



东兴证券
DONGXING SECURITIES

土壤修复龙头，城市环境与工业环境两翼发力

——高能环境（603588）深度报告

2018年02月25日

推荐/首次

高能环境

深度报告

报告摘要：

公司前身为中科院高能物理研究所于1992年成立的“北京高能垫衬工程处”。2014年12月登陆A股主板并确立了环境修复、城市环境和工业环境三大业务板块，定位综合性环境系统服务提供商。根据业绩快报，公司2017年营业总收入22.67亿元，同比增44.9%，净利润2.03亿元，同比增30.03%。

- ◆ **环境修复龙头地位稳固，静待市场打开。**我国土壤修复市场上万亿市场空间未开启，目前行业内仍处于土壤摸查、建档阶段。随着土壤调查工作的展开和土壤修复标准的建立，商业模式的逐步清晰，预计土壤修复合同将在“十三五”后期加速释放。高能环境作为土壤修复绝对龙头，技术体系完善，项目经验丰富，将受益于整个行业订单爆发。
- ◆ **加快收购危废牌照，把握行业黄金期。**公司16年起陆续并购多家危废企业，17年新设光大环保、高能清蓝，并购扬子化工和中色东方，目前公司危废处置牌照量已达45万吨。目前宁波大地和新德环保已完成扩产，阳新鹏富和靖远宏达产能也正逐步爬坡，加上17Q4并表的中色东方，公司危废业务收入来源充足，增长可期。
- ◆ **垃圾焚烧项目落地加快，城市环境板块增长发力。**17年承接新沂市项目投资规模4亿，16年签订两个静脉产业园框架协议金额38亿元。和田、贺州项目将陆续贡献工程收入，泗洪县项目有望在2018年投入运营，届时将贡献千万净利润。公司同时积极承接污泥、医废、餐厨垃圾等其他固废处理项目，长期增厚板块业绩。

公司盈利预测：我们预计17-19年EPS分别为0.31、0.51、0.81元，对应PE分别为38、22、14倍，参照行业可比公司，我们给予18年公司25倍pe，公司6个月目标价为12.75元，首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期；土壤修复市场订单释放不达预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,018.43	1,564.62	2,270.00	3,684.50	5,589.70
增长率(%)	31.15%	53.63%	45.08%	62.31%	51.71%
净利润(百万元)	106.39	156.48	202.55	340.84	533.38
增长率(%)	-7.76%	53.90%	53.55%	67.10%	54.16%
净资产收益率(%)	5.86%	7.94%	8.13%	12.97%	18.77%
每股收益(元)	0.66	0.48	0.31	0.51	0.81
PE	17.45	23.72	37.53	22.30	14.25
PB	1.02	1.93	3.05	2.89	2.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：

洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

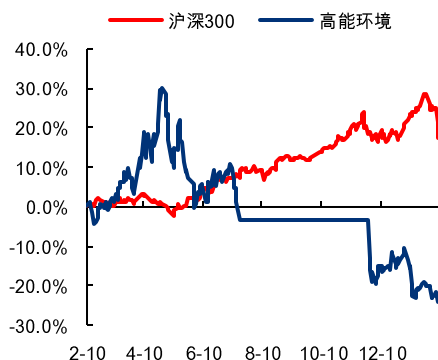
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	11.48-28.77
总市值(亿元)	76.02
流通市值(亿元)	74.6
总股本/流通股(非限售) (万股)	66219/65009
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	1.0%

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1.土壤修复龙头，城市环境+工业环境两翼发力	4
1.1 始于中科院高能所，14年登陆A股.....	4
1.2 股权结构：实际控制人及其一致行动人持股25.16%.....	5
1.3 垃圾焚烧+危废项目落地提速，在手订单充足保障成长性.....	5
2. 环境修复：龙头地位稳固，静待市场打开	7
2.1 标准完善+财政支持，土壤修复前景仍好.....	7
2.2 公司技术完备+项目经验丰富，土壤修复龙头地位稳固.....	11
3. 工业环境：加快危废布局，产能释放提速	14
3.1 危废处置缺口巨大，未来将维持高景气.....	14
3.2 并购布局危废市场，处理能力达45万吨.....	15
4. 城市环境：垃圾焚烧项目落地加快，贡献工程+运营收入	16
4.1 十三五期间垃圾焚烧投资建设规模将超2千亿.....	16
4.2 垃圾焚烧项目稳步推进，城市板块发力.....	18
5. 盈利预测及估值	19
6. 风险提示	20

表格目录

表 1: 高能环境业务构成.....	4
表 2: 近年土壤污染社会事件.....	8
表 3: 相关政策加速出台.....	8
表 4: 土壤修复行业龙头.....	10
表 5: 高能环境核心技术.....	11
表 6: 紫金山金铜矿湿法厂污染场地修复案例.....	12
表 6: 公司 2017 年、2016 年新增环境修复订单.....	13
表 7: 危废处置行业重要政策文件.....	14
表 8: 公司并购或新设危废相关公司.....	15
表 9: 多项政策鼓励垃圾焚烧.....	17
表 10: 公司现有垃圾焚烧项目.....	18
表 11: 公司现有城市环境项目.....	19
表 12: 高能环境分业务销售收入拆分预测.....	19
表 14: 公司盈利预测表.....	21

插图目录

图 1：高能环境发展历程.....	4
图 2：高能环境股权结构.....	5
图 3：公司主营业务收入变化.....	6
图 4：公司净利润变化.....	6
图 5：三大业务板块收入构成.....	6
图 6：三大业务板块毛利率对比.....	6
图 7：三大业务板块新增订单.....	7
图 8：工程类、投资运营类新增订单.....	7
图 9：不同土地利用类型土壤的环境质量状况	7
图 10：土壤污染现状堪忧	7
图 11：土壤污染防治专项资金预算.....	9
图 12：2012-2016 年土壤修复合同金额及增速.....	11
图 13：2013-2016 年土壤修复企业数量及增速.....	11
图 14：高能环境土壤修复订单	13
图 15：各国危废处理能力对比	15
图 16：全国危废产量与处置率	15
图 17：我国城市垃圾处理情况	17
图 18：全国垃圾焚烧无害化处理率	17

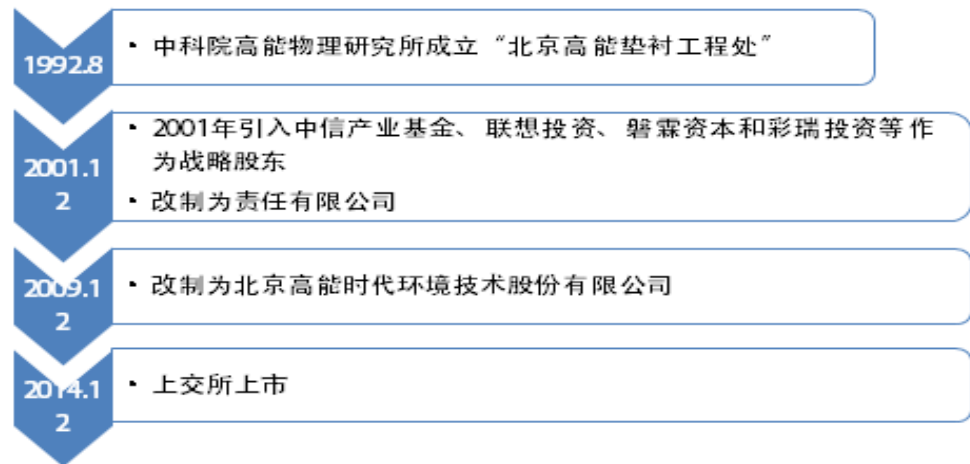
1.土壤修复龙头，城市环境+工业环境两翼发力

1.1 始于中科院高能所，14年登陆A股

公司前身为中科院高能物理研究所于1992年成立的“北京高能垫衬工程处”。2001年改制为有限责任公司。2009年改制为股份有限公司并引进中信产业基金、联想投资、磐霖资本和彩瑞投资等机构投资者作为战略股东。2014年12月，高能环境（603588）登陆A股主板。

