

公司深度报告

2023年02月02日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.技术驱动布局领先，酒糟处理乘东风
——路德环境首次覆盖报告

核心观点

扎根泥浆和淤泥处理领域，饮食糟渣处理打开第二曲线。成立近二十年来，公司专注于水环境及固体废弃物处理业务。董事长稳居公司第一大股东。而且，公司为激发核心骨干的积极性，推出与业绩挂钩的股权激励计划。近年来，立足于技术创新，公司成功拓展饮食糟渣处理等新业务。在持续开拓新业务、推进公司转型下，公司业绩增长迅速，2016年~2021年的营收和归母净利润CAGR 均在25%以上。

饮食糟渣业务：下游需求有望增加，公司技术领先造独特优势。当前，我国白酒糟的处理化水平较低。得益于政策鼓励，白酒糟无害化、规范化处理势在必行。而且白酒糟处理副产品可用作新型饲料，能有效替代豆粕等进口依赖度较高的传统饲料。当前，公司已经形成酒糟处理全产业链，技术领先行业。而且，公司正在扩建酒糟处理产能以突破产能瓶颈，并由酱香型拓展至浓香型、清香型和啤酒酒糟处理，进一步打开业务需求空间。待产能落地后，公司白酒糟发酵饲料总产能将升至52万吨/年，酒糟处理能力超130万吨/年。此外，公司入局昆虫蛋白饲料行业，该领域处理率低、空间大，有望打造全新的业绩增长点。

淤泥及泥浆处理业务：行业空间广阔，公司具备竞争优势。出于通航便利、改善水质等角度考虑，政策鼓励内陆河流水处理行业发展。此外，2020年我国建筑垃圾资源化水平仅为5%远低于发达国家水平。但随着“十四五”规划等政策出台以及建筑市场体量巨大，建筑垃圾处理市场规模快速扩大，目前已达千亿以上。河湖淤泥、工程泥浆为公司传统优势业务，在技术上保持着行业领先。订单拓展上，公司积极通过政府平台网站、招投标网站、合作伙伴介绍等多种渠道，与政府和国企等达成多项合作。目前，疫情影响到项目开工率，待疫情防控加速优化，公司各项目的进度和规模效应有望顺利爬升。

投资建议

酒糟处理产能如期落地叠加各项业务平稳发展，公司业绩势能有望顺利释放。预计2022年~2024年的EPS 分别为0.71/1.53/3.09元/股。基于2月1日收盘价32.55元/股，对应PE 分别为45.95/21.26/10.53倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

酒糟原材料涨价；酒糟产能落地不及预期；核心技术流失；行业政策变动；行业竞争加剧；传统业务收入下滑。

盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	382.00	385.89	708.68	1338.78
增长率 (%)	52.56	1.02	83.65	88.91
归母净利润	75.54	65.44	141.44	285.56
增长率 (%)	58.23	-13.37	116.13	101.90
EPS (元/股)	0.82	0.71	1.53	3.09
市盈率 (P/E)	23.84	45.95	21.26	10.53
市净率 (P/B)	2.33	3.72	3.17	2.44

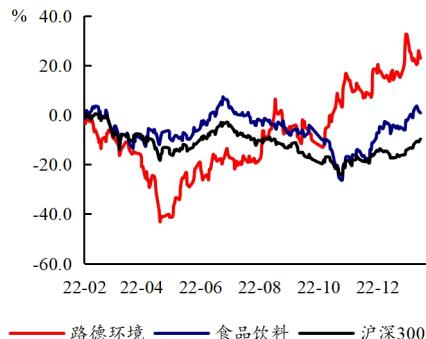
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2月1日收盘价32.55元/股

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	92.37
流通 A股/B股(百万股)	92.37/0.00
资产负债率(%)	27.64
每股净资产(元)	8.36
市净率(倍)	3.82
净资产收益率(加权)	3.00
12个月内最高/最低价	34.46/14.78

相关研究

正文目录

1. 扎根泥浆和淤泥处理领域，饮食糟渣处理打开第二曲线.....	4
1.1. 泥浆和淤泥处理领域走出来的饮食糟渣资源化龙头.....	4
1.2. 股权结构稳定，员工持股计划激励充分.....	4
1.3. 业绩增长势能充足，业务迈向多元化、全国化.....	6
2. 食饮糟渣处理业务：下游需求有望增加，公司技术领先造独特优势.....	8
2.1. 白酒糟业务发展空间广阔，下游需求空间有望打开.....	8
2.1.1. 环保需求叠加政策助力，白酒糟处理业务空间广阔.....	8
2.1.2. 下游应用场景丰富，白酒糟可用作新型饲料.....	9
2.2. 全产业链优势稳固，技术保持领先水平.....	11
2.3. 食饮糟渣业务横向纵向多维拓展深化.....	13
2.3.1. 酱香向浓香进发，需求空间进一步打开.....	13
2.3.2. 餐厨垃圾变废为宝，昆虫蛋白业务前途可期.....	14
3. 淤泥及泥浆处理业务：行业空间广阔，公司具备竞争优势.....	16
3.1. 受益于国家政策，行业存在发展空间.....	16
3.2. 公司淤泥及泥浆处理业务具备技术和运营优势.....	18
3.3. 多维度发力订单，河道淤泥及工程泥浆业务长远可期.....	19
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1. 技术创新驱动下，业务类型不断拓展.....	4
图表 2. 股权结构稳定，董事长持股 21.15%（截至 2022 年三季报）.....	5
图表 3. 公司管理层具有丰富的食品行业管理经验.....	5
图表 4. 公司 2016-2021 年营收整体稳定增长.....	6
图表 5. 公司 2016-2021 年归母净利有所波动.....	6
图表 6. 主要业务系列占营收比重.....	7
图表 7. 以华东、华中为优势区域，逐步全国化.....	7
图表 8. 2020 年起公司毛利率阶段性承压.....	7
图表 9. 2020 年起多数产品毛利率稍有下滑.....	7
图表 10. 公司期间费用率较为稳定.....	8
图表 11. 2021 年我国白酒产量达 715.6 万千升.....	8
图表 12. 白酒糟示意图.....	8
图表 13. 《白酒制造业污染防治技术政策》对白酒糟的治理要求.....	9
图表 14. 酿酒酵母培养物特性成分.....	9
图表 15. 我国能量饲料原料占比.....	10
图表 16. 我国大豆进口数量不断提升.....	10
图表 17. “豆粕减量”政策梳理.....	11
图表 18. 公司有机糟渣微生物固态发酵技术工艺流程.....	12
图表 19. 公司菌种驯化工艺流程图.....	12
图表 20. 酱香型白酒糟生物发酵饲料产能稳步提升.....	13
图表 21. 近年我国酱香型白酒产量持续上升.....	13
图表 22. 公司当前酒糟产能规划为 52 万吨/年.....	14
图表 23. 不同糟渣营养成分差异较大（单位：%）.....	14
图表 24. 我国餐厨垃圾处理能力缺口尚大(2020 年).....	15
图表 25. 饲料行业为昆虫蛋白最大下游（万元）.....	15
图表 26. 公司采用昆虫协同微生物降解技术处理厨余等固体有机废弃物.....	15

图表 27. 公司主要生产黑水虻虫干等产品.....	15
图表 28. 2021 年全国地表水总体水质状况.....	16
图表 29. 2021 年全国流域总体水质状况.....	16
图表 30. 2021 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水质状况.....	17
图表 31. 2015-2020 年中国建筑垃圾产生来源分布情况.....	17
图表 32. 2015-2021 年建筑垃圾处理行业市场规模持续增长.....	17
图表 33. 2020 年我国建筑垃圾资源化率远远落后于欧美等国家.....	18
图表 34. 公司河道淤泥及工程泥浆处理业务部分核心技术概况.....	19
图表 35. 各项业务的收入和毛利率预测.....	21
图表 36. 盈利预测.....	21
图表 37. 公司 PE 在可比公司中处于偏高水平.....	22

