

三大业务一体化发展，打造城镇综合环境服务商

钱江生化(600796.SH)

推荐

首次评级

核心观点：

- 立足海宁辐射全国，打造城镇综合环境服务商：**公司创建于1970年，前身是海宁农药厂，2021年重组后形成了生态环保、生物农药、水务运营三大业务板块，致力于成为精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”。公司环保和水务业务扎根海宁，辐射全国；生物农药产品也远销全球多个国家和地区。
- 盈利能力持续提升，现金流表现良好：**2023Q1-Q3公司实现归母净利润1.40亿元，同比增长7.41%；毛利率24.64%，同比增加3.57pct，净利率9.57%，同比增加0.51pct，经营活动现金流为1.17亿元。水务运营业务增长提升整体利润率，良好的现金流可以支持公司未来进一步扩张。
- 生态环保：积极拓展业务范围，打造核心竞争力：**生态环保业务包括环保工程、固废处置、热电联产三个板块，23H1该业务实现营收4.21亿元，占总收入49%。公司通过控制工程成本、扩大业务范围、拓展固废处置产业链等方法，增强综合竞争力，支撑自身业务发展。
- 水务运营：在手运营项目充足，业绩稳定增长：**水务运营业务包括污水处理和供水两个板块，23H1实现收入2.64亿元，占总收入30%。公司目前在运水厂、污水厂超过20座，自来水供水能力56万吨/日，污水处理能力87.6万吨/日，中水回用能力14万吨/日。公司还有20万吨/日污水处理厂、3万吨/日工业污水预处理厂和5万立方米/日工业水厂建设规划，未来仍有提升空间。
- 生物农药：研发实力强劲，产品广受认可：**公司以赤霉酸系列产品为主线，通过不断优化发酵和提取工艺，增强产品市场竞争力，产销量国内领先，23H1实现收入1.65亿元，占总收入19%。此外，公司也不断扩大与国外客户的合作，生物农药产品远销全球，受到广泛认可。
- 行业估值的判断与评级说明：**预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.17/2.48/2.90亿元，对应PE分别为22x/19x/17x。公司致力于成为精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”。生态环保与水务运营两大核心业务扎根海宁辐射全国，未来仍存提升空间，成长动力充足。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**污水处理项目建设进度不及预期的风险；环保工程项目订单减少的风险；生物农药需求不及预期的风险；运营项目产能利用率下降的风险。

主要财务指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2008.86	2014.55	2376.44	3004.80
收入增长率%	-1.09	0.28	17.96	26.44
归母净利润(百万元)	206.05	216.83	248.31	289.70
利润增速%	39.28	5.23	14.52	16.67
毛利率%	21.96	22.17	24.79	24.07
摊薄EPS(元)	0.24	0.25	0.29	0.33
PE	23.34	22.18	19.37	16.60

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

分析师

陶贻功

010-80927673

taozigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

010-80927667

yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

梁悠南

010-80927656

liangyounan_yj@chinastock.com.cn

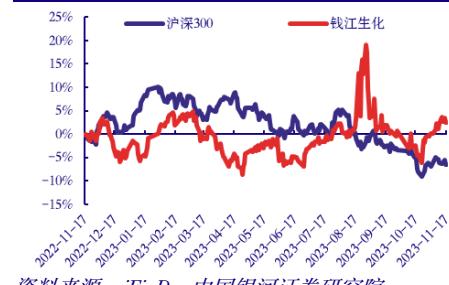
分析师登记编码：S0130523070002

市场数据

2023-11-21

A股收盘价(元)	5.66
股票代码	600796.SH
A股一年内最高价/最低价(元)	6.65/4.97
上证指数	3,067.93
总股本/实际流通A股(万股)	86,658.58/30,140.21
流通A股市值(亿元)	17.06

