

# 伟明环保 (603568.SH)

业绩超预期，焚烧主业持续接单、“焚烧+”布局迅速

## 核心观点：

- **2021H1 业绩达 7.77 亿元，同比+55%保持高速增长。**公司披露 2021 年中报，上半年实现营收 20.9 亿元（同比+82.5%），归母净利润 7.77 亿元（同比+55%），保持高速增长。收入增速高于业绩增速主要系会计政策调整，公司确认工程收入所致，也影响整体毛利率下降至 47.2%，但公司毛利率仍远超同业。公司近年来彰显强劲的期间费用管控能力，2021H1 期间费用率仅 6.5%（2018-2019 年超 10%）。
- **焚烧项目（在建+筹建）/在运达 1.04 倍，投产大年业绩释放可期。**上半年焚烧营收 7.64 亿元（同比+26.8%）。公司上半年新签焚烧项目规模合计 2500 吨/日。截至中报，公司在运焚烧产能约 1.97 万吨/日，在手项目产能合计 4.02 万吨/日，（在建+筹建）/在运达 1.04 倍。**2021 年为投产大年，上半年新增投产 2000 吨/日，公司预计至年末投产规模超 7000 吨/日。**此外，公司上半年入选盛运环保系重整投资人资格，并仍持续获取焚烧订单，成本管控优势下扩张能力优于同业。
- **高处理费中标“焚烧+”项目，多元成长前景广阔。**上半年公司设备及工程收入 12.22 亿元（同比+146%），贡献 59% 的营收。焚烧+方面，公司在运餐厨项目 9 个，合计产能达 1075 吨/日，餐厨业务营收 0.6 亿元（同比+283%）。公司上半年高处理费中标昌黎县静脉产业园项目，还与青山控股达成战略合作进军大宗固废利用，积极拓展多元布局。
- **盈利预测与投资建议：持续扩张的焚烧+的优质焚烧运营公司，维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.1/19.4/23.4 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 20.6/17.1/14.2 倍。综合考虑可比公司估值和公司业绩增速，同时焚烧+业务发展提供未来成长空间，给予 2021 年 25 倍 PE，对应合理价值 32.05 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新订单获取速度低于预期；补贴发放或项目进度低于预期。

## 盈利预测：

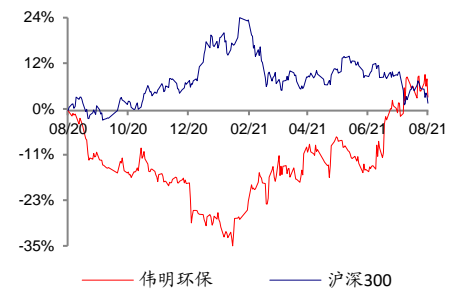
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,038	3,123	4,489	5,249	6,370
增长率（%）	31.7	53.3	43.7	17.0	21.3
EBITDA（百万元）	1,282	1,706	2,236	2,745	3,294
归母净利润（百万元）	974	1,257	1,611	1,943	2,337
增长率（%）	31.7	29.0	28.1	20.6	20.3
EPS（元/股）	1.02	1.00	1.28	1.55	1.86
市盈率（P/E）	22.47	18.92	20.63	17.11	14.22
ROE（%）	23.1	22.9	22.6	21.3	20.3
EV/EBITDA	17.24	14.78	16.19	13.50	11.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	26.45 元
合理价值	32.05 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-23

## 相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002

021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

- 伟明环保 (603568.SH) :高处理费 2021-06-27
- 中标“焚烧+”项目，增长引擎升级
- 伟明环保 (603568.SH) :2021Q1 2021-04-21
- 业绩同比+87%，投产大年来临高速增长持续
- 伟明环保 (603568.SH) :2020 年业绩同比+29%，投产大年来临高速增长持续

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、上半年业绩同比+55%，利润率达 47.2%仍维持高位 .....	4
二、设备收入同比+146%、餐厨同比+283%，焚烧+稳步推进 .....	6
三、持续获取新项目并拓张一体化，多元成长前景广阔 .....	7
四、持续扩张的焚烧+的优质焚烧运营公司，维持“买入”评级 .....	9
五、风险提示 .....	9