1. 扎根泥浆和淤泥处理领域，饮食糟渣处理打开第二曲线

1.1. 泥浆和淤泥处理领域走出来的饮食糟渣资源化龙头

专注泥浆和淤泥处理领域，是水环境治理与食品饮料糟渣资源化利用领域的领先企业。路德环境科技股份有限公司，成立于 2006 年。公司致力于先进环保技术研发及产业化应用，专注于水环境治理及固体废弃物减量化、无害化、稳定化处理与资源化利用，形成了河湖淤泥、工程泥浆、市政污泥、食品饮料糟渣、工业污水等领域的专业解决方案。公司主营业务主要涵盖工程泥浆处理业务、河湖淤泥处理业务和白酒糟生物发酵饲料业务，而目前正处于公司转型期，白酒糟生物发酵饲料业务是公司未来的主要着眼点。

图表 1. 技术创新驱动下，业务类型不断拓展

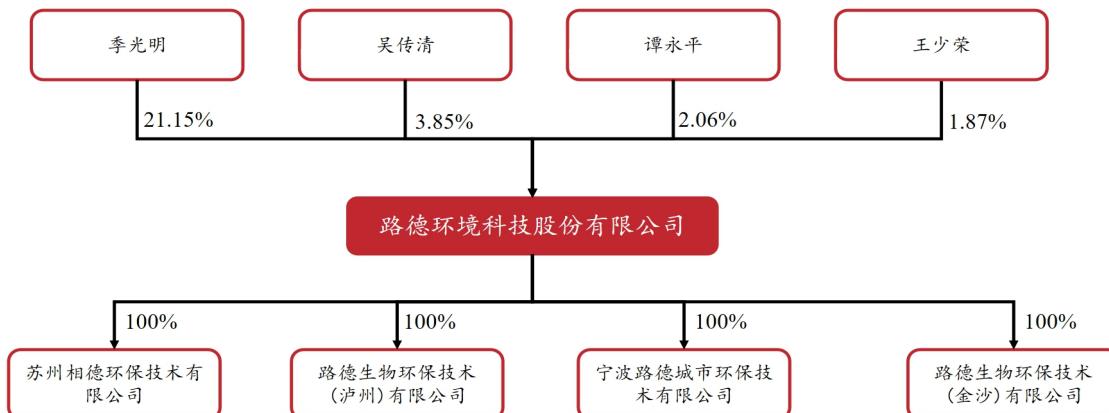


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构稳定，员工持股计划激励充分

股权结构稳定，员工持股预计加速业绩释放。公司董事长、总经理、董事季光明为公司控股股东及实控人，长期持股比例在 21% 左右，稳居公司第一大股东。截至 2022 年三季报，其余前十大股东合计持股 19.96%，其中个人投资者占比最高，但持股比例均未超过 5%。2020 年 12 月，根据公司公告，公司拟向高层管理人员、核心技术人员等激励对象授予 212.00 万股限制性股票，截至 2022 年 10 月 20 日占公司股本总额 2.30%。公司对于激励计划中首次授予的限制性股票设置了 A、B 两级业绩考核目标，分别要求在 2021-2023 年营业收入较 2019 年增长 30%/65%/100% 和 25%/50%/80%，或 2022-2023 年净利润较 2019 年增长 55%/90% 和 47%/77%。

图表 2. 股权结构稳定，董事长持股 21.15%（截至 2022 年三季报）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

公司管理层具有丰富的管理经验。公司董事长兼总经理季光明有丰富从业经验，为正高职高级工程师，历任交通部长江航运规划设计院室负责人、工程师，湖北省工业建筑总承包集团公司岩土基础工程分公司经理。副总经理刘菁曾任职于中信证券股份有限公司、武汉新华扬生物股份有限公司投资部。

图表 3. 公司管理层具有丰富的食品行业管理经验

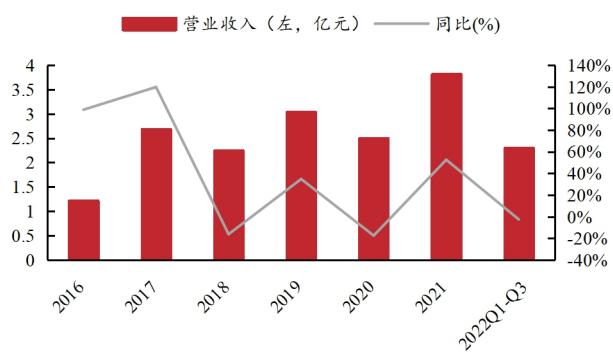
高管名称	职务	过往经历
季光明	董事长、总经理	1966年出生，本科学历，正高职高级工程师。历任交通部长江航运规划设计院室负责人、工程师，湖北省工业建筑总承包集团公司岩土基础工程分公司经理，武汉路德材料有限责任公司市场部部长、总经理。2006年8月至今，任路德环境科技股份有限公司董事长、总经理。
刘菁	副总经理、董事会秘书	1984年出生，硕士学历。曾任职于中信证券股份有限公司、武汉新华扬生物股份有限公司投资部。2011年12月至2016年7月，任路德生物环保技术（武汉）有限公司证券事务代表。2016年8月至今，任路德生物环保技术（武汉）有限公司董事会秘书。2018年10月至今，任路德生物环保技术（武汉）有限公司董事。2021年9月至今任路德生物环保技术（武汉）有限公司董事长。
吴军	副总经理	1978年出生，本科学历。曾任职于武汉东交路桥工程有限公司、湖北省工业建筑集团有限公司。历任武汉广益工程咨询有限公司专业工程师、中咨工程建设监理有限公司监理组长、合同计量工程师、武汉路德材料有限责任公司工程管理部副经理、路德环境科技股份有限公司总经理助理，运营部经理、路德环境科技股份有限公司职工代表监事。2016年8月至今，任路德环境科技股份有限公司副总经理。
程润喜	副总经理、技术总监	1966年出生，本科学历。历任葛洲坝集团试验检测有限公司土工室技术负责人及主任、岩土与公路室技术负责人及主任、项目试验室主任、副总工程师。2012年12月至今，任路德环境科技股份有限公司技术总监。2013年5月至今，任路德环境科技股份有限公司副总经理。2015年5月至今，任路德环境科技股份有限公司董事。
胡卫庭	财务总监	1968年出生，大专学历。历任宜昌树脂厂财务科成本会计、副科长、武汉天意会计师事务有限责任公司副主任会计师、武汉华丽环保科技有限公司财务总监、武汉白沙洲农副产品大市场有限公司财务总监、武汉百信控股集团有限公司财务总监。2015年4月至今，任路德环境科技股份有限公司财务总监。

资料来源：招股书，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩增长势能充足，业务迈向多元化、全国化

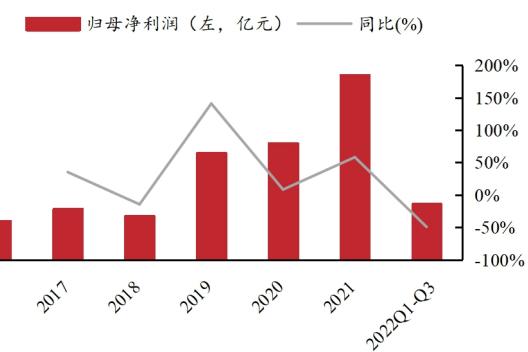
收入整体呈增长趋势，未来发展势能充足。公司业绩自 2016 年以来总体稳定增长，2021 年营收实现 3.82 亿元，同比+52.56%，2016-2021 年 CAGR 为 25.64%；归母净利润实现 0.76 亿元，同比+58.23%，2016-2021 年 CAGR 为 36.56%。2022Q1~Q3 公司营收/归母净利润分别为 2.3/0.23 亿元，同比-2.62%/-49.21%。疫情期间，河湖淤泥业务延迟开工，同时公司专注生物发酵饲料业务转型，主动放弃承接部分回款期较长的工程类项目，致使业绩短暂下滑。在持续开拓新业务、推进公司转型下，公司未来增长势能或较充足。

