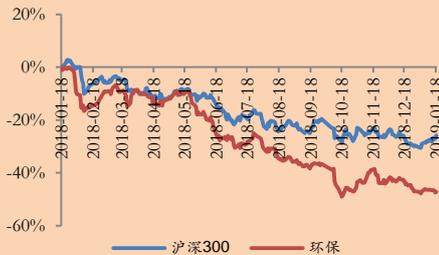




行业评级：增持

报告日期：2019-01-22



杨易

ivanyiyang@163.com

0551-65161837

S0010518110001

## 长江参股北控，估值修复预期改善

### 主要观点：

#### □ 上周热点

**北控水务集团：集团增持+三峡集团入股。**控水务发布了两则公告：一是向A股长江电力全资子公司配股4.7亿股，配股价为4.29港元，交易金额为20.19亿港元；二是向北京控股配股1.28亿股，配股价为4.29港元，交易金额为5.48亿港元。两笔配股合计融资25.67亿港元，4.29港元的新股定价正好是1月18日（周五）的收盘价。配股完成后，长江电力持股4.67%，北控及其一致行动人（北京控股）持股42.43%。

**国家能源局发布2018年全社会用电量等数据。**全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.5%。其中，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.8%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.2%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.7%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.4%。

#### □ 上周表现

**市场表现：**深300指数上涨2.37%。公用事业板块上涨0.29%，跑输大盘指数2.08个百分点；环保工程及服务下跌1.64%，跑输大盘指数4.01个百分点；水务板块下跌0.13%，跑赢大盘指数2.50个百分点。从上周环保行业各相关概念的市场表现来看，表现疲软。表现疲软。其中海绵城市概念上涨0.29%，垃圾发电、污水处理、PPP、PM2.5概念分别下跌0.56%、0.85%、0.95%、1.89%。

**估值表现：**华安环保整体市盈率为17.03倍，同期沪深300市盈率10.66倍，华安环保整体溢价1.60倍，较申万其他行业来看，估值水平处在中游水平。从过去一年华安环保子行业来看，大气板块、节能、水处理、固废板块整体估值水平目前处于历史低位水平，监测板块处于中位水平。

#### □ 公司动态

➤ 万邦达：发行2019年度第一期中期券，总额4亿元，票面利率6.70%

#### □ 投资策略

我们认为环保行业估值的锚需要认识到环保行业真正的价值在于综合高效的解决环境问题，商业模式的推动最终是要带动公共部门综合管理效率的提高。环保行业的估值体系更加注重资产质量，即项目本身和回款能力，这些最终体现在未来业绩的确定性。自去年年底以来，有关基建、民企、融资、降准政策等组合拳密集出台，极大的提振环保板块预期和市场情绪修复。财政部公布的新会计准则和推动规范PPP项目征求意见稿中，理清了政府隐性债务和PPP支出的边界，发改委表态正在抓紧起草PPP条例，争取尽快出台。这些举措促进PPP进入良性发展轨道，改善环保行业估值修复预期。建议关注垃圾焚烧领域的【伟明环保】、水环境治理领域的【国祯环保】、土壤修复领域的【高能环境】。

#### □ 风险提示

宏观政策风险；项目推动与执行不及预期；业绩释放不及预期。

## 1 上周热点

**北控水务集团：集团增持+三峡集团入股。**控水务发布了两则公告：一是向A股长江电力全资子公司配股4.7亿股，配股价为4.29港元，交易金额为20.19亿港元；二是向北京控股配股1.28亿股，配股价为4.29港元，交易金额为5.48亿港元。两笔配股合计融资25.67亿港元，4.29港元的新股定价正好是1月18日（周五）的收盘价。配股完成后，长江电力持股4.67%，北控及其一致行动人（北京控股）持股42.43%。

**2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报。**近日，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，从大中城市信息发布、重点工作进展、能力建设以及地方工作实践等方面，系统介绍了2017年我国固体废物污染环境防治工作的相关情况。经统计，此次发布信息的大中城市一般工业固体废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量为20194.4万吨。