## 图表索引

图 1: 2021H1 公司营业收入同比增长 82.5% .....	4
图 2: 2021H1 公司归母净利润同比增长 55% .....	4
图 3: 工程业务增加导致毛利率、净利率有所下滑 .....	4
图 4: 公司近年期间费用情况 .....	5
图 5: 公司近年期间费率不断下降 .....	5
图 6: 2021H1 公司经营性现金流净额达 4.92 亿元 .....	5
图 7: 2021H1 投资规模不断扩大 .....	5
图 8: 2021H1 公司资产稳步上升至 120 亿元 .....	6
图 9: 据最新会计政策在建工程(BOT)转入无形资产 .....	6
图 10: 资产负债率保持稳定, 位于行业低水平 .....	6
图 11: 2021H1 应付账款占总负债的 17.19% .....	6
图 12: 公司设备销售收入占比持续提高 .....	7
图 13: 公司分业务营收情况 .....	7
图 14: 2015-2020 年分业务毛利润构成情况 .....	7
图 15: 2015-2020 年分业务毛利率情况 .....	7
图 16: 公司垃圾焚烧(在建+筹建)/在运达 1.04 倍 .....	8
图 17: 截至上半年, 在运产能同比去年全年已+11% .....	8
表 1: 在运餐厨项目 9 个(7 个正式投运, 2 个试运营), 合计产能 1075 吨/日 ..	8
表 2: 伟明环保 2021H1 新签/续签餐厨、环卫项目 .....	9
表 3: 伟明环保可比公司 PE 估值情况可比(最新收盘价日期: 2021/8/20) .....	9

## 一、上半年业绩同比+55%，利润率达47.2%仍维持高位

2021上半年业绩同比增长55%，利润率达47.2%仍保持行业领先水平。公司披露2021年中报，上半年实现营收20.9亿元（同比+82.5%），归母净利润7.77亿元（同比+55%），保持高速增长。其中单二季度收入13.4亿元（同比+88.9%），业绩4.10亿元（同比+34.2%）。收入增速高于业绩增速主要系公司全面推进垃圾焚烧项目建设，工程收入占比提高所致，故而公司综合毛利率也同比下滑10.4pct至47.2%，但毛利率仍远超同业。

图 1：2021H1公司营业收入同比增长82.5%

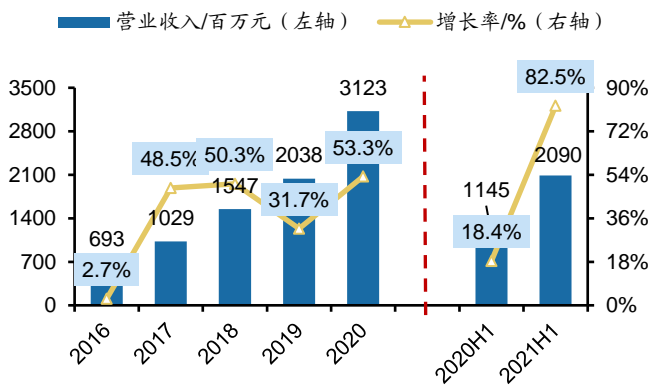
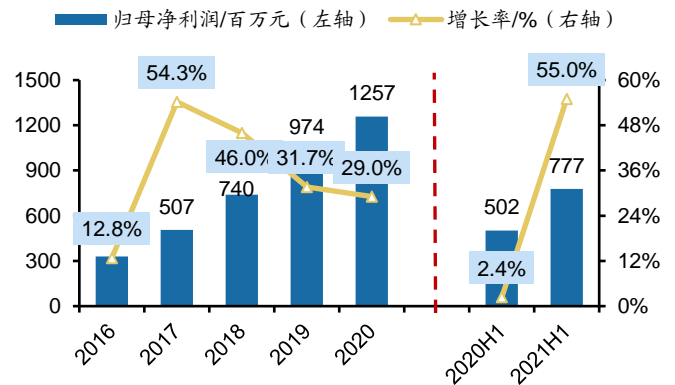


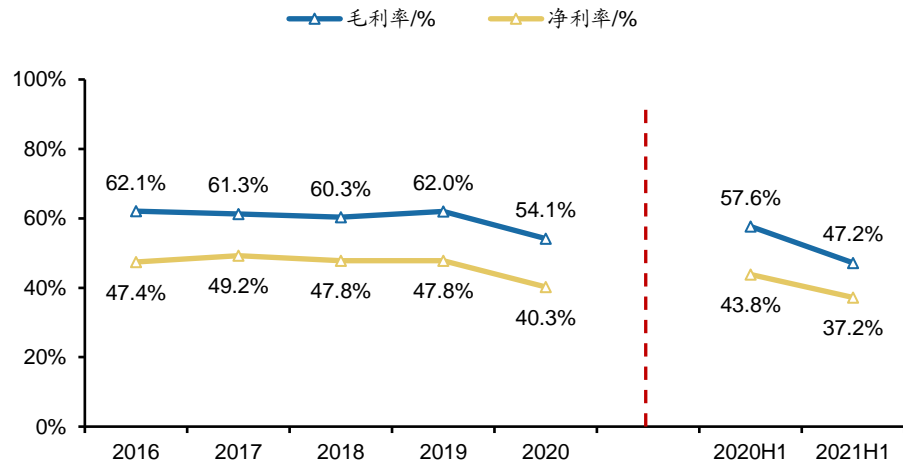
图 2：2021H1公司归母净利润同比增长55%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

