



林业领航者，碳汇龙头扬帆出海

——东珠生态（603359.SH）首次覆盖报告

核心观点

园林生态行业领航者，全力转型林业碳汇。公司前身为无锡市东珠绿化有限公司，成立于2001年，并于2017年9月在上海证券交易所主板上市。第一大股东为席惠明，持股比例为38.04%，公司实际控制人为席惠明夫妇。公司主营业务涵盖生态湿地修复和市政道路景观，拥有集苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护为一体的全产业链集成运营能力。此外，公司响应国家“双碳目标”的号召，积极布局碳交易业务，与上海环境能源交易所及绿技行签订战略合作协议，并成立东珠碳汇（上海）生态科技有限公司，林业碳汇未来或成新的业绩增长点。公司也是中证上海环交所碳中和指数（SEEE 碳中和 931755）唯一入选的林业企业。

凭借领先的生态修复技术与园林生态领域全产业链布局，有望充分分享生态环保相关政策红利。在双碳背景下，生态环保建设作为重要的负排放途径，重要性日益凸显。国家始终高度重视生态环保建设，在政策持续加码地推动下，我国生态环保投资屡创新高，投资增速位居基建细分领域之首。生态环保投资完成额从2013年的1416亿元高速增长到2019年的7388亿元，CAGR达32%。生态修复行业尚处于起步阶段，未来成长空间广阔。公司有望凭借全产业链布局，充分享受政策红利。

依托丰富的林业资源与技术优势，有望成为林业碳汇行业龙头。林业碳汇是最经济的负排放途径，去除二氧化碳的成本大概在10-50美元/吨，其余途径成本均高于100美元/吨。此外《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》中明确到2025年，森林覆盖率达24.1%，森林蓄积量达190亿m³，叠加我国森林覆盖率远不及全球平均水平，林业碳汇具有生态优势。该行业目前处于起步阶段，随着CCER重启，行业未来发展可期。我们预计到2025年，我国林业碳汇市场规模或达532.5亿。公司依托在全国林业系统的优势资源与在苗木领域的精深知识，在开拓碳汇交易领域具备雄厚资源与精准导向优势，有望成为林业碳汇行业龙头。

投资建议

考虑到公司传统业务稳健增长以及在碳汇交易业务的全面布局，我们给予公司2021/22/23年EPS的预测分别为1.07/1.20/1.37元，对应的PE分别为12/11/9X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

订单业绩不及预期；政策落地不及预期；碳交易推广不及预期；林业碳汇可逆性等。

盈利预测

项目(单位: 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2337.91	2606.77	2906.55	3240.80
增长率	0.16	0.12	0.12	0.12
归母净利润	380.37	477.24	537.13	611.55
增长率	0.05	0.25	0.13	0.14
EPS (元/股)	1.19	1.07	1.20	1.37
市盈率 (P/E)	13.44	11.85	10.53	9.25
市净率 (P/B)	2.22	1.48	1.29	1.13

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价为2021年10月28日收盘价12.68元

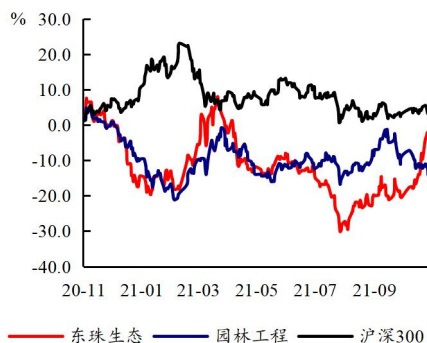
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 段小虎
资格证书 S1710521080001
电子邮箱 duanxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	446.10
流通A股/B股(百万股)	446.10/0.00
资产负债率(%)	56.54
每股净资产(元)	7.63
市净率(倍)	1.63
净资产收益率(加权)	8.28
12个月内最高/最低价	20.18/9.21

相关研究

正文目录

1. 园林生态行业领航者，资产负债表端表现优异.....	4
1.1. 园林生态领域具备全产业链优势，碳汇领域扬帆起航.....	4
1.2. 业绩稳健增长，资产负债表端表现优异.....	7
1.3. 实施员工持股计划，彰显公司信心.....	10
2. 政策驱动园林生态行业发展，技术占优领跑行业.....	11
2.1. 国家政策持续加码，生态环保投资维持高增速.....	11
2.2. 生态修复行业处于起步阶段，技术门槛凸显实力.....	13
2.3. 行业成长空间广阔，机遇挑战相伴而行.....	15
2.4. 公司生态修复技术领先，设计施工融合增效.....	16
3. 林业碳汇顺应时代，空间广阔龙头凸显.....	16
3.1. 林业碳汇应势而生，政策规范有序推出.....	16
3.2. 林业碳汇是实现碳中和的必经之路，兼具性价比及生态优势.....	19
3.3. 林业碳汇市场空间大，五百亿市场规模.....	22
3.4. 公司依托林业资源与技术优势，有望成为行业龙头.....	23
4. 盈利预测.....	23
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 公司历史沿革.....	4
图表 2. 公司工程案例.....	5
图表 3. 公司与上海环境能源交易所以及绿色技术银行签订战略合作协议.....	6
图表 4. 东珠生态股权结构.....	7
图表 5. 公司历年营收变动趋势.....	7
图表 6. 公司历年归母净利润变动趋势.....	7
图表 7. 公司毛利率与净利率变动趋势.....	8
图表 8. 公司期间费用率变动趋势.....	8
图表 9. 同行业公司（SW 园林工程）2021 年 Q1-Q3 资产负债率.....	9
图表 10. 同行业公司（SW 园林工程）2021 年 Q1-Q3 有息负债率.....	9
图表 11. 同行业公司（SW 园林工程）2021 年 Q1-Q3 应收账款周转天数.....	10
图表 12. 公司现金流表现承压.....	10
图表 13. 主要国家碳中和承诺时间表.....	11
图表 14. 重要生态修复与景观建设相关政策法规.....	11
图表 15. 基础设施、生态保护和环境治理业固定资产投资完成额累计同比.....	13
图表 16. 生态修复与园林绿化主要业务方向.....	14
图表 17. 生态修复技术彰显企业水准.....	14
图表 18. 湿地保护投资额不断提升.....	15
图表 19. 国家储备林远期投资额增长近 3 倍.....	15
图表 20. 我国城镇绿地公园投资额.....	15
图表 21. 人均公园绿地面积随城镇化率稳步提升.....	15
图表 22. 生态修复与景观建设行业五大发展趋势.....	16
图表 23. 我国林业碳汇交易机制.....	17
图表 24. 我国林业碳汇相关政策.....	18
图表 25. CCER 林业碳汇方法学.....	18
图表 26. CCER 林业碳汇项目适用条件.....	19
图表 27. 我国碳中和机理框架.....	20
图表 28. 负排放技术.....	21



图表 29. 各项负排放技术的成本及潜在二氧化碳减排量.....	21
图表 30. “十四五”时期林草保护发展主要指标.....	22

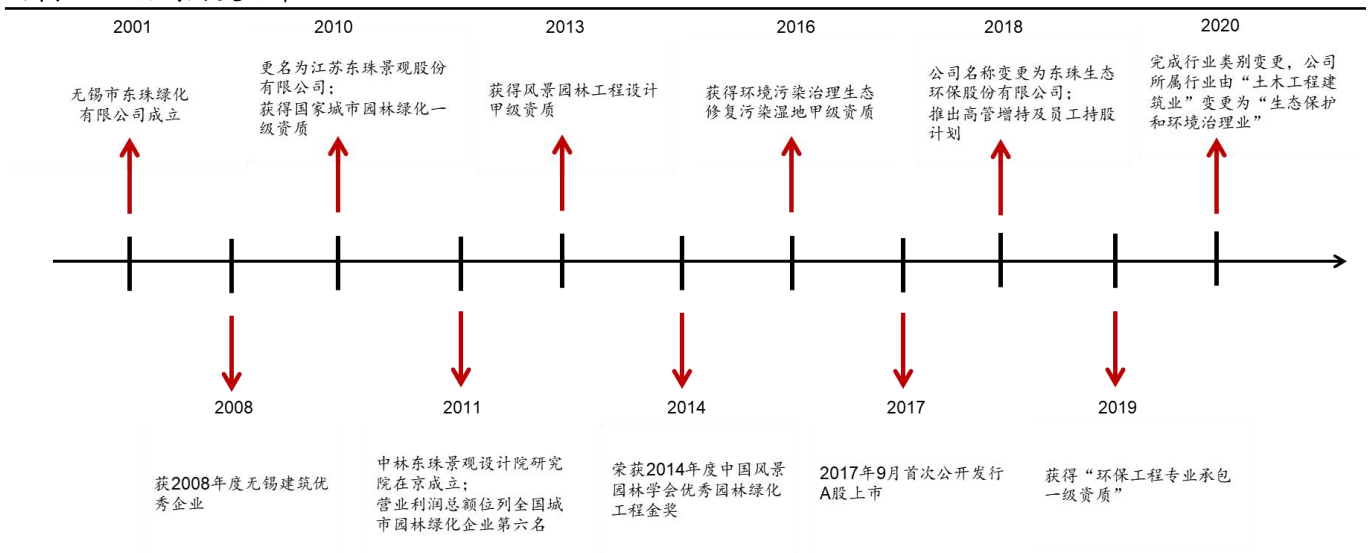
1. 园林生态行业领航者，资产负债表端表现优异

1.1. 园林生态领域具备全产业链优势，碳汇领域扬帆起航

东珠生态环保股份有限公司，前身为无锡市东珠绿化有限公司，成立于2001年，并于2017年9月在上海证券交易所主板上市。公司主营生态治理、市政绿化、公园广场、地产景观等场景设计、施工和养护业务，是一家综合性生态环境修复与园林景观建设服务商，拥有集苗木种植、生态景观设计、生态修复与景观工程建设、景观养护为一体的**全产业链集成运营能力**。公司是国内资质较全的园林景观服务商之一，同时拥有“市政公用工程施工总承包一级”、“风景园林工程设计专项甲级”、“环保工程专业承包一级”、“水利水电工程施工总承包二级”和“江苏省环境污染治理能力甲级”资质。从公司的研发能力来看，截止目前，在生态修复领域，公司取得的专利有40项，在园林绿化领域，公司取得的专利有23项，在市政工程领域，公司取得的专利有4项。







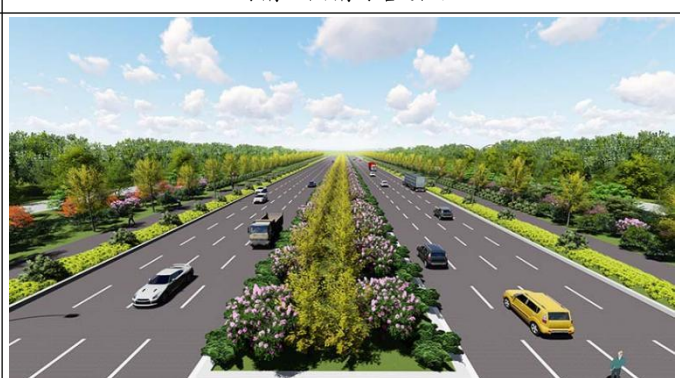
此外，公司响应“双碳目标”的号召，积极布局碳交易业务，于2021年6月与上海环境能源交易所以及绿色技术银行签订战略合作协议，并于2021年8月成立东珠碳汇（上海）生态科技有限公司，林业碳汇业务未来或成新的业绩增长点。值得关注的是，公司为中证上海环交所碳中和指数（SEEE 碳中和 931755）唯一入选的林业企业。

图表 1. 公司历史沿革



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 2. 公司工程案例

湿地修复	市政景观
江苏·徐州潘安湖湿地公园项目	杭州·G20峰会主题公园（杭州钱江世纪城公园）
	
无锡·宛山湖湿地公园项目	无锡·和泽公园项目
	
无锡·贡湖湾国家湿地公园项目	无锡·馨和园市民广场
	
无锡·尚贤河国家湿地公园项目	河南·汝南综合项目
	

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

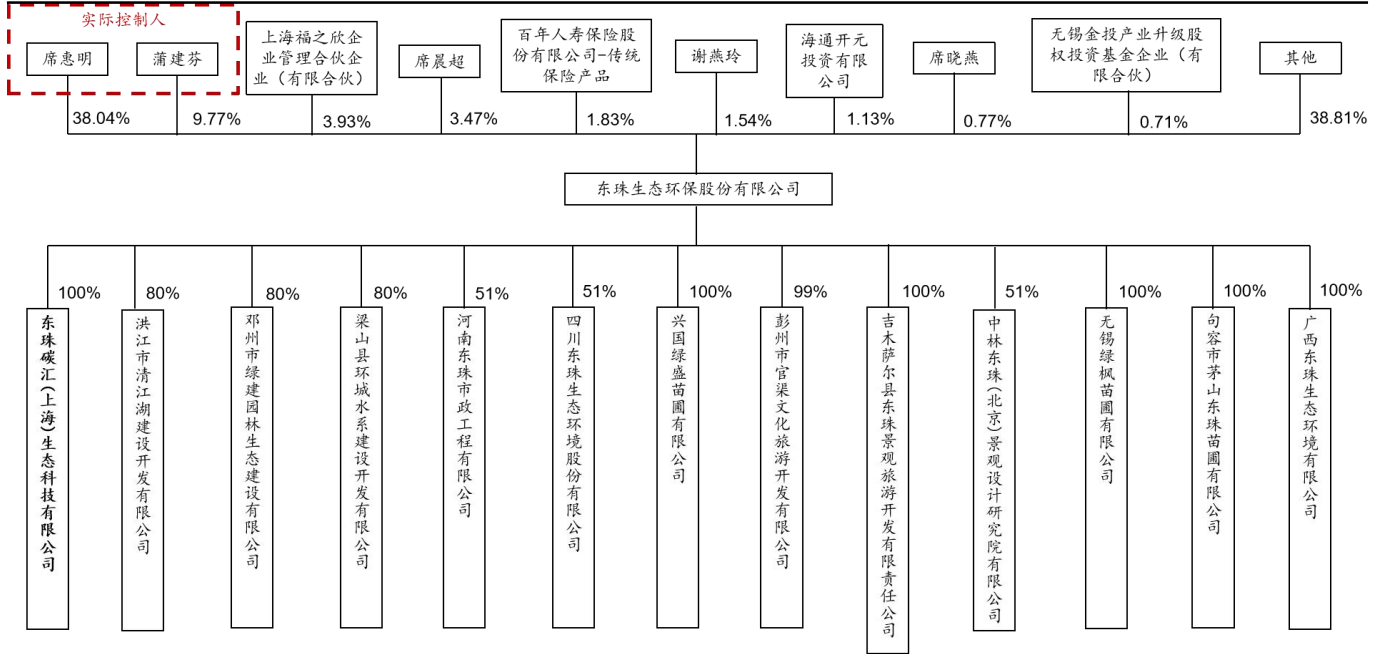
图表 3. 公司与上海环境能源交易所以及绿色技术银行签订战略合作协议



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

截至 2021 年三季度报，公司第一大股东为席惠明，持股比例为 38.04%，第二大股东为蒲建芬（席惠明之妻），持股比例为 9.77%，公司实际控制人为席惠明夫妇。

图表 4. 东珠生态股权结构

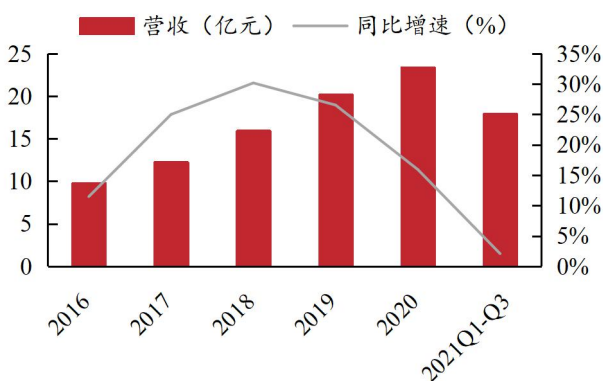


资料来源：公司公告（控股/参股公司未完全显示），东亚前海证券研究所

1.2. 业绩稳健增长，资产负债表端表现优异

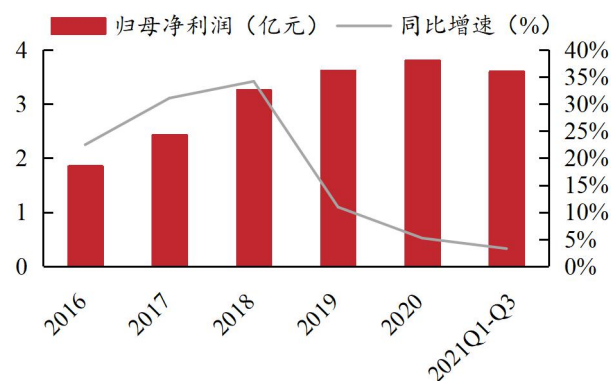
公司营收及归母净利润保持稳健增长。2016-2020年，公司营收增长稳健，CAGR为24.3%；同期归母净利润CAGR为19.7%。2021年Q1-Q3，公司实现营收17.9亿元，同比+2.1%；实现归母净利润3.6亿元，同比+3.3%。单季度来看，Q3实现营收5.1亿元，同比-5.6%；实现归母净利润0.8亿元，同比-17.7%，主要系去年同期基数较高所致。订单方面来看，2021年Q1-Q3，公司及子公司新签订项目合同11项，包括园林绿化生态工程施工业务合同9项和规划设计业务合同2项，合计金额为15.9亿元，同比+21.4%。同期公司及子公司新中标项目12项，包括园林绿化生态工程施工业务9项和规划设计业务3项，合计金额为16.2亿元。

图表 5. 公司历年营收变动趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司历年归母净利润变动趋势

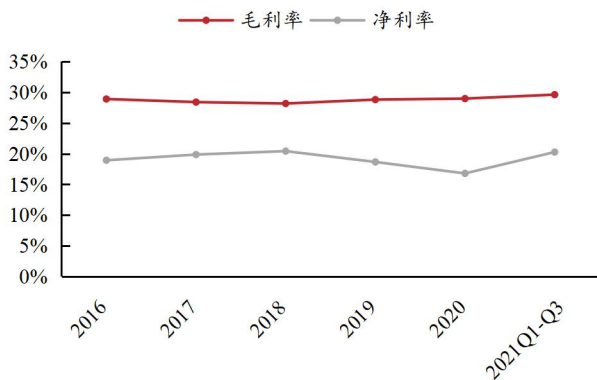


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司盈利能力稳中有升，费用管控良好。2016-2020年，公司毛利率总

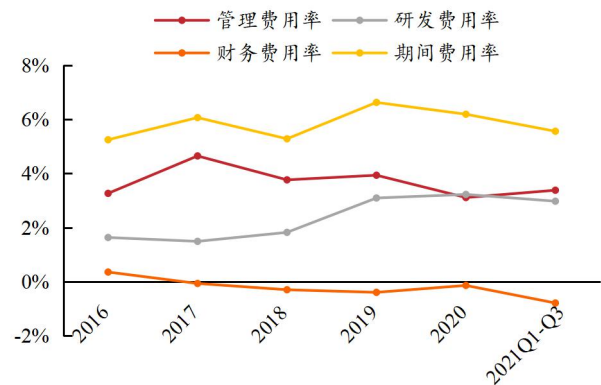
体稳中有升，由2016年的28.9%小幅提升至2020年的29.0%。2016-2020年，公司费用管控良好，管理、研发、财务费用率分别稳定在3.1%~4.7%、1.5%~3.2%、-0.4%~0.4%。2021年Q1-Q3，公司毛利率为29.6%，同比-0.4pct；净利率为20.3%，同比-0.2pct。同期公司期间费用率为5.6%，同比+0.5pct，其中研发费用率同比+0.8pct；管理费用率同比+0.3pct，主要系上年同期受疫情影响，提倡线上办公和接洽业务，办公费、差旅费减少，疫情阶段性减免社保费所致。

图表 7. 公司毛利率与净利率变动趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

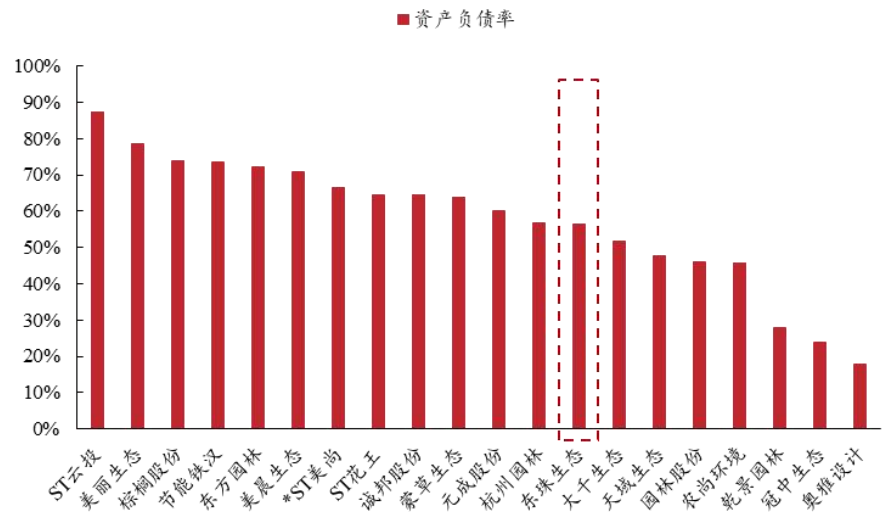
图表 8. 公司期间费用率变动趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

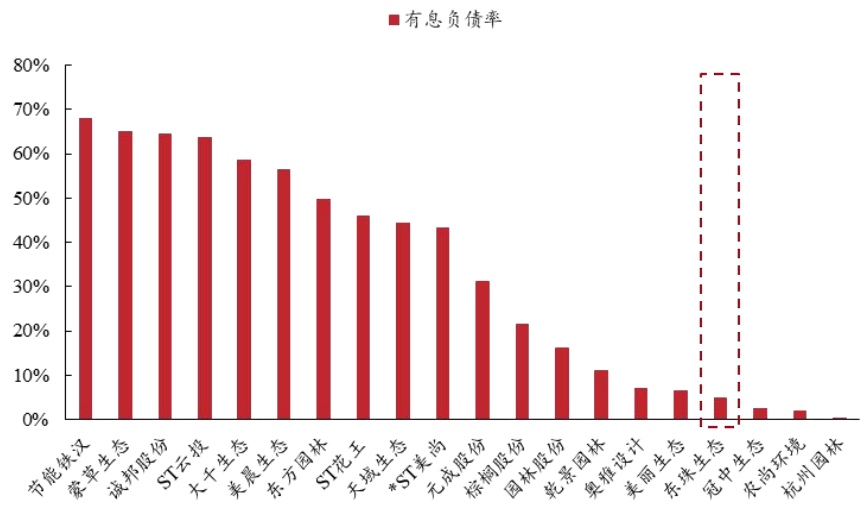
资产负债表端表现优异，长期零有息负债率，大股东无股权质押。公司资产负债表端表现优异，主要体现在1) 虽资产负债率呈上升趋势，由2016年的49.5%提升至2021年Q1-Q3的56.5%，但在同业内仍处于较低位置；2) 截至2021年H1，公司无有息负债；截至2021年Q3，公司有息负债率为4.8%，主要系杭州G20峰会沿江干道项目数量增加并要求加速竣工所致，公司有息负债率在同业仍处于较低水平；3) 应收账款周转天数处于业内较低水平；4) 大股东无股权质押。

图表 9. 同行业公司 (SW 园林工程) 2021 年 Q1-Q3 资产负债率



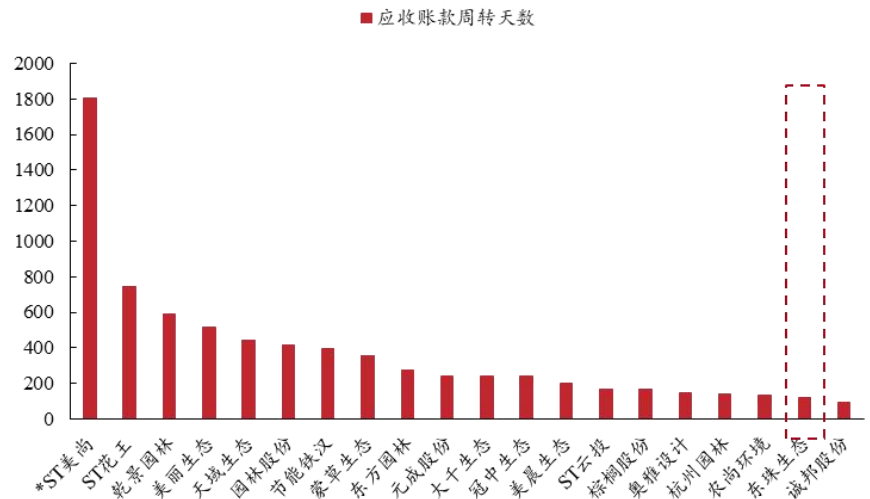
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 同业样本仅涵盖已披露三季报的 SW 园林工程板块标的)

图表 10. 同行业公司 (SW 园林工程) 2021 年 Q1-Q3 有息负债率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 同业样本仅涵盖已披露三季报的 SW 园林工程板块标的)

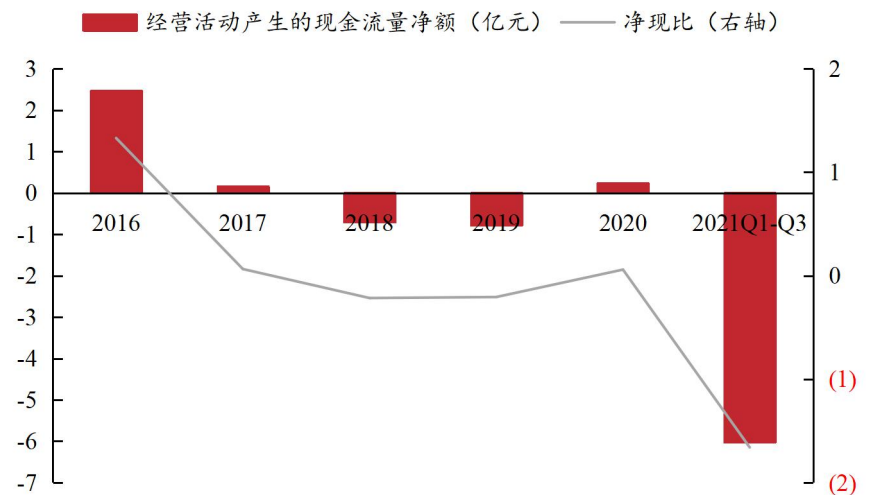
图表 11. 同业公司 (SW 园林工程) 2021 年 Q1-Q3 应收账款周转天数



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 同业样本仅涵盖已披露三季报的 SW 园林工程板块标的)

公司现金流表现承压。2016-2020 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.5/0.2/-0.7/-0.8/0.2 亿元, 同期净现比为 1.3/0.1/-0.2/-0.2/0.1。2021 年 Q1-Q3, 公司经营性活动产生的现金流量净额为-6.0 亿元, 去年同期为-4.4 亿元, 主要系报告期内支付的供应商工程款增加。

