

# 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀

2020年07月24日

强烈推荐/首次

城发环境 公司报告

公司实际控制人为河南国资委，背靠控股股东河南投资集团，公司在河南省内拥有绝对的业务拓展优势，2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50% 的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时背靠股东背景优势，公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，总设计产能规模达到 1.94 万吨。集团旗下火电板块多年电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。

高速业务做压舱石提供稳健现金流，以支持公司在垃圾焚烧行业集中度提升大趋势下的市占率提升。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年，在建 G312 公路。公司高速业务经营稳定，能为公司提供每年 12 亿的经营现金流。目前垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业内企业的洗牌期即将开启。由于大多纯垃圾焚烧企业现阶段面临较大的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约，公司有望抓住未来行业集中度的趋势，通过招投标或外延并购等方式收获自身市占率的加速提升。

**盈利预测：**我们分业务对公司 2 年后的股权价值进行评估，高速业务采用 DCFF 折现法，计算得出 2 年后高速部分股权价值为 40.8 亿。垃圾焚烧运营业务预计 2 年后将贡献 3.4 亿以上的净利润体量，运营板块给予 20 倍 PE 估值，工程板块给予 10 倍 PE 估值，不考虑环卫服务和水务业务的价值，2022 年公司目标总市值为 125 亿。预测公司 20-22 年营业收入为 29.66/37.68/43.94 亿元，净利润为 4.43/8.44/10.82 亿元，净利润增速为 -28.99%/90.32%/28.26%，EPS 为 0.89/1.70/2.18 元，对应 PE 为 15X/8X/6X，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业市场竞争加剧；补贴政策发生变化。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,028.04	2,262.98	2,965.83	3,768.25	4,393.76
增长率(%)	-57.04%	11.58%	31.06%	27.06%	16.60%
归母净利润(百万元)	582.49	624.14	443.19	843.50	1,081.86
增长率(%)	-11.21%	6.69%	-28.99%	90.32%	28.26%
净资产收益率(%)	23.43%	20.85%	10.63%	18.71%	21.90%
每股收益(元)	1.17	1.26	0.89	1.70	2.18
PE	11.12	10.38	14.62	7.68	5.99
PB	2.61	2.16	1.80	1.67	1.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

城发环境股份有限公司是河南投资集团控股的环保上市公司。业务涉及生活垃圾、餐厨垃圾、城市污泥等各类低值废弃物的无害化处置和资源化利用；城镇供水、污水、清洁供暖项目的投资、建设及智慧化运营；高速公路等交通设施及配套产业的投资、建设、运营；工程设计咨询等专业化服务。

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

## 交易数据

52 周股价区间(元)	14.20-8.29
总市值(亿元)	64.58
流通市值(亿元)	64.58
总股本/流通 A 股(万股)	49638/49638
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.1

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

## 研究助理：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

## 目 录

1. 高速公路业务为基石，垃圾焚烧成公司业绩确定性增长点 .....	3
2. 垃圾焚烧行业高景气，河南省后来居上可期 .....	5
3. 背靠河南投资集团，打造省级城市运营服务平台 .....	7
4. 盈利预测与估值分析 .....	9
5. 风险提示 .....	10

## 表格目录

表 1：公司在手项目列表 .....	8
表 2：公司管理经营高速公路项目 .....	9
表 3：城发环境收入拆分预测 .....	9
表 4：城发环境盈利预测与估值 .....	10

## 插图目录

图 1：城发环境历史发展进程 .....	3
图 2：城发环境股权结构 .....	4
图 3：城发环境 15-19 年营收与净利润 .....	4
图 4：2019 年业务板块收入构成 .....	4
图 5：城发环境 15 年-19 年 ROE 变化 .....	5
图 6：城发环境各业务板块毛利率对比（单位：%） .....	5
图 7：全国各省城市人均垃圾清运量（吨/人） .....	5
图 8：全国各省县城人均垃圾清运量（吨/人） .....	6
图 9：全国各省垃圾焚烧产能占比 .....	6
图 10：全国各省垃圾焚烧处理量占比 .....	7
图 11：控股股东河南投资集团主要业务版图 .....	7

## 1. 高速公路业务为基石, 垃圾焚烧成公司业绩确定性增长点

城发环境股份有限公司是河南投资集团控股的环保上市公司。2017年, 公司通过重大资产置换将水泥业务整体置出, 同时注入盈利能力稳定的高速公路业务, 推进以高速公路业务为压舱石, 环保业务为增长点的核心战略, 统筹实施静脉产业园建设运营、污水治理等重点项目, 积极布局固废处理、智慧水务、清洁供暖等业务领域。

高速公路开发运营方面, 公司目前运营管理总里程达 255 公里。环保固废方面, 公司积极参与河南省内多地静脉产业园项目建设, 全力推进新环卫业务, 立足河南, 加速推进“一带一路”走出去战略。水务方面, 公司积极谋划水务资产运作, 目前持有河南城发水务发展公司 100% 股权、航空港水务发展公司 65% 的股权、牟源水务发展公司 70% 的股权以及牟源水务工程公司 100% 的股权。

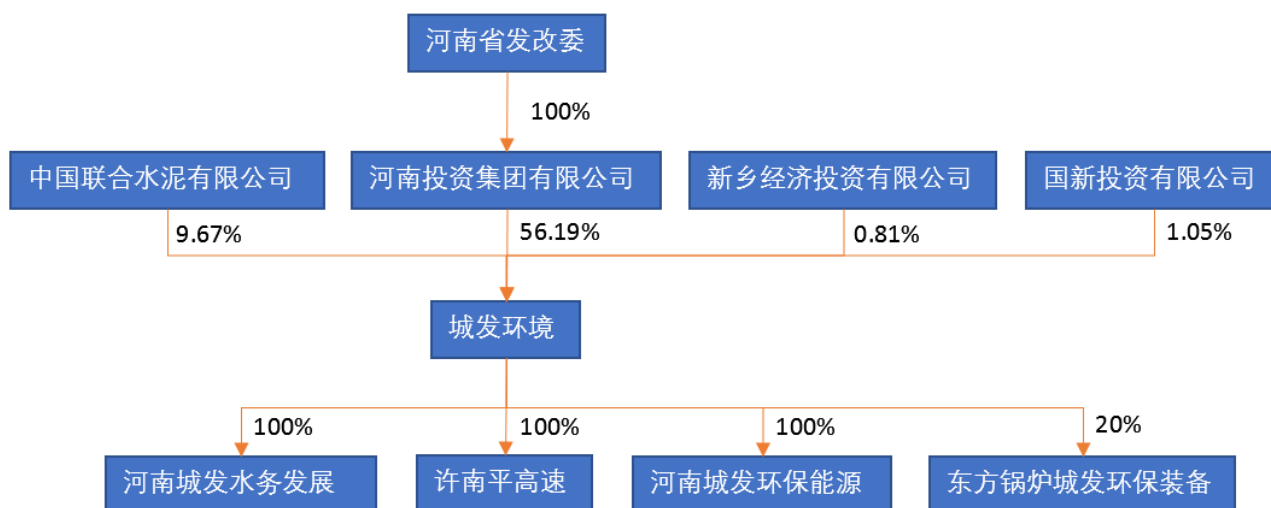
图 1: 城发环境历史发展进程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司控股股东为河南投资集团, 实控人为河南省发改委。截至 2020 年 3 月 31 日, 河南发改委全资子公司河南投资集团, 持股 56.2%; 第二大股东为联合水泥, 持股 9.7%; 新乡经济投资有限公司持股 0.8%, 国新投资持股 1.1%, 其余前十大股东均为投资机构或自然人, 且持股比例均不超过 1%。公司控股股东河南投资集团实力雄厚, 截至 2018 年底, 集团总资产 1593 亿元, 管理资产超过 8000 亿元, 拥有国内 AAA 信用评级。而城发环境作为河南省级环保投资平台, 在省内具有得天独厚的发展优势。

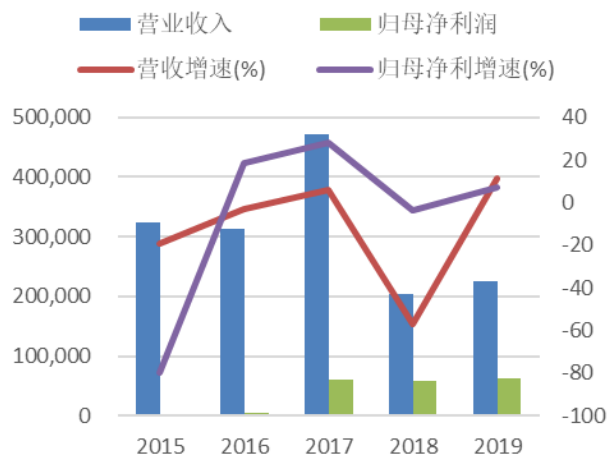
图 2: 城发环境股权结构



资料来源: wind, 东兴证券研究所

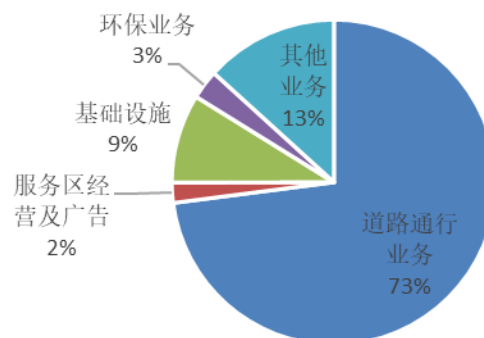
在 17 年公司置出水泥、置入许南平高速后, 公司盈利能力有了显著提升, 18、19 年公司摊薄 ROE 分别为 23.43%、20.85%。高水平的 ROE 得益于公司主营高速业务收费稳定、盈利质量较好, 且能提供每年约 12 亿稳健的经营现金流入。营收构成方面, 19 年公司高速公路道路通行营收占比达 73.0%, 毛利率高达 67.29%, 服务区经营及广告业务的营收占比为 2.0%, 毛利率为 53.09%, 基础设施、环保业务的营收占比分别为 8.9%、2.9%, 毛利率分别为 13.95%、11.07%。

图 3: 城发环境 15-19 年营收与净利润

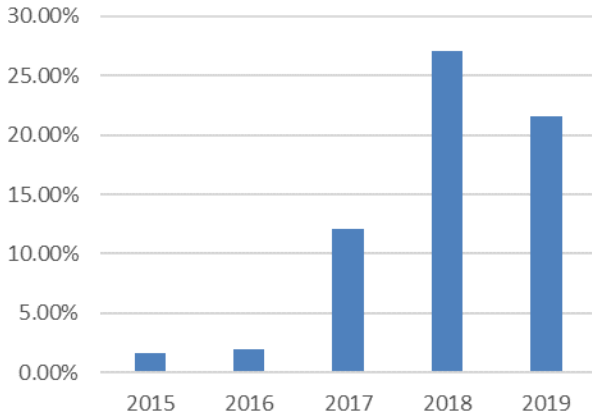


资料来源: wind, 东兴证券研究所

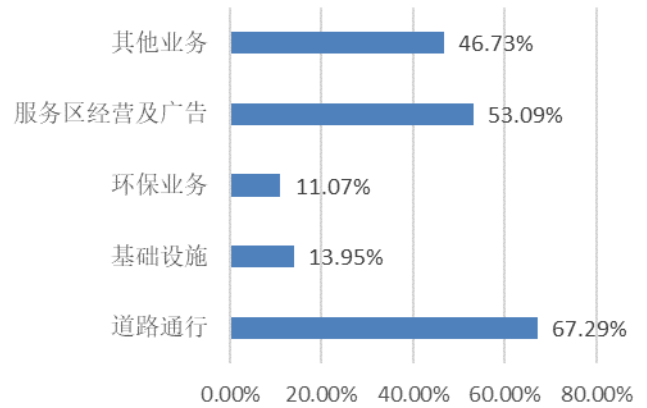
图 4: 2019 年业务板块收入构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 5: 城发环境 15 年-19 年 ROE 变化**


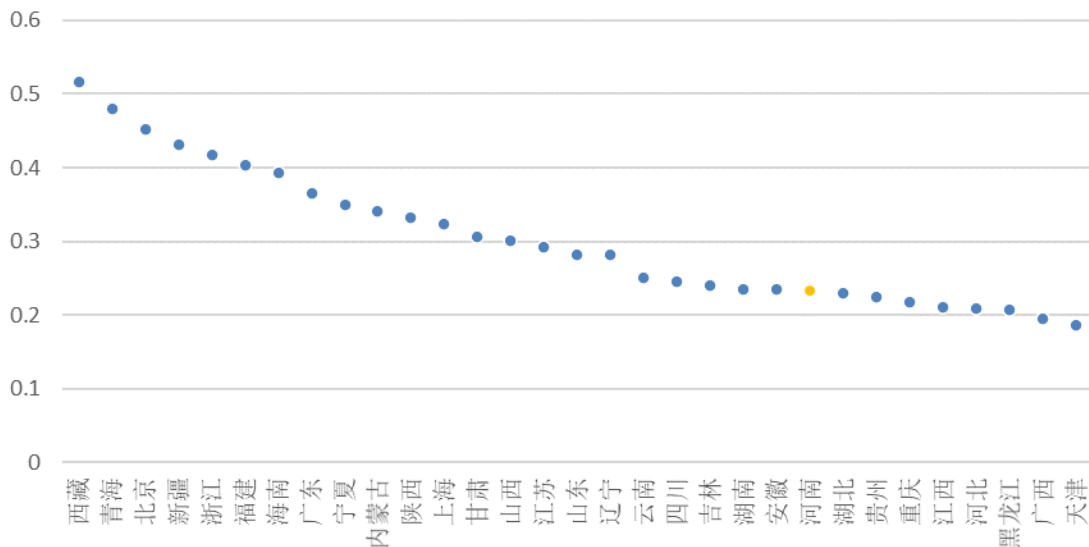
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 6: 城发环境各业务板块毛利率对比 (单位: %)**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

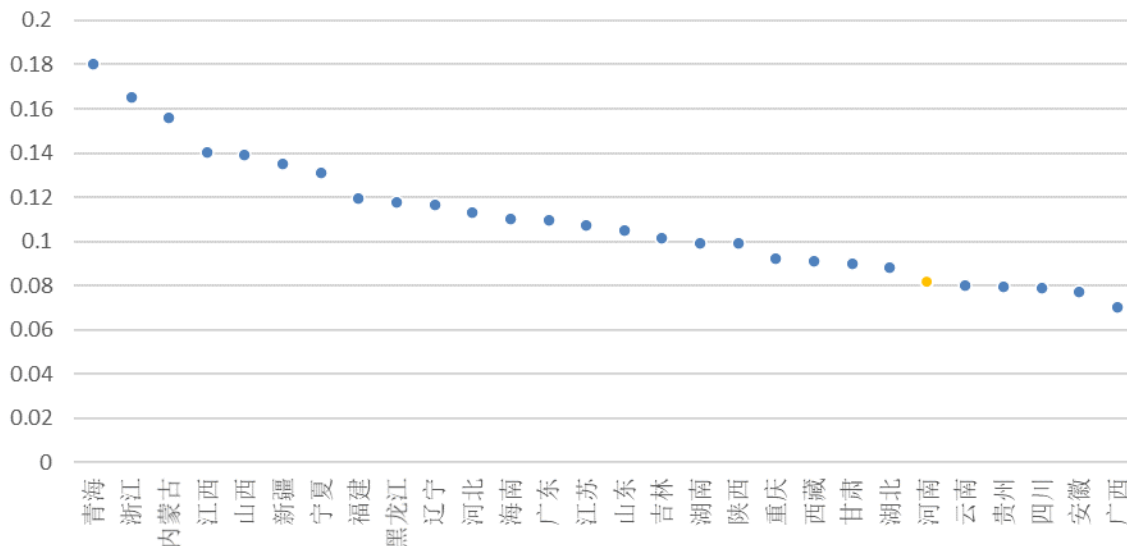
## 2. 垃圾焚烧行业高景气, 河南省后来居上可期

根据中国城乡统计年鉴的数据, 2018 年, 河南省常住人口达 9559 万人, 排名全国第三, 河南省市区和县城垃圾清运量为 1604.23 吨/日, 排名全国第五, 近 5 年复合增速为 4.4%。尤其从人均数据看, 河南省城市和县城的人均垃圾清运量分别为 0.23 和 0.08 吨/人, 低于全国平均水平。我们认为未来随着城镇化率的提升以及县城环卫收运体系的健全, 庞大的人口基数将保障省内垃圾清运量的稳定增长, 顺应垃圾焚烧市场的下沉趋势, 省内垃圾焚烧项目订单在过去两年加速释放, 焚烧产能投运高峰期即将到来。

**图 7: 全国各省城市人均垃圾清运量 (吨/人)**


资料来源: 城乡建设统计年鉴, 东兴证券研究所

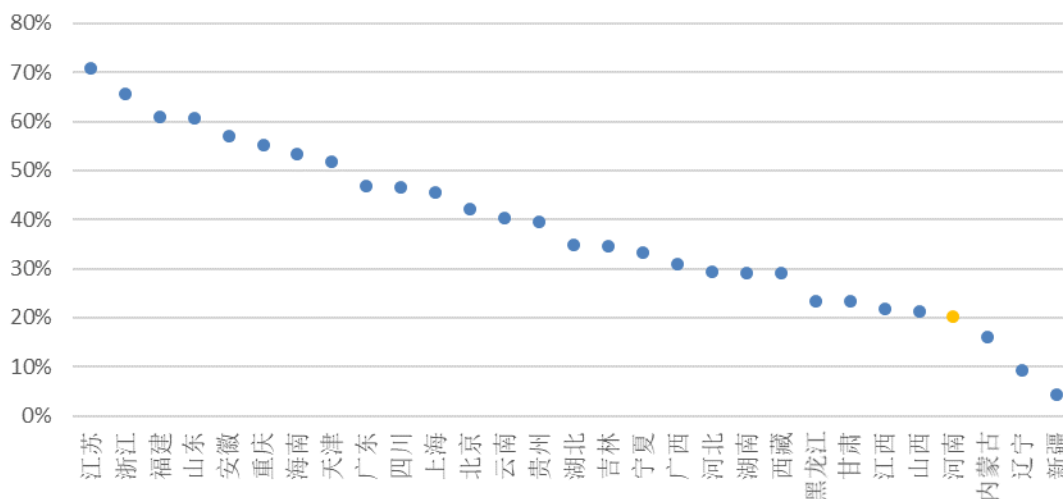
图 8：全国各省县城人均垃圾清运量（吨/人）



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

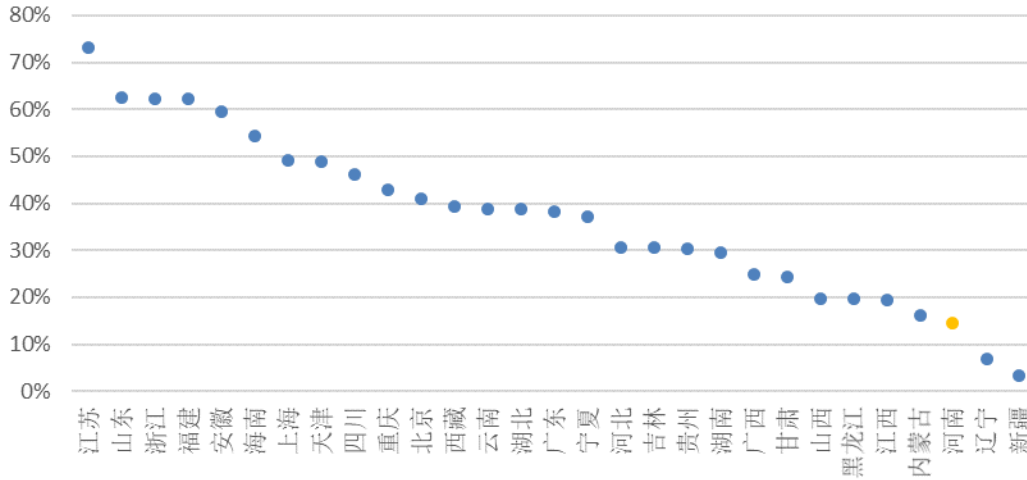
河南省当前焚烧率处于全国较低水平，垃圾焚烧项目建设空间广阔。河南作为我国人口大省，18 年垃圾焚烧产能仅有 7950 万吨/日，在全国已有垃圾焚烧产能的 29 个省市中，仅排名第 16，而排名前五的其他人口大省广东、山东、四川、江苏的垃圾焚烧处理产能分别达 5.5、4.6、1.7、5.2 万吨/日。即使与自身的十三五规划要求的 1.6 万吨/日相比，也仍然有巨大的产能缺口。2018、2019 年，河南省垃圾焚烧招标明显提速，18、19 年招标总产能分别为 5600、11950 万吨/日，根据 18 年 11 月发布的《河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030）》，到 2020 年全省生活垃圾焚烧处理能力要达到 3.2 万吨/日，到 2030 年生活垃圾焚烧处理能力达到 8.4 万吨/日左右。河南省项目建设高峰刚刚开启，根据在运+在建产能，以及近两年的招标情况估算，河南省仍有 2 万吨以上的垃圾焚烧未来将通过招投标的方式释放。

图 9：全国各省垃圾焚烧产能占比



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

图 10: 全国各省垃圾焚烧处理量占比

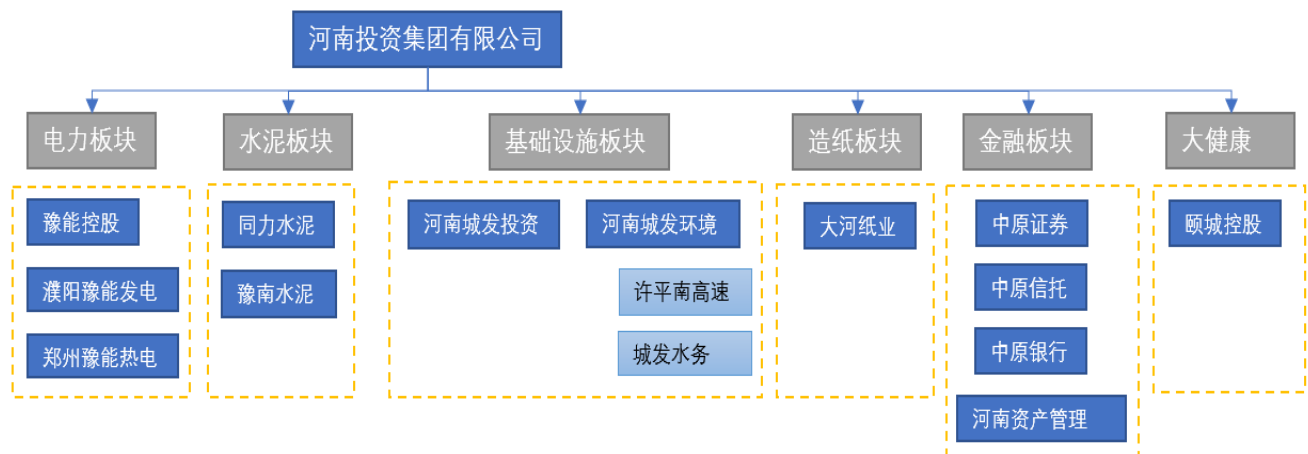


资料来源: 城乡建设统计年鉴, 东兴证券研究所

### 3. 背靠河南投资集团, 打造省级城市运营服务平台

公司控股股东河南投资集团成立于 2007 年, 是河南省属大型国有独资公司。2017 年被省委省政府确定为我省第一家国有资本运营公司试点单位, 是国务院国资委确定的“双百行动”试点企业。承担服务战略功能和市场运作功能, 发挥省内基础设施项目的投资保障、战略新兴产业的培育引导和社会投资的引领撬动三大作用。集团投资涉及金融、能源、基础设施、健康生活、信息大数据、基金、一般加工业领域 7 大领域, 参控股中原证券、中原银行、豫能控股、同力股份、安彩高科、中航光电、郑州银行 7 家上市公司, 形成了“产业投资+基金培育+上市公司平台+资产管理平台”的资本运营架构。集团多年火电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。

图 11: 控股股东河南投资集团主要业务版图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

公司背靠投资集团，在河南省内拥有绝对的市占率优势，2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50% 的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时背靠股东背景优势，公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，规模达到 1.94 万吨。

表 1：公司在手项目列表

项目	状态	中标公告日	预计投产	设计处理能力 (吨/日)	一期规模 (吨/日)	一期投资 (亿元)	吨投资 (万/吨)	垃圾处理费 (元/吨)
济源市	投运	收购	2021	600	600	3.5	58.67	-
滑县	在建	2019/1/23	2020	1000	1000	4.5	45.10	75
汝南县	在建	2019/1/25	2020	900	600	3.8	63.00	69
邓州市	在建	2019/2/14	2021	1500	1000	5.8	57.80	61.2
西平县	在建	2019/4/28	2021	1200	600	3.7	61.33	68
鹤壁市	在建	2019/6/19	2020	1000	1000	5.8	57.60	65
伊川县	在建	2019/7/10	2021	1500	1000	5.7	57.00	69.6
新安县	在建	2019/8/8	2021	1200	800	4.8	60.00	73
辉县	在建	2019/8/20	2021	700	700	4.2	60.29	79
息县	在建	2019/9/5	2021	600	600	3.8	63.00	69.8
民权县	在建	收购	2021	600	600	3.7	62.33	66
漯河市	在建	2019/9/11	2021	2250	1500	7.9	52.40	56.8
宜阳县	在建	2019/9/24	2021	900	900	3.6	40.00	74
周口商水	在建	2019/12/9	2022	1800	1200	7.0	58.33	65
濮阳县	筹建	2020/5/12	2022	1000	600	3.8	62.67	67.5
内黄县	筹建	2020/5/19	2022	600	300	-	-	75
周口淮阳	筹建	2020/6/30	2022	1200	800	5.0	62.50	65
新疆喀什	在建	收购	2021	800	800	4.7	58.75	-
<b>合计</b>				<b>19350</b>	<b>14600</b>	<b>81.2</b>	56.78	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

高速业务做压舱石提供稳健现金流，以支持公司在垃圾焚烧行业集中度提升趋势下的固废业务拓展与市占率提升。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年，在建 G312 公路，建设里程 55.94 公里，项目估算总投资 25.7 亿，运营期 30 年。公司高速业务经营稳定，能为公司提供约 12 亿每年的经营活动现金流，以支持环保业务的资本开支。目前垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业集中度提升加速在即。由于大多纯垃圾焚烧企业现阶段已面临较大的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约，而公司高速充足的经营现金流将作为公司业务拓展的重要支持，未来有望顺应行业集中度的趋势，通过招投标或外延并购等方式获得自身市占率的加速提升。

**表 2: 公司管理经营高速公路项目**

公路名称	所属区域	里程 (公里)	建成通车时间	收费到期日
许平南高速	许昌、平顶山、南阳	163	2004	2032 年 7 月
安林高速	安阳、林州	52	2006	2034 年 5 月
林长高速	林州	40	2014	2042 年 11 月
G312	西峡内乡界至丁河段公路	56.9	在建	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析

公司主业为高速和环保两大块业务, 公司的垃圾焚烧正在建设高峰期, 我们分业务板块对公司 2 年后的股权价值进行估值, 高速业务采用自由现金流折现法, 计算得出 2 年后高速部分内在价值为 40.8 亿。目前在建垃圾焚烧产能大多在 2021 年底前投运完毕, 预计 2022 年, 垃圾焚烧运营业务将贡献 3.4 亿以上的净利润体量, 运营板块给予 20 倍 PE 估值, 不考虑水务、环卫服务带来的增量, 市值将达 68 亿, 垃圾焚烧工程给予 10 倍 PE 估值, 市值约 6.6 亿, 假设配股融资 10 亿。2022 年公司股权总市值保守估计至少为 125 亿, 当前公司总市值仅为 67 亿, 仍有较大增长弹性。预测公司 20-22 年营业收入为 29.66/37.68/43.94 亿元, 净利润为 4.43/8.44/10.82 亿元, 净利润增速为 -28.99%/90.32%/28.26%, 考虑配股摊薄的 EPS 为 0.89/1.70/2.18 元, 对应 PE 为 15X/8X/6X, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

**表 3: 城发环境收入拆分预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
道路通道业务	1429	1543	1651	1344	1783
增速		8%	7%	-19%	33%
基础设施	543	172	201	1220	1370
增速		-68%	16%	508%	12%
环保业务			66	127	509
增速				93%	301%
服务区经营及广告	43	46	43	35	46
增速		8%	-7%	-19%	33%
其他业务	180	266	300	240	60
增速		48%	13%	-20%	33%
总计	2028	2261	2966	3768	4394
增速		11%	31%	27%	17%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 4：城发环境盈利预测与估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,028.04	2,262.98	2,965.83	3,768.25	4,393.76
增长率（%）	-57.04%	11.58%	31.06%	27.06%	16.60%
净利润（百万元）	582.49	624.14	443.19	843.50	1,081.86
增长率（%）	-11.21%	6.69%	-28.99%	90.32%	28.26%
净资产收益率（%）	23.43%	20.85%	10.63%	18.71%	21.90%
每股收益（元）	1.17	1.26	0.89	1.70	2.18
PE	11.12	10.38	14.62	7.68	5.99
PB	2.61	2.16	1.80	1.67	1.52

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

项目落地进度不及预期；

补贴政策发生变化。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>流动资产合计</b>	1080	1189	1538	1749	2002	<b>营业收入</b>	2028	2263	2966	3768	4394
货币资金	697	762	1001	1130	1318	<b>营业成本</b>	820	952	1823	2019	2269
应收账款	56	155	244	310	361	营业税金及附加	26	26	33	42	50
其他应收款	16	42	55	70	82	营业费用	22	11	20	24	27
预付款项	2	4	4	4	4	管理费用	152	218	282	324	360
存货	18	8	15	17	19	财务费用	193	166	170	170	170
其他流动资产	7	50	50	50	50	资产减值损失	1.11	-5.32	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	7047	7809	9613	11485	12621	公允价值变动收益	7.99	-3.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	26	36	36	36	36	投资净收益	10.28	13.14	13.14	13.14	13.14
固定资产	5996.42	6005.32	5567.60	5016.96	4466.31	<b>营业利润</b>	835	896	651	1202	1531
无形资产	105	416	2740	5170	6863	营业外收入	0.29	1.01	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	702	702	702	702	营业外支出	29.33	35.23	35.23	35.23	35.23
<b>资产总计</b>	8127	8998	11151	13234	14623	<b>利润总额</b>	806	861	615	1167	1496
<b>流动负债合计</b>	2209	2565	3330	5058	5994	所得税	217	233	166	315	404
短期借款	343	292	0	1487	2114	<b>净利润</b>	589	629	449	852	1092
应付账款	841	1192	2251	2493	2802	少数股东损益	7	5	6	8	10
预收款项	159	175	175	175	175	归属母公司净利润	582	624	443	844	1082
一年内到期的非流动负债	643	662	662	662	662	EBITDA	1516	1883	1388	2032	2459
<b>非流动负债合计</b>	3280	3105	3310	3320	3330	<b>FPS (元)</b>	1.17	1.26	0.89	1.70	2.18
长期借款	2645	2562	2562	2562	2562	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	5489	5670	6640	8378	9324	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	152	335	341	349	359	营业收入增长	-57.04	11.58%	31.06%	27.06%	16.60%
实收资本(或股本)	496	496	576	576	576	营业利润增长	-25.24	7.24%	-27.35%	84.71%	27.40%
资本公积	55	55	975	975	975	归属于母公司净利	-28.99	90.32%	-28.99%	90.32%	28.26%
未分配利润	1530	1951	1995	2080	2188	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2486	2993	4170	4508	4940	毛利率(%)	59.59%	57.92%	59.59%	57.92%	38.53%
<b>负债和所有者权益</b>	8127	8998	11151	13234	14623	净利率(%)	29.06%	27.78%	15.15%	22.60%	24.85%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.17%	6.94%	3.97%	6.37%	7.40%
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	ROE(%)	23.43%	20.85%	11.83%	18.71%	21.90%
<b>经营活动现金流</b>	1240	1186	2278	1845	2266	<b>偿债能力</b>					
净利润	589	629	449	852	1092	资产负债率(%)	68%	63%	60%	63%	64%
折旧摊销	487.26	821.60	0.00	550.64	550.64	流动比率					0.33
财务费用	193	166	170	170	170	速动比率					0.33
应收帐款减少	0	0	-89	-66	-51	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.26	0.29	0.31	0.32
<b>投资活动现金流</b>	-567	-511	-2367	-2527	-1887	应收账款周转率	40	21	15	14	13
公允价值变动收益	8	-3	0	0	0	应付账款周转率	2.51	2.23	1.72	1.59	1.66
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	10	13	13	13	13	每股收益(最新摊)	1.17	1.26	0.89	1.70	2.18
<b>筹资活动现金流</b>	-356	-606	329	811	-192	每股净现金流(最新)	0.65	0.14	0.42	0.22	0.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.01	6.03	7.24	7.82	8.57
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	80	0	0	P/F	11.12	10.38	14.62	7.68	5.99
资本公积增加	0	0	920	0	0	P/B	2.61	2.16	1.80	1.67	1.52
<b>现金净增加额</b>	322	69	240	129	188	EV/EBITDA	6.21	4.90	7.02	5.46	4.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，4年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

---

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，2018年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526