

研究所

证券分析师：杨娟荣 S0350510120011
0755-83707462 yangjr@ghzq.com.cn

布局六地，春耕秋收

——碧水源跟踪报告

投资要点：

- **精挑细选六大根据地，夯实业务发展基础** 凭借充裕超募资金，公司在全国范围攻城略地，先后在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北建立业务根据地，这为公司业务的稳定发展奠定了良好的基础。首先，这六个地区或水环境污染严重或水资源紧缺，在水污染治理、再生水应用方面具有强烈的内生性需求，是公司获取项目订单的沃土。其次，MBR 工艺效果与目前我国的污水处理政策导向完全契合，以上地区污水处理费征收标准高，价格承受能力强，非常有利于公司 MBR 工艺的顺利推广。最后，以上六个地区政府财政实力雄厚，污水治理投资大、项目多、工程款支付能力强，为公司工程款的顺利回收提供了有力保障。
- **在手订单充裕，潜在项目众多** 目前，公司在手订单充裕，执行中的大中型项目包括：昆明市第九和第十污水处理厂（5 亿元）、南京城东污水处理三期项目（约 2.1 亿元）、北京市高碑店再生水厂超滤膜系统（1.86 亿元）等。基于此，预计公司 2011 年业绩将实现快速增长，2012 年业绩亦可获得一定程度的保障。此外，公司拥有大量潜在项目。在北京地区，公司有望承接北京亦庄经济开发区再生水项目、自来水厂提标改造等项目。江苏、云南有大量待建项目，可以预期公司将成为这块市场蛋糕的重要分享者。预计经过半年时间的筹备，2012 年公司在湖南、内蒙古、湖北地区的项目将陆续开建。大量的潜在项目是公司 2012、2013 年业绩稳定增长的源泉。
- **膜丝产能逐年释放，项目顺利实施有保障** 为配合工程项目的实施，公司逐步在各业务区域建立膜生产基地，截止 2011 年底，公司已筹建和计划筹建的膜生产基地已达到 7 个。2011 年底，公司膜丝产能约 330 万 m²，到 2016 年预计可达到 890 万 m²，膜产能的逐年释放将为公司业务规模的快速增长提供有利支持。
- **公司资金充裕，可支持其快速发展** 2011 年 9 月 30 日，公司货币资金约 17 亿元，资产负债率仅为 6%，远低于水务行业其他上市公司。目前国内经济增速放缓、地方政府支付能力有所下降，污水处理行业公司面临资金压力增大的境况。在此背景下，碧水源手握大量货币资金，一枝独秀，具备了抢占市场先机、争夺市场份额、在经济下行周期中保持快速发展的实力。
- **上调至“买入”评级** 经测算，预计公司 2011/2012/2013 年每股收益分别为 1.06/1.77/2.40 元，33.72 元的股价对应市盈率分别为 32/19/14 倍。经过前期下跌，股价风险已得到释放。2012 年 30 倍 PE 对应股价为 53.10 元，目前公司股价为 33.72 元，具有较高的安全边际，上调至“买入”评级。
- **风险提示** 主要客户支付能力严重下降导致项目应收账款不能及时收回的风险；受竞争对手挤压，公司拿项目能力出现下降的风险；公司在建项目建设进度放缓的风险。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	500	1181	1555	2292
增长率(%)	60%	136%	32%	47%
净利润(百万元)	177	342	571	777
增长率(%)	65%	93%	67%	36%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.06	1.77	2.40
ROE(%)	5.99%	10.40%	14.77%	16.52%

目 录

1、精挑细选六大根据地，夯实业务发展基础.....	4
1.1、六地区污水治理要求高，成为项目订单沃土.....	4
1.2、目标城市污水处理费高，有利于 MBR 工艺推广.....	6
1.3、业务区域财政实力雄厚，工程回款有保障.....	7
2、在手订单充裕，潜在项目众多.....	7
3、膜丝产能逐年释放，项目顺利实施有保障.....	8
4、公司资金充裕，可支持其快速发展.....	9
5、盈利预测.....	10
6、风险提示.....	11