**国家能源局发布2018年全社会用电量等数据。**1月18日，国家能源局发布数据显示，全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.5%。其中，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.8%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.2%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.7%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.4%。2018年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为3862小时，同比增加73小时。其中，水电设备平均利用小时为3613小时，同比增加16小时；火电设备平均利用小时为4361小时，同比增加143小时。2018年，全国电源新增生产能力（正式投产）12439万千瓦，其中，水电854万千瓦，火电4119万千瓦。

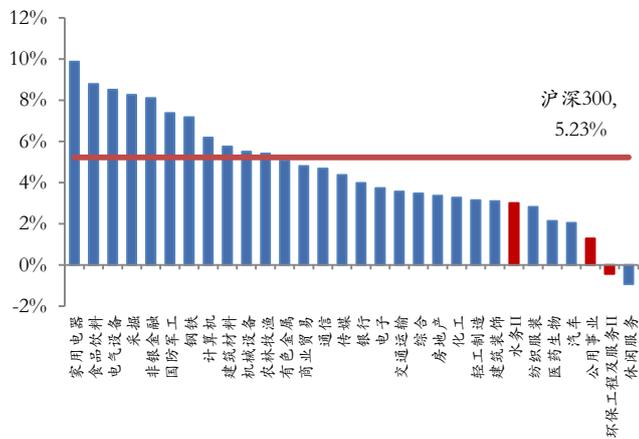
**四川省人民政府关于印发四川省打赢蓝天保卫战等九个实施方案的通知。**实施火电行业超低排放改造，到2020年，全省30万千瓦及以上燃煤发电机组（除W型火焰炉及循环流化床外）完成超低排放改造；重点区域淘汰关停环保、能耗、安全等不达标的30万千瓦以下燃煤机组；加快发展清洁能源，到2020年全省水电装机达到7900万千瓦，非化石能源消费比重达到37.81%。

## 2 行情回顾

### 2.1 今年表现

今年沪深 300 指数累计上涨 5.23%。板块方面，公共事业板块累计上涨 1.29%，跑输大盘 3.94 个百分点；环保工程及服务累计下跌 0.44%，跑输大盘 5.67 个百分点；水务板块累计上涨 3.01%，跑输大盘 2.22 个百分点。与其他行业相比，环保板块相关指数处于行业下游位置。从环保行业各相关概念的市场表现来看，各概念板块均跑输大盘走势。其中海绵城市、PPP、垃圾发电、污水处理、PM2.5 概念分别累计上涨 5.21%、4.04%、3.19%、2.92%、1.25%。

图表 1 申万行业指数涨跌幅对比



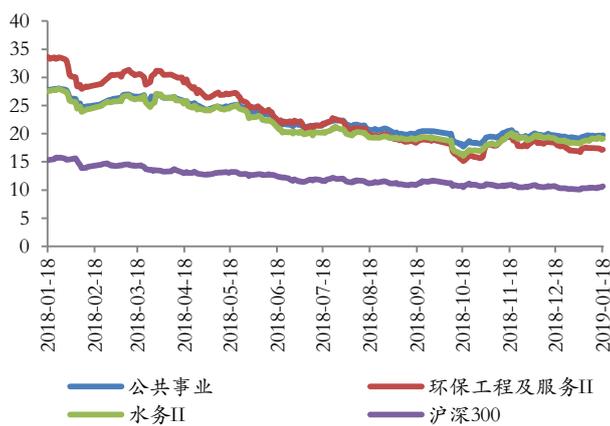
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 环保行业主要概念板块涨跌幅对比



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3 申万行业市盈率走势



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 华安环保行业市盈率走势



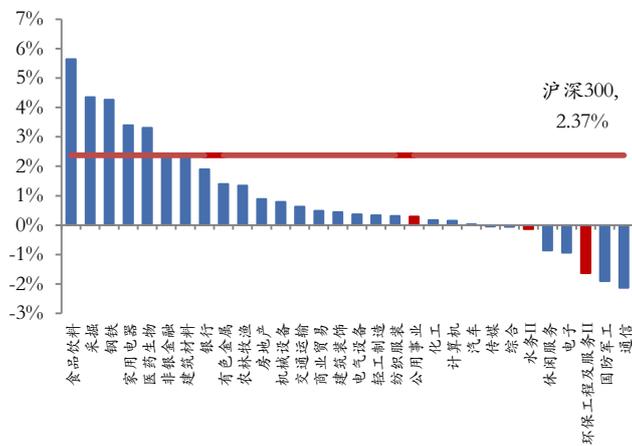
资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.2 上周表现

上周(2019年1月14日至2019年1月18日),沪深300指数上涨2.37%。公用事业板块上涨0.29%,跑输大盘指数2.08个百分点;环保工程及服务下跌1.64%,跑输大盘指数4.01个百分点;水务板块下跌0.13%,跑赢大盘指数2.50个百分点。从上周环保行业各相关概念的市场表现来看,表现疲软。其中海绵城市概念上涨0.29%,垃圾发电、污水处理、PPP、PM2.5概念分别下跌0.56%、0.85%、0.95%、1.89%。

从估值方面来看,华安环保整体市盈率为17.03倍,同期沪深300市盈率10.66倍,华安环保整体溢价1.60倍,较申万其他行业来看,估值水平处在中游水平。从过去一年华安环保子行业来看,大气板块、节能、水处理、固废板块整体估值水平目前处于历史低位水平,监测板块处于中位水平。

图表5 上周申万行业指数涨跌幅对比



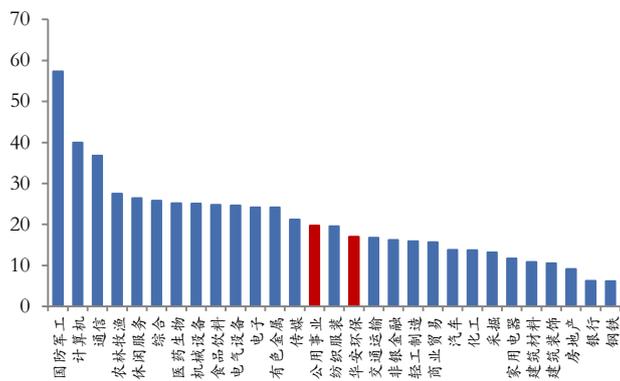
图表6 上周环保行业主要概念板块涨跌幅对比



资料来源: wind、华安证券研究所

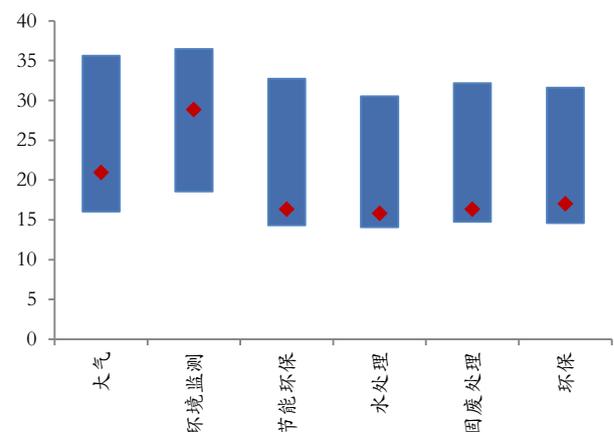
资料来源: wind、华安证券研究所

图表7 申万行业市盈率



资料来源: wind、华安证券研究所

图表8 华安环保子行业市盈率分布

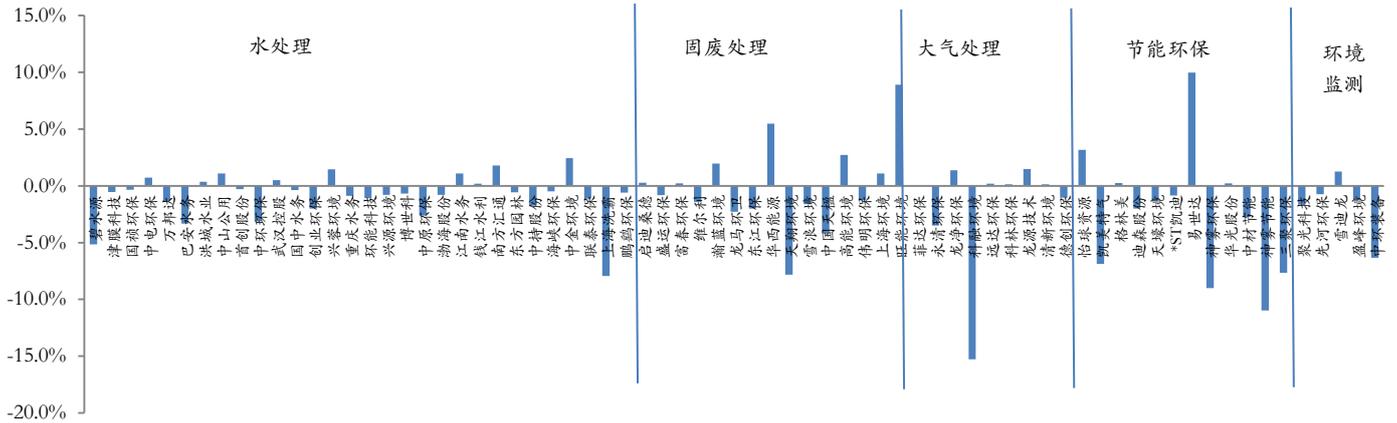


资料来源: wind、华安证券研究所

## 2.3 个股表现

从具体个股涨幅来看，中金环境（2.44%）、旺能环境（8.92%）、龙源技术（1.49%）、易世达（9.99%）、雪迪龙（1.26%）分别领涨水处理、固废处理、大气处理、节能环保、环境监测板块；科融环境（-15.26%）、神雾节能（-10.98%）、神雾环保（-9.00%）、上海洗霸（-7.93%）、天翔环境（-7.83%）跌幅居前。

图表 9 华安环保行业覆盖个股上周涨跌幅统计



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 上周华安环保覆盖个股表现

涨幅前五			跌幅前十		
1	易世达	9.99%	1	科融环境	-15.26%
2	旺能环境	8.92%	2	神雾节能	-10.98%
