

证券研究报告—动态报告

公用事业

伟明环保(600388)

买入

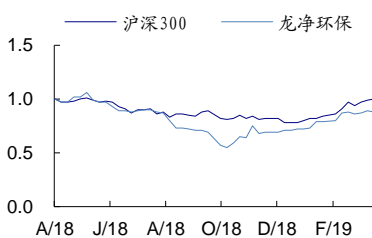
环保 II

2018 年年报点评

维持评级

2019 年 04 月 11 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,069/1,069
总市值/流通(百万元)	13,876/13,876
上证综指/深圳成指	3,245
12个月最高/最低(元)	15.69/7.44

相关研究报告:

《伟明环保-603568-2018 年三季报点评: 设备端增速喜人, 业绩持续超预期》——2018-10-22  
 《伟明环保-603568-重大事件快评: 新签婺源项目, 18 年新增订单超去年全年》——2018-08-20  
 《国信证券-伟明环保-603568-深耕二十载, 精细化运营铸就高成长壁垒》——2018-08-15  
 《伟明环保-603568-2018 年半年报点评: 业绩略超预期, 精细化运营铸就高成长壁垒》——2018-08-13  
 《伟明环保-603568-重大事件快评: 推出员工持股计划完善激励机制, 可转债发行收到一次反馈》——2017-12-04

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301  
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

证券分析师: 王宁

电话: 021-60933142  
 E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

# 业绩符合预期, 五大板块协同发展

● 营收增长 50.29%, 归母净利润增长 46.01%, 业绩符合预期

2018 年公司实现营收 15.47 亿, 同比增长 50.29%; 实现归母净利润 7.4 亿, 同比增长 46.01%。每 10 股转增 2.5 股及送红股 1 股并派现 3.30 元 (含税)。营收大幅增长主要由于公司的苍南项目 2018 年正式投运贡献收入以及设备销售业务快速发展所致。

● 垃圾焚烧: 18 年新增订单规模 6200 吨/日, 逐步进入投运高峰期

公司 2018 年生活垃圾焚烧已投运项目处理规模约为 1.36 万吨/日。2018 年合计完成生活垃圾入库量 424.36 万吨, 同比增长 14.59%; 完成上网电量 12.91 亿度, 同比增长 14.96%, 两项指标均创公司年度运营新高。从公司 2019 年的经营计划来看, 2019 年公司各运营电厂计划完成垃圾入库量 530 万吨, 较 18 年增长 24.89%; 计划完成上网电量 15.90 亿度, 较 18 年增长 23.16%。2018 年新增垃圾焚烧发电处理规模 6200 吨/日, 超市场预期。

● 餐厨垃圾和清运业务: 加快布局, 初见成效

2018 年公司合计处理餐厨垃圾 10.52 万吨, 同比增长 53.35%, 完成清运餐厨垃圾 10.60 万吨; 受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 13.24 万吨, 比去年同期增长 56.32%; 完成清运生活垃圾 14.85 万吨。2018 年公司新增餐厨处理规模约 590 吨/日, 新增清运规模约 500 吨/日。公司在做大做强垃圾焚烧主业的基础上, 积极完善固废产业链, 初见成效。

● 财务分析: 盈利能力持续提升, 成本管控能力强

公司三项费用率均出现下降, 成本管控能力突出。应收账款占营收比例为 23.29%, 同比减少 0.29 个百分点, 资金回款能力略有提升。ROA、ROE 为 15.26%、28.74%, 同比提升 1.36、4.50 个百分点。ROE 的持续提升, 主要系公司盈利能力提升以及发行可转债与增加项目贷款导致的杠杆率提升所致。