相对沪深300表现图



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

目 录

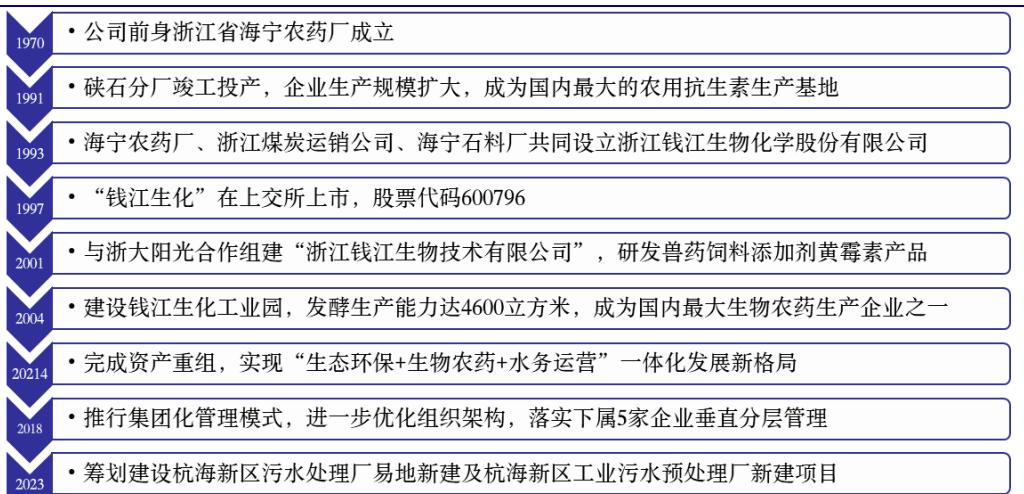
一、钱江生化：打造精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”	3
(一) 立足海宁辐射全国，打造城镇综合环境服务商	3
(二) 盈利能力持续提升，现金流表现良好	4
二、三大业务一体化发展，打造成长新格局	5
(一) 生态环保：积极拓展业务范围，打造核心竞争力	5
(二) 水务运营：在手运营项目充足，业绩稳定增长	6
(三) 生物农药：研发实力强劲，产品广受认可	7
三、投资建议	7
四、风险提示	8
附录：	10
(一) 公司财务预测表	10

一、钱江生化：打造精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”

(一) 立足海宁辐射全国，打造城镇综合环境服务商

钱江生化创建于 1970 年，前身是海宁农药厂。1993 年改制为股份有限公司，1997 年 4 月，在上海证券交易所上市，成为国企上市浙北第一股。2021 年公司与海宁水务集团成功实施了重大资产重组，收购了水务集团的一部分资产。重组后，公司主营业务由生物农药、热电拓展到水务、固废、工程等领域，形成了生态环保、生物农药、水务运营三大业务板块。公司致力于成为精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”。公司的环保和水务业务扎根海宁，辐射江苏、黑龙江、内蒙古、甘肃、湖南等多个省份；生物农药产品远销美国、西欧、南美和东南亚等 30 多个国家和地区。

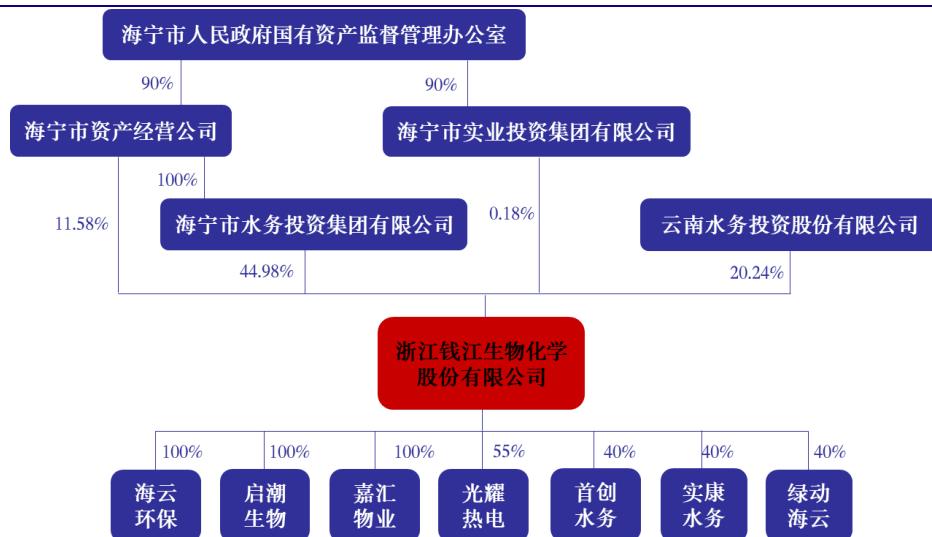
图1：钱江生化发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司实际控制人为海宁市国资办，持股比例共计 51.07%，是海宁市国资在环保领域唯一的证券化平台及运营平台。公司在海宁已形成了全方位的环保综合治理循环经济产业链。得益于毗邻杭州的区位优势，海宁人口总数快速增长，而随着杭州市区扩容，海宁还在持续承接来自杭州郊区的产业转移，有望充分享受经济发展带来的红利。

