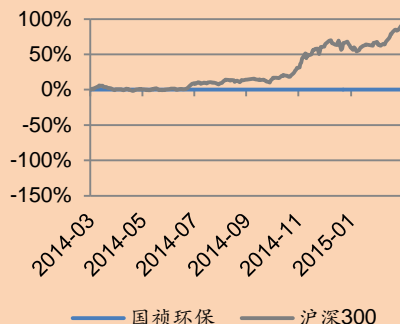




国祯环保 (300388)

公司评级：增持

报告日期：2015-3-31



总股本(百万股)	88.23
A 股股本(百万股)	88.23
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	51.4
A 股流通比例(%)	25.0
第一大股东	安徽国祯集团股份有限公司
第一大股东持股比例	44.12
12 个月最高/最低(元)	61.8/39.45

节能环保研究小组

联系人：李梦雪

021-60956108

lmxhazq@163.com

S0010114010028

省内上市公司专题研究系列：

国祯环保 (300388.SZ)：乘着政策东风而上

主要观点：

□ 老牌市政污水处理公司。

公司成立于 1997 年，早期主营业务以热电联产业务为主，自 2000 年兼并中联环保后开始进入市政污水处理领域，于 2000-2006 年开始逐步退出热电领域，完成主营由热电联产业务向市政污水处理业务的转型，是我国市政污水处理行业市场化过程中能够提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一，成为一家老牌市政污水处理公司。

□ 公司主营业务优势互补协同发展。

公司目前主营业务可分为投资运营、环境工程 EPC 和污水处理设备生产销售三大块。投资运营方面，公司目前拥有 30 余家项目公司，53 座污水处理厂运营项目，覆盖全国五大片区七个省份，截止 2012 年底，按市场化运作获得参股、控股项目合计污水处理总能力排名，国祯环保以 221.77 万吨/日的处理能力在总市场中占比 1.57%，排名第 7 位。EPC 方面，公司目前已完成 EPC 项目 40 项共计 6.18 亿元，在建/将建 EPC 项目 23 项共计 10.64 亿元。公司主营业务中设备生产及销售业务占比最小，但毛利率比 EPC 业务高，且常年稳定在 34% 左右。公司的三个主营业务板块均围绕污水处理展开，三个板块在实际经营中优势互补协同发展。

□ 新模式新标准，建设运营市场空间有望实现双增长。

在市政污水建造方面，或出现污水处理建设由大型城市转向二三线小城市以及村镇市场，由东部转向西北部，未来污水市场更多的建造空间将来自于存量空间的提标改造以及新增污水处理量。如“水十条”出台后，“十三五”期间完成存量污水厂及新建污水厂排水标准达到一级 A 标，改造市场规模将超过 1500 亿元，年均复合增长率将超过 30%。另外，如果按照“水十条”出台后要求在 2017 年前消灭劣五类水，根据《规划》投资额计算的话，2017 年前，流域治理的市场空间将超过 4000 亿元。投资运营方面，引入 PPP 模式后，掌握在地方政府手中的污水处理容量将有望逐步释放。污水处理企业有望在提标改造后，通过提价后的污水处理费覆盖新增投资及运营成本，改善其盈利能力。这也将提高污水处理企业对污水处理运营项目的接手动力。

□ 主营业务市场空间广阔 战略性储备新领域技术。

目前，行业空间广阔，公司市场拓展力强。运营方面占比高，且运营业务毛利率稳定。公司有望借助巢湖流域乡镇污水示范项目积累经验，并以此切入乡村污水处理市场。同时，公司成立湖泊事业部，以此为平台开展流域治理项目，进入水环境治理领域。公司利用拥有完整污水处理产业链的优势，针对不同市场环境及客户需求提供全方位服务。各业务环节在细分市场竞争中进行互补，通过优质服务获得延伸业务。公司研制开发的污水处厂远程监控和专家诊断系统，使得污水厂运营管理更规范、高效，并形成了可快速复制的竞争优势。公司上市后，资金



压力逐步得到缓解。公司战略布局的技术保证了公司提供的设备产品更加节能高效，污水处理厂投资建设更加节省、运行更加方便，成为带动公司各板块业务的强大引擎。

□ 盈利预测与估值。

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.96/1.05/1.19 元/股，对应当前股价 PE 分别为 61/55/47 倍。公司目前在手 EPC 订单丰富，保障公司近两年盈利能力。53 个在手运营项目为公司可持续发展提供有力保障。考虑到“水十条”及“十三五”规划对污水处理市场提标改造带来的巨大市场空间，村镇污水处理市场的逐步放开以及政府存量运营项目的逐步释放，以及公司流域治理、工业污水处理等多个新领域的储备技术战略布局。我们看好公司在“十三五”期间的整体盈利能力，给予“增持评级”。

□ 风险提示：

募投项目进度不达预期，“水十条”政策不达市场预期，新领域业务市场需求释放缓慢等。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	638	859	1105	1350
收入同比 (%)	27%	35%	29%	22%
归属母公司净利润	58	77	85	96
净利润同比 (%)	-24%	34%	10%	14%
毛利率 (%)	38.6%	34.3%	33.7%	33.5%
ROE (%)	11.7%	12.6%	12.4%	12.7%
每股收益	0.65	0.96	1.05	1.19
P/E	88.67	60.75	55.25	48.62
P/B	10.67	8.66	7.71	6.90
EV/EBITDA	0	25	17	14

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况	5
1.1 老牌市政污水处理公司	5
1.2 “一站式多维服务”的市政污水处理专家	6
2. 主营业务分析	6
2.1 在手运营项目保障公司可持续发展	7
2.2 环境工程 EPC 业务订单质量逐步提升	10
2.3 各主营协同作用促进设备销售业务发展	12
3 行业发展	13
2.1 建造/改造市场：提标改造区及域差异为主驱动力	13
2.2 运营市场：PPP 注入新血液 水费上调提升企业接手动动力	16
4 投资热点	18
4.1 公司市场拓展力强，行业空间广阔	18
4.2 成本控制能力突出	19
4.3 资金压力逐步减小，财务结构不断优化	19
4.4 多领域技术战略布局或为公司增添盈利新亮点	19
5 盈利估值	20
6 风险提示	20
附录：财务报表预测	21

图表目录

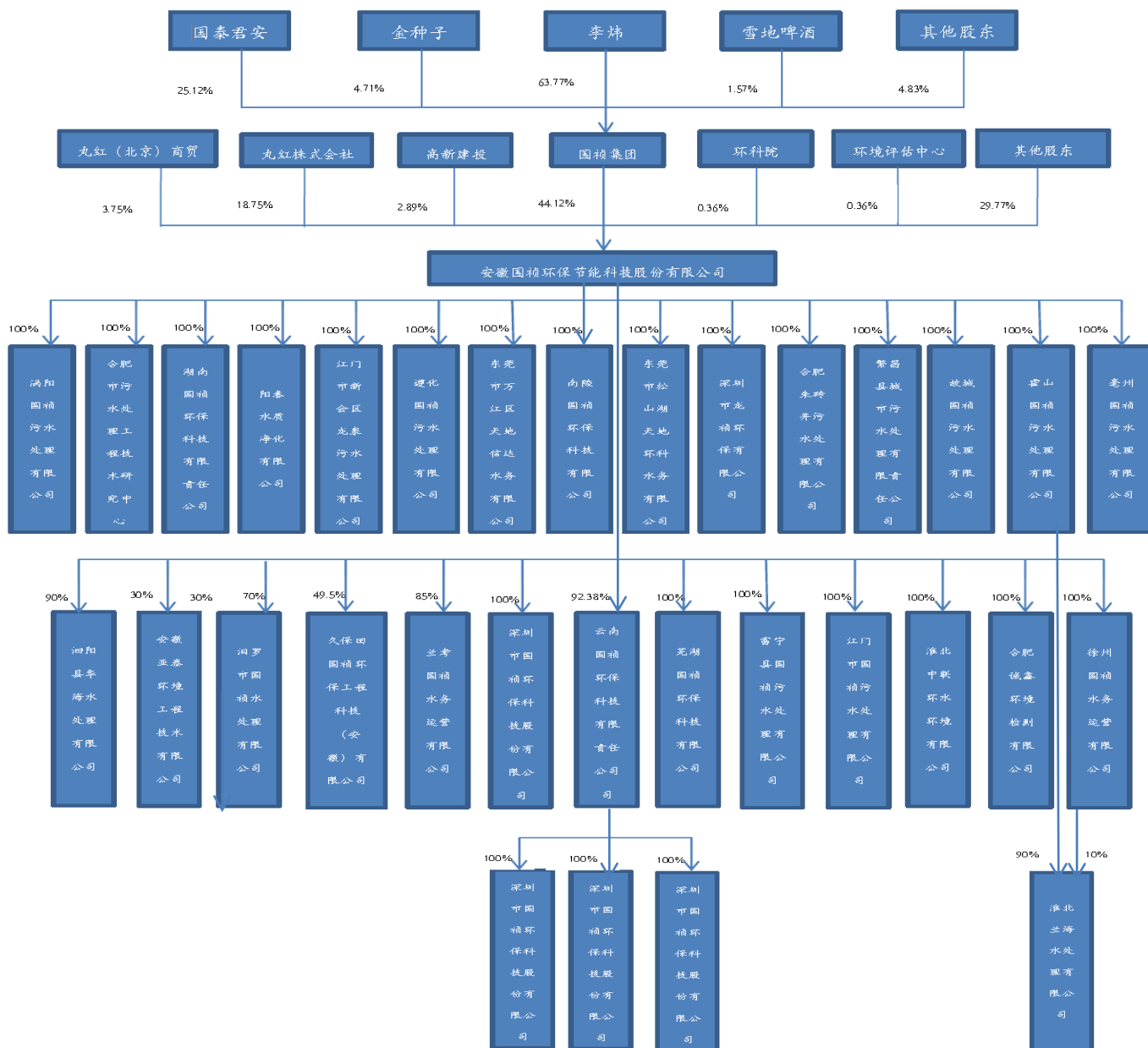
图表 1: 股权结构图	5
图表 2: 一站式六维服务	6
图表 3: 2011-2013 年主营发展状况	6
图表 4: 污水处理投资运营经营模式示意图	7
图表 5: 公司运营管理的污水处理厂	7
图表 6: 水务企业污水处理能力和市场份额	9
图表 7: 2012 年主要水务企业污水处理能力和市场份额	9
图表 8: 污水处理远程监控中心示意图	9
图表 9: 公司 EPC 项目情况	10
图表 10: 报告期内 EPC 项目签订合同的主要客户	12
图表 11: 我国水资源分布图	13
图表 12: 2013 年我国河流水质情况	13
图表 13: 2013 年我国湖泊水质情况	13
图表 14: 2013 年地下水水质情况	13
图表 15: 2000-2013 年城镇生活污水排放量及其增长率	14
图表 16: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标	14
图表 17: 2011-2014 年我国城镇新增污水处理能力情况	15
图表 18: “十二五”以来关于 PPP 模式推广的重要文件	16
图表 19: 2011-2013 年毛利润情况	18

1 公司概况

1.1 老牌市政污水处理公司

公司成立于1997年，早期主营业务以热电联产业务为主，自2000年兼并中联环保后开始进入市政污水处理领域，于2000-2006年开始逐步退出热电领域，完成主营由热电联产业务向市政污水处理业务的转型，成为一家老牌市政污水处理公司。公司最大股东是安徽国祯集团股份有限公司，持有公司58.82%的股权，李炜通过持有国祯集团63.7%的股权成为公司实际控制人。

图表 1: 股权结构图

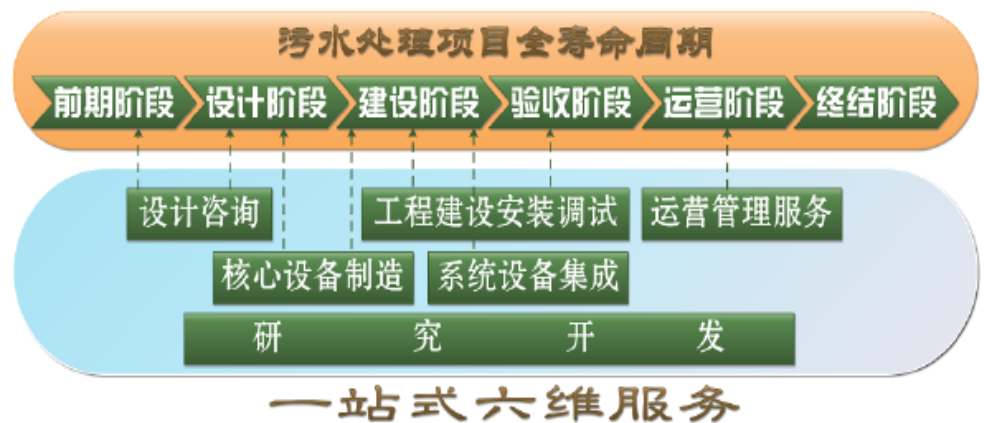


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 “一站式六维服务”的市政污水处理专家

过 14 年的发展，公司业务已经形成了一条研究开发、设计咨询、核心设备制造系统集成工程建安安装调试投资运营管理等市政污水处理全寿命周期的完整产业链，是我国市政污水处理行业市场化过程中能够提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一。同时，截至目前，公司拥有国家专利 40 项，其中发明专利 11 项，主持和参加编制了 13 项行业标准，逐渐掌握了拥有污水处理行业自主知识产权的核心技术，确立了自身的竞争优势。

图表 2：一站式六维服务



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2. 主营业务分析

公司目前主营业务可分为投资运营、环境工程 EPC 和污水处理设备生产销售三大块。其中，投资运营业务常年在公司营收中占比居首位，主要是通过 BOT、TOT 及托管运营等方式取得项目经营权，从而对生活污水处理厂进行投资运营管理。环境工程 EPC 项目是受客户委托，按照合同约定对工程项目的设计、采购、施工、试运行（竣工验收）等实行全过程的承包。污水处理设备制造是指专业生产污水处理厂所需的专用水处理设备，主要包括预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备等。