● 风险提示: 垃圾补贴下滑风险。

● 投资建议: 五大板块协同发展, 精细化运营铸就高成长壁垒

预计公司 2019-2021 年净利润为 9.01 亿、10.96 亿、13.65 亿元, 对应估值为 20、16、13 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,029	1,547	1,957	2,415	3,017
(+/-%)	48.5%	50.3%	26.5%	23.4%	24.9%
净利润(百万元)	507	740	901	1096	1365
(+/-%)	54.3%	46.0%	21.8%	21.6%	24.6%
摊薄每股收益(元)	0.74	1.08	1.31	1.59	1.98
EBIT Margin	39.3%	44.7%	48.3%	49.1%	49.9%
净资产收益率(ROE)	22.0%	24.0%	24.3%	24.5%	25.1%
市盈率(PE)	31.8	24.1	19.8	16.3	13.1
EV/EBITDA	23.7	24.8	19.0	15.3	12.4
市净率(PB)	7.0	5.80	4.81	3.99	3.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>归母净利润增长 46.01%，业绩符合预期</b> .....	<b>4</b>
营收同比增长 50.29%，净利润同比增长 46.01% .....	4
垃圾焚烧运营发展稳健，设备销售增速最快 .....	4
<b>多点开花，生活垃圾焚烧发电新增订单超预期</b> .....	<b>5</b>
垃圾焚烧发电：18 年新增订单规模 6200 吨/日，超市场预期 .....	5
餐厨垃圾和清运业务：加快布局，成效初现 .....	5
五大板块协同发展，打造完善固废产业链 .....	6
<b>财务分析：盈利能力提升，成本管控能力强</b> .....	<b>6</b>
ROA、ROE 持续提升 .....	6
资金回款能力提升，现金流充足 .....	7
期间费用率持续下降，成本控制能力较强 .....	7
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>9</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

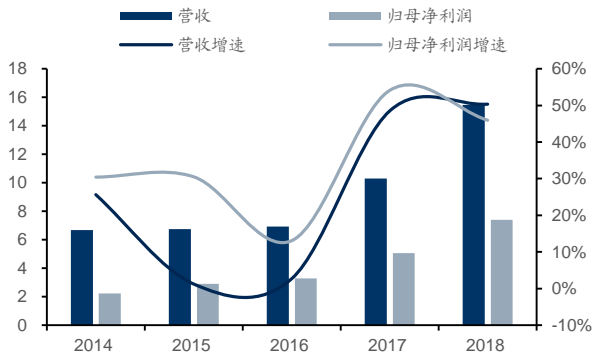
图 1: 公司 14-18 年营收、净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	4
图 2: 公司 2018 年分产品收入占比 .....	4
图 3: 公司 2018 年分产品收入 (亿元) .....	4
图 4: 公司 2017、2018 年分产品收入对比 (亿元) .....	4
图 5: 伟明环保 2014-2018 年净利率与毛利率变化情况 (%) .....	7
图 6: 伟明环保 2014-2018 年 ROA、ROE 变化情况 .....	7
图 7: 伟明环保 2014-2018 年应收账款占营收比例情况 .....	7
图 8: 伟明环保 2014-2018 年现金净增加额 (亿元) .....	7
图 9: 伟明环保 2014-2018 年期间费用率变化情况 (%) .....	8
表 1: 2018 年及之后公司新签垃圾焚烧发电项目 .....	5
表 2: 2018 年及之后公司新签餐厨垃圾、渗滤液、垃圾清运项目 .....	6
表 3: 国内环保可比上市公司估值 .....	8

## 归母净利润增长 46.01%，业绩符合预期

### 营收同比增长 50.29%，净利润同比增长 46.01%

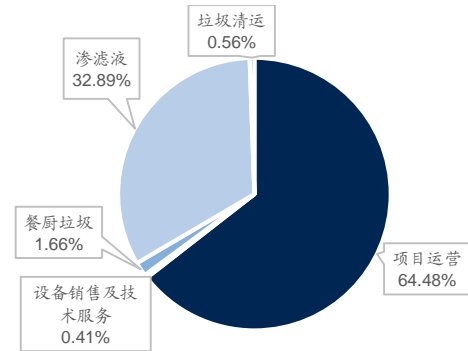
2018 年公司实现营收 15.47 亿，同比增长 50.29%；实现归母净利润 7.4 亿，同比增长 46.01%；实现归母扣非净利润 7.3 亿，同比增长 48.45%。每 10 股转增 2.5 股及送红股 1 股并派现 3.30 元（含税）。营收大幅增长主要由于公司的苍南项目 2018 年正式投运贡献收入以及设备销售业务快速发展所致。