图2：钱江生化股权结构图

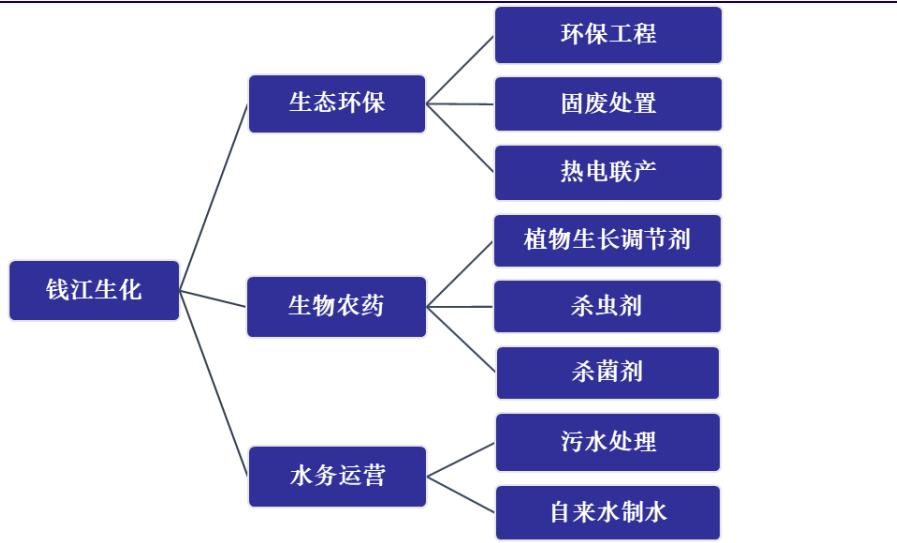


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

公司实行集团化管理模式，生态环保、水务运营业务主要由公司全资子公司海云环保及其下属子公司开展。生物农药业务由公司下属生化分公司开展。

2023 年 11 月，公司公告拟非公开发行不超过 6 亿元公司债券，本次发行的公司债券期限不超过 5 年，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金、偿还公司到期债务、项目建设及符合法律法规允许的其他用途。

图3: 钱江生化主营业务

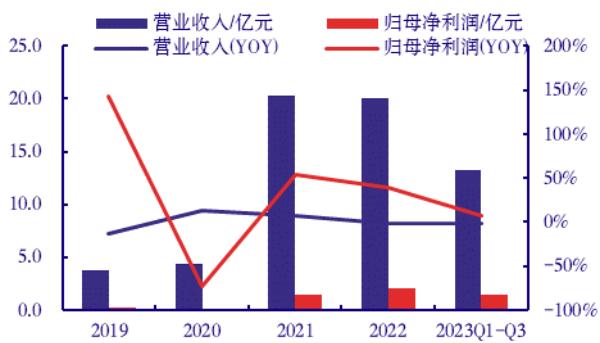


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

（二）盈利能力持续提升，现金流表现良好

2023Q1-Q3 公司实现营业收入 13.28 亿元，同比下降 1.19%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 7.41%；实现毛利率 24.64%，同比增加 3.57pct，净利率 9.57%，同比增加 0.51pct。高毛利的水务运营业务增长拉动公司整体利润率提升，而环保工程、固废处置等业务受需求影响收入有所下滑，但目前仍是公司收入占比最高的业务板块。

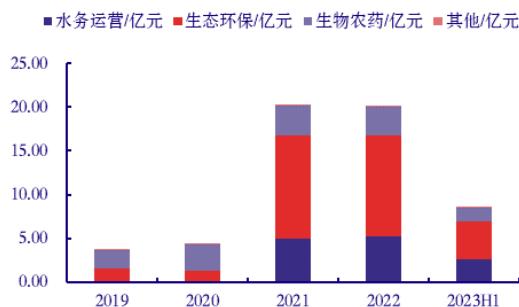
图4: 2019-2023Q3 钱江生化营业收入及净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

