响最大；且该子行业业绩增速对资金情况敏感，故水（工程设备）受影响最大。因商誉使负债率摊薄最多的是监测&检测，达 5.4pct；但该行业资产负债率相对较低（40.7%），且业绩增长对资金需求较低，故影响相对不显著。

图 16：各子行业资产负债率的情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注水（工程设备））

图 17：各子行业(总负债/(总资产-商誉)-资产负债率)的情况



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据标注监测&检测、水（工程设备））

## 标的：业绩不达承诺、政策变化是商誉减值主因

环保标的中商誉规模前五为中金环境（29.7 亿元）、首创股份（28.8 亿元）、东方园林（23.2 亿元）、理工环科（16.6 亿元）、兴源环境（13.5 亿元），主要是涉水标的。商誉 2.0 亿元以上的环保标的商誉核心指标列于表 3 中供参考。

2017 年商誉减值损失前五为盛运环保（2.67 亿元）、云投生态（2.50 亿元）、万邦达（0.71 亿元）、盈峰环境（0.51 亿元）、聚光科技（0.39 亿元）。行业发生商誉减值的主要原因包括并购标的业绩不达承诺、政策环境变化致使经营发生变化、经营萎缩等。

表 3：2017 年出现商誉减值的环保标的及减值原因

证券简称	所属板块	2017年商誉减值损失（亿元）	商誉减值原因
盛运环保	固废	2.67	减值测试后对中科通用进行减值
云投生态	水(工程设备)	2.50	洪尧园林未达经营目标，按可收回价值低于账面价值的金额计提减值
万邦达	水(工程设备)	0.71	昊天节能多次不定期限产、停产，商誉减值6473万元；其余为泰祜石油减值，盈利情况与承诺偏差较大
盈峰环境	监测&检测	0.51	对亮科环保减值测试后计提
聚光科技	监测&检测	0.39	对三峡环保、华春环保计提商誉减值
天瑞仪器	监测&检测	0.25	天瑞环境业绩未完成承诺，计提商誉减值
国祯环保	水(工程设备)	0.21	对麦王环境减值测试后计提
菲达环保	大气	0.20	江苏海德业绩未达约定，减值测试后计提

科达洁能	节能	0.14	长沙埃尔经营萎缩, 计提商誉减值
华测检测	监测&检测	0.12	对CEM INTERNATIONAL LTD、杭州华安无损、深圳泰克尼林、福州特安泉、浙江盛诺计提了商誉减值
碧水源	水(工程设备)	0.10	对河南碧水源计提商誉减值
天壕环境	节能	0.07	根据所签订项目, 拟以收购时资产账面价值投出, 对华盛燃气计提商誉减值
长青集团	节能	0.06	鹤壁长青于2015年受让时形成商誉, 因以煤炭作为能源无法继续实施而取消该热电项目, 进行减值
天奇股份	固废	0.04	对宁波废旧汽车回收公司减值测试后计提
理工环科	监测&检测	0.02	对雷鸟软件减值测试后计提
迪森股份	节能	0.02	对湖南索拓减值测试后计提

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 4: 主要环保公司商誉相关核心指标情况

证券简称	所属板块	商誉 (亿元) 2018Q3	商誉减值 损失 (亿元) 2017A	商誉/净利润 (%) 2017A	商誉/总资产 (%) 2018Q3	商誉/净资产 (%) 2018Q3	商誉减值损 失/(商誉+商 誉减值损失) (%) 2017A	商誉减值损 失/净利润 (%) 2017A	资产负债率 (%) 2018Q3	总负债/(总 资产-商誉) (%) 2018Q3
中金环境	水(工程设备)	29.7		249%	29.3%	57.8%			49.3%	69.8%
首创股份	水务运营	28.8		407%	4.5%	15.2%			70.2%	73.5%
东方园林	水(工程设备)	23.2		75%	5.6%	18.9%			70.4%	74.6%
理工环科	监测&检测	16.6	0.02	598%	48.4%	57.3%	0.1%	0.7%	15.6%	30.2%
兴源环境	水(工程设备)	13.5		375%	12.3%	32.5%			62.3%	71.0%
京蓝科技	水(工程设备)	12.5		416%	12.2%	27.7%			56.2%	63.9%
东江环保	固废	12.4		223%	12.7%	26.8%			52.7%	60.4%
科达洁能	节能	11.9	0.14	239%	8.9%	19.8%	1.1%	2.7%	55.2%	60.5%
天壕环境	节能	11.7	0.07	1577%	14.9%	32.8%	0.6%	9.4%	54.6%	64.2%
维尔利	固废	10.5		728%	16.0%	27.8%			42.5%	50.6%
碧水源	水(工程设备)	8.2	0.10	32%	1.6%	3.8%	1.2%	0.4%	58.5%	59.5%
启迪桑德	固废	7.7		51%	1.9%	5.0%			60.8%	62.0%
聚光科技	监测&检测	7.6	0.39	146%	10.5%	19.7%	5.0%	7.7%	46.8%	52.3%
三维丝	大气	6.6		1951%	24.0%	48.0%			49.9%	65.8%
清水源	水(工程设备)	5.9		497%	16.4%	37.9%			56.7%	67.8%
盈峰环境	监测&检测	5.3	0.51	151%	6.5%	12.0%	8.7%	14.4%	45.8%	49.0%
高能环境	固废	5.3		157%	6.5%	16.9%			61.7%	66.0%
天瑞仪器	监测&检测	5.3	0.25	458%	24.1%	31.4%	4.6%	22.0%	23.3%	30.7%
渤海股份	水务运营	5.1		292%	8.2%	19.9%			58.8%	64.1%
金圆股份	固废	4.9		111%	6.0%	11.5%			48.0%	51.1%
富春环保	节能	4.5		110%	7.8%	11.1%			30.2%	32.7%
格林美	固废	4.1		62%	1.6%	4.0%			60.1%	61.1%
万邦达	水(工程设备)	3.9	0.71	126%	5.0%	6.5%	15.5%	23.1%	23.0%	24.2%
天翔环境	水(工程设备)	3.5		475%	5.9%	21.5%			72.4%	77.0%

瀚蓝环境	固废	3.3		47%	2.2%	5.2%			58.4%	59.7%
迪森股份	节能	3.0	0.02	119%	8.8%	18.9%	0.6%	0.7%	53.2%	58.4%
先河环保	监测&检测	2.9		147%	13.3%	16.5%			19.4%	22.3%
国祯环保	水(工程设备)	2.7	0.21	131%	2.9%	10.9%	7.1%	10.0%	73.3%	75.5%
中持股份	水(工程设备)	2.3			10.1%	28.4%			64.4%	71.6%
津膜科技	水(工程设备)	2.2		-348%	7.6%	12.6%			39.9%	43.2%
巴安水务	水(工程设备)	2.0		155%	3.8%	8.7%			56.0%	58.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以上为 2018Q3 商誉在 2 亿元以上的环保标的）

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。