公司是国内最早专业从事环境污染防治技术研究应用的高新技术企业之一，曾实施了国内首个垂直防渗工程，积累了800多项成功的工程案例，主编、参编38项国家或行业标准，具有公认的行业领军地位。2014年，公司确立了环境修复、城市环境和工业环境三大业务板块，并将环境修复、危废处置作为核心发展领域，垃圾处理、工业废水处理、污泥处置等作为重点领域协同发展。

图1：高能环境发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司把握国内环保行业高速发展的契机，通过投资并购快速实现产业布局，2016年起，公司参股玉禾田进军环卫蓝海，收购危废处置牌照以扩张工业环境版图，细分领域下市场占有率进一步提高，稳步迈向综合性环境系统服务提供商的目标。

表1：高能环境业务构成

公司业务板块	涵盖范围
环境修复	工业污染场地修复、重金属污染治理、地下水污染防控与修复、农田改良及污染修复、流域治理、矿山污染修复、填埋场污染治理与生态修复，污染场地开发利用等。

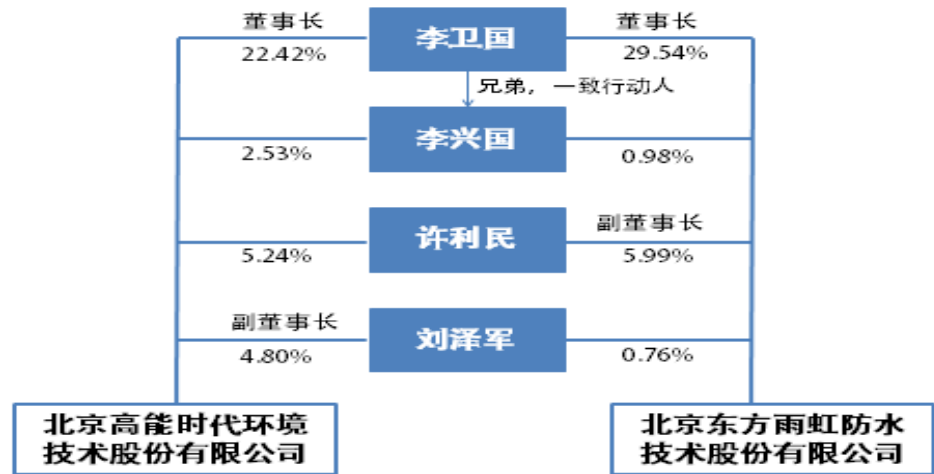
城市环境	垃圾填埋场新建、改造扩容及生态封场；垃圾焚烧发电；渗滤液处理；污泥处理处置；医疗垃圾处理；餐厨垃圾处理；城市供水及市政污水；城市环境静脉产业园。
工业环境	工业园区及大型企业工业废水及工业固废处理与资源化；危险废物处理处置与资源化。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 股权结构：实际控制人及其一致行动人持股 25.16%

公司实际控制人为董事长李卫国，持股比例 22.63%，其弟李兴国持股 2.53%，二股东许利民持股 5.24%，副董事长刘泽军持股 4.80%。此外，李卫国、许利民、刘泽军、向锦明、李兴国同时还是东方雨虹的股东。其中李卫国持股 29.54%，为东方雨虹的董事长和实际控制人。

图 2：高能环境股权结构

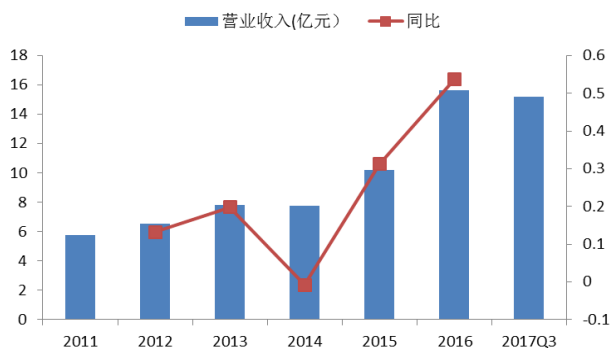


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 垃圾焚烧+危废项目落地提速，在手订单充足保障成长性

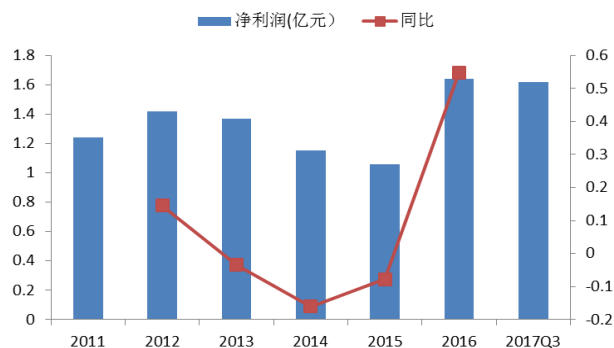
根据公司业绩快报披露，2017 年全年营业收入 22.67 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 2.03 亿，同比分别增长 44.90%和 30.03%。公司整体业绩增速低于年初预期，从三大业务板块来看，主要原因是 1) 城市环境板块泗洪县垃圾焚烧项目落地延后；2) 土壤修复业务受行业环境影响，订单金额较年初目标差距较大，同时订单执行节奏偏慢。3) 参股公司方面，伏泰科技、玉禾田两家公司因筹备 IPO 等事宜，四季度业绩表现不及往年，其余收购项目虽完成业绩承诺，但仍不及年初预期。

图 3: 公司主营业务收入变化



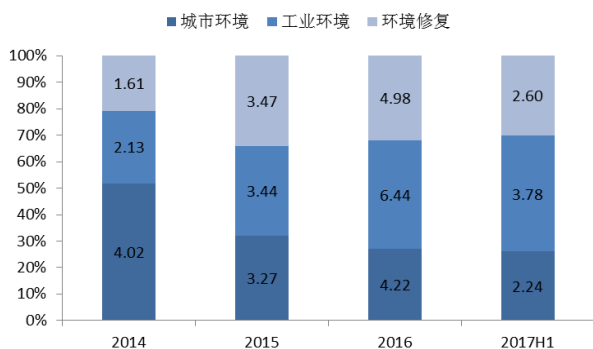
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司净利润变化



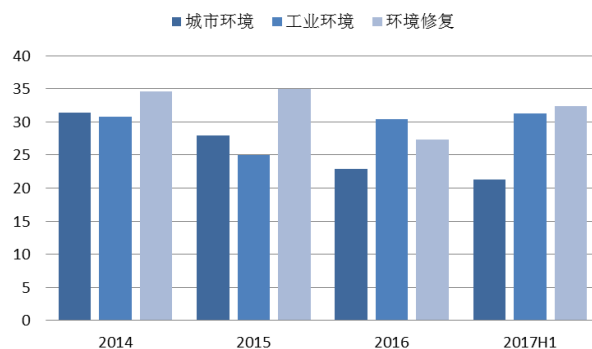
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 三大业务板块收入构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 三大业务板块毛利率对比