1、精挑细选六大根据地，夯实业务发展基础

凭借充裕超募资金，公司在全国范围攻城略地，先后在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北建立业务根据地。以上地区在污水处理方面具有强劲的内生性需求，且财政支付能力强，显示出公司业务区域定位明确，这为后续大量订单的获取及工程款项的顺利回收打下了坚实基础。

1.1、六地区污水处理要求高，成为项目订单沃土

公司立足北京，2008 年开始大举拓展京外市场。截止 2011 年底，公司已在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北 6 个地区建立了业务根据地，下属公司达到 16 家之多。

公司业务范围涵盖市政污水处理工程建设、工业废水处理工程建设、固废处理工程建设、市政工程建设、膜销售、净水器销售，其中，市政污水处理工程建设是公司的主营业务，工业废水处理工程建设则是下一个发展重点。

表 1、公司已在北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北建立业务根据地

地区	公司名称	设立时间	持股比例	合资方
北京	北京碧水源膜科技有限公司	2006/10	100%	--
	北京碧水源净水科技有限公司	2009/06	60%	鲁纯、梁辉
	北京碧水源环境科技有限公司	2010/11	100%	--
	普瑞奇环境工程（北京）有限公司	2011/03	51%	杨海清，李桂平，王彦成等
	北京碧水源博大水务科技	2011/04	55%	北京博大水务有限公司 北京泰宁科创雨水利用技术股份有限公司
	北京久安建设投资集团有限公司	2011/04	50.15%	陈桂珍、杨中春、黄瑛、吴仲全
	北京碧水源固体废物处理科技有限公司	2011/08	96%	石艾帆
江苏	江苏碧水源环境科技有限公司	2008/09	70%	无锡市市政公用产业集团 无锡市高新技术风险投资股份有限公司
	南京城建环保水务投资有限公司	2011/06	50%	南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司
	无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011/07	39%	三菱丽阳株式会社 江苏碧水源环境科技有限责任公司
云南	云南城投碧水源水务科技	2010/02	50%	云南省水务产业投资有限公司
	昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	2011/04	49%	昆明滇池投资有限责任公司
	云南水务产业投资发展有限公司	2011/05	49%	云南省水务产业投资有限公司
湖南	湖南碧水源科技有限公司	2011/06	72%	益阳市城市建设投资开发有限公司
内蒙	内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011/11	49%	内蒙古东源宇龙王实业（集团）有限公司

湖北 武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司 2011/12 49% 武钢工程技术集团

资料来源: Wind、国海证券研究所

北京、江苏、云南、湖南、内蒙古、湖北 6 个地区是公司经过科学的战略分析圈定的目标市场，这些地区具备良好的政策环境，是公司收获项目订单的沃土。

作为首都，北京市的污水治理工作领先于全国，在污水处理厂新建/改建、再生水厂建设方面存在大量需求。江苏、云南、湖南面临太湖、滇池、湘江污染治理的艰巨任务，河湖沿岸污水排放要求高，治污工程投资预算大，这直接带动了污水处理设施的新建、改建需求。内蒙古地处于北方，面临严重的资源性缺水问题，在内蒙古经济发展与资源性缺水的矛盾日益突出的情况下，再生水设施建设将迎来发展契机。