分行业来看，2023H1 公司生态环保业务实现营收 4.21 亿元，同比下降 11.55%，占总收入 48.82%，实现毛利 0.31 亿元，同比下降 17.72%，占总毛利 15.67%，毛利率 7.46%，同比减少 0.56pct；水务运营业务实现营收 2.64 亿元，同比增长 10.54%，占总收入 30.43%，实现毛利 1.14 亿元，同比增长 16.32%，占总毛利 56.71%，毛利率 43.12%，同比增加 2.14pct；生物农药业务实现营收 1.65 亿元，同比增长 4.58%，占总收入 18.99%，实现毛利 0.48 亿元，同比增长 25.80%，占总毛利 24.14%，毛利率 29.42%，同比增加 4.96pct。

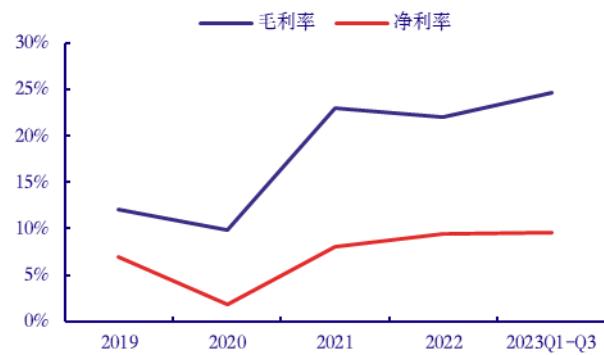
图6: 2019-2023H1 钱江生化分业务收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

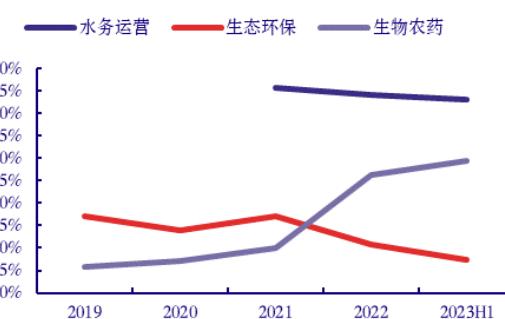
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图5: 2019-2023Q3 钱江生化毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

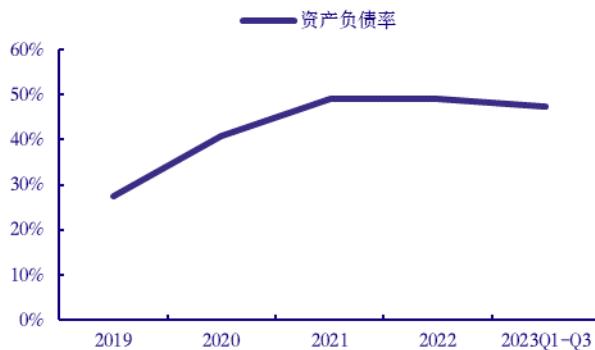
图7: 2019-2023H1 钱江生化分业务毛利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

截至 2023 年三季度末，公司资产负债率 47.36%，较 2022 年末下降 1.84pct。应收账款 5.58 亿元，应收账款/总资产 8.53%，维持较低占比。公司负债率控制良好，资产结构健康，经营稳定性较强。

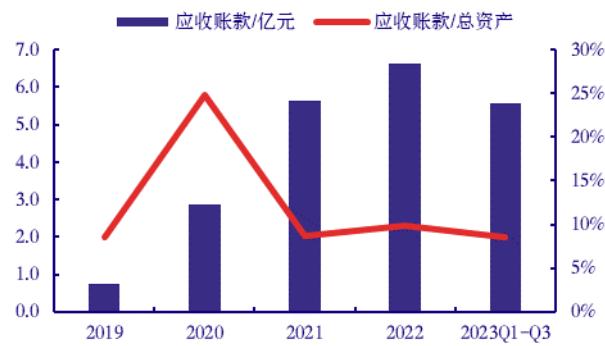
图8：2019-2023Q3 钱江生化资产负债率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