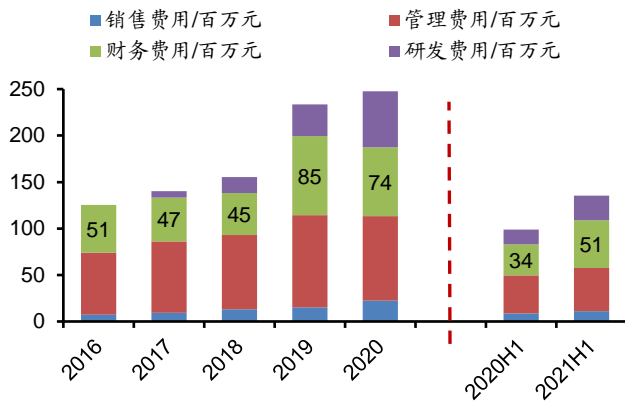
图 3：工程业务增加导致毛利率、净利率有所下滑



数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心

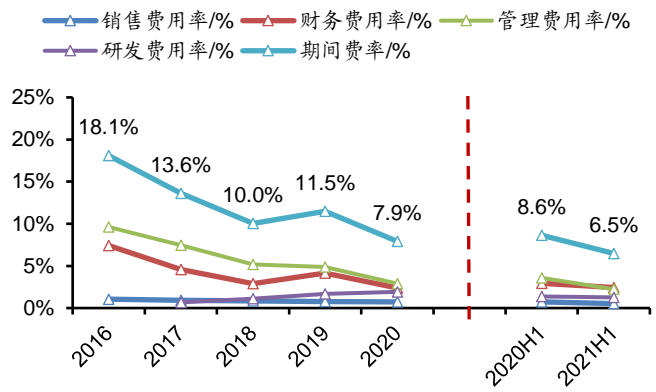
费用管控能力优异，2021H1期间费率同比大幅下降2.1pct至6.5%，远低于同业水平。公司2021年上半年期间费用率仅为6.5%，近年来持续强化成本管控，上半年费用率下降主要系管理费用率大幅降低1.4pct至2.2%，同时销售费率仅为0.5%（同比-0.2pct），研发费率为1.3%（同比-0.1pct），财务费率为2.4%（同比-0.5pct），彰显了公司优秀的费用控制能力。

图 4: 公司近年期间费用情况



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

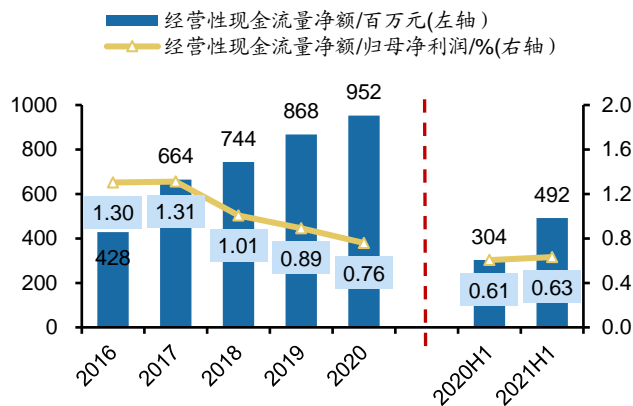
图 5: 公司近年期间费率不断下降



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

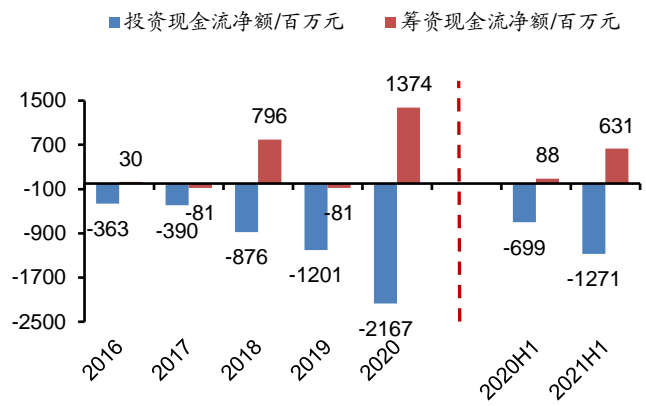
**经营性现金流同比增长62%，净现比同比上升2.8pct至63%。**2021年上半年公司经营  
经营性现金流净额达到4.92亿元，同比增长62.1%，主要系在运项目运营情况良好，  
同比收入增加所致。而公司上半年净现比处于为0.63，主要系工程收入占比提高所  
致。2021年上半年公司投资性现金流净流出额持续增加，达12.72亿元，主要系在建  
工程及PPP项目投入支出增加所致；筹资性现金流净额达6.31亿元，同比增长  
613.6%，主要为受疫情影响基数小以及公司项目贷款增加所致。

