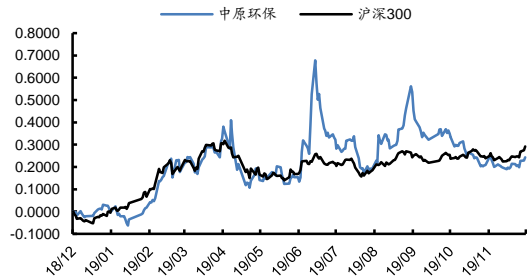


研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：任春阳 S0350517100002
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

蓄势待发的国企环保平台,静待资产注入落地 ——中原环保（000544）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	2.7	-19.2	22.5
沪深300	3.4	3.4	29.2

市场数据

	2019-12-17
当前价格(元)	6.17
52周价格区间(元)	4.62 - 9.16
总市值(百万)	6013.80
流通市值(百万)	6013.80
总股本(万股)	97468.45
流通股(万股)	97468.45
日均成交额(百万)	50.59
近一月换手(%)	5.71

相关报告

- 《中原环保（000544）2019 三季报点评：业绩符合预期，工程业务开始显现》——2019-10-27
- 《中原环保（000544）2018 年报点评：业绩符合预期，期待资产注入》——2019-05-05
- 《中原环保（000544）事件点评：污水处理厂回购落地，成立合资公司拓展提标改造》——2018-12-27
- 《中原环保（000544）动态研究：破净污水处理运营标的，资产注入预期强烈》——2018-11-30
- 《中原环保（000544）事件点评：业绩符合预期，订单饱满发展后劲足》——2018-08-27

投资要点：

- **中原地区综合环境服务商，业绩稳步增长。**公司 2007 年通过与白鸽股份进行资产重组实现借壳上市。公司近几年在立足污水处理和供热的基础上将业务延伸至中水回用、建筑垃圾、村镇污水、流域治理、污泥处理、环保装备制造、园林绿化等领域，成为涵盖“大公用、大环保、大生态”的综合环境服务商，目前污水处理规模 153 万吨/日，再生水利用 20 万吨/日，供水规模 10 万吨/日，污泥处置规模 500 吨/日，供热面积 400 万平方米。公司的大股东是郑州市公用事业集团，实际控制人是郑州市政府，持股比例 71.16%，公司股权集中度较高。近 12 年公司营收增长 4.43 倍，净利润年均复合增速 20.53%，业绩稳步增长。
- **河南省环保投资加速，水环境 682 亿市场逐步释放。**河南省的人均污水处理能力 0.16 吨/日，名列全国 22 位，低于 0.22 吨/日的全国平均水平，污水处理设施建设严重不足。2017 年河南省环境污染治理投资总额 641.3 亿元，同比大增 78.24%，占 GDP 的比重也提高到 1.44%，近几年河南省环保投资力度有加速趋势。我们测算出到 2020 年河南省新建污水处理厂、流域治理、黑臭水体市场空间分别为 100、254、328 亿元，总计 682 亿元，如果再加上农村污水处理、工业废水等，市场空间更大，未来几年河南省的水环境市场将逐步释放。
- **污水运营奠定基础，PPP 项目带来业绩弹性。**公司目前污水处理规模 153 万吨/日，在建污水处理能力 48 万吨/日（+31.37%），同时郑州市污水处理费处于全国中游水平，仍有上涨空间，污水处理业务未来两年将稳步增长。此外，公司自 2017 年以来获得 PPP 及固废项目权益总投资 106.52 亿元，截止 2019 年 Q3 在手货币资金 19.73 亿元，资产负债率只有 40.30%，还有很大融资空间，资金充裕支撑项目设施，PPP 项目逐步落地将给公司带来业绩弹性。
- **国企改革进度有所加快，静待资产注入，具备长期投资价值。**2018 年 8 月公司被纳入国企改革“双百企业”名单，预计在引入战投、市场化激励、资产注入等国企改革具体方面会有所加快。河南资产已从二级市场逐步增持公司股票，目前以 4.95% 股权成为公司的第二大股东。大股东公用事业集团及净化公司承诺将旗下郑州新区污水处理厂（100 万吨/日）和双桥污水厂（60 万吨/日）在 2020 年 7 月 31 日前注入上市公司，对公司的污水处理规模弹性是 104.58%，静待

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

资产注入。同时与同行相比，公司财务比较稳健，目前 PB 仅为 1.04，具备长期投资价值。

- **盈利预测和投资评级：**维持“增持”评级。公司污水处理业务稳步增长，在手污水处理厂及 PPP 项目增加业绩弹性，同时资产注入预期强烈，此外公司财务稳健，PB 仅为 1.04，具备长期投资价值。由于公司四座污水处理厂由于执行贾鲁河出水标准上调了污水处理费，我们上调公司的盈利预测，同时暂不考虑资产注入对公司业绩的影响，预计公司 2019-2021EPS 分别为 0.52、0.45、0.49 元，对应当前股价 PE 为 12、13、12 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**污水处理费下降的风险；PPP 项目拓展及推进不及预期的风险；应收账款大幅增加的风险；资产注入不确定的风险；利率上行风险；宏观经济下行风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1027	1567	1571	1741
增长率(%)	5%	53%	0%	11%
归母净利润（百万元）	414	503	439	478
增长率(%)	29%	21%	-13%	9%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.52	0.45	0.49
ROE(%)	6.81%	7.67%	6.31%	6.47%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 中原地区综合环境服务商，业绩稳步增长	5
1.1、 借壳上市+解决同业竞争，逐步成为“大公用、大环保、大生态”综合平台	5
1.2、 实控人郑州市政府，股权集中度较高	6
1.3、 污水处理为主，业绩稳步增长	7
2、 河南环保投资加速，水环境六百亿市场逐步释放	8
2.1、 河南环保投资滞后，近期有加速趋势	8
2.2、 河南省水环境治理 682 亿市场逐步释放	11
3、 国企改革“双百企业”蓄势待发，静待资产注入	14
3.1、 污水运营奠定基础，PPP 项目带来业绩弹性	14
3.2、 国企改革“双百企业”，静待资产注入	17
3.3、 财务稳健，PB 仅 1.04，具备长期投资价值	19
4、 盈利预测与评级	21
5、 风险提示	21

图表目录

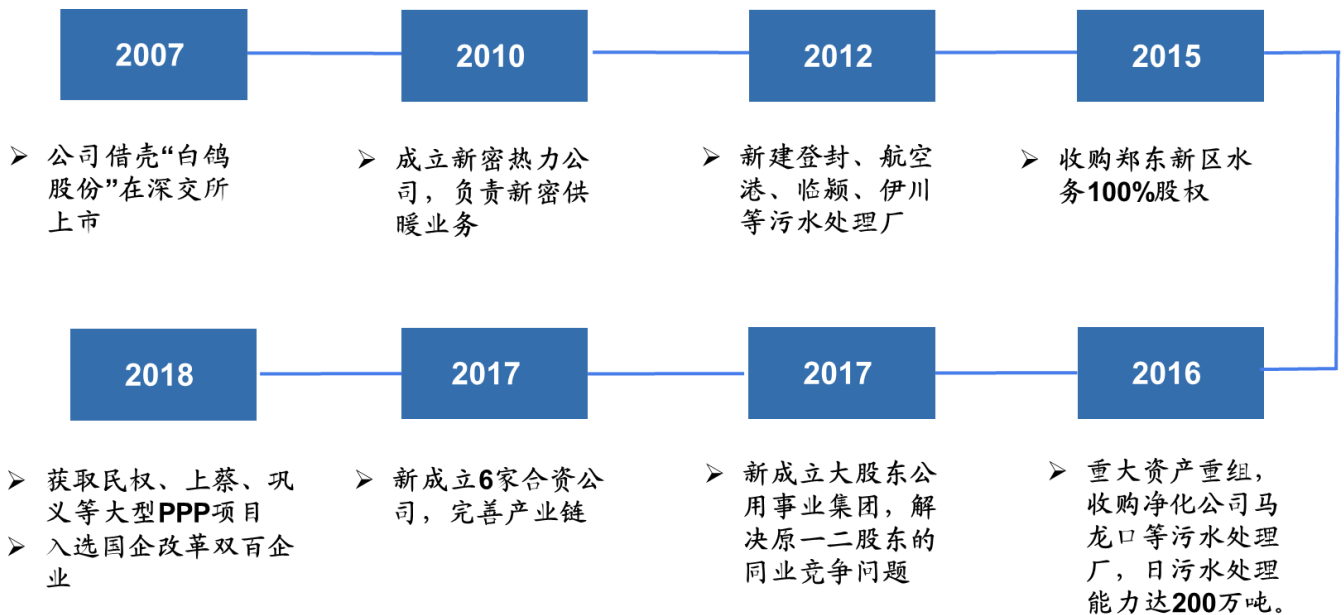
图 1: 中原环保发展历程	5
图 2: 公司业务范围	6
图 3: 公司各业务规模	6
图 4: 公司股权结构图	6
图 5: 大股东旗下子公司和分公司	7
图 6: 公司营收及其增速	7
图 7: 公司净利润及其增速	7
图 8: 公司近几年营收构成	8
图 9: 2018 年公司毛利及占比 (百万)	8
图 10: 公司各项业务毛利率情况	8
图 11: 公司期间费用率	8
图 12: 全国各省份城市污水处理能力及人均污水处理能力 (2017 年)	9
图 13: 全国各省份城市生活垃圾清运量及人均垃圾清运量 (2017 年)	9
图 14: 河南省环境污染治理投资总额及其增速	10
图 15: 环境污染治理投资额占 GDP 比重	10
图 16: 河南省城市污水日处理能力及其增速	11
图 17: 2018 年河南省河流断面水质情况	13
图 18: 河南省辖各流域水质断面占比	13
图 19: 河南省水环境细分领域市场空间 (亿元)	14
图 20: 公司污水处理量及其收入	15
图 21: 全国各省会城市居民污水处理费 (元/吨)	16
图 22: 部分污水处理上市公司规模 (万吨/日)	19
图 23: 污水处理行业资产负债率对比	19
图 24: 应收账款及票据/营收	19
图 25: 公司经营活动现金流净额情况	19
图 26: 公司及同行毛利率情况	20
图 27: 公司及同行净利率情况	20
图 28: 公司及同行 ROE 情况	20
图 29: 公司及同行 PB 情况 (截止 20191218)	20
表 1: 2018 年 169 个重点城市空气质量及变化幅度排名后 20 位 (黄色为河南)	9
表 2: 河南省关于污水处理设施的部分政策法规	11
表 3: 河南省未来几年新建污水处理厂市场空间测算	12
表 4: 河南省辖内流域治理市场空间测算	13
表 5: 公司污水处理厂情况	14
表 6: 公司近些年获得的 PPP 项目	16
表 7: 中原环保、河南资产、公用集团签署战略合作框架协议主要内容	18
表 8: 净化公司旗下污水处理厂情况及对上市公司投运产能的弹性	18
表 9: 公司及行业估值情况	20