图表 4. 公司 2016-2021 年营收整体稳定增长



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 5. 公司 2016-2021 年归母净利有所波动

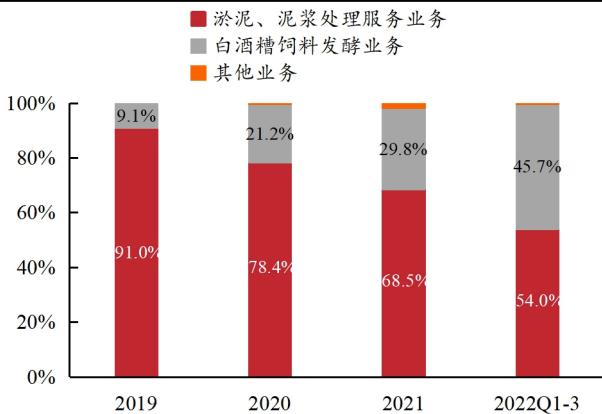


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

业务类型丰富，河湖淤泥、工程泥浆、工业糟渣为核心业务。分业务看，2021 年公司 5 大主要业务河湖淤泥、工程泥浆、白酒糟饲料发酵（下文亦称饮食糟渣）及环保技术装备销售、其他业务营收占比分别约为 56.3%、12.1%、29.8%、1.3%、0.4%。2019 年以来，河湖淤泥与工程泥浆业务合计占比有所下降，白酒糟饲料发酵业务占比持续提升。

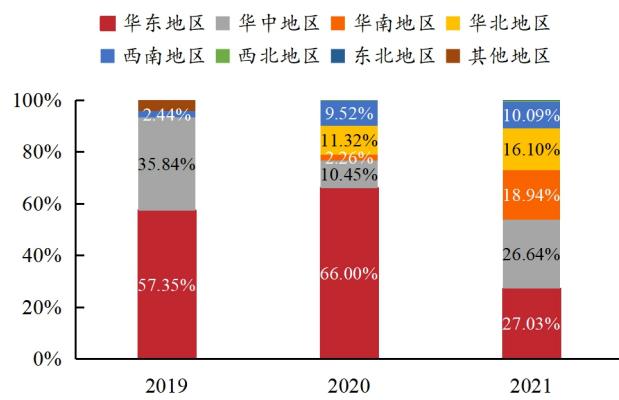
公司以华东、华中为优势区域，逐步全国化。分地区看，公司不同地区营收占比差异较大，2021 年华东/华中/华南/华北/西南份额分别约为 27%/27%/19%/16%/10%。当前公司优势区域以华东、华中地区为主，营收占比均在 25% 以上，合计占比超过 50%。全国化趋势明显，华南、华北、西南地区营收占比均显著提高。

图表 6. 主要业务系列占营收比重



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

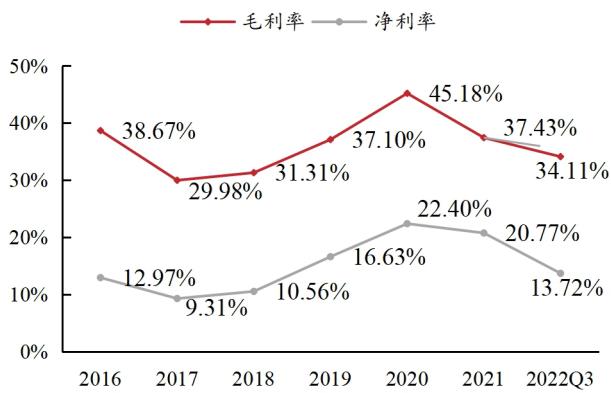
图表 7. 以华东、华中为优势区域，逐步全国化



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

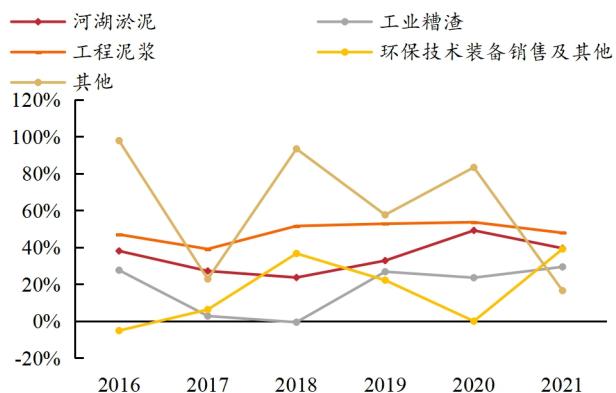
毛利率阶段性承压，期待后续回升修复。公司综合毛利率 2018 年以来维持在 30%以上，2020 年达到 45.18%高位，之后有所下滑，主要系 1) 原材料价格及运输费用持续上涨，2) 疫情影响使产能利用率下降。同期各产品除环保技术装备销售外毛利率均表现出一定程度下滑。随着疫情对生产影响减弱以及公司白酒糟生物发酵饲料业务趋于成熟，公司毛利率与归母净利水平有望回升修复。

图表 8. 2020 年起公司毛利率阶段性承压



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

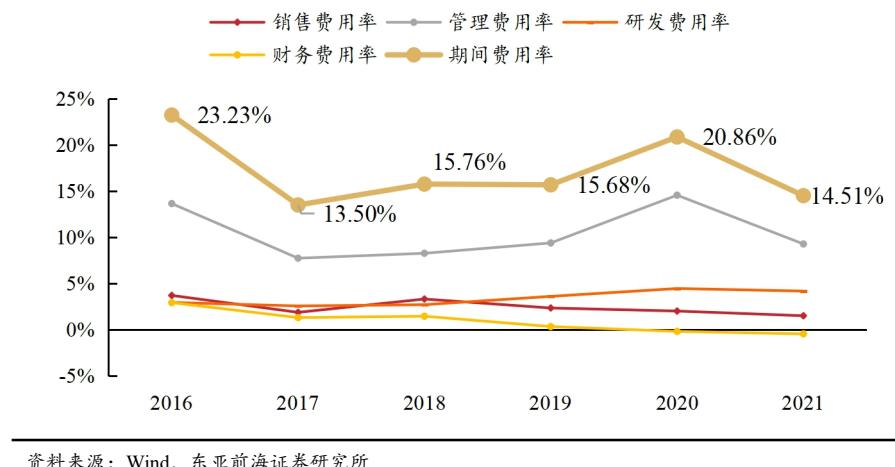
图表 9. 2020 年起多数产品毛利率稍有下滑



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

期间费用率较为稳定，公司费控能力优异。公司期间费用率 2019-2021 年稳定在 15%左右水平，其中 2021 年公司销售费用为 575 万元，同比 +13.88%，销售费用率为 1.51%，同比-0.51pct；2021 年管理费用率/研发费用率为 9.28%/4.18%，同比-5.28pct/-0.28pct。整体来看，公司各项费用水平较为合理，费控能力较为优异。

图表 10. 公司期间费用率较为稳定



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

2. 食饮糟渣处理业务：下游需求有望增加，公司技术领先造独特优势

2.1. 白酒糟业务发展空间广阔，下游需求空间有望打开 2.1.1. 环保需求叠加政策助力，白酒糟处理业务空间广阔

2022 年酒糟产出量超千万吨，但白酒糟整体处理水平较低。根据国家统计局数据，2022 年我国白酒产量达 569.2 万千升。根据《酿酒废弃物资资源化利用研究进展》(李依阳等)，每生产 1 吨基酒将产生 3-4 吨酒糟，2022 年白酒酒糟产出量超千万吨。根据公司官网，酒糟及渗滤液若不处理，容易发生霉变，产生黄曲霉毒素，会对当地土地、水体等造成污染，并存在养殖、食品安全隐患。目前我国白酒糟整体处理水平较低，未来市场空间广阔。

图表 11. 2021 年我国白酒产量达 715.6 万千升



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 白酒糟示意图



资料来源：浓香型白酒产业网, 东亚前海证券研究所

政策不断发力支持，白酒糟无害化、规范化处理势在必行。由于白酒糟处理不当将对环境造成污染，我国不断出台政策保护白酒产地。2022 年

1月26日，国务院印发《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》中提到，发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地；2022年2月18日贵州省生态环境厅召开《贵州省赤水河流域酱香白酒生产环境管理条例》立法启动会，为赤水河流域酱香白酒行业高质量发展奠定坚实法律基础，白酒糟无害化、规范化处理势在必行。