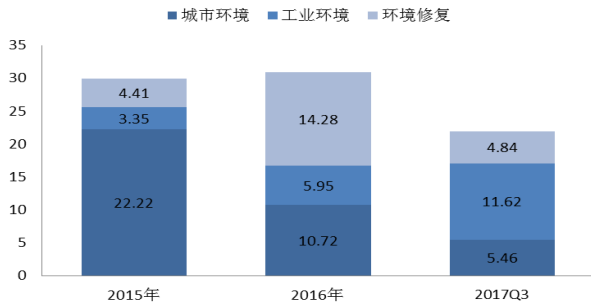


资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们认为, 公司目前在手订单仍然充足, 随着城市环境板块垃圾焚烧项目以及工业环境板块危废项目在今明两年的落地和推进, 加上土壤修复行业订单回暖, 业绩长期增长趋势不改。

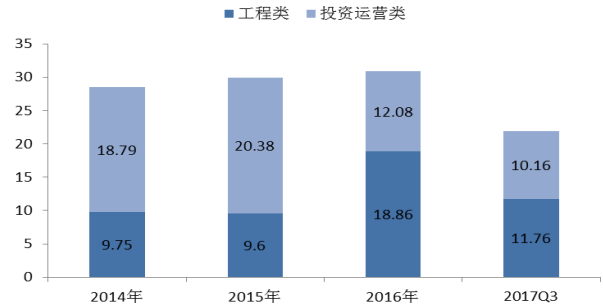
- ◆ 截至 2017 年第三季度末, 公司在手订单金额共计 92.27 亿元。其中已履行 17.56 亿元, 尚可履行 74.71 亿元。
- ◆ 2017 年前三季度公司新增订单金额为 21.91 亿元, 预计公司全年新增订单 30 亿元以上。其中环境修复类业务新增订单 4.84 亿元, 城市环境类业务新增订单 5.46 亿元, 工业环境类业务新增订单 11.61 亿元。

图 7：三大业务板块新增订单



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：工程类、投资运营类新增订单



资料来源：wind，东兴证券研究所

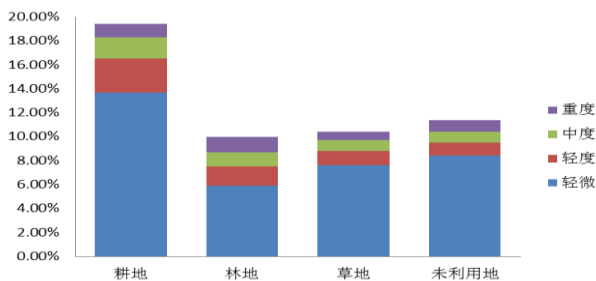
2. 环境修复：龙头地位稳固，静待市场打开

2.1 标准完善+财政支持，土壤修复前景仍好

土壤污染状况触目惊心，治理箭在弦上。2014年，环境保护部和国土资源部发布了《全国土壤污染状况调查公报》，这是我国开展的首次土壤状况调查，历时近十年，实际调查面积约630万平方公里。调查结果显示，全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。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%。

- ◆ 从土地类型看，耕地、林地、草地土壤点位超标率分别为19.4%、10.0%、10.4%。
- ◆ 从污染类型看，以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点数占全部超标点位的82.8%。
- ◆ 从污染物超标情况看，镉、汞、砷、铜、铅、铬、锌、镍8种无机污染物点位超标率分别为7.0%、1.6%、2.7%、2.1%、1.5%、1.1%、0.9%、4.8%；六六六、滴滴涕、多环芳烃3类有机污染物点位超标率分别为0.5%、1.9%、1.4%。

图 9：不同土地利用类型土壤的环境质量状况



资料来源：环保部，东兴证券研究所

图 10：土壤污染现状堪忧



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

土壤污染危害公众健康, 倒逼政策加速出台。2013年起, 多地出现土壤污染引发的危害公众健康现象, “大米镉超标”、“毒校园”等事件引发社会公众对土壤污染的广泛关注和强烈担忧。为改善土壤污染现状, 保护人民生存根本, 2014年起我国逐步陆续颁布污染场地系列标注和土壤修复技术相关导则。土壤修复方面的标准、法规等制度建设不断完善, 推动土壤修复市场的不断释放。2016年国务院颁布《土十条》, 提出“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”的参考指标, 为土壤修复工作指出了明确的推进时间表。

表 2: 近年土壤污染社会事件

时间	地区	事件
2010年	安徽安庆	307名儿童中有228名查出血铅中毒, 污染源为某蓄电池生产公司违规排污, 将未经处理的污水直接排入北河。同时涉及有关单位违规审批、环评单位造假等。
2013年	广东贵屿	贵屿镇过去曾有5169家废旧电子电器拆解户, 从业人员超过10万。庭前屋后私搭乱建简易工棚, 街头巷尾电子垃圾堆积如山, “酸洗”、“烧板”的拆解方法原始落后, 废气废液未经处理直接排放, 河水被污染, 土壤中重金属含量超标。
2013年5月	湖南攸县	广州市食品药品监督管理局公布了镉超标大米的产地, 8批中6个批次的“镉大米”全部来自湖南, 2个批次问题米粉其中一家的原料也来自湖南, 且均产自当地有色金属之乡。
2014年4月	湖南衡阳	媒体曝光在只有4万余人的大浦镇, 血铅超标的儿童数量超过300人。同年6月, 央视《新闻直播间》对大浦镇血铅儿童及当地污染状况进行了调查, 至此引发全国关注。
2016年初	江苏常州	常州外国语学校多名学生出现皮肤过敏、咳嗽、流鼻血、呕吐、口腔溃疡等不良反应, 家长认为与学校附近正在进行土壤修复施工的“毒地”有关——该地块的前身是2010年整体搬迁的常隆化工有限公司。经调查此地块在前期修复过程中确实存在问题。
2017年3月	河南新乡	某环保组织在当地某村河边的麦地取样化验, 结果显示, 距河4米处的土壤镉含量为20.2mg/kg, 是土壤环境质量二级标准的67.3倍, 三级标准的20.2倍。12个随机的小麦样品全部超标, 出现从1.7倍至18倍不同程度的超标。

资料来源: 公开信息, 东兴证券研究所

表 3: 相关政策加速出台

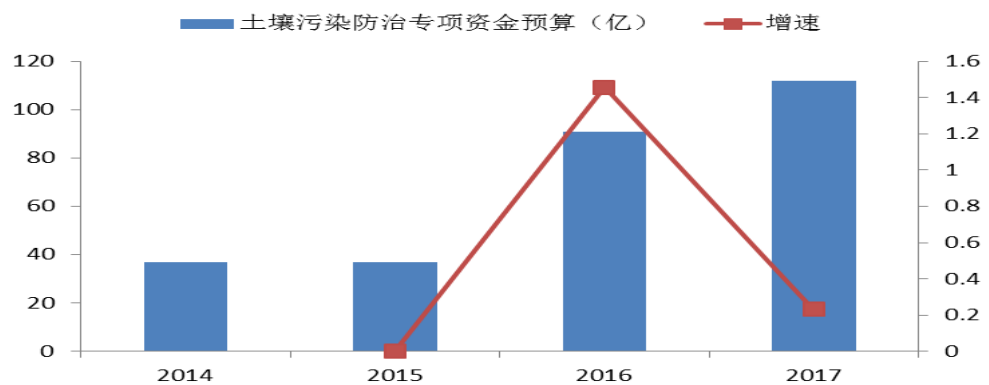
时间	部门	政策	主要内容
2008年6月	环保部	《关于加强土壤污染防治工作的意见》	以农用土壤环境保护和污染场地环境保护监管为重点, 建立健全土壤污染防治法律法规, 落实土壤污染防治工作机构和人员, 增强科技支撑能力, 拓宽资金投入渠道, 加大宣传教育力度, 切实解决关系群众切身利益的突出土壤环境问题
2013年3月	财政部、国土资源部	《矿山地质环境恢复治理专项资金管理办法》	对国有矿山在计划经济时期形成的或责任人已经灭失的、因矿山开采活动造成矿山地质环境破坏的恢复治理项目提供专项资金
2014年5月	环保部	《关于加强工业企业关停、搬迁及原址场地再开发利用过	强化工业企业关停搬迁过程污染防治, 组织开展关停搬迁工业企业场地环境调查, 严控污染场地流转和开发建设审

		程中污染防治工作的通知》	批，加强场地调查评估及治理修复监管
2014年7月	环保部	连续出台4篇污染场地相关的《技术导则》	规定了场地环境监测、污染场地风险评估、污染场地土壤修复技术方案编制、污染场地环境监测的原则、程序、工作内容和技术要求
2014年11月	环保部	《工业企业场地环境调查评估及修复工作指南（试行）》	构建工业企业场地环境调查评估和修复全过程工作框架，详细阐述场地环境调查评估及污染场地修复的工作流程、基本要求和技術方法
2016年3月	环保部	《农用地土壤环境质量标准》三次征求意见稿	农用地土壤污染物控制项目由10项增加至21项；增加和调整了部分标准和一些项目的含量限值；更新了监测、实施和监督要求。
2016年3月	发改委	“十三五”规划	实施土壤污染分类分级防治，优先保护农用地土壤环境质量安全，切实加强建设用地土壤环境监管。
2016年5月	国务院	《土壤污染防治行动计划》	提出“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”的参考指标
2016年12月	环保部	《污染地块土壤环境管理办法（试行）》	按照“谁污染，谁治理”原则，造成土壤污染的单位或个人应当承担治理与修复的主体责任，土壤污染治理与修复实行终身责任制

资料来源：新闻整理、东兴证券研究所

财政专项资金支持力度稳增。2016年起，财政部土壤污染防治专项资金预算激增至90.89亿元，相比2014、2015年增长145.60%，国家层面对土壤污染防治的关注和支持力度提升。2017年土壤污染防治专项资金预算为112亿元，同比增长23.20%。虽然增速有所下降，但考虑到2016年的实际支付额在60亿左右，中央财政对土壤修复行业的支持力度并未降低。

图 11：土壤污染防治专项资金预算



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

政策鼓励和财政资金支持下, 土壤修复项目数量和订单金额均呈现快速增长。2014年起, 在政策推动下, 土壤修复行业迎来初步发展, 2016年相关订单金额达 62.85 亿元, 与 2014 年的 12.71 亿元相比, 年复合增长率 147%。行业企业数量快速增长, 市场呈现分散格局。资本快速涌入土壤修复行业, 相关企业数量由 2013 年的两百多家增长到 2016 年的千余家。但就拿单情况来看, 前 60%—80% 的订单仍集中在前五家大型企业手上。

从技术储备、订单获取能力、工程经验等因素综合考虑, 将理工环科、高能环境、建工修复归属行业龙头企业, 行业的第一梯队, 这类企业已形成综合性的技术体系, 拿单能力突出, 而永清环境、博世科等为代表的公司属于区域性龙头, 行业的第二梯队, 这类公司拿单以区域性为主, 有自身的技术积累, 但仍未成体系。

表 4: 土壤修复行业龙头

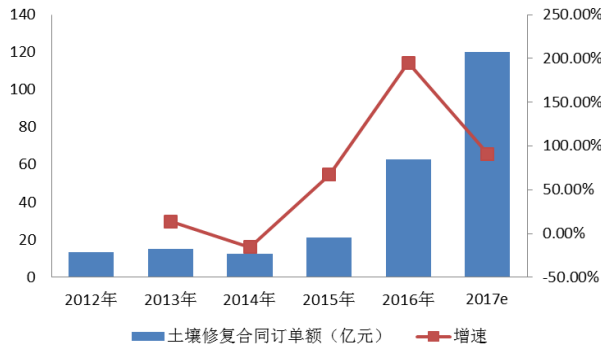
公司名称	核心优势
建工修复	成立于 2007 年, 是我国土壤修复行业历史最悠久、技术实力最雄厚的公司, 拥有我国第一个土壤修复项目北京化工三厂等丰富的工程经验, 以有机物治理起步, 重金属治理项目渐丰, 技术体系完善。
碧蓝环境	重金属治理能力强, 药剂研发实力突出。在湖南中标两大标杆项目, 包括重金属、有机物等多种污染物, 体现出公司突出的技术整合能力。公司项目采用自主研发的药剂、粉剂, 大幅降低公司药剂采购成本, 同时研发了针对砷、锰等难治理无机污染物的专门药剂, 获得独特技术优势。
高能环境	公司以防渗工程起家, 从 2007 年开始, 以重金属修复为起点切入土壤修复市场。随着工程项目经验的积累, 公司当前已形成完整的技术体系, 业务已实现全领域覆盖。16 年公司与美国 TRS 成立合资公司, 负责 TRS 的热脱附技术在中国区域内的应用, 此次合作提升了公司有机污染物处理能力。未来高能将充分利用 TRS 的海外品牌效应, 拓展国际市场。
永清环保	偏重重金属治理, 固化稳定化是公司核心技术。拥有区位优势, 地处我国最大的重金属修复区域市场湖南省, 在湖南等地区积累近 20 个成功经验。通过海外收购, 实现技术和海外品牌的积累, 控股 IST, 获得生物修复技术、淋洗技术, 控股 MC2, 积累有机修复技术。
博世科	传统主业聚焦于工业污水处理, 因此公司在将业务拓展至土壤修复领域后, 形成了以固化稳定化、化学淋洗为核心的技术, 并形成了自身药剂研发能力。16 年中标南华项目, 是国内最大金额的有机污染物治理项目之一, 通过南华项目积累了丰富的有机物治理经验。海外收购加拿大 RX 公司股权, 引入油田、地下水修复技术。

资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

现阶段土壤修复市场仍处土壤状况摸底阶段, 土壤修复订单或将在“十三五”后期大量释放。根据“土十条”的规定, 各地在 2018 年底前需查明农用地土壤污染的面积、分布及其对农产品质量的影响; 2020 年底前掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况。考虑到政府预算问题, 目前行业内仍以土壤调查订单为主。随着土壤调查工作的展开和土壤修复标准的建立, 预计土壤修复合同将在“十三五”后

