

日期: 2014 年 7 月 24 日
行业: 生态保护和环境治理业



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@shzq.com
执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB12.14 元
上市合理定价 RMB21.68-26.01 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	22.06
发行后总股本 (百万股)	88.23
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价申购
保荐机构	网下询价配售 国元证券

主要股东

安徽国祯集团股份有限公司	58.83%
丸红株式会社	25.00%
合肥高新建设投资集团公司 (SS)	6.52%

收入结构 (2013)

生活污水处理投资运营业务	65.19%
环境工程 EPC 业务	26.77%
污水处理设备生产销售业务	8.04%

报告编号: JLJ14-NSP03

首次报告日期: 2014 年 7 月 24 日

污水处理的综合解决方案提供商

■ 投资要点:

污水处理的综合解决方案提供商

公司的主要业务为生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC 业务、污水处理设备生产销售业务, 是我国生活污水处理行业市场化过程中提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一, 现已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全寿命周期的完整产业链。

募投项目有助于公司持续增长

公司募投资金主要投向涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目、宁海县宁东污水处理厂 (一期) 特许经营项目等, 将增加公司运营规模, 有助于公司持续增长。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014、2015 年归于母公司的净利润分别为 7650 万元和 8967 万元, 同比增速分别为 32.51% 和 17.22%, 相应的稀释后每股收益为 0.87 元和 1.02 元。

定价结论

公司拟公开发行 2206 万股普通股, 不进行老股转让, 发行后总股本 8822.65 万股, 公司发行价格为 12.14 元/股。

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 21.68-26.01 元, 对应 2014 年每股收益的 25-30 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	462.84	503.72	638.23	812.35	1,017.48
年增长率 (%)	27.48%	8.83%	26.70%	27.28%	25.25%
归属于母公司的净利润	56.97	76.12	57.73	76.50	89.67
年增长率 (%)	20.42%	33.63%	-24.17%	32.51%	17.22%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.65	0.86	0.65	0.87	1.02

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司的主要业务为生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC 业务、污水处理设备生产销售业务，是我国生活污水处理行业市场化过程中提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一，现已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全寿命周期的完整产业链。

公司从事的生活污水处理业务，所处行业为生态保护和环境治理业。

图1 公司“一站式六维服务”



数据来源：公司招股意向书

● 行业增长前景

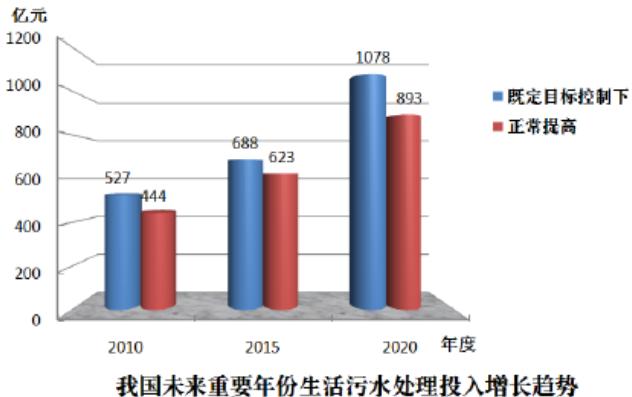
随着国家实施节能减排战略、加快培育发展战略性新兴产业，我国污水处理行业的建设规模和服务范围将进一步扩大。污水处理建设市场和运营市场进入高速发展期，产业整合逐步展开，污水处理市场化改革将进一步推进，我国污水处理投资运营市场具有广阔的市场空间。

一方面，尽管目前设市城市污水处理率已提前完成 70% 的目标，但县城和建制镇污水处理率依然较低。另一方面，我国农村污染不断扩大，导致流域支流、河网以及地下水的水质持续快速恶化。《国务院办公厅转发环保总局等部门关于加强农村环境保护工作意见的通知》(国办发[2007]63 号)指出，要逐步推进县域污水处理设施的统一规划、统一建设、统一管理。有条件的小城镇和规模较大村庄应建设污水处理设施，城市周边村镇的污水可纳入城市污水收集管网，对居住比较分散、经济条件较差村庄的生活污水，可采取分散式、低成本、易管理的方式进行处理。中小规模的水污染防治项目具备广阔的市场发展前景。