图表 3：2011-2013 年主营发展状况

业务种类	2011 年			2012			2013 年		
	营业收入	毛利率	主营占比	营业收入	毛利率	主营占比	营业收入	毛利率	主营占比
投资运营	23,398.35	46.98%	50.55%	33,807.90	45.91%	67.12%	41,461.11	46.98%	64.96%
环境工程 EPC 项目	16,996.04	17.18%	36.72%	12,275.04	16.09%	24.37%	17,026.95	18.69%	26.68%
设备生产及销售	4,695.18	34.71%	10.14%	4,061.68	34.16%	8.06%	5,114.52	34.17%	8.01%
合计	46,283.97			50,371.56			63,823.10		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司在中标污水处理项目后，会依法设立项目公司，取得污水处理特许经营权。项目公司成立后，成立项目部，由项目部负责完成运营前期的设计、采购施工的组织工作，同时，公司的 EPC 事业部、设备制造事业部、工程技术中心对项目部提供业务和技术支持，在完成项目且通过竣工验收后，项目公司将进入商业运营期，在商业运营期内，项目公司按照协议约定提供污水处理服务收取污水处理费。特许经营期满后，项目公司将项目及相关运营记录、设计图纸等文件资料移交给政府授权方。

图 1-1-1 特许经营项目融资基本模式图

该图展示了特许经营项目融资的基本模式，主要涉及以下主体及其关系：

- 政府**：通过“特许经营权”授予**本发行人**。
- 本发行人**：作为核心主体，与**政府**、**EPC事业部**、**设备制造厂**、**工程技术中心**、**运营管理部**、**项目公司**、**运营厂**、**设计研究院**、**设计公司**、**供应商**、**施工分包商**等均有联系。
- EPC事业部**：与**本发行人**、**设计研究院**、**设计公司**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 设备制造厂**：与**本发行人**、**关键设备**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 工程技术中心**：与**本发行人**、**运营厂**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 运营管理部**：与**本发行人**、**运营厂**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 项目公司**：与**政府**、**本发行人**、**银行**、**投资公司**、**项目部落**、**工程监理公司**、**运营厂**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 银行**：与**项目公司**、**项目部落**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 投资公司**：与**项目公司**、**项目部落**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 项目部落**：与**项目公司**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 工程监理公司**：与**项目公司**、**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 运营厂**：与**运营管理部**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 设计研究院**：与**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 设计公司(设计外包)**：与**设计(E)**、**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 供应商**：与**采购(P)**、**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。
- 施工分包商**：与**施工(C)**、**竣工验收**、**运营(O)**、**移交(T)**等主体相关。

图例说明：

- 组织机构线：实线
- 业务支持线：虚线
- 业务主线：粗实线
- 工作流程线：粗虚线

公司目前拥有 30 余家项目公司，53 座污水处理厂运营项目，覆盖全国五大片区七个省份。运营项目收入覆盖公司总收入 50% 以上，且运营毛利率稳定在 46% 左右。公司目前运营的污水处理项目多在三线城市及县城，污水处理能力超过 240 万吨/日，且呈现出逐年增加的趋势。其中，BOT 项目现有产能 75.4 万吨/日，TOT/TOT+BOT 项目现有产能 51.5 万吨/日，托管运营项目 113.7 万吨/日。

序号	项目名称	设计规模（万吨/日）	运营方式
1	安徽省合肥市朱砖井污水处理厂	5.5	BOT
2	安徽省芜湖市天门山污水处理厂	6	BOT
3	广东省新会区东郊污水处理厂	10	BOT
4	广东省江门市新会区司前镇污水处理厂	0.5	BOT
5	广东省江门市江海区污水处理厂	8	BOT
6	广东省阳春市城区污水处理厂	6	BOT（股权收购取得）



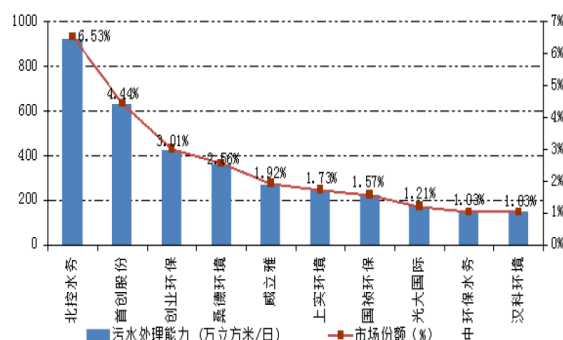
7	河北省遵化市污水处理厂	8	BOT
8	云南省昆明市东川区污水处理厂	2	BOT
9	深圳南山商业文化中心区中水处理站项目	0.4	BOT
10	河南省兰考县污水处理厂	2.5	BOT
11	湖南省汨罗市污水处理厂	2.5	BOT
12	云南省曲靖市陆良县污水处理厂	2	BOT
13	东莞市万江（一期）污水处理厂	5	BOT（股权收购取得）
14	东莞市松山湖北部污水处理厂	5	BOT（股权收购取得）
15	淮北市污水处理厂（二期）	4	BOT（股权收购取得）
16	江苏省泗阳县城北污水处理厂	5	BOT（股权收购取得）
17	繁昌县污水处理厂	3	BOT（股权收购取得）
18	湖南省长沙市湘湖污水处理厂	14	TOT
19	江苏省徐州污水处理厂	16.5	TOT
20	安徽省南陵县污水处理厂	2	TOT
21	富宁县污水处理厂	1	TOT
22	亳州国祯污水处理厂	8	TOT
23	故城县环卫污水处理厂	3	TOT
24	安徽省霍山县污水处理厂	2	TOT
25	双柏县污水处理厂	1	TOT
26	湖南省衡阳县污水处理厂	4	TOT+BOT
27	安徽省合肥经济技术开发区污水处理厂	20	托管运营
28	安徽省肥东县污水处理厂	5	托管运营
29	安徽省长丰县污水处理厂	2	托管运营
30	安徽省利辛县污水处理厂	4	托管运营
31	安徽省临泉县污水处理厂	2	托管运营
32	安徽省郎溪县污水处理厂	2	托管运营
33	江苏省宿迁市宿城区洋河污水处理厂	2	托管运营
34	深圳市龙岗区布吉河水质净化厂	20	托管运营
35	深圳市星河丹堤项目生活污水处理站	0.48	托管运营
36	湖南省桂阳县城镇污水处理厂	3	托管运营
37	湖南省衡阳市南岳区污水处理厂	1	托管运营
38	湖南衡山县污水处理厂	2	托管运营
39	广东省台山市斗山污水处理厂	0.4	托管运营
40	湖南省株洲县污水处理厂	2	托管运营
41	云南省禄劝污水处理厂	0.6	托管运营
42	芜湖市朱家桥污水处理厂	22	托管运营
43	合肥市肥西县三河镇污水处理厂	0.5	托管运营
44	安徽省芜湖经济技术开发区东区污水处理站项目	0.288	托管运营
45	淮南市潘集污水处理厂	2	托管运营

46	福田区红树林修复示范区凤塘河河口水质净化工程委托运营管理项目	5	托管运营
47	长沙市开福区大明工业园污水处理站托管运营项目	0.1	托管运营
48	合肥市滨湖区塘西河生态补水工程	5	托管运营
49	合肥高新示范区污水处理厂	0.5	托管运营
50	西畴县污水处理厂	0.3	托管运营
51	亳州市涡北污水处理厂项目	2	托管运营（新签合同）
52	亳州南部新区污水处理厂项目	2.5	托管运营（新签合同）
53	合肥蔡田铺污水处理厂	5	托管运营（新签合同）
53	利辛县污水处理厂（二期）	2	托管运营（新签合同）
		240.568	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

截止 2012 年底，按市场化运作获得参股、控股项目合计污水处总能力排名，前十名企业总市场份额约 1/4，市场集中度较低，其中国祯环保以 221.77 万吨/日的处理能力在总市场中占比 1.57%，排名第 7 位。

图表 6：水务企业污水处理能力和市场份额



资料来源：公司公告、华安证券研究所

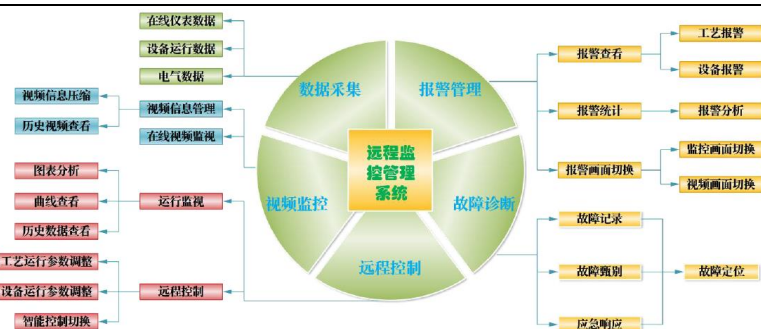
图表 7：2012 年主要水务企业污水处理能力和市场份额

排名	公司名称	污水处理能力(万吨/日)	市场份额(%)
1	北控股份	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		3529.21	25.03

资料来源：公司公告、华安证券研究所

在污水处理厂的运营维护当中，公司采用了远程监控管理系统，该系统由数据采集、视频监控、报警管理、故障诊断、远程控制五部分组成。系统通过互联网联接各污水处理厂，并将污水处理厂的相关数据传输至总部控制中心的服务器，公司通过分析数据对污水处理厂运营情况进行实时监控。

图表 8：污水处理远程监控中心示意图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.2 环境工程 EPC 业务订单质量逐步提升

公司的环境工程 EPC 业务主要包括污水处理厂的设计咨询。工程建设、设备集成及安装调试等。项目开展时，主要可以分为项目承接、项目实施、项目验收交付和后评价等阶段。其中，项目承接阶段主要是以市场部为主，在市场部负责项目信息的收集、跟踪及招标文件分析和投标文件组织的同时，项目逐步介入项目控制，设计研究院配合制定相关技术方案、落实技术标书，最后由市场部指定商务标书，参加项目投标活动，并签订项目合同；项目实施阶段是由公司的组建项目部全面负责项目的设计、采购、施工、调试的管理工作，除资产专用设备外，勘察、设计、土建施工等分包商及其他设备供应商通过自主招标方式选择确定；项目交付阶段是在项目完工后，公司组织内部验收，通过后申报业主验收；项目后评价阶段是在项目通过业主验收并交付后，公司资质项目的后评价并组织总结项目实施经验。

公司目前已完成 EPC 项目 40 项共计 6.18 亿元，在建/将建 EPC 项目 23 项共计 10.64 亿元。经过多年 EPC 项目经验累积，近期公司 EPC 项目单项合同金额逐渐增大，尤其是巢湖流域项目近 6 亿元合同金额，大幅增加了公司盈利能力。

图表 9：公司 EPC 项目情况

序号	项目名称	合同金额 (万元)	执行情况
1	安徽省灵璧县污水处理厂设备供货	829	完工
2	内蒙古鄂尔多斯康巴什新区污水处理厂设备供货及安装	598.87	完工
3	安徽省临泉县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	895	完工
4	安徽省濉溪县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	995	完工
5	安徽省阜南县污水处理工程成套设备供货及安装调试工程	891.57	完工
6	安徽省合肥市长丰县污水处理厂一期工程总承包	2136.99	完工
7	安徽省霍山县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	897	完工
8	广东省鹤山市第二城市污水处理厂工程总承包	8000	完工
9	安徽省利辛县污水处理厂设备供货安装及服务	1257	完工
10	安徽省和县污水处理厂成套设备供货安装及服务总承包	1417	完工
11	安徽省太湖县污水处理工程成套设备供货及安装调试总承包	1293.09	完工
12	浙江省象山县西周镇污水处理厂设备采购与安装工程	682.7	完工
13	安徽省郎溪县污水处理工程成套设备供货	747	完工
14	安徽省繁昌座城市（南区）污水处理厂一期工程设备供货、安装及调试服务总承包	1057.36	完工
15	湖南省衡山县污水处理厂成套设备及安装调试总承包	816.6	完工
16	安徽省泾县污水处理厂一期工程成套设备供货及安装调试	989.89	完工
17	安徽省东至县城污水处理厂设备采购安装调试项目	1017	完工
18	安徽省祁门县污水处理工程成套设备供货及安装调试	690	完工
19	湖北省当阳市污水处理厂工程 EPC 总承包项目	1800	完工
20	安徽省合肥市肥东县污水处理厂扩建工程成套设备供货及安装调试	1296	完工
21	江苏省宿迁市宿城区洋河污水处理厂二期工程 EPC 项目	1037.07	完工
22	云南省禄丰县污水处理厂设计优化、建造、调试和试运营总项目	2344.51	完工
23	江苏省连云港市南城污水处理厂一期项目	7473.06	完工



24	连云港胜海实业有限公司污水处理厂二期管道、阀门等设备采购及安装	1156.77	完工
25	云南中铁污水处理工艺设计（含隔油处理），污水处理设备的采购和安装调试、污水处理站内的建筑物和站内道路及绿化工程	515.39	完工
26	海口卫生院污水处理站设计、施工、安装、调试等清污分流工程	758.21	完工
27	安徽省合肥北城污水处理厂设备采购及安装	1537	完工
28	安徽省合肥市红旗、胡浅、枞阳路及陆小郭四座排涝泵站机械及电气控制设备采购项目	3273	完工
29	塘西河生态补水工程项目	3700	完工
30	临泉县中水回用工程设备供货及安装调试总承包合同	1285.95	完工
31	界首市光武镇污水处理中心工程 1.0 万吨工艺设备、安装与服务项目	547	完工
32	安徽省合肥市吴山污水处理厂设备采购及安装	867	完工
33	北京市东坝污水处理厂成套设备采购	1590	完工
34	深圳市嘉康食品有限公司肉类综合加工厂屠宰污水处理设备采购与安装	617	完工
35	亳州市南部新区污水处理厂设备项目供货及安装调试	1680.03	完工
36	临泉县污水处理厂二期工程设备采购及安装调试项目	1360.55	完工
37	岳西县蓬云乡农村环境连片整治示范项目、设计施工总承包项目	868	完工
38	利辛县污水处理厂二期工程成套设备供货及安装调试项目	1017.77	完工
39	台前县城污水处理改扩建工程设备供货及安装调试工程承包合同	1364	完工
40	安徽省宿州城南污水处理厂一期工程自控系统改造项目	524.77	完工
41	合肥市北城区梅冲泵站扩容迁建项目	1030	执行中
42	浙江省宁海县宁东污水处理厂（一期）	5477.57	执行中
43	安徽省东至县大渡口污水处理厂设备采购及安装	1037	执行中
44	宁海县城南污水处理厂（一期）	3008.21	执行中
45	尉氏县建设污水处理厂提标改造工程项目 BT（建设-移交）合同协议	1648.01	执行中
46	山东华恒矿业有限公司矿井水处理工程设计、安装施工承包合同	1480	执行中
47	高邮经济开发区污水处理厂一期工程	5293.18	执行中
48	宿州市埇桥经济开发区污水处理厂工程	2775	执行中
49	南京市六合区金牛湖旅游度假区污水收集处理一期工程	847.436	执行中
50	泾县污水处理厂二期工程设备供货及安装工程	899	执行中
51	长丰县下塘镇污水处理厂设备采购及安装工程	812.77	执行中
52	安徽省灵璧县污水处理厂升级改造项目	600	执行中
53	安徽省合肥市巢湖流域 36 个乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网的建设	59075.47	执行中
54	福建惠安县崇山污水处理厂项目	1179.98	执行中
55	乳山市银滩第二污水处理厂工艺设备安装及室外管网安装	1778.017	执行中
56	宿州埇桥污水处理厂配套管网建设工程施工项目	1600	已签合同
57	泗县污水处理厂扩建设备采购及安装	2386.64	已签合同
58	太和县污水处理厂设备采购及安装	2448.13	已签合同
59	胡集镇孙大庄污水处理厂设备采购及安装	40	已签合同
60	利辛县永兴镇人民政府污水厂配套管网工程	390	已签合同
61	合肥陶冲污水处理厂设备采购及安装	4967	中标（暂未签合同）
62	青岛市娄山河污水处理厂二期扩建	6750.86	中标（暂未签合同）
63	芜湖市美好乡村建设配套污水处理站项目	869.48	中标（暂未签合同）
	合计	168217.903	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

从总包商性质来看，主要分为三类：一、政府建设部门，如亳州市重点工程建设局、合肥市重点工程建设管理局等；二、政府部门所属投资公司或建设公司，如巢湖城市建设投资有限公司、高邮开盛市政建设投资有限公司等；三、其他投资商。

图表 10：报告期内 EPC 项目签订合同的主要客户

序号	客户名称	合同签订时间	合同额
1	巢湖城市建设投资有限公司	2013 年 12 月	59,075.47
2	宁海县水务集团有限公司	2012 年 1 月	5,477.57
3	高邮开盛市政建设投资有限公司	2013 年 8 月	5,293.18
4	安徽省环境科学研究院	2011 年 9 月	3,700.00
5	合肥市重点工程建设管理局	2011 年 1 月	3,273.00
6	宁海县净源水处理投资有限公司	2012 年 12 月	3,008.21
7	宿州埇桥区人民政府	2013 年 12 月	2,775.00
8	亳州市重点工程建设局	2011 年 11 月	1,680.03
9	尉氏县人民政府	2012 年 12 月	1,648.01
10	北京首创东坝水务有限责任公司	2011 年 12 月	1,590.00
11	山东华恒矿业有限公司	2013 年 8 月	1,480.00
12	台前县污水处理厂	2013 年 5 月	1,364.00
13	临泉县污水处理有限责任公司	2012 年 6 月	1,360.55
14	临泉县污水处理有限责任公司	2011 年 9 月	1,285.95
15	利辛县建设委员会	2012 年 6 月	1,017.77

资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.3 各主营协同作用促进设备销售业务发展

公司主营业务中设备生产及销售业务占比最小，但毛利率比 EPC 业务高，且常年稳定在 34% 左右。污水处理设备制造是指专业生产污水处理厂所需的专用设备，主要包括预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备等。本公司设备制造事业部主要生产曝气，同时也与其配套或单独使用的推流搅拌设备、预处理除砂设备、污泥水设备等。

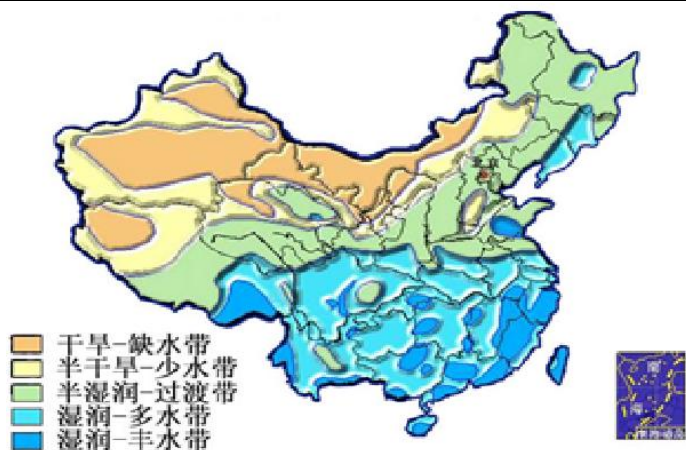
专用设备的配置目前主要通过市场竞标进行，价格也主要通过招投标机制确定，但其定价权一般由行业知名企业掌控。其中较多设备早年主要依赖进口，定价权主要由外方拥有，进口价格高昂，国祯环保近年来实施产品研发和国产化，与跨国公司直接展开市场竞争，逐步取得了一定的定价权。

公司的三个主营业务板块均围绕污水处理展开，三个板块在实际经营中优势互补协同发展。在市场拓展中，公司能够通过设备生产销售、环境工程 EPC 业务使了解公司优势，延伸客户需求，为运营业务创造条件。公司在设立运营业务项目公司的同时，形成区域驻点、加强营销网点紧密度，带动设备销售和环境工程 EPC 业务的市场拓展能力。

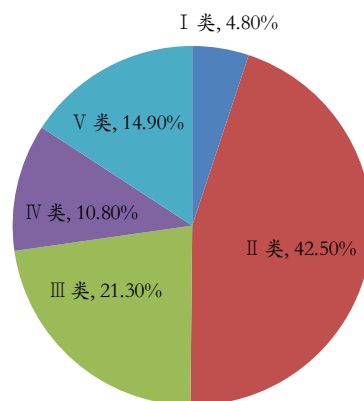
3 行业发展

中国是联合国公认的最贫水国家之一，水资源短缺现象严重。按照统计局数据，2012 年我国水资源总量为 2.95 万亿立方米，折合人均水资源量为 2187.05 吨，仅为世界人均淡水资源量的 1/4 左右。我国的缺水原因可分为资源型缺水和污染性缺水。

图表 11：我国水资源分布图



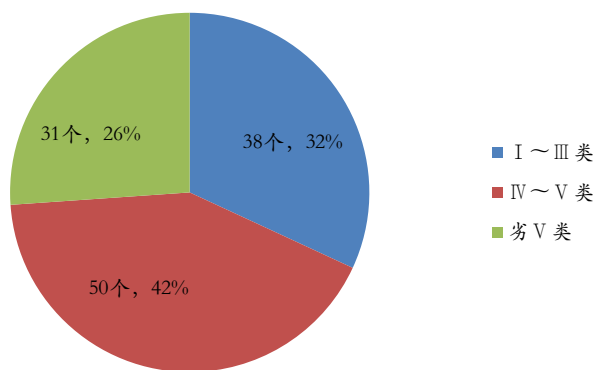
图表 12：2013 年我国河流水质情况



资料来源：公开资料，华安证券研究所

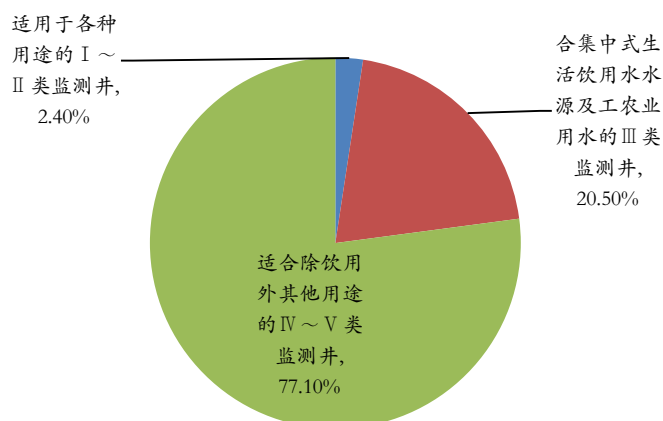
资料来源：水利部，华安证券研究所

图表 13：2013 年我国湖泊水质情况



资料来源：水利部，华安证券研究所

图表 14：2013 年地下水水质情况

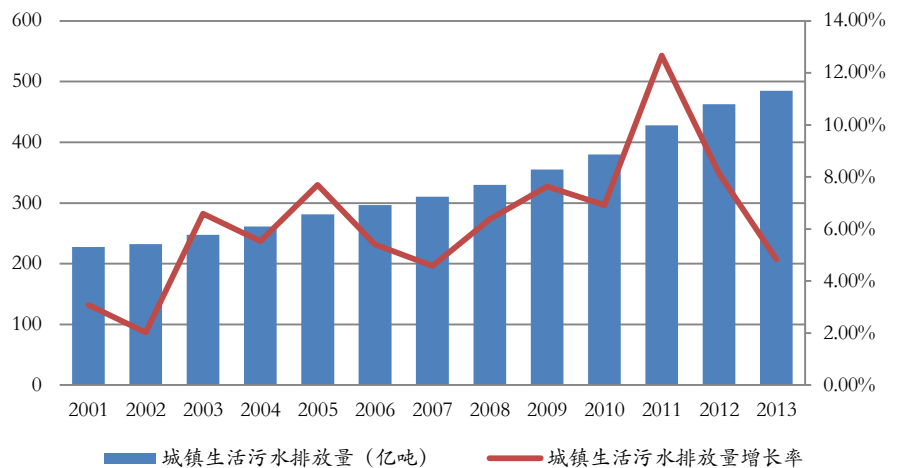


资料来源：水利部，华安证券研究所

2.1 建造/改造市场：提标改造区及域差异为主驱动力

随着我国社会经济发展、城镇化进程的加快以及人民生活水平的提高，我国生活污水排放量日益增多。根据环保部数据显示，我国 2000 年-2013 年城镇生活污水排放量由 220.9 亿吨增长至 485.11 亿吨，排放量逐年递增，年复合增长率达到 6.24%。

图表 15: 2000-2013 年城镇生活污水排放量及其增长率



资料来源: 环保部, 华安证券研究所

根据“十二五”规划, 到 2015 年, 我国城镇污水处理率及再生利用指标将提高, 污水处理率 36 个重点城市达到 100%, 地级市达到 85%, 县级市及县城达到 70%, 建制镇 30%。“十二五”期间, 全国规划范围内的城镇污水处理规模需达到 20805 万吨/日, 新增污水处理规模 4569 万立方米/日。其中, 设市城市 2608 万立方米/日, 县城 1006 万立方米/日, 建制镇 955 万立方米/日; 东部地区 1898 万立方米/日, 中部地区 1477 万立方米/日, 西部地区 1194 万立方米/日。全部建成后, 所有设市城市均建有污水处理厂, 县县具有污水处理能力, 各省 (区、市) 污水处理率均达到规划确定的目标, 全面提升全国污水处理服务水平。

图表 16: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标

指标			2010 年	2015 年	新增
污水处理率 (%)	设市城市		77.5	85	7.5
	其中：	36 个重点城市		100	
		地级市		85	
		县级市		70	
	县城		60.1	70	9.9
	建制镇		<20	30	>10
污泥无害化处 置率 (%)	设市城市		<25	70	
	其中：36 个重点城市			80	
	县城			30	
	建制镇			30	
再生水利用率 (%)			<10	15	>5
管网规模 (万公里)			16.6	32.5	15.9
污水处理规模 (万吨/日)			12476	20805	4569
升级改造规模 (万吨/日)					2611
污泥处理处置规模 (万吨/年)					518
再生水规模 (万吨//日)			1210	3885	2675

资料来源: 国务院, 华安证券研究所

住房城乡建设部发布统计数据显示，截至 2014 年底，全国设市城市、县（以下简称城镇，不含其它建制镇）累计建成污水处理厂 3717 座，污水处理能力 1.57 亿吨/日，较 2013 年新增约 800 万吨/日。其中，设市城市建成投入运行污水处理厂 2107 座，形成污水处理能力 1.29 亿立方米/日，较 2013 年新增约 600 万立方米/日；全国已有 1402 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 86.9%，累计建成污水处理厂 1610 座，形成污水处理能力 0.28 亿立方米/日，较 2013 年新增约 201 万立方米/日。

目前，我国城镇污水处理能力较 2010 年新增 3180 万吨/日，其中，设市城市新增污水处理能力累计为 2150 万吨/日，县城新增污水处理能力为 1030 万吨/日。距离“十二五”规划的 3614 万吨/日城镇新增处理能力仅 434 万吨/日，其中，县城新增污水处理能力以超过 20 吨/日，设市城市新增污水能力仅 458 万吨/日。按照“十二五”期间历年新增处理能力来看，于年内完成“十二五”规划的城镇新增污水能力建设规划是大概率事件。

图表 17：2011-2014 年我国城镇新增污水处理能力情况

年份	城镇新增污水处理能力 (万吨/日)	设市城市新增污水处理能力 (万吨/日)	县城新增污水处理能力 (万吨/日)
2011	1100	600	500
2012	600	450	150
2013	680	500	179
2014	800	600	201
合计	3180	2150	1030

资料来源：住建部，华安证券研究所

虽然城镇污水处理率基本已经达到“十二五”规划要求，污水处理建设的市场空间正在逐步收窄，但由于我国污水处理设施建设的不平衡，可能出现地域性的差异，例如中西部城市处理率不及东部，从行政级别划分来看，可能出现中小城市、县城及建制县污水处理率不及大型城市。因此，在“十二五”污水处理相关规划即将实现的情况下，可能出现污水处理建设可能由大型城市转向二三线小城市以及村镇市场，由东部转向西北部。我们认为，未来污水市场的建造空间更多的将来自于存量空间的提标改造以及新增污水处理量。

被称为“水十条”的《水污染防治行动计划》已经在年前获得国务院常委会通过，有望在下月出台。经过多轮修改的“水十条”，将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面进行强力监管并启动严格问责制。根据环保部科技标准司副司长刘志全 27 日在 E20 环境平台、清华大学举办的 2015 水业战略论坛上透露，“到 2017 年前要消灭劣五类水，到 2020 年将城市黑臭水控制在 10% 以下。重点发展领域是污水处理、饮用水安全、黑臭水体、工业废水污染、农业面源污染等。而未来新增市场空间主要集中在县城及村镇。”刘志全同时预测，“十三五”期间，水环境保护产品及设备的增速在 15% 至 20% 左右，水环境服务业的增速在 30% 至 40% 左右。

我们认为，在消灭劣五类水的要求下，全国的污水排放标准将会陆续提高。此外我国污水排放标准仍然沿用 2006 年的修订标准，排放标准根据排向的不同为

一级 A 到三级不等。如果假设市政污水排放标准将逐步提升到一级 A 标准，市政污水的提标改造空间将大幅提升。根据住建部数据显示，我国目前达到一级 A 类标准的污水排放规模仅 15.4%，污水厂数量仅 20.7%。在监管趋严，铁腕政策成为新常态的当下，部分污水厂已在进入规模化提标改造阶段，将水质由一级/二级 B 提升至一级 A 标准。如假设“十三五”期间完成存量污水厂及新建污水厂排水标准达到一级 A 标，水质由一级/二级 B 提升至一级平均投资 1000-1200 元/吨，改造市场规模将超过 1500 亿元，年均复合增长率将超过 30%。

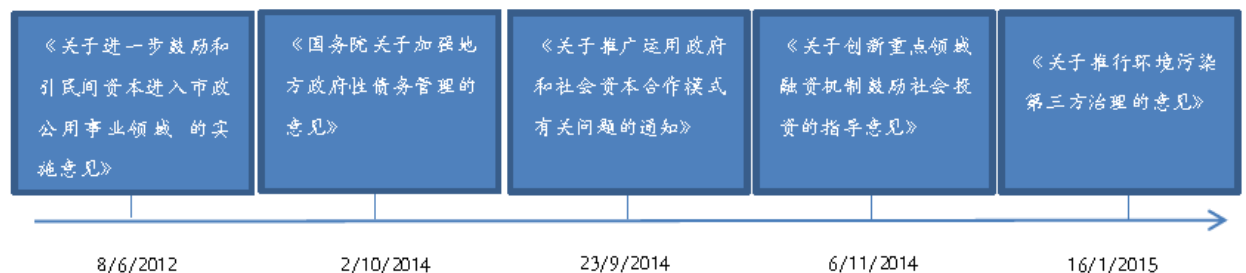
此外，根据《重点流域水污染防治规划 2011-2015》，重点工程项目 6007 个，总投资规模在 3460 亿元左右，其中城镇污水处理及配套设施投资 1906 亿元，区域水环境综合治理项目总投资 990 亿元，工业污染防治项目 425 亿元，饮用水水源地污染防治项目 83 亿元，畜禽养殖污染防治项目 55 亿元。到 2015 年，重点流域水质由重度污染改善到轻度污染，I-III 类水质断面比例提高 5 个百分点，劣 V 类水质断面比例下降 8 个百分点。

截至 2013 年底，《规划》治污工程项目已完成 41.7%，水质考核断面中有 78.2% 的断面达标。不达标断面 90 个，占 21.8%。长江中下游、淮河、辽河、松花江、海河、三峡库区及其上游、黄河中上游、巢湖和滇池流域达标断面比例分别为 93.8%、93.3%、88.0%、79.4%、77.3%、75.5%、70.0%、58.3% 和 29.0%。已完成（含调试）项目 2852 个，占 41.7%，较上一年度增长 14.8 个百分点；在建 1662 个，占 24.3%；前期准备 1235 个，占 18.0%；未启动 1095 个，占 16.0%。因此 2014-2015 年重点流域治理的市场空间仍较大。另外，如果按照“水十条”出台后要求在 2017 年前消灭劣五类水，根据《规划》投资额计算的话，2017 年前，流域治理的市场空间将超过 4000 亿元。

2.2 运营市场：PPP 注入新血液 水费上调提升企业接手动力

我国现有市场的污水处理能力 50% 掌握在地方政府手中。目前，环保的需求主要来自政府和工业企业，有赖于政府财政收入和工业企业盈利能力。在当前“稳增长、调结构”的宏观背景下，地方本级财政收入与工业企业盈利情况增速整体放缓。2014 年前三季度，财政收入、工业企业利润同比增长 10.1% 和 7.9%，较去年同期下降 2.6 和 5.62 个百分点。尽管政府高层及社会对于环保治理呼声不断提高，但受制于资金约束，环保治理的实际投入未见明显提高。

图表 18：“十二五”以来关于 PPP 模式推广的重要文件



政策名称	制定部门	主要内容
《关于进一步鼓励和	住建部	进一步鼓励引导民间资本参与市政公用事业建设，坚持公平竞争，凡是实行优惠政策的



引民间资本进入市政公用事业领域的实施意见》		投资领域，其优惠政策同样适用于民间投资。要进一步打破垄断，引入市场竞争机制，开放市政公用事业投资、建设和运营市场，鼓励民间资本参与市政公用设施的建设和运营。鼓励民间资本通过政府购买服务的模式，进入城镇供水、污水处理、中水回用、雨水收集、环卫保洁、垃圾清运、道路、桥梁、园林绿化等市政公用事业领域的运营和养护。鼓励民间资本通过购买地方政府债券、投资基金、股票等间接参与市政公用设施的建设和运营。
《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	国务院	推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长期稳定收益。投资者按照市场化原则出资，按约定规则独自或与政府共同成立特别目的公司建设和运营合作项目。投资者或特别目的公司可以通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。政府对投资者或特别目的公司按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，不承担投资者或特别目的公司的偿债责任。
《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	财政部	要求充分认识推广运用 PPP 模式的重要意义，积极稳妥做好项目示范工作，切实有效履行财政管理职能，加强组织和能力建设，尽快形成有利于促进 PPP 发展的制度体系。政府和社会资本合作项目从明确投入方式、选择合作伙伴、确定运营补贴到提供公共服务，涉及预算管理、政府采购、政府性债务管理，以及财政支出绩效评价等财政职能。推广运用政府和社会资本合作模式对财政管理提出了更高要求。地方各级财政部门要提高认识，勇于担当，认真做好相关财政管理工作。
《关于创新重点领域融资机制鼓励社会投资的指导意见》	国务院	推出了 7 个重点领域的 136 个鼓励社会投资的示范项目，以推动北京市重点领域投资建设，增加公共产品和服务的有效供给。“实施意见”共包括 4 部分 66 条措施，结合北京实际确定了生态环保、交通设施、能源设施、棚户区改造、新型城镇化、社会事业、“高精尖”产业结构等 7 大重点投资领域，且明确新增 PPP（政府和社会资本合作模式）项目要将先行的财政运营补助政策转变为政府购买服务。
《关于推行环境污染第三方治理的意见》	国务院	》。《意见》明确，根据污染物种类、数量和浓度，排污者承担治理费用，受委托的第三方治理企业按照合同约定进行专业化治理。同时提出，到 2020 年，环境公用设施、工业园区等重点领域第三方治理取得显著进展，污染治理效率和专业化水平明显提高，社会资本进入污染治理市场的活力进一步激发。环境公用设施投资运营体制改革基本完成，高效、优质、可持续的环境公共服务市场化供给体系基本形成；第三方治理业态和模式趋于成熟，涌现一批技术能力强、运营管理水平高、综合信用好、具有国际竞争力的环境服务公司。

资料来源：政府网站，华安证券研究所

引入 PPP 模式后，掌握在地方政府手中的污水处理容量将有望逐步释放，近期我国部分省市已释放出过亿元 PPP 项目。而且 PPP 模式将民间资本引入公用事业后不仅可有效帮助政府去杠杆化，还有助于提升污水厂经营能力以及整体污水处理质量。于污水处理企业而言，目前我国污水处理市场集中度较低，运营市场空间提升或将有效促进行业整合，尤其有利于污水处理的龙头企业或老牌技术企业。

此外，政府利用价格机制的手段，通过提升污水处理费来有效配置水资源，同时提高污水处理运营企业的盈利能力。今年 1 月，发改委、财政部和住建部联合公布了《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，指出 2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居

民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元。已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准。未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。

根据 2012 年国家统计局统计，全国 86 个城市居民生活用水价格平均每吨 2.6 元，其中污水处理费 0.77 元，占到 29%。目前我国生活用水价格仍然较低，尚有提升空间。虽然《通知》下发后，并不会使得污水处理企业直接受益，但污水处理费将在服务合同中固定下来，在进行重点改造时将可以与业主协商调整。因此，污水处理企业有望在提标改造后，通过提价后的污水处理费覆盖新增投资及运营成本，改善其盈利能力。这也将提高污水处理企业对污水处理运营项目的接手动力。

4 投资热点

4.1 公司市场拓展力强，行业空间广阔

目前污水处理行业建造市场空间广阔，且逐步向二三线城市及乡镇市场转移；“水十条”即将发布的当下，提标改造市场空间将迎来巨大空间；同时，流域治理本巨大的市场空间更有望借此扩容。运营方面，政府在鼓励 PPP 模式的过程中，将逐步释放手中的污水处理资源，同时，污水处理费的提高将有力提升污水运营企业的盈利能力，提高企业接手合作污水处理项目的动力。

公司毛利润中，投资运营项目占比常年在 70% 以上，并有逐步上升的趋势，且运营业务毛利率稳定。运营项目由于毛利率高，营收稳定等特性可为公司提供长期稳定的收入，为公司的可持续发展提供保障。此外，公司各主营业务有望能够借助提标改造、PPP 模式推广及污水处理费上调等政策的东风，对二三级城市的污水处理项目进行整合，提高市场占有率及盈利能力。

EPC 项目方面，毛利润逐步上升，但在毛利润中占比却有所下降。公司正在执行的 EPC 项目总金额达到 9.8 亿元，其中巢湖流域 36 乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网建设虽与其他公司联合中标，但总金额达 5.9 亿元，远超 2013 年 EPC 项目收入的 1.7 亿元。公司有望借助巢湖流域乡镇污水示范项目积累经验，并以此切入乡村污水处理市场。同时，公司成立湖泊事业部，以此为平台开展流域治理项目，进入水环境治理领域。

图表 19：2011-2013 年毛利润情况

主营业务	2011			2012			2013		
	毛利率	毛利润	毛利润占比	毛利率	毛利润	毛利润占比	毛利率	毛利润	毛利润占比
投资运营	46.98%	10992.54	70.73%	45.91%	15521.21	82.19%	46.98%	19478.43	79.80%
环境工程 EPC 项目	17.18%	2919.92	18.79%	16.09%	1975.05	10.46%	18.69%	3182.34	13.04%
设备生产及销售	34.71%	1629.70	10.49%	34.16%	1387.47	7.35%	34.17%	1747.63	7.16%
合计	98.87%	15542.16	100.00%	96.16%	18883.73	100.00%	99.84%	24408.40	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所



公司采用“大区管理制”及“分区划片负责制”，通过覆盖全国五大片区的 30 余家项目公司及其子公司资源，以点带面占领市场，目前已经拥有 53 座污水处理厂。同时，公司利用拥有完整污水处理产业链的优势，针对不同市场环境及客户需求提供全方位服务。各业务环节在细分市场竞争中进行互补，通过优质服务获得延伸业务。

4.2 成本控制能力突出

公司研制开发了污水处厂远程监控和专家诊断系统，成为国内较早实现总部终端控制和运营质量的企业。该系统能够通过网络技术对各下属污水处理厂做好达标排放，做到高效稳定运行实施远程监控，进一步提升公司应急处理能力、降低运营成本，提高管理效率。该系统通过为各污水处理厂建立日常运行数据库，及时获取各厂数据，制定针对不同工艺的标准化运营流程，使得污水厂运营管理更规范、高效，并形成了可快速复制的竞争优势。

4.3 资金压力逐步减小，财务结构不断优化

公司上市后，资金压力逐步得到缓解。IPO 募集资金 2.3 亿人民币，今年 3 月发布定增预案，预计募集资金 5 亿元用以补充生活污水处理投资运营项目配套资金及偿还银行贷款。新增的融资平台有助于公司降低资产负债率、优化资本结构、提高公司抗风险能力，降低财务费用率、提升公司盈利水平，缓解公司经营中面临的流动资金需求压力，同时提高公司投融资能力、提升公司在空间，拓展公司发展空间。

4.4 多领域技术战略布局或为公司增添盈利新亮点

公司拥有完备的开放式研发体系、高效机制和公司拥有完备的开放式研发体系、高效机制和 具有创新精神的研发团队。经过多年技术研发与创新，公司已拥有污水处理氧化沟工艺、SBR 工艺等核心技术。2009 年以来，在预处理设备与工艺、曝气和污泥年等技术领域，公司共有 2 项新的 863 课题正在实施，其中 1 项由公司主持。到目前为止，公司拥有国家专利 40 项，其中发明专利 11 项。公司主持和参加编制了 13 项行业标准。

此外，为了抓住中国污水处理标准提升、污泥处置鼓励政策等带来的污水深度处理、污泥处置等市场机遇，公司在自主研发的同时，拟引进日本先进的污水处理技术。通过投资投资久保田国祯与久保田（中国）投资有限公司合作，以此为平台，借助日本株式会社久保田国际领先水平的污水深度处理技术和产品，推广 MBR 技术产品，进入共工业污水处理领域。

这些技术保证了公司提供的设备产品更加节能高效，污水处理厂投资建设更加节省、运行更加方便，成为带动公司各板块业务的强大引擎。



5 盈利估值

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.96/1.05/1.19 元/股，对应当前股价 PE 分别为 61/55/47 倍。公司目前在手 EPC 订单丰富，保障公司近两年盈利能力。53 个在手运营项目为公司可持续发展提供有力保障。考虑到“水十条”及“十三五”规划对污水处理市场提标改造带来的巨大市场空间，村镇污水处理市场的逐步放开以及政府存量运营项目的逐步释放，以及公司流域治理、工业污水处理等多个新领域的储备技术战略布局。我们看好公司在“十三五”期间的整体盈利能力，给予“增持评级”。

6 风险提示

募投项目进度不达预期，“水十条”政策不达市场预期，新领域业务市场需求释放缓慢等。

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。