

2018年01月20日

证券研究报告·动态跟踪报告

永清环保(300187) 公用事业

增持(首次)

当前价: 11.10元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

收购康博固废，完善综合环境治理战略

投资要点

- **事件：**永清环保拟以增发方式收购康博固废；永清环保中标嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设 PPP 项目，总金额 18.7 亿元（其中重金属治理 5.7 亿元）。
- **收购康博固废，强势进入江苏危废领域：**永清环保拟以发行股份的方式购买永清集团及杭湘鸿鹑合计持有的康博固废 100% 股权，支付对价 10.75 亿元，本次交易完成后，康博固废成为永清环保的全资子公司。标的公司承诺在 17-20 年实现扣非归母净利润 1.06 亿元、1.06 亿元、1.13 亿元、1.20 亿元，以支付对价为基准计算，17 年收购价格对应估值为 10.1 倍。此次收购可使永清环保强势进入江苏危废领域，并且与原有公司的环保服务实现协同效应。康博固废有能力处置多类危险废物，且处置技术可靠、能力稳定。随着国家环保政策的趋严，危废处置单价快速提高，市场前景广阔，公司危废处置业绩有望实现大幅提高。
- **土壤修复技术优势，近期中标大单：**公司 2015 年完成收购美国 IST 公司，加之自己本身的技术积累，使公司在土地修复领域拥有极强的技术实力。并且在 18 年 1 月公司中标价值 5.70 亿的陶家河流域重金属污染综合治理工程（嘉禾县黑臭水体整治及配套设施建设 PPP 项目子项目），加之 17 年的订单，预示着未来业绩提升有保障。
- **公司获得环境影响评价甲级证书，环评咨询项目增长迅猛：**2016 年 8 月，公司获得环评甲级证书，此资质可以帮助公司进一步提高环评咨询的承揽能力，给公司在环评咨询服务领域更大的增长空间。并且 14-16 年，环评咨询实现年均复合增长率 123.6%，在 17 年上半年环评依旧取得了 100% 以上的增长。未来公司环评咨询业绩依然期望有较大幅度增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.48 元、0.61 元；公司业绩增速相比同行业公司较高，估值相对较低（可比危废公司估值 30 倍左右），首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，项目进度不及预期风险，并购事项进度不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1535.95	1537.43	2059.71	2474.76
增长率	98.62%	0.10%	33.97%	20.15%
归属母公司净利润(百万元)	141.52	163.79	314.46	398.35
增长率	25.36%	15.74%	91.99%	26.68%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.25	0.48	0.61
净资产收益率 ROE	11.02%	9.69%	9.84%	11.14%
PE	51	44	23	18
PB	4.68	4.26	2.25	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

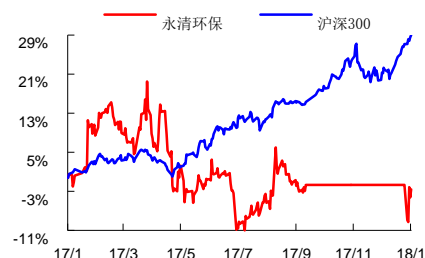
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳

执业证号: S1250517090001

邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.49
流通 A 股(亿股)	5.97
52 周内股价区间(元)	10.16-13.6
总市值(亿元)	71.99
总资产(亿元)	32.15
每股净资产(元)	2.39

相关研究

目 录

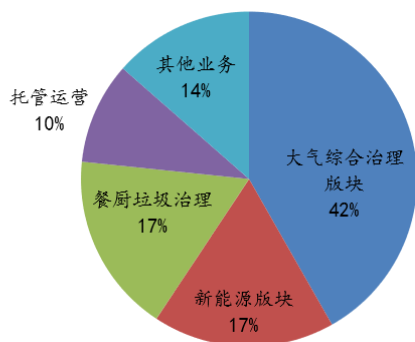
1 业务范围广、综合实力强，永清环保大有可为.....	1
2 收购康博固废，进军危废处理领域.....	2
3 专注土壤修复，打造第一核心业务.....	4
4 环评咨询增长迅猛，成为公司战略重点.....	5
5 盈利预测与投资建议	5

1 业务范围广、综合实力强，永清环保大有可为

永清环保股份有限公司创建于 2004 年，是一家为高污染、高耗能工业企业提供延期排放综合解决方案的环保工程公司。公司将区域环境综合服务提供商作为战略发展定位，目前已发展成为一家综合性、全产业链的环保服务企业。公司目前所从事的主要业务包括大气污染治理、土壤修复、环境咨询、清洁能源等。在业务模式上，公司主要采用 EPC、BOT 等模式，并在积极探索创新型的区域环境综合服务模式。