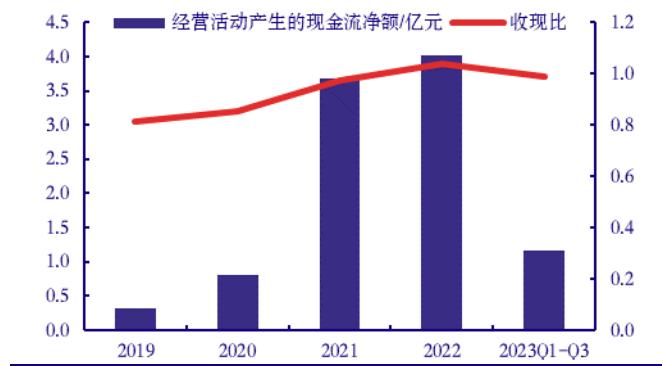
2023Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流净额为 1.17 亿元，收现比为 0.99，连续多年维持较高水平。良好的现金流可以支持公司未来进一步扩张。

图9：2019-2023Q3 钱江生化应收账款



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图10：2019-2023Q3 钱江生化经营性现金流净额和收现比



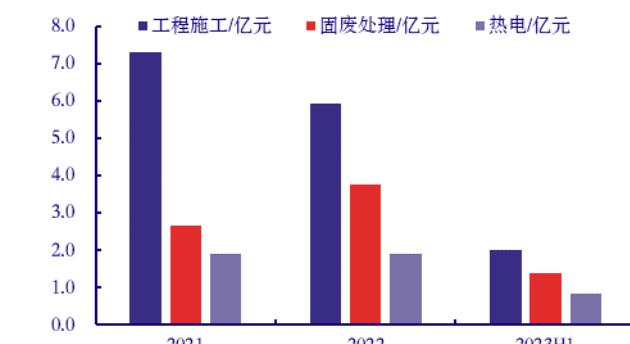
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

二、三大业务一体化发展，打造成长新格局

（一）生态环保：积极拓展业务范围，打造核心竞争力

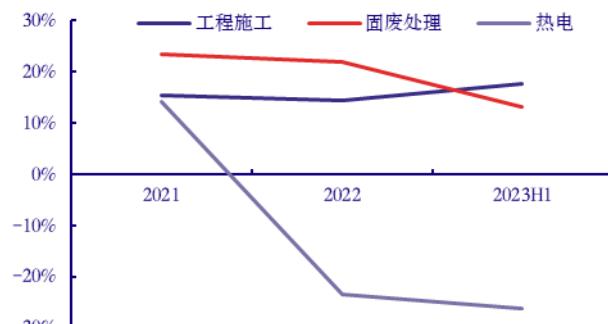
公司生态环保业务包括环保工程、固废处置、热电联产三个板块。23H1 公司环保工程施工业务实现收入 1.99 亿元，同比下降 14.75%，毛利率 17.69%，同比增加 4.80pct。公司的环保工程业务主要是承接市政公用工程、给排水工程以及管材销售，环保工程类业务受宏观经济、行业政策、订单释放等多方面影响导致整体增速放缓，公司通过控制工程成本提升毛利率，主动参与海宁区域以外大型竞争性项目的招投标等方法，积极增强自身工程业务实力。

图11：钱江生化生态环保相关业务收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图12：钱江生化生态环保相关业务毛利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

23H1 公司固废处置业务实现收入 1.39 亿元，同比下降 12.61%，毛利率 13.02%，同比减少 3.95pct。固废处置行业同质化竞争激烈，公司通过拓展固废处置产业链增强综合竞争力，支撑自身业务发展。在海宁市内，公司有嘉兴地区唯一的医废垃圾处置单位紫伊环保，负责餐厨垃圾清运处置的绿洲环保，负责城市环卫保洁的海云宜居。2022 年海云宜居中标了海宁市区环卫一体化特许经营项目和黄湾垃圾填埋场运维项目，其中海宁市区环卫一体化项目每年服务费 1.16 亿元，持续 20 年。公司也在江苏、甘肃积极布局危废处置项目，在湖南布局污泥碳化处置设备，积极拓展固废处置业务范围，打造核心竞争力。