图表 12. 公司现金流表现承压



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

1.3. 实施员工持股计划, 彰显公司信心

公司于 2021 年 4 月发布《2021 年第一期员工持股计划(草案)》, 回购股份总数为 162.44 万股 (占总股本 0.51%), 计划参与对象不超过 150 人, 其中董事、监事和高级管理人员不参与本次员工持股计划。该计划以 2021-2023 年三个会计年度为业绩考核年度, 三年的解锁比例分别为 50%/30%/20%, 解锁条件为: 以 2020 年归母净利润为基数, 2021-2023 年

归母净利润增长率分别不低于 20%/38%/58.7%。该计划有助于提高员工积极性及凝聚力，同时也彰显了公司对未来发展充满信心。

2. 政策驱动园林生态行业发展，技术占优领跑行业

2.1. 国家政策持续加码，生态环保投资维持高增速

生态修复顺应碳中和时代大变局，国家政策持续加码。国家始终高度重视生态文明建设，“绿水青山就是金山银山”的理念彰显生态修复势在必行。在全球碳中和进程加速，以及中国提出“2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和”的背景下，生态文明建设作为重要的负排放途径，重要性日益凸显。近期，国家先后出台《关于推动城乡建设绿色发展的意见》、《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》，政策托底生态文明建设加速发展。此外，国家先后出台有针对性的政策方针以加强生态文明建设（详见图表 14）。

图表 13. 主要国家碳中和承诺时间表

国家	碳中和时间	相关举措与时间进度
英国	2050	修订《气候变化法案》，确立到 2050 年实现温室气体“净零排放”的目标。
德国	2050	2019 年 11 月，德国联邦议院通过《气候保护法》，首次以法律形式确定德国中长期温室气体减排目标，即到 2030 年实现温室气体排放总量较 1990 年至少减少 55%。
中国	2060	10 月 24 日，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》发布。意见提出到 2025 年，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%。
美国	2050	六大州和领地通过立法，设定到 2045 年或 2050 年实现 100%清洁能源的全州目标。100 多个城市做出 100%清洁能源的承诺。
巴西	2050	设立目标到 2025 年温室气体排放量较 2005 年低 37%，到 2030 年较 2005 年水平低 43%；2050 年碳中和。
印度	--	到 2030 年碳排放量较 2005 年下降 33%-35%，致力于实现 100%燃油车限售。
加拿大	2050	承诺到 2030 年温室气体排放水平较 2005 年下降 30%。
日本	2050	2020 年，日本政府公布脱碳路线图草案为海上风电、电动汽车等 14 个领域设定了不同的发展时间表，旨在通过技术创新和绿色投资的方式加速向低碳社会转型。

资料来源：国际能源署，各国政府网站，东亚前海证券研究所

图表 14. 重要生态修复与景观建设相关政策法规

类别	时间	会议/政策	主要内容
	2012 年 11 月	中共十八大	从经济、政治、文化、社会、生态文明五个方面，制定了新时代统筹推进“五位一体”总体布局的战略目标。
	2017 年 11 月	中共十九大	生态文明建设功在当代、利在千秋，关系重大，并将美丽中国纳入强国目标。

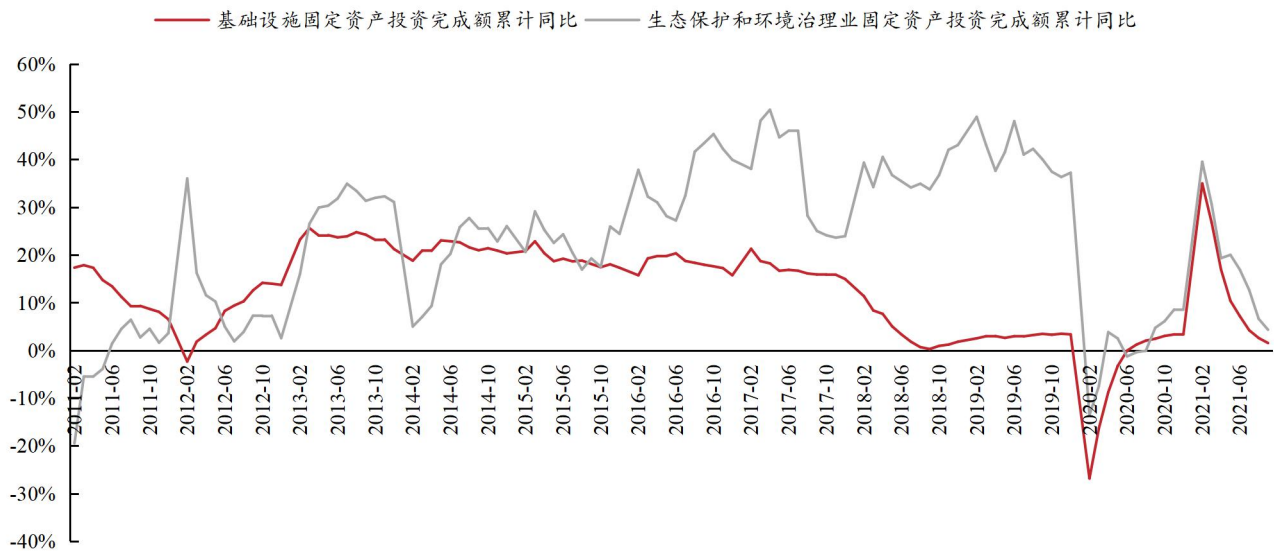
生态建设 大政方针	2018年6月	《全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	明确要求大气、水、土壤污染防治行动计划要深入实施，生态系统保护和修复重大工程进展顺利，生态文明建设成效显著。
	2020年1月	全国生态环境保护工作会议	坚决打好打赢污染防治攻坚战，加快构建现代环境治理体系，以生态环境保护优异成绩决胜全面建成小康社会。
	2020年3月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	到2025年，建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系，形成导向清晰、决策科学、执行有力、激励有效、多元参与、良性互动的环境治理体系。
生态建设 政策文件	2013年9月	《大气污染防治行动计划》	具体目标为到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高。
	2015年4月	《水污染防治行动计划》	到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。
	2015年5月	《关于加快推进生态文明建设的意见》	到2020年，资源节约型和环境友好型社会建设取得重大进展，主体功能区布局基本形成，经济发展质量和效益显著提高，生态文明主流价值观在全社会得到推行，生态文明建设水平与全面建成小康社会目标相适应。
	2016年5月	《土壤污染防治行动计划》	到2030年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控。
	2016年12月	《生态文明建设目标评价考核办法》	评价重点评估各地区上一年度生态文明建设进展总体情况，引导各地区落实生态文明建设相关工作，每年开展1次。
	2018年6月	《生态文明建设标准体系发展行动指南（2018-2020年）》	到2020年，生态文明建设标准体系基本建立，制修订核心标准100项左右，生态文明建设领域国家技术标准创新基地达到3-5个。
湿地修复 相关政策	2003年9月	《全国湿地保护工程规划（2002-2030年）》	到2030年，中国湿地自然保护区将发展到713个，国际重要湿地达到80个，建成53个国家湿地保护与合理利用示范区。
	2005年8月	《关于加强湿地保护管理的通知》	进一步提高认识，把湿地保护作为建设生态城市的重要任务来抓。采取有效措施，坚决制止随意侵占和破坏湿地的行为。
	2006年5月	《全国湿地保护工程实施规划（2005—2010年）》	加强对自然湿地的保护监管，努力恢复湿地的自然特性和生态功能，初步扭转自然湿地面积减少和功能下降的局面，为我国实施可持续发展战略服务。
	2008年9月	《国家湿地公园建设规范》	本标准规定了国家湿地公园建设的基本原则，应具备的基本条件及其功能分区和建设内容。
	2010年2月	《国家湿地公园总体规划导则》和《国家湿地公园管理办法（试行）》	规范国家湿地公园总体规划编制和推进国家湿地公园建设，加强对国家湿地公园建设和管理。
	2014年2月	《关于进一步加强国家湿地公园建设管理的通知》	着力解决国家湿地公园建设管理中存在的问题，要积极争取地方政府的支持，将国家湿地公园建设纳入地方国民经济和社会发展规划，列入年度财政预算，建立起长效投入机制；要完善政策，拓宽国家湿地公园建设的融资渠道，广泛吸纳企业等社会资金参与国家湿地公园建设。
	2016年11月	《全国湿地保护工程“十三五”实施规划》	到2020年，全国湿地面积不低于8亿亩，湿地保护率达50%以上，恢复退化湿地14万公顷，新增湿地面积20万公顷（含退耕还湿）。
	2016年11月	《湿地保护修复制度方案》	到2020年，全国湿地面积不低于8亿亩，其中，自然湿地面积不低于7亿亩，新增湿地面积300万亩，湿地保护率提高到50%以上。
2017年5月	《贯彻落实〈湿地保护修复制度方案〉的实施意见》	确保到2020年，建立较为完善的湿地保护修复制度体系，为维护湿地生态系统健康提供制度保障。	

	2017年12月	《关于修改〈湿地保护管理规定〉的决定》	国家湿地公园实行晋升制，2年以上的省级湿地公园才具备申报条件。
其他生态修复和城市景观建设的相关政策	2013年9月	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	结合城乡环境整治、城中村改造、弃置地生态修复等，加大社区公园、街头游园、郊野公园、绿道绿廊等规划建设力度，完善生态园林指标体系，推动生态园林城市建设。
	2016年1月	《国家沙漠公园发展规划（2016-2025年）》	目标至2025年建设国家沙漠公园359个，总面积达142.7万公顷。截至2016年底，我国现有沙漠公园70个，预计2025年前将新增289个沙漠公园。
	2016年12月	《全国城市生态保护与建设规划（2015-2020年）》	加强污泥处理处置设施建设，强化设施运营监管能力。在水资源紧缺和水环境质量差的地区，加快推动建筑中水和污水再生利用设施建设。
	2018年1月	《水污染防治法》	新法明确，水污染防治应当坚持预防为主、防治结合、综合治理的原则，优先保护饮用水水源，预防、控制和减少水环境污染和生态破坏。
	2018年4月	《国家储备林建设规划（2018-2035年）》	明确了至2020年建设700万公顷国储林、至2035年建成2000万公顷国储林的目标。

资料来源：中华人民共和国政府网，环境保护部，国土部，住房城乡建设部，东亚前海证券研究所

国家政策大力支持下，生态环保投资完成额维持高增速。在国家政策持续加码的推动下，我国生态环保投资屡创新高，投资增速位居基建细分领域之首。生态环保投资完成额从2013年的1416亿元高速增长到2019年的7388亿元，CAGR达32%。2018年8月，我国基建投资完成额增速降低至0%左右水平，但生态环保投资完成额增速仍维持在较高水平，后期受疫情影响，双双大幅下跌。

图表 15. 基础设施、生态保护和环境治理业固定资产投资完成额累计同比



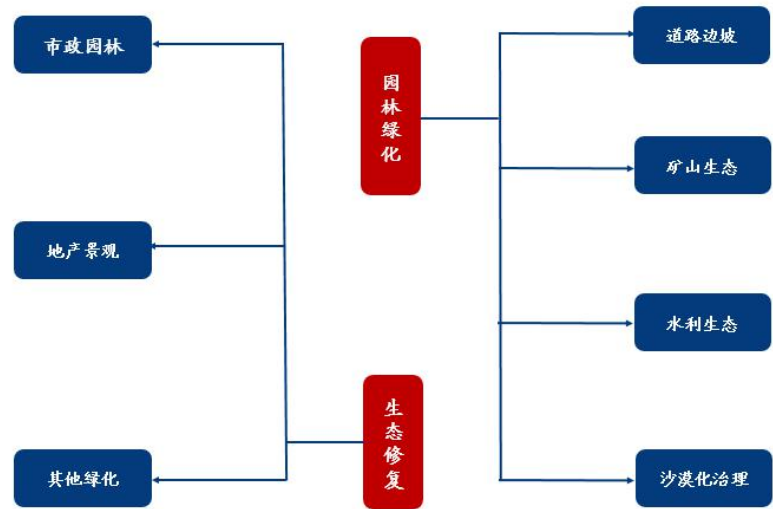
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 生态修复行业处于起步阶段，技术门槛凸显实力

国内生态修复行业尚处起步阶段。生态修复行业最早起始于20世纪初期欧美国家的矿区修复，而我国80年代才开始进行生态修复的研究，相关的人才培养及立法有所滞后。园林绿化行业进入门槛相对较低且企业众多，

但具备生态修复竞争优势及关键技术的企业相对稀缺。

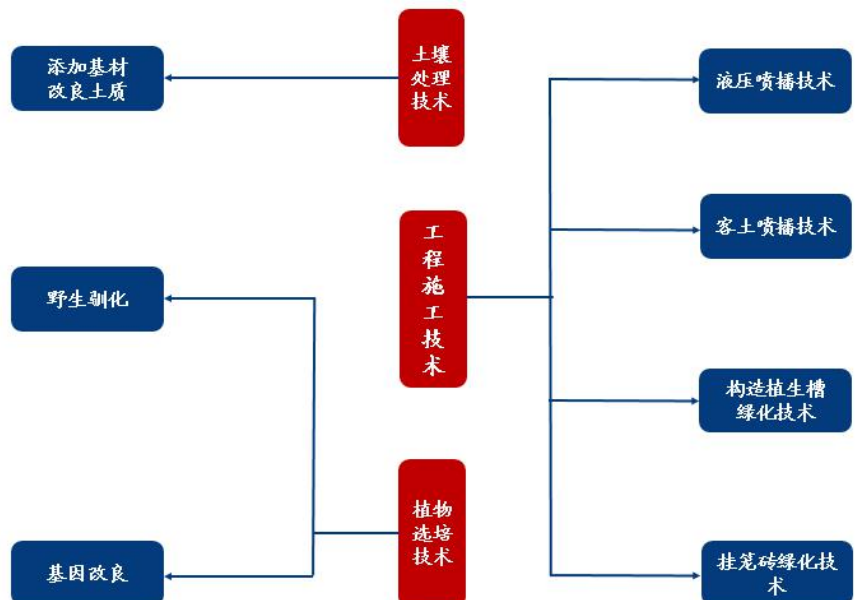
图表 16. 生态修复与园林绿化主要业务方向



资料来源：铁汉生态招股书，东亚前海证券研究所

生态修复企业技术水平彰显竞争优势。生态修复施工环境一般相对恶劣，涉及水土流失、沙化、盐碱化等土地状况，需要进行深入的土质研究及复杂的土壤处理技术。此外，生态修复工程所需植物要具备抗干旱、耐贫瘠、耐盐碱等特性，因此相应的植物培养技术也是相关企业的一大技术挑战。

图表 17. 生态修复技术彰显企业水准

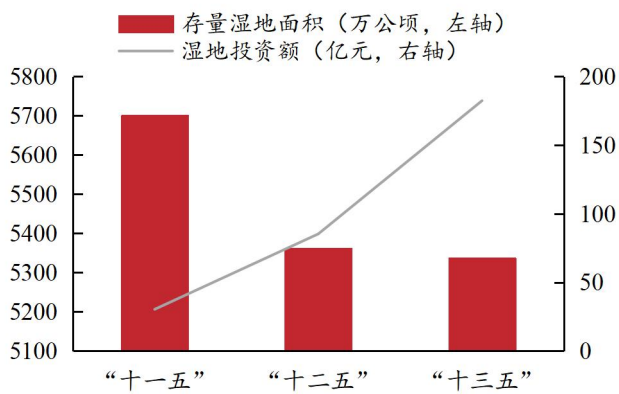


资料来源：铁汉生态招股书，东亚前海证券研究所

2.3. 行业成长空间广阔，机遇挑战相伴而行

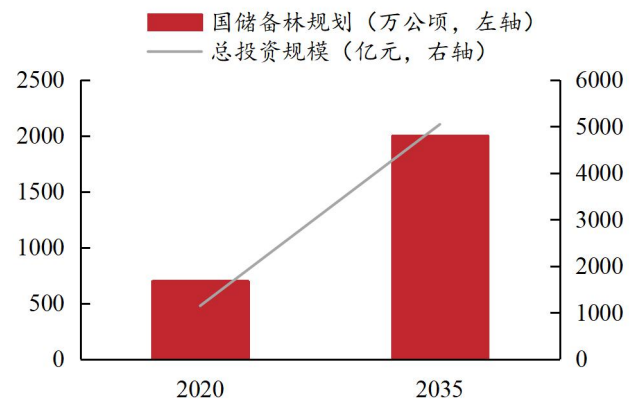
生态修复领域资金投入不断加码，市场空间广阔且增长持久。随着建设生态中国的目标愈发迫切，政府在湿地保护、国家储备林、沙漠公园方面的投入逐渐增多。湿地保护方面，十三五期间，中央及地方共投资182.4亿元，实施湿地保护与恢复项目53个，新增湿地面积20.3万公顷，计划十四五期间湿地保护率由现在的50%提升至55%。国家储备林方面，林业局规划至2035年建成2000万公顷国储林，投入规模预计将超5000亿元。沙漠公园方面，国家林业局规划至2025年建设国家沙漠公园359个，总面积达142.7万公顷，总建设投入近4000亿元。

图表 18. 湿地保护投资额不断提升



资料来源：国家林业局，东亚前海证券研究所

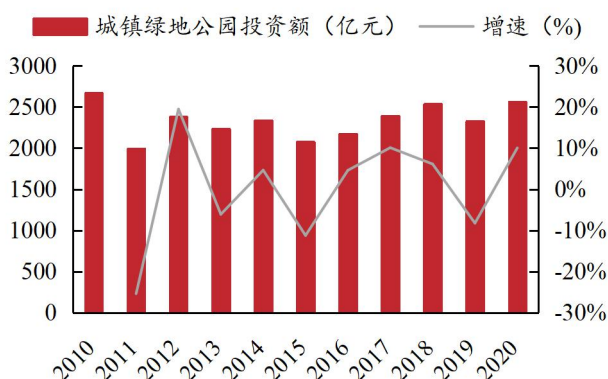
图表 19. 国家储备林远期投资额增长近3倍



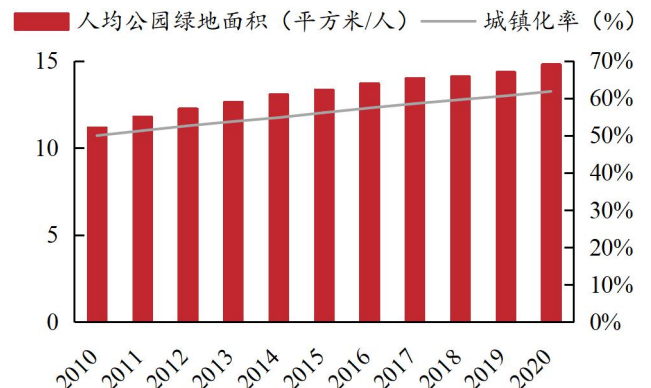
资料来源：国家林业局，东亚前海证券研究所

城镇绿地景观建设随城镇化率稳步提升。一方面，城镇化推进城市绿地及公园建设步伐；另一方面，居民生活水平的提高对城市绿化有了更高的要求。我国城镇化率由2010年的50%提升至2019年的60.6%，相应的人均公园绿地面积由2010年的11.2平方米/人提升至2020年的14.8平方米/人。对照欧美国家平均80%以上的城镇化率，我国城镇公园绿地景观建设仍有较大增长空间。

图表 20. 我国城镇绿地公园投资额



图表 21. 人均公园绿地面积随城镇化率稳步提升



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

生态修复及景观建设行业呈现机遇挑战并存态势。该行业涉及生态景观工程设计、林木培育、运输、施工建造、检验交付、后期维护等多项环节，打通行业上下游能显著提升企业经营效率，也是未来该行业的重要发展趋势。此外，随着生态中国的深入建设，跨区域竞争增强、技术难度提升、项目规模增大以及政策扶持力度加大也是行业的大势所趋。

图表 22. 生态修复与景观建设行业五大发展趋势

趋势	详细阐述
一体化经营	采用一体化经营模式可以避免外购苗木对设计和施工的限制，减少业务环节，能够将设计理念与工程施工方案有机结合，降低园林工程施工成本，提高施工效率和服务质量。
跨区域竞争增强	随着一批行业优秀的企业在业务模式、资金实力、资质能力等方面逐渐积累起竞争优势，生态修复与景观建设行业跨区域竞争的趋势已日益明显。
技术难度提升	随着生态建设的深入以及建设范围的增多，复杂生态环境对相关企业提出了更好的技术要求。如京津风沙源二期工程，“三北”防护林第五期。
政策扶持加大	随着碳中和目标的提出和生态中国的建设，相关的扶持政策出台频率更高，扶植力度更大。如林业部《沙漠公园发展规划》、《国家储备林建设规划（2018-2035年）》
项目规模增大	从中央到地方，生态环保类项目不断增多，项目规模不断增大。截至2019年底，全国生态环境PPP项目入库数量达3196个，总投资规模达1.97万亿元。

资料来源：生态环境部，财政部，东珠生态招股说明书，东亚前海证券研究所

2.4. 公司生态修复技术领先，设计施工融合增效

外靠生态大势助力，内凭过硬技术立足。赛道方面，自2010年起公司极具前瞻性地经营重心由传统景观建设转移至生态环境修复，公司生态修复营收占比由2014年的45.9%升至2020年的52.4%。依托生态保护大势，公司享受先发优势与时代红利。技术方面，不同于进入门槛较低且竞争激烈的传统景观建设，生态修复较高的技术门槛使得公司成为国内为数不多的生态修复行业翘楚。多年来公司深耕生态湿地修复，截止目前在领域拥有40项专利，凭借自身专业的服务、优质的工程质量深得客户信赖。经营方面，公司具备“苗木-设计-工程-养护”的生态景观全产业链集成运营能力，且公司与科研院所深度合作，通过一体联动的优势得以统筹协同、降本增效。

3. 林业碳汇顺应时代，空间广阔龙头凸显

3.1. 林业碳汇应势而生，政策规范有序推出

碳汇一词起源于1997年联合国气候变化框架公约《京都议定书》，意为从空气中清除二氧化碳的过程、活动或机制。林业碳汇则是指利用森林

的储碳功能，通过植树造林、加强森林经营管理、减少毁林、保护和恢复森林植被等活动，吸收和固定大气中的二氧化碳，并按照相关规则与碳汇交易相结合的过程、活动或机制，包括森林经营性碳汇和造林碳汇两个方面。

林业碳汇起源于 CDM 机制，CCER 机制重启将扩大行业成长空间。2006 年，在世界银行的支持下，全球首个成功注册的 CDM 林业碳汇项目——“中国广西珠江流域再造林项目”在广西实施。该项目完成造林面积 3008.8 公顷，到 2035 年项目预期可实现温室气体减排量约 77 万吨，首个监测期内成功签发了 13.2 万吨碳汇减排量，收益 51.9 万美元。目前，我国林业碳汇主要交易形式包括 1) 清洁发展机制 (CDM) 林业碳汇项目交易；2) 中国核证减排机制 (CCER) 林业碳汇项目交易，包括北京林业核证减排量项目 (BCER)、福建林业核证减排量项目 (FFCER) 和省级林业普惠制核证减排量项目 (PHCER) 等；3) 其他自愿类项目，包括林业自愿碳减排标准 (VCS) 项目、非省级林业 PHCER 项目、贵州单株碳汇扶贫项目等。林业碳汇作为 CCER 明确的方向之一，在 CCER 重启后将迎来快速增长时期。

图表 23. 我国林业碳汇交易机制



资料来源：国家林业和草原局政府网，东亚前海证券研究所

林业碳汇相关政策陆续出台，推动行业发展。2012 年 6 月，随着 CER 价格受供给过剩的影响不断下跌，国家开启 CCER 备案管理。2017 年 3 月，由于 CCER 供给过剩导致价格不断下跌，国家暂缓实施《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》，CCER 项目备案申请及减排量备案均暂缓受理。2021 年 3 月，我国生态环境部发布的《碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）》（征求意见稿）中指出可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目的实施单位可以申请国务院生态主管部门组织对其项目产生的温室气体削减排放量进行核证。2021 年 4 月，中共中央办公厅、国务院印发《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》，提出要推动生态资源权益交易，合法合规开展森林覆盖率等资源权益指标交易，健全碳排放权交易机制，探索碳汇权益交易试点等。

图表 24. 我国林业碳汇相关政策

时间	政策	主要内容
2011年10月	《关于开展碳排放交易试点工作的通知》	批准北京、上海、天津、重庆、湖北、广东和深圳等七省市开展碳交易试点工作。
2012年6月	《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》	参与自愿减排交易的项目,在国家主管部门备案和登记,项目产生的减排量在国家主管部门备案和登记,并在经国家主管部门备案的交易机构内交易。
2014年4月	《国家林业局关于推进林业碳汇交易工作的指导意见》	完善 CDM 林业碳汇项目交易,推进林业碳汇自愿交易,探索碳排放权交易下的林业碳汇交易。
2018年5月	《关于进一步放活集体林经营权的意见》	积极发展森林碳汇,探索推进森林碳汇进入碳交易市场。
2018年12月	《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》	建立健全以国家温室气体自愿减排交易机制为基础的碳排放权抵消机制,将具有生态、社会等多种效益的林业温室气体自愿减排项目优先纳入全国碳排放权交易市场;鼓励通过碳中和、碳普惠等形式支持林业碳汇发展。
2021年2月	《全国碳排放权交易管理办法(试行)》	明确指出林业碳汇项目的 CCER 可用于抵消碳排放配额的清缴。
2021年3月	《碳排放权交易管理暂行条例(草案修改稿)》(征求意见稿)	国家鼓励企业事业单位在我国境内实施可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目,实现温室气体排放的替代、吸附或者减少。
2021年4月	《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》	推动生态资源权益交易,合法合规开展森林覆盖率等资源权益指标交易;健全碳排放权交易机制,探索碳汇权益交易试点。

资料来源:政府官网,东亚前海证券研究所

我国林业碳汇开发的林地需符合 CCER 认证的方法学。有国家备案的方法学才可以申请林业碳汇项目备案和减排量签发,目前,国家发展改革委批准备案的方法学包括碳汇造林项目方法学、竹子造林碳汇项目方法学、森林经营碳汇项目方法学、竹林经营碳汇项目方法学以及小规模非煤矿区生态修复项目方法学,不同方法学具有严苛的使用条件(详见图表 5)。此外,申请 CCER 林业碳汇项目需要有林权证、造林作业设计单位资质、林业主管部门作业设计批复、树种和树苗采购合同及栽种记录等文件。

图表 25. CCER 林业碳汇方法学

方法学编号	方法学名称	发布时间	发布批次
AR-CM-001-V01	碳汇造林项目方法学	2013年10月25日	第二批备案新方法学
AR-CM-002-V01	竹子造林碳汇项目方法学	2013年10月25日	第二批备案新方法学
AR-CM-003-V01	森林经营碳汇项目方法学	2014年1月15日	第三批备案新方法学
AR-CM-005-V01	竹林经营碳汇项目方法学	2016年1月25日	第六批备案新方法学
CM-099-V01	小规模非煤矿区生态修复项目方法学	2015年1月20日	第五批备案新方法学

资料来源:上海环境能源交易所,东亚前海证券研究所

适合做林业碳汇业务的林地主要包括:1)天保林(全称:天然林保护

工程) (适应国际 VCS 标准); 2) 新造林 (国际 VCS、中国 CCER 均可); 3) 低质低效林改造以及森林质量精准提升 (主要指立地条件不适、种苗质量差、经营管理粗放、栽植密度不当、病虫害防治不力的林地, 国际 VCS、中国 CCER 均可); 4) 竹林 (分布面积最大的毛竹、要求是直径大于 2CM 的竹种, 而且培育目的非纸浆用途, 中国 CCER); 5) 沿海红树林 (生长在热带、亚热带低能海岸潮间带上部, 受周期性潮水浸淹, 以红树植物为主体的常绿灌木或乔木组成的潮滩湿地木本生物群落, 适应国际 VCS 标准); 6) 可持续草地管理 (适应国际 VCS 标准)。需要注意的是, **桉树、杨树、果树等经济林不适用于碳汇林地。**

图表 26. CCER 林业碳汇项目适用条件

类别	碳汇造林	竹子造林	森林经营	竹林经营	生态修复
开始时间	2005 年 2 月 16 日以来				
土地权属	权属清晰, 无争议, 项目地块有土地权属证明				
法律法规	不违反国家有关法律、法规、政策措施和强制性技术标准				
土地类型	无林地, 无法天然更新成林	人工乔木幼、中龄林	竹林, 散生乔木郁闭度小于 0.2	非煤矿山废弃土地	
土壤状况	不属于湿地或有机土	不属于湿地和采伐迹地	矿质土壤	不属于湿地或有机土	填埋客土不为有机土
土壤扰动	沿等高线整地, 土壤扰动面积不超过地表面积的 10%, 且 20 年内不重复	沿等高线整地, 不全垦; 草地、农地土壤扰动面积不超过地表面积的 10%	沿等高线整地, 土壤扰动面积不超过地表面积的 10%, 每 20 年不超过 1 次	松土锄草沿等高线方向带状进行, 不深翻	垦复土壤
经营管理	不移除地表枯落物、树根、枯死木及采伐剩余物	不移除原有散生林木	除改善林分卫生状况外, 不移除枯死木和地表枯落物	只采伐竹秆、竹枝, 不移除枯落物; 不清除原有散生木	不移除地表枯落物、树根、枯死木及采伐剩余物
人为控制火烧	不采取烧除方式清林整地及其它人为火烧活动	不采取烧除方式清林整地	不采取烧除方式清林整地		

资料来源: 上海环境能源交易所, 东亚前海证券研究所

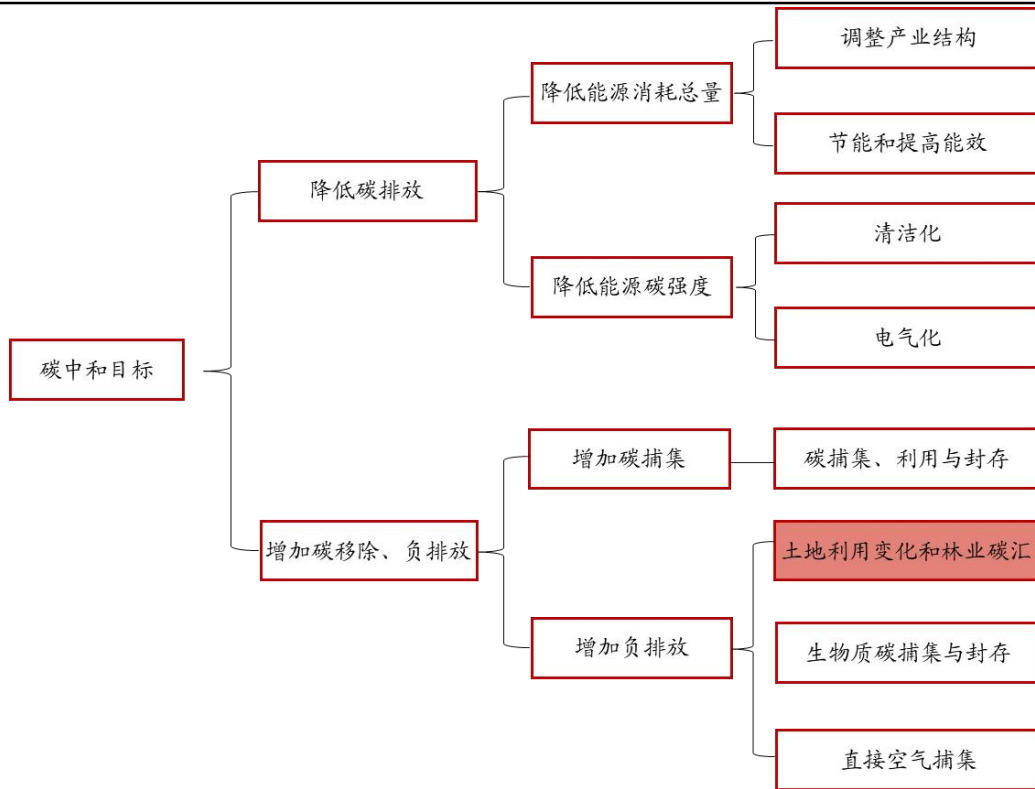
林业碳汇业务运营模式包括自有林地开发和代运营。自有林地开发需要开发方自己承担林地的养护成本, 在出售碳排放量后开发方获取所有收益, 而代运营模式下, 开发方需承担碳汇项目开发成本, 业主方需承担林地的养护成本, 收益将按照开发方与业主方协商好的比例分成。

3.2. 林业碳汇是实现碳中和的必经之路, 兼具性价比及生态优势

负排放 (即碳汇) 是实现碳中和的必经之路。碳中和目标的实现主要有两种途径, 1) 降低碳排放: 主要路径包括通过调整产业结构和节能高效来降低能源消耗总量, 以及通过能源生产清洁化和能源消费电气化来降低能源碳强度; 2) 增加碳移除、负排放: 主要路径包括增加碳捕集与封存, 以及林业碳汇等。根据 IPCC (联合国政府间气候变化专门委员会) 第六次

评估报告第一工作组报告，为实现《巴黎协定》中温升控制在 1.5°C 的愿景，仅净零还不够，负排放技术不可或缺，故减排措施与自然碳汇属于互补关系，将共同助力实现双碳目标。

图表 27. 我国碳中和机理框架



资料来源：《中国 2060 年前碳中和研究报告》，东亚前海证券研究所

林业碳汇为最经济的负排放技术。目前，具体的负排放技术主要包括造林/再造林、生物炭、直接空气捕捉、强化风化等等。根据中国工程院院刊《Engineering》，造林/再造林（林业碳汇）是最经济的负排放技术，去除二氧化碳的成本大概在 10-50 美元/吨；直接空气捕捉是最昂贵的负排放技术，去除二氧化碳的单吨成本在数百美元或更高；生物质能源+二氧化碳捕获和储存技术介于两者中间，去除二氧化碳的成本在 100-200 美元/吨左右。

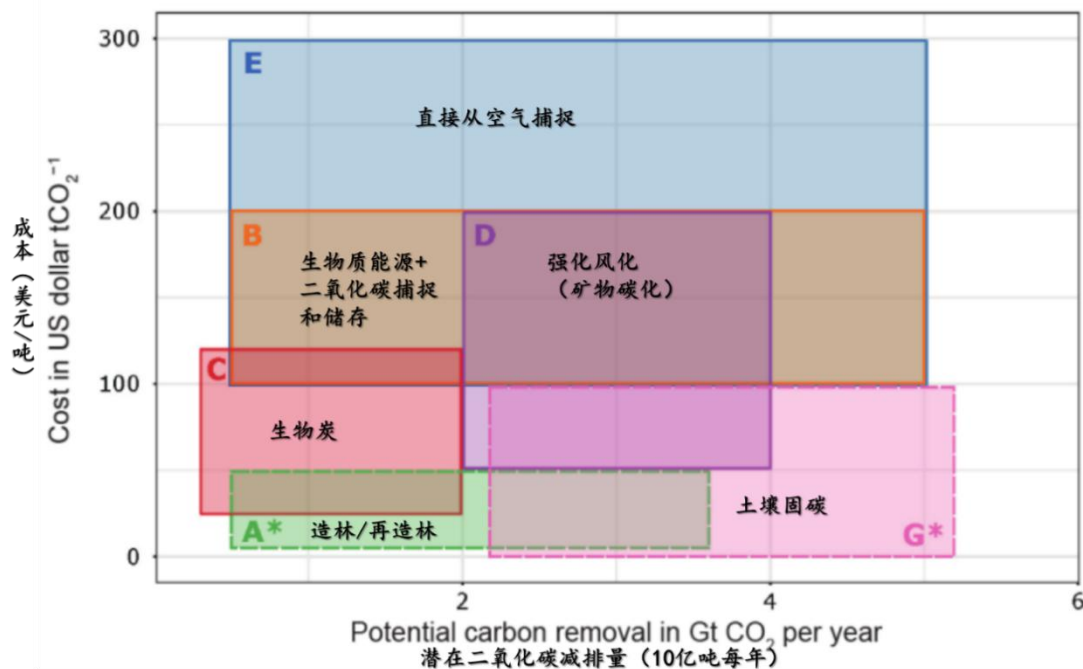
我国陆地生态碳汇能力大，林业碳汇效果佳。根据中国科学院大气物理研究所测算，2010 年至 2016 年，我国陆地生态系统年均吸收约 11.1 亿吨碳，吸收了同时期我国人为碳排放的 45%。此外，我国重要林区，尤其是西南林区以及夏季的东北林区对此作出主要固碳贡献，这也是我国近 40 年来对恢复天然森林植被、加强人工林培育巨大投入取得的成果。

图表 28. 负排放技术

技术名称	描述	二氧化碳去除机理	二氧化碳去除媒介
造林/再造林	种植树木将大气中的碳固定在生物和土壤中	生物	土壤/植物
生物炭	将生物质转化为生物炭并使用生物炭作为土壤改良剂	生物	土壤
生物质能源+二氧化碳捕获和储存	通过植物将空气中的二氧化碳吸收，捕获并贮存生物质能源燃烧产生的二氧化碳	生物	深层地质构造
直接从空气中捕捉	通过工程系统从环境空气中去除二氧化碳	物理/化学	深层地质构造
强化风化 (矿物碳化)	增强矿物的风化，大气中的二氧化碳与硅酸盐矿物反应形成碳酸盐岩	地球化学	岩石
改良农业种植方式	采用免耕农业等方式来增加土壤中的碳储量	生物	土壤
海洋(铁)施肥	施肥海洋以增加生物活动，将碳从大气中吸入海洋	生物	海洋
海洋碱性	通过化学反应向海洋中添加碱度以从大气中吸收碳	化学	海洋

资料来源：碳排放交易网，东亚前海证券研究所

图表 29. 各项负排放技术的成本及潜在二氧化碳减排量



资料来源：《Engineering》（中国工程院院刊），东亚前海证券研究所

我国森林覆盖率及蓄积量提升是必然趋势。“十三五”期间，我国林业草原保护规划主要任务全面完成，生态状况明显改善，森林覆盖率达到23.0%，森林蓄积量达到175.6亿立方米，草原综合植被盖度达到56.1%，湿地保护率达到52%，治理沙化土地1.5亿亩。林草局、发改委联合印发《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》，提出两项约束性指标：**到2025年，森林覆盖率达到24.1%，森林蓄积量达到190亿立方米**，附加湿地保护率达到55%，林草产业总产值达到9万亿元等十项预期性指标。此外，中国向国际社会承诺：**2030年，中国森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米**。这一目标更新了2015年我国提出的国家自主贡献中，森林蓄积量比2005年增加45亿立方米的目標。

根据国家林业和草原局政府网，我国依然是一个缺林少绿的国家，森林覆盖率低于全球30.7%的平均水平，特别是人均森林面积不足世界人均的1/3，人均森林蓄积量仅为世界人均的1/6，故我国森林覆盖率及森林蓄积量有较大成长空间，双双提升是必然趋势。

图表 30. “十四五”时期林草保护发展主要指标

序号	指标	2020年	2025年	属性
1	森林覆盖率(%)	23.04	24.1	约束性
2	森林蓄积量(亿立方米)	175.6	190	约束性
3	乔木林单位面积蓄积量(立方米/公顷)	96.17	99.52	预期性
4	草原综合植被盖度(%)	56.1	57	预期性
5	湿地保护率(%)	52	55	预期性
6	国家公园等自然保护地面积占比(%)	-	>18	预期性
7	治理沙化土地面积(亿亩)	-	1	预期性
8	国家重点保护野生动/植物种数保护率(%)	73/66	75/80	预期性
9	森林/草原火灾受害率(%e)	≤0.9/≤3	≤0.9/≤2	预期性
10	林业/草原有害生物成灾率(%e/%)	≤8.5/≤10.33	≤8.2/≤9.5	预期性
11	林草产业总产值(万亿元)	8.17	9	预期性
12	森林生态系统服务价值(万亿元)	15.88	18	预期性

资料来源：国家林业和草原局政府网，东亚前海证券研究所

3.3. 林业碳汇市场空间大，五百亿市场规模

截至2017年3月，从公示的审定项目类型来看，以可再生能源类项目居多，共计2032个，占公示项目总数的71%；其次是避免甲烷排放类项目，共计406个，占公示项目总数的14%；再次是废物处置类项目，共计180个，占公示项目总数的6%；而林业碳汇项目仅97个，占公示项目总数的3%。林业碳汇目前处于起步阶段，随着CCER重启，我国碳交易市场活跃度将不断提升，林业碳汇行业未来发展可期。

根据学术报告《中国林业碳汇项目开发潜力研究分析》中测算，到2025年符合CCER标准的可开发林地面积约7.5亿亩。根据碳交易网，1亩林地核算1吨减排量，则2025年我国林业碳汇核算的减排量约7.5亿吨。根据

中国碳论坛及 ICF 国际咨询公司联合发布的《2020 年中国碳价调查》报告预测，2025 年全国碳市场的平均价格为 71 元/吨。基于以上信息，测算可得 2025 年我国林业碳汇市场规模或达 532.5 亿。

3.4. 公司依托林业资源与技术优势，有望成为行业龙头

伴随国家“碳达峰、碳中和”的战略部署以及生态领域投资持续保持高景气，公司除了继续加强布局水生态治理、矿山修复以及森林公园项目外，还在积极地开拓碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存及森林固碳等领域，并与上海环境能源交易所股份有限公司、上海绿技行科技发展有限公司签订合作协议。公司依托在全国林业系统的优势资源与在苗木领域的精深知识，在开拓碳汇交易领域具备雄厚资源与精准导向优势。通过新颖的碳汇业务经营模式，未来将通过在碳中和领域的产业链布局开启第二增长曲线，远期目标剑指超越传统主业规模。

4. 盈利预测

核心假设：公司生态修复业务及市政景观业务在国家政策的积极推动下，我们预计公司主营业务营收将保持稳健增长，毛利率将保持稳定。

考虑到公司传统业务稳健增长以及在碳汇交易业务的全面布局，我们给予公司 2021/22/23 年 EPS 的预测分别为 1.07/1.20/1.37 元，对应的 PE 分别为 12/11/9X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

订单业绩不及预期；政策落地不及预期；碳交易推广不及预期；林业碳汇可逆性等。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2338	2607	2907	3241
%同比增速	16%	12%	12%	12%
营业成本	1661	1864	2078	2317
毛利	677	743	828	924
%营业收入	29%	29%	29%	29%
税金及附加	2	2	2	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	73	91	98	109
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	75	77	89	84
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-3	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-47	0	0	0
信用减值损失	-13	0	0	-3
其他收益	2	4	4	4
投资收益	-14	-3	-8	-5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	459	574	635	726
%营业收入	20%	22%	22%	22%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	459	574	635	726
%营业收入	20%	22%	22%	22%
所得税费用	67	83	92	105
净利润	392	491	543	621
%营业收入	17%	19%	19%	19%
归属于母公司的净利润	380	477	537	612
%同比增速	5%	25%	13%	14%
少数股东损益	12	14	6	9
EPS (元/股)	1.19	1.07	1.20	1.37

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.19	1.07	1.20	1.37
BVPS	7.19	8.59	9.84	11.26
PE	13.44	11.85	10.53	9.25
PEG	2.58	0.47	0.84	0.67
PB	2.22	1.48	1.29	1.13
EV/EBITDA	7.67	3.20	1.23	-0.32
ROE	12%	12%	12%	12%
ROIC	14%	12%	12%	12%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	942	3787	4842	5898
交易性金融资产	80	80	80	80
应收账款及应收票据	836	932	1029	1153
存货	10	1757	1703	1679
预付账款	6	0	0	0
其他流动资产	4383	387	431	476
流动资产合计	6256	6943	8085	9287
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	2	3	4	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	26	38	42	42
无形资产	15	14	12	9
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	30	30	30	30
其他非流动资产	1074	1074	1074	1074
资产总计	7403	8103	9247	10448
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3743	3755	4304	4826
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	16	18	20	22
应交税费	71	77	86	96
其他流动负债	273	313	334	357
流动负债合计	4102	4163	4744	5301
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	4102	4163	4744	5301
归属于母公司的所有者权益	3209	3834	4391	5025
少数股东权益	92	106	112	121
股东权益	3301	3940	4503	5146
负债及股东权益	7403	8103	9247	10448

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	23	2738	1077	1075
投资	-2	-1	-1	-1
资本性支出	-7	-17	-12	-13
其他	-77	-3	-8	-5
投资活动现金流净额	-86	-20	-21	-19
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5	127	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-64	0	0	0
其他	-14	0	0	0
筹资活动现金流净额	-73	127	0	0
现金净流量	-136	2845	1055	1056

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

段小虎，东亚前海证券新兴产业首席与海外首席。复旦大学与巴黎第一大学硕士。历任方正证券军工行业首席分析师，中信证券军工行业高级分析师，中银基金高端装备高级研究员。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>