

谨慎推荐 (维持)

瀚蓝环境 (600323) 深度报告

风险评级：中风险
业绩稳健增长，现金流充沛支持扩张
2018年6月29日
黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

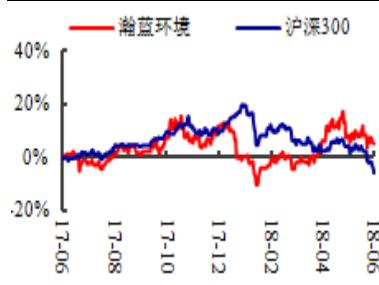
电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2018年6月28日

收盘价(元)	14.86
总市值(亿元)	113.87
总股本(亿股)	7.66
流通股本(亿股)	7.66
ROE (TTM)	15.30%
12月最高价(元)	16.67
12月最低价(元)	12.56

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	4,202.08	4,847.85	5,816.44	6,465.35
增长率(%)	13.87	15.37	19.98	11.16
净利润(百万)	652.24	768.51	897.49	1,031.27
增长率(%)	28.25	17.83	16.78	14.91
毛利率(%)	31.63	31.64	32.41	32.92
净利率(%)	15.52	15.85	15.43	15.95
ROE(%)	10.76	11.49	12.09	12.50
每股收益(元)	0.85	1.00	1.17	1.35

资料来源：Wind, 东莞证券研究所

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1.公司概况	3
1.1 主营业务	3
1.2 业绩稳健增长，现金流充沛	3
2.以固废处理为核心，实施业务扩张	5
2.1 垃圾焚烧发电	6
2.2 餐厨垃圾处理	8
2.3 危废处理	8
2.4 污泥处理	9
3.燃气业务区外拓展实现零突破	9
4.供水和污水处理业务平稳运营	9
5.发行可转债扩充融资模式	10
6.盈利预测与投资建议	11
7.风险提示	11

插图目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	3
图 2：2017 年业务收入结构	3
图 3：2017 年业务毛利结构	3
图 4：公司收入增长趋势	4
图 5：公司净利润增长趋势	4
图 6：公司盈利指标	4
图 7：公司现金流	4
图 8：南海固废处理环保产业园	5
图 9：公司历年资产负债率	11

表格目录

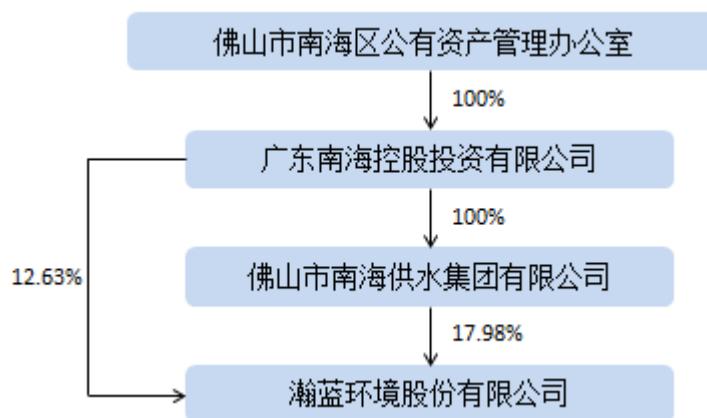
表 1：公司垃圾焚烧发电项目情况	6
表 2：公司利润预测表	12

1.公司概况

1.1 主营业务

公司的前身是南海发展股份有限公司，主营供水业务，2005年进入污水处理行业，2006年进入固废处理行业，2011年收购南海燃气发展进入燃气供应领域，2013年更名为瀚蓝环境，2014年底实施重大资产收购，收购了创冠中国100%股权和南海燃气发展公司30%股权，从而实现区域突破，将固废处理业务拓展至全国。目前公司业务范围涵盖供水、污水处理、固废处理和城市燃气供应。其中固废处理、燃气业务在南海区内、区外均有业务发展，供水、污水处理仅在南海区内发展。2018年4月，原股东创冠香港将其持有的公司8.615%股权转让给国投电力。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



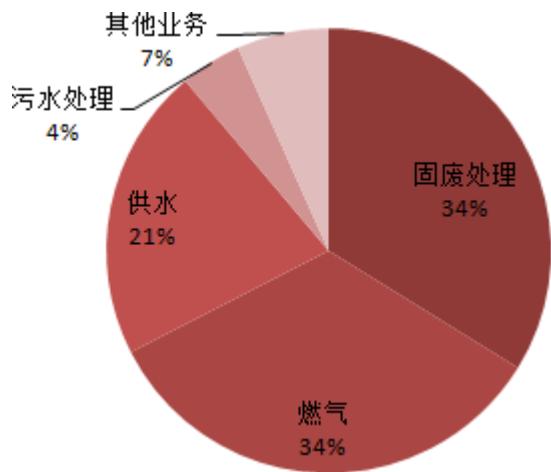
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 业绩稳健增长，现金流充沛

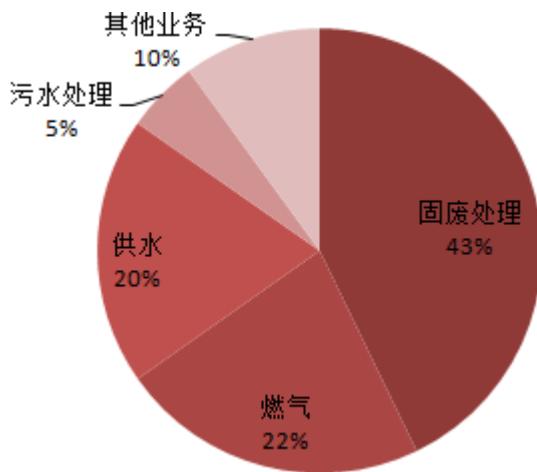
固废处理实现跨越式发展，成为最核心业务板块。公司主营业务包括固废处理、供水、污水处理以及城市燃气供应。由于公司南海固废处理原有业务规模扩大及收购创冠中国的原因，近三年固废处理业务大幅增长，成为公司最核心的业务板块。2017年，固废处理占收入34%，占毛利43%；燃气业务占收入34%，占毛利22%；供水和污水处理占收入25%，占毛利25%。

图 2：2017年业务收入结构

图 3：2017年业务毛利结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

近三年净利润增速较快。2014 年底公司完成对创冠中国 100% 股权的并购，于 2015 年合并报表，同时南海垃圾焚烧发电一厂改扩建项目于 2015 年 7 月建成投产，使得 2015 年公司营业收入和净利润均实现快速增长。近两年公司营业收入增速恢复平稳，而净利润增速高于收入增速的主要原因在于增值税即征即退和桂城水厂迁移补偿款计入营业外收入所致。

图 4：公司收入增长趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：公司净利润增长趋势

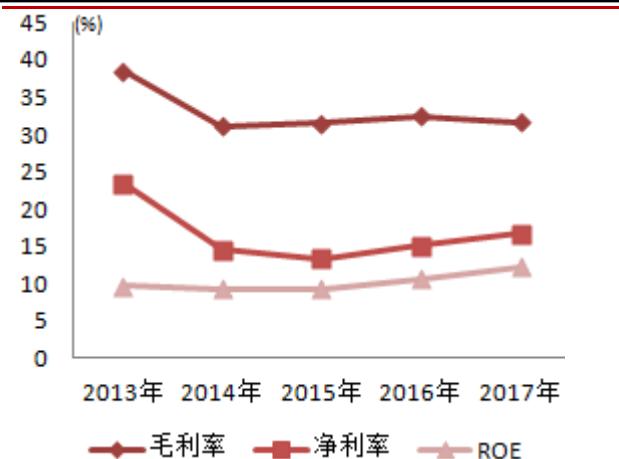


数据来源：Wind，东莞证券研究所

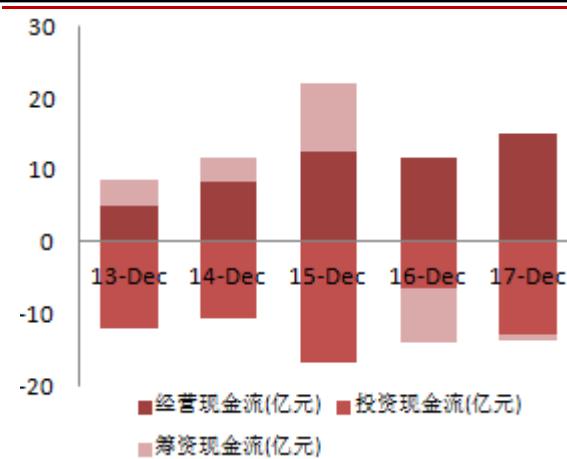
公司盈利能力稳健，现金流充沛。2017 年，公司毛利率约 32%，净利率约 17%，ROE 约 12%。整体而言，近几年公司的毛利率保持稳定，净利率和 ROE 小幅上升，盈利能力稳健。公司经营活动产生的现金流保持稳步上升的态势，2017 年末达到 15.1 亿元，现金流充沛，资金状况良好。

图 6：公司盈利指标

图 7：公司现金流



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

2.以固废处理为核心，实施业务扩张

公司连续 4 年被评选为中国固废处理行业十大影响力企业，建成的南海固废处理环保产业园是目前国内唯一投入运营的具有完整固废处理产业链的固废综合处理产业园，业务涵盖前端的垃圾集中压缩转运；中端的垃圾填埋、生活垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾处理；以及末端的渗滤液处理、飞灰处理在内的由源头到终端的全产业链覆盖。产业园以其完整产业链的集约化处理模式，可以实现最大化资源利用。其中南海垃圾焚烧发电二厂是全国 5 个获得国家 AAA 级（行业最高等级）垃圾焚烧发电厂中得分最高的项目，成为国内固废处理行业的标杆和典范，未来南海环保产业园也将打造成为“工业旅游景点”、“环保教育基地”。

公司南海固废处理产业园的“瀚蓝模式”于 2016 年 9 月首次复制到顺德区，公司中标广东顺控环投公司增资扩股的 34% 股权；并由全资子公司瀚蓝固废与顺控环投控股股东广东顺控发展两方共同出资组建一家运营公司，负责顺控环投热电项目建成投产后的生产运营，瀚蓝固废占运营公司 70% 股权。2017 年 4 月，公司成功中标广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目，“瀚蓝模式”再次复制，成为公司第三个固废综合处理产业园项目。

图 8：南海固废处理环保产业园



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.1 垃圾焚烧发电

垃圾焚烧发电是相对成熟的固废处理细分领域，但仍处于稳健增长的发展阶段，龙头企业将推动市场集中度持续提高。在收购创冠中国之前，公司的固废处理业务仅局限于南海地区，由南海绿电再生能源公司负责运营南海固废处理环保产业园。2014年12月底成功收购创冠中国，使其成为公司全资子公司。公司收购创冠中国使得公司的垃圾焚烧发电产能跻身行业第一梯队，打破原来的地域限制，目前业务区域覆盖广东、福建、湖北、河北、辽宁、贵州、北京、黑龙江8个省共23个城市。

目前公司拥有15个垃圾发电项目，垃圾焚烧发电总规模达2.15万吨/日，其中南海垃圾焚烧规模4500吨/日；顺德项目垃圾焚烧规模3000吨/日；开平项目垃圾焚烧规模900吨/日；创冠中国垃圾焚烧规模约1.3万吨/日。其中已投产的项目规模约占六成，其余项目预计将于未来2年内建成投产。

表 1：公司垃圾焚烧发电项目情况

项目	协议签订时间	项目规模（吨/日）	建设情况
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂	2003年12月	600	已完成建设
晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂	2007年9月	1200	已完成建设
安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目一期	2009年8月	600	已完成建设
安溪县生活垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目二期			已完成建设

惠东县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目一期	2009年2月	1200	已完成建设
惠东县生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目二期			已完成建设
南平市“三线一中心”城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	2009年8月	600	已完成建设
黄石市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目一期	2009年5月	800	已完成建设
黄石市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目二期		400	已完成建设
福清市生活垃圾焚烧厂项目一期	2009年9月	600	已完成建设
福清市生活垃圾焚烧厂项目二期		300	已完成建设
廊坊市生活垃圾焚烧发电项目	2009年12月	1000	已完成建设
大连金州新区生活垃圾焚烧处理项目（一期）BOT 项目	2015年9月	1000	已完成建设
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营权	2016年2月	1000	2017 年开工， 预计 2019 年初 建成
孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目一期	2018年4月	1500	2018 年 4 月确 定选址，即将实 施
孝感市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目二期		750	
贵阳市生活垃圾焚烧发电 BOT 特许经营项目	2013年5月	2000	因选址问题，尚 未实施
佛山市南海区垃圾焚烧发电厂二厂 项目	2006年7月	1500	已完成建设
佛山市南海区垃圾焚烧发电厂一厂	2011年7月	1500	已完成建设

改扩建项目			
顺德固废处理产业园项目	2016 年 10 月	3000	已完成建设
开平市固废综合处理中心一期一阶段 PPP 项目	2017 年 5 月	900	预计 18 个月内完成建设和 6 个月试运营
佛山市南海区垃圾焚烧发电厂三期项目	2017 年 1 月	1500	筹建中
创冠晋江提标改建项目	2017 年	500	筹建中
创冠安溪改扩建项目	2017 年	750	筹建中
创冠廊坊改扩建项目	2017 年	500	筹建中
饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程 PPP 项目	2017 年 10 月	600	筹建中

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

垃圾焚烧发电项目的收入来源一方面来自与政府签订 BOT 协议的垃圾处理服务收费，另一方面来自上网售电收入。南海项目垃圾处理费标准为 95 元/吨，创冠中国项目的垃圾处理费标准约为 60-78 元/吨。公司目前垃圾处理费平均单价在行业中等以上。垃圾焚烧发电的上网电价由国家发改委核定，行业内执行统一的电价标准，每吨生活垃圾折算上网电量为不大于 280 千瓦时，每千瓦时 0.65 元，若超过 280 千瓦时，对超出部分执行当地燃煤上网电价。整体而言公司的垃圾焚烧发电项目的内部收益率在 8-10% 之间。

2.2 餐厨垃圾处理

公司目前拥有 6 个餐厨垃圾处理项目，总规模为 1350 吨/日。南海餐厨垃圾处理项目 300 吨/日于 2017 年开始贡献收入。2016 年收购哈尔滨、大庆、牡丹江三市餐厨垃圾处理项目，新增处理能力 550 吨/日，其中哈尔滨 300 吨/日的项目于 2017 年开始投产，大庆、牡丹江两个项目在筹建阶段。顺德项目餐厨垃圾处理规模 300 吨/日，于 2018 年 6 月投产。此外，开平市渗滤液处理中心处理规模为 200 吨/日。

2.3 危废处理

危废处理为公司 2016 年新增产业，2016 年 5 月，公司与国际危废巨头德国瑞曼迪斯合作，共同出资成立瀚瑞公司（公司占 51% 股权），目前实体项目佛山绿色工业服务中心项目（南海）已取得广东省环保厅环评批复，预计将于 2019 年底建成，预计收集处理危废总规模为 9.3 万吨/年。

2.4 污泥处理

公司目前拥有 3 个污泥处理项目，总规模为 1350 吨/日。南海区项目 450 吨/日，福建晋江市项目 200 吨/日，其中已经投产的规模为 500 吨/日。顺德项目污泥处理规模 700 吨/日，于 2018 年 6 月投产。

3. 燃气业务区外拓展实现零突破

公司燃气业务目前在南海区及江西省樟树市开展业务。南海燃气发展公司是佛山市南海区唯一一家从事城市管道燃气供应的燃气企业，主要产品包括管道燃气（管道天然气和管道液化石油气）和瓶装液化石油气。2014 年底公司获得燃气发展公司的股权从 40% 上升至 70%，2018 年 1 季度完成收购燃气发展剩余的 30% 股权，从而成为公司的全资子公司。

燃气发展的上游气源包括 1/3 来源于深圳大鹏，1/3 来源于西气东输，另外 10% 来源于中海油，20% 来源于零星采购现货。

近年来南海区为限制高污染高能耗而强推清洁能源使用。燃气发展的工商业用户占比达到 90%，主要来自煤改气的市场空间。工业用户主要来自于铝型材、陶瓷、造纸、汽车制造、玻璃厂等行业。

燃气业务收入主要来源为天然气和液化气等业务收入，以及与燃气销售相关的维修服务收入和报装费收入。近年来燃气发展的经营稳健，年收入在 12~15 亿元，净利润在 1.5~2 亿元。南海区政府持续推行的清洁能源政策将继续促进天然气销售量缓慢增长，天然气销售价格基本企稳，总体来看，预计南海燃气业务的收入和净利润将保持比较平稳增长的趋势。燃气发展具有良好稳定的盈利能力和现金流，有利于支持公司的业务扩张。

2016 年底，公司的燃气业务区外拓展实现零突破。南海燃气发展以现金 1.45 亿元收购江西瀚蓝能源有限公司 70% 股权。江西瀚蓝能源有限公司拥有江西省樟树市 CNG 加气母站 1 座，获得樟树市 11 个镇街的燃气特许经营协议及从事燃气经营的相关许可证照及气源协议。由于该项目直接同中石油签订购销合同，并直接与中石油樟树分输站对接，具有相对稳固的上游气源保障和靠近气源分输站的地理便捷性，具有一定的成本优势和价差优势。此次收购是公司燃气业务跨出南海的第一次尝试。分输站出口直接衔接的加气母站资源属于稀缺资源，抢占了该中游资源，有利于后续根据当地市场发展进入下游城市燃气服务市场。目前樟树燃气公司管道铺设工作正在进行中，已开拓了一些企业客户，争取 2018 年扭亏为盈。公司预计未来稳定经营后每年净利润在 2000 万元以上。

4. 供水和污水处理业务平稳运营

公司供水和污水业务处于行业成熟期，在南海地区具有相对优势地位。

供水方面：2015 年公司完成大沥镇、西樵镇供水整合工作，全面完成了南海区供水终端整合工作。供水终端整合前，公司的供水模式主要是向各镇街水司趸售自来水，执行趸售水价；供水整合后，公司通过控股的各镇街水司直接向终端用户供水，执行终端用水

价格标准。因此，2015 年公司平均售水单价同比增加约 0.314 元/立方米。2016 年起公司启动水价与价格调节基金、水资源费联动机制，水价上调了约 0.3 元/立方米。但由于供水整合水损率上升及建设投入成本上升，因此调价对该业务利润改善并不明显。经过两年的运营，供水业务水损治理取得了一定的成效。

公司目前供水产能为 136 万吨/日，产能利用率 88%。第二水厂四期扩建项目 25 万吨/日在建，预计将于 2018 年 8 月投产。新桂城水厂整体迁移于 2014 年 10 月投入运行，截至 2016 年底收到南海区人民政府约 9 亿元的迁移补偿款，补偿款按新桂城水厂资产折旧进度分期计入营业外收入。

污水处理方面：包括生活污水处理和工业废水处理。公司通过 BOT、TOT 和委托运营等方式，拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权，目前污水处理总产能约 60 万吨/日，产能利用率约 75%。南海区工业企业已开始委托第三方环保公司专业运营工业废水处理。公司于 2015 年启动工业废水处理业务，但至今进度比较缓慢。

2016 年 4 月，公司通过增资瀚泓污水公司，全面接管运营南海区污水管网的运营管理，进入轻资产的污水管网系统运营市场，打造污水处理业务板块厂网一体化的运营模式。污水处理管网运营每年收入约 5000 万元，但对利润的贡献并不明显。后续主要看污水处理厂投标改造的需求。

2017 年 11 月，公司通过下属全资子公司瀚蓝污水对蓝湾公司进行增资，持有蓝湾公司 90% 股权，蓝湾公司负责南海区里水河流域治理项目建设及运营管理。里水河流域治理工程包括 110 条内河涌的水利工程、生活污水收集处理工程、工业污水收集与预处理工程、生态景观系统工程、智慧水务工程、湿地工程等，涉及面积 66 平方公里。通过投资里水河流域治理项目，公司进入水环境治理领域，进一步延伸生态环境服务和水务产业链。

5.发行可转债扩充融资模式

2018 年 4 月，公司发布《2018 年度公开发行可转换公司债券预案》，拟发行总额不超过 10 亿元的可转换公司债券，扣除发行费用后全部用于以下投资项目：

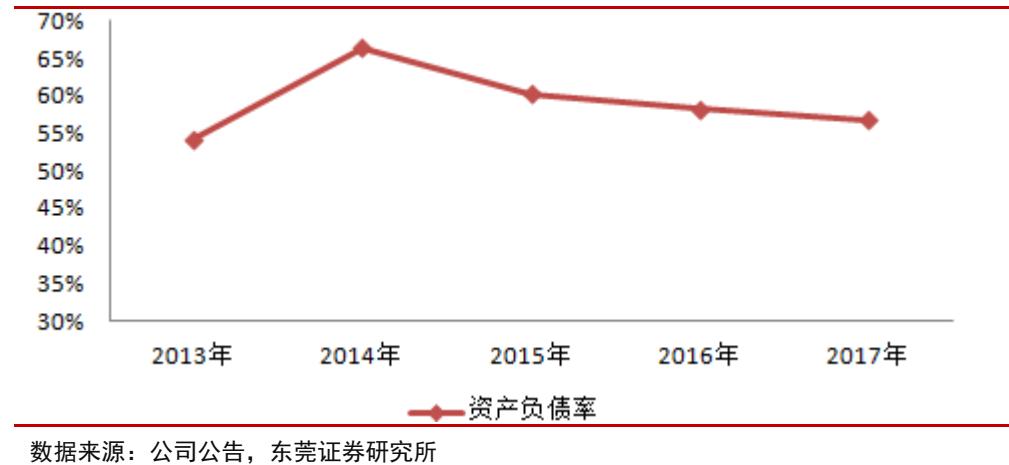
单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目	76,946.59	55,000.00
2	安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	46,199.02	25,000.00
3	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	48,382.05	20,000.00
合计		171,527.66	100,000.00

2018 年 5 月，公司公开发行可转换债券方案获广东省国资委批复原则同意。若 10 亿元的可转债顺利发行，公司的总资产和总负债规模都将有所增长，随着未来可转债持有人

陆续实现转股，公司的资产负债率将逐步降低。

图 9：公司历年资产负债率



6. 盈利预测与投资建议

公司明确把固废处理业务作为发展重点，以固废处理业务为突破点实施全国性的业务扩张。而燃气和供水业务能够贡献非常稳定充沛的现金流，有利于支持公司的固废处理业务扩张。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.00 元、1.17 元、1.35 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。

7. 风险提示

项目投产低于预期。

市场竞争加剧毛利率下降。

表 2: 公司利润预测表

利润表:				现金流量表:					
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	4,202.08	4,847.85	5,816.44	6,465.35	净利润	551.83	823.40	954.77	1,089.37
营业成本	2,873.16	3,313.98	3,931.29	4,337.05	折旧与摊销	641.98	516.80	510.97	483.35
营业税金及附加	43.02	48.48	52.35	58.19	财务支出	186.36	200.61	200.26	219.79
销售费用	69.73	77.57	81.43	84.05	投资损失	-9.26	-130.00	0.00	0.00
管理费用	293.55	339.35	378.07	413.78	净营运资本变动	-7.49	73.35	154.73	98.63
财务费用	179.01	200.61	200.26	219.79	经营性现金流	1,508.9	1,484.2	1,820.7	1,891.1
资产减值损失	36.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1,384.73	141.51	232.73	280.03
其他经营收益	9.26	130.00	0.00	0.00	其它投资	106.24	130.00	0.00	0.00
营业利润	716.33	997.87	1,173.03	1,352.49	投资性现金流	-1,278.5	271.51	232.73	280.03
利润总额	754.09	1,097.87	1,273.03	1,452.49	股权融资	1.62	0.00	0.00	0.00
减 所得税	202.26	274.47	318.26	363.12	债券融资	1,399.45	247.27	590.84	395.84
净利润	551.83	823.40	954.77	1,089.37	股利分配及其它	-387.52	-392.74	-424.64	-477.60
减 少数股东损益	45.09	54.89	57.29	58.10	筹资性现金流	1,013.56	-145.47	166.20	-81.77
归母公司净利润	652.24	768.51	897.49	1,031.27	货币资金变动	1,243.99	1,610.2	2,219.7	2,089.4
资产负债表:				主要财务比率:					
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,294.6	2,904.81	5,124.49	7,213.8	成长能力 (YOY)				
应收账款	339.74	391.95	470.26	522.73	营业收入	13.87%	15.37%	19.98%	11.16%
预付账款	66.56	76.77	91.07	100.47	营业利润	17.54%	39.30%	17.55%	15.30%
存货	184.38	255.41	297.98	328.11	归母公司净利润	28.25%	17.83%	16.78%	14.91%
其它	190.94	205.64	227.70	242.47	盈利能力				
流动资产合计	2,076.2	3,834.58	6,211.50	8,407.6	销售毛利率	31.63%	31.64%	32.41%	32.92%
长期股权投资	375.69	375.69	375.69	375.69	销售净利率	15.52%	15.85%	15.43%	15.95%
固定资产合计	3,434.2	3,678.24	3,596.14	3,326.2	ROE	10.76%	11.49%	12.09%	12.50%
长期待摊费用	57.31	40.07	28.01	19.58	ROIC	7.00%	7.02%	7.53%	8.61%
其它	8,143.6	7,258.52	6,608.97	6,123.9	偿债能力				
非流动资产合计	12,010.	11,352.5	10,608.8	9,845.43	资产负债率	49.48%	48.98%	49.59%	48.99%
资产总计	14,087.0	15,187.1	16,820.3	18,253.1	流动比率	0.70	1.20	1.77	2.26
短期借款	45.00	48.48	58.16	64.65	速动比率	0.64	1.12	1.68	2.17
应付账款	991.38	1,143.49	1,356.50	1,496.50	营运能力 (次)				
预收款项	209.39	241.51	286.50	316.07	资产周转率	0.31	0.33	0.36	0.37
其它	1,718.12	1,755.39	1,809.37	1,845.18	存货周转率	14.11	15.07	14.21	13.85
流动负债合计	2,963.89	3,188.87	3,510.53	3,722.41	应收账款周转率	13.97	13.25	13.49	13.02
长期借款	2,664.92	2,908.71	3,489.86	3,879.21	每股指标 (元)				
其它	943.73	1,097.10	759.74	951.55	每股收益	0.85	1.00	1.17	1.35
非流动负债合计	3,608.65	4,005.81	4,249.60	4,830.76	每股经营现金流	196.92	193.69	237.61	246.80
负债合计	6,969.70	7,438.48	8,341.28	8,942.51	每股净资产	6.95	8.73	9.68	10.77
实收资本	766.26	766.26	766.26	766.26	每股股利	0.00	0.25	0.29	0.34
资本公积	1,738.14	1,738.14	1,738.14	1,738.14	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	3,554.81	4,186.09	4,916.49	5,748.04	PE	17.46	14.82	12.69	11.04
所有者权益合计	6,059.22	6,690.49	7,420.90	8,252.45	PB	2.14	1.70	1.53	1.38
负债和权益总计	13,028.9	14,129.0	15,762.2	17,195.0	EV/EBITDA	9.35	9.23	7.76	7.11

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119430
传真：(0769) 22119430
网址：www.dgzq.com.cn