

瀚蓝环境（600323）：国补退坡，后补贴时代龙头份额提升可期

2020 年 11 月 12 日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境

公司报告

新政下，垃圾焚烧发电的国补将由过去的按垃圾处理发电量在特许运营期内（25-28 年）进行补贴，吨发 280 度以内部分享受国补，全生命周期总补贴电量没有封顶，转变为在项目并网 15 年内，项目累积补贴电量未超过电量补贴上限时，每年正常进行国补，而超过电量补贴上限时，超过部分不再享受国补。短期看，新政对于垃圾焚烧存量项目的 IRR 影响较为有限，从长期来看，随着垃圾焚烧行业的逐渐成熟，国补退坡取消部分逐渐由地方政府承担顺价是必然趋势。

国补的退坡以及取消，对于部分运营能力较弱，环保排放不达标，股东背景薄弱，顺价能力不强的小型垃圾焚烧企业有较大冲击，而行业内优质的龙头企业如瀚蓝环境，具有资金+运营能力+政府资源等多项竞争优势，有望抓住国补退坡背景下的行业整合机会，顺势通过并购扩张提升自身的市占率水平。公司目前的项目推进节奏较快，使得公司绝大部分在手项目都能享受到存量垃圾焚烧发电项目 0.65 元/度的上网电价，基本不受新政下增量项目补贴退坡的影响。

职业经理人制度落地，推动公司“十年百城”大固废战略启航。今年 5 月 15 日，公司发布公告已通过了高管转换为职业经理人议案，总经理金总等高管转换为公司职业经理人，公司治理得到完善。与国企委任制相比，职业经理人制度最大的不同是“市场化选聘”、“契约化管理”、“差异化薪酬”和“市场化退出”，能有效激活管理层的动能，助力公司大固废战略的推动。一方面，随着国补逐渐退坡，垃圾焚烧行业集中度提升可期。另一方面，环卫服务、危废处置、有机废弃物等新兴板块，有望构建公司第二成长曲线。

盈利预测：预测公司 20-22 年营业收入 72.97/82.20/93.25 亿元，净利润 10.46/13.59/16.55 亿元，净利增速 14.59%/29.99%/21.76%，EPS 分别为 1.36/1.77/2.16 元，对应 PE 分别为 19X/14X/12X。根据 FCFF 绝对估值法，公司股权价值 270 亿，每股价值 32.52 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策变化；项目进展不达预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,848.49	6,160.03	7,296.88	8,220.19	9,324.98
增长率（%）	15.38%	27.05%	18.46%	12.65%	13.44%
归母净利润（百万元）	875.51	912.60	1,045.76	1,359.42	1,655.17
增长率（%）	34.23%	4.24%	14.59%	29.99%	21.76%
净资产收益率（%）	15.01%	13.92%	14.11%	15.92%	16.69%
每股收益（元）	1.14	1.19	1.36	1.77	2.16
PE	22.30	21.36	18.63	14.33	11.77
PB	3.34	2.97	2.63	2.28	1.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

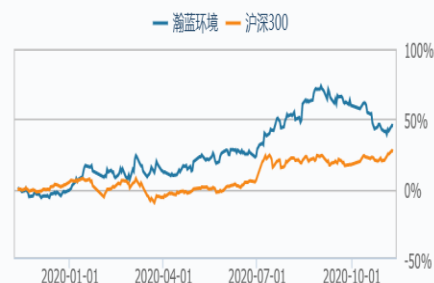
瀚蓝环境成立于 1992 年，是佛山市南海区公用事业经营平台，经营范围涵盖自来水供应、污水处理、固废处理及燃气供应。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	31.10-16.32
总市值（亿元）	191
流通市值（亿元）	191
总股本/流通 A 股（亿股）	7.66/7.66
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	0.87

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

分析师：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520090001

目 录

1. 三部委印发政策文件，生物质发电国补退坡细则终明确	3
2. 新政影响量化分析：项目 IRR 影响有限，长期顺价可期	3
3. 瀚蓝环境：焚烧产能稳步投运，管理层激励激活长期增长动能	5
4. 盈利预测与估值分析	7
5. 风险提示	8

表格目录

表 1：IRR 测算关键假设	4
表 2：新政前后垃圾焚烧项目净现金流入变化	4
表 3：新政前后项目 IRR 变化测算	4
表 4：瀚蓝环境垃圾焚烧项目清单	5
表 5：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算	7
表 6：瀚蓝环境绝对估值敏感性分析	8
表 7：瀚蓝环境盈利预测与估值	8

插图目录

图 1：瀚蓝 2015-2020Q3 营收净利润及增速	5
图 2：瀚蓝 2015-2020Q3 毛利率与净利率	5

1. 三部委印发政策文件，生物质发电国补退坡细则终明确

为促进非水可再生能源的高质量发展，9月16日，财政部、国家发改委、国家能源局共同研究制定了《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》。10月20日，三部委又联合印发了关于《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知。这两项政策文件的落地，使得垃圾焚烧存量和增量项目未来的国补标准确定与退坡路径得到最终明确。

其中，《实施方案》明确了生物质发电项目新老划断的国补政策。

- 对于存量项目，《方案》中提及按项目全部机组并网时间先后次序排序，并网时间早者优先纳入2020年补贴名单，直至入选项目所需补贴总额达到2020年中央新增补贴资金额度15亿元为止。
- 对于增量项目，方案提及，自2021年1月1日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价；新纳入补贴范围的项目（包括2020年已并网但未纳入当年补贴规模的项目及2021年起新并网纳入补贴规模的项目）补贴资金由中央地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出。
- 需中央补贴的在建项目应在合理工期内建成并网。

《补充通知》明确了各类项目的补贴期限和全生命周期合理利用小时数，通知所涉及内容涵盖了生物质发电项目的存量和增量项目。

- 生物质发电项目自并网之日起满15年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。生物质发电补贴年限依据的是《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》（发改价格[2006]7号）相关规定。该办法中明确“生物质发电项目自投产之日起，15年内享受补贴电价；运行满15年后，取消补贴电价。”
- 生物质发电项目，包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目，全生命周期合理利用小时数为82500小时。在未超过项目全生命周期合理利用小时数时，按可再生能源发电项目当年实际发电量给予补贴。所发电量超过全生命周期补贴电量部分，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。
- 其中，《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》依然有效。通知中明确规定，“以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。即垃圾焚烧项目，吨发在280千瓦时以内的部分才是补贴电量，享有国补。”

2. 新政影响量化分析：项目IRR影响有限，长期顺价可期

新政下，垃圾焚烧发电的国补将由过去的按垃圾处理发电量在特许运营期内（25-28年）进行补贴，吨发280以内享受国补，全生命周期总补贴电量没有封顶，转变为在项目并网15年内，项目累积补贴电量未超过电量补贴上限时（项目电量补贴上限=全生命周期合理利用小时数时82500小时*项目装机），每年正常进行国补，而超过电量补贴上限时，超过部分不再享受国补。项目运行满15年后，即使项目未达到电量补贴上限，也不再享受国补。

我们测算，在其他条件不变的情况下，一个典型的 1000 吨/日存量垃圾焚烧发电项目，新政前后项目 IRR 的变化情况。假设省补在整个项目的特许经营期延续。项目的关键参数如下表所示。可测算得出，新政策下，项目全投资 IRR 将由原来的 9.45% 减少 0.53 个百分点至 8.93%，项目资本金 IRR 将由原来的 11.97% 减少 0.74 个百分点至 11.23%。可以看到，新政下对于垃圾焚烧存量项目的 IRR 影响较为有限，IRR 在新政下微弱的减少，在中远期可通过地方政府顺价或是发电效率的提升得到弥补。

表 1：IRR 测算关键假设

关键假设		
项目规模：	1,000	吨/日
发电机组功率：	20	MW
项目总投资额：	50,000	万元
自有资金比率：	0.3	%
贷款利率：	0	%
垃圾处理费	80	元/吨
吨垃圾发电量	360	度/吨
自用电比例	0.13	%
吨垃圾上网电量	313	度/吨
标杆电价	0.4	元/kwh
项目合作期：	30 年（含建设期 2 年）	Y

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：新政前后垃圾焚烧项目净现金流入变化

	FY1	FY2	FY3	FY4	FY5	FY6	FY7	FY8	FY9	FY10	FY11-15	FY16-28
新政前净现金流(万元)	1,117	2,069	169	149	324	499	378	528	678	828	4,978	4,978
新政后净现金流(万元)	1,117	2,069	169	149	324	499	378	528	678	828	4,978	3,891
当年补贴电量(亿度)	0.71	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	
累计补贴电量(亿度)	0.71	1.71	2.72	3.73	4.74	5.75	6.75	7.76	8.77	9.78	14.82	
电量补贴上限(亿度)	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	16.50	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：新政前后项目 IRR 变化测算

	政策前	政策后	绝对值减	减少率
全投资 IRR	9.45%	8.93%	-0.53%	-5.6%
资本金 IRR	11.97%	11.23%	-0.74%	-6.2%
全投资 NPV	10,547	7,839	-2,708	-25.7%
资本金 NPV	6,678	3,970	-2,708	-40.5%

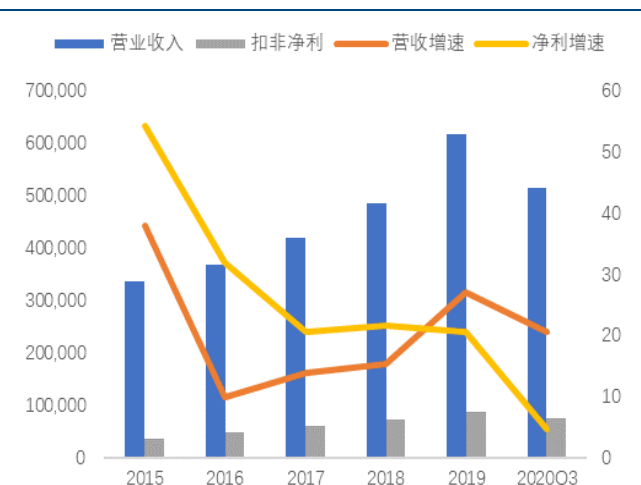
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从长期来看, 随着垃圾焚烧行业的逐渐成熟, 国补退坡取消部分逐渐由地方政府承担顺价是必然趋势。国补的退坡以及取消, 对于部分运营能力较弱, 环保排放不达标, 股东背景薄弱, 顺价能力不强的小型垃圾焚烧企业有较大冲击, 而行业内优质的龙头企业, 具有资金+运营能力+政府资源等多项竞争优势, 有望抓住国补退坡背景下的行业整合机会, 顺势通过并购扩张提升自身的市占率水平。

3. 瀚蓝环境: 焚烧产能稳步投运, 管理层激励激活长期增长动能

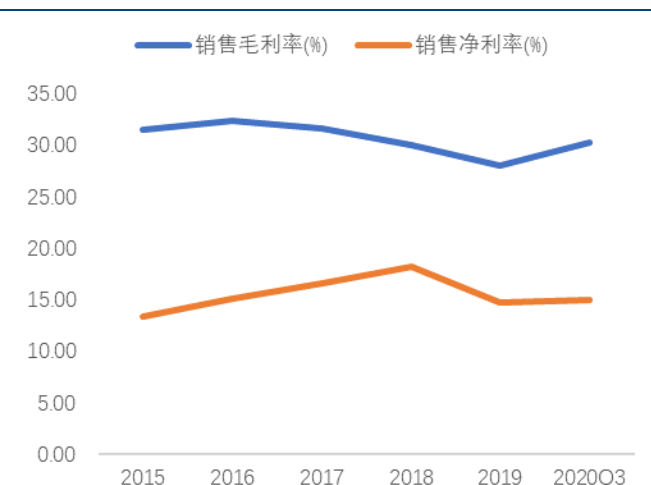
固废为尖刀、能源水务共发展, 疫情不改公司发展势头。公司通过内生+并购双轮驱动, 已布局环卫、垃圾焚烧、填埋、危废、有机废弃物处置等大固废领域, 确立了自身的区域性固废龙头地位。公司经营风格稳健+费用控制良好, 近几年公司四大业务稳健发展, 维持了 20% 以上扣非业绩增速。20 年 H1 由于疫情导致垃圾处理量、污水处理量、燃气供应量有所减少, 营收增速放缓至 12.54%, 归母净利增速为 25.75%, Q3 公司项目推进顺利, 各项运营业务已基本恢复至疫情前水平, 公司第三季度单季营收增长 25.64%, 净利润增长 11.73%, 前三季度营收增长 20.50%, 净利润增长 4.4%, 疫情不改公司长期发展势头。

图 1: 瀚蓝 2015-2020Q3 营收净利润及增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 瀚蓝 2015-2020Q3 毛利率与净利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

从项目建设进度看, 今年仍是公司项目建设高峰期, 垃圾焚烧方面, 预计公司今年将有 12150 吨/日的新增项目投产, 21 年将有 2100 吨/日的增量项目投产, 目前 35450 吨/日的在手项目中, 除了枣庄与部分二期项目合计 3350 吨/日产能尚无开建计划, 今年底、明年初将有 26950 吨/日的运营项目处于投产状态。大部分在手项目今年将建成投运或完成主要的工程进度, 公司较快的项目推进节奏, 使得公司绝大部分在手项目都能享受到存量垃圾焚烧发电项目 0.65 元/度的上网电价, 基本不受新政下增量项目补贴退坡的影响。工业固废方面, 江西赣州项目疫情后产能利用率逐渐恢复, 嘉兴 3.2 万吨危废项目技改预计在今年年底完成, 南海 9.3 万吨危废项目已进入试运营期, 预计明年贡献收入。

表 4: 瀚蓝环境垃圾焚烧项目清单

项目名称	地点	产能(吨/日)	处理费	状态
南海一期	广东	1500	128	已投运
南海二期	广东	1500	128	已投运
创冠晋江	福建	1800	72.93	已投运

创冠安溪	福建	600	78	已投运
创冠惠安	福建	1200	68.79	已投运
创冠黄石一期	湖北	800	前十年 49，后面 60	已投运
创冠黄石二期	湖北	400	前十年 49，后面 60	已投运
创冠福清一期	福建	600	61.5	已投运
创冠福清二期	福建	300	61.5	已投运
创冠廊坊一期	河北	1000	58	已投运
创冠建阳	福建	600	60	已投运
创冠大连	大连	1000	78	已投运
创冠廊坊二期	河北	500	58	已投运
顺德	广东	3000	128	已投运
漳州南	福建	1000	85	20 年 1 月投产
饶平	广东	600	99	20 年 4 月投产
南海三期	广东	1500	120	20 年 1 月投产
盛运宣城二期	安徽	1000	50-60	20 年 5 月投产
开平一期	广东	600	85	20 年 Q3 投产
	已投运	19500		
万载	江西	800		预计 20 年 Q4
安溪二期	福建	750		预计 20 年 Q4
盛运济宁二期	山东	800		预计 20 年 Q4
晋江三期	福建	1500		预计 20 年 Q4
创冠孝感一期	湖北	1500		预计 20 年 Q4
盛运海阳	山东	500		预计 20 年 Q4
盛运乌兰察布	内蒙	800		预计 20 年 Q4
淮安二期	江苏	800		预计 20 年 Q4
漳州北	福建	1500		预计 21 年 Q1
建阳	福建	600		预计 21 年 Q1
创冠孝感二期	湖北	1000		尚无计划
创冠贵阳	贵州	2000		预计 22 年 Q1
开平二期	广东	300		尚无计划
乌兰察布二期	内蒙	400		尚无计划
常德一期	湖南	500		预计 22 年 Q1
常德二期	湖南	300		尚无计划
平和一期	福建	550		预计 22 年 Q1
平和二期	福建	550		尚无计划
枣庄	山东	800		尚无计划
	总产能	35450		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

职业经理人制度落地，推动公司“十年百城”大固废战略启航。今年5月15日，公司发布公告已通过了高管转换为职业经理人议案，总经理金总等高管转换为公司职业经理人，公司治理得到完善。与国企委任制相比，职业经理人制度最大的不同是“市场化选聘”、“契约化管理”、“差异化薪酬”和“市场化退出”，能有效激活管理层的动能，助力公司大固废战略的推动。

一方面，随着国补逐渐退坡，垃圾焚烧行业集中度提升可期。由于大多垃圾焚烧企业现阶段存量项目积压较多，面临巨额的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约；而瀚蓝环境作为国企在拥有融资优势的同时，公司的公用事业、固废运营板块能提供稳健现金流，固废存量项目的资本开支高峰期已过，公司有望抓住未来行业整合的机遇，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。

另一方面，环卫服务、危废处置、有机废弃物等新兴板块，有望构建公司第二成长曲线。公司于19年收购环卫服务公司国源环境，在做大垃圾焚烧体量后，公司未来有望发力前端环卫服务的拓展力度，通过打通清扫保洁-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。南海9.3万吨危废项目投运以后，有望打造公司危废处置业务的样板工程，加速其在工业固废领域的全国布局。

4. 盈利预测与估值分析

公司作为地方公用事业大平台，发展稳健的运营现金牛公司，相比用 PE 倍数等相对估值方法，使用 FCFF 绝对估值法来测算公司内在股权价值更为合理。因此我们采用 DCF/FCFF 对瀚蓝环境进行绝对股权价值评估，在 WACC=9.33%、永续增长率 $g=1.5\%$ 的假设下，考虑即将发行可转债的摊薄，公司股权价值为 269.6 亿，对应每股价值 32.52 元。

根据公司目前业务进展及行业趋势，预测公司 20-22 年营业收入 72.97/82.20/93.25 亿元，净利润 10.46/13.59/16.55 亿元，增长率分别达到 14.59%/29.99%/21.76%。公司 20-22 年预测 EPS 分别为 1.36/1.77/2.16 元，对应 PE 分别为 19X/14X/12X。根据 FCFF 绝对估值法，我们测算公司每股内在价值为 30.90-34.22 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 5：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	6,084.44	17.70%
第二阶段	11,547.50	33.58%
第三阶段（终值）	16,751.96	48.72%
企业价值 AEV	34,383.90	100.00%
+ 非核心资产价值	1,932.26	5.62%
- 少数股东权益	573.06	-1.67%
- 净债务	8,779.44	-25.53%
总股本价值	26,963.66	78.42%
股本（百万股）	829.12	
每股价值（元）	32.52	

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 6：瀚蓝环境绝对估值敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率 (g)				
WACC	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.83%	39.63	41.62	43.91	46.61	49.81
8.33%	36.01	37.66	39.54	41.73	44.29
8.83%	32.85	34.22	35.79	37.58	39.65
9.33%	30.06	31.21	32.52	34.01	35.71
9.83%	27.58	28.56	29.66	30.90	32.31
10.33%	25.36	26.20	27.13	28.18	29.36
10.83%	23.37	24.09	24.89	25.78	26.77

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 7：瀚蓝环境盈利预测与估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,848.49	6,160.03	7,296.88	8,220.19	9,324.98
增长率（%）	15.38%	27.05%	18.46%	12.65%	13.44%
归母净利润（百万元）	875.51	912.60	1,045.76	1,359.42	1,655.17
增长率（%）	34.23%	4.24%	14.59%	29.99%	21.76%
净资产收益率（%）	15.01%	13.92%	14.11%	15.92%	16.69%
每股收益(元)	1.14	1.19	1.36	1.77	2.16
PE	22.30	21.36	18.63	14.33	11.77
PB	3.34	2.97	2.63	2.28	1.96

资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化；

项目进展不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
流动资产合计	2384	3265	3873	4247	4868	营业收入	4848	6160	7297	8220	9325
货币资金	1224	993	1459	1644	2025	营业成本	3396	4435	5310	5779	6500
应收账款	415	907	1074	1210	1373	营业税金及附加	38	42	73	82	93
其他应收款	125	106	126	142	161	营业费用	69	74	88	99	113
预付款项	276	418	418	418	418	管理费用	274	374	474	534	606
存货	180	355	425	462	520	财务费用	214	224	294	298	242
其他流动资产	164	371	371	371	371	资产减值损失	29.31	-19.60	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	14109	17805	19482	19557	19191	公允价值变动收益	0.00	-0.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	390	442	442	442	442	投资净收益	177.08	55.84	67.01	73.71	81.08
固定资产	3352.28	4588.96	4453.73	4258.00	4008.78	营业利润	1103	1066	1114	1492	1842
无形资产	7066	7589	9409	9689	9579	营业外收入	15.43	53.62	180.67	190.67	205.67
其他非流动资产	167	266	266	266	266	营业外支出	5.64	3.81	3.81	3.81	3.81
资产总计	16492	21071	23355	23804	24059	利润总额	1113	1116	1291	1679	2044
流动负债合计	3790	6696	7153	6971	6348	所得税	234	212	246	319	389
短期借款	240	1272	1376	970	0	净利润	879	904	1046	1359	1655
应付账款	1354	2132	2518	2740	3082	少数股东损益	3	-9	0	0	0
预收款项	242	155	155	155	155	归属母公司净利润	876	913	1046	1359	1655
一年内到期的非流动负债	877	877	877	877	877	EBITDA	8622	9144	2123	2606	2918
非流动负债合计	6277	7244	8220	7720	7220	EPS (元)	1.14	1.19	1.36	1.77	2.16
长期借款	3527	4521	5521	5021	4521	主要财务比率					
应付债券	996	1005	1005	1005	1005		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	10068	13940	15373	14691	13568	成长能力					
少数股东权益	590	573	573	573	573	营业收入增长	15.38%	27.05%	18.46%	12.65%	13.44%
实收资本（或股本）	766	766	766	766	766	营业利润增长	27.99%	-3.36%	4.55%	33.86%	23.48%
资本公积	1521	1479	1479	1479	1479	归属于母公司净利	14.59%	29.99%	14.59%	29.99%	21.76%
未分配利润	3097	3854	4679	5778	7115	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5834	6558	7409	8540	9917	毛利率(%)	31.48%	32.39%	31.59%	29.95%	28.01%
负债和所有者权益	16492	21071	23355	23804	24059	净利率(%)	18.12%	14.67%	14.33%	16.54%	17.75%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.31%	4.33%	4.48%	5.71%	6.88%
单位：百万元						ROE(%)	15.01%	13.92%	14.11%	15.92%	16.69%
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	偿债能力					
经营活动现金流	1652	1324	2141	2454	2774	资产负债率(%)	61%	66%	66%	62%	56%
净利润	879	904	1046	1359	1655	流动比率	0.63	0.49	0.54	0.61	0.77
折旧摊销	7305.32	7854.34	0.00	345.73	349.23	速动比率	0.58	0.43	0.48	0.54	0.68
财务费用	214	224	294	298	242	营运能力					
应收帐款减少	0	0	-167	-136	-163	总资产周转率	0.32	0.33	0.33	0.35	0.39
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	13	9	7	7	7
投资活动现金流	-2051	-3955	-2247	-836	-404	应付账款周转率	4.14	3.53	3.14	3.13	3.20
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊)	1.14	1.19	1.36	1.77	2.16
投资收益	177	56	67	74	81	每股净现金流(最新)	-0.09	-0.31	0.61	0.24	0.50
筹资活动现金流	326	2393	572	-1433	-1990	每股净资产(最新摊)	7.61	8.56	9.67	11.15	12.94
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	1000	-500	-500	P/F	22.30	21.36	18.63	14.33	11.77
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.34	2.97	2.63	2.28	1.96
资本公积增加	-217	-42	0	0	0	EV/EBITDA	2.77	2.86	13.38	9.87	8.18
现金净增加额	-73	-237	466	185	381						

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。

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