表 2、公司业务区域环保政策严格

地区	污水处理政策
北京	2010 年 12 月 6 日，北京环保局发布了《城镇污水处理厂水污染排放标准（征求意见稿）》。标准要求，新建城镇污水处理厂的排放限制要按照该标准执行，现有中心城污水处理厂、新城污水处理厂则应在 2014 年 12 月 31 日前完成升级改造。北京市的标准远高于国标中最严格的一级 A 排放标准，接近了国标地表水 III 类水体的水质。
江苏	2007 年，江苏省环保厅和江苏省质量技术监督局发布《太湖地区城镇地区污水处理厂及重点工业行业主要水污染物排放限值》(DB32/1072-2007) 的标准，于 2008 年 1 月 1 日起强制实施。此排放标准持平于国标的一级 A 标准。标准中规定的“太湖地区”涵盖了无锡、常州、苏州市辖区、南京市溧水县、高淳县，镇江市丹阳市、句容市；所涉及的重点工业包括纺织染整工业、化学工业、造纸工业、钢铁工业、电镀工业、食品制造工业(味精工业和啤酒工业)六大工业。 2011 年 12 月 15 日，南京市下发了《关于进一步深化环境保护工作的决定》，表示将实施最严格环境管理制度。今后南京在对企业的排放标准方面，将参照太湖地区水污染物排放标准要求，从严格执行化工、造纸、冶金、建材、电镀、食品等重点行业的环保标准。实施城镇污水处理厂提标改造，主要城镇生活污水处理厂污染物排放达到一级 A 标准。
云南	2008 年发布的《滇池流域水环境综合治理总体方案》，明确提出了以“环湖截污和交通、农业生产面源治理、生态修复与建设、入湖河道整治、生态清淤、外流域调水及节水”六大工程为重点的治理思路。截止 2011 年底，昆明市主城区现有 8 个污水处理厂处理规模合计 110.5 万吨/天，排放标准均为一级 A。 “十二五”期间，滇池治污投资预算为 420 亿元。昆明市主城区将陆续建设第九、第十、第十一、第十二污水处理厂。目前，昆明空港经济区、经开区都在筹建污水处理厂。
湖南	2011 年 3 月国务院正式批复《湘江流域重金属污染治理实施方案》，总方案要求，铅、汞、镉、铬、砷等重金属排放总量在 2008 年基础上削减 70% 左右。方案规划项目 927 个，总投资 595 亿元，规划期限 2011-2015 年。

自 2010 年 11 月 1 日起施行的《内蒙古自治区城镇污水处理厂运行监督管理办法》规定，城镇污水处理厂的出水水质达不到国家或者地方规定的水污染物排放标准的，应当进行提标改造。

内蒙古

2011 年 11 月，内蒙古全区节水型社会建设暨水资源管理工作座谈会提出，内蒙古将进一步强化取水许可、用水计划和节约用水管理，确保用水总量、定额管理和节水“三同时”制度的落实。坚决遏制不合理新增取水，限制高耗水产业发展，促进经济结构和产业布局与水资源承载能力相协调。

湖北

于 2011 年发布的《湖北省住房和城乡建设事业“十二五”规划纲要》提出，提高城镇污水处理设施运营效率。继续推进城镇污水处理设施、配套管网和污泥处置设施的建设，提高污水收集和处理能力。重点加强开发区、工业园区等区域的污水处理设施升级改造，全省城镇处理率达到 85%，其中城市（县城）达到 90%，重点镇达到 50%以上。以提高污水处理收集率和进水浓度为重点，加快污水处理厂配套管网建设和老城区雨污分流改造步伐；妥善做好污水处理厂污泥处理处置工作，全省城镇污水处理厂污泥无害化处理处置率达到 50%以上；强化污水处理厂运行监管，确保建成设施投资效益的充分发挥。加大城镇污水处理费特别是自备水源污水处理费征收力度，提高征收率。积极争取国家政策支持，优先建设生态敏感区小城镇污水处理设施。