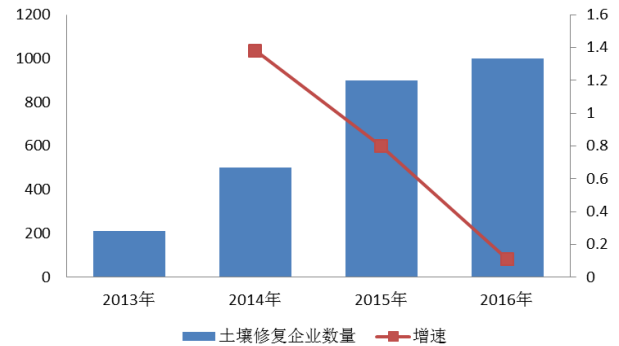
期加速释放。

图 12：2012—2016 年土壤修复合同金额及增速



资料来源：前沿产业网，东兴证券研究所

图 13：2013—2016 年土壤修复企业数量及增速



资料来源：前沿产业网，东兴证券研究所

2.2 公司技术完备+项目经验丰富，土壤修复龙头地位稳固

2.2.1 公司土壤修复技术体系完备，项目经验丰富

在环境修复领域，国内当前土壤修复的技术种类较多，主要包括气相抽提技术、热脱附技术、固化/稳定技术、植物修复技术、微生物土壤修复技术等。此外，还有诸如光催化等处于试验阶段或小规模应用阶段的新技术。面对不同污染物和污染程度，具有定制化的技术集成能力和工程方案设计能力是土壤修复公司技术实力的重要体现。

公司自 2009 年以来就一直致力于该领域的技术研发、积累和应用，修复领域涵盖重金属污染修复和有机物污染修复，并自主或合作研发多种土壤修复药剂和系统设备，目前已形成集研发和应用为一体的成熟技术体系。

表 5：高能环境核心技术

适用范围	技术名称	技术介绍
重金属	土壤固化/稳定化修复技术	将污染土壤与固化/稳定化药剂相混合，药剂与土壤中的污染物发生物理、化学作用，把污染物固定在土壤中或者把有毒的污染物处理成为无毒或低毒的物质。
挥发性污染物	气相抽提（SVE）技术	通过在不饱和土壤层中布置提取井，利用真空泵产生负压驱使空气流通过污染土壤的孔隙，解吸并夹带有机污染物流向抽取井，最终在地上进行污染尾气处理。
	热脱附修复技术	通过直接或间接热交换，将土壤中的挥发性/半挥发性污染物加热到一定的温度，使污染物得以从污染介质上挥发或分离，进入气体处理系统的过程。
有机污染物和重金属污染	原位注入修复技术	借用一定的设备将化学药剂注入到地下，通过化学药剂与污染物之间的物理化学作用，降低污染物质的迁移性，使污染物毒性降低或变成无毒性的一种方法。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近五年公司已承接了六十余项专业修复工程项目, 是国内修复行业的先行者之一。基于各类环保工程的项目经验, 公司对于应急类、复杂类、大型场地的环境修复项目的实施具有更强的竞争优势。2016年, 公司承接多个重要土壤修复项目, 实现了技术成果的成功转化。以示范项目紫金山金铜矿湿法厂污染场地修复案例为例, 采用高能特有的“柔性垂直屏障技术”, 从源头有效阻隔污染源, 避免大规模的污染出现。该项目率先提出了“多屏障系统”的新理念, 对建设高标准的金属矿堆浸矿山具有极好的示范性。

表 6: 紫金山金铜矿湿法厂污染场地修复案例

修复场地	紫金山金铜矿湿法厂
工程简介	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 地区: 福建省西南部 ➢ 地形: 低侵蚀山地地形 ➢ 治理工程量: 130 万平方米 ➢ 污染物质: 铜、铁、酸性物质等
应用技术	柔性水平垂直防渗技术、生态屏障技术、污染源头控制 (HDPE 水平/垂直阻隔)、污染源头控制 (HDPE 水平/垂直阻隔), 废水导排、收集、处理, 场地生态修复等技术。
治理效果	从源头有效阻隔污染源, 避免大规模的污染出现。
示范水平	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 柔性垂直屏障技术是高能环境自主研发的核心技术之一, 已被列入 2015 年度国家重点环境保护实用技术名录, 并荣获“2017 年度国家科技进步二等奖”、“环境保护科学技术三等奖”。以此技术为核心, 被授权国家发明专利 4 项, 实用新型专利 6 项, ➢ 提出了“多屏障系统”的新理念, 在国内外都没有先例 ➢ 对建设高标准的金属矿堆浸矿山具有示范性。

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

2016 年公司共签约环境修复类订单 14.28 亿, 增量居全国首位, 市场占有率 23%。随着土壤修复市场活跃度的提升, 更多项目将逐渐释放出来, 公司作为土壤修复领域的领军企业, 有充足优势保持较高的订单规模和增速。

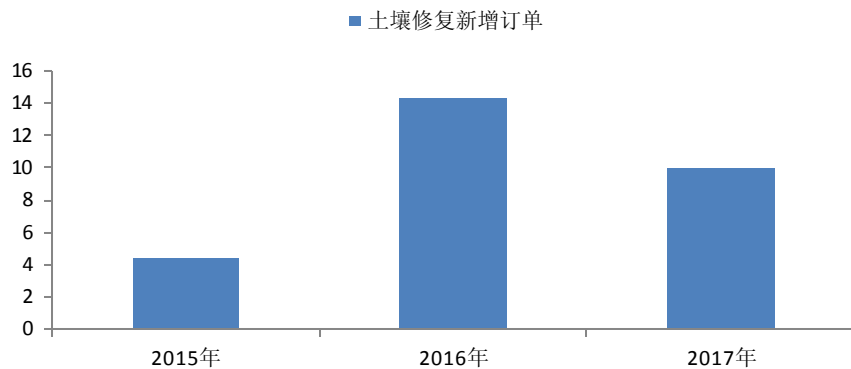
2.2.2 看好土壤修复行业订单 18 年有所回暖, 高能环境龙头地位凸显。

受行业环境影响, 2017 年订单增速较往年有所放缓, 主要原因是各地土壤污染情况尚未摸清, 土壤背景调查类订单数量较多。基于 17 年的低基数, 我们看好 2018 年土壤修复市场提速。

- ◆ 政策方面, 《土壤修复防治法》将在年底前出台, 将填补我国土壤污染防治领域法律的空白, 有效推动行业发展。
- ◆ 此外, 环保部继续推进山水林田湖生态保护修复工作, 领域涵盖湿地修复、土壤修复和荒漠化治理等。第二批试点项目已批复 6 个, 以每个 20 亿的资金投入计算, 该项目至少将带来 120 亿的市场增量。

- ◆ 17年土壤修复行业基数较低，大量的中央专项资金预算结转到了2018年，随着土地调查工作的完成和各级预算资金到位，土壤修复订单将回暖。

2017年公司前三季度新增环境修复订单金额4.84亿，加上此次中标的武汉修复项目后，公司已披露的新增订单环境修复订单合计5.86亿。以目前土壤修复行业现阶段的情况，防止污染扩散为最紧迫的任务。高能环境以其特有防渗技术起家，作为土壤修复行业中技术优势、工程经验优势和融资优势兼具的龙头企业有望率先受益。

图 14：高能环境土壤修复订单


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 7：公司 2017 年、2016 年新增环境修复订单

时间	项目	金额（亿元）
2017.11	智造园北区（原葛店化工厂厂区）污染场地修复项目	1.02
2017.04	白银历史遗留含铬土壤污染治理工程施工（第 001 标段）”	1.22
2016.06	苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理	2.59
2016.06	苏州七子山垃圾填埋场乌泥塘治理修复服务外包项目	1.17
2016.05	泸州市铬渣场地生态修复工程	0.37
2016.04	西宁市中兴化工厂铬污染场地治理项目	1.4
2016.03	蕲春县废弃矿山土壤污染治理与修复示范项目	0.14
2016.03	河池市金城江区原五圩三境砒霜厂旧址无害化铬项目	0.09
2016.03	长春市长发铬业有限公司热电一厂原址土地综合治理项目	1.23
2016.03	上海桃浦科技智慧城核心区场地土壤污染及地下水修复工程	0.92
2016.03	淮安区白马湖上游九条中小河道整治及生态修复工程 PPP 工程	2.56
2016.01	钟祥市南泉河重金属污染治理项目	0.75