表1：2021-2022 年钱江生化生态环保业务运营数据

	2021	2022
餐厨垃圾处理/万吨	11.32	11.81
固废处置 (FB) /万吨	10.23	6.03
垃圾焚烧/万吨	1.32	1.53
垃圾填埋/万吨	2.08	12.47
医疗废弃物处置/万吨	0.72	1.20
蒸汽/万吨	72.18	58.25

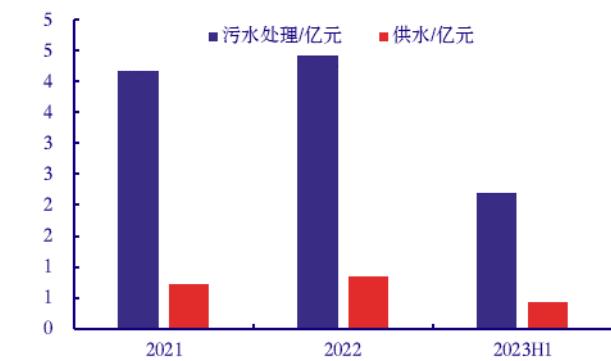
资料来源：公司年报，iFinD，中国银河证券研究院

23H1 公司热电联产业务实现收入 0.83 亿元，同比下降 0.65%。公司的热电联产业务由控股子公司光耀热电生产经营，业务范围为热电联产、集中供热，主要产品蒸汽等。主要向公司及海宁经济开发区企业供热，由于热电联产业务成本较高，该板块盈利能力不佳。

（二）水务运营：在手运营项目充足，业绩稳定增长

公司水务运营业务包括污水处理及再生利用和水处理及供应两个板块。23H1 公司污水处理及再生利用业务实现收入 2.20 亿元，同比增长 7.80%，毛利率 39.33%，同比增加 0.40pct；水处理及供应业务实现收入 0.44 亿元，同比增长 26.66%，毛利率 62.03%，同比增加 9.06pct，水务运营业务盈利能力显著高于其他板块。

图13：钱江生化水务运营相关业务收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司目前在运营的水厂、污水处理厂超过 20 座，合计自来水供水能力达 56 万吨/日，污水处理能力达 87.6 万吨/日，中水回用能力达 14 万吨/日。海宁市域内所有的自来水厂和污水处理厂都由政府授予公司特许经营，此外，公司在内蒙古、黑龙江等地区还有多个污水处理厂在运营。

表2：钱江生化在运水厂和污水厂

公司名称	设计处理能力 万吨/日	中水回用处理能力 万吨/日
水厂	海宁实康水务有限公司	30
	海宁长河水务有限责任公司	26
合计	56	-
污水厂	海宁首创水务有限责任公司	15
	海宁紫光水务有限责任公司	尖山 5, 丁桥四期 5+3
	海宁紫薇水务有限责任公司	16
	霍林郭勒天河嘉业水务有限公司	2
	霍林郭勒天河水务工程有限责任公司	5
	哈尔滨北方环保工程有限公司	36.6
合计	87.6	14

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2023年2月，公司公告全资孙公司海宁紫薇水务计划建设杭海新区污水处理厂异地新建项目，同时毗邻新建杭海新区工业污水预处理厂项目。规划新建一座20万吨/日污水处理厂以及一座3万吨/日工业污水预处理厂，项目总占地面积约140亩，估算总投资约14.02亿元。

2023年11月，公司公告设立合资公司建设运行项目。为了满足海宁市尖山新区工业园区企业的用水需求，合理配置城市水资源以及保障供水安全，拟投资2.55亿元新设计规模5万立方米/日工业水厂一座，水厂包含预处理、常规处理、深度处理及污泥处理设施以及源水管线等其他相关配套设施。

表3：2021-2022年钱江生化水务业务运营数据

	2021	2022
水处理及供应/万吨	5,788.17	5,767.35
中水销售/万吨	1,439.12	1,541.50
污水处理/万吨	19,707.49	22,016.79

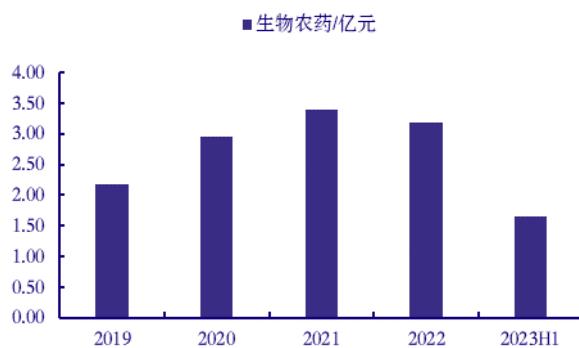
资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

公司的水务运营业务长期维持稳健运营，业绩稳定增长，随着规划项目逐步落地，未来规模仍存提升空间，成长动力充足。

（三）生物农药：研发实力强劲，产品广受认可

公司生物农药业务主要从事植物生长调节剂（赤霉酸、赤霉酸A4+A7）、杀虫剂（阿维菌素、甲维盐）、杀菌剂（井冈霉素）为主的产品研发、生产、销售和服务，拥有浙江省企业技术中心、省级高新技术研究开发中心、省级企业研究院，目前已取得农药产品登记证的农药品种50余个，研发实力强劲。23H1公司生物农药业务实现收入1.65亿元，同比增长4.58%，毛利率29.42%，同比增加4.96pet。

图15：钱江生化生物农药业务收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

赤霉酸系列产品是一种植物生长调节剂，主要用于促进作物生长，增加产量。在水稻制种、蔬菜水果保果增产方面广泛使用。公司以该系列产品为主线，通过不断优化发酵和提取工艺，使其发酵水平达到行业领先，降低能耗，降低成本，增强公司产品的市场竞争力，生产量和销售量始终处于国内领先。此外，公司也不断扩大与国外客户的合作，产品远销美国、英国、南美、印度、越南及中东，2022年赤霉酸系列产品出口量约占国内同类产品出口量的35%，公司产品受到广泛认可。

表4：2018-2022年钱江生化生物农药销量

销量	2018	2019	2020	2021	2022
农药/吨（折100%）	231.05	187.12	281.72	307.41	221.55
植物生长调节剂/吨（折100%）	-	129.48	206.06	207.11	-
兽药/吨（折100%）	103.11	121.05	-	-	-
饲料添加剂/吨（折100%）	-	119.89	-	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、投资建议

预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.17/2.48/2.90亿元，对应EPS分别为0.25/0.29/0.33元/股，对应PE分别为22x/19x/17x。公司致力于成为精细化运营管理的“城镇综合环境服务商”。公司积极拓展生态环保业务范围，打造核心竞争力；水务运营业务盈利能力突出，运营稳健。两大核心业务扎根海宁，辐射全国，未来规模仍存提升空间，成长动力充足。首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

污水处理项目建设进度不及预期的风险；环保工程项目订单减少的风险；生物农药需求不及预期的风险；运营项目产能利用率下降的风险。

图表目录

图 1: 钱江生化发展历程	3
图 2: 钱江生化股权结构图	3
图 3: 钱江生化主营业务	4
图 4: 2019–2023Q3 钱江生化营业收入及净利润	4
图 5: 2019–2023Q3 钱江生化毛利率和净利率	4
图 6: 2019–2023H1 钱江生化分业务收入	4
图 7: 2019–2023H1 钱江生化分业务毛利率	4
图 8: 2019–2023Q3 钱江生化资产负债率	5
图 9: 2019–2023Q3 钱江生化应收账款	5
图 10: 2019–2023Q3 钱江生化经营性现金流净额和收现比	5
图 11: 钱江生化生态环保相关业务收入	5
图 12: 钱江生化生态环保相关业务毛利率	5
图 13: 钱江生化水务运营相关业务收入	6
图 14: 钱江生化水务运营相关业务毛利率	6
图 15: 钱江生化生物农药业务收入	7
图 16: 钱江生化生物农药业务毛利率	7

表格目录

表 1: 2021–2022 年钱江生化生态环保业务运营数据	6
表 2: 钱江生化在运水厂和污水厂	6
表 3: 2021–2022 年钱江生化水务业务运营数据	7
表 4: 2018–2022 年钱江生化生物农药销量	7