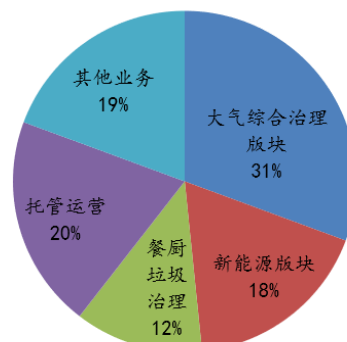
公司主营业务结构： 2017 年上半年公司主要收入来源于大气综合治理、新能源板块、餐厨垃圾治理和托管运营，收入占比分别为 42%、17%、17%和 10%。2017 年上半年公司毛利主要来源于大气综合治理板块、托管运营和新能源板块，毛利占比分别 31%、20%和 18%。

图 1：公司 2017 年前半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

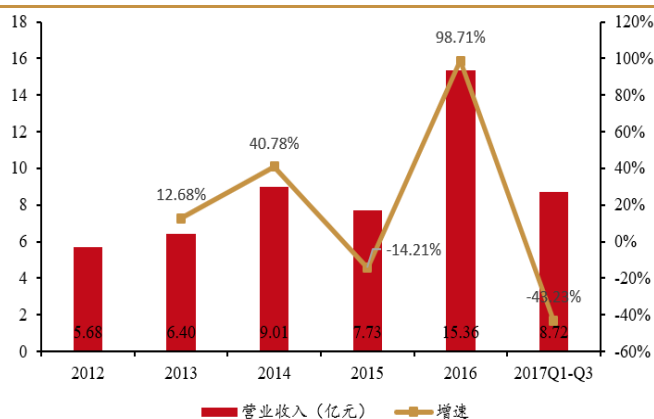
图 2：公司 2017 年前半年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

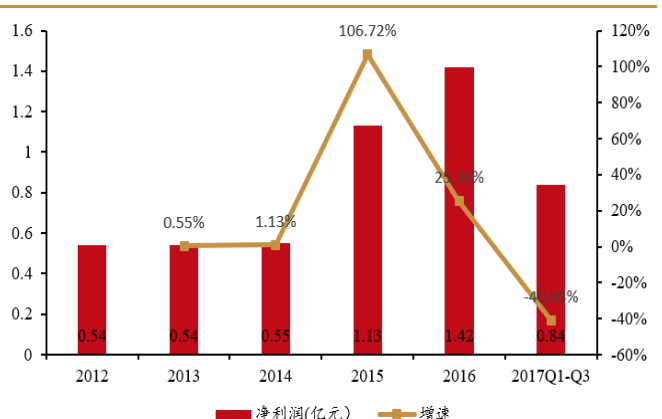
公司业绩状况： 公司营业收入自 2012 年的 5.68 亿元逐年增加至自 2016 年的 15.36 亿元，2016 年营收同比增长 99%；公司归母净利润自 2012 年的 0.54 亿元逐年增加至 2016 年的 1.42 亿元。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励彰显信心。公司于 2015 年 8 月公布了股权激励方案，方案面向公司管理层和核心技术人员。解锁条件是以 2014 年扣非归母净利润为标准，规定如果 2015-2017 年的扣非归母净利润增速不低于 50%、125%和 210%，则股权激励条件达成。至目前为止三次股权激励的条件全部达成。

表 1：股权激励达成情况

解锁安排	日期	种类	考核条件	授予价格（元/股）	解锁比例	解锁股份数
第一次	2016.12.28	首次授予	2015 年公司扣非净利润 0.78 亿元，同比增长 50.09%，增长率高于 50%，满足解锁条件	5.864	首授 30%	2,503,260
	2017.12.19	预留	2016 年公司扣非净利润 1.18 亿元，较 2014 年扣非净利润增长 128.85%，增长率高于 125%，满足解锁条件	7.58	预留 40%	316,960
第二次	2017.12.19	首次授予	2016 年公司扣非净利润 1.18 亿元，较 2014 年扣非净利润增长 128.85%，增长率高于 125%，满足解锁条件	5.839	首授 30%	2,431,260