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

3. 工业环境：加快危废布局，产能释放提速

3.1 危废处置缺口巨大，未来将维持高景气

危废处理行业未来将维持高景气。我国危废处理处置行业起步较晚，且前期行业管理发展较慢，从1990年开始起步，到1996年初步形成相关管理体系，2008年发布《国家危险废物名录》，经历了较长的探索过程。随着16年《名录》修订版完成，危险废物产出量的持续增长加上处理处置能力的紧缺，“十三五”期间我国危废处理行业将维持高景气。

表 8：危废处置行业重要政策文件

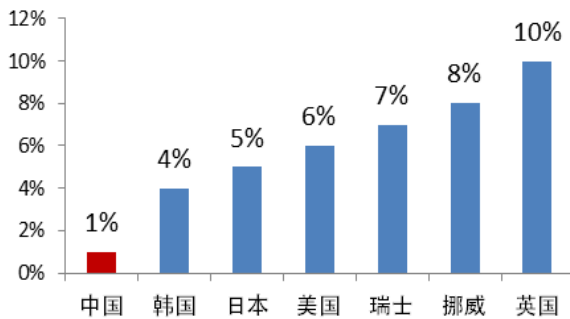
时间	政策文件	主要内容
1998年	《国家危险废物名录》	以《巴塞尔公约》里包含的危险废物名录为主，首次对危险废物做出分类。
2001年	《危险废物污染防治技术政策》	适用于危险废物的产生、收集、运输、分类、检测、包装、综合利用、贮存和处理处置等全过程污染防治的技术选择，并指导相应设施的规划、立项、选址、设计、施工、运营和管理，引导相关产业的发展
2003年	《医疗废物管理条例》、《医疗废物分类目录》等	对医疗废物的分类、管理、集中处置及相关监督、法律责任做出规定。
2004年	《全国危险和医疗处置设施建设规划》	以危险废物包括医疗废物和放射性废物集中处置设施建设为主要任务，对全国危险废物处置目标、原则、布局、规模、投资等进行统筹规划，并建立、完善危险废物、医疗废物和放射性废物全过程监督管理体系。
	《危险废物经营许可证管理办法》	规定从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，应当领取危险废物经营许可证。危废经营许可证按照经营方式，分为危废收集、贮存、处置综合经营许可证和危废收集经营许可证
2005年	《关于实行危废处置收费制度促进危废处置产业化的通知》	提出全面推行危险废物处置收费制度，合理制定危险废物处置收费标准。
2008年	第二版《国家危险废物名录》	借鉴了美国、日本、欧盟这三大体系的危险废物名录，对其进行筛查合并。明确了废物的产生源，给管理提供了依据。
2012年	《“十二五”危废污染防治规划》	设置了9项重点任务，提出了要进一步提高无害化利用处置保障能力，并制定了2015年实现的全国危险废物产生单位和经营单位的危废处置能力相关目标。
2013年	《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》	针对办理环境污染刑事案件取证难、鉴定难、认定难等实际问题，对有关环境污染的定罪量刑标准做出新的规定。
2016年	《国家危险废物名录（2016）》	明确了医疗废物的管理内容；修改了危险废物与其他固体废物的混合物，以及危险废物处理后废物属性的判定说明；新增危险废物豁免管理、通过危险废物鉴别确定是危险废物时如何对其归类的说明。

资料来源：公开信息、东兴证券研究所

危废处理行业缺口巨大, 实际处置率不到 30%。我们用两种方法估计我国当前危废产量约为 1 亿吨, 而全国已核准的危废牌照总计约 4500 万吨, 不到危废总产值的 40%, 较乐观的假设实际产能利用率为 60%-70%, 总处置率也不到 30%, 大量的危废被留存在生产企业或进入非法流动渠道。

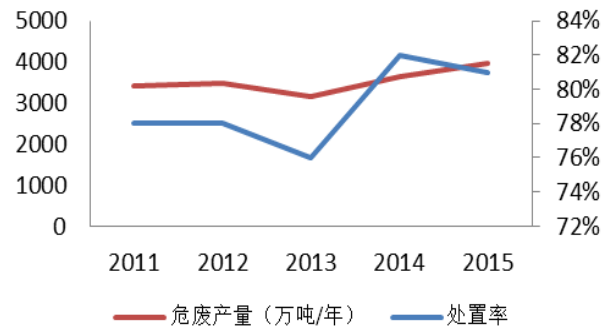
- ◆ 第一种方法, 假设环保部统计口径与全国污染源普查统计口径的比例固定, 2007 年全国污染源普查时统计危废产量 4574 万吨, 比统计年鉴高出三倍, 在 2014 年环保部统计数据为 3634 万吨的情况下, 实际危废产量按倍数估计应当为约 1 亿吨。
- ◆ 第二种方法, 参考发达国家危废产生量占总的固废产生量的比例, 比例最低的日韩两国占比为 4%-5%, 我们按 4%, 固废产生量 32.6 亿吨计算, 每年危废产生量约为 1.3 亿吨。

图 15: 各国危废处理能力对比



资料来源: 北极星环保网, 东兴证券研究所

图 16: 全国危废产量与处置率



资料来源: 北极星环保网, 东兴证券研究所

3.2 并购布局危废市场, 处理能力达 45 万吨

公司从 2016 年开始全面拓展危废业务, 陆续并购了新德环保、宁波大地、靖远宏达, 并投资新设了菏泽高能、科领环保。截至 2016 年末, 公司危废处理处置牌照量已达到 22.66 万吨。2017 年, 公司新设光大环保、高能清蓝, 并购扬子化工和中色东方, 进一步提高危废处置能力, 预计公司目前的危废处置牌照量已达 45 万吨。

表 9: 公司并购或新设危废相关公司

模式	时间	公司名称	股权占比	处置资质	主营业务	2016 年净利润
新设	2017 年 12 月	光大环保	49%			
并购	2017 年 9 月	扬子化工	100%	5.2 万吨/年 (经营许可证)	工业废物开发利用项目的投资建设	

并购	2017年 9月	中色东方	51%		金属材料、矿产品、化工产品加工及销售; 建筑材料、通用机械、专用设备批发零售。	
新设	2017年 5月	内蒙古高能清蓝	51%		危险废物的收运、储存、干化、焚烧、稳定固化、填埋、综合利用以及相关工程设施的建设	
并购	2017年 1月	阳新鹏富	51%	9.915万吨/年	铜冶炼、铅冶炼工业炉渣的回收利用; 含铜、镍电镀污泥、含铜废物、含镍废物、铜镍冶炼烟道灰等回收利用。	-1029.49万元
并购	2016年 7月	靖远宏达	51%	17.5万吨/年	有色金属冶炼废渣综合利用和加工销售	1103.14万元
并购	2016年 4月	宁波大地	51%	1.56万吨/年	工业固体废弃物的焚烧、处置。	536.28万元
并购	2016年 2月	新德环保	51%	1万吨/年	医药废物、有机溶剂废物、渣和染料、涂料废物	420.68万元
新设	2016年 8月	科领环保	24%	3万吨/年	危险废物的收运、储存、干化、焚烧、稳定固化、填埋, 以及相关工程设施的建设	
新设	2016年 4月	洪业环保	70%	3万吨/年	向当地政府提出申请, 争取获得政府批准该危险废物综合处置项目的特许经营权, 以PPP模式特许经营	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