3	华西能源	5.48%	3	神雾环保	-9.00%
4	怡球资源	3.17%	4	上海洗霸	-7.93%
5	高能环境	2.72%	5	天翔环境	-7.83%
6	中金环境	2.44%	6	三聚环保	-7.67%
7	瀚蓝环境	1.96%	7	凯美特气	-6.88%
8	南方汇通	1.79%	8	中环装备	-6.34%
9	龙源技术	1.49%	9	碧水源	-5.15%
10	兴蓉环境	1.46%	10	中国天楹	-4.20%

资料来源：wind、华安证券研究所

### 3 行业动态

#### 北控水务集团：集团增持+三峡集团入股

##### 【事件】

控水务发布了两则公告：一是向 A 股长江电力全资子公司配股 4.7 亿股，配股价为 4.29 港元，交易金额为 20.19 亿港元；二是向北京控股配股 1.28 亿股，配股价为 4.29 港元，交易金额为 5.48 亿港元。两笔配股合计融资 25.67 亿港元，4.29 港元的新股定价正好是 1 月 18 日（周五）的收盘价。配股完成后，长江电力持股 4.67%，北控及其一致行动人（北京控股）持股 42.43%。

##### 【点评】

##### 公告细节和看点

1) 最终认购北控水务集团股份的是长江环保集团，长江环保集团是三峡集团的全资子公司；由于目前长江环保集团的境外投资平台未完成设立，所以先由长江电力认购新股，待长江环保设立好境外投资平台，再由长江电力转让给长江环保集团。

目前长江电力持股不到 5%，但长江电力表示，未来不排除继续增持股份的可能。那就有一种可能性是，如果长江电力继续增持，比如达到 5%，它大概率只能在二级市场购买。

2) 长江环保集团成立于 2018 年 12 月 18 日，是三峡集团的全资子公司，从股权上看和长江电力是“兄弟”关系；而三峡集团直属于国务院国资委。可以看出，长江环保集团这个新公司，应该是要承担国家分派的特定任务的。

根据官网描述：长江环保集团是三峡集团承担国家赋予共抓长江大保护使命的实施主体，负责长江大保护项目投资、建设、运营维护等工作。

2018 年以来，总书记多次提出“要把修复长江生态环境摆在压倒性位置，共抓大保护，不搞大开发”。“长江经济带发展是一盘‘大棋局’，要实现绿水青山转化为金山银山。”

“长江大保护战略”是总书记亲自提出的一项政治任务，级别很高，长江环保集团正是执行这个任务的“主力军”。

3) 北控水务是国内水处理行业的龙头，大股东是北京控股集团，而北京控股集团的股东是北京市国资委。北控水务正是水处理行业的经验丰富的“国家队”。

因此，为了推进国家长江大保护战略，三峡集团成立了长江环保集团，而长江环保集团需要找到专业的水务公司帮助落地实施；同属国资体系的长江环保和北控水务“牵手”，这相当符合中国的办事规则和逻辑。

对北控水务而言，长江环保集团不仅带来了 20 亿港元的资金，更重要的是强强联手后合作的想象空间，这应该是非常符合逻辑的推测。

（根据公告披露，长江环保集团配股的 20 亿港元将用于：一、约 15.2 亿港元用于 BOT 和 TOT 的传统水务项目；二、约 5 亿港元用于水环境治理综合项目。）

在此之前，北控水务集团的股价一直在较低的区间内来回震荡，也没什么异动，即使不考虑这份公告可能蕴含的价值，股价走势也显示了某些底部的特征。这份公告很可能是额外的利好。

北控水务的主要业务包括：水处理和水治理。具体而言，水处理又包括污水处理、再生水、自来水供水及海水淡化等；水治理包括 PPP（政府和社会资本合作）项目和 BOT（建设—经营—转让）项目等。

2018年上半年,水环境治理占总收入的58%,污水及再生水处理服务占21%。从盈利上看,水环境治理贡献了总利润的47%,污水处理等贡献了32%。这两块最大的业务合计贡献了收入和利润的近80%。

因此,北控水务的业务又可以分为两大类:一是稳定的、几乎没有周期性的水处理业务,属于典型的公用事业服务;另一个是水治理工程,这个业务需要依赖各类资源和资金的支持,本质上属于类金融的工程类业务;两者的占比接近4:6。

截至2018年上半年底,北控水务共运营860座水厂,其中包括704座污水处理厂、133座自来水等,覆盖了中国28个省级地区。上半年新增每日处理能力265万吨,相当于总量的7.8%。在稳定型的水处理业务上,北控水务实现了全国布局,并且保持了扩张趋势,这构成了北控水务占比近一半的稳固的基本盘。

在工程类水治理业务上,北控水务有18个综合治理项目正在建设,分别位于全国各个地区;还有若干个BOT项目,位于山西、山东、浙江等多个省市。

资本市场对北控水务的主要关注逻辑,主要集中在工程类业务上;这类业务很难有确定性,同时又受到政策调控(如PPP整顿)和融资环境的影响。因此,在悲观的氛围下,工程类业务很容易在估值上大打折扣。

整个2018年,融资环境全面趋紧——银行放贷态度谨慎,去杠杆和再融资政策收紧等。PPP项目全面整顿,审批从严。因此,资本市场对环保工程类业务均持保守甚至回避的态度。

北控水务也不可幸免——2018年,北控水务集团的股价下跌了34.05%。截至最新收盘价(4.92港元),PE估值仅为9.7倍,接近5年来的底部区域。

换个角度看,这可能就是机会。

从基本面和估值来看,稳定的公用事业型业务构成了一半的基本盘,而不确定性的另一半工程类业务,其风险已经包含在股价内,估值接近历史底部。即使没有新的变化,股价也已经具备较好的安全边际。

融资能力,是资本市场对于资金需求型的环保工程类企业的核心关注点。

但2018年以来,北控水务却逆势完成了多笔大金额融资:

2018年1月,公司按5.9港元配售4.5亿股新股,融资26.55亿港元;

2018年5月,公司发行5年期20亿元人民币中期票据,票面利率4.92%;

2018年5月,公司发行7年期10亿元人民币中期票据,票面利率5.1%;

2018年7月,公司发行5年期10亿元人民币中期票据,票面利率4.45%;

2018年7月,公司发行7年期20亿元人民币中期票据,票面利率4.72%;

2019年1月,公司发行7年期10亿元人民币中期票据,票面利率3.95%;

2019年1月,公司发行10年期10亿元人民币中期票据,票面利率4.49%;

2019年1月,公司按4.29港元增发4.7亿股新股,融资20.19亿港元;

最近一年,北控水务累计股权融资46.74亿港元,累计债券融资80亿元人民币。

北控水务始终保持了公开市场的高级别评级(标普评级BBB+),发债的利率都是同期限信用债的最低水平。例如,2018年7月的债券利率为基准下浮5%;2019年1月的债券,其中7年期的利率为3.95%,大幅低于上次的4.72%。

大规模低成本的融资,构成了北控水务的核心竞争优势。从逻辑上,也应该极大地缓解了资本市场的担忧,但或许市场悲观的看法还需要时间去扭转。

这些融资不仅保证了工程项目的盈利能力,也增强了竞争时的拿单能力,甚

至能够帮助公司实现逆势的并购扩张。

在北控水务的发展历史上，有过两次快速扩张，一次是2008年，一次是2013年，这两次的共同大背景都是融资环境紧张和资产价格下降，北控水务在行业的周期底部完成了抄底动作。

2008年，北控水务收购了中科成、贵港供水、深圳华强等公司；

2013年，北控水务收购东莞市7家水务公司、北京建工环境发展等，当年处理能力增量同比增长62%；

2018年的情况和前两次有很多的相似之处——融资环境趋紧，PPP从扩张转为收缩，行业内的很多公司业务受阻。而此时，北控水务却“囤积”了一大笔低成本的资金，如果这些现金换成了不错的资产，公司的内涵价值将得到快速提升。

还有一点值得一提，北控水务毫无疑问是国企，但却有不错的管理层激励计划——2013年授出了一笔4亿份购股权，后来又陆陆续续出台更大范围的激励计划。截止目前，周敏等高管合计持股3.72%。管理层、员工与公司的利益绑定，因此北控水务在很多动作上表现出了民企的干劲。

2019年的大环境依然不乐观，手握现金会是一项极大的优势，北控水务有可能去做一些并购扩张，这是符合逻辑和有史可循的。

长江电力入股北控水务集团，绝不会是简单的财务投资，长江环保集团需要有人帮它完成高层指示的任务，这是比商业利益更要紧的事了，后面大概率有动作。

北控水务的背景资源更上一层楼，就像穿上了一层“黄马褂”，而现在手上又有很多的钱，未来的路应该很好走。

北控水务集团(0371.HK)的股票和整个港股市场一样来回震荡，但这个事件可能是一个催化剂，带来一些独立的变化，这一点很快可以验证。

资本开始涌动，且看故事演绎吧。(格隆汇)

## 2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报

### 【事件】

近日，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，从大中城市信息发布、重点工作进展、能力建设以及地方工作实践等方面，系统介绍了2017年我国固体废物污染环境防治工作的相关情况。经统计，此次发布信息的大中城市一般工业固体废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量为20194.4万吨。

### 【点评】

前生态环境部发布了《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2014年以来，为促进环境信息公开、增进社会公众参与，生态环境部(原环境保护部)每年定期以年报形式发布固体废物污染环境防治信息。近日，生态环境部发布《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，从大中城市信息发布、重点工作进展、能力建设以及地方工作实践等方面，系统介绍了2017年我国固体废物污染环境防治工作的相关情况。

经统计，此次发布信息的大中城市一般工业固体废物产生量为78.1万吨，生活垃圾产生量为20194.4万吨。(北极星固废网)

## 国家能源局发布 2018 年全社会用电量等数据

### 【事件】

1 月 18 日，国家能源局发布数据显示，全社会用电量 68449 亿千瓦时，同比增长 8.5%。其中，第一产业用电量 728 亿千瓦时，同比增长 9.8%；第二产业用电量 47235 亿千瓦时，同比增长 7.2%；第三产业用电量 10801 亿千瓦时，同比增长 12.7%；城乡居民生活用电量 9685 亿千瓦时，同比增长 10.4%。2018 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3862 小时，同比增加 73 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3613 小时，同比增加 16 小时；火电设备平均利用小时为 4361 小时，同比增加 143 小时。2018 年，全国电源新增生产能力（正式投产）12439 万千瓦，其中，水电 854 万千瓦，火电 4119 万千瓦。

### 【点评】

第三产业和居民用电占比持续提升。虽然第二产业用电量增速为近 5 年来最高水平，但今年第二产业在电力需求中的占比下滑超过了 1.4 个百分点，相对过去 5 年平均每年下降 0.7 个百分点出现了加速。第三产业和居民用电则分别上升了 1.81 个百分点、0.37 个百分点，相对于过去 5 年平均上升 0.5、0.25 个百分点也出现较大变化。由此可见电力需求结构正在加速优化。

## 4 公司动态

图表 11 上市公司重要公告总汇

公司	公告时间	涉及领域	公告概要
华能国际	2019.1.19	业绩预告	据初步统计, 2018 年全年, 公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 4,304.57 亿千瓦时, 同比增长 9.12%; 完成售电量 4,059.43 亿千瓦时, 同比增长 9.30%; 2018 年全年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价 418.48 元/兆瓦时, 同比增长 1.08%。公司业绩增长主要源于: 全国用电量高增长; 火电利用小时回升; 新增燃气、风电、光伏机组贡献。
高能环境	2019.1.18	业绩预告	公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 30,711.33 万元至 34,550.24 万元, 与上年同期相比, 将增加 11,516.75 万元到 15,355.66 万元, 同比增加 60%到 80%。每股收益: 0.296 元。
万邦达	2019.1.18	发行债券	公司发行 2019 年度第一期中期券, 发行总额 4 亿元人民币, 票面利率为 6.70%, 起息日为 2019 年 1 月 16 日, 兑付日期 2024 年 1 月 16 日。
粤电力 A	2019.1.18	业绩预告	公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润 36000 万元~53000 万元, 比上年同期 74318 万元下降 52%~29%; 基本每股收益为 0.07 元~0.10 元, 比上年同期 0.14 元下降 50%~29%。
上海电力	2019.1.17	发行债券	公司发行 2019 年度第一期超短期融资券, 发行总额 23 亿元人民币, 票面利率为 3.15%, 起息日为 2019 年 1 月 16 日, 期限 176 天。
易世达	2019.1.16	业绩预告	公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 3400 万元~3900 万元, 与上年同期亏损 26424.77 万元相比, 扭亏为盈, 将消除暂停上市风险。
国电电力	2019.1.15	项目进展	近日, 公司接控股子公司国电大渡河流域水电开发有限公司报告, 该公司负责投资建设的大渡河金川水电站项目已获得《四川省发展和改革委员会关于大渡河金川水电站项目核准的批复》(川发改能源[2018]544 号), 同意建设大渡河金川水电站。电站安装 4 台 21.5 万千瓦混流式水轮发电机组, 总装机容量 86 万千瓦, 工程建设总工期为 66 个月。
中金环境	2019.1.15	业绩预告	公司预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润 53165 万元~64980 万元, 比上年同期 59072.43 万元增长 (或下降) -10%~10%。
东江环保	2019.1.15	人事变动	公司第六届董事会第二十七次会议于 2019 年 1 月 14 日召开, 会议审议通过了《关于聘任公司总裁的议案》。根据董事长的提名, 经公司董事会提名委员会审查, 董事会同意聘任姚曙先生为公司总裁, 任期自董事会审议通过之日起至第六届董事会届满之日止。

资料来源: wind、华安证券研究所

## 5 投资策略

我们认为环保行业估值的锚需要认识到环保行业真正的价值在于综合高效的解决环境问题，商业模式的推动最终是要带动公共部门综合管理效率的提高。环保行业的估值体系更加注重资产质量，即项目本身和回款能力，这些最终体现在未来业绩的确定性。自去年年底以来，有关基建、民企、融资、降准政策等组合拳密集出台，极大的提振环保板块预期和市场情绪修复。财政部公布的新会计准则和推动规范 PPP 项目征求意见稿中，理清了政府隐性债务和 PPP 支出的边界，发改委表态正在抓紧起草 PPP 条例，争取尽快出台。这些举措促进 PPP 进入良性发展轨道，改善环保行业估值修复预期。建议关注垃圾焚烧领域的【伟明环保】、水环境治理领域的【国祯环保】、土壤修复领域的【高能环境】。

## 6 风险提示

宏观政策风险；项目推动与执行不及预期；业绩释放不及预期。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 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。