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 收购康博固废，进军危废处理领域

永清环保拟以发行股份的方式购买永清集团及杭湘鸿鹄合计持有的康博固废 100%股权，支付对价 10.75 亿元，本次交易完成后，康博固废成为永清环保的全资子公司。标的公司承诺在 17-20 年实现扣非归母净利润 1.06 亿元、1.06 亿元、1.13 亿元、1.20 亿元，以支付对价为基准计算，17 年收购价格对应估值为 10.1 倍，PE 明显有增长空间，预示着股价的提升存在空间。

标的公司康博固废本身拥有稳定且高质量的盈利能力。由于危废处理市场的快速增长，康博固废未来可预期的营业收入及净利润将保持稳定增长。因此，本次交易将提高上市公司的盈利能力，并且增厚上市公司的每股收益。

表 2：康博固废财务情况

单位：亿元	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
营业收入	1.81	2.01	1.53
净利润	0.94	1.06	0.78
经营性净现金流	0.86	1.24	0.90

数据来源：公司公告，西南证券整理

此次交易拟向不超过 5 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，配套融资总额不超过 1.25 亿元，不超过拟发行股份购买资产交易金额的 100%，本次募集配套资金拟用于标的公司在建项目及支付中介机构费用。

表 3：定增募集资金用途

项目名称	拟投资金额（亿元）
新建废石灰粉综合利用及配套设施项目	1.05
支付中介机构费用	0.2
合计	1.25

数据来源：公司公告，西南证券整理

康博固废处理危废范围广泛，且技术可靠。康博固废主要从事危险废物焚烧处置业务，是江苏省内单体最大的成熟运营的焚烧类危废处理公司之一。康博固废的主营业务为通过以高温焚烧为核心的工艺对危险废物进行科学处置，达到减量化、稳定化、无害化的效果。康博固废处置范围包括有机溶剂废物、废矿物油等 17 个大类的危险废物，生产线设计总处置能力为 3.8 万吨/年。康博固废的危废处置技术成熟可靠，处置能力稳定。报告期内，康博固废未发生重大安全事故，或受到环保部门严重处罚。随着 2014、2015 年以来国家环保政策不断趋严，危废处置需求逐年增大，康博固废的危废处置单价快速提高，市场前景广阔，危废处置经营业绩得到大幅发展。

康博固废产能利用率较高且稳定，议价能力强。与同行业可比公司相比，康博固废的产能利用率处于较高水平且在报告期内保持稳定，处置单价报告期内连续上涨，年增长率均为 8% 以上。对于危废产生企业来说，能够及时、安全地处置产生的危废是其稳定经营的重要保障，报告期内，康博固废的产能利用率一直稳定在较高水平，能够与危废产生企业特别是大型危废产生企业建立稳定的合作关系，且具有较强的议价能力。

表 4：康博固废与同行业可比公司的产能利用率及处置单价的比较情况

公司名称	主要服务地域	项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
鑫广绿环再生资源股份有限公司	山东省	产能（万吨）	12.06	12.06	9.06
		产能利用率	62.61%	55.35%	48.59%
		处置单价（元/每吨）	3,712.53	3,625.43	3,822.96
		处置单价增长率	2.40%	-5.17%	-
新宇环保集团有限公司	江苏省	产能（万吨）	6.53	7.12	5.09
		产能利用率	74.70%	58.16%	74.72%
		处置单价（元/每吨）	4,264.65	4,694.37	4,031.11
		处置单价增长率	-9.15%	16.45%	-
可比公司处置单价平均值（元/每吨）			3,893.69	4,159.90	3,927.03
可比公司处置单价中位数（元/每吨）			3,712.53	4,159.90	3,927.03
康博固废	江苏省	产能利用率	88.83%	94.34%	93.37%
		处置单价（元/每吨）	6053.65	5602.81	5103.44
		处置单价增长率	8.05%	9.78%	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

进一步拓宽服务范围，着眼全国市场。并购康博股份只是公司进军危废领域的开始，公司有望借助康博固废的专业化管理团队，借助上市公司平台实现“产业+资本联动”，在江苏省、长三角、乃至全国快速拓展市场。公司通过收购康博固废进军危废处理领域，并强化土壤修复领域的资源与研发资源投入，以此双引擎实现新的增长；同

时，积极完善现有的环境咨询、固废、非电烟气、新能源等领域业务作为辅助。最终实现有主有次、轻重资产结合、有稳健现金流打底、有工程提供弹性的业务模式，打造强竞争力的综合环保平台。