根据国家环保部环境规划院、国家信息中心发布的《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”期间的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到 10,583 亿元和 13,922 亿元；而在既定控制目标下，“十二五”和“十三五”期间我国废水治理投入将分别达到 12,781 亿元和 15,603 亿元。

“十一五”后的十年，用于城镇生活污水处理的投入保持持续增长，未来重要年份增长情况如下图：

图 2 我国未来重要年份生活污水处理投入增长趋势



数据来源：公司招股意向书

● 行业竞争结构及公司的地位

2000 年之前，我国生活污水处理行业市场化程度低，几乎不存在行业竞争。2000 年 11 月，国务院发布了《国务院关于加强城市供水节水和水污染防治工作的通知》，标志着生活污水处理行业市场化的启动，经过十余年的市场化发展，生活污水处理行业市场化程度有所提高。2013 年 11 月，十八届中央委员会第三次全体会议做出《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，指出：发展环保市场，推行节能量、碳排放权、排污权、水权交易制度，建立吸引社会资本投入生态环境保护的市场化机制，推行环境污染第三方治理。

随着污水处理行业市场化改革的深入，行业法律、法规、政策不断推出，体制、机制逐步与国际接轨，市场规模逐步扩大，市场参与者综合实力不断提高，污水处理行业的市场化进程进一步加快。

（1）国际水务巨头在国内市场的竞争

进入国内的跨国水务集团，如威立雅、苏伊士、柏林水务等，资本实力雄厚，在 20 万吨/日以上大项目中能够体现一定的资本优势，但在中小型项目中由于其管理成本相对较高，竞争优势不明显。

（2）国内生活污水处理企业间的竞争

国内生活污水处理企业主要包括地方政府主导型企业和市场化运营企业。地方政府主导型运营企业是在我国生活污水处理市场化改革过程中，由国有企业转型与重组，或者由地方政府主导改制而成，得到地方政策支持力度较大，一般规模较大，有一定的资本实力，且引进了一些市场竞争

机制，其中部分企业通过上市逐步实现转型，但依然在经营方面表现出较为明显的地域特征。

市场化运营企业包括北控水务、首创股份、创业环保等上市公司及其他民营企业。这类企业在国内市场上表现活跃、数量众多，捕捉市场机遇能力强，对竞争环境有较强的适应能力，在大量中小型生活污水处理项目中表现出较强的市场竞争力。随着市场化进程的加快，其中一部分企业将向规模更大、管理更规范的综合服务商转型，另一部分中小型企业将逐步走向专业化，在细分市场上占据一定市场份额。

表1 前10名水务企业污水处理能力和市场份额排名

排名	公司名称	污水处理能力 (万立方米/日)	市场份额 (%)
1	北控水务	921.00	6.53
2	首创股份	626.50	4.44
3	创业环保	425.05	3.01
4	桑德环境	360.48	2.56
5	威立雅	270.26	1.92
6	上实环境	243.75	1.73
7	国祯环保	221.77	1.57
8	光大国际	170.00	1.21
9	中环保水务	145.40	1.03
10	汉科环境	145.00	1.03
合计		3,529.21	25.03

数据来源：公司招股意向书

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由高新热电以整体变更方式设立。

本次发行前，国祯集团持有公司 58.83%的股份，为公司的控股股东。公司的实际控制人为李炜先生，持有国祯集团 63.77%的股份。

公司拟公开发行 2206 万股普通股，不进行老股转让，发行后总股本 8822.65 万股，公司发行价格为 12.14 元/股。

表2 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	安徽国祯集团股份有限公司	3,892.5535	58.83	3,892.5535	44.12
2	丸红株式会社	1,654.1636	25.00	1,654.1636	18.75
3	合肥高新建设投资集团公司(SS)	431.2836	6.52	254.8036	2.89
4	丸红（北京）商业贸易有限公司	330.8327	5.00	330.8327	3.75
5	安徽省环境科学研究院(SS)	53.9104	0.81	31.8504	0.36

6	安徽省环境工程评估中心(SS)	53.9104	0.81	31.8504	0.36	
7	王颖哲	50.00	0.76	50.00	0.57	
8	孟平	25.00	0.38	25.00	0.28	
9	陈会武	25.00	0.38	25.00	0.28	
10	贺燕峰	25.00	0.38	25.00	0.28	
11	刘端平	25.00	0.38	25.00	0.28	
12	王淦	25.00	0.38	25.00	0.28	
13	罗彬	15.00	0.23	15.00	0.17	
14	刘云星	5.00	0.08	5.00	0.06	
15	张洪勋	5.00	0.08	5.00	0.06	
16	全国社会保障基金理事会	-	-	220.60	2.50	
17	社会公众股	-	-	2,206.00	25.00	
	合 计	6,616.6542	100.00	8,822.6542	100.00	

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表3 公司销售收入和毛利情况（单位：万元）

项目	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	销售收入	毛利额	销售收入	毛利额	销售收入	毛利额
生活污水处理投资运营业务	41,461.11	19,479.13	33,807.90	15,520.21	24,398.35	11,462.47
环境工程 EPC 业务	17,026.95	3,182.22	12,275.04	1,974.77	16,996.04	2,919.52
污水处理设备生产销售业务	5,114.52	1,747.67	4,061.68	1,387.50	4,695.18	1,629.48

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表4 公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	63,602.58	99.65	50,144.61	99.55	46,089.57	99.58
其他业务收入	220.52	0.35	226.95	0.45	194.40	0.42
合 计	63,823.10	100.00	50,371.56	100.00	46,283.97	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表5 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
生活污水处理投资运营业务	41,461.11	65.19	33,807.90	67.42	24,398.35	52.94
其中：生活污水运营收入	34,181.35	53.74	28,594.04	57.02	20,116.02	43.65
生活污水处理利息收入	7,279.76	11.45	5,213.86	10.40	4,282.33	9.29
环境工程 EPC 业务	17,026.95	26.77	12,275.04	24.48	16,996.04	36.88
污水处理设备生产销售业务	5,114.52	8.04	4,061.68	8.10	4,695.18	10.19
主营业务收入合计	63,602.58	100.00	50,144.61	100.00	46,089.57	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表6 公司主营业务成本情况 (单位: 万元、%)

项目	2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
一、主营业务成本	39,193.56	99.98	31,262.14	100.00	30,078.10	99.97
其中: 生活污水处理投资运营 业务	21,981.98	56.08	18,287.69	58.50	12,935.89	43.00
环境工程 EPC 业务	13,844.73	35.32	10,300.27	32.95	14,076.52	46.79
污水处理设备生产销售业务	3,366.85	8.59	2,674.18	8.55	3,065.70	10.19
二、其他业务成本	6.37	0.02	1.29	0.00	8.33	0.03
三、营业成本	39,199.93	100.00	31,263.42	100.00	30,086.44	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

● 募投项目

表7 公司 IPO 募集资金项目 单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资额	使用募集资金投入金额
1	涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目	4,319.41	3,100
2	宁海县宁东污水处理厂 (一期) 特许经营项目	4,177.57	3,100
3	宁海县城南污水处理厂 (一期) 特许经营项目	2,008.21	1,500
4	兰考县城市生活污水处理厂一期提标改造、二期扩建项目	7,740.00	4,000
5	繁昌县城市 (南区) 污水处理二期项目	3,294.04	2,400
6	淮北市经济开发区新区污水处理厂 BOT 项目	4,794.11	2,900
7	长沙市湘湖污水处理厂提质改造暨中水回用示范工程项目	21,716.00	6,000
合计		48,049.34	23,000

资料来源: 公司招股意向书

涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目: 处理能力为 4.0 万立方米/日, 一期建设运营 2.0 万立方米/日, 项目采用氧化沟工艺。一期总投资额为 4,319.41 万元, 公司拟使用募集资金 3,100 万元投资涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目。涡阳县涡北污水处理厂特许经营期为 25 年。

宁海县宁东污水处理厂 (一期) 特许经营项目: 一期建设规模为 3 万吨/日, 项目采用改良型氧化沟工艺, 同时增加深度处理工艺。宁海县宁东污水处理厂 (一期) 特许经营期为 25 年。

宁海县城南污水处理厂 (一期) 特许经营项目: 一期建设规模为 1.5 万吨/日, 项目采用“改良型氧化沟+二沉池+纤维转盘滤池”的处理工艺。宁海县城南污水处理厂 (一期) 特许经营期为 25 年。

兰考县城市生活污水处理厂一期提标改造、二期扩建项目: 扩建 3 万吨/日、提标改造 2 万吨/日, 特许经营期为 30 年。

繁昌县城市(南区)污水处理二期项目:建设规模为1.5万立方米/日,特许经营期为30年。

淮北市经济开发区新区污水处理厂BOT项目:一期建设规模为2万立方米/日,特许经营期为25年。

长沙市湘湖污水处理厂提质改造暨中水回用示范工程项目:湘湖污水处理厂目前由湖南国祯以TOT方式运营,其提质改造暨中水回用示范工程项目由湖南国祯具体实施。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计2014、2015年归于母公司的净利润分别为7650万元和8967万元,同比增速分别为32.51%和17.22%,相应的稀释后每股收益为0.87元和1.02元。

表8 公司损益简表及预测(单位:万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业收入	503.72	638.23	812.35	1,017.48
二、营业总成本	442.99	569.97	719.06	908.13
营业成本	312.63	392.00	509.88	646.13
营业税金及附加	2.93	5.18	6.09	7.63
销售费用	21.82	25.62	32.49	40.70
管理费用	50.93	56.23	73.11	91.57
财务费用	52.87	90.36	97.48	122.10
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.15	1.24	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	65.88	69.50	93.29	109.35
加: 营业外收入	23.90	1.73	0.00	0.00
减: 营业外支出	4.75	0.57	0.00	0.00
五、利润总额	85.03	70.66	93.29	109.35
减: 所得税	8.43	11.56	16.79	19.68
六、净利润	76.60	59.09	76.50	89.67
减: 少数股东损益	0.47	1.37	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	76.12	57.73	76.50	89.67
总股本(百万股)	88.23	88.23	88.23	88.23
七、每股收益:	0.86	0.65	0.87	1.02

资料来源:公司招股意向书,上海证券研究所

四、风险因素

资产负债率较高的风险

2011年12月31日、2012年12月31日、2013年12月31日本公司资产负债率（母公司）分别为69.14%、77.90%和80.99%，存在一定的偿债风险，对公司经营可能产生不利影响。截至招股说明书签署日，公司以BOT、TOT方式投资运营的污水处理项目共25个，且大部分处于运营初期阶段，待项目进入稳定运营阶段后，随着债务余额逐步减少，项目负债率将逐步降低。由于公司处于快速扩张期，在已有BOT及TOT项目负债率逐步降低的同时，还将承接更多的类似项目，因此，如果负债管理不够谨慎，仍将存在一定的偿债风险。

污水处理单价调整不及时的风险

生活污水处理投资运营业务为公司的主要利润来源，该项业务收入在2011年、2012年、2013年占公司主营业务收入的比例分别为52.94%、67.42%、65.19%，毛利额占公司总毛利额的比例分别为70.77%、81.22%、79.11%。公司投资类生活污水处理项目特许经营期一般为20-30年，项目公司收入来源于根据特许经营权协议收取的污水处理费。特许经营权协议中约定了污水处理费初始单价及单价调整条款，项目运营期中按照约定的调价周期（调价周期一般为2至5年）根据项目运营成本要素（如电费、人工费、药剂费等）价格变动系数调整初始单价。因公司的投资运营项目客户主要为政府或政府成立的实体公司，根据协议约定调价周期实施单价调整时，单价调整涉及的成本要素变动系数需要多个主管机构的审核确认，单价调整可能会存在滞后性，这将会在一定程度上影响公司的经营业绩。

公司业绩难以在短期内大幅增长的风险

公司主要业务为生活污水处理投资运营业务，公司投资类生活污水处理项目特许经营期一般为20-30年，单个生活污水处理项目随着服务区域排水量的增长、借款逐步偿还及收费单价的调整，盈利能力较为稳定并呈长期上升趋势，但公司业绩难以在短期内大幅增长；虽然公司所处的行业市场容量巨大、市场化程度逐步提高且公司具备较强的市场拓展能力，但由于生活污水处理项目投资类业务市场拓展周期较长（一般需一年左右）、签约后需一定的建设周期（BOT项目）或移交改造周期（TOT项目）的特点，公司获得募集资金提升投资资本金能力后难以短期内形成投产运营的生活污水处理项目从而实现公司业绩在短期内的快速增长。