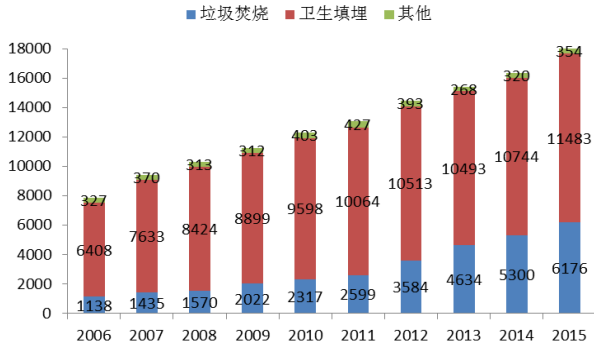
公司危废板块有望在明年进一步释放产能、贡献利润。目前, 公司的宁波大地和新德环保已进入稳定运营期, 产能相对饱和, 未来将通过生产线二期改造, 带来增量。阳新鹏富和靖远宏达产能也已投产, 加上 17 年四季度刚并表的中色东方, 预计 18 年公司危废业务板块处理量将有明显增长。

4. 城市环境: 垃圾焚烧项目落地加快, 贡献工程+运营收入

4.1 十三五期间垃圾焚烧投资建设规模将超 2 千亿

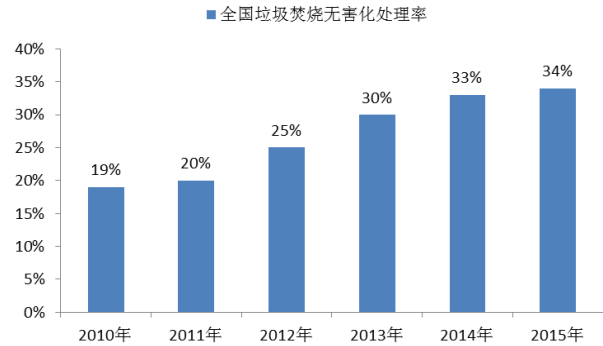
城市生活垃圾量持续增长, 垃圾焚烧占有率快速提升。我国城市垃圾清运量由 2010 年的 1.58 亿吨上升到 2015 年的 1.91 亿吨, 年均复合增速 3.9%, 2017 年起已达到 2 亿吨以上。同时焚烧无害化处理逐渐得到推广, 垃圾焚烧占生活垃圾无害化处理量的比例从 2010 年的 19% 增长到 2015 年的 34%。

图 17: 我国城市垃圾处理情况



资料来源: 中国国家统计局年鉴, 东兴证券研究所

图 18: 全国垃圾焚烧无害化处理率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

“十三五”规划指导下, 垃圾焚烧处理能力将翻倍。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, “十三五”期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 1924 亿元, 生活垃圾焚烧比例将由 2015 年的 28.6% 提升至 2020 年的 50%, 日焚烧能力将由 2015 年的 23 万吨/日提升至 2020 年的 68 万吨/日, 绝对数值超过翻倍增长。

表 10: 多项政策鼓励垃圾焚烧

时间	政策文件	主要内容
2017 年 12 月	《关于进一步做好生活垃圾焚烧发电厂规划选址工作的通知》	从规范垃圾焚烧发电项目规划选址工作入手, 对科学编制专项规划、超前谋划项目选址、做好选址信息公开、强化规划的约束性和严肃性等方面提出了具体的任务和要求。
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	到 2020 年底, 设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上, 其中东部地区达到 60% 以上。
2016 年 12 月	《“十三五”生态环境保护规划》	到 2020 年, 垃圾焚烧处理率达到 40%。
2016 年 12 月	《生物质能发展“十三五”规划》	鼓励建设垃圾焚烧热电联产项目, 加速应用现代垃圾焚烧处理及污染防治技术, 提高垃圾焚烧发电环保水平。
2016 年 10 月	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	将垃圾焚烧处理设施建设作为维护公共安全, 推进生态文明建设、提高政府治理能力和加强城市规划建设管理工作的重点。

资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

预计“十三五”期间垃圾焚烧建设市场规模将达两千亿, 2020 年运营市场规模将达到 264 亿。结合城镇化趋势和垃圾清运率提高, 我们预计 2020 年全国垃圾清运量 22533 万吨/年。结合“十三五”规划中, 全国垃圾无害化处理率 95%、垃圾焚烧处理比例 50%, 预计 2020 年全国垃圾焚烧处理量为 10702 万吨, 结合目前的垃圾处理单价 (65 元/吨)、垃圾焚烧发电量 (280 千瓦时/吨)、上网电价 (0.65 元/千瓦时), 到 2020 年, 全国垃圾焚烧运营市场规模将达到 264 亿元, 预计整个“十三五”期间市场规模在 1015 亿元左右。根据规划, “十三五”期间, 全国需要建设 45 万吨/日的

新项目。按目前垃圾焚烧项目建设投资成本在 45—55 万元/(吨/日)。简单测算, “十三五”期间垃圾焚烧建设市场规模约 2250 亿元。

4.2 垃圾焚烧项目稳步推进, 城市板块发力

垃圾焚烧发电业务进展顺利, 投入运营后将改善公司现金流。公司自 2014 年底承接垃圾焚烧领域首笔订单, 在 2015 年内快速承接了 5 个城市垃圾焚烧项目。2016 年, 公司签订濮阳、岳阳两个静脉产业园项目。2017 年承接新沂市项目。目前, 各个项目仍处于建设阶段, 其中泗洪县项目有望在 2018 年投入运营, 届时将贡献 1000 多万元的净利润。

表 11: 公司现有垃圾焚烧项目

时间	项目	处置规模	投资金额 (亿元)	垃圾处理 价格	特许经营 年限	项目进展
2014.12	泗洪县生活垃圾焚烧发电 特许经营项目	800 吨/日	3.85			即将投入运营
2015.7	鹤岗市生活垃圾焚烧处理 BOO 特许经营协议	700 吨/日	3.5		30	预计 2018 年开工
2015.8	黔江静脉产业园	2 万千瓦发电	7.4			项目建设期
2015.10	贺州市循环经济环保产业 园 BOT(特许经营权)项目	900 吨/日 (其中一期 500 吨/日)	2.7		29	预计 2019 年开工
2015.10	吉林农安县合隆区域垃圾 焚烧发电项目	500 吨/日	2.62	50 元/吨		
2015.11	和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	1500 吨/日 (其中一期 1000 吨/日)	7.39		30	刚开工
2016.10	濮阳市静脉产业园综合垃圾 处理 PPP 项目	1500 吨/日 (一期 1000 吨/日, 二期 500 吨/日)	7.5 (一期 6.72)	90 元/吨		预计 2018 年开工
2016.12	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	1000 吨/日	30.31 (产业园总投资)			预计 2018 年开工, 一期开发 5 年
2017.4	新沂市生活垃圾处理特许经营项目	800 吨/日	4		30 年	建设期不超过 20 个月

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

城市环境板块, 公司积极承接污泥、医疗废物、餐厨垃圾等其余固废处置项目。污泥处置领域, 西宁市污泥集中处置工程、邵阳市污水处理厂污泥集中处置工程 BOT 项

目进入项目实施阶段；医废处置领域，桂林医废项目和贺州医废项目等均进入稳定运营阶段。2016 年承接的濮阳、岳阳两个静脉园项目集生活垃圾焚烧发电项目、餐厨垃圾粪便处理、垃圾清运收集、医废焚烧处理、危废焚烧处理等项目于一体，预计在 2018 年开工，建设完成后将给公司业绩带来可观的增量。

表 12：公司现有城市环境项目

项目	项目进展
岳阳市静脉产业园（医疗废物垃圾处理厂 20 吨/日；餐厨垃圾处理厂，100 吨/日；建筑垃圾处理厂 1200 吨/日；污泥处理厂 200 吨/日等）	预计 2018 年开工
濮阳市静脉产业园（餐厨垃圾粪便处理、垃圾清运收集、医废焚烧处理、建设建筑垃圾处理、电子垃圾处理项目等）	预计 2018 年开工
黔江静脉园（2 万千瓦生活垃圾发电、乡镇垃圾中转收运系统、工业固体废物填埋场、污水集中处理厂）	项目建设期。
邵阳市污泥集中处置工程	项目建设期，远期建设规模为 300t/d，一期工程建设规模为 200t/d。
桂林医疗废弃物处置项目（TOT）	2015 年进入运营期，特许经营权 30 年
贺州医疗废弃物处置项目	2015 年进入运营期
乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区固废综合处理静脉产业园 BOT 项目	2014 年签订合同，特许经营权 30 年
内蒙古独贵塔拉工业园区固废、废水综合处理静脉产业园 BOT 项目	2015 年进入运营期
铁山港工业区一般工业固体废物处置场工程项目	2015 年进入运营期

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们分项目进行盈利预测，土壤修复板块工期大概为一年，主要是基于去年及前年新签未完成订单进行结转。城市环境板块，泗洪（500 吨）今年运营，和田（1500 吨）、贺州（900 吨）、濮阳（1500 吨）、岳阳（1500 吨）、鹤岗（700 吨）项目有望在未来几年贡献工程与运营收入。工业环境板块，中色 17 年 4 季度并表，阳新鹏富、靖远宏达产能将逐渐爬坡，宁波大地、新德改扩建项目将陆续贡献业绩。

表 13：高能环境分业务销售收入拆分预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
环境修复	161	344	498	770	1130	1360
增速		113%	45%	55%	47%	20%
城市环境	402	327	422	600	1150	2212
增速		-19%	29%	42%	92%	92%
垃圾焚烧工程				180	688	1704

增速					282%	148%
垃圾焚烧运营					21	34
增速						60%
其他				420	462	508
增速					10%	10%
工业环境	213	344	644	900	1405	2018
增速		61%	87%	40%	56%	44%
危废				650	1105	1657.5
增速					70%	50%
其他				250	300	360
合计	777	1015	1565	2270	3685	5590

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据公司目前业务进展及行业趋势, 预测公司 17-19 年营业收入 22.70/36.85/55.90 亿元, 净利润 2.03/3.41/5.33 亿元, 增长率分别达到 53.55%/67.10%/54.16%。公司 17-19 年预测 EPS 分别为 0.31/0.51/0.81 元, 对应 PE 分别为 38X/22X/14X。给予公司 18 年 25 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 12.75 元, 首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

项目投产进度不及预期;

土壤修复市场订单释放不达预期。

表 14: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合	1640	2248	3125	5084	7743	营业收入	1018	1565	2270	3685	5590				
货币资金	245	353	454	737	1118	营业成本	720	1135	1588	2597	3969				
应收账款	109	146	212	344	523	营业税金及附加	24	6	9	14	22				
其他应收款	187	268	388	630	956	营业费用	43	50	68	111	168				
预付款项	27	35	51	77	116	管理费用	127	175	254	343	503				
存货	1051	1409	1970	3223	4925	财务费用	-28	24	83	151	203				
其他流动资产	0	12	12	12	12	资产减值损失	14.30	15.69	-10.00	0.00	0.00				
非流动资产	1634	2183	2112	2047	1986	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	273	409	409	409	409	投资净收益	-0.61	25.64	5.00	5.00	5.00				
固定资产	100.92	155.61	160.66	144.77	128.88	营业利润	118	184	283	473	729				
无形资产	284	547	492	443	399	营业外收入	3.91	3.59	0.00	0.00	0.00				
其他非流动	4	26	0	0	0	营业外支出	0.31	3.37	0.00	0.00	0.00				
资产总计	3273	4432	5236	7131	9729	利润总额	122	184	283	473	729				
流动负债合	1414	2158	4747	6415	8675	所得税	15	21	32	53	81				
短期借款	549	547	3229	3870	5077	净利润	106	164	252	421	648				
应付账款	447	601	829	1356	2072	少数股东损益	0	7	49	80	115				
预收款项	339	377	423	496	608	归属母公司净利	106	156	203	341	533				
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	384	768	437	690	993				
非流动负债	4	158	-2197	-2187	-2177	BPS (元)	0.66	0.48	0.31	0.51	0.81				
长期借款	0	150	-2650	-2650	-2650	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
负债合计	1418	2316	2550	4228	6498	成长能力									
少数股东权	41	146	195	274	389	营业收入增长	31.15%	53.63%	45.08%	62.31%	51.71%				
实收资本(或	162	331	662	662	662	营业利润增长	-1.21%	55.69%	53.73%	67.10%	54.16%				
资本公积	959	914	914	914	914	归属于母公司净	29.44%	68.27%	29.44%	68.27%	56.49%				
未分配利润	649	781	793	813	844	获利能力									
归属母公司	1815	1970	2492	2628	2842	毛利率(%)	29.33%	27.43%	30.06%	29.51%	28.99%				
负债和所有	3273	4432	5236	7131	9729	净利率(%)	10.46%	10.47%	11.09%	11.41%	11.60%				
现金流量						总资产净利润	3.25%	3.53%	3.87%	4.78%	5.48%				
						ROE(%)	5.86%	7.94%	8.13%	12.97%	18.77%				
经营活动现	-13	-111	-312	-7	-307	偿债能力									
净利润	106	164	252	421	648	资产负债率(%)	43%	52%	49%	59%	67%				
折旧摊销	293.49	559.33	0.00	15.89	15.89	流动比率	1.16	1.04	0.66	0.79	0.89				
财务费用	-28	24	83	151	203	速动比率	0.42	0.39	0.24	0.29	0.32				
应收账款减	0	0	-66	-132	-178	营运能力									
预收帐款增	0	0	45	74	112	总资产周转率	0.32	0.41	0.47	0.60	0.66				
投资活动现	-454	-370	16	5	5	应收账款周转率	10	12	13	13	13				
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.62	2.99	3.18	3.37	3.26				
长期股权投资	0	0	8	0	0	每股指标(元)									
投资收益	-1	26	5	5	5	每股收益(最新)	0.66	0.48	0.31	0.51	0.81				
筹资活动现	-105	587	397	285	683	每股净现金流	-3.54	0.32	0.15	0.43	0.58				
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	11.23	5.95	3.76	3.97	4.29				
长期借款增	0	0	-2800	0	0	估值比率									
普通股增加	0	169	331	0	0	P/E	17.45	23.72	37.53	22.30	14.25				
资本公积增	0	-45	0	0	0	P/B	1.02	1.93	3.05	2.89	2.68				
现金净增加	-572	106	101	283	381	EV/EBITDA	5.63	5.40	17.69	11.72	8.97				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2年投资研究经验, 2016年加盟东兴证券研究所。
单击此处输入文字。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。