图 1：公司 14-18 年营收、净利润（亿元）及增速（%）



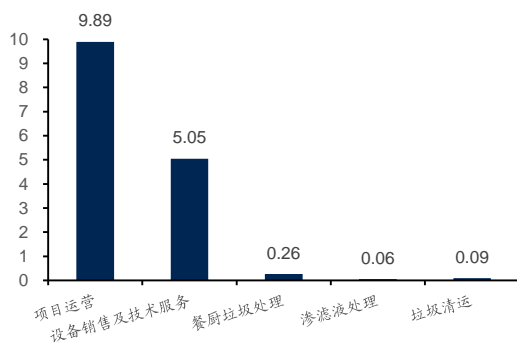
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2018 年分产品收入占比



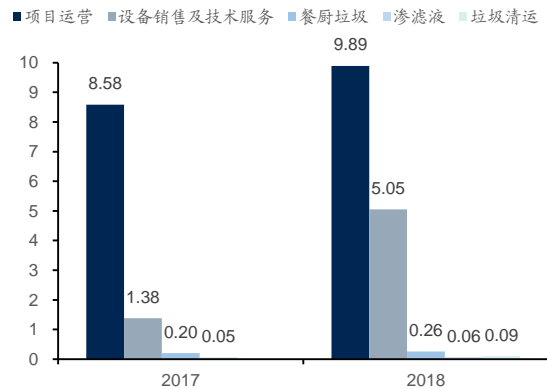
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司 2018 年分产品收入（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2017、2018 年分产品收入对比（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 垃圾焚烧运营发展稳健，设备销售增速最快

从营业收入构成来看，项目运营实现营收 9.89 亿，同比增长 15.26%，在总营收中占比 63.93%，是公司收入的主要来源，主要由于苍南项目 2018 年正式运营确认收入。设备销售及技术服务实现营收 5.05 亿，同比增长 264.56%，在总营收中占比 32.64%。餐厨垃圾处置实现营收 2554 万，在总营收中占比 1.68%。渗滤液处理实现营收 624 万，同比增长 26.97%，在总营收中占比 0.63%。垃圾清运实现营收 860 万，在总营收中占比 0.56%，是公司在 2018 年的新增业务。

从营收区域分布来看，浙江省内实现营收 13.83 亿，同比增长 59.81%，在总营

收中占比 89.40%，较去年提高 4.68 个百分点。浙江省外实现营收 1.51 亿，同比下降 3.11%。随着公司省外项目的陆续投运，预计公司省内营收占比将下降，省外营收占比有望提升。

从各项业务的毛利率水平来看，项目运营业务毛利率 67.09%，同比增加 2.8 个百分点，维持高毛利率水平。渗滤液处理、餐厨垃圾处置、设备销售及技术服务毛利率均维持增长态势，分别同比增加 1.18、5.52、2.42 个百分点。各项业务毛利率均有所提升，体现出了公司良好的项目运营管理能力。

## 多点开花，生活垃圾焚烧发电新增订单超预期

### 垃圾焚烧发电：18 年新增订单规模 6200 吨/日，超市场预期

截至 2018 年 12 月 31 日，公司生活垃圾焚烧已投运项目处理规模约为 1.36 万吨/日。2018 年合计完成生活垃圾入库量 424.36 万吨，同比增长 14.59%；完成上网电量 12.91 亿度，同比增长 14.96%，两项指标均创公司年度运营新高。其中苍南项目于 2018 年初开始正式运营，武义项目、瑞安项目二期、万年项目分别于 2018 年 9 月、10 月和 11 月成功并网发电，投入试运行；界首项目开始进垃圾并于 2019 年 2 月实现并网发电。从公司 2019 年的经营计划来看，2019 年公司各运营电厂计划完成垃圾入库量 530 万吨，较 18 年增长 24.89%；计划完成上网电量 15.90 亿度，较 18 年增长 23.16%。

**18 年新增合同体量超预期。**2018 年，公司完成临海项目二期、紫金项目、奉新项目、双鸭山项目、婺源项目、嘉善项目二期、龙泉项目和文成项目签约，收购苍南宜嘉垃圾焚烧处理项目并实施技改。2018 年新增垃圾焚烧发电处理规模 6200 吨/日，超市场预期。

**表 1：2018 年及之后公司新签垃圾焚烧发电项目**

时间	项目名称	项目描述
2018 年 1 月	临海扩建项目	签署《临海市垃圾焚烧发电项目特许经营协议补充协议》，日处理生活垃圾 750 吨
2018 年 2 月	紫金项目	签署《紫金县生态环保项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 1500 吨
2018 年 4 月	苍南宜嘉项目	收购苍南宜嘉垃圾焚烧处理项目并实施技改，日处理生活垃圾 400 吨
2018 年 7 月	奉新项目	签署《奉新县垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 900 吨
2018 年 8 月	双鸭山项目	签署《双鸭山市生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 900 吨
2018 年 9 月	嘉善扩建项目	签署《嘉善县生活垃圾焚烧发电项目补充协议 003 号》，日处理生活垃圾 450 吨，日处理湿垃圾（主要处理餐厨、厨余垃圾及市政污泥）300 吨
2018 年 9 月	龙泉市静脉产业项目	签署《龙泉市静脉产业项目—垃圾资源化协同处理工程 PPP 项目合同》，日处理生活垃圾不低于 300 吨、日处理餐厨垃圾不低于 25 吨、日处理粪便不低于 15 吨
2018 年 11 月	文成项目	签署《文成县垃圾处理生态环保工程特许经营协议》，日处理生活垃圾 500 吨、日处理餐厨垃圾和污泥 50 吨
2019 年 1 月	莲花项目	签署《莲花县固废综合处理项目特许经营协议》，日处理固废 500 吨
2019 年 1 月	东阳项目	签署《东阳市生活垃圾焚烧综合处理工程建设·运营·移交特许经营协议补充协议》，日处理生活垃圾 2200 吨
2019 年 3 月	永丰项目	签署《永丰县生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 1200 吨

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

### 餐厨垃圾和清运业务：加快布局，成效初现

在做大做强垃圾焚烧发电主业的基础上，公司积极在渗滤液处理、餐厨垃圾处置、生活垃圾清运领域加快布局，目前已初见成效。2018年公司合计处理餐厨垃圾 10.52 万吨，同比增长 53.35%，完成清运餐厨垃圾 10.60 万吨；受托管渗滤液处理站共处理渗滤液 13.24 万吨，比去年同期增长 56.32%；完成清运生活垃圾 14.85 万吨。

2018 年公司新增永康餐厨垃圾收运和处理、瑞安餐厨收运、苍南餐厨收运和处理、文成餐厨垃圾收运和处理、玉环餐厨收运、嘉善餐厨厨余及污泥处理和龙泉餐厨粪便处理等项目，合计新增处理规模约 590 吨/日，新增清运规模约 500 吨/日。同时，公司还新签苍南马站、永康渗滤液处理项目，续签界首渗滤液处理项目，三个项目处理规模为 355 吨/日。

**表 2：2018 年及之后公司新签餐厨垃圾、渗滤液、垃圾清运项目**

餐厨垃圾	渗滤液	垃圾清运
永康餐厨垃圾收运和处理	苍南马站渗滤液处理项目	平阳生活垃圾运输和处理
瑞安餐厨收运	永康渗滤液处理项目	瓯海生活垃圾运输
苍南餐厨收运和处理	界首渗滤液处理项目	嘉善生活垃圾运输
文成餐厨垃圾收运和处理		深圳龙华生活垃圾运输和处理
玉环餐厨收运		江西靖安垃圾委托处理
嘉善餐厨厨余及污泥处理		龙湾区易腐垃圾清运
龙泉餐厨粪便处理		

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

### 五大板块协同发展，打造完善固废产业链

公司目前设立固废、工程装备、水务、智慧环卫、危废五大板块，主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域。公司通过在垃圾焚烧厂附近投资、建设、运营餐厨垃圾、污泥处理项目，与生活垃圾进行协同处置，并开展垃圾清运业务、工业及危废处理业务，实现各板块的协同发展，发挥自身产业链完善的优势。

## 财务分析：盈利能力提升，成本管控能力强

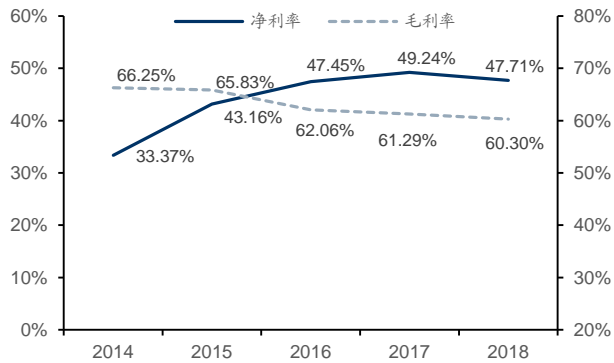
### ROA、ROE 持续提升

2014-2018 年公司毛利率持续下降，2018 年毛利率为 60.30%，同比减少 0.99%。2018 年公司净利率为 47.71%，同比减少 1.53 个百分点。毛利、净利虽有所下降，但仍处于行业较高水平。

2014-2018 年公司 ROA、ROE 持续高速增长，2018 年分别为 15.26%/28.74%，同比提升 1.36、4.50 个百分点。ROE 的持续提升，主要系公司盈利能力提升以及发行可转债与增加项目贷款导致的杠杆率提升所致。

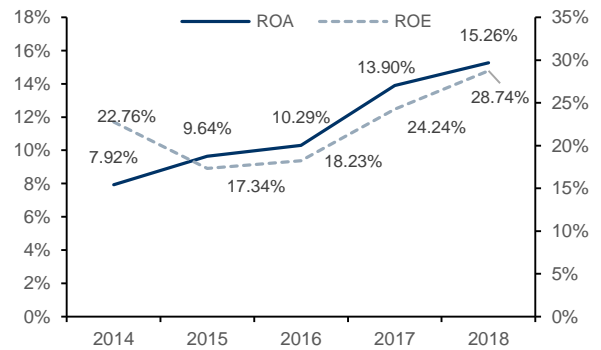


图 5: 伟明环保 2014-2018 年净利率与毛利率变化情况 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 6: 伟明环保 2014-2018 年 ROA、ROE 变化情况



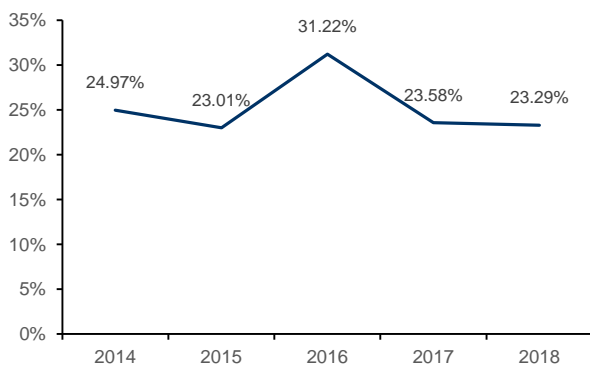
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

### 资金回款能力提升, 现金流充足

应收账款占营收比例整体趋于稳定, 在 23%左右波动, 仅 2016 年大幅提升为 31.22%。2018 年应收账款占营收比例为 23.29%, 同比减少 0.29%, 资金回款能力略有提升。

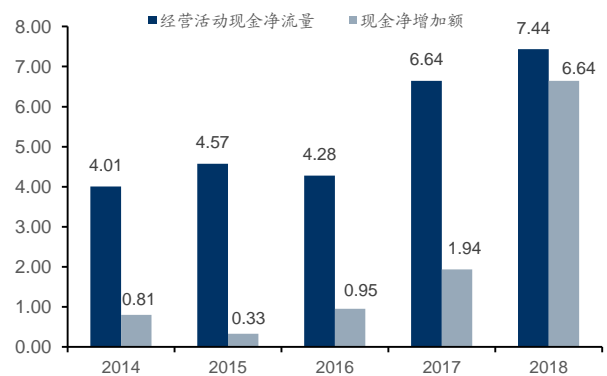
现金流充裕, 为后续发展提供充足动力。2014-2018 年公司经营活动现金净流量、现金净增加额持续增长。2018 年经营活动现金净流量为 7.44 亿元, 同比增长 12.05%, 主要系 2018 年营业收入大幅提高, 苍南伟明正式运营、公司设备销售及技术服务增加取得经营性现金流所致。现金净增加额为 6.64 亿元, 同比增长 242.27%, 金额增长高达 4.70 亿元, 主要系公司 2018 年发行可转换公司债券进行外部融资, 为企业的经营提供充足的现金流。

图 7: 伟明环保 2014-2018 年应收账款占营收比例情况



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 8: 伟明环保 2014-2018 年现金净增加额 (亿元)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

### 期间费用率持续下降, 成本控制能力较强

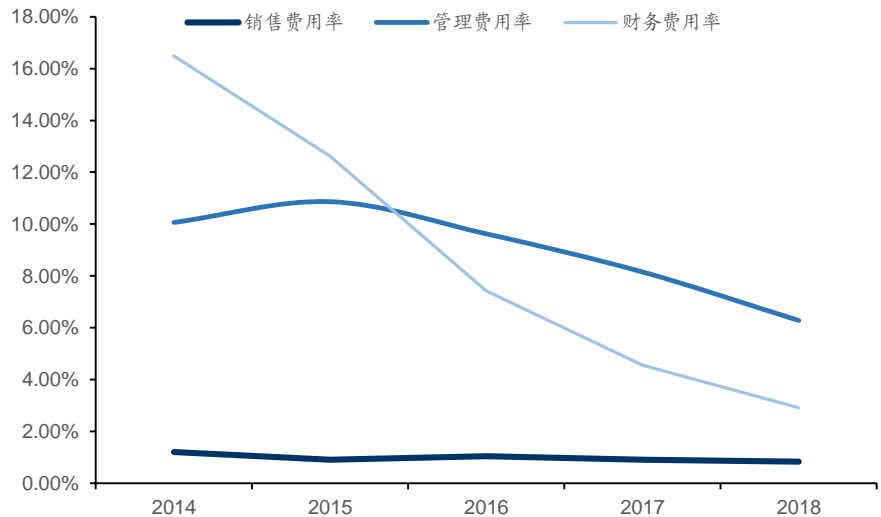
**销售费用率:** 2014-2018 年销售费用率稳中有降。2018 销售费用率为 0.84%, 同比减少 0.07%。主要系股权激励摊销大幅下降。销售费用为 1,294.86 万元, 同比增长 38.75%。2018 年营业收入增幅高达 38.89%, 销售费用率不升反降, 成本控制能力较强。

**管理+研发费用率:** 2018 年管理+研发费用率为 6.28%, 同比降低 1.87%。主

要系股权激励摊销大幅下降。研发费用为 1,708 万元，同比增长 147.09%。

**财务费用率:** 2014-2018 年财务费用率持续下降。2018 年财务费用率为 2.91%，同比减少 1.65%。财务费用为 236.23 万元，同比增长 117%，主要系公司 2018 年 12 月 10 日发行可转换公司债券、项目公司贷款增加导致利息支出增加。

图 9: 伟明环保 2014-2018 年期间费用率变化情况 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 五大板块协同发展, 精细化运营铸就高成长壁垒

公司未来看点在于: ①精细化运营: 深挖现有项目潜力, 提升运营管理水平, 提高在手项目盈利能力。②项目异地扩张: 从浙江走向全国, 成为全国性固废标杆企业。③产业链延伸: 拓展环卫、渗滤液处理、餐厨垃圾处置新兴业务, 培育新的业绩增长点。预计公司 2019-2022 年净利润为 9.01 亿、10.96 亿、13.65 亿元, 对应估值为 20、16、13 倍。

**同类公司估值比较:** 考虑公司自身业务特点, 我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。我们选取与公司业务相近的上海环境、瀚蓝环境、绿色动力作为可比公司, 采用 PE 法进行估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 23-25 倍 PE 比较合理, 按照 19 年 EPS1.35 元的预测, 合理估值区间为 31.1-33.7 元, 维持“买入”评级。

表 3: 国内环保可比上市公司估值

代码	公司简称	股价 4月9日	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	2019 PEG
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
601200	上海环境	16.18	113.67	0.82	0.89	1.05	19.7	18.1	15.4	1.9	2.3
600323	瀚蓝环境	18.04	138.23	1.14	1.21	1.44	15.8	14.9	12.5	2.4	2.6
601330	绿色动力	13.93	161.76	0.23	0.38	0.58	59.3	37.0	24.2	5.7	0.9
	平均							<b>22.4</b>	<b>17.0</b>		
603568	伟明环保	25.94	178.39	1.08	1.31	1.59	24.1	19.8	16.3	4.8	1.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1186	1113	1793	2580	营业收入	1547	1957	2415	3017
应收款项	394	456	562	702	营业成本	614	783	970	1207
存货净额	90	145	172	214	营业税金及附加	23	25	31	39
其他流动资产	193	548	700	905	销售费用	13	14	17	21
<b>流动资产合计</b>	<b>1862</b>	<b>2262</b>	<b>3228</b>	<b>4401</b>	管理费用	205	191	210	243
固定资产	1249	1920	2616	3348	财务费用	45	31	43	49
无形资产及其他	2467	2369	2270	2171	投资收益	6	5	6	7
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(9)	(3)	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	217	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5739</b>	<b>6712</b>	<b>8274</b>	<b>10081</b>	营业利润	860	916	1145	1459
短期借款及交易性金融负债	82	60	65	70	营业外净收支	(2)	100	90	80
应付款项	301	331	394	485	<b>利润总额</b>	<b>859</b>	<b>1016</b>	<b>1235</b>	<b>1539</b>
其他流动负债	277	302	350	423	所得税费用	120	117	142	177
<b>流动负债合计</b>	<b>660</b>	<b>693</b>	<b>809</b>	<b>978</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	1068	1368	2038	2708	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>740</b>	<b>901</b>	<b>1096</b>	<b>1365</b>
其他长期负债	926	936	948	963					
<b>长期负债合计</b>	<b>1994</b>	<b>2304</b>	<b>2986</b>	<b>3671</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2653</b>	<b>2997</b>	<b>3794</b>	<b>4648</b>	净利润	740	901	1096	1365
少数股东权益	8	7	5	2	资产减值准备	8	74	70	58
股东权益	3077	3708	4475	5431	折旧摊销	135	151	229	304
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5739</b>	<b>6712</b>	<b>8274</b>	<b>10081</b>	公允价值变动损失	9	3	4	5
					财务费用	45	31	43	49
关键财务与估值指标					营运资本变动	134	(333)	(93)	(151)
每股收益	1.08	1.31	1.59	1.98	其它	(9)	(75)	(72)	(60)
每股红利	0.29	0.39	0.48	0.60	<b>经营活动现金流</b>	<b>1017</b>	<b>720</b>	<b>1234</b>	<b>1521</b>
每股净资产	4.47	5.39	6.50	7.89	资本开支	(714)	(800)	(900)	(1000)
ROIC	20%	21%	23%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	24%	24%	24%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(714)</b>	<b>(800)</b>	<b>(900)</b>	<b>(1000)</b>
毛利率	60%	60%	60%	60%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	45%	48%	49%	50%	负债净变化	265	300	0	0
EBITDA Margin	53%	56%	59%	60%	支付股利、利息	(197)	(270)	(329)	(410)
收入增长	50%	27%	23%	25%	其它融资现金流	201	(22)	5	5
净利润增长率	46%	22%	22%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>341</b>	<b>7</b>	<b>346</b>	<b>265</b>
资产负债率	46%	45%	46%	46%	<b>现金净变动</b>	<b>644</b>	<b>(72)</b>	<b>680</b>	<b>786</b>
息率	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	货币资金的期初余额	542	1186	1113	1793
P/E	24.1	19.8	16.3	13.1	货币资金的期末余额	1186	1113	1793	2580
P/B	5.8	4.8	4.0	3.3	企业自由现金流	150	(146)	286	485
EV/EBITDA	24.8	19.0	15.3	12.4	权益自由现金流	616	104	253	447

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032