

一年该行业与上证综指走势比较



行业专题

现金流明显改善, 优质运营公司业绩稳健

相关研究报告:

《2019 年三季度报前瞻暨 10 月策略: 三季度业绩平稳向好, 垃圾分类继续深入推进》——2019-10-14
 《环保行业 2019 年半年报总结暨 9 月投资策略: 专项债拉动地方投资, 污水和垃圾处理领域有望受益》——2019-09-05
 《环保行业 2019 年 8 月投资策略: 多地将逐步推行垃圾分类, 继续看好固废产业链升级大主题》——2019-08-05
 《行业重大事件快评: 基金环保持仓继续处于历史低位, 龙头疲软》——2019-07-22
 《垃圾焚烧发电行业深度报告: 从美、日经验看中国垃圾焚烧行业的未来》——2019-07-22

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

● 三季度报综述: 营收同比增长 14.60%, 归母净利润同比下降 8.17%

我们以环保行业中 51 家公司的 2019 年三季度报为样本, 对环保行业总体及各细分版块进行了详细分析。2019 年三季度, 环保行业实现营业收入 1494.69 亿元, 同比增长 14.60%; 实现净利润 143.33 亿元, 同比下滑 8.17%。从细分版块来看, 商业模式偏运营和产品类的固废、监测板块持续稳定增长, 而对资金需求比较高的水处理板块在融资难背景下业绩大幅下滑。

● 利润表分析: 毛利率、净利率增速放缓, 财务费用增长拖累净利率

板块整体毛利率 27.66%, 同比-2.76pct; 净利率 10.05%, 同比-2.53pct。主要由于财务费用和销售费用率小幅增长, 拖累了净利率。三季度板块总体的财务费用率为 4.26%, 同比提高了 0.22pct; 销售费用率为 3.18%, 同比提高了 0.15pct。

● 资产负债表分析: 负债率提升, 应收持续恶化

2019 年三季度环保板块的资产负债率 58.30%, 同比上升了 2.61ct, 延续上升趋势。应收账款同比+22.68%, 高于板块营收增速 (14.60%), 同比上升 1.33pct。从资产负债表来看, 三季度环保板块负债率提升, 应收账款呈现恶化趋势。

● 现金流量表分析: 经营现金流明显改善, 个别板块表现欠佳

2019 年前三季度, 经营性现金流净额为 133.95 亿, 同比增长 63.73%。2015 年 Q3 板块整体经营性现金流量增速为正。从 16 年 Q3 开始, 板块经营性现金流开始恶化。到 2018 年 Q3, 环保板块经营性现金流迎来转折, 增速 435.20%, 净额达到 81.81 亿, 同比增长 602.73%, 前期项目投运, 经营活动现金流明显改善。

● 个股层面, 运营类公司表现相对较好, 工程类公司业绩持续承压

净利润在 50-100% 的有 4 家, 占比 7.84%; 30-50% 的有 7 家, 占比 13.73%; 0-30% 的有 13 家, 占比 25.49%; 负增长的有 25 家, 占比 49.02%。总体来看, 运营类标的表现相对较好, 工程类公司业绩持续承压。

● 投资策略: 看好现金流优异的运营类及基本面改善的个股

当前市场环境下, 我们仍看好现金流优异的运营类以及基本面发生变化的相关优质标的, 重点推荐土壤修复中运营稳健, 现金流优质的高能环境; 建立全新农田节水运营商业模式的大禹节水; 以及主要产品前驱体价格快速反弹, 业绩在三季度大幅提升的动力电池材料和再生龙头格林美。

● 风险提示: 项目推进进度不及预期风险; 政策落地不及预期风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603588	高能环境	买入	9.77	6,585	0.68	0.93	14.37	10.51
300021	大禹节水	买入	5.12	4,082	0.22	0.34	23.27	15.06
02340	格林美	买入	4.48	18,590	0.22	0.30	20.36	14.93

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

三季报综述：营收同比增长 14.60%，归母净利润同比下降 8.17%	4
利润表分析：毛利率、净利率增速放缓，财务费用小幅增长拖累净利率	4
资产负债表分析：负债率提升，应收账款持续恶化	7
资产负债率维持上升势头，固废行业负债增幅明显	7
应收账款增速大幅高于营收增速，在总资产的占比提升 0.4pct.....	7
现金流量表分析：经营现金流明显改善	8
个股层面：运营类公司表现较好，工程类公司业绩持续承压	9
行业月度推荐收益率	9
投资策略：看好现金流优异的运营类以及基本面改善类个股	11
风险提示	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

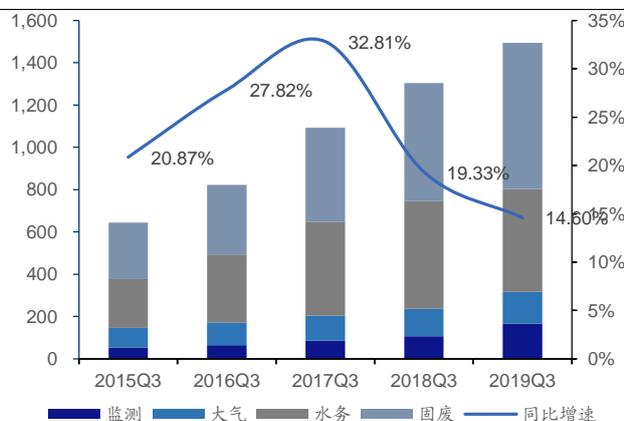
图 1: 2015Q3-2019Q3 环保板块营收 (亿元) 及增速 (%)	4
图 2: 2015Q3-2019Q3 环保板块净利润 (亿元) 及增速 (%)	4
图 3: 2015Q3-2019Q3 环保行业毛利率、净利率 (%)	5
图 4: 2015Q3-2019Q3 环保行业费用率 (%)	5
图 5: 2015Q3-2019Q3 大气板块毛利率、净利率 (%)	6
图 6: 2015Q3-2019Q3 大气板块费用率 (%)	6
图 7: 2015Q3-2019Q3 固废板块毛利率、净利率 (%)	6
图 8: 2015Q3-2019Q3 固废板块费用率 (%)	6
图 9: 2015Q3-2019Q3 水务板块毛利率、净利率 (%)	6
图 10: 2015Q3-2019Q3 水务板块费用率 (%)	6
图 11: 2015Q3-2019Q3 监测板块毛利率、净利率 (%)	7
图 12: 2015Q3-2019Q3 监测板块费用率 (%)	7
图 13: 2015Q3-2019Q3 环保行业资产负债率 (%)	7
图 14: 2017Q3-2019Q3 环保板块资产负债率 (%)	7
图 15: 2015Q3-2019Q3 行业应收账款 (亿元) 及增速 (%)	8
图 16: 2015Q3-2019Q3 行业应收账款周转天数	8
图 17: 2015Q3-2019Q3 环保板块应收账款 (亿元)	8
图 18: 2015Q3-2019Q3 环保板块应收账款周转天数	8
图 19: 2015Q3-2019Q3 环保行业经营性现金流净额	9
图 20: 2015Q3-2019Q3 环保板块经营活动现金流 (亿元)	9

三季报综述：营收同比增长 14.60%，归母净利润同比下降 8.17%

从整体来看：环保板块 2019 年前三季度营收、净利润分别同比+14.60%、-8.17%。我们以环保行业中 51 家公司的 2019 年三季度季报为样本，对环保行业总体及各细分子版块进行了详细分析。2019 年前三季度，环保行业实现营业收入 1494.69 亿元，同比增长 14.60%；实现净利润 143.33 亿元，同比下滑 8.17%。

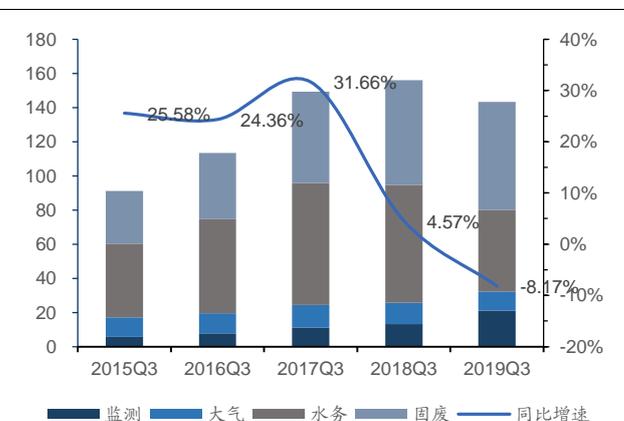
- 从个股层面来看，近五成公司负增长。净利润增速 100%以上的 2 家，占比 3.92%，分别为中国天楹和华测检测，净利润同比增速分别为 134.43%、123.09%；50-100%的有 4 家，占比 7.84%；30-50%的有 7 家，占比 13.73%；0-30%的有 13 家，占比 25.49%；负增长的有 25 家，占比 49.02%。可以看出，2019 年前三季度，环保上市公司的业绩总体表现不及预期，净利润负增长的公司占比达 49.02%，亏损面将近五成，行业继续经历寒冬。
- 从细分版块来看，商业模式偏运营和产品类的固废、监测板块持续稳定增长，而对资金需求比较高的水处理板块在融资难背景下业绩呈现下滑趋势。在四大子版块中，监测板块表现最靓丽，在各个财务指标角度都呈现快速增长趋势，营收同比增速 54.93%，净利润同比增速为 58.59%，毛利率维持 35%+的水平（毛利率 35.69%）；固废板块其次，营收、净利润分别同比+23.75%、+2.96%；大气、水务板块净利润呈现不同程度的下滑趋势；大气板块增速下滑较小，营收、净利润同比下滑 16.03%、9.95%，净利润增速较去年同期下滑 3.81pct；水务板块增速下滑较小，营收、净利润同比 -4.28%、+30.58%，净利润增速较去年同期下滑 27.32pct。

图 1：2015Q3-2019Q3 环保板块营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2015Q3-2019Q3 环保板块净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

利润表分析：毛利率、净利率增速放缓，财务费用小幅增长拖累净利率

从环保行业整体来看，毛利率、净利率增速放缓，财务费用快速增加。2019 年前三季度环保行业总体毛利率 27.66%，同比下滑 2.76pct；总体净利率 10.05%，同比下滑 2.53pct。毛利率、净利率均出现明显下滑，且净利率下滑幅度超过毛利率。我们分析认为，造成行业利润率下滑的主要原因在于：1) 行业竞争加剧，国企央企强势进入环保领域，依靠自身规模、技术和融资优势抢占市场空间，

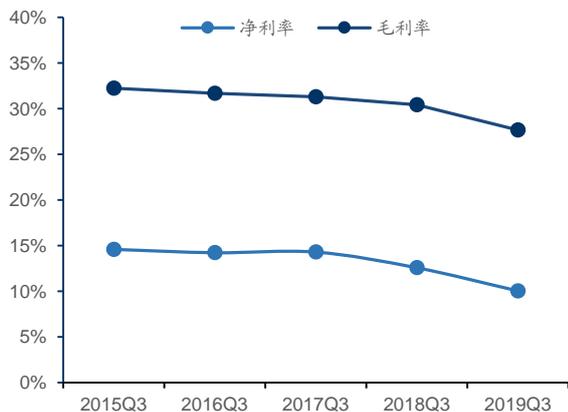
导致行业竞争激烈程度加剧，低价竞标现象层出不穷，导致很多公司营收规模扩张很快但并未反映到利润上；2) 原先环保公司主要做水厂等运营类项目，现在转向 PPP 投资类项目，所从事领域并不擅长，叠加 PPP 项目对资金要求很高，导致公司成本增长较快，毛利率下滑。3) 因投资需要大幅举债，财务费用小幅增长，负债增长率很高。

2019 年三季度环保行业总体的财务费用率为 4.26%，同比提高了 0.22pct，增幅明显。同时，销售费用率也出现了小幅上涨，为 3.18%，同比提高了 0.15pct。而管理费用率有所下滑，表明环保企业一方面承受着资金成本上行的压力，一方面尽可能地压缩内部成本，熬过寒冬。

从细分行业来看，各个板块间毛利率、净利率、费用率增幅差异较大。大气、固废、水务三个板块的毛利率、净利率均同比出现下滑。监测板块毛利率轻微下滑，净利率同比小幅上涨 0.18pct。其中毛利率下滑最明显的是大气板块，同比下滑了 4.34pct，主要由于大气板块新项目投建，以及因环保政策趋严而导致的原材料价格和人工成本的上涨，从而拉低了板块毛利率；净利率下滑最明显的是水务板块，同比下滑了 3.82pct，主要由于水务板块 PPP 模式盛行，工程业务居多，前期垫付资金及资本成本上升背景引发财务费用高速增长，且 PPP 新增订单质量较差，项目本身毛利率偏低。

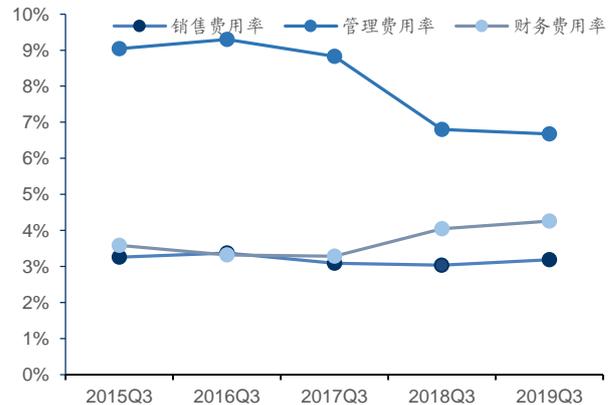
大气、固废板块管理费用率、财务费用率和销售费用率均呈现下滑趋势，而水务板块管理费用率、财务费用率和销售费用率均呈现上升趋势，监测板块除销售费用率外，其他费用率均呈现下滑趋势。其中管理费用率和销售费用率下滑最明显的是大气板块，分别为 0.79pct、0.27pct，这与该板块公司压缩内部管理成本密切相关；而财务费用率下降最为明显的是监测板块，为 0.64pct。可以看出，一方面，部分板块如大气板块、固废板块虽然相关费用率有所下降，但是下降幅度相对较小，说明公司需要在降低费用方面采取更多有效措施，另一方面，要紧密关注水务板块费用率上升情况，及时做好应对措施。

图 3: 2015Q3-2019Q3 环保行业毛利率、净利率 (%)



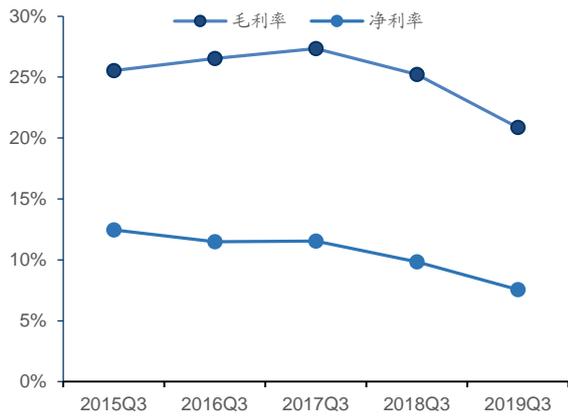
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2015Q3-2019Q3 环保行业费用率 (%)



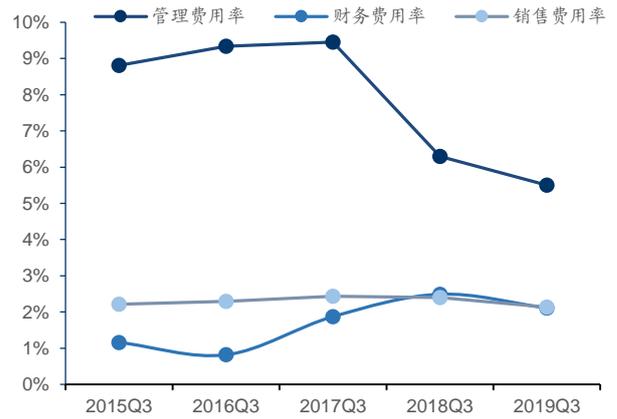
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2015Q3-2019Q3 大气板块毛利率、净利率 (%)



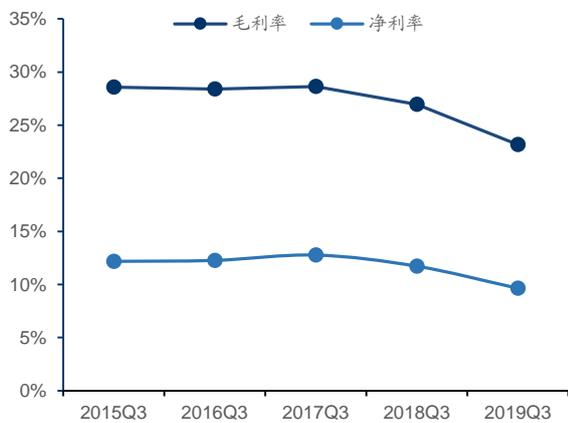
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2015Q3-2019Q3 大气板块费用率 (%)



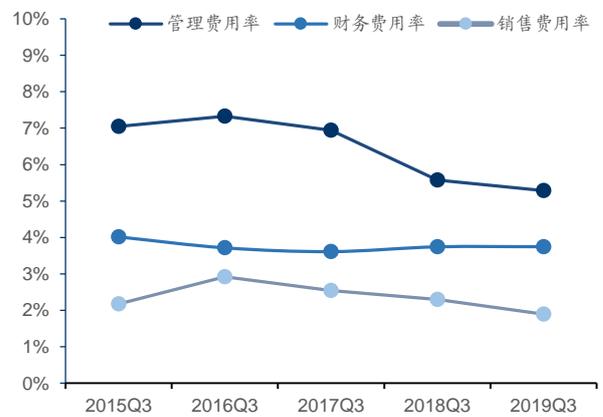
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 2015Q3-2019Q3 固废板块毛利率、净利率 (%)



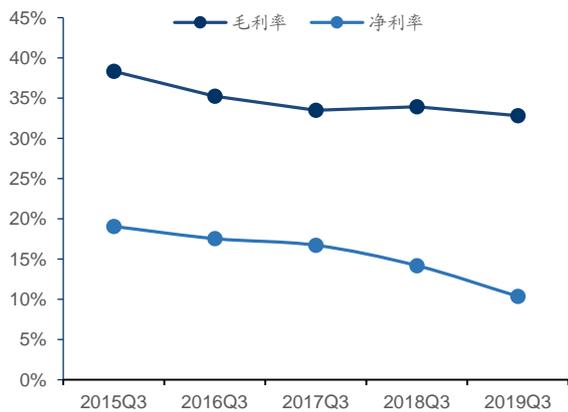
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2015Q3-2019Q3 固废板块费用率 (%)



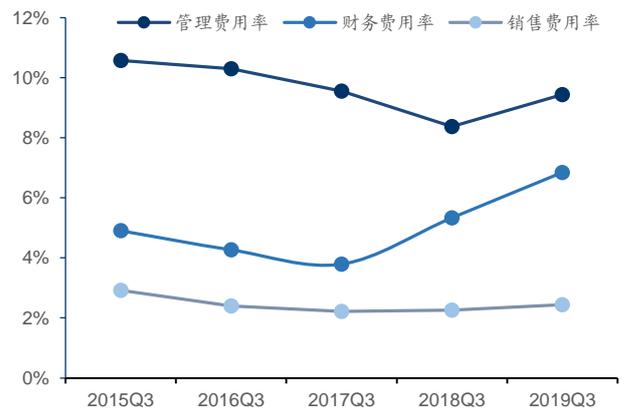
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 2015Q3-2019Q3 水务板块毛利率、净利率 (%)



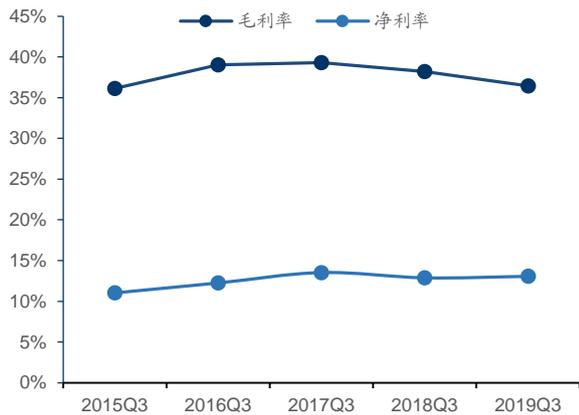
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 2015Q3-2019Q3 水务板块费用率 (%)



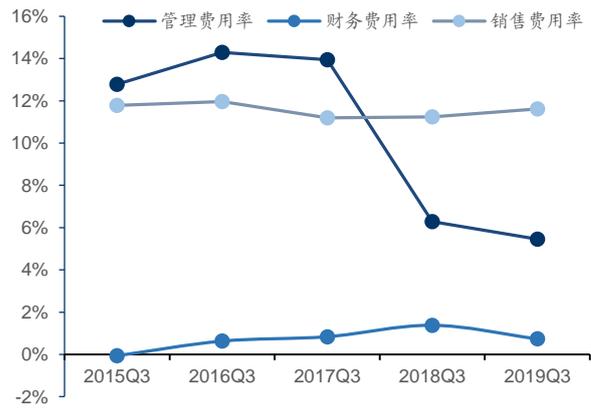
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2015Q3-2019Q3 监测板块毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2015Q3-2019Q3 监测板块费用率 (%)



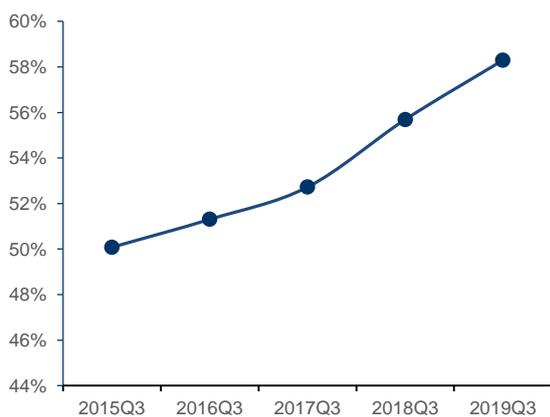
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表分析: 负债率提升, 应收账款持续恶化

资产负债率维持上升势头, 固废行业负债增幅明显

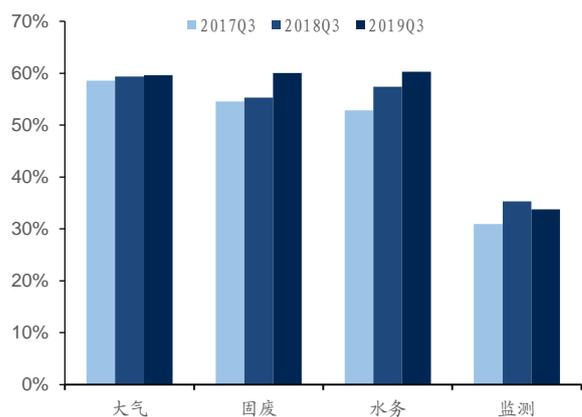
过去五年, 环保行业的资产负债率总体呈现上升趋势, 今年前三季度延续了这一趋势, 资产负债率同比上升 2.61pct。从细分板块来看, 监测行业的资产负债率在比较期间是所有行业最低的, 并且在 2018 三季度到 2019 三季度, 其他板块资产负债率上升时, 监测板块呈现下降趋势, 主要由于监测行业以轻资产模式为主, 并不需要过多资金投入, 且现金流稳定, 行业资产负债率为 33.79%, 同比下滑 1.54pct。而水务、固废、大气三个板块资产负债率水平较为接近, 均维持在 55%-65%之间, 且呈现不断上升趋势, 主要由于行业以重资产模式为主, 工程业务居多, 资金压力较大, 负债率较高。水务、固废行业的资产负债率高速增长, 均已突破 60%, 水务行业同比上升 2.89pct; 固废行业增幅较大, 同比上升 4.73pct, 工程业务再创新高, 前期投资额继续保持高增长。

图 13: 2015Q3-2019Q3 环保行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2017Q3-2019Q3 环保板块资产负债率 (%)



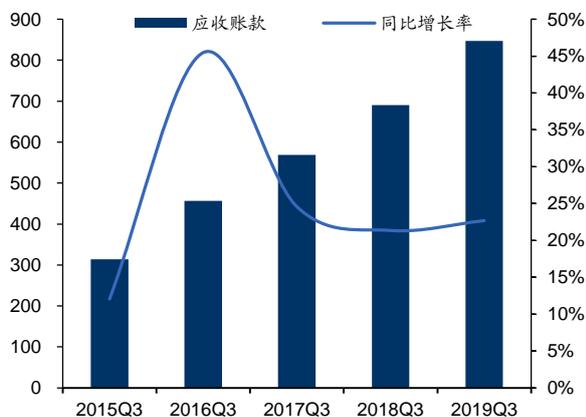
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

应收账款增速大幅高于营收增速, 在总资产的占比提升 0.4pct

2019 三季度环保行业应收账款合计 846.75 亿元, 同比增长 22.68%, 较 2018 年增速放缓, 但仍高于板块营收增速 (14.60%), 与去年同期相比增速上升 1.33pct。应收账款周转天数呈现不断上升趋势, 这与行业营业收入快速增加相关。

从具体板块来看，大气板块和监测板块应收账款同比未出现明显增长，这一方面与这两个板块的应收账款合理管控有关，另一方面则是由于这两个板块相对发展程度较低；固废和水务板块应收账款同比出现明显增长。应收账款增速大幅高于营收增速，主要是由于政府项目应收账款回收难造成，困扰环保企业的回款压力继续加大，导致环保企业现金流恶化。

图 15: 2015Q3-2019Q3 行业应收账款(亿元)及增速(%)



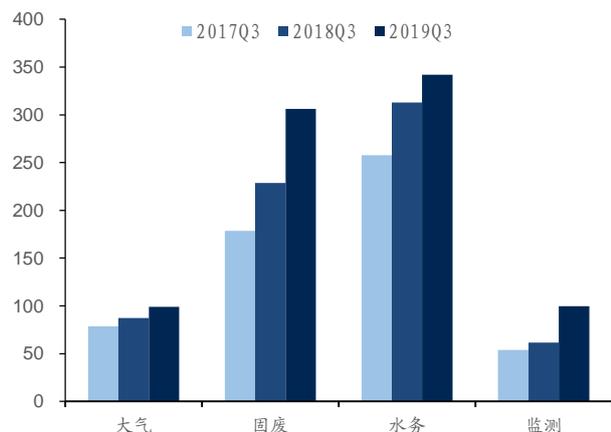
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2015Q3-2019Q3 行业应收账款周转天数



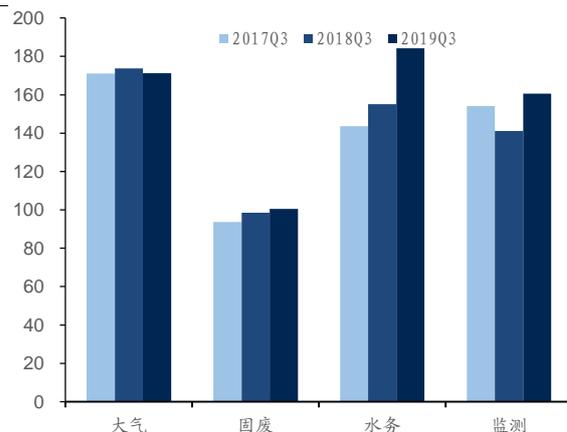
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2015Q3-2019Q3 环保板块应收账款(亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2015Q3-2019Q3 环保板块应收账款周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

现金流量表分析: 经营现金流明显改善

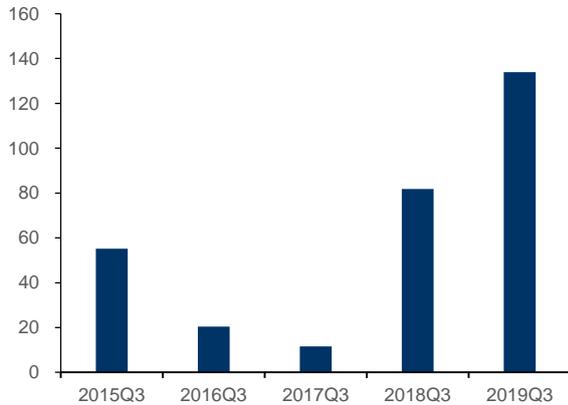
现金流是企业的生命线，环保板块因为 PPP 的投资驱动模式备受市场质疑其现金流情况。

从行业整体来看，2015 年 Q3 环保行业经营性现金流量增速为正，从 16 年 Q3 开始，板块经营性现金流开始恶化。2018 年 Q3，环保板块经营性现金流迎来转折，到 2019 年 Q3，环保板块经营性现金流净额达到 133.95 亿，同比增长 63.73%，前期投产项目开始运营，经营活动现金流明显改善。从 15 年开始，环保上市公司积极参与 PPP 项目，投资性现金流大幅支出，前期资金投入大，但项目回款慢，经营性现金流同样下滑，导致环保企业普遍面临资金难题，19 年前期投产项目开始运营，经营活动现金流明显改善。

而从细分板块来看，固废和水务板块经营现金流呈现增长趋势，特别是固废行业，其 2019 年三季度经营现金流为 77.86 亿元，远远高于其他板块经营现金

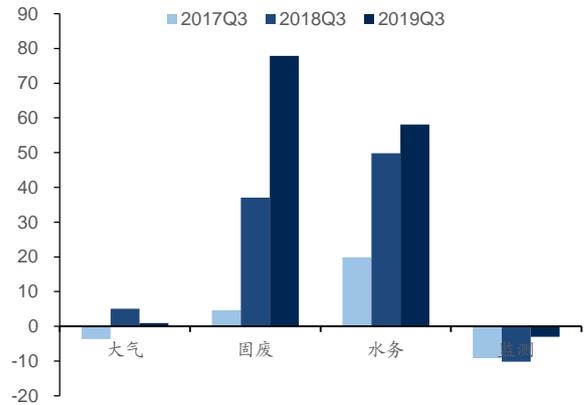
流，同比增加 109.88%。监测行业经营现金流虽然有所上升，但是仍为负数，而大气板块经营现金流虽然为正数，但是同比下降 84.64%。

图 19: 2015Q3-2019Q3 环保行业经营性现金流净额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015Q3-2019Q3 环保板块经营活动现金流(亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

个股层面: 运营类公司表现较好, 工程类公司业绩持续承压

- 净利润增速在 100%以上的 2 家, 占比 3.92%, 分别为中国天楹、华测检测。中国天楹主要由于子 Urbaser 公司并表, 且借此打开海外环保市场, 推动利润大幅增长。华测检测得益于检测市场空间大、增长稳, 第三方检测市场发展更快, 此外公司于 2018 年推行精细化管理经营效益不断提升, 规模效应逐步显现。
- 净利润在 50-100%的有 4 家, 占比 7.84%; 30-50%的有 7 家, 占比 13.73%; 0-30%的有 13 家, 占比 25.49%; 负增长的有 25 家, 占比 49.02%。19 年前三季度, 总体上市公司的业绩表现不及预期, 净利润负增长的占比已达 49.02%, 亏损面近五成, 行业正经历寒冬。
- 所有细分板块中, 监测板块表现最好, 营收、净利润增速均处于所有板块之首。从子版块的情况来看, 监测子版块表现最为靓丽, 营业收入同比增速为 54.93%, 净利润同比增速为 13.06%, 主要受益于环保督查持续推进, 企业采购需求持续释放。但前三季度政府采购类订单增速有放缓趋势, 我们判断第四季度到明年监测行业整体增速可能放缓。生活垃圾焚烧板块上市公司整体业绩稳健, 重点公司伟明环保前三季度净利润同比增速为 28.99%。
- 从各板块代表性公司表现来看, 大气板块中龙净环保净利润增速为 6%, 虽增速放缓但仍有增长, 清新环境控股权发生变更, 业务整合, 三季度业绩同比出现大幅度下滑; 固废板块中伟明环保业绩维持高增长, 同比增长为 28.99%, 资产负债率维持在合理水平, 表现稳健; 水务板块博世科订单仍维持高增长, 净利润同比增长为 39.3%; 监测板块华测监测业绩靓丽, 净利润同比增长 115%。餐厨垃圾处置龙头维尔利受益于垃圾分类加速推进, 湿垃圾处置订单增多, 新增产能释放, 业绩靓丽, 净利润同比增长 37.89%。

行业月度推荐收益率

10 月份，受制于大盘盘整及中报业绩等原因，环保股整体面临回调。我们重点推荐的高能环境、大禹节水和格林美涨跌幅分别为+5.19%、-0.39%、-2.88%。

表 1: 策略组合各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	环保板块收益率
19 年 10 月	高能环境	5.19%		
	大禹节水	-0.39%	1.89%	0.26%
	格林美	-2.88%		
19 年 9 月	上海环境	-2.20%		
	博世科	-0.89%	0.26%	-1.34%
	大禹节水	-1.17%		
19 年 8 月	上海环境	-6.90%		
	高能环境	-3.29%	-1.50%	-2.44%
	国祯环保	7.86%		
19 年 7 月	高能环境	-6.00%		
	上海环境	-10.51%	0.26%	-10.02%
	聚光科技	-5.60%		
19 年 6 月	高能环境	12.55%		
	伟明环保	10.93%	5.25%	9.59%
	博世科	11.10%		
19 年 5 月	国祯环保	-12%		
	东江环保	-9.40%	-6.27%	-8.62%
	博世科	-11.43%		
19 年 4 月	国祯环保	0.00%		
	东江环保	-2.65%	1.06%	-5.60%
	博世科	-3.59%		
19 年 3 月	大禹节水	9.66%		
	博世科	2.54%	5.53%	6.38%
	碧水源	0.00%		
19 年 2 月	大禹节水	37.53%		
	国祯环保	27.33%	14.61%	24.36%
	碧水源	32.11%		
19 年 1 月	瀚蓝环境	-1.21%		
	先河环保	-2.21%	5.90%	-9.03%
	国祯环保	-6.55%		
18 年 12 月	聚光科技	5.08%		
	瀚蓝环境	4.31%	-4.30%	-5.23%
	东江环保	0.79%		
18 年 11 月	先河环保	11.34%		
	聚光科技	5.85%	-1.32%	4.42%
	瀚蓝环境	7.17%		
18 年 10 月	聚光科技	-7.09%		
	国祯环保	-1.37%	-7.10%	-15.60%
	先河环保	-2.63%		
18 年 9 月	东江环保	-6.83%		
	聚光科技	-2.21%	4.49%	-1.64%
	瀚蓝环境	-0.93%		
18 年 8 月	聚光科技	-4.59%		
	碧水源	-15.86%	-3.99%	-11.80%
	启迪桑德	-21.07%		
18 年 7 月	东江环保	22.30%		
	聚光科技	4.63%	2.52%	-3.16%
	国祯环保	1.55%		
18 年 6 月	聚光科技	2.98%		
	瀚蓝环境	-0.13%	-6.50%	-10.60%
	碧水源	-11.84%		
18 年 5 月	东江环保	9.12%		
	瀚蓝环境	0.93%	0.37%	-4.70%
	启迪桑德	-2.50%		
18 年 4 月	启迪桑德	3.06%		
	碧水源	2.04%	-2.83%	-4.22%
	国祯环保	12.87%		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资策略：看好现金流优异的运营类以及基本面改善类个股

当前市场环境下，我们仍看好现金流优异的运营类以及基本面改善的相关优质个股，重点推荐土壤修复中运营稳健，现金流优质的高能环境；建立全新农田节水运营商业模式的大禹节水；以及主要产品前驱体价格快速反弹，业绩在三季度大幅提升的动力电池材料和再生龙头格林美。

风险提示

项目推进进度不及预期风险；政策落地不及预期风险；商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 11月6日	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
603588	高能环境	买入	9.77	0.48	0.68	0.93	20.35	14.37	10.51	2.5
300021	大禹节水	买入	5.12	0.13	0.22	0.34	39.38	23.27	15.06	2.9
002340	格林美	买入	4.48	0.18	0.22	0.30	24.89	20.36	14.93	1.9

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

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±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±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