3 专注土壤修复，打造第一核心业务

政策逐步趋严，土壤修复迎来政策东风。国务院于 2016 年 5 月 28 印发了《土壤污染防治行动计划》，简称“土十条”。“土十条”明确提出了主要指标：到 2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90%左右，污染地块安全利用率达到 90%以上。到 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95%以上，污染地块安全利用率达到 95%以上。环保部有关负责人表示，到 2020 年，7000 万亩受污染耕地可得到安全利用。农用地和建设用地土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控，城乡人居环境得到改善。实施“土十条”，预计可拉动 GDP 增长约 2.7 万亿元，可新增就业人口 200 万人以上。另一方面，“土十条”提出开展土壤污染状况详查、建立建设用地调查评估制度、严格管控受污染土壤环境风险、开展土壤污染治理与修复试点示范等，将有力推动土壤环境质量监测、调查、评估、治理修复和土壤污染防治咨询服务、装备药剂生产等相关产业发展，扩大环保产业规模。到 2020 年，预计可带动环保产业新增产值约 4500 亿元。

土壤修复增长空间巨大，行业需求加速。在环保行业发展相对较成熟的美国和欧洲国家，土壤修复行业总产值在行业起步和高峰阶段占 GDP 的比重分别为 0.1%和 0.5%左右，中国土壤修复行业总产值占 GDP 的比例不到 0.01%，整个市场尚处在萌芽阶段，未来发展潜力巨大。环保部 2014 年 4 月公布的《全国土壤污染状况调查报告》显示全国土壤总的点位超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。我国土壤污染整体状况不容乐观，土壤修复需求迫切。“土十条”落地将加速行业需求爆发，整个治理节奏及治理模式将会逐渐走向成熟，随着示范项目的加速落地，土壤修复每年投资需求将不会低于 200 亿元，相对当前年仅 50 亿元的投资额有质的飞跃。

技术实力领先，吸引稳定数量订单。在战略布局上，公司不断丰厚完善自身在土壤修复领域的技术积累，在 2015 年完成收购美国 IST 公司后，公司于 2016 年 10 月与加拿大 MC2 公司签订了股权收购框架协议，增强公司在有机物污染治理及油田环保领域的技术实力。随着公司战略布局的不断深化，公司土壤修复业务将得到更为强大的内在发展动力。公司于 2017 年承接了甘肃省黄河上游白银段黄河上游白银段东大沟流域重金属污染整治及生态修复工程、湖北武汉市智造园北区污染场地修复项目以及江苏省苏州市某污染土壤治理项目等标志着公司土壤修复领域的战略全国布局初见成效。

表 5：2017 年至今永清环保土壤部分修复业务订单

日期	项目名称	金额（亿元）
2018.1	嘉禾县黑臭水体整治陶家河流域重金属污染综合治理工程	5.70
2017.12	邵阳市双清区原邵阳市化工总厂土壤修复项目	0.19
2017.11	湖南衡阳市石鼓区合江套同兴社区污染场地修复项目	0.3
2017.11	湖北武汉市智造园北区污染场地修复项目	0.8
2017.8	江苏省苏州市某污染土壤治理项目	0.27
2017.7	长株潭地区五个重金属污染耕地修复项目	0.37
2017.5	黄河上游白银段东大沟流域重金属污染整治及生态修复工程	1