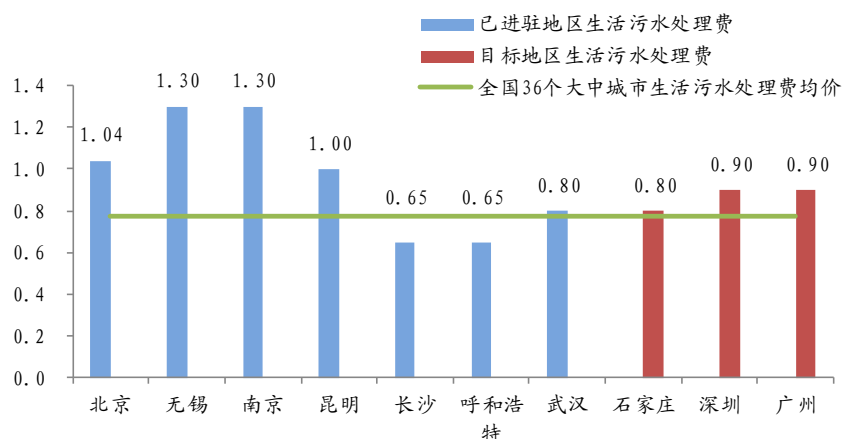
资料来源：公开网站、国海证券研究所

1.2、目标城市污水处理费高，有利于 MBR 工艺推广

目前公司业务区域主要涉及北京、无锡、南京、昆明、益阳、鄂尔多斯、武汉等城市，其中多数城市生活污水处理费高于全国平均水平 0.77 元，且公司意欲进驻的石家庄、深圳、广州等地的生活污水处理费征收标准亦高于全国平均水平。

这些地区或水环境污染严重或水资源紧缺，在水污染治理、再生水应用方面具有强烈需求，因此污水处理费征收标准亦较高。相比传统污水处理工艺，MBR 的投资成本、运营成本略高。但 MBR 出水水质稳定、脱氮除磷效果好、占地面积小、污泥产生量小，工艺效果与目前我国的污水处理政策导向完全契合，市场前景非常广阔。以上地区污水处理费征收标准高，价格承受能力强，非常有利于公司 MBR 工艺的顺利推广。

图 1、公司目标城市污水处理费多高于全国平均水平（2012 年 1 月数据）



资料来源：中国管网、国海证券研究所

1.3、业务区域财政实力雄厚，工程回款有保障

公司业务区域地方政府财政实力雄厚，污水治理投资大、项目多、工程款支付能力强，是公司实现稳健发展的坚实保障。2010年，江苏省财政收入约4000亿元，占全国地方财政收入的10%，位居全国第2。公司总部所在地北京2010年的财政收入位列全国第6，湖南、内蒙则分列第13和14。

表 3、公司业务区域地方财政实力雄厚

地区	2010年财政收入(亿元)	占我国地方财政收入比例	排名
江苏	4,079.86	10.05%	2
北京	2,353.93	5.80%	6
湖南	1,081.69	2.66%	13
内蒙古	1,069.98	2.63%	14
湖北	1,011.23	2.49%	16
云南	871.19	2.15%	20

资料来源：Wind、国海证券研究所

2、在手订单充裕，潜在项目众多

目前，公司在手订单充裕，执行中的大中型项目包括：昆明市第九和第十污水处理厂（5亿元）、南京城东污水处理三期项目（约2.1亿元）、北京市高碑店再生水厂超滤膜系统（1.86亿元）、昆明市呈贡新区洛龙河雨水处理站项目（7000万元）等。基于此，公司2011、2012年业绩稳定增长无忧。

公司在北京市场处于垄断地位，北京亦庄经济开发区再生水项目、自来水厂提标改造项目等均为公司潜在项目。自2008年在江苏成立合资公司、2010年在云南成立合资公司后，公司近几年在江苏、云南连续斩获大单，业务拓展顺利，目前江苏、云南仍有大量待建项目，可以预期公司将成为这块市场蛋糕的重要分享者。2011年，公司连续布局湖南、内蒙古、湖北，预计经过半年时间的筹备，2012年公司在这些地区的项目将陆续开建，成为公司2012、2013年业绩增长的重要来源之一。

表 4、公司项目储备丰富

地区	执行中的大中型项目	潜在项目
北京	北京市高碑店再生水厂超滤膜系统（1.86亿元）、北京市房山区城关再生水厂及回用管网工程设备（约370万元）、北京市通州区河东再生水厂工程（2401万元）、北京市昌平区百善再生水厂工程（1351万元）、中央财经大学沙河新校区一期（2）阶段中水处理系统工程（222万元）	亦庄经济开发区再生水项目、北京市自来水厂提标改造项目、北京市再生水厂建设项目

江苏	无锡市高新水务有限公司新区梅村水处理厂所需 MBR 工艺膜过滤污水处理系统 (3050 万元)、无锡市城北污水处理厂五期 (约 7000 万元)、无锡马山污水处理项目 (约 2800 万元)、南京城东污水处理三期项目 (约 2.1 亿元)、南京仙林大学城污水处理项目 (约 7000 万元)	无锡市污水处理厂新建、改造项目, 南京市污水处理厂新建、改造项目
云南	昆明市第九和第十污水处理厂 (5 亿元)、昆明市呈贡新区洛龙河雨水处理站项目 (7000 万元)、大理州云龙县污水处理厂 (2447 万元)、大理州鹤庆县污水处理厂 (2057 万元)	昆明安宁污水再生利用项目 (30 万吨)、昆明市第十一污水处理厂、昆明市第十二污水处理厂、云南省州县污水处理厂建设
湖南		龙岭工业园污水处理项目 (约 8000 万元)、益阳高新区南扩区污水处理项目 (约 1 亿元)、大通湖区污水处理项目 (约 3700 万元)、安化梅城污水处理项目 (约 6000 万元), 湖南省污水处理厂新建、改建项目
内蒙古		鄂尔多斯市达拉特旗树林召镇生活污水处理厂新建项目、鄂尔多斯市达拉特旗电厂冷却水再生回用新建项目, 内蒙古工业废水处理项目、内蒙古市政污水处理项目
武汉		武钢工业港、北湖工业废水后期深度处理 (43 万吨/天)、港东水厂升级改造, 武钢集团工业废水处理项目、武汉市污水处理厂新建、改造项目

资料来源: 公司公告、公开网站、国海证券研究所

3、膜丝产能逐年释放, 项目顺利实施有保障

为配合工程项目的实施, 公司逐步在各业务区域建立膜生产基地, 截止 2011 年底, 公司已筹建和计划筹建的膜生产基地已达到 7 个。

表 5、公司膜生产基地已发展为 7 个

子公司/合营企业/联营企业名称	成立时间	股权比例	产品
北京碧水源膜科技有限公司	2006 年 10 月 18 日	100%	超微滤膜
江苏碧水源环境科技有限公司	2008 年 9 月 4 日	70%	PVDF 中空纤维膜
云南城投碧水源水务科技有限责任公司	2010 年 2 月 2 日	50%	超微滤膜
无锡碧水源丽阳膜科技有限公司	2011 年 7 月 6 日	39%	超微滤膜
内蒙古东源水务科技发展有限公司	2011 年 11 月 15 日	49%	超微滤膜
武汉武钢碧水源环保技术有限责任公司	2011 年 12 月 6 日	49%	超滤膜、反渗透膜

湖南碧水源科技有限公司

2011年6月17日

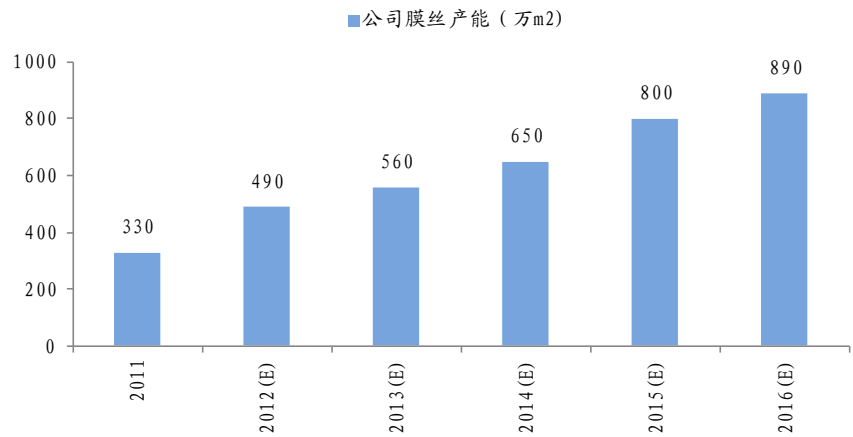
72%

膜内衬

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2011年底，公司膜丝产能约330万m²，到2016年预计可达到890万m²，膜丝产能的逐年释放将为公司业务规模的快速增长提供有利支持。

图 2、公司膜丝产能逐年释放，保证项目顺利实施

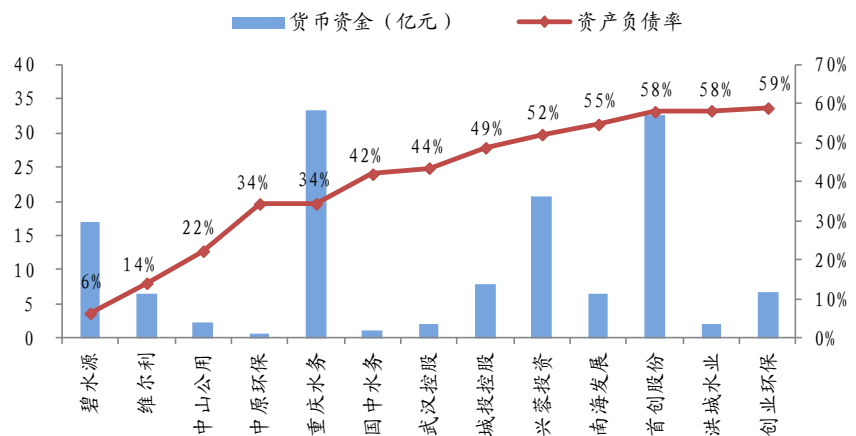


资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、公司资金充裕，可支持其快速发展

2011年9月30日，公司货币资金约17亿元，资产负债率仅为6%，远低于水务行业其他上市公司。市政污水处理行业下游为地方政府，在目前经济增速放缓、地方政府支付能力有所下降的背景下，污水处理行业面临资金压力增大的境况。在整个污水处理行业受到此种不利影响的情况下，碧水源手握大量货币资金，一枝独秀，充裕的资金给予了公司在经济下行周期中保持快速发展的实力。

图 3、资金充裕，一枝独秀（2011年9月30日数据）



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司资金实力雄厚，经测试发现，公司资金可支持其保持三年的快速发展。具体假设包括：1.资产负债率提高至 50%；2. 2011-2013 年营业收入增速为 100%、50%、50%；3.商品、项目回款比例为 30%；4.销售毛利率为 40%。由表 6 可知，2013 年公司实现 22.5 亿元的营业收入则需要 13.5 亿元的成本支出，公司 2012 年底可支配资金为 38.96 亿元，大于 2013 年的资金需求。

表 6、公司资金实力可支持其三年高增长

总资产（亿元）				33.14
负债（亿元）				2.12
资产负债率（亿元）				6%
资产负债率上限				50%
增加总资产（亿元）				28.90
目前可支配资金（亿元）				14.57
预期可支配资金（亿元）				43.46
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入（亿元）	5.00	10.00	15.00	22.50
收入增速		100%	50%	50%
回款比例		30%	30%	30%
收回资金（亿元）		3.00	4.50	6.75
毛利率		40%	40%	40%
成本支出（亿元）		6.00	9.00	13.50
现金流出（亿元）		3.00	4.50	6.75
可用货币资金（亿元）		40.46	38.96	36.71

资料来源：Wind、国海证券研究所

5、盈利预测

盈利预测主要假设：

(1) 根据公司已公布项目及预期项目测算，2011-2013 年，公司营业收入为 11.81 亿元、15.55 亿元、22.92 亿元；

(2) 公司自 2011 年将北京久安建设投资集团有限公司纳入合并报表，市政工程建设业务毛利率较低，导致公司 2011-2013 年综合毛利率相比 2010 年有所下降；

(3) 2011-2013 年，公司所得税率为 15%。

经测算，预计公司 2011/2012/2013 年每股收益分别为 1.06/1.77/2.40 元，33.72

元的股价对应市盈率分别为 32/19/14 倍。经过前期下跌，股价风险已得到释放。2012 年 30 倍 PE 对应股价为 53.10 元，目前公司股价为 33.72 元，具有较高的安全边际，上调至“买入”评级。

6、风险提示

主要客户支付能力严重下降导致项目应收账款不能及时收回的风险；

受竞争对手挤压，公司拿项目能力出现下降的风险；

公司在建项目建设进度放缓的风险。

表 7、碧水源盈利预测

财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	6%	10%	15%	17%	EPS	1.20	1.06	1.77	2.40
毛利率	49%	44%	41%	42%	BVPS	19.97	10.07	11.72	13.97
期间费率	6%	7%	3%	7%	估值				
销售净利率	35%	29%	37%	34%	P/E	28.01	31.85	19.09	14.04
成长能力					P/B	1.69	3.35	2.88	2.41
收入增长率	60%	136%	32%	47%	P/S	9.90	9.23	7.01	4.76
利润增长率	65%	93%	67%	36%					
营运能力					利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	0.16	0.31	0.31	0.37	营业收入	500	1181	1555	2292
应收账款周转率	4.39	3.54	3.54	3.54	营业成本	257	661	923	1335
存货周转率	6.22	6.22	6.22	6.22	营业税金及附加	8	18	24	36
偿债能力					销售费用	7	16	21	31
资产负债率	7%	13%	24%	24%	管理费用	31	107	119	155
流动比	14.82	5.20	3.08	3.24	财务费用	(16)	(20)	(89)	(55)
速动比	14.60	4.96	2.95	3.09	其他费用/(-收入)	(4)	22	154	240
					营业利润	209	420	711	1032
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	(0)	0	0	0
现金及现金等价物	2632	1907	2953	3673	利润总额	209	420	711	1032
应收款项	114	334	440	648	所得税费用	30	60	101	146
存货净额	41	109	152	220	净利润	179	360	610	885
其他流动资产	25	59	78	115	少数股东损益	2	18	39	108
流动资产合计	2813	2410	3623	4657	归属于母公司净利润	177	342	571	777
固定资产	169	252	337	413					
在建工程	29	39	39	39	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	119	119	108	96	经营活动现金流	178	(189)	356	462
长期股权投资	31	953	953	953	净利润	179	360	610	885
资产总计	3172	3785	5071	6169	少数股东权益	2	18	39	108
短期借款	0	0	550	550	折旧摊销	9	29	37	44
应付款项	133	389	541	783	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	13	31	41	61	营运资金变动	(13)	(596)	(330)	(575)
其他流动负债	44	44	44	44	投资活动现金流	(217)	(1016)	(85)	(76)
流动负债合计	190	463	1176	1438	资本支出	(138)	(93)	(85)	(76)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(31)	(923)	0	0
其他长期负债	27	27	27	27	其他	(48)	0	0	0
长期负债合计	27	27	27	27	筹资活动现金流	(686)	(22)	514	(49)
负债合计	217	491	1203	1465	债务融资	0	0	550	0
股本	147	323	323	323	权益融资	2451	0	0	0
股东权益	2955	3294	3868	4704	其它	(3137)	(22)	(36)	(49)
负债和股东权益总计	3172	3784	5071	6169	现金净增加额	(725)	(1226)	785	337

资料来源: Wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

杨娟荣，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。本报告清晰准确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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。

【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惟一参考因素，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，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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。