图表 13. 《白酒制造业污染防治技术政策》对白酒糟的治理要求

序号	条目	内容
1	大气污染防治	白酒糟滤渣堆场应采取封闭措施并及时清运；白酒糟干燥尾气应经除臭后满足《恶臭污染物排放标准》（GB14554-93）限值要求。
2	水污染治理	白酒糟的堆场、废水处理设施以及事故应急收集池需按有关污染控制标准进行防渗处理。
3	固体废物处置	蒸粮蒸酒后产生的白酒糟宜作为优质饲料、复糟酒的原料或锅炉燃料，丢糟灰宜生产白炭黑。

资料来源：生态环境部，东亚前海证券研究所

2.1.2. 下游应用场景丰富，白酒糟可用作新型饲料

白酒糟营养丰富，可用作新型饲料。根据《白酒糟的营养价值评定》（徐建等）的研究，白酒糟是以高粱、小麦、玉米、谷物等为原料经过发酵、蒸馏提取酒精后的残留物，白酒糟中除残存原料中的绝大部分蛋白质、脂肪、钙、磷等营养成分外，还含有丰富的发酵产物，如酵母和活性因子等。白酒糟各营养成分表观消化率分别为粗蛋白 29.00%~42.60%、粗脂肪 35.21%~72.48%、粗纤维 13.39%~24.04%，营养丰富。

图表 14. 酿酒酵母培养物特性成分

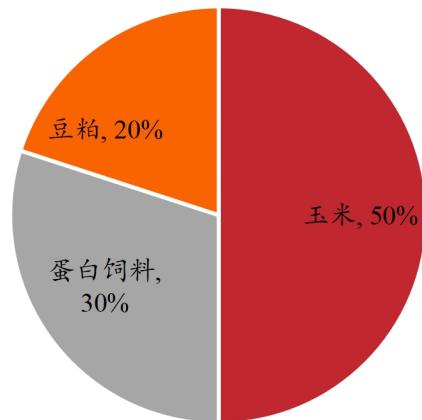


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

我国是世界养殖业大国，饲料需求旺盛。中国是世界养殖业大国，生猪养殖量、肉禽蛋禽养殖量均居世界首位，饲料需求旺盛。根据中国农业大学教授谯仕彦，在我国主要畜禽饲料配方结构中，能量饲料原料占比

一般为 65%，其中玉米约占 50%~55%；蛋白饲料原料占比一般为 30%，其中豆粕约占 15%~20%。

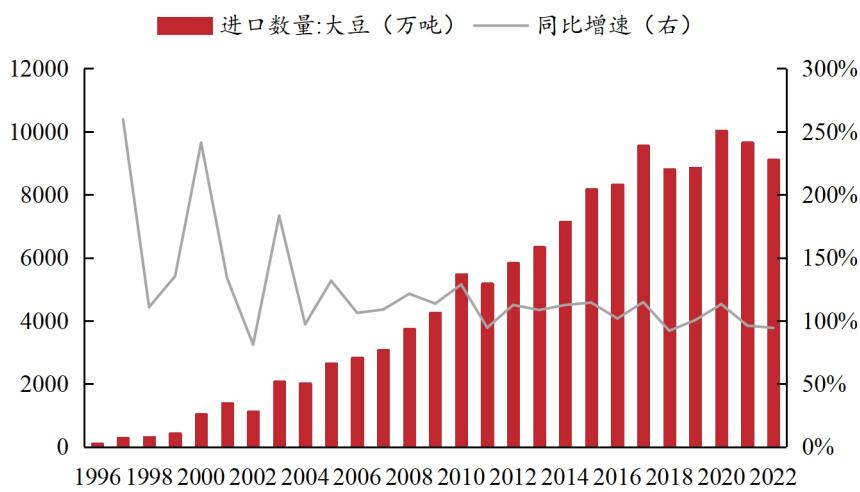
图表 15. 我国能量饲料原料占比



资料来源：中国农业大学，东亚前海证券研究所

进口粮居高不下，我国推动“饲料粮减量替代”。近年来，粮食进口量居高不下，为避免“卡脖子”现象，我国养殖业推动“饲料粮减量替代”。2018 年以来，我国开启了饲料“开源替代、提效减量”工作。针对玉米和豆粕在配合饲料中占比过高的情况，农业农村部成立全国动物营养指导委员会，制定发布《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》，指导企业构建适合我国国情的新型日粮配方结构，提升饲料转化利用效率。

图表 16. 我国大豆进口数量不断提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

豆粕减量替代工作加速推进，白酒槽性性价比具备优势。饲料原料价格不断上行，养殖户利润承压。根据中国饲料工业协会统计数据，2022 年 10

月，主要配合饲料、浓缩饲料产品出厂价格环比小幅增长。目前，我国饲料配比、育种模式、养殖管理等严重依赖“玉米-豆粕”饲粮模式。自2020年7月开始，饲料“禁抗”、养殖业“减抗、限抗”政策的正式实施以及酒糟环保处理需求日益增长，促使酒糟资源化产品生物饲料的市场空间被打开。政策扶持下，豆粕减量替代工作仍在加速推进，白酒糟具备性价比优势，下游应用场景有望打开。

图表 17. “豆粕减量”政策梳理

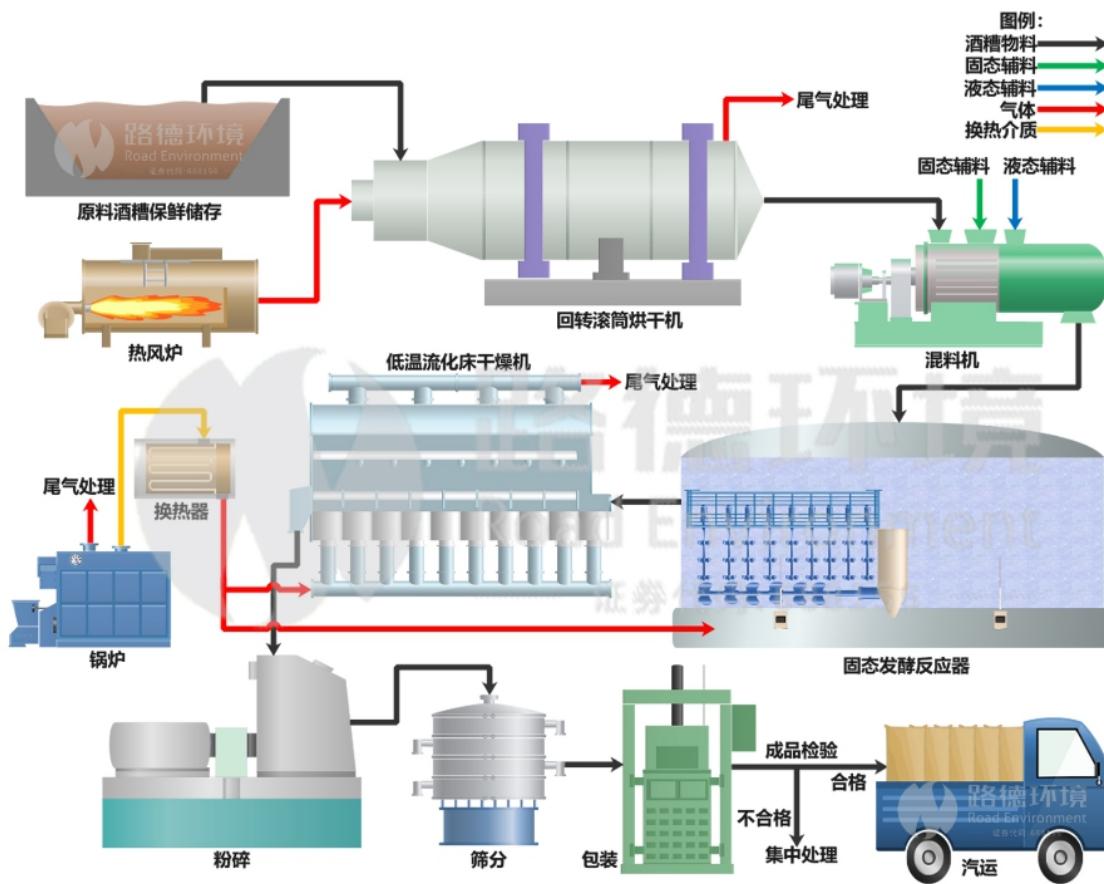
时间	部门	方案	内容
2020 年 9 月	国务院	《关于促进畜牧高质量发展的意见》	调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕的减量替代。
2021 年 3 月	农业农村部	《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》	推进用谷物和杂粕对饲料中玉米豆粕实现减量替代。
2021 年 10 月	国务院	《粮食节约行为方案》	加强饲料粮减量替代
2022 年 9 月	农业农村部	召开豆粕减量替代行动 工作推进视频会	把豆粕等饲料粮减量替代的潜力充分发挥出来…尽快推进替代资源开发利用，促进养殖业节粮降耗，保障国家粮食安全。

资料来源：国务院，农业农村部，东亚前海证券研究所

2.2. 全产业链优势稳固，技术保持领先水平

酒糟渣业务技术领先，公司打造酿酒循环产业链。公司通过技术持续攻关，形成了领先的有机糟渣微生物固态发酵技术体系。目前技术适用于白酒糟、啤酒糟、醋糟、酱油糟等食品饮料糟渣及酿酒高浓度有机废水的大体量规范化处理；同时能够生产复合功能型生物发酵饲料，助力打造酿酒循环产业链。

图表 18. 公司有机糟渣微生物固态发酵技术工艺流程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

工艺流程筑起知识产权体系，公司技术领先行业。公司产业化运营不断深耕长达 7 年，截至公司 2021 年底，有机糟渣微生物固态发酵技术体系方面，公司自主研发的核心技术体系在工艺、设备和微生物等方面包含 5 项发明专利、19 项实用新型专利、6 项外观设计专利及多项非专利专有技术，获得了四川省科学技术进步二等奖等奖项。

图表 19. 公司菌种驯化工艺流程图



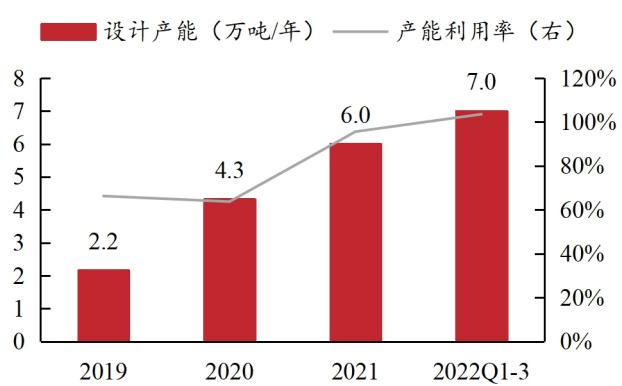
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.3. 食飲糟渣業務橫向縱向多維拓展深化

2.3.1. 酱香向浓香进发，需求空间进一步打开

酒糟發酵飼料業務聚焦醬香酒，未來業績有望持續突破。當前公司白酒糟發酵飼料業務主要圍繞醬香型白酒開展。截至2022Q3，公司醬香型白酒糟生物發酵飼料產能約7萬噸/年，較2021年提升1萬噸/年，產能利用率達103.5%，同比+7.9pct，達到飽和狀態。另一方面，由於“醬香熱”持續發酵，近年我國醬香型白酒產量持續上升，2021年產量已升至約69萬千升，公司業務空間不斷打開。為進一步擴充產能，2021年來公司計劃在金沙、遵義、古藺永樂建設年產15萬噸、8萬噸、10萬噸醬香酒糟發酵飼料項目，建設期預計2-3年，達产后公司醬香酒糟生物發酵飼料產能將達到40萬噸/年，支撐公司醬香酒糟生物發酵飼料業務持續突破。

图表 20. 酱香型白酒糟生物发酵饲料产能稳步提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 21. 近年我国酱香型白酒产量持续上升



资料来源：中商情报网，东亚前海证券研究所
注：2021年数据为中商情报网估测值

布局浓香型酒糟业务，糟渣来源多元化打开需求空间。在穩固醬香型白酒渣業務的同時，公司積極進行多元化產業佈局。2022年8月，公司與安徽亳州市、古井貢酒達成合作，擬投資2.5億元建設年產12萬噸生物發酵飼料項目，並簽訂長期供貨協議，鎖定上游酒糟資源，標誌着公司從醬香型到濃香型酒糟飼料業務的首次突破。項目達产后，公司白酒糟發酵飼料總產能將升至52萬噸/年，酒糟處理能力超130萬噸/年。展望未來，公司將加速布局濃、清香型酒糟業務，並拓展啤酒糟、醋糟等其他有機糟渣業務，進一步打開業務空間。

图表 22. 公司当前糟产能规划为 52 万吨/年

项目名称	项目位置	糟香型	产能规划 (万吨/年)	项目状态
古蔺路德	四川省泸州市	酱香型	7	已投产
古蔺永乐	四川省泸州市	酱香型	10	建设中
金沙路德	贵州省毕节市	酱香型	15	建设中
遵义路德	贵州省遵义市	酱香型	8	建设中
亳州路德	安徽省亳州市	浓香型	12	新设中
合计			52	

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：数据截至 2022 年 12 月 9 日

图表 23. 不同糟渣营养成分差异较大（单位：%）

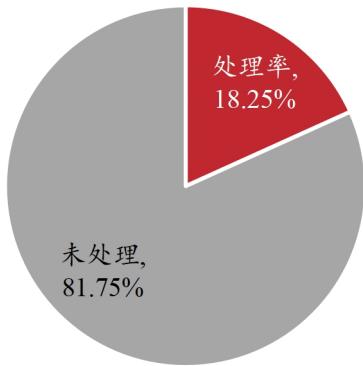
	酱香糟	浓香糟	清香糟	啤酒糟	黄糟	棉籽壳	木屑
粗蛋白	25.7-28.6	15.5	4.3-7.4	25	41.7	7.1	0.5
粗纤维	-	26	-	6.8	23.9	27.1	55.7
灰分	-	18.1	-	3.8	13.1	3.4	0.7
稻壳	8-12	56-68	65-76	-	-	-	-

资料来源：佳酿网，东亚前海证券研究所

2.3.2. 餐厨垃圾变废为宝，昆虫蛋白业务前途可期

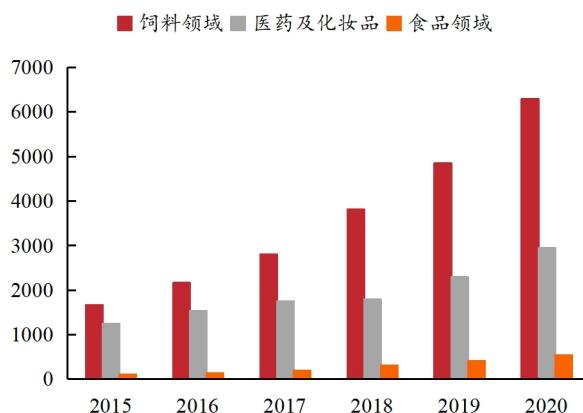
我国餐厨垃圾处理能力缺口尚大，下游昆虫蛋白行业景气提升。随着我国餐饮及外卖行业迅速发展，我国餐厨垃圾产量亦逐年递增。2020 年，我国餐厨垃圾产生量为 35.6 万吨/天，实际处理能力仅为 6.5 万吨/天，处理效率不足 20%。此背景下，预计我国餐厨垃圾处理行业将呈现蓬勃增长态势。下游方面，我国动物蛋白饲料进口依赖程度较大，当前市场以昆虫蛋白的开发应用为焦点，其最大下游饲料行业 2020 年市场规模为 6299 万元，2015-2020 年 CAGR 达到 30.4%，处于高速增长阶段。

图表 24. 我国餐厨垃圾处理能力缺口尚大(2020 年)



资料来源：灵动核心，东亚前海证券研究所

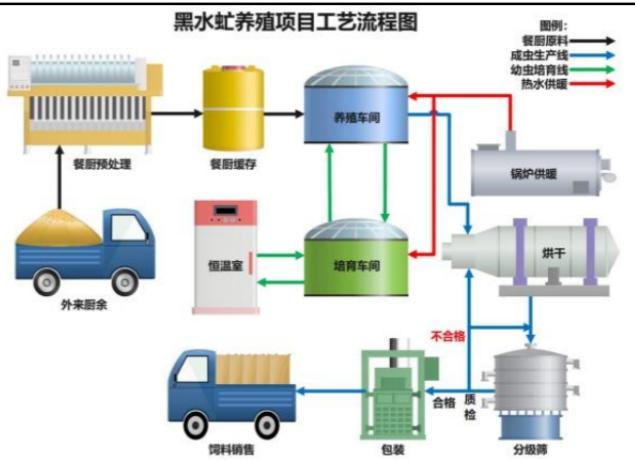
图表 25. 饲料行业为昆虫蛋白最大下游 (万元)



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

公司入局昆虫蛋白饲料行业，打造全新业绩增长点。2021年9月，公司控股子公司路德尚源与普罗欧生物科技（武汉）有限公司合资设立路德生物（武汉），开展昆虫蛋白饲料业务，其中路德尚源持股55%，普罗欧持股45%。路德生物利用黑水虻的取食行为及昆虫协同微生物降解技术，将厨余糟渣高效转化为黑水虻鲜虫、虫干等动物蛋白产品和虫沙（生物有机肥），销往下游高端水产或宠物饲料领域。合作方普罗欧多年专注固体有机废弃物处理及昆虫蛋白领域，负责提供相关技术专利及生产设备，同时公司利用原有饲料销售渠道，实现资源共享，有望将昆虫蛋白饲料业务打造成为公司全新业绩增长点。

图表 26. 公司采用昆虫协同微生物降解技术处理厨余等固体有机废弃物



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 27. 公司主要生产黑水虻虫干等产品



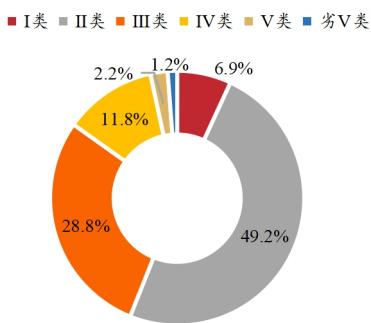
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3. 淤泥及泥浆处理业务：行业空间广阔，公司具备竞争优势

3.1. 受益于国家政策，行业存在发展空间

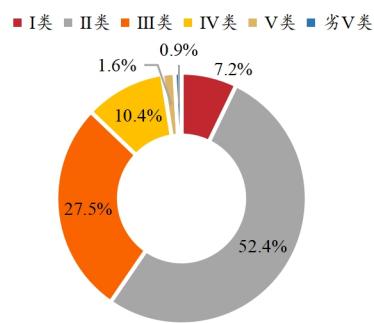
河湖淤泥产业受益于国家相关政策，存在发展空间。河湖淤泥一方面影响河道湖泊的通航、过水行洪和库容等能力；另一方面极易污染水质、造成黑臭水体的产生。河湖淤泥处理主要是通过减量化、稳定化、无害化、资源化等处理，避免直接堆放与排放产生二次污染，这对于加快水生态文明建设、改善城乡人居环境和促进城乡经济社会可持续发展具有重要现实意义。根据生态环境部披露，2021年全国地表水I至III类水质断面比例为84.9%，与2020年相比上升1.5个百分点；劣V类水质断面比例为1.2%。具体到流域来看，长江流域、珠江流域等水质持续为优，黄河流域水质明显改善，淮河流域、辽河流域水质由轻度污染改善为良好。同时，“十四五”规划、《长江保护法》、水十条、河长湖长制等一系列环境污染治理相关的战略规划、法律法规和产业政策的出台和推进落实，促使各地区对地方水域水质的要求逐步提升，从而带动我国河湖淤泥处理产业高速发展。

图表 28. 2021 年全国地表水总体水质状况



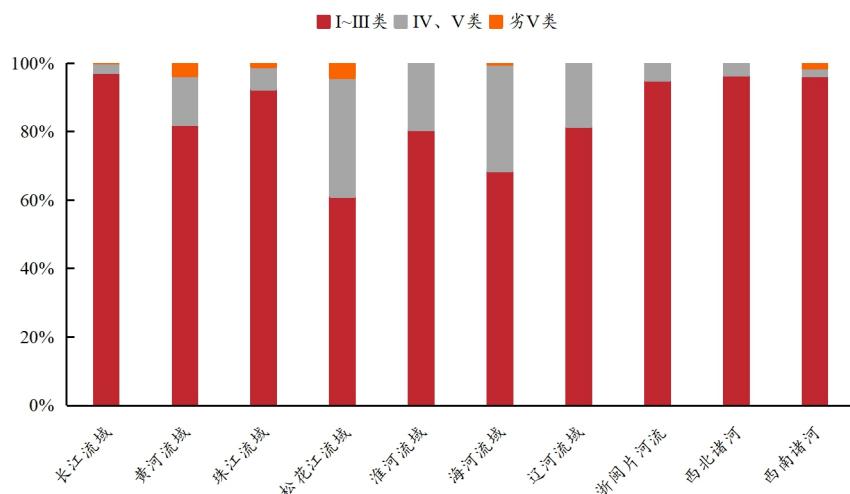
资料来源：《2021 中国生态环境状况公报》，东亚前海证券研究所

图表 29. 2021 年全国流域总体水质状况



资料来源：《2021 中国生态环境状况公报》，东亚前海证券研究所

图表 30. 2021 年七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河水水质状况



资料来源：《2021 中国生态环境状况公报》，东亚前海证券研究所

伴随我国建筑垃圾资源化率提高，工程泥浆处理行业有望迎来增长。

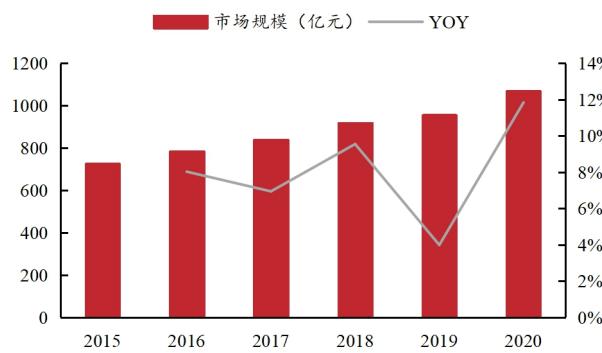
工程泥浆处理业务属于新兴业务领域，主要是针对房屋建筑、地铁隧道、公路桥梁等项目施工中产生的大体量泥浆进行减量化、无害化、稳定化处理及资源化利用。近年来我国城镇化进程加快，工程泥浆等建筑垃圾排放量大幅增加，根据前瞻产业研究院统计，我国建筑垃圾主要来源于旧建筑物拆除、建筑施工与建筑装修三大类，并且存在出路难、减量难、计量难和监管难等问题。根据观研天下数据，2015-2020 年我国建筑垃圾处理行业市场规模由 726.01 亿元增加至 1068.65 亿元，并呈持续增长趋势。与欧美日等国家相比，我国建筑垃圾资源化率呈现较低水平，2020 年我国建筑垃圾资源化率仅 5%，‘十四五’规划中明确提出建筑垃圾综合利用率达到 60% 的目标，长期来看建筑垃圾资源化率有较大提升空间。同时随着环保和监管要求逐步提高，我们预计工程泥浆处理行业需求将得到释放，行业有望迎来增长。

图表 31. 2015-2020 年中国建筑垃圾产生来源分布情况



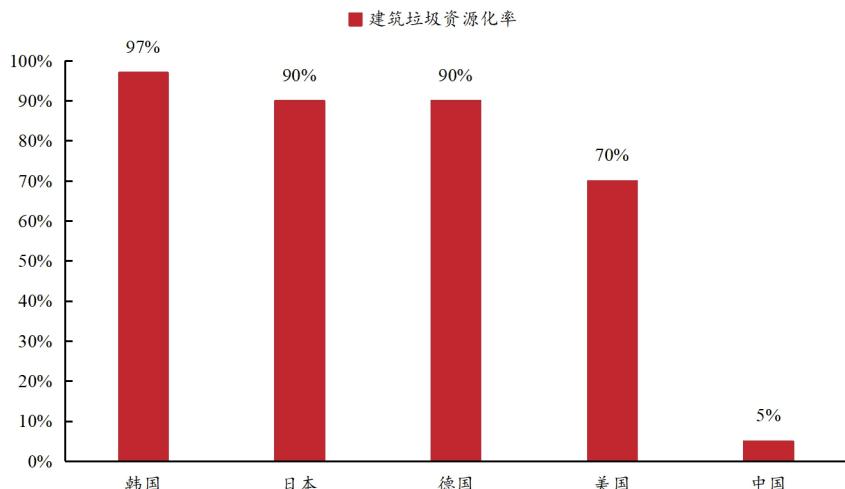
资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 32. 2015-2021 年建筑垃圾处理行业市场规模持续增长



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

图表 33. 2020 年我国建筑垃圾资源化率远远落后于欧美等国家



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

3.2. 公司淤泥及泥浆处理业务具备技术和运营优势

公司在河湖淤泥及工程泥浆处理领域率先发力，具备一定品牌影响力。当前我国河湖淤泥及工程泥浆处理领域尚未形成全国性的竞争市场，市场集中度很低。而公司是国内率先进入河湖淤泥、工程泥浆处理领域的科技型专业化环保企业之一，经过多年的发展和实践，培养了一大批专业技术人才，在行业内具备一定品牌知名度和影响力，在境内外同行业竞争中拥有较大的优势。

公司河道淤泥处理业务采用淤泥脱水固结一体化处理技术体系，全程封闭处理且具备多种资源化利用。对河道、湖泊清淤产生的底泥，经全封闭运输车辆或管道送往项目底泥处理厂，经除杂、除渣、调节、加药均化等多个环节后进行板框脱水，脱水固结成可再生使用泥饼，泥饼含水量可降至 40%以下，实现淤泥无害化处理并对泥饼进行资源化利用于其他各项市政、园林用土工程。工程泥浆处理业务采用工厂化运营模式，高效能地对大体量工程泥浆进行脱水、干化、减量。约 1 小时可将工程泥浆含水率降至 40%以下，相对工程泥浆方体积减量 60%以上，满足产能、工期要求，余水达标排放，实际减量化、无害化、稳定化、资源化利用。

公司工厂化运营模式有助于快速复制拓展业务，且技术研发成果显著。河湖淤泥、工程泥浆处理服务通过投资建设固化处理中心并配置处理设备系统，提供河湖淤泥、工程泥浆的脱水固化处理服务，该工厂模式具有运营时间长、处理体量大、设备效能高、区域集中化和可复制性强等特点。

长远来看，有助于公司快速复制拓展业务，推动业绩持续增长。同时，公司在河湖淤泥及工程泥浆处理服务上拥有多项技术成果，进一步增强公司行业影响力。

图表 34. 公司河道淤泥及工程泥浆处理业务部分核心技术概况

序号	核心技术名称	具体描述
1	泥浆除杂及级配优化	利用定制化精细化除杂设备系统，确保系统不堵塞、长期稳定顺畅高效运行，同时减少后续过流部件的磨损，降低费用。
2	泥浆浓缩压密及高浓度泥浆取泥技术	优化调节池的几何尺寸使泥浆能快速沉淀，并压密，同时采用定制化的取泥设备在浓度高、泥层厚的区域取泥，保证抽取浓度最高的泥浆，提高处理效能。
3	均化池利用余气反吹技术	脱水固化过程中，压滤的高压气体返回均化池内，防止中心孔堵塞影响进料效率，同时高压气体扰动使得泥浆与固化材料反应充分，实现余气再利用。
4	压滤尾水回用技术	压滤水含有有效成分，回流与疏浚泥浆进行混合及反应，可提高脱水性、浓缩效率，节省材料成本。
5	高强度高耐水土体固结剂	以特制的核心材料复合两种或两种以上的活性矿物材料为主要组分，对疏浚淤泥、砂石材料、一般土体、特殊土体、尾矿砂、粉煤灰(渣)、海砂及含水淤泥等材料具有良好胶结性能。
6	泥饼资源化利用制备绿植土	以脱水泥饼为基质，采用自主研发的新设备新材料新工艺生产的人工合成土壤，适宜于植物生长。能够符合《绿化种植土壤》CJ/T 340-2016 相关标准要求。
7	市政污泥燃料化应用	对污泥进行调理改性，污泥经深度机械脱水减量后进行高效热干化，干化后污泥送电厂锅炉燃烧，回收污泥中的热量。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 多维度发力订单，河道淤泥及工程泥浆业务长远可期

公司采取多种方式获取并维护客户，助力业务增长。在客户对接中，公司持续跟踪、研究全国不同业务地区的水文、地质和泥浆情况，选择有价值的客户进行接洽并建立资料库。在项目获取上，公司通过政府平台网站、招投标网站、合作伙伴介绍等多种渠道获取项目信息，主动对接交流、宣传推介，并邀请客户对公司正在运营的固化处理中心现场参观，详细展示公司的核心技术、装备系统、创新模式、处理效果，并通过参加公开招标和竞争性磋商等方式获取订单。由于疫情影响，公司主营业务河湖淤泥处理服务新跟业务订单推进进度缓慢，同时原有项目存在部分延迟开工、

工程进度放缓、工期拉长等现象，随着社会面放开，经济形势逐步好转，公司该业务有望实现增长。

公司凭借多年积累的技术、经营经验，加大业务订单拓展力度。在订单上，公司与三峡集团等央企联手，发挥专业技术优势，深度参与长江大保护等重大项目。而长江经济带发展是“十四五”重点流域水环境综合治理规划的支持重点，与三峡集团合作有助于推动公司河湖淤泥板块业务新增长。此外，公司2021年新增订单包括广东省中山市小隐涌项目和惠州市金山新城水环境综合整治等项目，新的订单拓展将助力公司河道淤泥及工程泥浆业务进一步增长。同时公司环保处理业务区域由湖北、浙江、江苏等长江流域，拓展至黄河流域的山西、珠江流域的广东、云贵高原等区域，未来公司环保业务或将突破新订单，推动业绩持续增长。

4. 盈利预测

在酒糟发酵饲料项目产能如期落地，以及其他各项业务平稳发展假设下。同时，假设各项费用率控制合理，经营效率得到稳步提升，我们做出如下业绩预测：

1) 河湖淤泥业务：预计2022年~2024年营业收入分别为1.55/2.01/2.52亿元，营收增速分别为-28%/30%/25%，毛利率分别为30.52%/35.52%/37.52%。

2) 食品饮料糟渣业务：预计2022年~2024年营业收入分别为1.57/4.08/9.59亿元，营收增速分别为38%/160%/135%，毛利率分别为32.43%/37.43%/40.43%。

3) 工程泥浆业务：预计2022年~2024年营业收入分别为0.71/0.95/1.24亿元，营收增速分别为52%/35%/30%，毛利率分别为49.86%/50.86%/51.86%。

4) 环保技术装备及材料销售业务：预计2022年~2024年营业收入分别为1.53/1.84/2.02亿元，营收增速分别为-70%/20%/10%，毛利率分别为39.92%/39.92%/39.92%。

5) 其他业务：预计2022年~2024年营业收入分别为2.00/2.29/2.64亿元，营收增速分别为20%/15%/15%，毛利率分别为-9.07%/-31.31%/-69.53%。

图表 35. 各项业务的收入和毛利率预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
河湖淤泥业务收入 (百万元)	215.08	154.86	201.31	251.64
yoy	70.96%	-28%	30%	25%
毛利率	39.52%	30.52%	35.52%	37.5%
食品饮料糟渣业务收入 (百万元)	113.68	156.88	407.88	958.52
yoy	114.49%	38%	160%	135%
毛利率	29.43%	32.43%	37.43%	40.43%
工程泥浆业务收入 (百万元)	46.47	70.63	95.35	123.96
yoy	-34.14%	52%	35%	30%
毛利率	47.86%	49.86%	50.86%	51.86%
环保技术装备及材料销售收入 (百万元)	5.11	1.53	1.84	2.02
yoy	847.28%	-70%	20%	10%
毛利率	39.11%	39.92%	39.92%	39.92%
其他业务收入 (百万元)	1.66	2.00	2.29	2.64
yoy	232.22%	20%	15%	15%
毛利率	16.55%	-9.07%	-31.31%	-69.53%

资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

按照上述假设，预计 2022 年~2024 年营收分别为 3.86/7.09/13.39 亿元，同比分别为 1.02%/83.65%/88.91%；归母净利润分别为 0.66/1.41/2.86 亿元，同比分别为-13.37%/116.13%/101.90%。EPS 分别为 0.71/1.53/3.09 元/股。基于 2 月 1 日收盘价 32.55 元/股，对应 PE 分别为 45.95/21.26/10.53 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 36. 盈利预测

项目(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	382.00	385.89	708.68	1338.78
增长率 (%)	52.56	1.02	83.65	88.91
归母净利润(百万元)	75.54	65.44	141.44	285.56
增长率 (%)	58.23	-13.37	116.13	101.90
EPS (元/股)	0.82	0.71	1.53	3.09
市盈率 (P/E)	23.84	45.95	21.26	10.53
市净率 (P/B)	2.33	3.72	3.17	2.44

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所，股价基准为 2 月 1 日收盘价 32.55 元/股

图表 37. 公司 PE 在可比公司中处于偏高水平

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300388.SZ	节能国祯	6.53	45.64	0.58	0.65	0.71	11.26	10.05	9.20
300190.SZ	维尔利	4.33	33.84	0.20	0.24	0.29	21.87	17.99	14.81
600323.SH	瀚蓝环境	18.43	150.27	1.55	1.88	2.18	11.87	9.82	8.44
601200.SH	上海环境	9.26	103.88	0.57	0.67	0.79	16.25	13.82	11.72
平均值				0.73	0.86	0.99	15.31	12.92	11.04
688156.SH	路德环境	32.55	30.07	0.71	1.53	3.09	45.95	21.26	10.53

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所，可比公司 EPS 为同花顺 iFinD 一致预期

注：收盘价和总市值均为 2023 年 2 月 1 日的收盘数据

5. 风险提示

酒糟原材料涨价：原材料价格涨价势必给公司利润带来压力，影响酒糟业务的良性发展。

酒糟产能落地不及预期：如果扩产能项目不及预期，相关业务由于供给限制较难突破业绩瓶颈，进而影响整体收入预期。

核心技术流失：公司所处行业技术密集度较高，但在行业竞争愈发激烈的背景下，核心技术人员的流失将影响公司技术的市场竞争力，进而影响项目招投标，以及相关业务的拓展。

行业政策变动：环保行业受到政策影响较大，而且公司多与国企合作业务，政策的边际变化对于行业景气度会造成影响。

行业竞争加剧：得益于政策红利，环保行业处于快速发展阶段。目前，公司属于行业头部企业，但随着跨界和同行竞争的加剧，将对公司的市场开拓造成压力。

传统业务收入下滑：淤泥、泥浆处理等业务依然是公司主要的收入来源，但该类业务多与国企、政府合作，由于宏观环境、政策等因素，项目合作数量存在骤降的风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	382.00	385.89	708.68	1338.78
%同比增速	52.56%	1.02%	83.65%	88.91%
营业成本	239.03	252.11	435.99	793.58
毛利	142.97	133.78	272.69	545.20
%营业收入	37.43%	34.67%	38.48%	40.72%
税金及附加	1.75	2.53	4.73	7.95
%营业收入	0.46%	0.66%	0.67%	0.59%
销售费用	5.76	6.98	11.80	25.65
%营业收入	1.51%	1.81%	1.67%	1.92%
管理费用	35.46	32.12	58.95	122.35
%营业收入	9.28%	8.32%	8.32%	9.14%
研发费用	15.95	14.24	27.21	54.00
%营业收入	4.18%	3.69%	3.84%	4.03%
财务费用	-1.74	-1.86	-2.32	-3.18
%营业收入	-0.45%	-0.48%	-0.33%	-0.24%
资产减值损失	-1.60	-0.61	-0.83	-1.01
信用减值损失	-5.42	-0.36	-3.06	-2.94
其他收益	1.19	5.31	8.83	13.09
投资收益	4.97	2.42	5.92	12.34
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.10	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.10	0.42	0.99	2.40
营业利润	86.13	86.96	184.18	362.29
%营业收入	22.55%	22.53%	25.99%	27.06%
营业外收支	3.53	-0.50	-0.44	-0.50
利润总额	89.67	86.46	183.74	361.79
%营业收入	23.47%	22.40%	25.93%	27.02%
所得税费用	10.34	13.08	26.32	49.43
净利润	79.33	73.37	157.42	312.36
%营业收入	20.77%	19.01%	22.21%	23.33%
归属于母公司的净利润	75.54	65.44	141.44	285.56
%同比增速	58.23%	-13.37%	116.13%	101.90%
少数股东损益	3.79	7.93	15.98	26.80
EPS (元/股)	0.82	0.71	1.53	3.09

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.82	0.71	1.53	3.09
BVPS	8.38	8.74	10.28	13.37
PE	23.84	45.95	21.26	10.53
PEG	0.41	—	0.18	0.10
PB	2.33	3.72	3.17	2.44
EV/EBITDA	13.37	24.91	12.78	6.76
ROE	9.81%	8.10%	14.90%	23.13%
ROIC	8.17%	7.85%	14.59%	21.80%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	349.43	307.71	382.94	489.79
交易性金融资产	60.92	85.67	114.23	152.31
应收账款及应收票据	262.82	262.93	509.70	763.78
存货	26.09	34.41	41.66	75.53
预付账款	12.41	11.58	24.59	41.19
其他流动资产	29.57	43.41	64.85	102.18
流动资产合计	741.25	745.70	1137.97	1624.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	180.19	173.12	162.56	159.83
无形资产	58.84	69.32	83.49	102.57
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	5.82	5.82	5.82	5.82
其他非流动资产	18.45	97.21	97.02	95.00
资产总计	1004.56	1091.18	1486.86	1987.99
短期借款	33.65	44.40	51.56	62.77
应付票据及应付账款	106.26	135.29	331.67	461.73
预收账款	0.05	1.79	0.12	0.17
应付职工薪酬	7.61	8.62	16.72	25.27
应交税费	9.29	7.64	15.69	32.56
其他流动负债	31.09	31.18	51.42	73.44
流动负债合计	187.95	228.91	467.18	655.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.02	0.02	0.02	0.02
其他非流动负债	3.40	3.40	3.40	3.40
负债合计	191.37	232.33	470.59	659.36
归属于母公司的所有者权益	770.08	807.81	949.24	1234.81
少数股东权益	43.12	51.05	67.03	93.82
股东权益	813.19	858.85	1016.27	1328.63
负债及股东权益	1004.56	1091.18	1486.86	1987.99

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	44.81	108.22	123.90	169.58
投资	-60.82	-24.75	-28.56	-38.08
资本性支出	-57.19	-110.03	-30.56	-44.87
其他	4.97	3.66	6.11	14.37
投资活动现金流净额	-113.03	-131.12	-53.01	-68.58
债权融资	-30.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	15.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	45.11	10.74	7.16	11.21
筹资成本	-33.61	-29.56	-2.83	-5.36
其他	-2.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-5.90	-18.82	4.33	5.86
现金净流量	-74.12	-41.72	75.22	106.85

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

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

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/>