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2070.20	2056.62	2551.66	3032.49	营业收入	2008.86	2014.55	2376.44	3004.80
现金	873.21	963.06	998.25	1277.12	营业成本	1567.71	1567.95	1787.26	2281.49
应收账款	809.52	764.24	1106.24	1252.91	营业税金及附加	14.78	16.12	21.39	30.05
其它应收款	44.33	21.11	58.73	41.11	营业费用	15.29	14.10	19.01	27.04
预付账款	24.09	21.92	25.81	32.59	管理费用	134.86	134.97	161.60	210.34
存货	129.63	111.74	163.39	187.82	财务费用	86.55	57.66	63.24	70.80
其他	189.43	174.56	199.23	240.94	资产减值损失	-4.59	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4626.70	4865.88	5111.29	5343.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	508.03	508.03	508.03	508.03	投资净收益	55.34	55.50	0.00	0.00
固定资产	1007.56	1090.68	1202.38	1318.24	营业利润	244.61	275.83	315.19	367.99
无形资产	2668.93	2713.33	2757.73	2802.12	营业外收入	1.40	0.00	0.00	0.00
其他	442.18	553.83	643.15	714.61	营业外支出	5.74	0.00	0.00	0.00
资产总计	6696.91	6922.50	7662.94	8375.50	利润总额	240.27	275.83	315.19	367.99
流动负债	1482.21	1508.22	1900.35	2173.21	所得税	50.17	58.99	66.88	78.29
短期借款	262.89	342.89	442.89	492.89	净利润	190.10	216.83	248.31	289.70
应付账款	589.96	537.51	768.95	879.40	少数股东损益	-15.95	0.00	0.00	0.00
其他	629.36	627.81	688.51	800.92	归属母公司净利润	206.05	216.83	248.31	289.70
非流动负债	1812.62	1883.76	1983.76	2133.76	EBITDA	504.69	496.11	610.31	684.37
长期借款	1363.12	1434.26	1534.26	1684.26	EPS(元)	0.24	0.25	0.29	0.33
其他	449.50	449.50	449.50	449.50					
负债合计	3294.83	3391.98	3884.12	4306.97	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	387.49	387.49	387.49	387.49	营业收入	-1.09%	0.28%	17.96%	26.44%
归属母公司股东权益	3014.59	3143.03	3391.34	3681.04	营业利润	14.56%	12.76%	14.27%	16.75%
负债和股东权益	6696.91	6922.50	7662.94	8375.50	归属母公司净利润	39.28%	5.23%	14.52%	16.67%
					毛利率	21.96%	22.17%	24.79%	24.07%
现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	净利率	10.26%	10.76%	10.45%	9.64%
经营活动现金流	401.94	500.09	390.66	642.44	ROE	6.83%	6.90%	7.32%	7.87%
净利润	190.10	216.83	248.31	289.70	ROIC	3.97%	3.91%	4.94%	5.30%
折旧摊销	238.38	218.12	231.88	245.58	资产负债率	49.20%	49.00%	50.69%	51.42%
财务费用	100.53	71.20	78.16	86.28	净负债比率	96.85%	96.08%	102.79%	105.86%
投资损失	-55.34	-55.50	0.00	0.00	流动比率	1.40	1.36	1.34	1.40
营运资金变动	-70.38	49.44	-167.70	20.89	速动比率	1.18	1.17	1.15	1.20
其它	-1.34	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.29	0.31	0.36
投资活动现金流	-105.83	-401.80	-477.29	-477.29	应收帐款周转率	2.48	2.64	2.15	2.40
资本支出	-356.72	-457.29	-477.29	-477.29	应付帐款周转率	3.41	3.75	3.09	3.42
长期投资	-1.05	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.25	0.29	0.33
其他	251.94	55.50	0.00	0.00	每股经营现金	0.46	0.58	0.45	0.74
筹资活动现金流	-343.83	-8.44	121.84	113.72	每股净资产	3.48	3.63	3.91	4.25
短期借款	-147.33	80.00	100.00	50.00	P/E	23.34	22.18	19.37	16.60
长期借款	71.15	71.15	100.00	150.00	P/B	1.60	1.53	1.42	1.31
其他	-267.65	-159.59	-78.16	-86.28	EV/EBITDA	11.19	11.89	9.94	8.75
现金净增加额	-46.00	89.85	35.20	278.87	P/S	2.39	2.39	2.02	1.60

数据来源：iFinD, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn