



Research and
Development Center

从 B 方阵到 A 方阵，环保业务版图跨越式扩张 —— 瀚蓝环境（600323.SH）深度报告

2014 年 12 月 25 日

范海波	行业分析师
吴漪	行业分析师
丁士涛	行业分析师
王伟	研究助理

证券研究报告

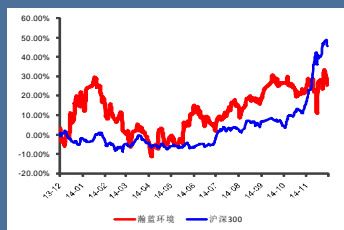
公司研究——首次覆盖

瀚蓝环境 (600323.SH)



首次评级

瀚蓝环境相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.12.24)

收盘价 (元)	14.81
52 周内股价波动区间 (元)	9.20-15.49
最近一月涨跌幅 (%)	3.44
总股本 (亿股)	5.79
流通 A 股比例 (%)	84.23
总市值 (亿元)	81.79

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 63081085
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号: S1500514080001
联系电话: +86 10 63080936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话: +86 10 63081273
邮箱: wangwei2@cindasc.com

从 B 方阵到 A 方阵，环保业务版图跨越式扩张

深度报告

2014 年 12 月 25 日

本期内容提要:

- ◆ **公司分析要点:** 2014 年 12 月瀚蓝环境定增事项获得证监会通过。公司拟向创冠香港发行股份及支付现金购买其所持创冠中国 100% 股权、向南海城投发行股份购买其所持燃气发展 30% 股权，同时非公开发行股票配套融资。瀚蓝环境收购创冠后环保业务版图大幅扩张，成功从区域型环境综合服务商跨越到全国性环境投资商和运营商。公司收购创冠后其在手的生活垃圾焚烧发电项目规模已经达到近 15000 吨/日，跻身生活垃圾焚烧发电领域一流梯队。公司将复制“南海模式”，实现成为“全国有影响力的系统化环境服务投资商和运营商”的战略目标。
- ◆ **行业分析要点:** 固废产业的四个“新常态”环境为标准趋高、监管趋严、社会参与和效果导向，新政策的大力推动、资本和社会力量的积极参与、传播工具的高度关注等因素的合力影响推动行业进入黄金发展期；跨越性发展下大浪淘沙，第一方阵将掌控产业发展；对照海外固废产业的发展历程，我国固废产业将进入大规模并购期，拥有充足资金或者良好发展战略的公司会借助政策冲上业绩高峰，成长为大平台的企业。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 假设增发完成后，按发行后股本上限 817,266,544 股计算，我们预计瀚蓝环境 14-16 年摊薄每股收益分别为 0.48 元、0.57 元和 0.69 元。以 2014-12-24 收盘价 14.81 元，对应的 14-16 年 PE 分别为 31X、26X 和 21X。可比公司 2014 年的 PE (2014E) 均值为 50 倍。相比之下，瀚蓝环境的市盈率(2014E)为 31 倍，低于行业平均水平。我们看好固废行业的发展空间以及瀚蓝环境“南海模式”在全国的扩张，给予公司 2015 年 35 倍的市盈率，按 2015 年 EPS 0.57 元计算，公司目标价 19.95 元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 创冠固废在建项目进展迅速，公司业绩高于预期；产业链新业务拓展等。
- ◆ **风险因素:** 政策风险；经营风险；项目风险；财务风险；增发风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	1,849.72	2,152.81	2,348.72	2,827.14	3,538.98
增长率 YoY %		16.39	9.1	20.37	25.18
归属母公司净利润(百万元)	186.59	363.65	395.31	466.03	566.00
增长率 YoY %		94.89	8.71	17.89	21.45
毛利率 %	34.28	34.93	36.73	38.69	40.58
净资产收益率 ROE %	10.09	16.89	16.83	16.48	15.99
摊薄每股收益 EPS(元)	0.23	0.44	0.48	0.57	0.69
市盈率 P/E(倍)	63	33	31	26	21

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 12 月 24 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
行业分析	4
“新常态”引领固废产业迎来黄金发展期	4
跨越性发展下大浪淘沙，第一方阵将掌控产业发展	6
公司主营业务分析	7
固废业务：全国范围内复制“南海模式”，提供优质系统化环境服务	7
燃气业务：天然气用气量增加，业务处于上升通道	13
供水业务：积极拓展乡镇供水市场	14
污水业务：管网完善带来平稳增长	14
盈利预测与估值	14
盈利预测和假设	15
相对估值与投资评级	16
风险因素	17

图 目 录

图 1：非公开增发后瀚蓝环境股权关系	2
图 2：2014 年垃圾焚烧发电新增市场份额分布	7
图 3：创冠中国收入结构	11
图 4：创冠中国已建成项目营收情况（万元）	12
图 5：创冠中国已建成项目净利润情况（万元）	12
图 6：创冠中国已建成项目 2014 年 1-6 月净利率	12

表 目 录

表 1：瀚蓝环境十大流通股东表	3
表 2：未来 5 年固废产业企业类型	6
表 3：公司南海垃圾发电项目情况	8
表 4：公司垃圾转运产能规模	8
表 5：创冠中国垃圾焚烧发电项目一览	9
表 6：创冠中国主要产品产能产量	11
表 7：燃气发展主要产品销量和销售收入	13
表 8：燃气发展营收和利润情况	13
表 9：瀚蓝环境原有业务营收增速和毛利率预测	15
表 10：瀚蓝环境利润表预测（增发完成后）	15
表 11：可比公司估值	16

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

固废产业的四个“新常态”环境为标准趋高、监管趋严、社会参与和效果导向，新政策的大力推动、资本和社会力量的积极参与、传播工具的高度关注等因素的合力影响推动行业进入黄金发展期；跨越性发展下大浪淘沙，第一方阵将掌控产业发展；对照海外固废产业的发展历程，我国固废产业将进入大规模并购期，考验企业的资金、渠道、技术、运营经验等综合实力，拥有充足资金或者良好发展战略的公司会借助政策冲上业绩高峰，成长为大平台的企业。

与市场不同之处。

- 瀚蓝环境建成的南海固废处理环保产业园，以其全产业链的集约处理模式和领先的技术及运营管理水平，成为国内固废处理行业的标杆和典范，成为解决城市垃圾围城问题的“南海模式”。
- 从创冠中国已建成项目看，随着 BOT 项目逐步确认收入，项目近 3 年净利润上升幅度很大。除了尚未验收的创冠建阳外，其他已建成项目 2014 年 1-6 月项目净利率高达 20%-37%，项目质量优异。
- 收购创冠中国有利于瀚蓝环境在全国范围内复制固体废物一体化集约化处理的“南海模式”，在为全国各地城市提供优质的系统化环境服务的同时，实现公司成为“全国有影响力的系统化环境服务投资商和运营商”的战略目标。

股价催化剂。

创冠固废在建项目进展迅速，公司业绩高于预期；产业链新业务拓展；政策的落实与出台。

盈利预测与投资评级：

假设增发完成后，按发行后股本上限 817,266,544 股计算，我们预计瀚蓝环境 14-16 年归属母公司净利润分别为 3.95 亿元，4.66 亿元和 5.66 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.48 元、0.57 元和 0.69 元。以 2014-12-24 收盘价 14.81 元，对应的 14-16 年 PE 分别为 31X、26X 和 21X。

选取瀚蓝环境所属行业（N77，生态保护和环境治理业）A 股上市公司做为可比公司进行对比分析。可比公司的 PE（2014E）均值为 50 倍，中值为 46 倍。相比之下，瀚蓝环境的市盈率(2014E)为 31 倍，低于行业平均水平。我们看好固废行业的发展空间以及瀚蓝环境“南海模式”在全国的扩张，给予公司 2015 年 35 倍的市盈率，按 2015 年 EPS 0.57 元计算，公司目标价 19.95 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

公司简介

瀚蓝环境原名南海发展，是广东佛山一家主营自来水生产与供应、污水处理和固废处理业务的环保服务公司。2000 年 12 月，公司股票成功登陆上海交易所。经过多年发展，公司业务已从单一的供水逐渐拓展到供水、污水、固废、燃气四个板块，显示出全方位的环保平台发展思路。在固废处理板块，公司已涉足生活垃圾焚烧发电、生活垃圾转运、污泥处理、餐厨垃圾处理、渗滤液处理、飞灰处理等全产业链环节。

公司业绩在过去的 5 年中较快增长，营业收入年复合增长率为 20%，净利润年复合增长率 23%。从各项业务占比营业收入的情况来看，公司的业绩增长点主要来源于污水和固废板块，对营业收入的贡献从 16%扩大到 50%。从各项业务毛利率变化来看，供水和污水处理业务毛利率在 35-40%左右，固废业务的毛利率在 40-50%左右。

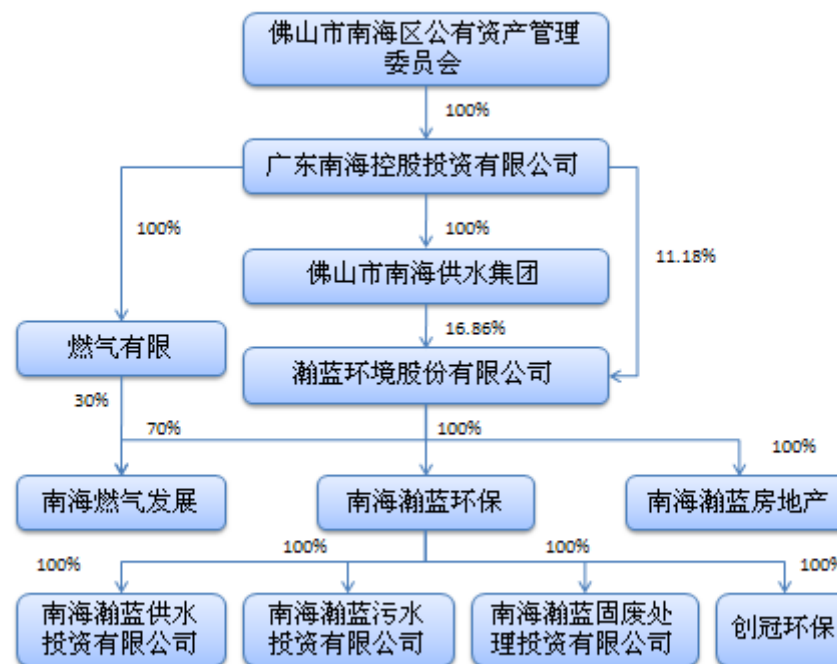
瀚蓝环境确立了致力于成为“全国有影响力的系统化环境服务投资商和运营商”的战略定位，明确以固废处理为突破口，实施全国性的业务扩张。

2014 年 1 月瀚蓝环境发布重大资产重组预案，12 月公司定增事项获得证监会通过。公司拟向创冠香港发行股份及支付现金购买其所持创冠中国 100%股权、向南海城投发行股份购买其所持燃气发展 30%股权，同时，瀚蓝环境拟向不超过十名特定投资者非公开发行股票配套融资，用于支付本次购买创冠中国 100%股权的部分现金对价。本次配套融资发行底价 7.41 元/股，配套融资的总金额不超过 74,448 万元。

瀚蓝环境收购创冠后环保业务版图大幅扩张，成功从区域型环境综合服务商跨越到全国性环境投资商和运营商。创冠中国是国内领先的垃圾发电企业，拥有福建、湖北、河北等地的 10 个垃圾发电项目，已建和拟建的处理量 11350 吨/日。瀚蓝环境此前业务主要集中于佛山，收购创冠后其在手的生活垃圾焚烧发电项目规模已经达到近 15000 吨/日，跻身生活垃圾焚烧发电领域一流梯队。公司将依托这些项目所在地的资源，积极寻求业务拓展，复制固体废弃物一体化集约化处理的“南海模式”，在为各城市提供优质的系统化环境服务的同时，实现公司成为“全国有影响力的系统化环境服务投资商和运营商”的战略目标。

本次交易前，供水集团和南海控股分别直接持有公司 23.79%和 15.77%的股份，公司实际控制人为南海国资委委员会。交易完成后，供水集团、南海控股和南海城投将分别持有公司 13,777.91 万股、9,131.97 万股、4,653.46 万股，在考虑配套融资向特定对象发行股份的情况下，上述企业持股数约占发行完成后公司总股本的 33.73%。本次交易完成后南海国资委委员会仍为公司的实际控制人。

图 1：非公开增发后瀚蓝环境股权关系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

2014 年三季报瀚蓝环境十大流通股股东见表 1。

表 1：瀚蓝环境十大流通股股东表

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
佛山市南海供水集团有限公司	137,779,089	23.79%	人民币普通股
福建省华兴集团有限责任公司	24,239,420	4.18%	人民币普通股
兴全全球视野股票型证券投资基金	14,521,323	2.51%	人民币普通股
GIC PRIVATE LIMITED	10,035,581	1.73%	人民币普通股
广发聚富开放式证券投资基金	8,999,956	1.55%	人民币普通股
兴全绿色投资股票型证券投资基金（LOF）	8,260,060	1.43%	人民币普通股
南方绩优成长股票型证券投资基金	5,258,423	0.91%	人民币普通股
广发聚丰股票型证券投资基金	5,253,162	0.91%	人民币普通股

中邮核心成长股票型证券投资基金	5,009,357	0.86%	人民币普通股
TEMASEK FULLERTON ALPHA PTE LTD	4,358,896	0.75%	人民币普通股
总股本	579242881	38.62%	

资料来源：公司 2014 三季报，信达证券研发中心整理

行业分析

“新常态”引领固废产业迎来黄金发展期

近年来，由于城镇化和工业化快速发展，城市生活垃圾激增，而城市周边土地资源日益稀缺。垃圾焚烧发电可使垃圾体积减小 90%，重量减轻 80%，是对垃圾进行减量最为彻底的一种方式，是垃圾处理发展的趋势所在，垃圾焚烧发电成为国家宏观政策及产业政策大力支持和发展的产业。我国固废处理行业的发展迟于废气和污水治理 3-5 年，固废处理是我国“十二五”乃至“十三五”期间市场空间最大、亟待重点发展的环保领域之一。

2012 年以来，国家出台多项政策支持和规范垃圾焚烧发电行业发展。2012 年 3 月 28 日，发改委发布《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，明确规定：垃圾焚烧发电执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/千瓦时。2012 年 4 月 19 日，国务院办公厅印发《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，规划到 2015 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上，而对应的中国生活垃圾焚烧处理能力，将从 2010 年 8.96 万吨/日，增加到 2015 年的 30.72 万吨/日，累计同比增长 242.7%。“十二五”期间，我国城市生活垃圾无害化处理设施投资总量将达 2,636 亿元，而固体废弃物处理行业投资将达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番，年复合增长率约为 30%，是环保行业整体投资增速的 2 倍。

2014 年，垃圾焚烧发电新增市场规模约 10 万立方米/日，年均市场增速在 40%以上，城镇化进程推动中小城镇市场逐渐打开。

在刚刚结束的中央经济工作会议上，政府对“新常态”进行了新的解读，其中第七个方面对环境业的解读是：当前环境承载力已经达到或接近上限，我们必须推动形成绿色低碳环境发展方式。在新常态下，我们对固废处理行业未来的发展判断是：

1) 固废产业在全国范围内还有很大市场空间，固废无害化处理设施大约需要 10~20 年才能大致覆盖全国城市，未来 3~5 年仍是以取得项目为目标的跑马圈地期；

◆ 目前全国 600 多座大中城市中，有 70%被垃圾所包围，形成“垃圾包围城市”的局面。在 80 年代，全国城市垃圾年产量约为 1.15 亿吨，到 90 年代已达 1.43 亿吨，仅次于美国居世界第二。预测到 2030 年，我国城市垃圾年产总量将达到 4.09 亿吨，并在 2050 年达到 5.28 亿吨。

- ◆ 目前全国城市垃圾历年堆放总量高达 70 亿吨，而且产生量每年以约 8.98% 速度递增。垃圾堆放量占土地总面积已达 5 亿平方米，约折合 75 万亩耕地，相当于全国每 1 万亩耕地就有 3.75 亩用来堆放垃圾。
- ◆ 目前，中国城市生活垃圾的处理率只有 58.2%，无害化处理率更是仅为 35.7%，远低于世界许多国家的水平。

2) 目前固废产业的四个“新常态”环境为标准趋高、监管趋严、社会参与和效果导向，新政策的大力推动、资本和社会力量的积极参与、传播工具的高度关注等因素的合力影响推动行业进入黄金发展期；

- ◆ 新修订的《生活垃圾焚烧污染控制标准》于 2014 年 5 月发布。新《标准》提高了生活垃圾焚烧厂颗粒物、NO_x、SO₂、HCL、重金属及其化合物、二恶英等污染物排放控制要求，并增加了启动、关闭及事故排放的控制要求；此外，还调整了《标准》的适用范围，将生活污水处理设施产生的污泥以及一般工业固体废物的专用集中焚烧设施的污染控制纳入进来。《标准》规定新建设施于 2014 年 7 月 1 日起执行，现有设施将宽限至 2016 年 1 月 1 日。
- ◆ 新修订的《锅炉大气污染物排放标准》于 2014 年 5 月发布，被称为最严格的锅炉排放标准。据环保部科技标准司数据，执行新标准后，10t/h 以下的燃煤锅炉需要进行燃油和燃气锅炉改造、集中供热或并网、替代优质型煤锅炉和生物质成型燃料锅炉等措施，10t/h 以上燃煤锅炉需要安装机械除尘+湿法脱硫或电除尘+湿法脱硫装置。
- ◆ 2014 年 12 月环保部通过《环境保护主管部门实施按日连续处罚暂行办法(草案)》、《环境保护主管部门实施查封、扣押暂行办法(草案)》、《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治暂行办法(草案)》和《企业事业单位环境信息公开暂行办法(草案)》，以及《突发环境事件调查处理办法(草案)》、《环境保护部工作规则(修订草案)》，规定按日连续处罚适用范围、实施程序和计罚方式。

3) 对照海外固废产业的发展历程，我国固废产业将进入大规模并购期，考验企业的资金、渠道、技术、运营经验等综合实力，拥有充足资金或者良好发展战略的公司会借助政策冲上业绩高峰，成长为大平台的企业。

- ◆ 法国威立雅集团从最早的城市供水业务扩展到污水处理、垃圾焚烧、危废处理，通过不断的兼并收购，公司在水务和废品管理上提供的服务已经扩展到行业的整条价值链。公司定位自身为环保运营商，负责后期运营使得公司依靠较少的资本获得了较大的市场回报。
- ◆ 美国 WM 公司搭上了政策的利好时期迅速占据市场。1976 年，美国国会通过了资源保护和回收的相关法案，WM 公司借机收购了大量相关公司，成为行业龙头。2003 年公司以 8500 万美元收购了美国最大的私营回收公司 Peltz Group，同年又收购了联合废物的运营埋填气发电项目 50% 的股份，2004 年-2012 年，公司共斥资超过十亿美元并购了众多固废公司的业务及股份，成长为美国目前最大的固废处理公司。
- ◆ 美国 Stericycle 公司的并购是随着医疗垃圾的环保政策趋严开始的。1992 至 1993 年美国环保局收紧了医疗垃圾处理政策，并加重了罚金，使得 Stericycle 之类专业医疗垃圾处理公司依靠专业化优势可以与 WM 公司竞争；1997 年 Stericycle 通过收购第一次实现盈利，随后通过并购进入墨西哥和加拿大市场，拓展新的医疗垃圾处理领域；2002 年《新清洁

空气法案》的颁布，迫使医院将医疗垃圾处理外包，医疗危废市场容量进一步增加。

- ◆ 目前中国环保产业呈现小而散、多而弱的特点。截至 2012 年末，我国城市生活污水处理市场排名前十的企业市场份额仅 26%。城市生活垃圾处理市场前五名企业的市场集中度也仅占 10%左右。国内规模最大的环保公司年销售额仅 30 多亿元人民币，而发达国家环保龙头企业年销售收入超过 30 亿美元，其中威立雅 2013 年销售收入高达 300 亿美元左右。

跨越性发展下大浪淘沙，第一方阵将掌控产业发展

目前国内垃圾焚烧发电行业竞争格局呈现外资试图进入、内资大企业垄断一、二线城市市场、内资小企业抢夺三、四线城市市场份额并试图开发一、二线市场的局面。十二五期间，一些以垃圾填埋、垃圾无害化设备制造及污水处理为主营业务的上市公司也开始通过签署垃圾焚烧发电 BOT、BOO 协议，投资或并购垃圾焚烧发电企业等方式进军垃圾焚烧发电市场。

在近日召开的 2014 第八届固废战略论坛上，由 20 家环境企业组建的 E20 环境产业研究院发布《中国固废产业发展展望——面向未来五年的固废产业战略地图(V1.1B 版)》。

根据《固废产业战略地图》，固废行业划分为 A、B、C、D 四类企业，分别代表全国性环境综合服务集团、区域环境综合服务集团、细分领域的系统解决方案领跑者以及装备、材料生产制造商领跑者四类企业。

预计五年后，固废产业可能有 45 家上市公司，其中 A 方阵 14 家，B 方阵 5 家，C 方阵 20 家，D 方阵 6 家。五年后，A 方阵将掌握产业 60%-70% 的资产，引领产业的发展方向。

表 2：未来 5 年固废产业企业类型

方阵	定位	产业特征	竞争力	成长途径	资产规模	核心
A	重资产环境集团					规模化
	A1 环境治理综合服务商	混合所有制，国有占主导，龙头资产规模千亿级	优秀的企业家团队；并购能力及执行力强；融资能力强成本低；运营成本控制能力强；系统的品牌体系	领域内有影响力的企业，清晰战略定位，可持续发展的商业逻辑，较强的资源实力，优秀品牌体系	500-1000 亿	
	A2 以有机废弃物为核心	民企为主，体制灵活			200-300 亿	
	A3 以工业废弃物为核心	民企为主，体制灵活			200-300 亿	
B	区域环境综合服务商	民企为主，体制灵活			200-300 亿	综合化
C	系统解决方案	民企占主导，基本上	强大的企业家精神；较强	清晰的战略定位；明	轻资产公司	专业化

案提供商	是以EPC或设备为主	的技术创新实力；清晰的	确的市场目标；形成	
装备、材料生	导，以技术为核心，	品牌体系；完整的治理结	行业及品牌影响力；	
D 产制造商	体现行业发展活力	构；创新的商业模式	在服务体系中获得一	轻资产公司
			席之地	集约化

资料来源:E20《固废产业战略地图》，信达证券研发中心整理

2014 年的垃圾焚烧处理新增市场佐证了行业集中度提高、企业规模化的趋势。在新增市场规模上，14 家企业新增 7.8 万立方米/日，占市场份额的近 80%。

图 2：2014 年垃圾焚烧发电新增市场份额分布



资料来源:E20

公司主营业务分析

固废业务：全国范围内复制 “南海模式”，提供优质系统化环境服务

南海固废处理环保产业园：缔造 “南海模式” 标杆项目

瀚蓝环境建成的南海固废处理环保产业园，具备从生活垃圾收运、垃圾处理（含餐厨垃圾处理、污泥处理）、渗滤液及灰渣处

理的完整产业链,是国内固废处理服务领域唯一一家可以提供完整固废处理服务的公司,且建设与运营水平处于全国前列。“南海固废处理环保产业园”以其全产业链的集约处理模式和领先的技术及运营管理水平,成为国内固废处理行业的标杆和典范,成为解决城市垃圾围城问题的“南海模式”。

公司拥有两个垃圾焚烧发电厂,其中一厂日处理量为 400 吨/日,从 2006 年起由绿电公司开始受托运营,由于设备老化,一厂已于 2012 年 12 月 31 日停运,未来新建 1500 吨项目替代老一厂的产能,预计于 2015 年下半年投产。

二厂位于南海固废处理环保产业园,规模 1500 吨/日,于 2011 年下半年投入使用,目前已经处于满产状态。南海固废处理环保产业园规划建设了固体废物全产业链处理系统,同时设立了环保公园和环保科技教育基地。2012 年南海固废处理环保产业园以第一名成绩被评为首批 AAA 级无害化垃圾处理设施(全国仅有五家垃圾焚烧发电厂获此评定),成为行业的标杆项目。

表 3: 公司南海垃圾发电项目情况

项目	规模(吨/日)	投产时间	备注
南海垃圾焚烧发电一厂	1500	2015	原有老一厂 400 吨/日于 2012 年底停运
南海垃圾焚烧发电二厂	1500	2012	日本三菱-马丁焚烧炉,配套垃圾渗滤液处理站 600 吨/日;2013 年 1-11 月已发电 1.9 亿度

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

目前南海区每天产生垃圾量 2800 吨/日,其中 2200 多吨由公司来转运。公司的垃圾转运站于 2010 年开始投产,目前已投产转运站 10 个,转运处理能力 4000 吨/日,能够满足南海区垃圾转运量的进一步增长。目前垃圾转运价格为 75 元/吨(含压缩后的液体处理),按照收购的原生垃圾量(2400 吨/日)来计算垃圾处理费总额,由当地财政支付。

2012 年南海区生活垃圾转运系统工程通过国家住房和城乡建设部科技示范工程验收,成为同类项目首个国家级示范项目。垃圾压缩转运项目是全国首个多站点、集约化管理的垃圾转运项目。

表 4: 公司垃圾转运产能规模

镇/街道办	站点名称	规模(吨/日)	备注
大沥镇	大沥东站	600	2013 年投产
	大沥西站	600	
九江镇	九江站	300	
罗村镇	罗村站	300	
里水镇	里水站	500	
丹灶镇	丹灶站	300	
西樵镇	西樵站	400	

狮山镇	狮山官窑站	200	2012 年底投产
	狮山中心城区站	600	
	狮山松岗站	200	
合计		4000	

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

除垃圾转运和焚烧业务外，公司还拥有飞灰处理项目（150 吨/日）、污泥干化项目（450 吨/日）、渗滤液处理项目（600 吨/日），并积极拓展餐厨垃圾处置项目（300 吨/日），形成了全产业链的集约处理模式。

公司 2013 年新增南海污泥干化处理业务和飞灰固化业务。2013 年公司污泥处理量 23,181 吨，新增飞灰处理量 27,549 吨。

公司的南海餐厨垃圾处理项目已签署《佛山市南海区餐厨垃圾一体化处理项目特许经营权合同》，项目在有序筹建中。南海区餐厨垃圾处理 BOT 项目总投资额为 2.59 亿元人民币，项目包括收运系统和处理系统两部分。1) 收运系统：建设规模为 300 吨/日，投资 0.41 亿元；2) 处理系统：建设规模为 10.95 万吨/年（按日收运量计算），投资 2.18 亿元。

收购创冠中国：带来优质项目，开启异地扩张

2014 年 12 月瀚蓝环境以 18.5 亿元收购创冠中国 100% 股权的定增事项获得证监会通过。创冠中国 100% 的股权评估值为 185,431.58 万元，较净资产账面价值增值 43.12%。创冠香港承诺创冠中国 2014 年度、2015 年度、2016 年度实现的净利润分别不低于 6,844.23 万元、10,504.69 万元和 16,379.95 万元。

创冠中国的主营业务为通过 BOT 方式，从事垃圾焚烧发电项目及污泥干化项目的投资、建设和运营服务。创冠中国拥有环境污染治理设施运营资质（生活垃圾甲级），专注于为中国大陆地区的签约方政府提供垃圾焚烧发电及污泥干化服务等固废处理项目的投资、建设和运营管理。目前创冠中国拥有 10 个垃圾焚烧发电项目，日均处理垃圾能力超过 1.1 万吨，其中已建成的项目垃圾处理规模合计为 6,100 吨/日，在建项目的处理规模合计为 5,250 吨/日。此外，公司还拥有 1 个污泥干化处理项目。除尚未动工的创冠贵阳项目外，创冠中国下属子公司项目立项、环境影响评价均已取得现阶段有权部门的批复。

表 5：创冠中国垃圾焚烧发电项目一览

公司名称	项目名称	签订时间	特许经营期	项目规模 (吨/日)	垃圾处置费 (吨/元)	建设状态
创冠晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂（日处理垃圾 600 吨规模）BOT 项目	2003 年 12 月	30 年（自正式投产之日起算）	600	70	已完工
	晋江市垃圾焚烧发电综	2007 年 9 月	自正式投产	1200	70	

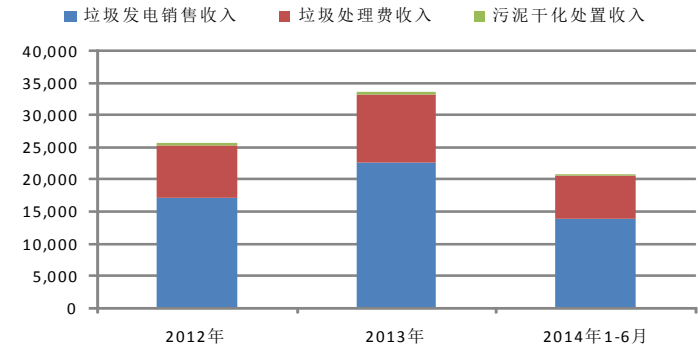
	合处理厂（日处理垃圾1,200吨规模）BOT项目		之日至2035年12月31日止			已完工
	晋江市污泥干化处理工程项目	2010年9月	自签订之日起至2035年12月31日止	近期200吨/日，远期700吨/日	190	未验收
创冠安溪	安溪县生活垃圾焚烧发电厂BOT特许经营项目	2009年8月	30年（自合同生效之日起算）	600	63	已完工
创冠惠安	惠安县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	2009年2月	27年（自合同生效之日起算）	1,200	70	二期200吨/日尚未完工
创冠建阳	南平市“三线一中心”生活垃圾焚烧发电厂BOT项目	2009年8月	30年（含建设期）	600	60	未验收
创冠黄石	黄石市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目	2009年5月	27年（自合同签订之日起算）	1,200	运营前10年按照49元/吨结算，之后按照60元/吨结算	已完工
创冠福清	福清市生活垃圾焚烧发电厂项目	2009年9月	27年（自合同生效之日起算）	900	61.5	已完工
创冠孝感	孝感市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目	2010年4月	27年（含建设期）	1,050	55	未完工
创冠廊坊	廊坊市生活垃圾焚烧发电项目	2009年12月	27年（自2009年6月起算）	不低于1,000	58	未完工
创冠大连	大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目（一期）BOT项目	2012年7月	27年（含建设期）	1,000	78	未完工

创冠中国 贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目 2013 年 5 月 30 年(含建设期) 2,000 65 未动工

资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心整理

创冠中国营业收入主要来源于垃圾发电上网销售收入、垃圾处理费收入以及污泥干化处置收入。在过去 3 年内，创冠中国的垃圾处理量、垃圾上网电量持续增长，垃圾处理费收入和垃圾发电销售收入不断提高。产能利用率已经饱和，自 2014 年起垃圾处理量大于垃圾处理产能。

图 3：创冠中国收入结构



资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心

表 6：创冠中国主要产品产能产量

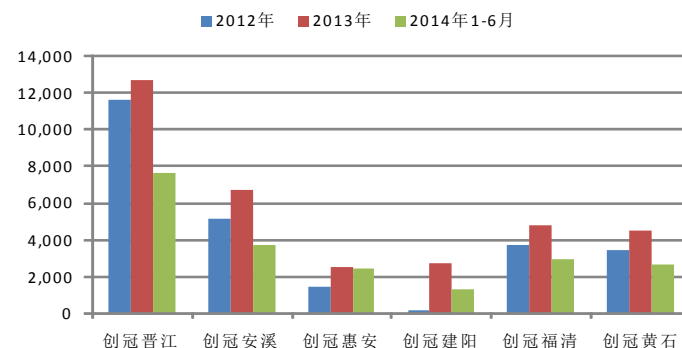
产品及服务种类		2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度
垃圾焚烧发电业务	垃圾处理能力（吨）	941,200	1,806,800	1,610,400
	垃圾处理量（吨）	1,010,038	1,783,653	1,408,587
	垃圾发电量（千瓦时）	294,431,957	477,996,118	355,113,943
	垃圾上网电量（千瓦时）	252,216,326	410,491,715	312,479,699
污泥干化业务	污泥处理能力（吨）	36,500	73,000	73,000
	污泥处理量（吨）	10,902.44	11,310.25	22,561

资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心。

创冠中国 2012 年、2013 年、2014 年 1-6 月分别实现营收 2.59、3.43、2.09 亿元，实现归属于母公司的净利润-6683 万元、2829 万元、3341 万元。创冠中国已建成的 6 个垃圾焚烧发电项目为创冠晋江、创冠安溪、创冠惠安、创冠建阳、创冠福清、创冠黄石。报告期内，创冠中国下属项目子公司的营业收入及净利润变动幅度较大，主要有以下方面原因：（1）部分项目子公司的 BOT 项目处于项目建设期，项目建设均为发包方式，未有确认收入，导致净利润为负数；（2）部分项目子公司在年中

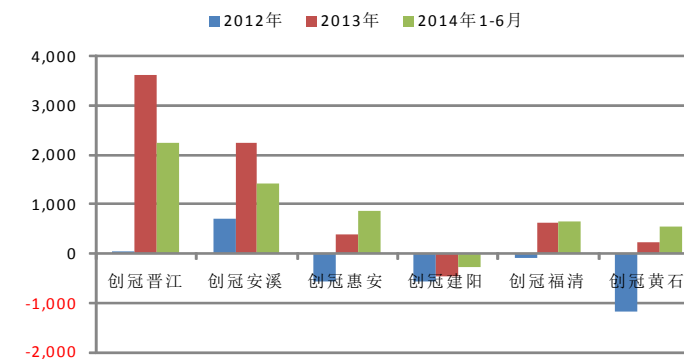
投产，导致下年度收入较投产年度收入增幅较大；（3）BOT 项目运营初期，财务费用、无形资产摊销较大，但收入较少，导致营业收入和净利润变动幅度较大。

图 4：创冠中国已建成项目营收情况（万元）



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

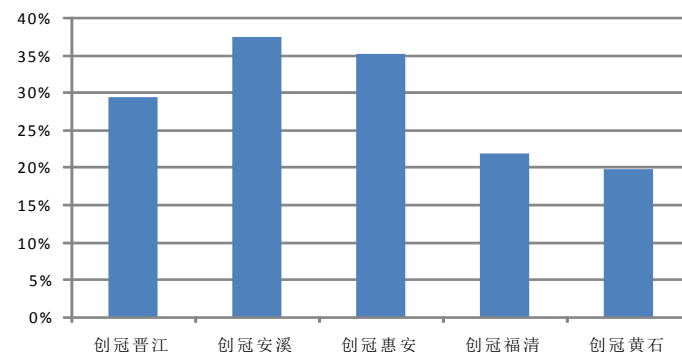
图 5：创冠中国已建成项目净利润情况（万元）



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

从创冠中国已建成项目看，随着 BOT 项目逐步确认收入，项目近 3 年净利润上升幅度很大。除了尚未验收的创冠建阳外，其他已建成项目 2014 年 1-6 月项目净利率高达 20%-37%，项目质量优异。

图 6：创冠中国已建成项目 2014 年 1-6 月净利率



资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心

瀚蓝环境与创冠中国在固废产业链条与技术工艺上存在较大的优势互补空间，收购创冠中国有利于瀚蓝环境在全国范围内复制固体废物一体化集约化处理的“南海模式”，在为全国各地城市提供优质的系统化环境服务的同时，实现公司成为“全国有影响力的系统化环境服务投资商和运营商”的战略目标。

燃气业务：天然气用气量增加，业务处于上升通道

2014 年 12 月瀚蓝环境定增事项获得证监会通过，公司以 3.84 亿元收购燃气发展 30%的股权，持股比例从 40%提高至 70%。燃气发展 100%的股权评估值为 127,815.06 万元，较净资产账面价值增值 147.68%。南海城投承诺，燃气发展 2014 年度、2015 年度、2016 年度实现的净利润分别不低于 12,966.86 万元、13,124.73 万元和 13,244.62 万元。

燃气发展的主要产品包括天然气和液化石油气，上述两类产品根据经营模式可以分为管道燃气（包括管道天然气和管道液化石油气）和瓶装液化石油气，其具体用途为：（1）管道燃气，主要供给居民生活、商业、工业企业生产、采暖通风和空调等各类用户作为燃料供应；（2）瓶装液化石油气，主要用作管道燃气无法到达的居民区居民生活燃料以及用于小型工商业企业能源供应等用途。

燃气供应行业最核心的因素是经营许可权，而燃气发展是佛山市南海区唯一一家拥有管道天然气供应经营权的企业，可以凭借经营许可权在南海地区获取垄断的、稳定的收益。

燃气发展公司经营稳健，随着管道天然气的逐步覆盖，业务处于上升通道。随着天然气用气量的增加，规模效应凸显，收入占比最高的管道天然气业务的收入增幅超过成本增幅，2013 年燃气发展的营业毛利较 2012 年的增幅达 17.17%。燃气业务并表带来的收益将给公司业绩带来较大体量的增长。

表 7：燃气发展主要产品销量和销售收入

产品名称	期间	销售量（万立方米）	销售收入（万元）	占比	销售均价（元/M3）
管道天然气	2014 年 1-6 月	11,895.03	50,928.04	82.97%	4.28
	2013 年	20,053.62	89,434.62	81.01%	4.46
	2012 年	16,220.40	72,298.27	74.35%	4.46
产品名称	期间	销售量（吨）	销售收入（万元）	占比	销售均价（元/吨）
管道石油气	2014 年 1-6 月	1,312.55	943.07	1.55%	7,184.99
	2013 年	3,897.79	2,773.12	2.51%	7,114.61
	2012 年	5,004.98	3,619.18	3.72%	7,231.16
瓶装液化石油气	2014 年 1-6 月	12,557.67	8,868.68	14.60%	7,062.36
	2013 年	27,238.24	18,187.56	16.48%	6,677.21
	2012 年	31,802.32	21,322.53	21.93%	6,704.71

资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心

表 8：燃气发展营收和利润情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度
----	--------------	---------	---------

营业收入（万元）	61,382.09	115,487.89	100,836.53
营业利润（万元）	10,977.11	19,868.88	11,968.45
利润总额（万元）	10,961.65	19,903.81	12,038.78
净利润（万元）	8,169.73	14,497.56	9,024.17
归属母公司所有者净利润（万元）	8,169.73	14,497.56	9,024.17

资料来源：公司重组报告书，信达证券研发中心

供水业务：积极拓展乡镇供水市场

瀚蓝环境的总供水能力为 126 万吨/日，供水范围覆盖南海区 700 多平方公里，服务人口 100 多万人。其供水模式主要分为直接供水和转供水，直接供水的水费由公司向用户居民直接收取，转供水是由公司向其他乡镇自来水公司供水，非直接面对终端客户，转供水水量约占 80%。公司建立了供水管网微观模型，指导城市的供水规划和供水运营管理。

公司目前拥有三个自来水厂，分别为桂城水厂（股权 100%）、第二水厂（股权 100%）和九江水厂（股权 60%）。新建的桂城水厂为老厂产能的整体迁移工程，已于 2014 年 10 月 31 日投入运行。

2014 年公司供水量保持平稳。由于 2013 年下半年起新增西岸自来水公司、铂锦水务公司，售水量同比增长 7.92%，供水业务收入增长 9.79%。

此外，公司积极拓展乡镇供水市场，与南海各镇街进行供水合作。目前公司与狮山镇、丹灶镇、里水镇、大沥镇、西樵镇的供水合作方案已经董事会审议通过，目前正在落实供水合作的具体工作。通过供水合作，将进一步扩大公司在南海区供水市场的占有率，并有助于公司控制终端供水市场。

污水业务：管网完善带来平稳增长

公司目前污水处理总量 58.3 万吨/日。污水处理业务是公司 2010-2012 年业绩的较大增长点。2010 年公司投产了多个污水处理项目，实际污水处理量 8222 万吨，同比增长 94.26%；2011 年污水处理量同比增长 69%；2012 年，得益于城镇污水管网的进一步完善，实际污水处理量同比增长 20%；2013 年由于新增的禹门污水处理厂，公司污水处理量增加 8%；2014 年由于新增的樵汇污水处理厂，污水处理量略有上升。

目前公司在南海区的污水处理市场占有率约 70%。我们认为，南海地区污水处理业务未来增长主要在于管网的进一步完善。在不考虑异地扩张的前提下，公司污水处理业务将平稳增长。

盈利预测与估值

盈利预测和假设

1、瀚蓝环境原有业务盈利预测假设如表 9。

表 9：瀚蓝环境原有业务营收增速和毛利率预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	45,904	48,075	48,788	49,475	50,162
供水 营收增速		4.73%	1.48%	1.41%	1.39%
毛利率	37.89%	37.84%	36.32%	36.32%	36.32%
营业收入（万元）	17,327	18,788	19,641	19,973	20,306
污水 营收增速		8.43%	4.54%	1.69%	1.67%
毛利率	39.15%	40.45%	44.17%	44.17%	44.17%
营业收入（万元）	22,948	30,260	38,635	53,865	65,109
固废 营收增速		31.86%	27.68%	39.42%	20.87%
毛利率	47.97%	38.32%	40.31%	40.31%	40.31%

资料来源：信达证券研发中心预测

2、2012-2014 年创冠中国和燃气发展的利润表按重组报告书（修订版）中的交易标的备考盈利预测表；

3、假设创冠中国完成盈利承诺，其 2015-2016 年净利润分别为 1.06 和 1.64 亿元（承诺分别为 10,504.69 万元和 16,379.95 万元）；假设燃气发展完成盈利承诺，其 2015-2016 年净利润分别为 1.32 和 1.33 亿元（承诺分别为 13,124.73 万元和 13,244.62 万元）；

4、2015-2016 年创冠中国、燃气发展的毛利率和各项费用率均保持不变；

5、按发行后的股本上限 817,266,544 股计算股本。

假设增发完成后，按发行后的股本上限 817,266,544 股计算，预计瀚蓝环境 14-16 年归属母公司净利润分别为 3.95 亿元，4.66 亿元和 5.66 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.48 元、0.57 元和 0.69 元。以 2014-12-24 收盘价 14.81 元，对应的 14-16 年 PE 分别为 31X、26X 和 21X。

表 10：瀚蓝环境利润表预测（增发完成后，万元）

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,849.72	2,152.81	2,348.72	2,827.14	3,538.98
营业成本	1,215.55	1,400.93	1,486.13	1,733.18	2,102.88

营业税金及附加	9.58	14.34	14.19	16.40	20.73
营业费用	36.72	39.66	53.13	56.10	57.99
管理费用	122.42	138.89	136.95	174.53	232.36
财务费用	230.41	176.56	205.85	308.51	465.22
资产减值损失	0.73	2.26	2.86	2.51	2.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.17	47.67	0.00	0.00	0.00
营业利润	256.47	427.84	449.61	535.89	656.99
营业外收入	5.43	34.83	37.17	37.17	37.17
营业外支出	3.33	11.50	0.62	0.62	0.62
利润总额	258.56	451.18	486.16	572.44	693.54
所得税	70.21	86.56	90.85	106.31	127.97
净利润	188.35	364.62	395.31	466.13	565.57
少数股东损益	1.76	0.96	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	186.59	363.65	395.31	466.03	566.00
EPS（摊薄）	0.23	0.44	0.48	0.57	0.69

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

相对估值与投资评级

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，创冠中国属于生态保护和环境治理业（N77）。因此，选取瀚蓝环境所属行业（N77）A股上市公司做为可比上市公司进行对比分析。可比公司的PE（2014E）均值为50倍，中值为46倍。相比之下，瀚蓝环境的市盈率(2014E)为31X，低于行业平均水平。我们看好固废行业的发展空间以及瀚蓝环境“南海模式”在全国的扩张，给予公司2015年35倍的市盈率，按2015年EPS 0.57元计算，公司目标价19.95元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE (TTM)			PB
			2014E	2015E	2016E	TTM	2014E	2015E	2016E	
300190.SZ	维尔利	26.17	0.56	0.85	1.10	91	46	31	24	3.2
300187.SZ	永清环保	31.28	0.34	0.49	0.98	112	92	64	32	6.8
300262.SZ	巴安水务	20.30	0.34	0.50	0.68	69	60	40	30	9.0
600292.SH	中电远达	22.60	0.69	0.84	0.94	48	33	27	24	2.9

002549.SZ	凯美特气	13.86	0.23	0.39	0.51	91	60	35	27	6.5
002573.SZ	国电清新	29.39	0.51	0.84	1.25	62	58	35	24	6.7
000826.SZ	桑德环境	28.23	0.92	1.27	1.70	33	31	22	17	5.0
002672.SZ	东江环保	33.50	0.76	1.15	1.62	53	44	29	21	5.2
300172.SZ	中电环保	23.37	0.51	0.63	0.77	52	45	37	30	4.5
300070.SZ	碧水源	35.09	1.12	1.56	2.03	44	31	23	17	7.5
600323.SH	瀚蓝环境	14.81	0.48	0.57	0.69	32	31	24	21	
中值						58	46	33	24	
均值						66	50	34	25	

资料来源：除瀚蓝环境外，其他盈利预测来自 wind 一致预期，股价为 2014 年 12 月 24 日收盘价

风险因素

1、政策风险。1) 目前国家对垃圾焚烧发电上网电价统一执行以下政策：吨垃圾上网电量 280 千瓦时以内部分每千瓦时按 0.65 元结算，若国家进行政策相应调整，则给垃圾焚烧发电项目的发电收入产生影响；2) 目前垃圾发电项目享受“三免三减半”所得税优惠，若国家调整上述税收优惠政策，将给垃圾焚烧发电企业经营利润产生影响；3) 目前垃圾焚烧发电项目的环保排放标准是按照各项环评批复执行的，若国家有关部门提高环保排放标准，那么垃圾焚烧发电项目可能需要就有关环保设施进行技改，由此会增加企业的投入，同时还会增加企业日常经营的环保处理成本开支。

2、经营风险。1) 创冠中国子公司创冠建阳正在申请办理《电力业务许可证》和《排放污染物许可证》。创冠建阳的生活垃圾焚烧项目已基本符合办理该证的条件，但由于该项目目前处于调试生产阶段，环保验收由于政府配套工程污水管网尚未完工并未开展，需完成环保验收后再申请办理此证；2) 截至报告书签署日，燃气发展使用的部分租赁土地存在实际用途与土地规划性质不符的情况，针对上述情况，燃气发展承诺将在承诺函出具之日 3 至 12 个月内停止使用上述土地并解除租赁关系。

3、项目风险。截至报告书签署日，创冠中国下属公司已建成项目的垃圾处理规模合计为 6,100 吨/日，在建项目的垃圾处理规模合计为 5,250 吨/日，因此在建项目能否如期投产运营对重组后的上市公司未来经营有较大影响。而在建项目建设周期较长，建设期间涉及立项、环评和用地等手续，运营还需取得相应资质，因此在建项目若不能如期投产，将给重组后上市公司经营带来不确定性。

4、财务风险。1) 截至 2014 年 6 月 30 日，创冠中国账面质押、保证借款金额为 165,881.86 万元，主要是创冠中国下属项目公司将部分 BOT 项目的特许经营权、垃圾处理收费权、垃圾发电收费权质押给银行，取得长期借款以匹配 BOT 合同的资本性支出。尽管行业内的 BOT 项目公司通常采用该种融资方式进行 BOT 项目的资金筹措，但如果创冠中国不能如期偿还质

押借款的本金和利息，仍会给上市公司带来一定的风险。

5、增发风险。公司非公开增发事项尚未实施，实际增发的股本数量、募资金额尚不确定。增发后创冠中国和燃气发展是否能够完成利润承诺也有一定风险。

分析师简介

范海波，CFA，行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，4 年证券从业经验。

丁士涛，行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

研究助理简介

王伟，澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，现从事行业研究助理工作。

环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华西能源	002630	东江环保	002672	桑德环境	000826	瀚蓝环境	600323	盛运股份	300090
凯美特气	002549	迪森股份	300335	三维丝	300056	雪迪龙	002658	先河环保	300137
国中水务	600187	中科健	000035	龙净环保	600388				

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。