污水处理厂进水量变化引起的毛利率波动风险

因公司所属一部分污水处理厂城市管网为雨污合流制，进水量一定程度上受所在区域降雨量影响；污水收集管网的建设进度及管网收集区域的变化会影响污水处理厂的进水水量；服务区域内水用户的增长会影响污水处理厂进水水量；污水处理厂自身设施大修维护及进水水质波动也会导

致进水水量的变化。报告期内，受上述因素影响，公司部分污水处理厂进水水量存在波动，污水处理运营厂各期污水处理量会有所不同，引起运营收入的变动，在污水处理运营厂人工、摊销折旧等固定成本相对不变的情况下，由于收入的变动，导致运营厂各期毛利率有所波动。

BOT、TOT 特许经营权项目违约的风险

公司目前 BOT、TOT 投资运营项目共 25 个，为公司与政府部门签订特许经营权协议，或通过股权收购（特许经营权协议经政府部门认可）取得，根据协议中的违约条款，政府违约后将给予公司不同程度的补偿。尽管如此，由于污水处理特许经营权项目涉及金额较大，若有违约产生，仍有可能对公司的经营产生一定程度的不利影响。

财务费用上涨带来销售净利率下滑的风险

公司目前从事的生活污水处理投资运营业务和环境工程 EPC 业务对资金的需求量较大，公司自身积累的资金难以满足生产经营的需求，需要从银行等金融机构大量融资，从而产生较大的财务费用。报告期内，公司的财务费用分别为 4,275.65 万元、5,286.84 万元、9,035.88 万元，呈逐年上涨趋势。公司存在财务费用上涨带来销售净利率下滑的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均市盈率为 53.33 倍，2014 年平均动态市盈率 30.92 倍；最近上市的十家创业板企业中，2013 年平均静态市盈率为 49.21 倍、2013 年平均动态市盈率 41.62 倍。

表 9 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
600008.Sh	首创股份	6.09	0.26	0.27	0.30	0.36	23.05	22.28	20.30	16.75
600874.Sh	创业环保	7.82	0.19	0.20	0.18	0.19	41.49	39.59	43.64	41.84
600283.Sh	钱江水利	8.17	0.06	0.07	0.25	0.30	127.87	123.86	32.80	26.85
300055.SZ	万邦达	29.00	0.43	0.61	0.84	1.13	67.19	47.21	34.36	25.59
300070.SZ	碧水源	26.46	0.53	0.78	1.13	1.54	50.35	33.72	23.50	17.19
平均值							61.99	53.33	30.92	25.64

资料来源：Wind

表 10 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300376.SZ	易事特	57.16	1.36	1.77	2.19	2.68	41.99	32.27	26.06	21.37
300377.SZ	赢时胜	41.90	0.67	0.73	0.80	0.86	62.38	57.47	52.60	48.47
300378.SZ	鼎捷软件	23.37	0.63	0.62	0.75	0.81	36.99	37.62	31.11	28.87
300379.SZ	东方通	62.17	0.78	0.88	1.08	1.37	79.90	70.31	57.73	45.34
300380.SZ	安硕信息	42.63	0.65	0.68	0.83	1.00	65.72	63.00	51.39	42.46
300381.SZ	溢多利	42.19	1.19	1.38	1.50	1.75	35.32	30.61	28.06	24.11
300382.SZ	斯莱克	59.77	1.67	1.81	2.25	2.78	35.87	33.00	26.52	21.50
300385.SZ	雪浪环境	45.00	0.73	0.70	0.77	0.93	61.73	64.12	58.07	48.34
300386.SZ	飞天诚信	116.59	1.09	2.12	3.00	4.03	107.19	55.06	38.87	28.92
300387.SZ	富邦股份	47.87	0.90	0.98	1.05	1.18	53.44	48.61	45.78	40.54
平均值							58.05	49.21	41.62	34.99

资料来源: Wind

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 21.68-26.01 元，对应 2014 年每股收益的 25-30 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。