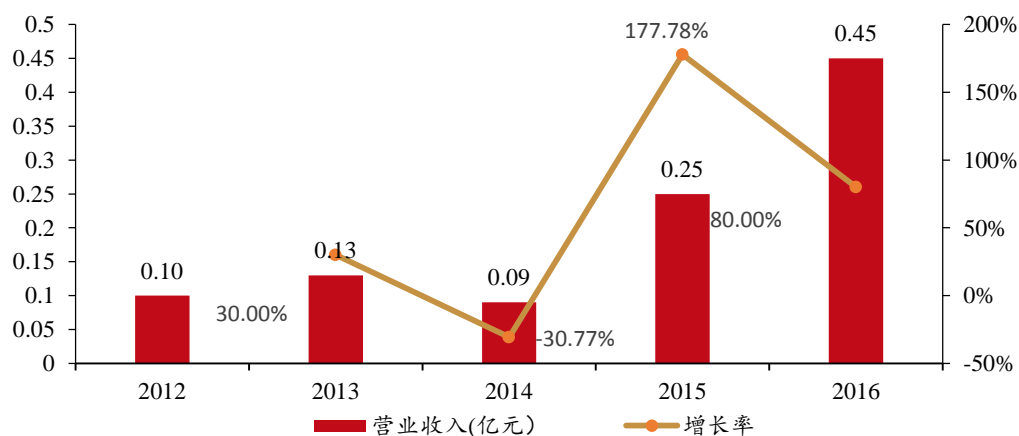
数据来源：Wind，西南证券整理

4 环评咨询增长迅猛，成为公司战略重点

培养环评咨询成为公司战略重点。公司在战略层面上将环境咨询业务作为未来重点发展的业务之一，从技术团队、区域布局、多元化发展等角度全面推进业务发展。首先，公司在吸收 IST 公司团队技术、经验的基础上，引进了一批顶尖技术、业务专家。在北京、上海均成立相关业务团队，乘着环评机构改制的东风，将公司业务覆盖到全国，公司在 2017 年承接了内蒙古伊泰集团有限公司中长期绿色发展规划项目和格尔木河水生态安全现状调查及评估等全国性环评咨询业务。未来公司仍将继续大力发展环境咨询业务，提高公司环境咨询业务的差异化竞争能力，将其培养成公司的核心业务之一。

甲级资质助力，环评咨询业绩增速迅猛。环保部在 2015 年 9 月颁布新的环评资质管理办法，大幅提高甲级和乙级环评机构所需的环评师必备人数要求（对甲乙两资质的环评工程师数量要求增加 50%），资质壁垒的提升将凸显甲级资质的价值，且随着资质标准的提升，不能满足新资质条件的环评机构逐步被注销，市场集中度将逐步上升。目前全国共 981 家环评机构，较年初的 1125 家减少了约 150 家（其中乙级资质减少 142 家），其中甲级资质 180 家，甲级资质占比由 16% 提升至 18%，整合效果初现。“红顶中介”脱钩及环评政策趋严，为民营环评企业带来发展良机。公司在 2014-2016 年，环评咨询实现年均复合增长率 123.6%，在 17 年上半年环评依旧取得了 100% 以上的增长。未来的环评咨询业绩增长依然有大幅增长空间。

图 5：永清环保近年环评咨询营业收入变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

- 1) 根据公司重金属治理、环评治理、新能源订单量以及 2017 前三季度业务完成情况，预计 2017-2019 年公司可以在重金属治理、环评治理和新能源项目上分别保持 60%、80% 和 10% 的销售增长率。
- 2) 伴随着市场总体需求的提高，大气板块综合治理、新能源板块、重金属土壤修复、环评咨询和危废处理的毛利率呈现平稳趋势。

- 3) 2018 年完成增发收购康博固废，当年并入永清环保的合并报表。康博固废承诺在 2017-2020 年实现扣非归母净利润 1.06 亿元、1.06 亿元、1.13 亿元、1.20 亿元。根据以上业绩承诺，预计康博固废在 2018 年至 2019 年可以保持 10% 的销售增长率。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
大气板块综合治理	收入	724.10	579.28	637.21	700.93
	增速	37.50%	-20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	22.63%	22.63%	22.63%	22.63%
新能源板块	收入	540.00	594.00	653.40	718.74
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	20.83%	20.83%	20.83%	20.83%
重金属土壤修复	收入	93.35	149.36	238.98	382.36
	增速	-30.54%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
环评咨询	收入	45.37	81.67	147.00	264.60
	增速	81.41%	80.00%	80.00%	80.00%
	毛利率	49.99%	49.99%	49.99%	49.99%
危废处理	收入	-	-	250.00	275.00
	增速	-	-	10.00%	10.00%
	毛利率	-	-	59.41%	59.41%
其他	收入	133.13	133.13	133.13	133.13
	增速	52.51%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	24.97%	24.97%	24.97%	24.97%
合计	收入	1535.95	1,537.44	2,059.71	2,474.76
	增速	98.62%	0.10%	33.97%	20.15%
	毛利率	23.76%	24.79%	30.06%	31.16%