1、中原地区综合环境服务商，业绩稳步增长

1.1、借壳上市+解决同业竞争，逐步成为“大公用、大环保、大生态”综合平台

中原环保成立于 2007 年，位于河南省郑州市，当时是白鸽股份（上市公司）将与磨料磨具业务相关的资产及部分负债与郑州市污水净化有限公司拥有的王新庄污水处理厂经营性资产进行置换从而实现了借壳上市，上市公司主营业务变更为污水处理及城市集中供热。此后中原环保以 TOT、BOT、BOO 等形式在郑州市区及周边新密、登封、新郑等县级市收购或新建了多个污水处理厂及热力子公司，业务规模不断扩大。2016 年 4 月，公司通过发行股份购买原二股东净化公司旗下的五龙口、马头岗、南三环、马寨、王新庄等污水处理厂。2017 年初，郑州公用事业投资发展集团整合了原第一二大股东污水净化公司及热力总公司的污水业务，解决了同业竞争问题，上市公司只保留了新密和登封两个热力公司（在郑州市以外，不是同一个热源，与热力总公司不构成竞争）。

图 1：中原环保发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国海证券研究所

同业竞争问题解决后，2017 年下半年成立了 6 家合资公司，涉及工程、光伏、污泥等领域，不断完善产业链。目前公司业务涵盖“大公用、大环保、大生态”等板块，特别是在供水制水、污水处理、集中供热、中水利用、固废处置、河道生态修复等方面有着丰富的经验和突出的业绩。公司下辖 22 家水务公司（含生态环境治理 PPP 项目公司）、2 家供热公司、1 家垃圾分类处置公司，8 家功能性合资公司。截止 2018 年底，公司污水处理规模 153 万吨/日，再生水利用 20 万吨/日，供水规模 10 万吨/日，污泥处置规模 500 吨/日，供热面积 470 万平方

米，光伏发电规模 40 兆瓦、年发电量约 4000 万度，建筑垃圾资源化处置 400 万吨/年，逐步成为生态环境综合服务商。

图 2：公司业务范围

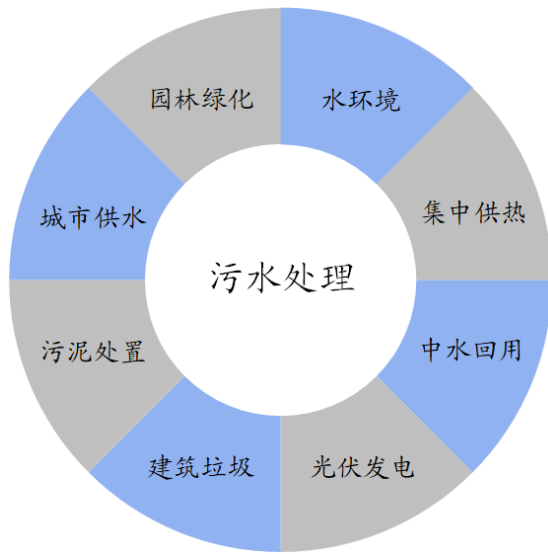
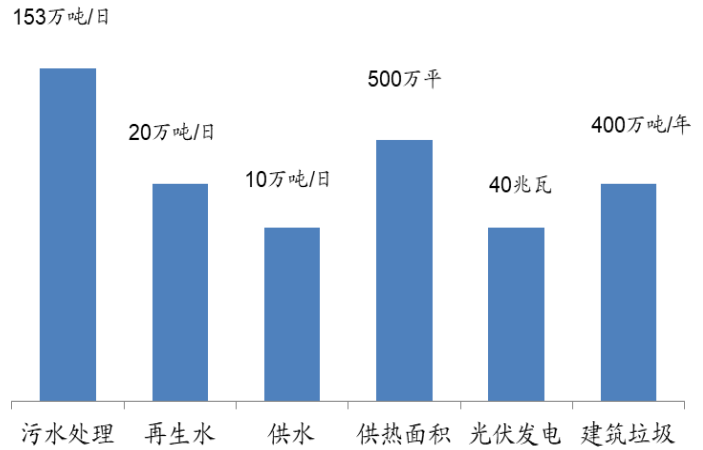


图 3：公司各业务规模



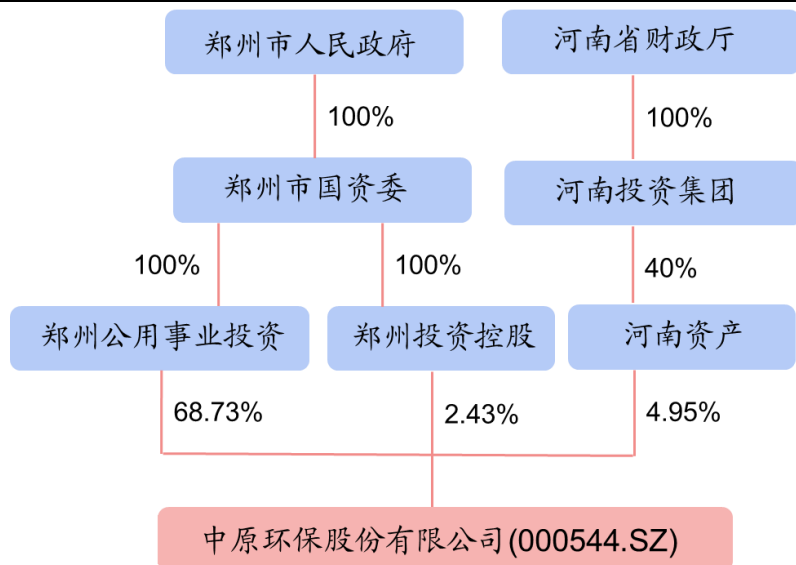
资料来源：公司官网、国海证券研究所

资料来源：公司官网、国海证券研究所

1.2、实控人郑州市政府，股权集中度较高

公司的第一大股东为郑州公用事业投资发展集团，持股比例 68.73%，第二大股东为河南资产管理有限公司，持股比例为 4.95%，第三大股东为郑州投资控股有限公司，持股比例 2.43%，其中第一第三大股东均隶属于郑州市国资委，两者合计持有公司 71.16%，是公司的绝对控股股东。同时，截止 2019Q3，公司前十大股东持有公司 80%的股份，股权集中度较高。

图 4：公司股权结构图

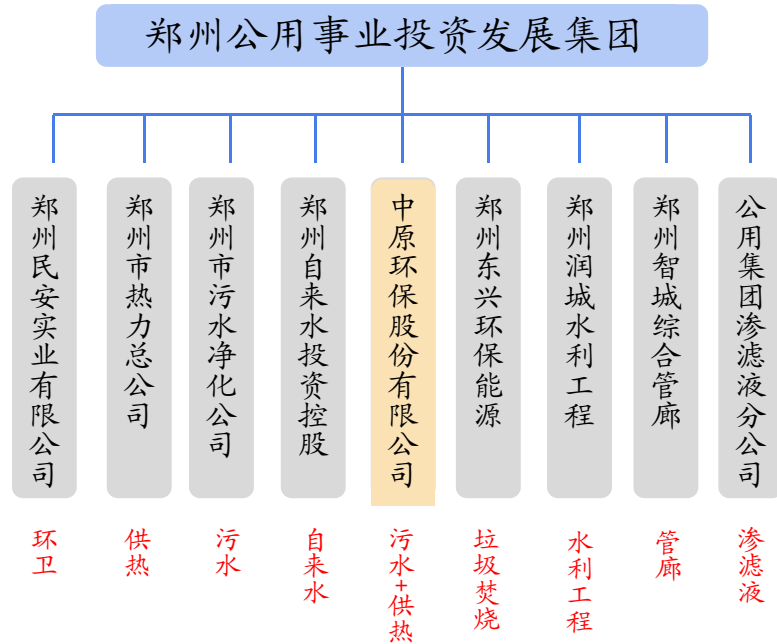


资料来源：wind、国海证券研究所

第一大股东郑州公用事业投资发展集团是郑州市国资委的国有独资公司，成立于

2013年9月，注册资本4.86亿元，主要从事城市市政公用事业项目及城市基础设施的投资、建设、运营、管理，集团有垃圾综合处理、城市管养服务、地下空间开发、水生态环境治理、工程施工五大主业。除中原环保外，集团还有郑州自来水投资控股（供水规模177万立方米/日）、污水净化公司（160万吨/日污水处理业务，承诺2019年底注入上市公司）、热力总公司（3200万平米供热）、东兴环保（4000吨/日垃圾焚烧）、智城综合管廊等业务，集团资产丰厚，不排除未来将部分资产注入上市公司可能。

图5：大股东旗下子公司和分公司



资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.3、污水处理为主，业绩稳步增长

公司上市后业绩稳步增长，营收从2007年的2.32亿元增长到2018年的10.27亿元，12年时间增长了4.43倍，归属净利润也从5314万元提高到4.14亿元，年均复合增长率达到20.53%，主要受益于污水行业的发展，公司内外生不断拓展的缘故。2016年公司营收和净利润分别增长了80.75%和190.90%，主要是因为收购了净化公司旗下的几个污水处理厂。近2年公司业绩继续维持稳步增长，2019Q3公司营收11.10亿元，同比大增53.96%，主要是因为新增工程收入的影响，归属净利润2.57亿元，同比下降5.10%，主要受王新庄污水厂回购影响。

图6：公司营收及其增速

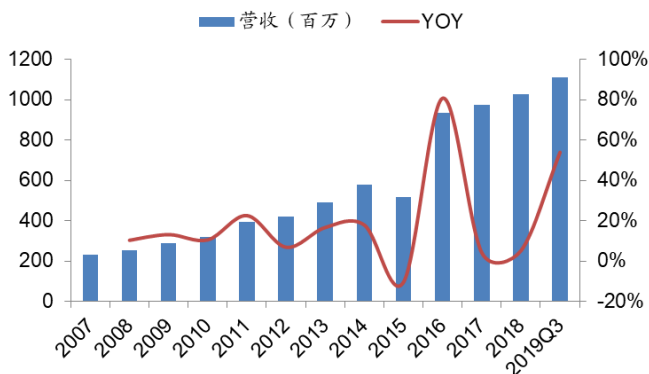
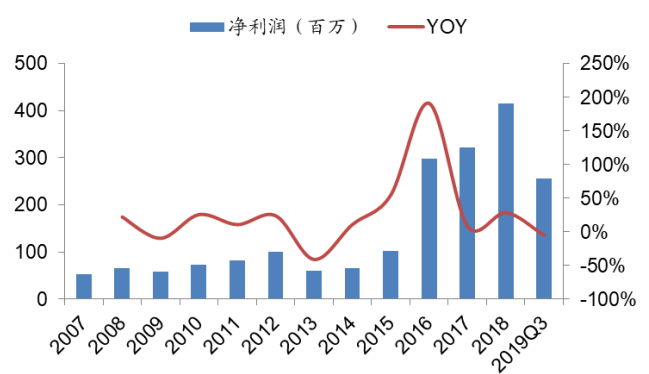


图7：公司净利润及其增速



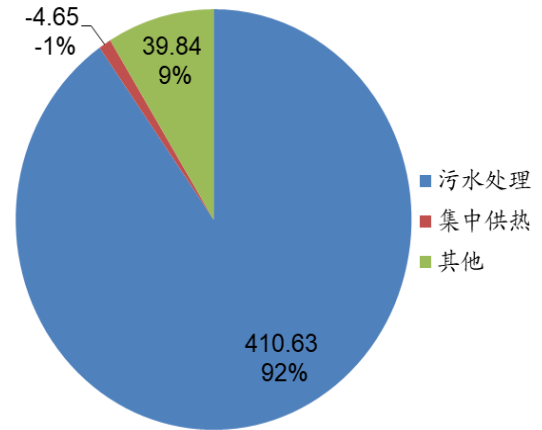
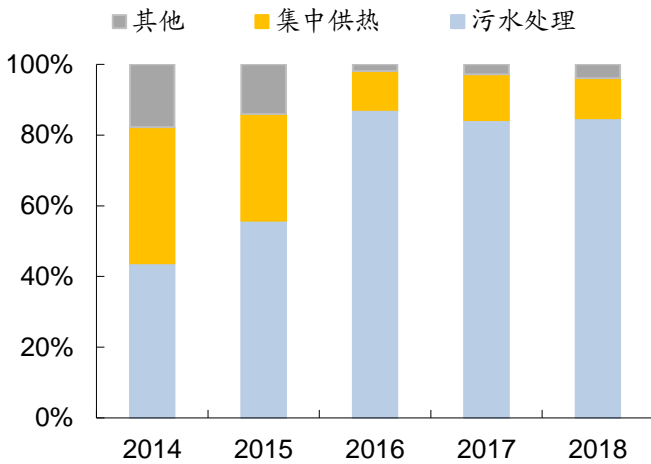
资料来源：wind、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

公司目前主营业务为污水运营、集中供热业务以及其他业务(包括管网工程费等)，其中污水运营业务是公司的核心业务，2016年资产重组后，污水运营业务的营收占比在提升到80%以上，集中供热业务占比在10-15%左右。从2018年的毛利来看，污水处理业务贡献了92%，供热业务亏损，其他业务贡献了9%。

图 8：公司近几年营收构成

图 9：2018 年公司毛利及占比（百万）



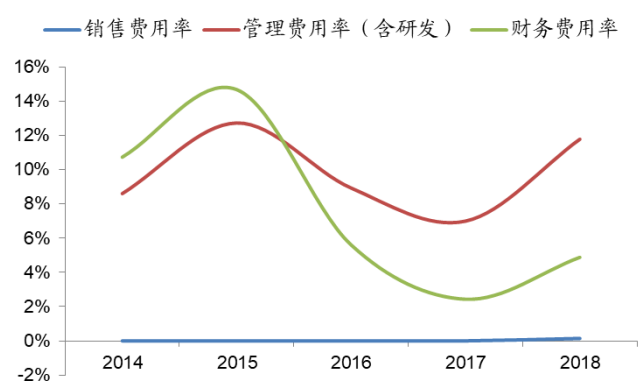
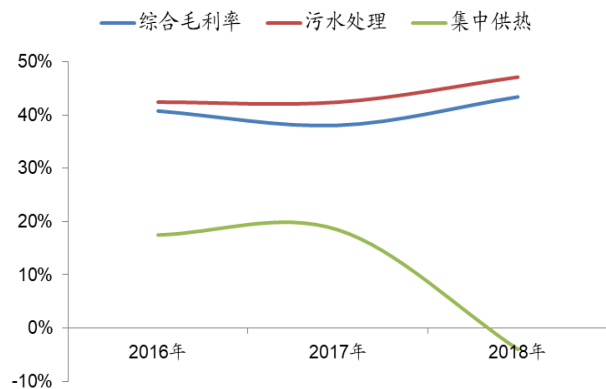
资料来源：wind、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

毛利率方面，污水处理业务毛利率比较稳定，维持在42-48%之间，集中供热的毛利率在17%-19%左右，公司的综合毛利率保持在38%-44%之间。期间费用方面：公司销售费用较低，近两年由于大力拓展业务，公司进入快速发展期，管理费用率和财务费用率有上升的趋势，但整体并不高，2018年公司管理和财务费用率分别为11.79%和4.89%，期间费用控制良好。

图 10：公司各项业务毛利率情况

图 11：公司期间费用率



资料来源：wind、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

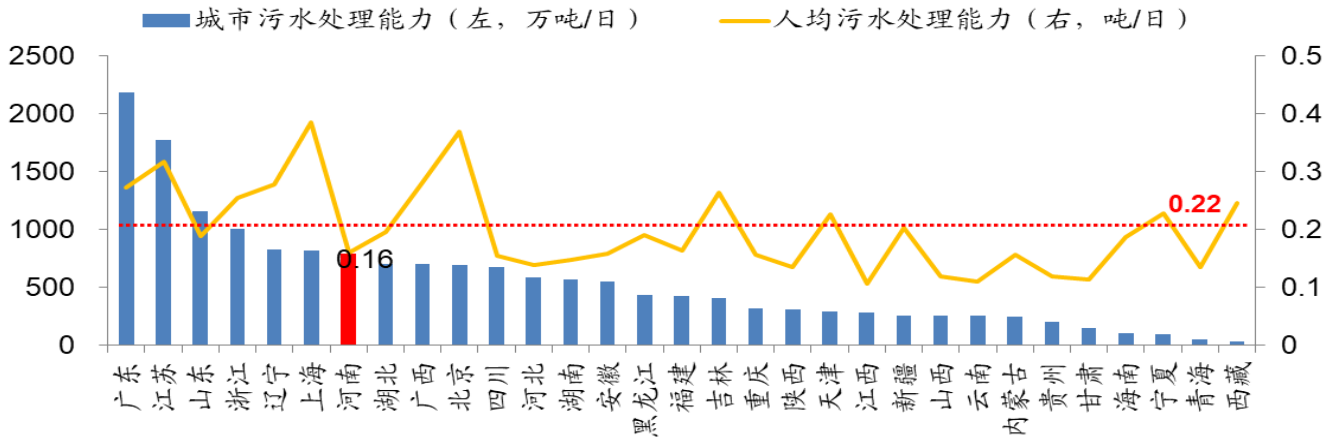
2、河南环保投资加速，水环境六百亿市场逐步释放

2.1、河南环保投资滞后，近期有加速趋势

河南省位居中原内陆，是中国历史悠久的农业大省，环保意识过去相对薄弱，同

时也是全国人口众多的省份之一，2018年河南省的常住人口和城镇人口分别为9605和4967万人，分别名列全国第三、第四位，城市污水处理能力为793.80万吨/日，排名全国第七，但人均污水处理能力只有0.16吨/日，名列全国第22位，低于0.22吨/日的全国平均水平，污水处理设施建设严重不足。

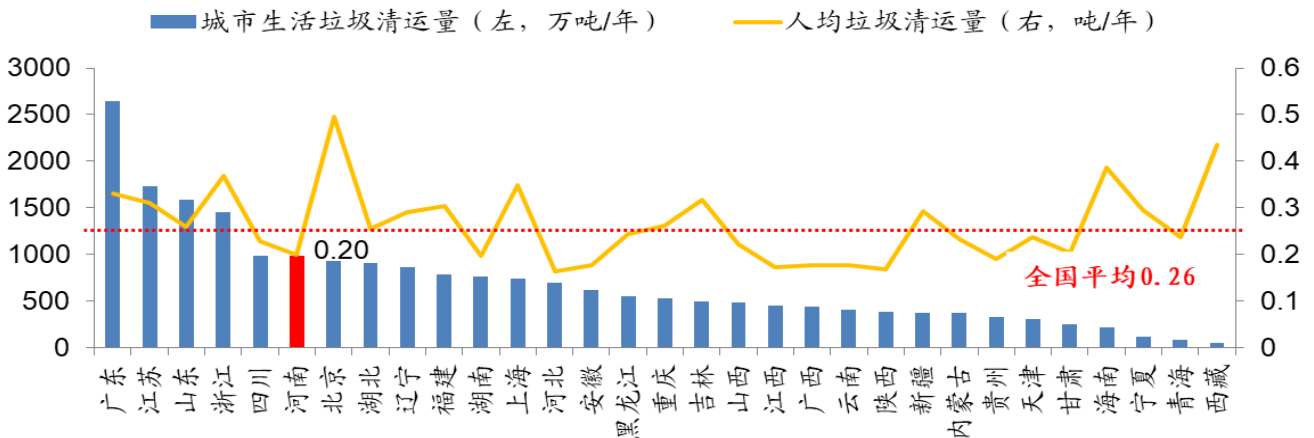
图 12: 全国各省份城市污水处理能力及人均污水处理能力 (2017 年)



资料来源: wind、国海证券研究所

从垃圾清运量来看，2017年河南省城市生活垃圾清运量985.55万吨，仅次于广东、江苏、山东、浙江、四川，位居全国第六位，但从人均垃圾清运量来看，河南省只有0.20吨/年，全国排名第24位，低于0.26吨/年的全国平均水平，河南省的城市生活垃圾清运设施也相对滞后。

图 13: 全国各省份城市生活垃圾清运量及人均垃圾清运量 (2017 年)



资料来源: wind、国海证券研究所

空气质量方面，根据生态环境部和河南省政府新闻办公室的数据显示：2018年全国338个地级以上城市平均优良天数比例为79.3%，而河南省的优良天数比例为56.6%，没有完成国家下达的56.9%的优良天数目标。2018年1-12月份全国169个重点城市中空气质量排名后20位城市名单中，河南省有4个，1-12月空气质量变化幅度排名后20位城市中，河南省入围7个。所以无论从水、垃圾、空气那一方面来讲，河南省的环保现状都差强人意，环保投资严重滞后。

表 1: 2018 年 169 个重点城市空气质量及变化幅度排名后 20 位 (黄色为河南)

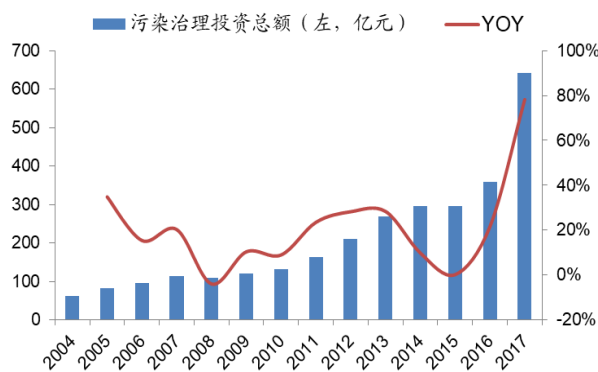
空气质量排名后 20 名	空气质量变化幅度排名后 20 名

排名	城市	城市	变动幅度
169	临汾	西宁	7.2%
168	石家庄	常州	5.2%
167	邢台	信阳	4.3%
166	唐山	驻马店	3.1%
165	邯郸	南阳	2.7%
164	安阳	荆门	1.4%
163	太原	漯河	1.2%
162	保定	达州	0.4%
161	咸阳	商丘	-0.3%
160	晋城	南充	-0.6%
159	焦作	广州	-0.7%
158	西安	开封	-1.3%
157	新乡	枣庄	-1.4%
156	阳泉	铜川	-1.6%
155	运城	绵阳	-2.0%
154	晋中	连云港	-2.1%
153	淄博	盐城	-2.2%
152	郑州	岳阳	-2.2%
151	莱芜	大同	-2.4%
150	渭南	许昌	-2.6%

资料来源：生态环境部、国海证券研究所

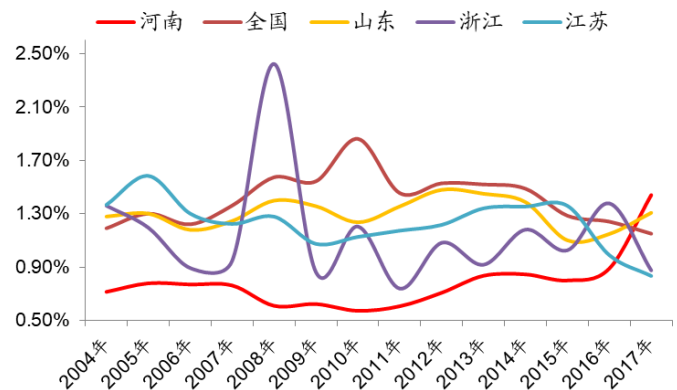
河南省的环境污染治理投资从2004年的61.1亿元增长到2016年的359.8亿元，12年间增长了4.89倍，年均复合增速15.92%，增速相对缓慢。环境污染防治投资总额占GDP的比重一直处于1%以下，低于全国平均水平，也低于东南沿海发达省份。近几年在习近平生态文明建设的指导下，河南省的环保意识有所提升，2017年河南省环境污染防治投资总额641.3亿元，同比大增78.24%，占GDP的比重也提高到1.44%，一跃超过全国平均水平和其他省份。2019年河南省重点建设项目名单中更加注重生态环保，其中共选列出生态建设、污染治理、循环经济等环保项目46个，总投资1283亿元，年度计划投资442亿元，较2018年分别增加34%、46%，近几年河南省环保投资力度有加速趋势。

图 14：河南省环境污染防治投资总额及其增速



资料来源：wind、国海证券研究所

图 15：环境污染防治投资额占 GDP 比重

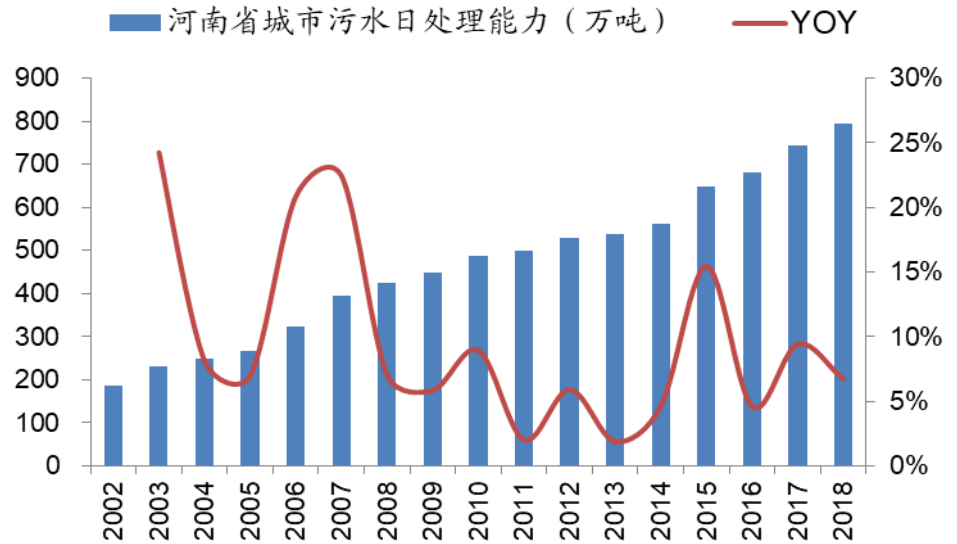


资料来源：wind、国海证券研究所

2.2、河南省水环境治理 682 亿市场逐步释放

新建污水处理厂工程市场空间 100 亿元以上。河南省的城市污水日处理能力从 2002 年的 186 万吨提高到 2018 年的 793.8 万吨，年均复合增速为 9.49%，近些年取得了长足的发展，但从上文的分析中我们可以看出河南省的污水处理设施建设依然滞后，近几年河南省也出台了多项政策推动污水处理设施的发展：

图 16：河南省城市污水日处理能力及其增速



资料来源：wind、国海证券研究所

1) 2017 年 6 月，《河南省“十三五”生态环境保护规划》出台，提出要完善城镇污水处理系统，目标是到 2020 年，省辖市、省直管县（市）、其他县（市、区）污水处理率分别达到 95%、88%、85%左右；2) 2019 年 4 月，河南省发改委印发 2019 年水污染防治攻坚战推进方案的通知：提出到 2019 年底，省辖市和县城污水处理率分别达到 95.7%以上和 89.5%以上；全省基本完成 91 个城镇污水处理厂、污水管网工程及尾水湿地项目建设任务。3) 2019 年 7 月，发改委、生态环境厅等多部门印发《河南省城镇污水处理提质增效三年行动方案》提出，县级市建成区污水收集处理设施空白区消除比例达到 70%以上，城市生活污水集中收集处理效能显著提高。郑州市生活污水集中收集率大于 90%，其他省辖市大于 80%，县级市大于 70%或在现状基础上增长 10 个百分点。在多种政策推动下，河南省的污水处理市场将迎来发展良机。

2019 年 9 月，习近平在郑州考察并主持召开黄河流域生态保护和高质量发展座谈会，将黄河流域生态保护和高质量发展提升为重大国家战略。河南省作为黄河流域的重要省份之一，预计河南省的生态环境治理将加快。

表 2：河南省关于污水处理设施的部分政策法规

时间	政策法规	发布机构	主要内容
2017 年 6 月	《河南省“十三五”生态环境保护规划》	河南省政府办公厅	加快完善城镇污水处理系统。以城镇新区、产业集聚区、城乡一体化示范区为重点,加快污水管网建设,推进雨污分流改造。对现有城镇污水处理设施因地制宜实施提标改造,强化脱氮除磷设施同步提标改造,有条件的,配套建设湿地生态

			处理系统。到 2020 年,省辖市、省直管县(市)、其他县(市、区)污水处理率分别达到 95%、88%、85%左右。
2019 年 4 月	2019 年水污染防治攻坚战推进方案	河南省发改委等	新建城镇污水处理厂必须达到或优于一级 A 排放标准,具备条件的县级以上污水处理厂全部建设尾水人工湿地。2019 年底,省辖市和县城污水处理率分别达到 95.7%以上和 89.5%以上;全省基本完成 91 个城镇污水处理厂、污水管网工程及尾水湿地项目建设任务。
2019 年 7 月	《河南省城镇污水处理提质增效三年行动方案》	住建厅、生态环境厅、发改委	县级市建成区污水收集处理设施空白区消除比例达到 70%以上,城市生活污水集中收集处理效能显著提高。郑州市生活污水集中收集率大于 90%,其他省辖市大于 80%,县级市大于 70%或在现状基础上增长 10 个百分点。

资料来源:河南省发改委、生态环境厅、国海证券研究所

我们假设到 2021 年河南省的人均污水处理能力全国 2017 年的平均水平,测算出未来两年河南省新建污水处理厂的工程市场空间 89.41 亿元,年运营市场空间新增 10.33 亿元,但需要注意的是 2018 年河南省的城镇化率仅有 51.71%,距离全国的城镇化率 59.58%还有很大差距,再考虑到全国人均污水处理能力也在不断提升,因此河南省未来几年新建污水处理厂的市场空间估计在 100 亿元以上。

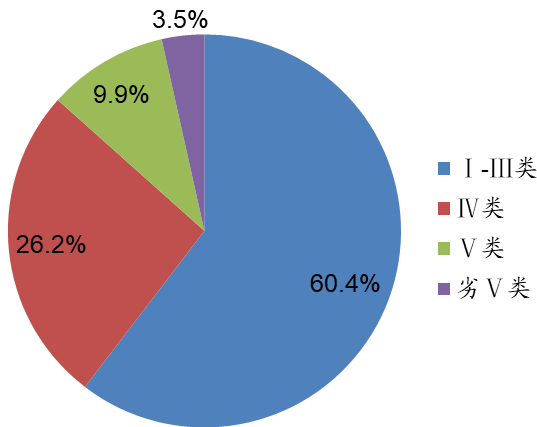
表 3: 河南省未来两年新建污水处理厂市场空间测算

测算步骤	结果
1、计算全国人均污水处理能力与河南省的差额	$0.22-0.16=0.06$ (吨/日)
2、假设河南人均污水处理能力达到全国平均水平,根据河南省 2018 年城镇人口 4967 万,计算出污水处理能力缺口	$4967*0.06=298.02$ (万吨/日)
3、根据新建污水处理厂(一级 A)的吨投资 0.3 万元计算工程市场空间	$0.3*298.02=89.41$ 亿元
4、按河南污水处理费 0.95 元/吨计算新建污水厂运营空间	$0.95*298.02*365=10.33$ 亿元

资料来源:wind、十三五全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划、国海证券研究所

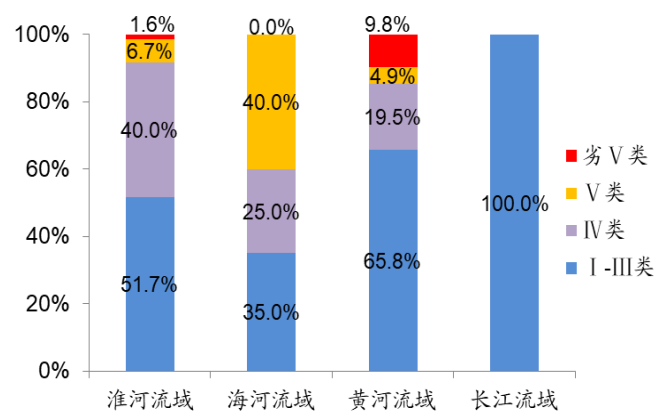
流域治理市场空间 254 亿元。2018 年河南省生态环境状况公报显示:河南省全省河流水质级别为轻度污染,其中省辖淮河、海河、黄河流域为轻度污染,长江流域为优。在全省 141 个监测断面中,水质符合 I-III 类标准的断面的有 85 个,占 60.4%,符合 IV 类标准的断面有 37 个,占 26.2%,符合 V 类标准的断面有 14 个,占 9.9%,水质为劣 V 类的断面有 5 个,占 3.5%。其中长江流域水质最好, I-III 类有 100%,无 IV 类及以上水质断面;黄河流域劣 V 类的比例最高,达到 9.8%, V 类为 4.9%;海河流域 V 类比例为 40%;淮河流域 V 类及劣 V 类的比例分别为 6.7%、1.6%。

图 17: 2018 年河南省河流断面水质情况



资料来源: 河南省生态环境状况公报、国海证券研究所

图 18: 河南省辖各流域水质断面占比



资料来源: 河南省生态环境状况公报、国海证券研究所

我们假设到 2020 年, 河南省的劣 V 类水质全部消除, 现在 IV 和 V 类有 50% 提高到 III 及以上, 我们根据各条河流河南段的长度计算出需要治理的长度, 然后假设平均每公里治理费用 8000 万元 (根据中国产业信息网的数据), 计算出 2020 年河南省流域治理的市场空间约 254 亿元。

表 4: 河南省辖内流域治理市场空间测算

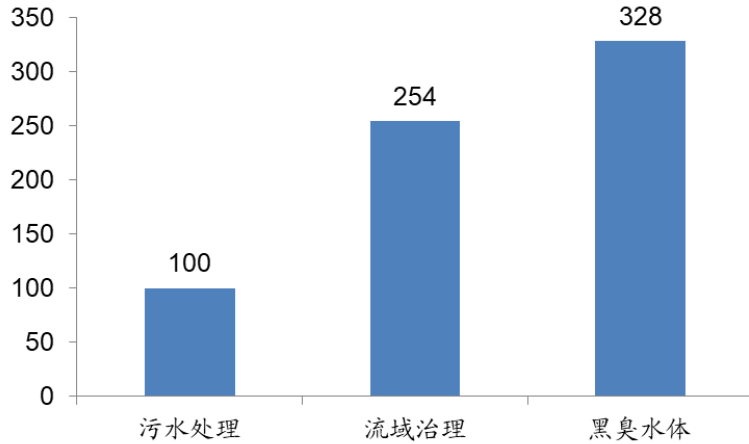
	淮河流域	海河流域	黄河流域	长江流域
I-III类比例	0.517	0.35	0.658	1
IV类比例	0.4	0.25	0.195	0
V类比例	0.067	0.4	0.049	0
劣V类比例	0.016	0	0.098	0
河流总长度 (千米)	1000	1090	5464	6397
河南段长度 (千米)	340	240	711	—
IV类需要治理的长度 (千米)	68	30	69	0
V类需要治理的长度 (千米)	11	48	17	0
劣V类需要治理的长度 (千米)	5	0	70	0
各流域需要治理的长度 (千米)	84	78	156	0
总需要治理的长度 (千米)	318			
单位投资额 (万元/公里)	8000			
总投资 (亿元)	254			

资料来源: 中国产业信息网、百度百科、河南省生态环境状况公报、国海证券研究所

黑臭水体治理市场空间 328 亿元。河南省《2019 年水污染防治攻坚战推进方案》中提出要深入开展城市黑臭水体政治: 2019 年, 省辖市建成区基本完成已排查发现的 154 处黑臭水体整治任务; 首批实施百城建设提质工程的县 (市) 建成区基本消除已排查发现的 70 处黑臭现象; 其余县城建成区基本完成已排查发现的 104 处黑臭水体的截污纳管、排污口整治任务。目前已经排查出 328 处黑臭水体现象, 根据产业信息网的信息, 黑臭水体平民每公里治理费用约 1 亿元, 我们以每处黑臭水体约 1 公里粗略计算, 市场空间约在 328 亿元。

综合以上分析，我们测算出新建污水处理厂、流域治理、黑臭水体市场空间分别为 100、254、328 亿元，总计 682 亿元，如果再加上农村污水处理、工业废水等，市场空间更大。

图 19: 河南省水环境细分领域市场空间 (亿元)



资料来源: 国海证券研究所

3、国企改革“双百企业”蓄势待发，静待资产注入

3.1、污水运营奠定基础，PPP 项目带来业绩弹性

污水业务奠定稳增长基础。公司目前拥有 16 座污水处理厂，设计的污水处理能力为近 200 万吨/日，由于 2018 年 12 月政府回购了王新庄污水处理厂（40 万吨/日，目前只有 8 万吨/日的中水在运行），目前投运的污水处理能力为 153 万吨/日左右，垄断郑州市的污水处理市场，在河南省的污水处理行业（截止 2018 年底 793.8 万吨/日）市占率为 19.27%，处于区域龙头地位。同时公司目前正在建的污水处理项目处理规模为 48 万吨/日，如果全部投运，污水处理规模将增长 31.37%，未来两年污水处理业务将实现稳步增长。

表 5: 公司污水处理厂情况

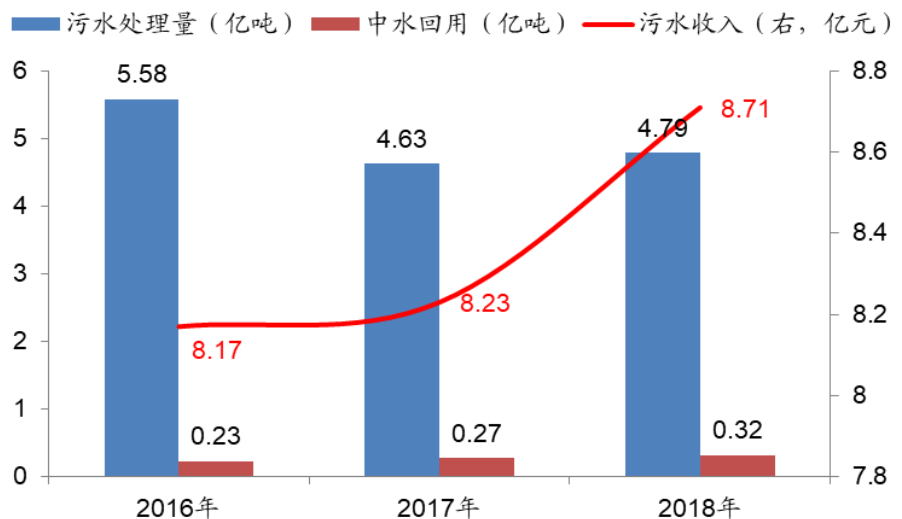
	名称	权益比例	处理能力 (万吨/日)	污水处理费 (元/吨)
投运	王新庄	100%	8	1.23
	上街水务	100%	3	1
	开封同生	100%	1	4.3
	明港水务	100%	10	1.6
	航空港区	100%	10	1.38
	洛阳伊川	100%	4	1.53
	登封一厂	100%	3	1.49
	登封二厂	100%	3	1.1

	漯河水务	100%	3	1.48
	郑东新区	100%	10	1.61
	五龙口一期	100%	20	1.96
	马头岗一期	100%	30	1.96
	马头岗二期	100%	30	1.96
	南三环	100%	10	1.96
	马寨	100%	5	1.96
	临颍二期	100%	3	1.79
投运小计	153			
在建	郑东水务二期	100%	15	
	洛阳伊川三期	100%	3	
	新密城区污水	95%	11 (一期 4)	
	宜阳县污水厂	63%	2	
	民权县第三供水厂	50.5%	10 (一期 5)	
	民权东区污水厂	50.5%	5 (一期 2.5)	
	民权中水回用	50.5%	2	
在建小计	48 (一期 33.5)			
总计	201 (一期 186.5)			

资料来源：中原环保中票信用评级报告、公司公告、国海证券研究所

2016-2018 年公司污水处理量分别为 5.58/4.63/4.79 亿吨，由于王新庄污水处理厂出水水质低于环保要求，该厂处理水量逐步减少，使得 2017 年污水处理量有所下降，2018 年由于明港水务建成投产，所以污水处理量有所增长。中水回用三年分别处理 0.23/0.27/0.32 亿吨，呈现稳步上升趋势。2016-2018 年污水处理收入分别为 8.17/8.23/8.71 亿元，2017 年污水处理量下降但污水处理费增长主要是因为虽然王新庄逐步较少污水处理量但按保底水量收取污水处理费，同时漯河水务污水处理费上调 0.1 元/吨。2018 年污水处理费收入上涨主要是因为明港水务投产的缘故。随着公司在手项目的逐步投运，未来两年公司的污水处理量和污水收入将稳步上升。

图 20：公司污水处理量及其收入

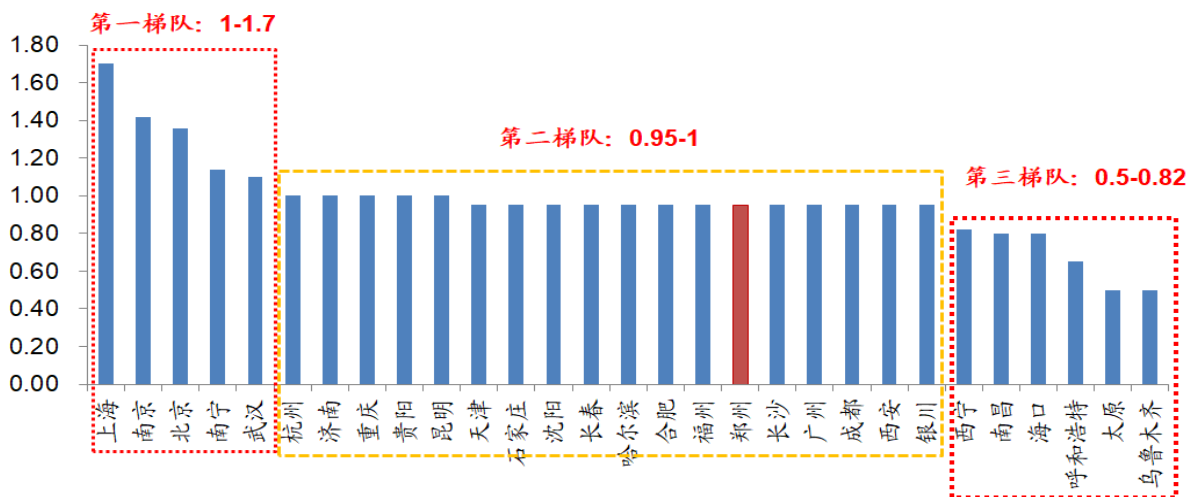


资料来源：公司公告、国海证券研究所

郑州居民污水处理费处于全国中游水平，仍有上涨空间。从全国各省会城市的居民的污水处理费来看，上海的收费最高，为 1.70 元/吨，南京、北京、南宁和武汉均处于第一梯队，污水处理费均在 1 元/吨以上，郑州市的居民污水处理费 0.95 元/吨，低于发达城市，就连与周边省会城市武汉（1.10 元/吨）、济南（1 元/吨）相比也有一定差距，郑州市上一次污水处理费调整发生在 2017 年 1 月 1 日，至今已经接近 3 年，污水处理费上涨可期。

2019 年 11 月 15 日公告：公司与郑州市城管局签署特许经营权补充协议：公司旗下五龙口、马头岗、南三环、马寨四座污水处理厂污水处理费有 1.79 元/m³ 提高到 1.96 元/m³，支付日期从 2016 年 7 月 1 日起至特许经营期结束，污水处理费提高的原因是四座污水处理厂执行河南省的污水出水标准贾鲁河水排放标准（高于一级 A）。污水处理费提高后，预计每年为公司增加污水处理费 6000 万元左右，将会提高公司的盈利能力。

图 21：全国各省会城市居民污水处理费（元/吨）



资料来源：wind、国海证券研究所

PPP 项目增加业绩弹性。污水处理业务稳步拓展的同时，公司抓住河南省 PPP 项目快速发展的机遇，2017 年开始积极参与水环境 PPP 项目，中标了新密市污水处理和冲沟综合整治及生态修复工程项目、信阳浉河三期水环境综合治理工程 PPP 项目、民权县水务工程一体化及改造项目、方城县中心城区潘河、三里河环境综合治理工程 PPP 项目、方城县中心城区甘江河、S103 线环境综合治理及龙泉公园工程 PPP 项目等，业务领域包含污水处理、水环境治理等，2019 年固废业务固废业务开始发力，中标了垃圾清运及资源化、污泥处理等项目，截止 2019 年 11 月，公司目前在手 PPP 及固废项目总投资 143.58 亿元，权益总投资 106.52 亿元，在手订单充足。

表 6：公司近些年获得的 PPP 项目

时间	项目名称	项目金额 (亿元)	股权比例	建设期 (年)	运营期 (年)
2017-4-19	新密市污水处理和冲沟综合整治及生态修复工程项目	32.22	95%		

2017-9-28	信阳市浉河三期水环境综合治理工程 PPP 项目	20	51%	2	25
2017-11-9	中牟县农村生活污水治理项目	1.356	100%	2	3
2017-12-7	宜阳县污水处理及排水管网（一期）工程项目	2.05	100%	2	28
2018-1-2	民权县水务工程一体化建设及改造项目	8.15	50.5%	2	28
2018-1-22	方城县中心城区潘河、三里河环境综合治理工程 PPP 项目	9.45	76.5%	2	13
2018-1-23	方城县中心城区甘江河、S103 线环境综合治理龙泉公园工程	8.19	76.5%	2	13
2018-3-22	内黄县流河沟及硝河水环境治理工程 PPP 项目	7.61	51%	2	15
2018-4-4	上蔡县水利局关于上蔡县杜一沟综合治理 PPP 项目	8.53	51%	2	18
2018-5-7	巩义市水利局巩义市生态水系建设工程 PPP 项目	13.97	86%	3	20
2018-5-30	登封市 2018 年度农村生活污水治理项目第三标段	1.89	100%	0.58	
2019.6.4	周口市中心城区水系综合治理建设(一期)PPP 项目	21.01	79.5%	2	15
2019.8.14	蒙阳市农村生活污水治理项目二期一标段（EPC+O）	1.6878	100%		5
2019.9.17	博爱县污水处理及水系提升 PPP 项目	1.32	100%	1	29
PPP 小计	总投资 137.43 亿元			权益投资 103.67 亿元	
2018.2.1	运城市区建筑垃圾清运处置及资源化利用（特许经营）项目	2.79	45%		30
2019.1.29	中原区生活垃圾分拣中心综合服务项目	0.6	100%	1	29
2019.4.19	都匀市区建筑垃圾清运处置及资源化利用	2.76	36%	1	29
2019.7.30	济阳市 100T/d 污泥处置项目委托运营采购项目				5 年
固废小计	总投资 6.15 亿元			权益投资 2.85 亿元	
总计	总投资 143.58 亿元			权益总投资 106.52 亿元	

资料来源：公司公告、国海证券研究所

从公司半年报来看，目前新密、民权、内黄流河沟、杜一沟、甘江河、潘河和三里河、巩义等大型 PPP 项目均已处于在建状态，PPP 项目带来的工程收入在 2019 年半年报开始体现，上半年实现工程收入 2.27 亿元，毛利 3664.50 万元（毛利率 16.09%），分别占公司上半年营收和毛利的 30.46%和 12.51%，随着 PPP 项目的持续推进，工程业务将贡献更大的业绩弹性。

资金方面：公司在手 PPP 及固废项目权益总投资 106.52 亿元，再加上污水处理，总投资在 120 亿元左右，如果按 30%的项目资本金来算，未来几年需要资金 36 亿元，截止 2019 年 Q3，公司货币资金 19.73 亿元，资产负债率只有 40.30%，还有很大提升空间，同时经营活动现金流量净额为 6.17 亿元，资金比较充裕，足以支撑公司项目的逐步落地。

3.2、国企改革“双百企业”，静待资产注入

2018 年 8 月，公司被纳入国企改革“双百企业”名单，是河南省七家双百企业之一，将在混合所有制改革、健全法人治理结构、完善市场化经营机制、健全激励约束机制、解决历史遗留问题等方面推动改革，中原环保被确定为“双百企业”之后，预计在引入战投、股权激励、市场化激励、资产注入等国企改革具体方面会有所加快。

引入战投：2018 年 10 月，公司与河南资产、郑州公用集团（大股东）签订战略合作框架协议，主要内容是：河南资产成为上市公司的战略投资者，未来将在

支持“双百企业”改革实施、解决同业竞争、业务资源整合、综合金融服务等方面给公司以帮助。从2018年三季度，河南资产就开始从二级市场逐步增持公司股票，从2018Q3的1106.22万股（占1.13%）一直增持到2019Q3的4824.68万股（4.95%）。河南资产是河南投资集团控股的地方资产管理公司，肩负着化解区域金融风险、服务国资国企改革、支持产业转型升级三大使命，公司联手河南资产，预计国企改革进程将加快。

表 7: 中原环保、河南资产、公用集团签署战略合作框架协议主要内容

	具体内容
建立战略合作关系	三方协商同意建立长期战略合作关系，河南资产成为中原环保的战略投资者，优化股权结构，参与公司治理、促进产业协同，河南资产派驻董事参与经营管理决策
支持“双百企业”改革实施	河南资产参与中原环保“双百企业”国企改革方案制定，提供专业咨询服务，协助推动相关工作，中原环保进一步健全法人治理结构，完善市场化经营机制，稳妥推进股权多元化和混合所有制改革
推进解决同业竞争	河南资产协助公用集团推进资产注入承诺事项完成，解决上市公司同业竞争问题
业务资源整合	河南资产利用自身优势为中原环保在业务发展提供支持，在产业投资、并购重组提供专业服务。
综合金融服务	河南资产将利用投资、投行、融资租赁、产业基金等方式，根据中原环保对金融服务的需求为其提供产业投资、资金融通、信用支持、财务咨询等累计规模不超过人民币 30 亿元的综合金融支持

资料来源：公司公告、国海证券研究所

静待资产注入。2016年4月，公司重大资产重组收购净化公司旗下五龙口、马头岗等4座污水处理厂时，原大股东净化公司（2017年被整合到现大股东公用集团下）出具了避免同业竞争的承诺函：旗下郑州新区污水处理厂和双桥污水处理厂分别不晚于2018年12月31日/2019年12月31日通过现金、发行股份等方式注入到上市公司或者转让给第三方。

2018年12月公用集团、净化公司变更同业竞争承诺：因为郑州新区污水处理厂利用美国进出口银行主权担保贷款政策因素造成承诺无法在2018年底完成，改为2019年12月31日完成。

2019年12月14日，公司公告：由于将原承诺的净化公司旗下郑州新区和双桥两个污水处理厂资产变改为净化公司整体注入上市公司，交易内容发生变化导致工作难度和工作量增加，原承诺完成时间由2019年12月31日变更为2020年7月31日。

郑州市污水净化有限公司成立于1998年，主要从事郑州市污水处理厂及其配套环境治理项目的建设、管理工作，主要负责郑州市废水利用和开发、污泥二次污染治理及污水管道的管理、维护及新建道路地下污水管道建设，是郑州市污水行业投资、融资、建设、运行、管理的主体。净化公司旗下有郑州新区污水处理厂（100万吨/日，一期投运65万吨/日）和双桥污水厂（60万吨/日，一期投运20万吨），如果资产注入，对公司目前投运污水处理厂规模（153万吨/日）短期弹性是55.56%，长期弹性是104.58%，预计公司的业绩将会有大幅提升。

表 8: 净化公司旗下污水处理厂情况及对上市公司投运产能的弹性

	设计规模（万吨/日）	一期建成规模（万吨/日）
郑州新区污水处理厂	100	65

双桥污水处理厂	60	20
合计	160	85
对上市公司投运规模弹性	104.58%	55.56%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.3、财务稳健，PB 仅 1.04，具备长期投资价值

我们统计部分上市公司的污水处理规模，中原环保以 153 万吨的日处理规模处于行业中枢位置，我们精选几家与公司业务规模、市值等相近的上市公司进行横向对比，公司的财务相对比较稳健。

图 22：部分污水处理上市公司规模（万吨/日）

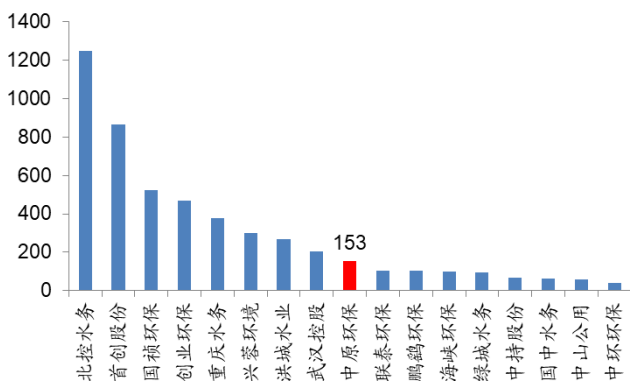
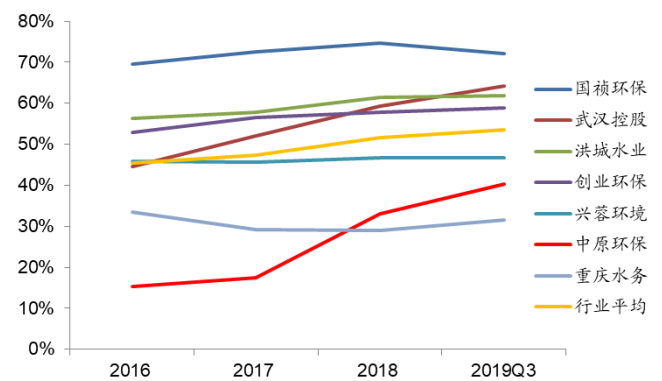


图 23：污水处理行业资产负债率对比



资料来源：E20、各公司官网及公告、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

公司的资产负债率一直在行业平均水平之下，2016-2017 年分别只有 15.24%、17.54%，2018 年开始由于开始投资一些 PPP 项目，公司的资产负债率开始有所上升，但截至到 2019Q3 也只有 40.30%，仅高于重庆水务，远低于行业平均水平。从应收账款来看，公司的应收账款及票据/营收基本维持在行业平均水平及以下，2019Q3 仅有 29.95%，比例较低，应收账款控制较好。现金流方面：2016-2019Q3 公司经营活动现金流净额分别为 2.38/3.55/2.81/6.17 亿元，整体呈现平稳增长的态势，2019Q3 增长较多主要是因为新增工程费的缘故。2016-2019Q3 公司经营活动现金流净额/扣非后归属净利润之比分别为 108%/123%/90%/248%，盈利质量较好。

图 24：应收账款及票据/营收

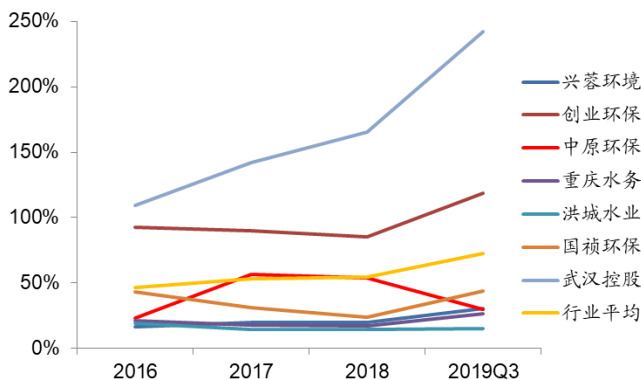
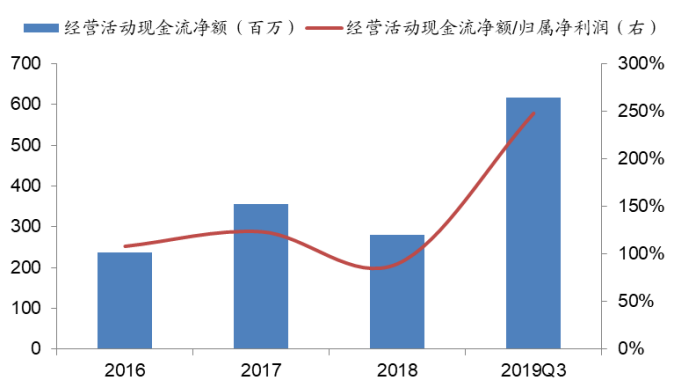


图 25：公司经营活动现金流净额情况

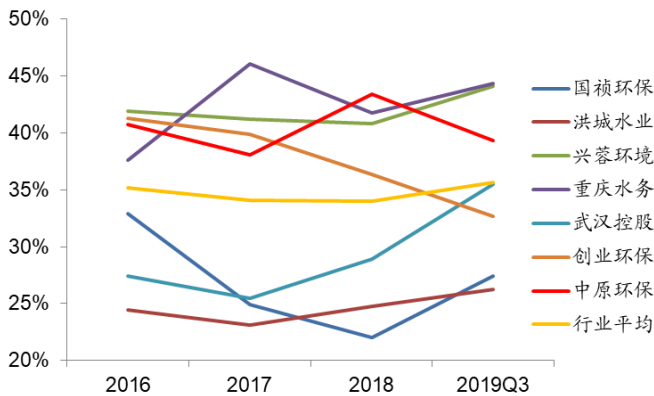


资料来源：wind、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

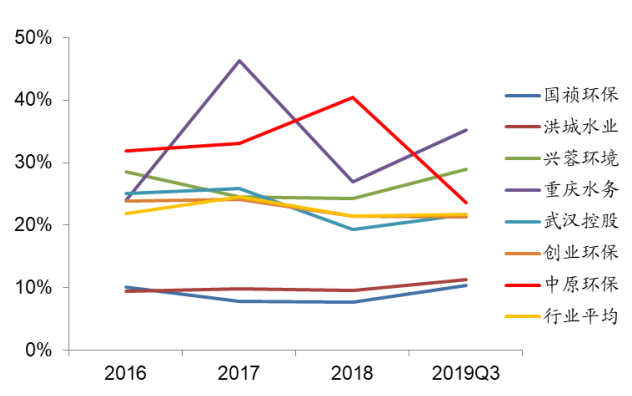
从盈利角度来看，公司的综合毛利率维持在 40%左右，与兴蓉环境、重庆水务接近，远高于行业平均水平，但公司 2016-2019Q3 的净利率分别为 31.85%/33.13%/40.45%/23.57%，远高于同行。但从 ROE 来看，2016-2019Q3 分别为 6.54%/6.05%/7.36%/4.44%，公司的 ROE 低于行业平均水平，这与公司资产负债率较低有关。

图 26：公司及同行毛利率情况



资料来源：wind、国海证券研究所

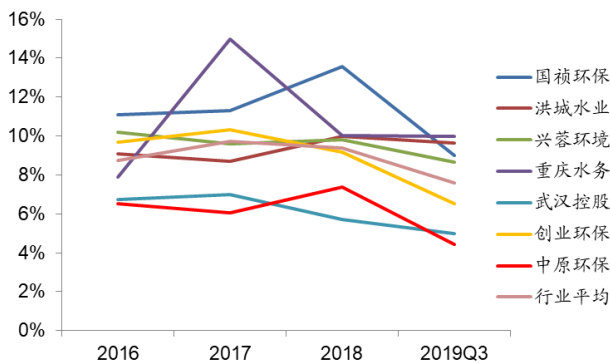
图 27：公司及同行净利率情况



资料来源：wind、国海证券研究所

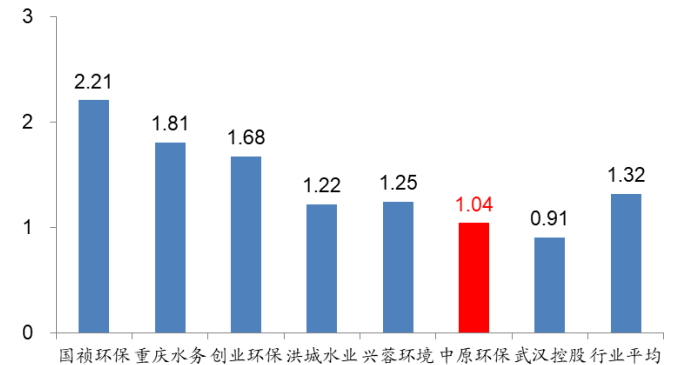
从估值较低来看，公司目前 PB 仅为 1.04，在同行中仅次于武汉控股，低于行业平均 PB 1.32，公司价值被低估。

图 28：公司及同行 ROE 情况



资料来源：wind、国海证券研究所

图 29：公司及同行 PB 情况（截止 20191218）



资料来源：wind、国海证券研究所

从 PE 估值角度来看，公司 2019-2021 年预测 PE 分别为 12/14/13 倍，与行业平均估值基本持平，但如果公司资产注入后，公司估值将会有所降低。

表 9：公司及行业估值情况

	2019E	2020E	2021E
国祯环保	21	17	14
洪城水业	12	11	9
兴蓉环境	13	11	10
重庆水务	15	14	13
武汉控股	15	13	12

创业环保	20	17	15
中原环保	12	14	13
行业平均	15	14	12

资料来源：wind、国海证券研究所（注：重庆水务、武汉控股、创业环保来自 wind 一致预期）

4、盈利预测与评级

我们看好河南省未来几年水环境行业的发展投资机会，作为区位龙头，公司有望凭借着项目经验优势充分受益。公司污水处理业务稳步增长，在手 PPP 项目充足增加业绩弹性，同时资产注入预期强烈，此外公司财务稳健，PB 仅为 1.04，具备长期投资价值。由于公司四座污水处理厂由于执行贾鲁河出水标准上调了污水处理费，我们上调公司的盈利预测，暂不考虑资产注入对公司业绩的影响，预计公司 2019-2021EPS 分别为 0.52、0.45、0.49 元，对应当前股价 PE 为 12、14、13 倍，维持公司“增持”评级。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1027	1567	1571	1741
增长率(%)	5%	53%	0%	11%
归母净利润（百万元）	414	503	439	478
增长率(%)	29%	21%	-13%	9%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.52	0.45	0.49
ROE(%)	6.81%	7.67%	6.31%	6.47%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 污水处理费下降的风险;
- 2) PPP 项目拓展及推进不及预期的风险;
- 3) 应收账款大幅增加的风险;
- 4) 资产注入不确定的风险;
- 5) 利率上行风险;
- 6) 宏观经济下行风险。

附表：中原环保盈利预测表（暂不考虑资产注入的影响）

2019-12-1									
证券代码:	000544.SZ		股价:	6.17	投资评级:	增持	日期:	7	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	8%	6%	6%	EPS	0.43	0.52	0.45	0.49
毛利率	43%	40%	43%	43%	BVPS	5.94	6.40	6.81	7.25
期间费率	17%	15%	16%	16%	估值				
销售净利率	40%	32%	28%	27%	P/E	14.49	11.95	13.69	12.55
成长能力					P/B	1.04	0.96	0.91	0.85
收入增长率	5%	53%	0%	11%	P/S	5.85	3.83	3.82	3.45
利润增长率	29%	21%	-13%	9%					
营运能力					利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.11	0.16	0.15	0.15	营业收入	1027	1567	1571	1741
应收账款周转率	0.54	1.22	1.22	1.22	营业成本	581	936	895	992
存货周转率	137.08	20.28	20.28	21.47	营业税金及附加	38	38	38	42
偿债能力					销售费用	1	3	3	4
资产负债率	33%	34%	35%	36%	管理费用	84	110	110	118
流动比	1.92	1.63	1.65	1.72	财务费用	50	86	105	120
速动比	1.92	1.60	1.63	1.69	其他费用/（-收入）	(151)	188	89	89
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	504	583	509	555
现金及现金等价物	1440	1376	1310	1379	营业外净收支	(0)	0	0	0
应收款项	1902	1288	1291	1431	利润总额	504	583	509	555
存货净额	4	48	46	48	所得税费用	89	70	61	67
其他流动资产	130	212	212	235	净利润	415	513	448	488
流动资产合计	3477	2924	2860	3093	少数股东损益	1	10	9	10
固定资产	3011	3332	3868	4730	归属于母公司净利润	414	503	439	478
在建工程	502	1530	1891	1619	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	1737	1787	1792	1781	经营活动现金流	281	1204	664	608
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	415	513	448	488
资产总计	9087	9934	10771	11583	少数股东权益	1	10	9	10
短期借款	880	880	830	880	折旧摊销	226	208	226	253
应付款项	388	400	383	396	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	114	86	86	95	营运资金变动	(361)	504	15	(187)
其他流动负债	430	430	430	430	投资活动现金流	(1104)	(1349)	(896)	(591)
流动负债合计	1811	1795	1729	1801	资本支出	(331)	(1349)	(896)	(591)
长期借款及应付债券	997	1397	1897	2197	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	193	193	193	193	其他	(773)	0	0	0
长期负债合计	1190	1590	2090	2390	筹资活动现金流	759	350	406	302
负债合计	3001	3385	3819	4191	债务融资	1271	400	450	350
股本	975	975	975	975	权益融资	161	0	0	0
股东权益	6086	6548	6952	7392	其它	(673)	(50)	(44)	(48)
负债和股东权益总计	9087	9934	10771	11583	现金净增加额	(64)	205	174	320

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

任春阳、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。