图 6: 2021H1公司经营性现金流净额达4.92亿元



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

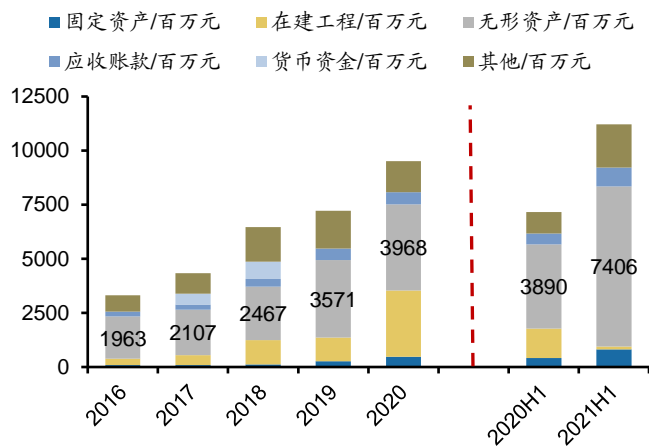
图 7: 2021H1投资规模不断扩大



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

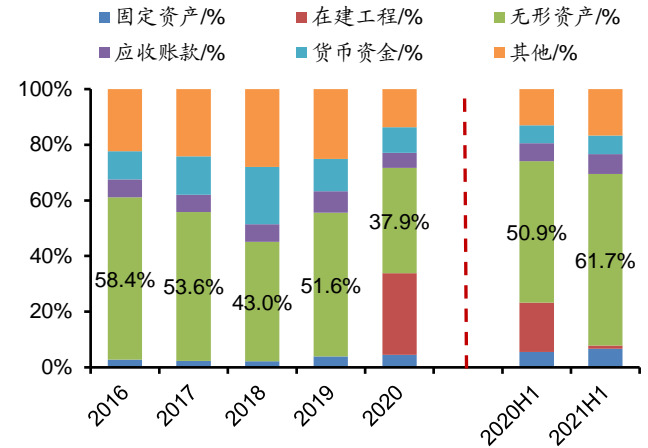
**受会计政策变更影响，上半年公司在建工程完工后转入无形资产。**根据最新会计政  
策，BOT项目达到预定可使用状态后转入无形资产核算，公司大部分在建工程完工  
后转入无形资产。2021H1公司在建工程与无形资产合计75.4亿元，同比增长43.6%，  
主要系在建PPP项目增多，带来无形资产大幅增长，总资产额稳步上升至120亿元。

图 8: 2021H1公司资产稳步上升至120亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

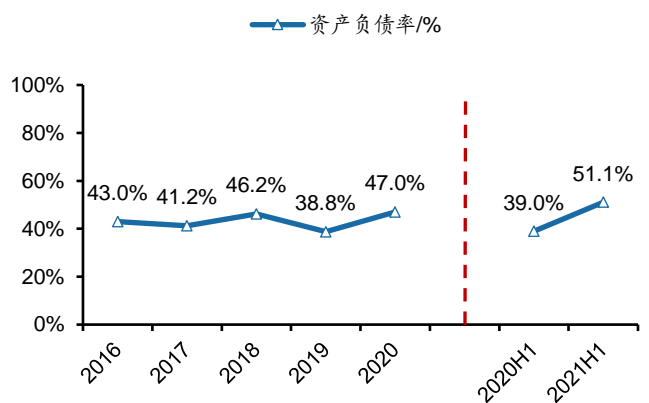
图 9: 据最新会计政策在建工程(BOT)转入无形资产



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

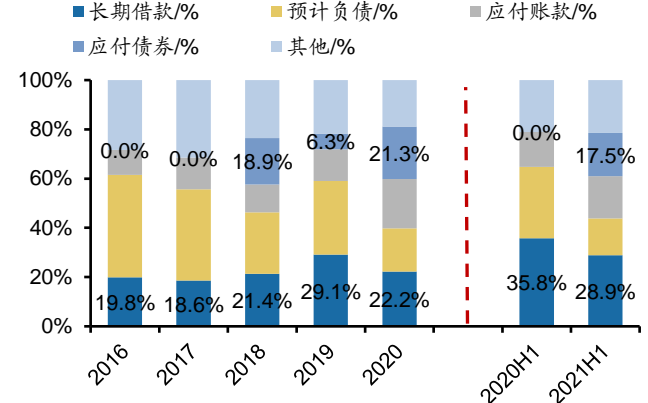
受公司项目贷款增加及去年转债发行影响, 公司负债率上升至51%。从负债结构来看, 近年来公司资产负债率基本保持稳定, 受公司加快项目建设及去年转债发行影响, 2021年上半年资产负债率上升至51.1%, 但整体仍处于上市公司较低水平。2021年上半年应付账款同比增加149.5%, 主要系公司工程建设加速影响; 负债主要由长期借款构成(占比28.9%)。

图 10: 资产负债率保持稳定, 位于行业低水平



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 11: 2021H1应付账款占总负债的17.19%

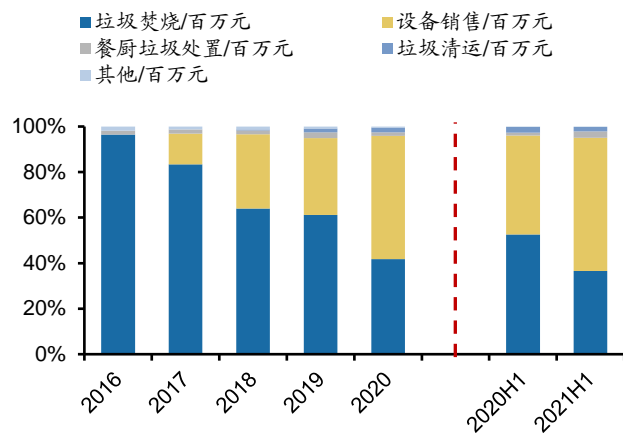


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

## 二、设备收入同比+146%、餐厨同比+283%，焚烧+稳步推进

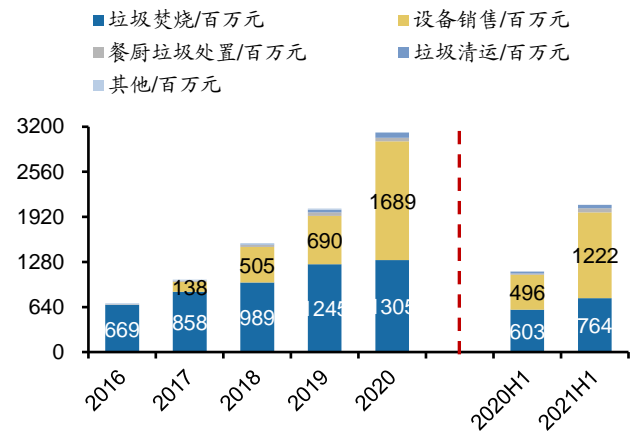
设备销售营收达12.22亿元(同比+146%)，为主力军贡献58.5%营收。2017年前公司收入几乎全部来自于垃圾焚烧项目的运营, 近年工程业务占比持续提升, 带动设备销售收入大幅增长。2021H1公司垃圾焚烧业务营收7.64亿元(同比+26.8%)，受工程建设加速影响, 2021H1工程设备销售业务实现营收12.2亿元(同比+146.1%)。公司预计2021年为投产大年, 下半年设备销售业务有望继续增长。

图 12: 公司设备销售收入占比持续提高



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

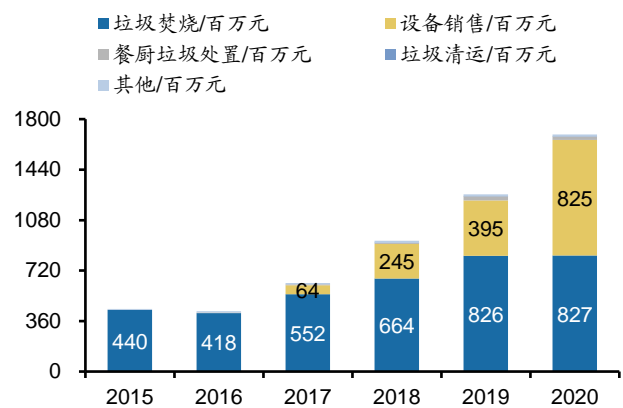
图 13: 公司分业务营收情况



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

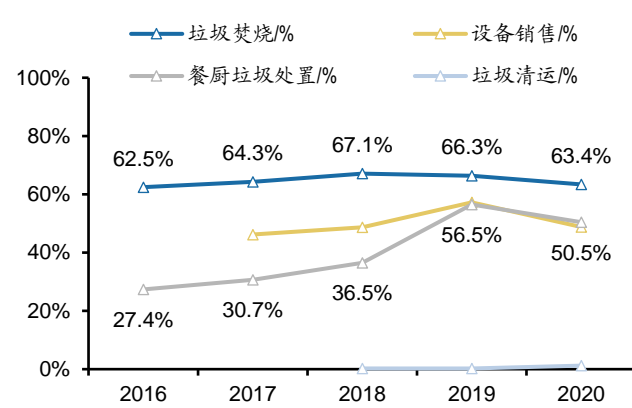
**餐厨垃圾处理营收达5981万元同比+283%，焚烧+业务同步推进。**近年公司逐步拓展餐厨垃圾、污水处理厂污泥、环卫等业务，布局固废全产业链。2021年上半年餐厨垃圾处置业务营业收入达5980.86万元（同比+283%），垃圾清运业务实现营收4190万元（同比+46.5%）。此外公司近年餐厨垃圾处置业务毛利率也在不断攀升，近两年均超过50%。公司垃圾焚烧业务有序推进的同时，各项业务不断取得新进展，焚烧+布局逐渐显露成效。

图 14: 2015-2020年分业务毛利润构成情况



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 15: 2015-2020年分业务毛利率情况



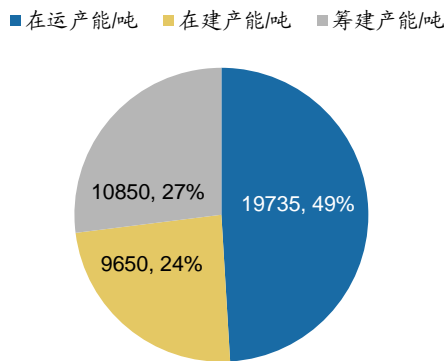
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

### 三、持续获取新项目并拓张一体化，多元成长前景广阔

上半年公司成功取得昌黎县城乡静脉产业园项目，且成功入选盛运环保系公司重整投资人资格，持续保障公司成长性并拓张一体化。2021年上半年公司联合体中标崇义项目，新增投资永康项目二期，且成功入选盛运环保系公司重整投资人资格，此外，公司签署昌黎县静脉产业园项目，包含焚烧+有机+污泥处置，公司在继续充实焚烧业务成长性的同时延伸一体化。此外，公司于2021年6月与青山控股达成战略合作关系，双方将在矿山尾矿处理、废旧电池回收利用、碳减排技术等领域展开合作，进一步完善公司多元成长布局。

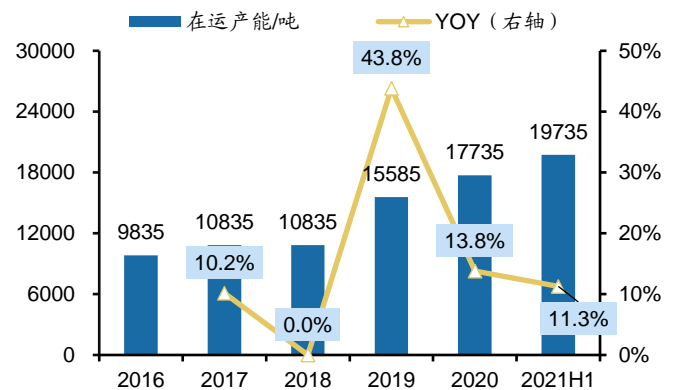
垃圾焚烧在运项目产能合计达1.97万吨/日，多个项目进入运营状态。截止2021年6月底，公司在建焚烧项目合计15个，规模约0.97万吨/日；筹建焚烧项目20个，合计已披露产能1.09万吨/日。在手项目产能合计超4.02万吨/日，（在建+筹建）/在运达1.04倍，在手项目充足。2021年以来，奉新、龙泉、文成项目进入正式运营，婺源、宁晋一炉一机分别于3月和5月实现并网发电；遂昌项目进入调试阶段，永丰项目成功点火，东阳、蒙阴、磐安项目开始进垃圾。根据公司中报最新数据，生活垃圾焚烧处理运营项目规模约1.97万吨/日；公司预计2021年为投产大年，投产规模超7000吨/日，公司预计全年总计实现垃圾处理量超700万吨，完成上网电量超7亿度。

图 16: 公司垃圾焚烧（在建+筹建）/在运达1.04倍



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 17: 截至上半年，在运产能同比去年全年已+11%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

公司9个在运餐厨项目产能合计达1075吨/日，积极进行焚烧+布局。2021年以来，公司新签临海、澄江、昌黎县3个餐厨项目，总产能不断提高。公司已披露在运餐厨项目9个（7个正式投运，2个试运营），产能达1075吨/日。此外，公司还新签文成渗滤液项目，垃圾焚烧第三方监管项目，青岛垃圾分类第三方考核项目，各项协同业务发展。

表 1: 在运餐厨项目 9 个（7 个正式投运，2 个试运营），合计产能 1075 吨/日

项目名称	状态	省份	产能 (吨/日)	签订时间
温州餐厨项目	在运	黑龙江	200	2015/7
瑞安项目二期餐厨垃圾处理	在运	江西	150	2017/5
永康餐厨垃圾收运处理	在运	湖南	100	2018/3
龙泉餐厨粪便处理	在运	福建	25	2018/9
文成餐厨垃圾收运和处理	试运营	河北	50	2018/11
嘉善县餐厨/厨余垃圾处理协议	在运	福建	200	2019/4
江山市餐厨	在运	福建	100	2019/4
武义县餐厨垃圾综合处理	在运	贵州	75	2019/6
平阳县餐厨垃圾处理（当期）	试运营	浙江	175	2020/7
<b>合计</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>1075</b>	<b>/</b>

数据来源：伟明环保定期报告、项目中标公告，广发证券发展研究中心

**表 2: 伟明环保 2021H1 新签/续签餐厨、环卫项目**

餐厨项目名称	垃圾处理规模 (吨/日)	特许经营年限	签订时间
临海餐厨垃圾收运处理	-	-	2021/6
澄江餐厨项目	50	29	2021/7
昌黎县项目	50	与焚烧项目同期	2021/7
文成渗滤液及设备运维项目	-	合同采取一年一签, 最多续签两次	2021/5
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>/</b>	<b>/</b>

数据来源: 伟明环保定期报告、项目中标公告, 广发证券发展研究中心

#### 四、持续扩张的焚烧+的优质焚烧运营公司, 维持“买入”评级

预计公司2021-2023年归母净利润分别为16.1/19.4/23.4亿元, 按最新收盘价对应PE分别为20.6/17.1/14.2倍。综合考虑可比公司估值和公司业绩增速, 同时焚烧+业务发展提供未来成长空间, 给予2021年25倍PE, 对应合理价值32.05元/股, 维持“买入”评级。

**表 3: 伟明环保可比公司 PE 估值情况可比 (最新收盘价日期: 2021/8/20)**

代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS (元/股)			PE/倍		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603568.SH	伟明环保	332.36	26.45	CNY	1.00	1.28	1.55	18.92	20.63	17.11
600323.SH	瀚蓝环境	185.57	22.76	CNY	1.38	1.62	1.95	17.99	14.05	11.65
601200.SH	上海环境	125.42	11.18	CNY	0.56	0.66	0.77	19.55	17.02	14.49
002034.SZ	旺能环境	72.05	17.10	CNY	1.24	1.56	1.90	12.85	10.97	8.98
601330.SH	绿色动力	121.51	8.72	CNY	0.92	0.90	1.13	23.89	16.47	13.25

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 备注: 伟明环保盈利预测来自广发证券发展研究中心, 其他来自Wind一致预测

#### 五、风险提示

新订单获取速度低于预期; 项目进度低于预期; 国家新能源电价补贴退坡; 补贴发放进度低于预期。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,752</b>	<b>2,737</b>	<b>3,393</b>	<b>4,008</b>	<b>5,132</b>
货币资金	802	965	1,050	1,120	1,597
应收及预付	575	575	1,129	1,410	1,875
存货	110	159	249	297	356
其他流动资产	264	1,039	964	1,182	1,304
<b>非流动资产</b>	<b>5,163</b>	<b>7,736</b>	<b>10,625</b>	<b>13,024</b>	<b>15,340</b>
长期股权投资	10	27	37	47	57
固定资产	275	473	615	742	852
在建工程	1,095	3,069	4,569	5,869	7,169
无形资产	3,571	3,968	5,205	6,167	7,064
其他长期资产	213	198	198	198	198
<b>资产总计</b>	<b>6,915</b>	<b>10,473</b>	<b>14,018</b>	<b>17,032</b>	<b>20,473</b>
<b>流动负债</b>	<b>613</b>	<b>1,539</b>	<b>2,235</b>	<b>2,061</b>	<b>2,328</b>
短期借款	0	150	569	292	266
应付及预收	347	985	998	1,059	1,215
其他流动负债	265	404	668	709	847
<b>非流动负债</b>	<b>2,068</b>	<b>3,386</b>	<b>4,586</b>	<b>5,786</b>	<b>6,586</b>
长期借款	780	1,094	2,294	3,494	4,294
应付债券	169	1,050	1,050	1,050	1,050
其他非流动负债	1,118	1,242	1,242	1,242	1,242
<b>负债合计</b>	<b>2,680</b>	<b>4,925</b>	<b>6,821</b>	<b>7,846</b>	<b>8,914</b>
股本	955	1,257	1,257	1,257	1,257
资本公积	571	495	495	495	495
留存收益	2,672	3,630	5,281	7,274	9,651
归属母公司股东权益	4,210	5,489	7,140	9,134	11,511
少数股东权益	24	59	56	53	49
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,915</b>	<b>10,473</b>	<b>14,018</b>	<b>17,032</b>	<b>20,473</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>868</b>	<b>952</b>	<b>1,829</b>	<b>2,177</b>	<b>2,779</b>
净利润	972	1,256	1,608	1,940	2,333
折旧摊销	191	221	320	415	500
营运资金变动	-387	-658	-292	-444	-354
其它	91	134	193	267	300
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,201</b>	<b>-2,167</b>	<b>-3,209</b>	<b>-2,814</b>	<b>-2,816</b>
资本支出	-1,214	-1,897	-3,199	-2,804	-2,806
投资变动	11	-267	-10	-10	-10
其他	2	-3	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-81</b>	<b>1,374</b>	<b>1,465</b>	<b>707</b>	<b>514</b>
银行借款	614	1,932	1,619	923	774
股权融资	17	32	0	0	0
其他	-711	-590	-153	-217	-260
<b>现金净增加额</b>	<b>-414</b>	<b>159</b>	<b>85</b>	<b>70</b>	<b>477</b>
期初现金余额	1,180	766	965	1,050	1,120
期末现金余额	766	926	1,050	1,120	1,597

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	31.7%	53.3%	43.7%	17.0%	21.3%
营业利润增长	28.2%	31.7%	28.0%	19.2%	21.0%
归母净利润增长	31.7%	29.0%	28.1%	20.6%	20.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.0%	54.1%	49.4%	51.0%	50.4%
净利率	47.7%	40.2%	35.8%	36.9%	36.6%
ROE	23.1%	22.9%	22.6%	21.3%	20.3%
ROIC	18.4%	16.1%	14.8%	14.4%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.8%	47.0%	48.7%	46.1%	43.5%
净负债比率	63.3%	88.8%	94.8%	85.4%	77.1%
流动比率	2.86	1.78	1.52	1.95	2.20
速动比率	2.61	1.46	1.40	1.78	2.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.29	0.30	0.32	0.31	0.31
应收账款周转率	3.81	5.57	4.06	3.84	3.48
存货周转率	18.50	19.65	18.05	17.69	17.88
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.02	1.00	1.28	1.55	1.86
每股经营现金流	0.91	0.76	1.46	1.73	2.21
每股净资产	4.41	4.37	5.68	7.27	9.16
<b>估值比率</b>					
P/E	22.47	18.92	20.63	17.11	14.22
P/B	5.20	4.33	4.65	3.64	2.89
EV/EBITDA	17.24	14.78	16.19	13.50	11.34

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,038</b>	<b>3,123</b>	<b>4,489</b>	<b>5,249</b>	<b>6,370</b>
营业成本	775	1,433	2,269	2,570	3,160
营业税金及附加	24	32	49	57	69
销售费用	15	22	34	39	48
管理费用	99	91	135	157	191
研发费用	34	60	85	94	108
财务费用	85	74	143	206	248
资产减值损失	0	-32	-40	-50	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,103</b>	<b>1,452</b>	<b>1,859</b>	<b>2,217</b>	<b>2,682</b>
营业外收支	0	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,103</b>	<b>1,456</b>	<b>1,859</b>	<b>2,217</b>	<b>2,682</b>
所得税	131	200	251	277	349
<b>净利润</b>	<b>972</b>	<b>1,256</b>	<b>1,608</b>	<b>1,940</b>	<b>2,333</b>
少数股东损益	-3	-2	-3	-4	-4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>974</b>	<b>1,257</b>	<b>1,611</b>	<b>1,943</b>	<b>2,337</b>
EBITDA	1,282	1,706	2,236	2,745	3,294
EPS (元)	1.02	1.00	1.28	1.55	1.86

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。