数据来源：公司公告，西南证券

盈利预测与投资建议：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.48 元、0.61 元；公司业绩增速相比同行业公司较高，估值相对较低（可比危废公司估值 30 倍左右），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：竞争加剧风险，项目进度不及预期风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1535.95	1537.43	2059.71	2474.76	净利润	169.66	163.79	314.46	398.35
营业成本	1171.02	1156.28	1440.53	1703.72	折旧与摊销	22.63	75.21	76.20	78.72
营业税金及附加	2.21	2.21	2.96	3.56	财务费用	-10.62	0.00	0.00	0.00
销售费用	46.57	61.50	82.39	98.99	资产减值损失	8.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.34	138.37	174.87	210.11	经营营运资本变动	241.15	-11.14	5.74	31.33
财务费用	-10.62	0.00	0.00	0.00	其他	-122.70	-12.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	8.06	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	308.19	215.86	384.41	496.41
投资收益	8.18	12.00	12.00	12.00	资本支出	347.11	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-668.63	22.14	12.00	12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-321.53	16.63	-20.27	-49.10
营业利润	196.54	191.08	370.96	470.37	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.53	3.34	3.34	3.34	长期借款	-90.00	10.00	10.00	10.00
利润总额	203.08	194.42	374.30	473.71	股权融资	14.20	0.00	1200.00	0.00
所得税	33.42	30.63	59.84	75.36	支付股利	-6.48	-8.12	-9.40	-18.04
净利润	169.66	163.79	314.46	398.35	其他	-14.81	-4.95	0.00	0.00
少数股东损益	28.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-97.09	-3.06	1200.60	-8.04
归属母公司股东净利润	141.52	163.79	314.46	398.35	现金流量净额	-110.18	229.43	1564.74	439.27
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	751.22	980.66	2545.40	2984.66	成长能力				
应收和预付款项	628.19	628.45	839.55	1008.13	销售收入增长率	98.62%	0.10%	33.97%	20.15%
存货	439.89	434.35	541.13	639.99	营业利润增长率	77.04%	-2.78%	94.14%	26.80%
其他流动资产	49.82	39.71	53.20	63.92	净利润增长率	54.04%	-3.46%	91.99%	26.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.63%	27.68%	67.92%	22.80%
投资性房地产	10.67	10.67	10.67	10.67	获利能力				
固定资产和在建工程	112.78	108.03	124.14	159.65	毛利率	23.76%	24.79%	30.06%	31.16%
无形资产和开发支出	680.21	615.32	555.36	502.31	三费率	10.83%	13.00%	12.49%	12.49%
其他非流动资产	323.13	323.05	322.98	322.90	净利率	11.05%	10.65%	15.27%	16.10%
资产总计	2995.90	3140.25	4992.42	5692.24	ROE	11.02%	9.69%	9.84%	11.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.66%	5.22%	6.30%	7.00%
应付和预收款项	1295.15	1279.65	1599.78	1893.57	ROIC	25.35%	24.78%	50.13%	63.87%
长期借款	80.00	90.00	100.00	110.00	EBITDA/销售收入	13.58%	17.32%	21.71%	22.19%
其他负债	81.23	80.35	97.32	113.04	营运能力				
负债合计	1456.38	1450.00	1797.11	2116.61	总资产周转率	0.58	0.50	0.51	0.46
股本	648.54	648.54	767.11	767.11	固定资产周转率	14.52	15.52	20.14	20.18
资本公积	396.93	396.93	1478.36	1478.36	应收账款周转率	4.16	3.84	4.39	4.19
留存收益	471.79	627.46	932.53	1312.84	存货周转率	3.23	2.65	2.95	2.88
归属母公司股东权益	1480.78	1631.51	3136.58	3516.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.88%	—	—	—
少数股东权益	58.74	58.74	58.74	58.74	资本结构				
股东权益合计	1539.52	1690.25	3195.32	3575.63	资产负债率	48.61%	46.17%	36.00%	37.18%
负债和股东权益合计	2995.90	3140.25	4992.42	5692.24	带息债务/总负债	5.49%	6.21%	5.56%	5.20%
					流动比率	1.37	1.54	2.36	2.35
					速动比率	1.05	1.22	2.04	2.03
					股利支付率	4.58%	4.96%	2.99%	4.53%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.25	0.48	0.61
					每股净资产	2.37	2.61	4.93	5.51
					每股经营现金	0.48	0.33	0.59	0.77
					每股股利	0.01	0.01	0.01	0.03
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	208.56	266.29	447.16	549.10					
PE	50.87	43.95	22.89	18.07					
PB	4.68	4.26	2.25	2.01					
PS	4.69	4.68	3.50	2.91					
EV/EBITDA	29.60	22.36	12.78	9.63					
股息率	0.09%	0.11%	0.13%	0.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn