

证券研究报告—动态报告

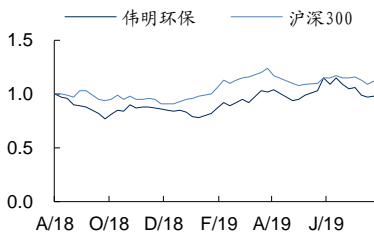
公用事业

环保 II

伟明环保(603568)
买入
2019 年半年报点评

维持评级

2019 年 08 月 19 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)	937/934
总市值/流通(百万元)	18,042/17,981
上证综指/深圳成指	2,824
12 个月最高/最低(元)	23.41/13.98

相关研究报告:

《伟明环保-603568-2019 年一季报点评: 新增订单超预期, 加快产业链布局》——2019-04-24

《伟明环保-603568-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 五大板块协同发展》——2019-04-11

《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

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码: 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码: 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

订单超预期, 新业务初具规模

● 营收增长 30.76%, 归母净利润增长 30.63%, 业绩符合预期

2019 年上半年公司实现营收 9.67 亿, 同比增长 30.76%; 实现归母净利润 4.90 亿, 同比增长 30.63%。业绩增长主要由于武义项目、瑞安项目二期、界首项目、万年项目投入正式运营, 玉苍项目完成技改并投入正式运营, 温州餐厨项目和瑞安餐厨项目投入正式运营, 嘉善项目二期于 6 月投入正式运营。

● 垃圾焚烧: 发展稳健, 上半年新增订单已达 4300 吨/日

上半年, 公司共完成生活垃圾清运量 241.57 万吨, 同比增长 21.93%; 完成上网电量 7.2 亿度, 同比增长 19.80%。从新增订单情况来看, 公司上半年合计新增生活垃圾处理规模 4300 吨/日, 截止目前新增订单已达 6000 吨/日, 接近去年全年新增订单体量, 远超市场预期。无论从投运项目体量还是从新增订单体量来看, 公司的垃圾焚烧发电业务维持强劲发展势头。

● 餐厨垃圾和环卫清运业务: 加速推进, 初具规模

上半年, 公司完成清运餐厨垃圾 8.30 万吨, 处理餐厨垃圾和污泥 9.51 万吨。餐厨垃圾清运处理及污泥处理体量同比增长 350%。公司陆续新增江山、武义、乐清和永嘉等餐厨垃圾收运和处理项目, 签约嘉善项目, 新增餐厨/厨余垃圾处理项目规模约 375 吨/日。环卫清运方面, 公司及子公司签订嘉善、瓯海等多个生活垃圾运输协议, 介入更多区域的生活垃圾清运。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, 初具规模。

● 财务分析: 盈利能力持续提升, 财务费用率小幅上升

2019H1 毛利率 62.93%, 同比增加 0.94pct。经营活动现金净流量为 2.65 亿元, 同比增长 63.58%。财务费用率为 4.41%, 同比增加 1.32pct, 主要系可转债利息费用确认所致。2019 年上半年应收账款占营收比例为 53.44%, 同比增加 4.93 个百分点, 资金回款能力有所下降, 主要由于目前整体垃圾焚烧国补发放周期拉长, 同时公司积极拓展餐厨设备领域, 应收账款有所增加。

● 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、17、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)	1,547	1,547	1,957	2,415	3,017
(+/-%)	50.3%	50.3%	26.5%	23.4%	24.9%
净利润(百万元)	740	740	901	1096	1365
(+/-%)	46.0%	46.0%	21.8%	21.6%	24.6%
摊薄每股收益(元)	0.79	1.08	1.31	1.59	1.98
EBIT Margin	58.4%	44.7%	48.3%	49.1%	49.9%
净资产收益率(ROE)	24.0%	24.0%	24.3%	24.5%	25.1%
市盈率(PE)	24.4	17.9	20.0	16.5	13.2
EV/EBITDA	19.9	19.2	19.2	15.4	12.5
市净率(PB)	5.9	4.30	4.87	4.03	3.32

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

归母净利润增长 30.63%，业绩符合预期	4
垃圾焚烧发电：发展稳健，同比增长约 20%	4
餐厨垃圾和环卫清运业务：加速推进，初具规模	5
五大板块协同发展，打造固废全产业链	6
财务分析：盈利能力提升，成本管控能力强	6
净利率、毛利率与 ROA、ROE 基本持平	6
资金回款能力有所下降，存货周转率持续改善	7
资产负债率略有改善，经营活动现金流大幅增长	7
期间费用率略有上升，成本控制能力仍处于高水平	8
投资建议：五大板块协同发展，精细化运营铸就高成长壁垒	9
附表：财务预测与估值	10
国信证券投资评级	11

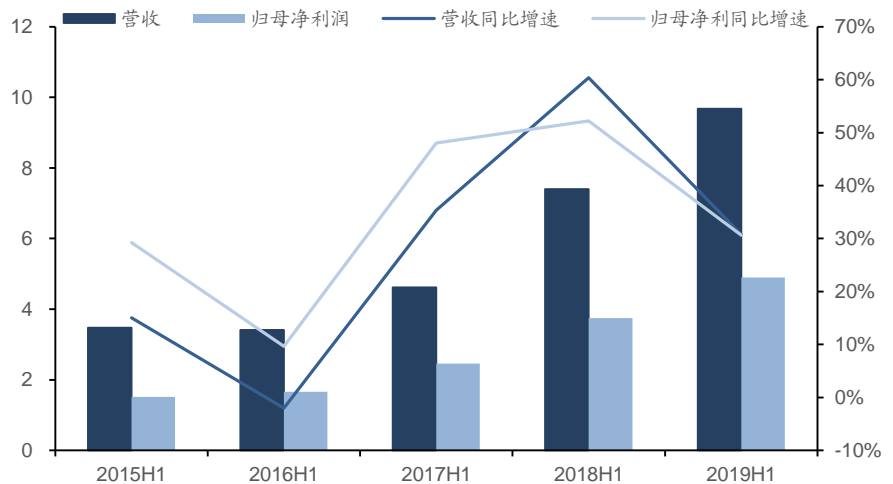
图表目录

图 1: 伟明环保 2015H1-2019 年 H1 营收、归母净利润及增速 (亿, %)	4
图 2: 伟明环保 2015-2019 年 H1 净利率与毛利率 (%)	7
图 3: 伟明环保 2015-2019 年 H1 ROA、ROE (%)	7
图 4: 伟明环保 2015-2019 年 H1 应收账款占营收比例	7
图 5: 伟明环保 2015-2019 年 H1 存货占营收比例	7
图 6: 伟明环保 2015-2019 年 H1 资产负债率	8
图 7: 伟明环保 2015-2019 年 H1 经营活动现金流 (亿元)	8
图 8: 伟明环保 2015-2019 年 H1 期间费用率 (%)	8
表 1: 2019 年公司新签垃圾焚烧发电项目	5
表 2: 2019 年公司新签餐厨收运处理项目	5
表 3: 2019 年公司新签环卫清运项目	6
表 4: 国内环保可比上市公司估值	9

归母净利润增长 30.63%，业绩符合预期

2019 年上半年公司实现营收 9.67 亿，同比增长 30.76%；实现归母净利润 4.90 亿，同比增长 30.63%；实现归母扣非净利润 4.77 亿，同比增长 29.88%。营收大幅增长主要由于公司的武义项目、瑞安项目二期、界首项目、万年项目投入正式运营，玉苍项目完成技改并投入正式运营，温州餐厨项目和瑞安餐厨项目投入正式运营，嘉善项目二期于 6 月投入正式运营。多个投运项目成为公司业绩增长的主要来源。

图 1：伟明环保 2015H1-2019 年 H1 营收、归母净利润及增速（亿，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

垃圾焚烧发电：发展稳健，同比增长约 20%

上半年，公司共完成生活垃圾清运量 241.57 万吨，同比增长 21.93%；完成上网电量 7.2 亿度，同比增长 19.80%。主要由于公司今年上半年武义项目、瑞安项目二期、界首项目、万年项目投入正式运营，玉苍项目完成技改并投入正式运营，多个项目投运为公司业绩增长提供保障。从投运项目的体量来看，上半年共计投运项目 2900 吨/日，其中武义 900 吨/日、瑞安二期 1000 吨/日、界首（500 吨/日）、万年（500 吨/日）。

从新增订单情况来看，公司上半年完成莲花项目、永丰项目、闽清项目、蛟河项目签约，签署东阳项目补充协议，合计新增生活垃圾处理规模 4300 吨/日。今年三季度，公司又完成安福项目签约，中标嘉禾项目。去年公司共新增垃圾焚烧发电订单 6200 吨/日，今年截至目前新增订单规模已达 6000 吨/日，接近去年全年新增订单体量，远超市场预期。

无论从投运项目体量还是从新增订单体量来看，公司的垃圾焚烧发电业务维持强劲发展势头。同时，今年上半年签约的蛟河项目还包含日处理 300 吨的生物质项目，是公司取得的首个生物质处理项目，业务范围不断拓展。

表 1: 2019 年公司新签垃圾焚烧发电项目

时间	项目名称	项目描述
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，特许经营期限 30 年
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，特许经营期限 29 年
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，特许经营期限 30 年
2019 年 5 月	闽清项目	签署《闽清县生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 600 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 5 月	蛟河项目	签署《蛟河市垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理固废 500 吨，特许经营期限 30 年；签署《蛟河市生物质热电联产项目招商引资合同书》，年处理生物质 10 万吨，供热能力约为 47MW/h
2019 年 6 月	东明项目	签署《东明县生活垃圾处理焚烧发电项目合作协议书》，拟与当地企业共同投资建设运营东明县生活垃圾处理焚烧发电项目，公司参股投资比例为 30%
2019 年 8 月	安福项目	公司及下属子公司安福公司签署《安福县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 500 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 8 月	嘉禾项目	中标嘉禾生活垃圾焚烧发电项目，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

餐厨垃圾和环卫清运业务：加速推进，初具规模

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、餐厨垃圾处理、生活垃圾清运领域加快布局，目前已初见成效。

餐厨垃圾：上半年，公司完成清运餐厨垃圾 8.30 万吨，处理餐厨垃圾和污泥 9.51 万吨。餐厨垃圾清运处理及污泥处理体量同比增长 350%。公司受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 5.06 万吨，较去年同期略有下滑。

表 2: 2019 年公司新签餐厨收运处理项目

时间	项目名称	项目描述
2019 年 1 月	玉环市项目	签署《玉环市垃圾焚烧发电厂配套飞灰填埋场工程和玉环市一般工业固体废物填埋场工程 PPP 项目》，负责投资、建设、运营垃圾焚烧发电厂配套飞灰填埋场和一般工业固体废物填埋场
2019 年 2 月	平潭项目	控股子公司签署《平潭餐厨垃圾处理厂项目设计施工总承包（EPC 项目）工艺系统设备采购项目采购合同》，合同金额为 4650 万元
2019 年 4 月	江山市项目	签署《江山市餐厨垃圾集中处理项目特许经营协议》，日处理规模 100 吨
2019 年 4 月	嘉善县项目	签署《嘉善县餐厨/厨余垃圾处理协议》，日处理规模 200 吨
2019 年 5 月	乐清市项目	子公司温州餐厨公司签署《乐清市餐厨垃圾转运处置协议》，负责乐清市餐厨垃圾的转运和处理
2019 年 6 月	武义县项目	子公司武义公司与武义县综合行政执法局签署《武义县餐厨垃圾综合处理厂 PPP 项目合同》，日处理规模 75 吨
2019 年 6 月	永嘉县项目	子公司温州餐厨公司签署《永嘉县餐厨垃圾(泔水)收运与处置项目》，负责永嘉县餐厨垃圾的收运和处理

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

环卫清运：上半年，公司新增公司及子公司签订嘉善县生活垃圾运输协议、温州瓯海经济开发区、瓯海区潘桥街道和丽岙街道等生活垃圾运输协议，介入更多区域的生活垃圾清运。三季度，公司成功中标湖南嘉禾县城乡生活垃圾收运体系项目和温州鹿城区城市生活垃圾转运作业市场化项目，子公司中环智慧签订四川眉山天府新区视高区域城市管理服务项目政府采购合同，并中标彭州市第二生活垃圾压缩中转站 PPP 项目。尽管公司介入餐厨垃圾处理、环卫清运业务的时间并不长，但市场开拓力度超市场预期，目前已初具规模，有望成为公司业绩增长的重要来源。

表 3: 2019 年公司新签环卫清运项目

时间	项目名称	项目描述
2019 年 1 月	嘉善项目	签署《嘉善县生活垃圾运输协议》，日运输生活垃圾 1050 吨，服务期限约 28 年
2019 年 2 月	瓯海项目	签署《瓯海经济开发区垃圾中转站委托运营合同》和《瓯海区潘桥街道垃圾中转站委托运营合同》
2019 年 6 月	瓯海项目	签署《瓯海区丽岙街道垃圾中转站委托运营合同》
2019 年 7 月	眉山项目	子公司中环智慧签署《眉山天府新区视高区域城市管理服务项目政府采购合同》，合同期限为三年，合同总金额 5244.91 万元
2019 年 7 月	彭州项目	以联合体形式取得彭州市第二生活垃圾压缩中转站 PPP 项目《中标通知书》，拟新建设计规模为 400 吨/日的 III 类垃圾中转站，项目总投资约 4892.38 万元，项目合作期 20 年
2019 年 8 月	嘉禾项目	中标湖南嘉禾县城乡生活垃圾收运体系项目特许经营权，项目投资约 4900.23 万元，特许经营期限 20 年
2019 年 8 月	鹿城项目	中标温州市鹿城区城市生活垃圾转运作业市场化 PPP 项目，日转运生活垃圾 1350 吨，特许经营期限 15 年

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，打造固废全产业链

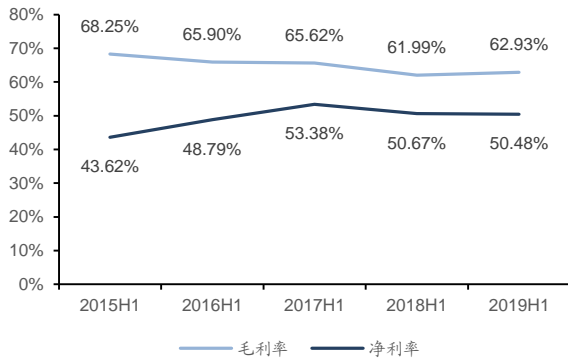
公司目前设立固废、工程装备、水务、智慧环卫、危废五大板块，主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域。公司通过在垃圾焚烧厂附近投资、建设、运营餐厨垃圾、污泥处理项目，与生活垃圾进行协同处置，并开展垃圾清运业务、工业及危废处理业务，实现各板块的协同发展，发挥自身产业链完善的优势。

财务分析：盈利能力提升，成本管控能力强

净利率、毛利率与 ROA、ROE 基本持平

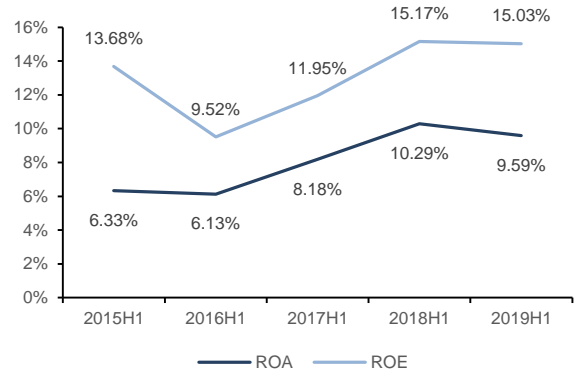
2019 年上半年毛利率为 62.93%，同比增加 0.94pct。2015-2019 年公司毛利率波动上升，2019 年上半年公司净利率为 50.48%，同比减少 0.19pct。毛利、净利均仍处于行业较高水平，主要由于垃圾焚烧发电行业景气度较高，行业平均利润率处于较高水平，同时公司成本管控能力强。2015-2019 年上半年公司 ROA、ROE 均波动上升，2019 年分别为 9.59%/15.03%，同比减少 0.70、0.14pct，但总体仍处于较高水平。

图 2: 伟明环保 2015-2019 年 H1 净利率与毛利率 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 3: 伟明环保 2015-2019 年 H1 ROA、ROE (%)



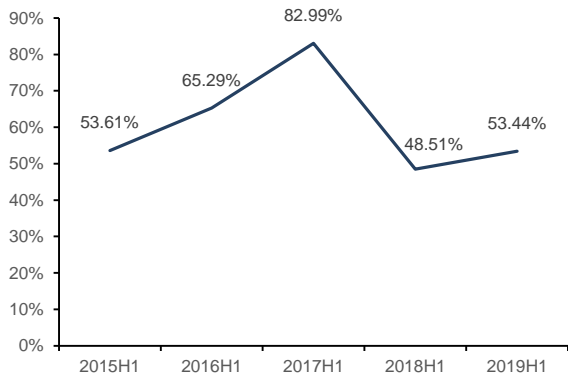
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

资金回款能力有所下降, 存货周转率持续改善

应收账款占营收比例有所上升, 但相较 2017 年上半年有很大改善。2019 年上半年应收账款占营收比例为 53.44%, 同比增加 4.93 个百分点, 资金回款能力有所下降, 主要由于目前整体垃圾焚烧国补发放周期拉长, 同时公司积极拓展餐厨设备领域, 应收账款有所增加。

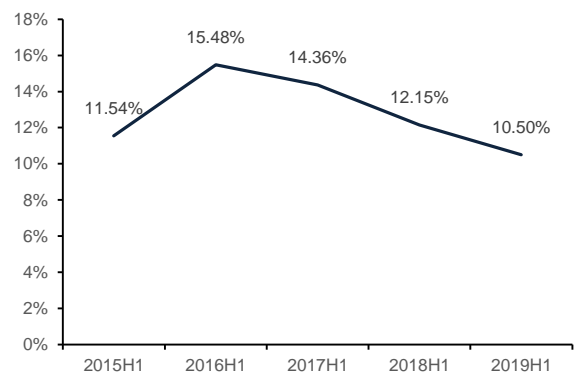
存货占营收比例自 2016 年上半年后持续下降。2019 年上半年存货占营收比例为 10.50%, 同比减少 1.65 个百分点, 存货周转率持续改善。

图 4: 伟明环保 2015-2019 年 H1 应收账款占营收比例



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 5: 伟明环保 2015-2019 年 H1 存货占营收比例



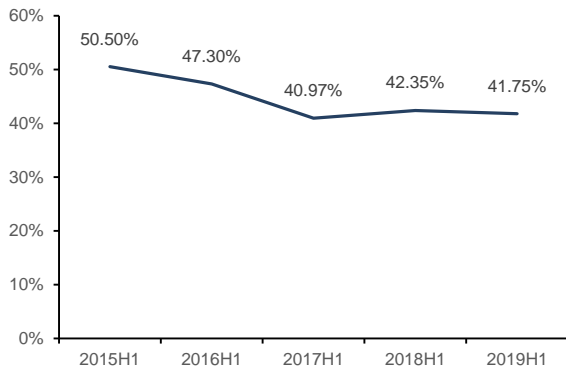
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

资产负债率略有改善, 经营活动现金流大幅增长

近三年上半年资产负债率基本持平。2019 年上半年资产负债率为 41.75%, 同比减少 0.60 个百分点, 较上年略有改善。

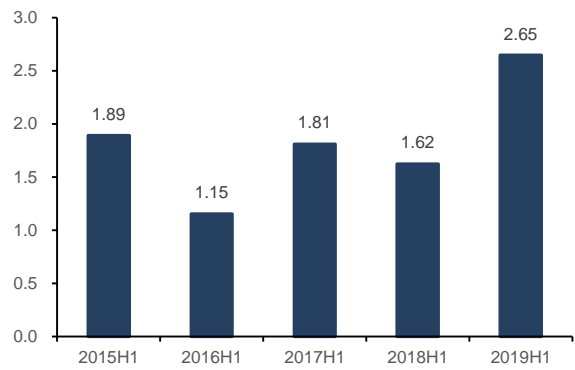
现金流大幅增长, 为后续发展提供充足动力。2019 年上半年经营活动现金净流量为 2.65 亿元, 同比增长 63.58%, 主要系 2019 年上半年营业收入大幅提高, 海滨公司、玉苍公司、武义公司、界首公司、万年公司正式运营、公司设备销售及技术服务增加取得经营性现金流所致。

图 6: 伟明环保 2015-2019 年 H1 资产负债率



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 7: 伟明环保 2015-2019 年 H1 经营活动现金流 (亿元)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

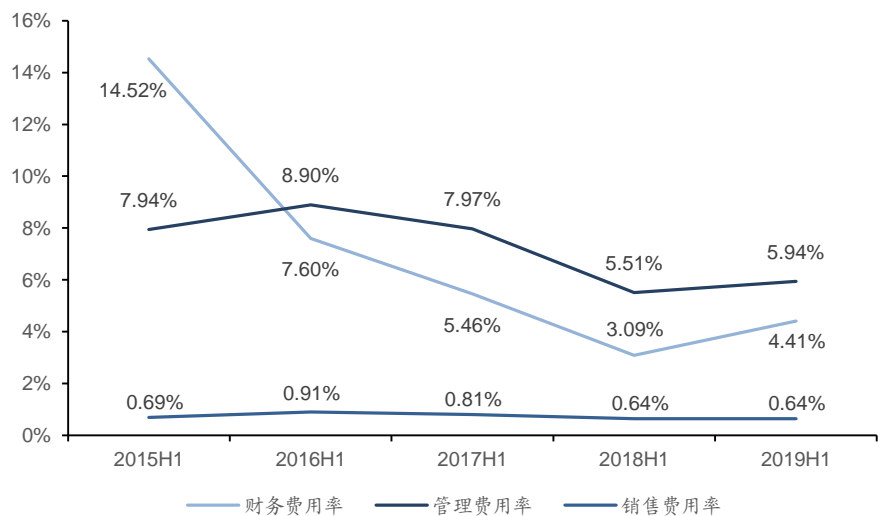
期间费用率略有上升, 成本控制能力仍处于高水平

销售费用率: 2015-2019 年上半年销售费用率基本保持平稳。2019 年上半年销售费用率为 0.64%, 与上年一致。销售费用为 614.75 万元, 同比增长 30.14%, 主要为维修费增加所致。

管理+研发费用率: 2015-2019 年上半年管理+研发费用率波动下降。2019 年上半年管理+研发费用率为 5.94%, 同比增加 0.43 个百分点。管理费用为 3,991.70 万元, 同比增长 14.72%, 主要系薪酬增加所致。研发费用为 1,751.95 万元, 同比增长 191.97%, 主要系母公司、设备公司、温州嘉伟等公司研发投入增加所致。

财务费用率: 2015-2019 年上半年财务费用率保持下降趋势。2019 年财务费用率为 4.41%, 同比增加 1.32 个百分点。财务费用为 4262.40 万元, 同比增长 86.16%, 主要系可转债利息费用确认所致。

图 8: 伟明环保 2015-2019 年 H1 期间费用率 (%)



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。维持“买入”评级。

表 4：国内环保可比上市公司估值

代码	公司简称	股价 8月18日	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	2019 PEG
				18A	19E	20E	18A	19E	20E		
601200	上海环境	11.27	102.93	0.82	0.89	1.05	13.7	12.7	10.7	1.7	2.3
600323	瀚蓝环境	17.40	133.33	1.14	1.21	1.44	15.3	14.4	12.1	2.2	2.6
601330	绿色动力	11.21	97.61	0.23	0.38	0.58	48.7	29.5	19.3	4.2	0.9
	平均							18.9	14.0		
603568	伟明环保	19.26	180.42	1.08	0.98	1.17	17.9	20.0	16.5	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
流动资产合计	1862	2262	3228	4401	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
资产总计	5739	6712	8274	10081	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	利润总额	859	1016	1235	1539
其他流动负债	277	302	350	423	所得税费用	120	117	142	177
流动负债合计	660	693	809	978	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	1068	1368	2038	2708	归属于母公司净利润	740	901	1096	1365
其他长期负债	926	936	948	963					
长期负债合计	1994	2304	2986	3671	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2653	2997	3794	4648	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
负债和股东权益总计	5739	6712	8274	10081	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	经营活动现金流	1017	720	1234	1521
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%	投资活动现金流	(714)	(800)	(900)	(1000)
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%	融资活动现金流	341	7	346	265
资产负债率	46%	45%	46%	46%	现金净变动	644	(72)	680	786
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	17.9	20.0	16.5	13.2	货币资金的期末余额	1186	1113	1793	2580
P/B	4.3	4.9	4.0	3.3	企业自由现金流	150	(146)	286	485
EV/EBITDA	19.2	19.2	15.4	12.5	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