海螺创业（00586.HK）

资金&效率双强，现金流回正大增，资产价值重估

2025 年 06 月 11 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,033	6,271	6,198	6,141	6,239
同比(%)	1.70	(21.94)	(1.17)	(0.92)	1.61
归母净利润（百万元）	2,464	2,020	2,182	2,304	2,438
同比(%)	(84.56)	(18.03)	8.04	5.61	5.82
EPS-最新摊薄（元/股）	1.37	1.13	1.22	1.29	1.36
P/E（现价&最新摊薄）	6.25	7.63	7.06	6.68	6.32

投资要点

- **海螺系员工持股平台，主业聚焦垃圾发电，间接持股海螺水泥 17.8%。**截至 24 年底，海创集团持股 10.98%，海螺集团及旗下海螺水泥合计持股 10.38%，此外还有大量海螺员工个人持股。20-24 年公司业绩下滑主要系联营公司利润及建造收益下滑所致。24 年公司归母净利润 20.20 亿元（同比-18.03%，下同）：①主业归母净利润 7.04 亿元（-12.20%），其中垃圾处置业务为 6.6 亿元，②应占联营公司利润 13.16 亿元(-20.84%)。
- **现金流拐点已现，分红提升潜力大。**随着运营项目积累，在建规模下降，经营性现金流稳步增至 24 年的 20.24 亿元，资本支出从 21 年高峰 69.10 亿元降至 24 年 28.26 亿元，24 年简易自由现金流为-8.02 亿元，来自海螺集团股息 3.94 亿元亦可支配。**24 年公司派息总额 6.57 亿元(+100%)，分红比例 32.51%（+19.23pct），对应股息率 4.3%。**我们预测 25、26 年资本开支有望降至 10、5 亿元，经营性现金流净额稳步增至 22、24 亿元，假设来自集团股息维持 4 亿元，**则 25、26 年分红潜力可达 41%、71%，对应潜在股息率达 5.8%、10.6%。**（估值日期：2025/6/10）
- **资金成本&经营效率双强，固废小型项目盈利可观，运营提质增效空间大。**截至 24 年底，垃圾焚烧已投运 4.81 万吨/日（-14%），在建 0.15 万吨/日（-77%），报批待建 0.13 万吨/日，储备 0.41 万吨/日。公司项目分布于云南、安徽、山东、贵州、湖南等省，规模多介于 300~600 吨/日。**1）小型化项目盈利可观：**24 年公司固废运营毛利率 47.38%，达行业平均水平；主业平均 ROE 为 **7.92%**，较同业均值**高 0.07pct**。主要系：**①资金优势：**24 年公司综合融资成本 **2.51%**，处于同业**最低**水平。**②效率优势：**2024 年公司垃圾入厂量 1835.70 万吨（+14%），入厂产能利用率 **111%**，位于同业**第二**。**③技术优势：**联合川崎重工研发适应国内垃圾的小型化设备，充分发挥热效能。**2）提质增效空间大：①发电效率：**24 年入厂吨上网 279 度/吨，18-24 年复增 3%，有望持续提升。**②供热：**24 年供热量 **37.7 万吨（+561%）**，发电供热比 **1.47%**，较行业首位的中科环保（**34.85%**）有较大提升空间。供热较发电增厚收益&改善现金流。
- **水泥业绩企稳，股权价值待重估。**24Q4 海螺水泥归母净利润同比增速转正，25Q1 归母同增 21%，经营企稳。**对水泥股权价值测算：**25 年主业归母净利润预测为 8 亿元，给予 PE 8 倍，主业估值 64 亿元。当前公司市值 154 亿元，则权益资产对应估值为 **90 亿元，**海螺水泥港股市值 963 亿元*17.8%=**172 亿元**，公司所持水泥股权价值折价率约 52%，主要系**水泥盈利下降&集团分红下滑**：海螺水泥 20-24 年业绩持续下降，22-24 年分红比例维持 50%左右，且承诺 25-27 年分红不低于 50%。海螺集团 21-24 年分红比例 71%、70%、54%、44%。若水泥经营企稳回升，或集团分红恢复，将带动股权价值重估。（估值日期：2025/6/10）
- **盈利预测与投资评级：**公司垃圾焚烧运营主导业绩增长，25 年迎自由现金流转正拐点，提分红潜力大。海螺水泥业绩企稳，股权价值待重估。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 21.82/23.04/24.38 亿元，同增 8%/6%/6%，对应估值 7.1/6.7/6.3 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**资本开支超预期上行，应收风险，海螺水泥盈利不及预期。

证券分析师 袁理
执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
证券分析师 陈孜文
执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	9.39
一年最低/最高价	5.46/9.72
市净率(倍)	0.32
港股流通市值(百万港元)	15,403.68

基础数据

每股净资产(元)	26.63
资产负债率(%)	40.27
总股本(百万股)	1,792.04
流通股本(百万股)	1,792.04

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 现金流迎转正拐点，分红提升潜力大 5
1.1. 员工持股平台，主业聚焦垃圾发电，间接持股海螺水泥 5
1.2. 主业盈利稳健性提升，自由现金流迎转正拐点 6
2. 资金成本&经营效率双强，固废小型化项目盈利可观 10
2.1. 建造高峰已过，项目集中布局中小城市 10
2.2. 资金&效率&技术优势助力，项目盈利能力可观 12
2.3. 提吨发&改供热并举，运营提质增效 14
3. 海螺水泥业绩企稳，股权价值有待重估 16
4. 节能装备开拓海外增量，新能源业务稳健发展 18
5. 盈利预测与投资建议 21
6. 风险提示 24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1： 公司发展历程.....5
图 2： 公司股权结构（截至 2024 年底）.....6
图 3： 2020-2024 公司营业收入.....7
图 4： 2020-2024 公司归母净利润.....7
图 5： 2020-2024 年公司持续经营业务归母净利润拆分.....7
图 6： 2020-2024 公司各业务收入拆分（单位：亿元）.....8
图 7： 2020-2024 公司各业务收入占比变化.....8
图 8： 2020-2024 年主业归母净利润拆分（单位：亿元）.....8
图 9： 2020-2024 年主业各业务归母净利润占比变化.....8
图 10： 2020-2024 公司资产与负债变化情况.....9
图 11： 2020-2024 年自由现金流测算.....9
图 12： 来自海螺集团的股息.....9
图 13： 公司分红情况.....10
图 14： 2018-2024 年末公司垃圾焚烧发电产能.....11
图 15： 2020-2024 年垃圾发电业务运营与建造收入.....11
图 16： 截至 2024 年底投运项目区域布局.....11
图 17： 2018-2024 年公司垃圾焚烧已投运产能平均规模.....12
图 18： 截至 2024 年底公司已投运项目单体规模分布.....12
图 19： 2024 同业固废运营毛利率比较.....12
图 20： 2024 年同业 ROE(平均)比较.....12
图 21： 2024 同行业综合融资成本比较.....13
图 22： 2018-2024 年公司垃圾处理量.....14
图 23： 2018-2024 年公司入厂产能利用率.....14
图 24： 2024 年海螺创业产能利用率位列同业第二.....14
图 25： 2018-2024 年吨上网电量行业对比（单位：度/吨）.....15
图 26： 2024 年外供蒸汽量同业对比.....15
图 27： 2020-2024 年海螺水泥盈利.....16
图 28： 2024Q1-2025Q1 海螺水泥单季度盈利.....16
图 29： 2020 年以来海螺水泥 H 股行情及市净率.....17
图 30： 2020-2024 年海螺水泥现金派息和分红比例.....17
图 31： 2021-2024 年海螺集团派息比例.....17
图 32： 公司节能装备收入及毛利情况.....18
图 33： 公司节能装备毛利率情况.....18
图 34： 公司新型建材收入及毛利情况.....19
图 35： 公司新型建材毛利率情况.....19
图 36： 公司新能源收入及毛利情况.....19
图 37： 公司新能源毛利率情况.....19
图 38： 公司港口物流收入及毛利情况.....21
图 39： 公司港口物流毛利率情况.....21

表 1：公司主业 ROE 测算.....13
表 2：单吨垃圾发电转供热收入测算.....16
表 3：公司锂电池回收综合应用布局.....20
表 4：业务拆分与盈利预测.....22
表 5：可比公司估值（估值和股息率对应股价日期：2025/6/10）.....23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 现金流迎转正拐点，分红提升潜力大

1.1. 员工持股平台，主业聚焦垃圾发电，间接持股海螺水泥

公司主业聚焦垃圾焚烧发电，间接持有海螺水泥 17.8%股权。2002 年，海螺创业前身安徽海螺创业投资有限责任公司因海螺集团响应混合所有制改革的号召应运而生，成为一家由**员工持股的公司**。2013 年 12 月 19 日，公司以红筹股架构在香港联合交易所主板上市。2014-2017，公司锐意进取，成功拓展金寨、平凉、石门、双峰等多个垃圾处理项目。2015 年，海螺创业成功增资控股西安尧柏环保公司，并全资投资第一个固废危废项目—芜湖海创，逐步形成炉排炉生活垃圾焚烧发电与固废危废处置两大核心技术的双轮驱动的格局。2021 年，公司进军新能源材料产业赛道。2022 年，公司成功拆分工业固危废处置业务（海螺环保），于香港联交所正式上市。截至 2024 年末，公司形成以垃圾焚烧发电为主，节能装备、新型建材、新能源、港口物流协同发展的业务格局。此外，公司通过持有 49%海螺集团的股权，间接持有 17.8%海螺水泥股权。

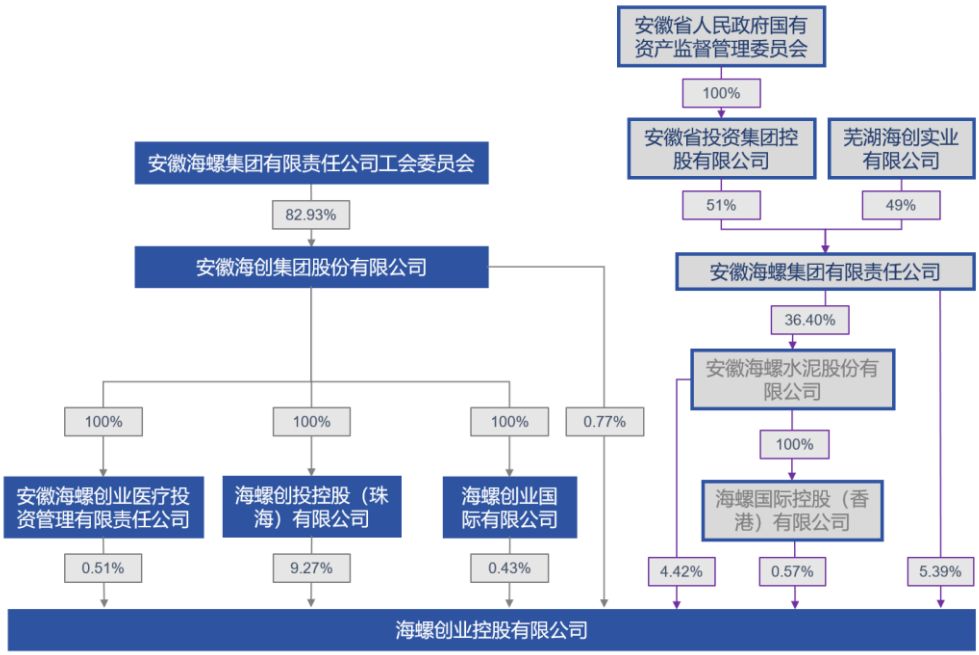
图1：公司发展历程

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

员工持股为主，安徽省国资旗下海螺集团增持至第二大股东。截至 2024 年 12 月 31 日，海创集团（海螺集团工会委员会持股 82.93%）直接和间接持股合计 10.98%，为公司大股东。海螺集团（安徽投资集团持股 51%）及旗下海螺水泥合计持股比例从 2023 年末的 6.06%增至 2024 年末的 10.38%。同时，公司还有大量海螺员工个人持股，目前公司维持员工持股为主，无实际控制人的股权结构。员工与企业利益深度绑定形成利益共同体，建立长期稳定的利益共享和风险共担机制。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：公司股权结构（截至 2024 年底）



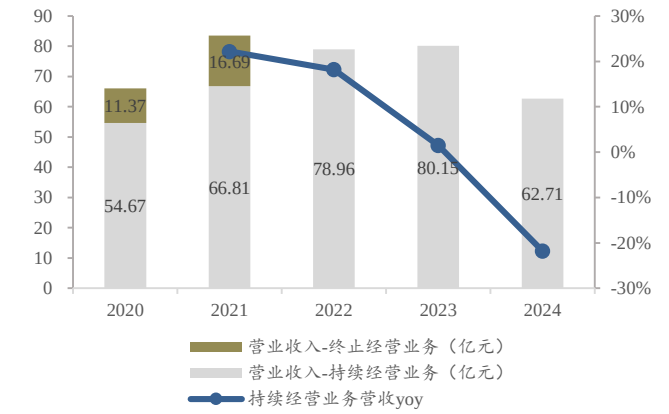
数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 主业盈利稳健性提升，自由现金流迎转正拐点

2020-2024 年归母净利润下滑，主要系海螺水泥经营承压导致应占联营公司利润下降。2020-2023 年公司持续经营业务收入保持增长，2024 年，公司持续经营业务收入 62.71 亿元，同比下降 21.76%，主要系垃圾处置在建项目及节能装备订单减少影响。2024 年税前利润为 22.50 亿元，同比下降 21.67%，主要原因为主业利润及应占联营公司海螺集团利润减少综合影响。 2022 年公司归母净利润大幅增长至 159.60 亿元，主要源于当年以实物分派方式将水泥窑协同处置危废业务分拆至海螺环保上市所产生的非经常性收益。2021-2024 年，海螺水泥数量和价格的受大环境影响都有所下滑，导致应占联营公司利润持续萎缩。2024 年公司权益股东应占净利润为 20.20 亿元，同比下降 18.03%，**1）主业：**权益股东应占主业净利润为 7.04 亿元，同比下降 12.20%，主要系垃圾处置建造收益下降，以及节能装备、新型建材、港口物流业务承压。**2）权益投资收益：**应占联营公司利润为 13.16%，同比下降 20.84%。

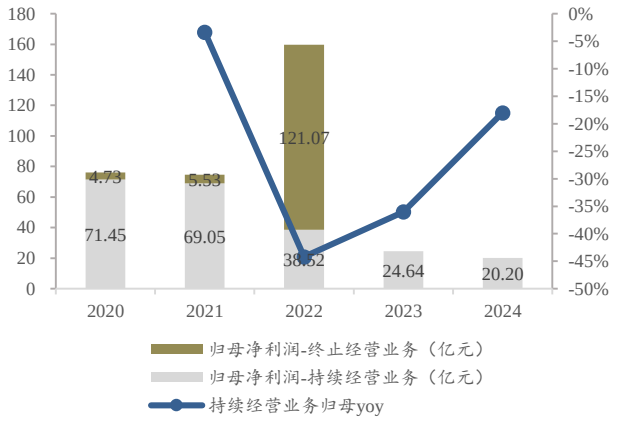
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2020-2024 公司营业收入



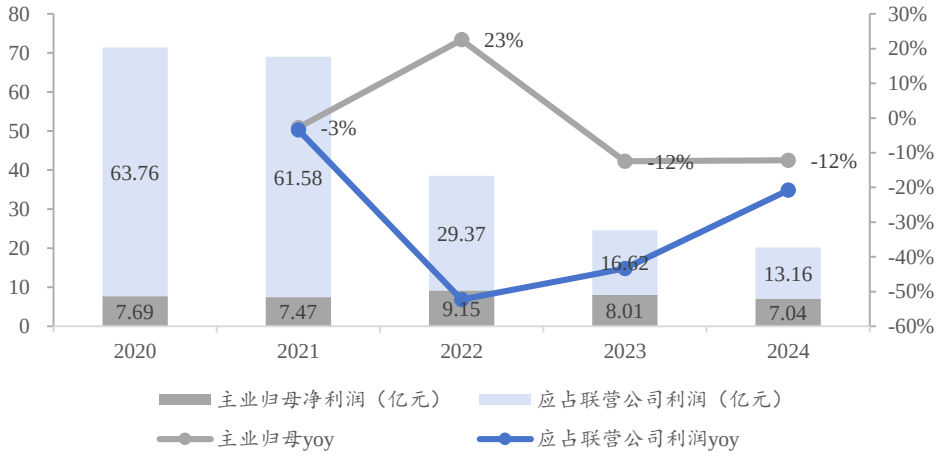
数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

图4：2020-2024 公司归母净利润



数据来源： Wind，公司年报，东吴证券研究所

图5：2020-2024 年公司持续经营业务归母净利润拆分

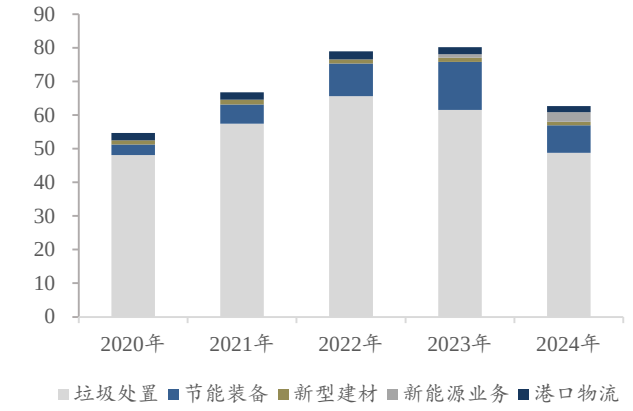


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

垃圾处置运营收入稳健增长，盈利结构优化，业绩稳健性增强。垃圾处置业务为公司核心主业， **从收入结构来看，**2020-2024 年垃圾处置收入分别为 48.11 亿元/57.44 亿元/65.61 亿元/61.56 亿元，2024 年下降至 48.79 亿元，占比 78%，主要系在建项目减少，使得建设期收入同比下降。进一步拆分垃圾处置业务，其中建造收入自 2021 年后不断减少，2024 年建造收入仅 9.75 亿元，同比下降 63.79%，与之相对垃圾处置运营收入稳步提升，2020-2024 年的垃圾处置业务运营收入分别为 7.21 亿元/12.55 亿元/26.76 亿元/34.63 亿元/39.04 亿元，业务运营收入大幅增加，提高盈利稳定性。新型建材、节能装备、港口物流业务 2024 年有所下滑，主要受市场竞争、订单量下降、销价下降等影响；新能源业务 2022-2024 年迅速增长，主要受公司大力积极开拓市场。**从主业归母净利润结构来看，**2024 年在建造利润下滑的背景下，在运营带动下垃圾处置整体归母净利润实现稳健增长，占主业归母净利润的 94%，固废运营主导公司盈利稳定性。

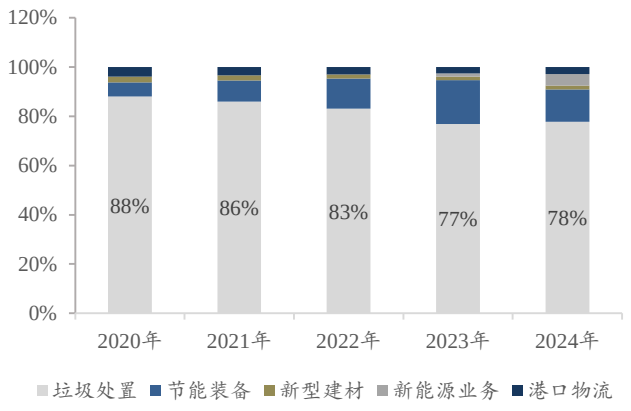
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：2020-2024 公司各业务收入拆分（单位：亿元）



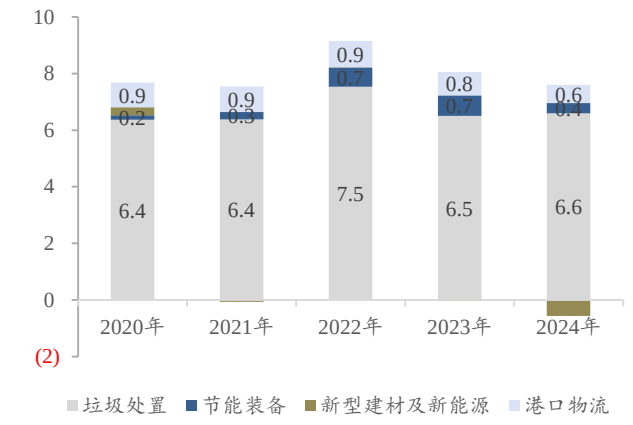
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图7：2020-2024 公司各业务收入占比变化



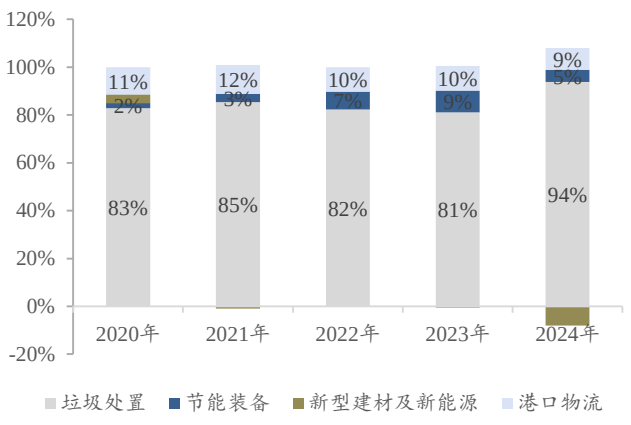
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：2020-2024 年主业归母净利润拆分（单位：亿元）



数据来源：公司业绩推介材料，东吴证券研究所

图9：2020-2024 年主业各业务归母净利润占比变化

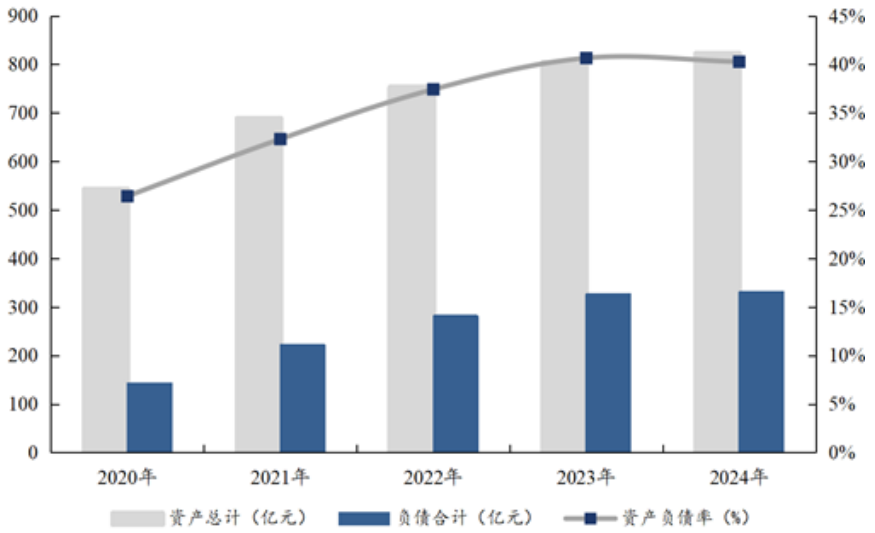


数据来源：公司业绩推介材料，东吴证券研究所

2024 年资产负债率同降 0.38pct 至 40.27%。截至 2024 年底，公司资产总额 823.26 亿元（同比增长 2.32%），负债总额 331.5 亿元（同比增长 1.35%），资产负债率 40.27%（同比下降 0.38pct）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

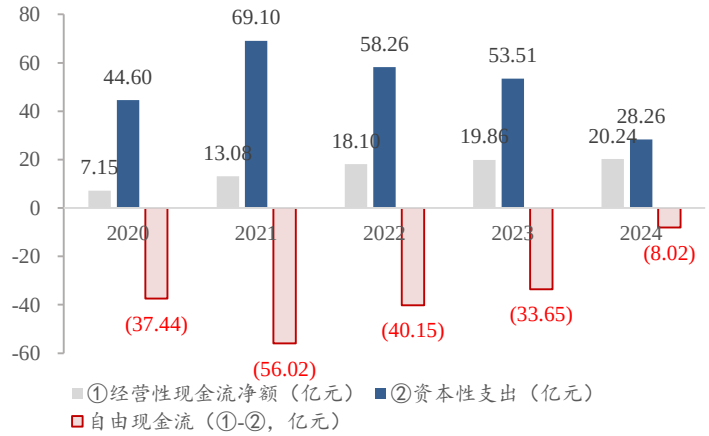
图10：2020-2024 公司资产与负债变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

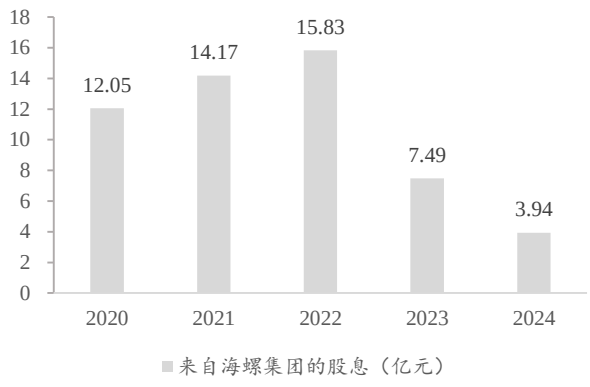
经营性现金流持续向上，资本开支快速下降，自由现金流转正在即。随着垃圾焚烧发电项目陆续投产运营，经营性现金流从 2020 年的 7.15 亿元增长到 2024 年 20.24 亿元（同比增长 1.95%）并趋于稳定，展现良好的经营情况。随着在建项目的减少，资本性支出从 2021 年 69.10 亿元迅速降至 2024 年 28.26 亿元，2024 年同比下降 47.18%，降幅扩大。公司简易自由现金流（经营性现金流净额-资本开支）从 2021 年-56.02 亿元增至 2024 年-8.02 亿元。根据公司垃圾焚烧在筹建项目情况，预计自由现金流将于 2025 年大幅转正。除了主业创造现金流外，公司享有来自海螺集团的股息，2020-2024 年分别为 12.05/14.17/15.83/7.49/3.94 亿元，亦可自由支配。

图11：2020-2024 年自由现金流测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

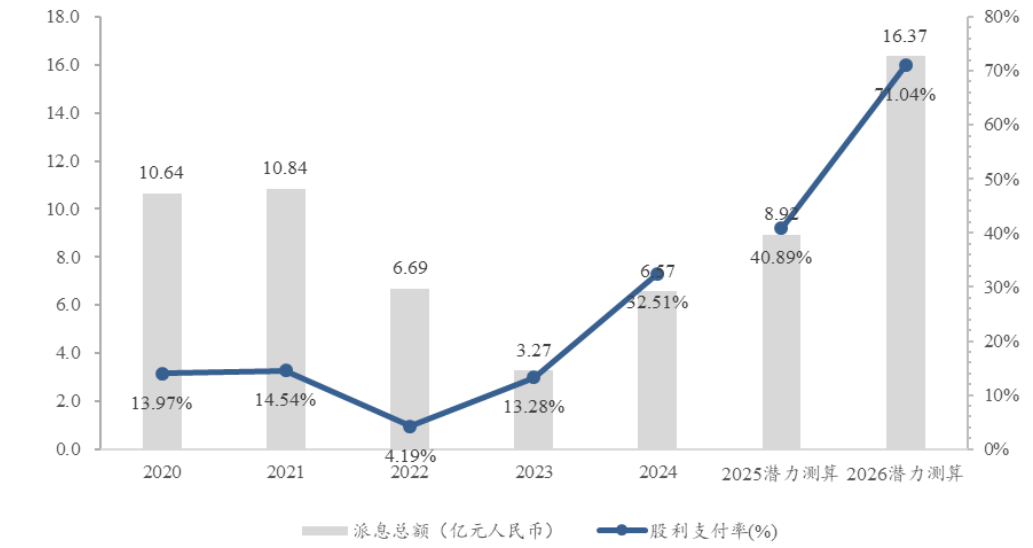
图12：来自海螺集团的股息



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2024 年分红比例同增 19.23pct 至 32.51%，随着资本开支下降分红提升潜力大。2024 年度派息总额为 6.57 亿元，同增 100%，分红比例达到 32.51%，同增 19.23pct，对应 2024 年股息率 4.3%。随着资本开支下降，分红提升空间大。我们根据在筹建项目情况预测 2025、2026 年**资本开支降至 10、5 亿元**，经营性现金流净额随着运营增长稳步提升至 22、24 亿元，假设来**自集团股息维持 24 年 4 亿元**，以“分红潜力=（简易自由现金流+来自集团股息-财务费用（参考 24 年））/归母净利润”测算 2025 和 2026 年分红潜力，在不依靠外部融资情况下，**2025、2026 年分红潜力有望达 41%、71%，对应潜在股息率达 5.8%、10.6%。**（估值日期：2025/6/10）

图13：公司分红情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

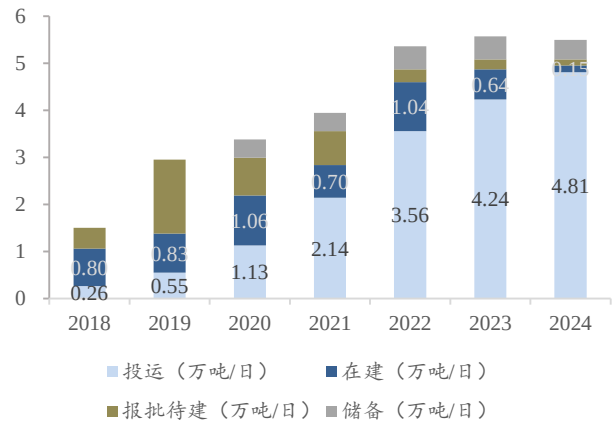
2. 资金成本&经营效率双强，固废小型化项目盈利可观

2.1. 建造高峰已过，项目集中布局中小城市

国内市场接近饱和，公司投运高峰已过，建造收入持续下降。2018-2024 年间，公司垃圾焚烧发电在手产能从 1.50 万吨/日增至 5.50 万吨/日。2019-2021 年是扩张高峰，系公司大量中标项目所致。2022 年公司实现对雅居乐控股、杭州锦江集团等下属 11 家垃圾发电项目的收购，新增运营产能 0.99 万吨/日。2022 年后，由于国内行业逐渐饱和，新增招投标项目收缩，公司新签订单数量缩减。随着存量项目建成投运，公司在建、报批待建项目规模收缩，建造收入持续下降。截至 2024 年底，公司垃圾焚烧已投运产能 4.81 万吨/日（同增 14%），在建产能 0.15 万吨/日（同减 77%），报批待建项目 0.13 万吨/日，储备项目 0.41 万吨/日，在建及待建产能/投运产能为 6%。2024 年公司垃圾焚烧运营收入 38.60 亿元（同增 13%），建造收入 9.75 亿元（同减 64%）。

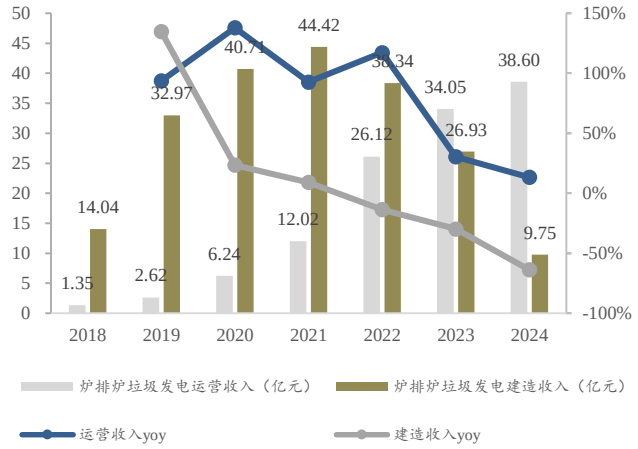
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图14：2018-2024 年末公司垃圾焚烧发电产能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

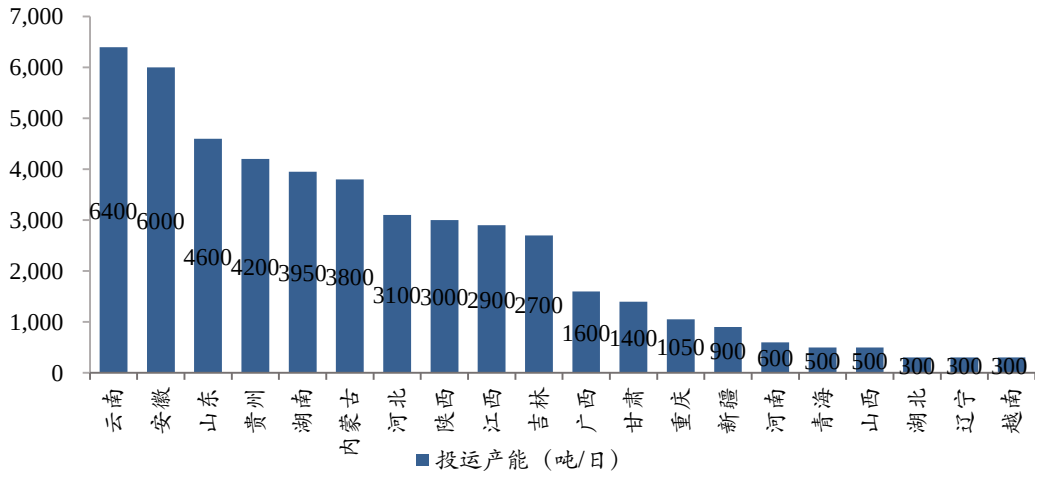
图15：2020-2024 年垃圾发电业务运营与建造收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司项目集中布局中小城市，小型化项目居多，开拓海外市场。公司垃圾焚烧项目聚焦中小城市，实现了垃圾焚烧行业的后来居上。截至 2024 年底，公司项目主要分布于云南（投运产能 6400 吨/日，下同）、安徽（6000 吨/日）、山东（4600 吨/日）、贵州（4200 吨/日）、湖南（3950 吨/日）等省份的中小城市。为适应当地人口及生活垃圾产量规模，公司项目单体规模集中于 300~600 吨/日，相应较小。同时，公司积极拓展海外市场，布局了越南北宁项目（已投产，300 吨/日）、越南太原项目（储备项目，500 吨/日）和越南春山项目（储备项目，1000 吨/日）。

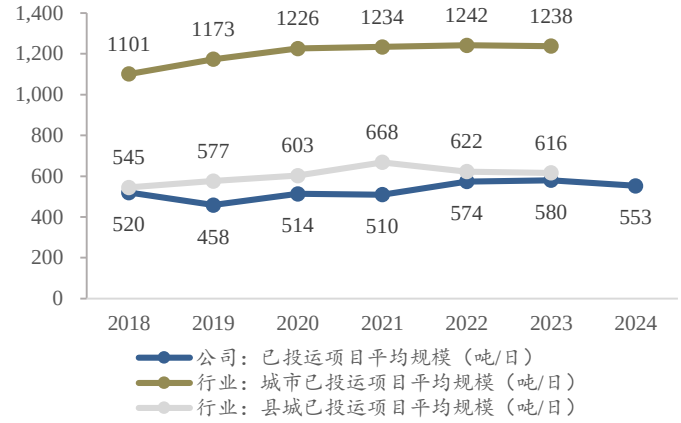
图16：截至 2024 年底投运项目区域布局



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

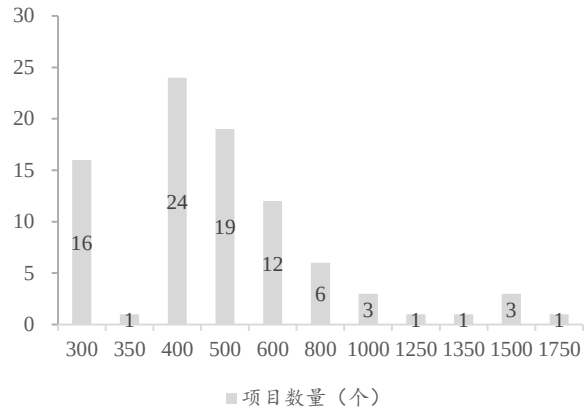
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：2018-2024 年公司垃圾焚烧已投运产能平均规模



数据来源：公司公告，住建部，东吴证券研究所

图18：截至 2024 年底公司已投运项目单体规模分布



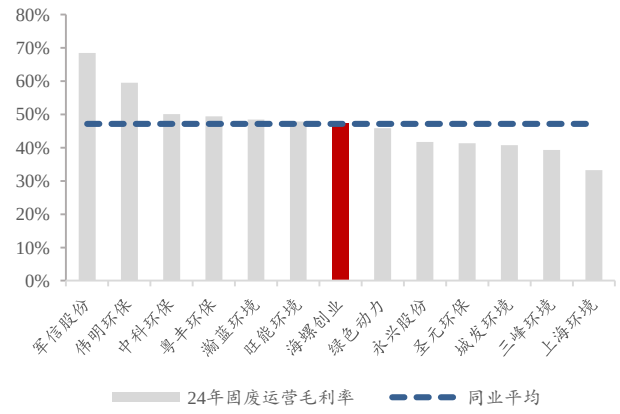
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：横轴为单项目产能（单位为吨/日）

2.2. 资金&效率&技术优势助力，项目盈利能力可观

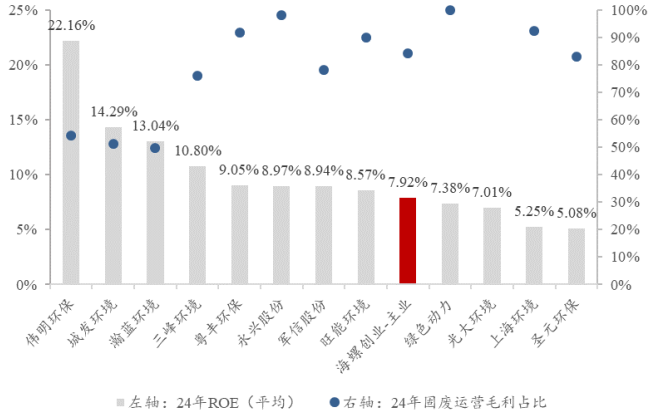
公司小型化项目盈利能力达到行业平均水平。从运营毛利率来看，2024 年公司固废运营毛利率 47.38%，与行业平均水平相当。**从资产回报率来看，**公司表观 ROE 在同业较低，主要受“海螺水泥”的权益资产的影响。我们测算 24 年公司主业平均 ROE 为 7.92%，2022-2024 呈下滑趋势主要受建造收益下滑及其他业务波动的影响。2024 年海螺创业固废运营毛利占总毛利的比例为 84%，主业 ROE 为 7.92%，较同业固废运营毛利占比 80%以上的公司 24 年 ROE 均值（7.85%）稍高。

图19：2024 同业固废运营毛利率比较



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图20：2024 年同业 ROE(平均)比较



数据来源：Wind、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：公司主业 ROE 测算

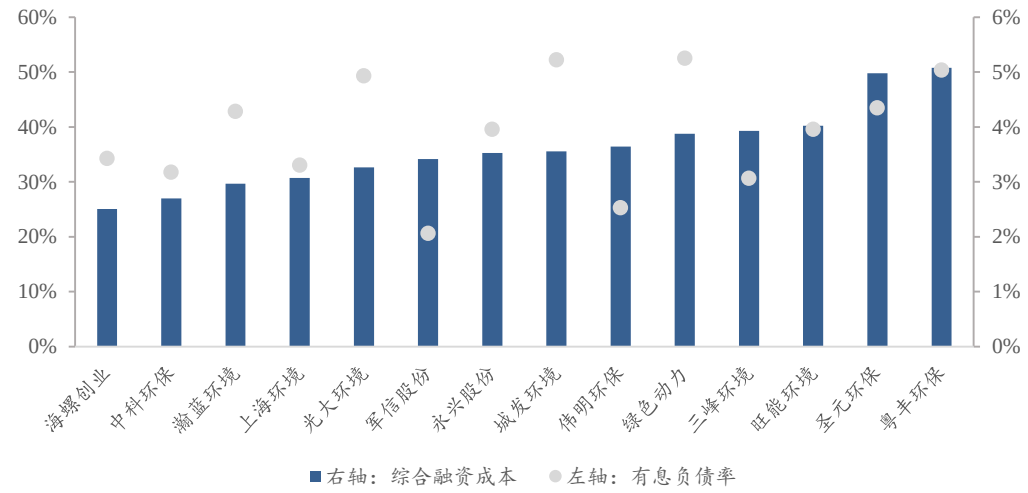
	2020	2021	2022	2023	2024
净资产-整体（亿元）	385.65	452.70	448.62	463.16	477.13
于联营公司的权益（亿元）	310.85	357.68	368.96	376.88	385.84
净资产-主业（亿元）	74.80	95.01	79.66	86.28	91.29
本公司权益股东应占主业净利润（亿元）	7.69	7.47	9.15	8.01	7.04
测算：主业 ROE（平均）	**11.46%**	**8.80%**	**10.48%**	**9.66%**	**7.92%**

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司小型化项目实现行业平均盈利水平，得益于：

1）资金成本低：2024 年综合融资成本 2.51%，处于同业最低。公司背靠海螺系具备融资优势，同时加强资金计划管理，优化融资结构，通过置换高息贷款等手段，以降低资金成本，并且更加合理谨慎的安排项目贷款以满足公司资金需求。截至 2024 年底，公司有息负债率 34.27%，综合融资成本 2.51%，处于同业最低水平。

图21：2024 同行业综合融资成本比较

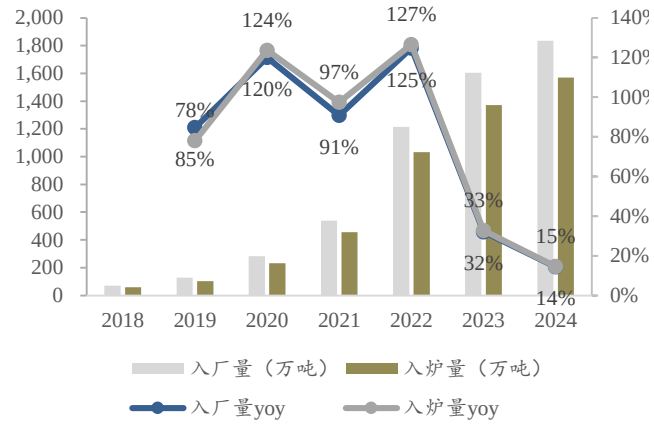


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2）产能负荷率高：垃圾处理量随投运产能提升而稳步增长，2024 年产能利用率 111%居同业第二。公司项目所在地垃圾量相对充裕，保障项目产能负荷率维持高位。2024 年公司垃圾入厂量 1835.70 万吨，同比增长 14%，垃圾入炉量 1570.80 万吨，同比增长 15%，较以往增速有所放缓，但仍高于行业生活垃圾产量增速。2022-2024 年公司入厂产能利用率保持在 110%以上，高于行业平均水平，2024 年公司产能利用率 111%，位于同业第二。

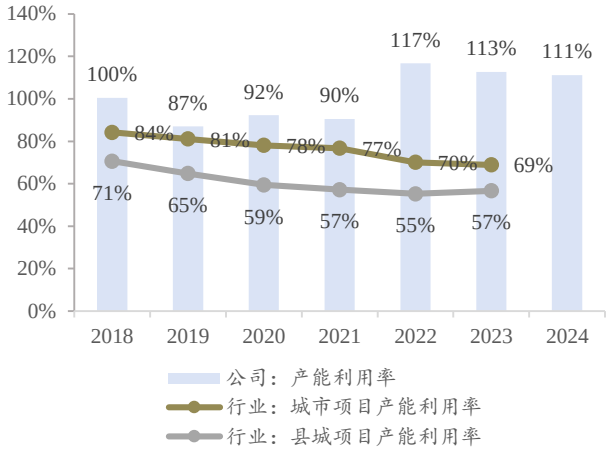
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图22：2018-2024 年公司垃圾处理量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

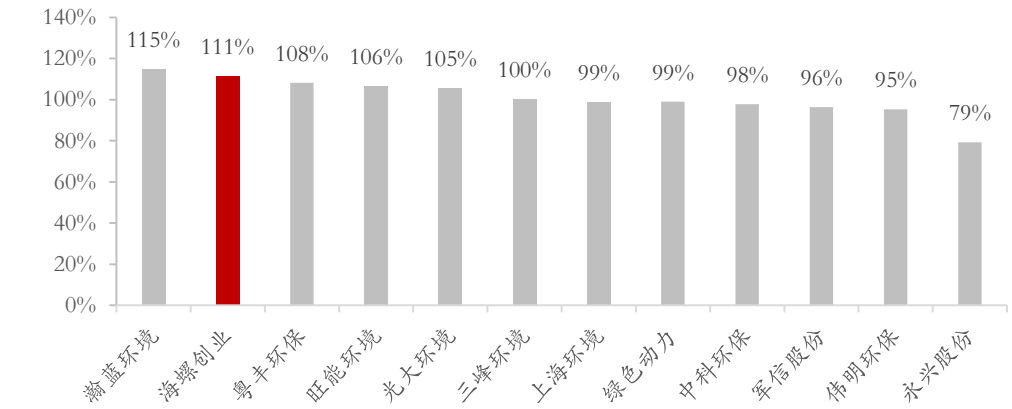
图23：2018-2024 年公司入厂产能利用率



数据来源：公司公告，住建部，东吴证券研究所

注：产能利用率=入厂量/[（年初+年末投运产能）*365/2]

图24：2024 年海螺创业产能利用率位列同业第二



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：产能利用率=入厂量/[（年初+年末投运产能）*365/2]

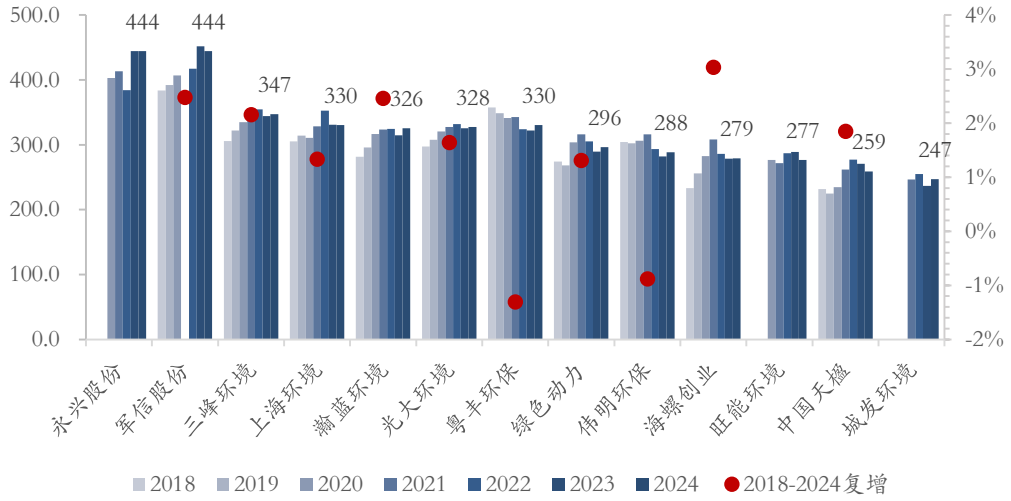
3）设备技术赋能：川崎重工的小型化设备制造能力赋能，充分发挥垃圾热效能。川崎重工在小规模垃圾处理领域拥有深厚的技术积累和丰富的经验，公司针对国内垃圾的特点与川崎重工联合开发了新型炉排炉垃圾焚烧发电技术，且实现了垃圾焚烧炉排炉与余热锅炉的国产化，公司已研制日处理规模 200-750 吨炉排炉产品，能满足不同城市和地区的规模需求。

2.3. 提吨发&改供热并举，运营提质增效

公司发电效率持续提升，2018-2024 年入厂吨上网复增 3%。垃圾焚烧厂吨发和吨上网电量与垃圾热值、设备技术等因素相关，在经济发达区域生活垃圾热值一般较高。横向比较，项目所在地垃圾质量的差异在很大程度上导致各企业吨发水平出现差距。纵向比较，固废板块发电效率持续提升，公司入厂平均吨上网电量从 2018 年的 233 度/吨提

升至 2024 年的 279 度/吨，2018-2024 年复合增速 3%。

图25：2018-2024 年吨上网电量行业对比（单位：度/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

24 年外供蒸汽规模大幅提高，后续挖潜空间大。2024 年公司外供蒸汽量 37.7 万吨，较 2023 年（5.7 万吨）增长 561%，我们测算公司 2024 年发电供热比 1.47%，同比提升 1.22pct，对比行业发电供热比首位的中科环保（24 年发电供热比 34.85%）有较大提升空间。供热提升收益，市场化交易改善现金流。单吨垃圾产生蒸汽量介于 1.6~2.5 吨（因垃圾热值、燃烧效率而异），单吨蒸汽发电量 200 度，当蒸汽价格为 150 元/吨时，供热较发电单吨垃圾增收 42~105 元。

图26：2024 年外供蒸汽量同业对比

	2023供汽量（万吨）	2024供汽量（万吨）	2024供汽量yoy	2023发电供热比	2024发电供热比	2024发电供热比同比（pct）
中科环保	111.54	175.45	57%	24.94%	34.85%	9.91
中国天楹	61.29	170.00	177%	6.43%	15.48%	9.05
瀚蓝环境	111.01	148.23	34%	5.62%	7.12%	1.50
城发环境	104.15	135.01	30%	8.53%	9.37%	0.85
旺能环境	104.00	125.12	20%	8.46%	9.74%	1.28
三峰环境	79.05	93.64	18%	3.27%	3.57%	0.30
绿色动力	42.86	56.36	31%	2.20%	2.65%	0.44
海螺创业	5.70	37.70	561%	0.26%	1.47%	1.22
上海环境		37.00			1.61%	1.61
粤丰环保	13.60	31.30	130%	0.51%	1.11%	0.60
永兴股份	13.56	16.44	21%	0.73%	0.80%	0.06
伟明环保	5.48	7.08	29%	0.35%	0.39%	0.04

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：按 1 吨蒸汽=200 度电换算，发电供热比=供热对应电量/上网电量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：单吨垃圾发电转供热收入测算

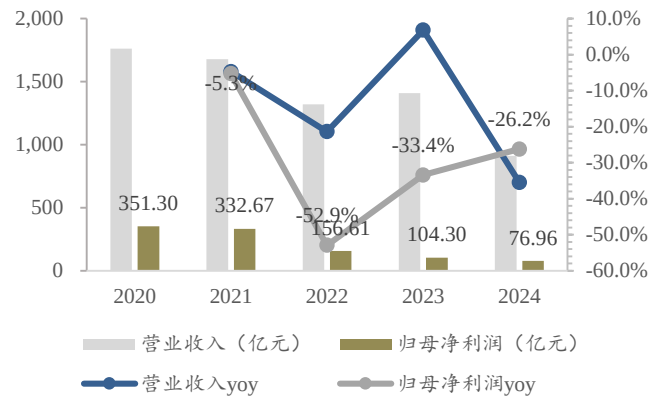
蒸汽售价（元/吨）	150			200		
单吨垃圾产生蒸汽量（吨）	1.6	2	2.5	1.6	2	2.5
单吨蒸汽发电量（度/吨）	200	200	200	200	200	200
单吨垃圾发电量（度/吨）	320	400	500	320	400	500
单吨垃圾上网发电收入（元/吨）	198	230	270	198	230	270
单吨垃圾出售蒸汽收入（元/吨）	240	300	375	320	400	500
供热增收（元/吨）	42	70	105	122	170	230

数据来源：东吴证券研究所测算

3. 海螺水泥业绩企稳，股权价值有待重估

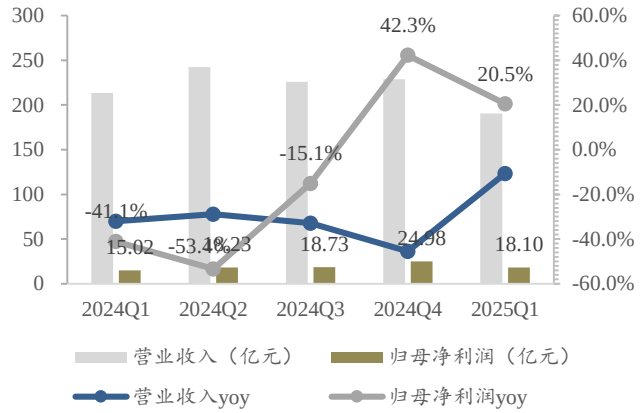
海螺水泥业绩回暖，有望延续改善趋势。近年来，受行业需求下滑、供给过剩等因素影响，海螺水泥业绩承压。海螺水泥营业收入从 2020 年的 1762.43 亿元降至 2024 年的 910.30 亿元，归母净利润从 351.30 亿元回落至 76.96 亿元。2025Q1，海螺水泥盈利呈现回暖态势，归母净利润同比增长 20.5%达到 18.10 亿元。结合单季度业绩表现来看，2024Q4 开始单季度归母净利润同比增速转正，2025Q1 单季度业绩保持同比正增长，经营拐点初步确立。随着稳增长政策推动，叠加行业供需格局优化，海螺水泥盈利有望企稳。

图27：2020-2024 年海螺水泥盈利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：2024Q1-2025Q1 海螺水泥单季度盈利

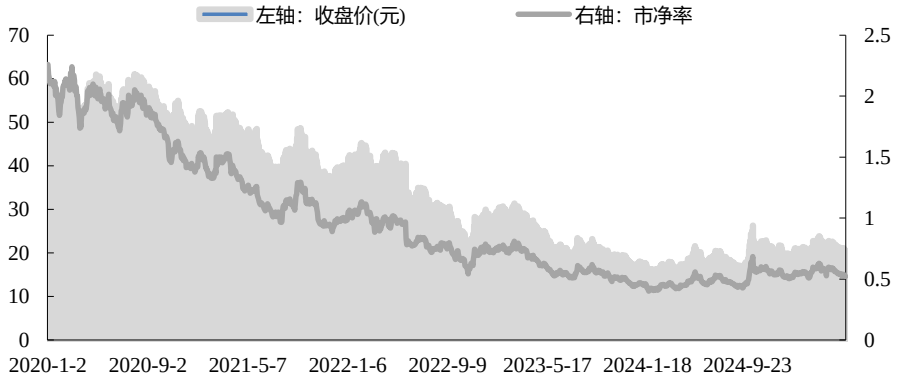


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司体内海螺水泥股权价值被低估，对标海螺水泥市值存较大重估空间。我们预计公司主业（不考虑应占联营公司盈利）2025 年归母净利润 8 亿元，对应 PE 8 倍，主业估值 64 亿元。当前海螺创业市值 154 亿元（168 亿港币），对应参股 17.8% 海螺水泥的估值仅 90 亿元，隐含 PB 为 0.23。当前海螺水泥港股市值为 963 亿元（1052 亿港元），PB 为 0.51，17.8%的股权占比对应市值为 172 亿元。海螺创业体内水泥股权部分价值被低估，对标海螺水泥 H 股市价，重估空间大。（估值日期：2025/6/10）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

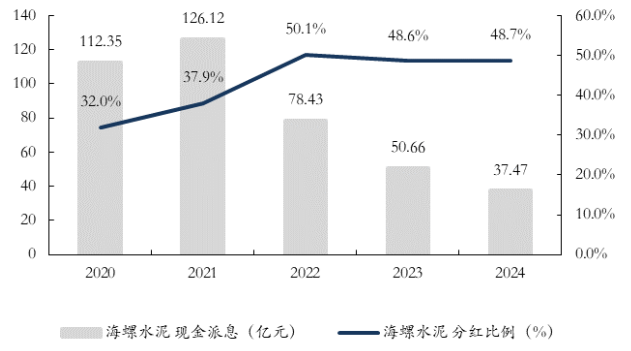
图29：2020 年以来海螺水泥 H 股行情及市净率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

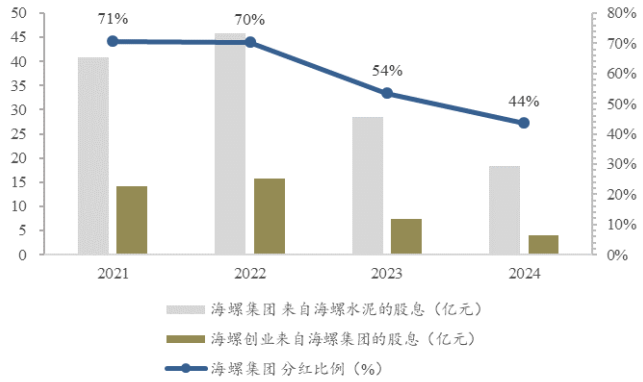
海螺创业体内海螺水泥股权价值折价率约 52%，主要系水泥盈利及分红持续下滑，以及权益资产盈利兑现到现金流层面受集团分红截留。1）海螺水泥给海螺集团分红：2020-2024 年海螺水泥现金派息额为 112.35、126.12、78.43、50.66、37.47 亿元，2022-2024 年分红比例维持 50%左右，同时海螺水泥承诺 2025-2027 年分红比例不低于 50%。海螺集团核心资产为海螺水泥，集团持有海螺水泥 36.4%的股权，集团当年收到的股息对应海螺水泥上一年度的盈利和派息方案，我们测算 2021-2024 年海螺集团收到来自海螺水泥的股息为 40.89、45.91、28.55、18.44 亿元。**2）海螺集团对海螺创业分红：**海螺创业持有海螺集团 49%股权，海螺创业 2021-2204 年来自海螺集团的股息为 14.17、15.83、7.49、3.94 亿元，我们测算 2021-2024 年海螺集团的分红比例为 71%、70%、54%、44%。2023-2024 年海螺创业来自集团股息持续下降，一方面由于海螺水泥盈利下降，另一方面海螺集团分红比例从 2022 年的 70%逐步降至 2024 年的 44%。若海螺水泥经营企稳，集团分红比例修复，将带动权益资产估值提升。

图30：2020-2024 年海螺水泥现金派息和分红比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2021-2024 年海螺集团派息比例



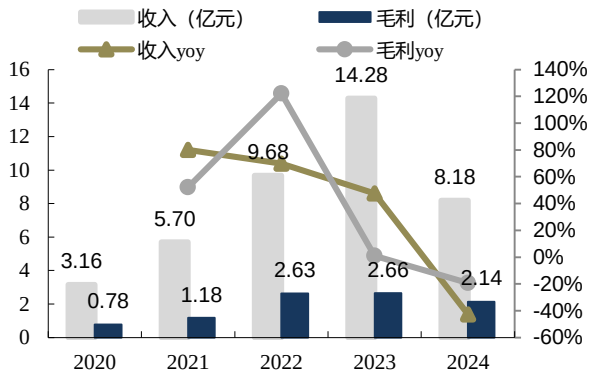
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 节能装备开拓海外增量，新能源业务稳健发展

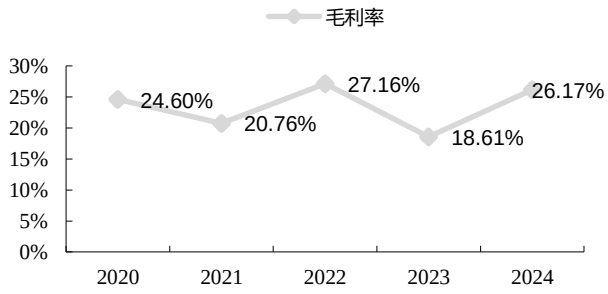
节能装备：依托川崎重工技术优势，积极拓展海外市场。2006 年，公司与日本川崎重工合作成立子公司**安徽海螺川崎工程有限公司**，主要承担节能装备板块的技术研发、设备制造及市场拓展职能。目前，海螺川崎的业务领域覆盖余热发电、垃圾发电、固废危废以及水泥装备等业务。截至 2023 年末，余热发电板块中，公司已在国内 24 个省市自治区、近 60 家水泥企业集团，涉及 384 条水泥熟料生产线，推广了 295 套水泥余热发电机组（其中国外 39 套），产品出口至泰国、巴基斯坦、缅甸、土耳其、越南、巴西、印尼、印度、老挝、韩国等国家；垃圾发电板块中，在全国 23 个省市自治区及海外越南签约生活垃圾焚烧发电项目 94 套，水泥窑协同处置生活垃圾项目 12 套，餐厨垃圾及污泥处置项目 3 套、发电协同餐厨项目 17 套，年处理规模 2688.04 万吨，已建成投运项目 100 套，年处理能力 1657.47 万吨。2024 年，公司节能装备板块共收入 8.18 亿元，毛利 2.14 亿元，分别同比降低 43%和 19%，主要系下游环境较差导致订单量减少所致，毛利率为 26.17%，较去年 18.61%有所增长，主要系海外毛利率增加所致。

图32：公司节能装备收入及毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：公司节能装备毛利率情况

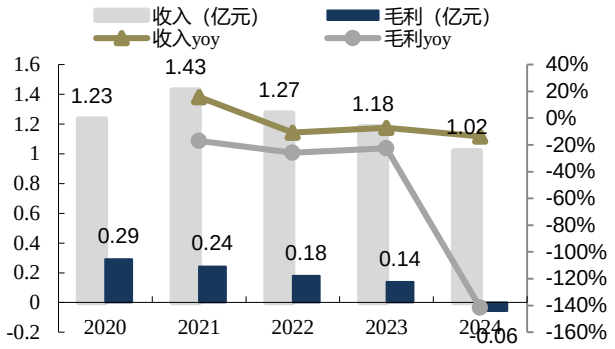


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新型建材：坚持市场导向，总结技改成果，实现降本增效。公司新型建材主要用于替代墙体材料，如纤维素纤维水泥板、蒸压板和木丝水泥板。2024 年公司共销售新型建材产品约 814 万平方米，实现营业收入 1.02 亿元，毛利-0.06 亿元。收入和毛利同比降低 14%和 142%，主要系市场影响，销售下降所致。从收入端来看，公司新型建材板块体量较小且稳定在 1 亿左右的贡献，未来公司将进一步降本增效，提高业务利润率。

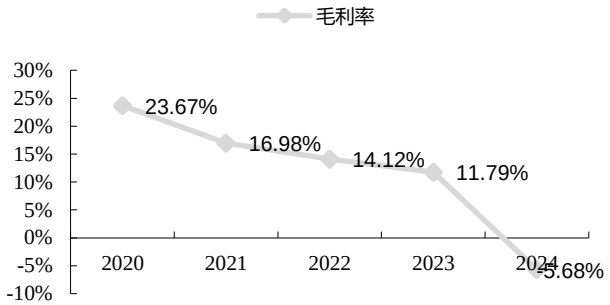
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图34：公司新型建材收入及毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

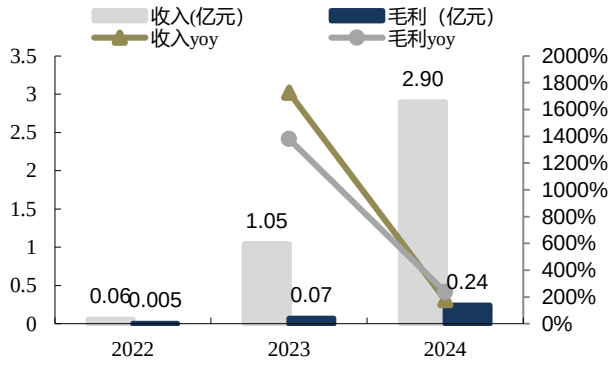
图35：公司新型建材毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

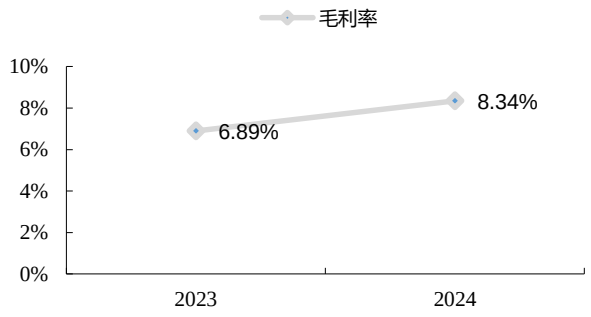
新能源：稳健发展，实现电池回收、正极、负极产业链一体化。依托海螺系水泥窑资源优势，公司迅速切入新能源材料赛道，积极布局锂离子电池产业，谋求上下游产业链材料行业发展机会。截至 2024 年底公司新能源产能布局如下：**1）锂电池回收：**2024 年新签约浙江常山项目 3 万吨/年，总计已签约产能 23 万吨/年，其中芜湖项目 1.5 万吨已于 2024 年底投运；**2）正极材料：**安徽芜湖规划 50 万吨，2022 年一期项目投产共 5 万吨；**3）负极材料：**在四川乐山规划年产 20 万吨，其中一期项目 4 万吨。从盈利来看，2024 年公司新能源板块收入 2.9 亿元，同比增长 177%，毛利 0.24 亿元，同比增长 235%，毛利率为 8.34%，较 23 年 6.89%有所提升。未来公司将进一步研制高端产品并不断扩大市场份额，在正极材料项目上加强原料采购，重视产品性能；负极材料项目上加强工程建设，开拓市场；锂电池回收项目上强化技术优势，积极拓展回收渠道。

图36：公司新能源收入及毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37：公司新能源毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：公司锂电池回收综合应用布局

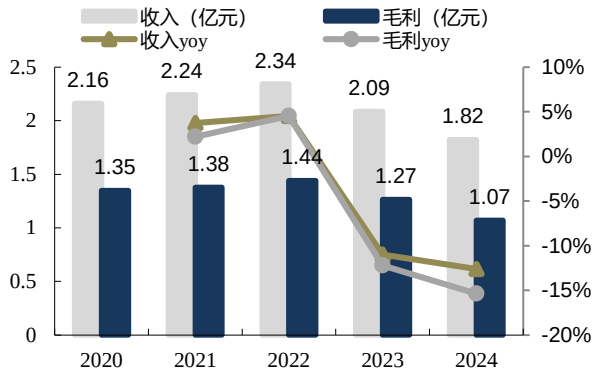
序号	建设情况	项目地点	处理能力	建成时间
1	已投运	安徽芜湖	1.5 万吨/年	2024 年 12 月
	小计：		1.5 万吨/年	
2	报批待建	安徽淮北	1.5 万吨/年	——
3	报批待建	河北石家庄	3 万吨/年	——
4	报批待建	河南登封	1.5 万吨/年	——
5	报批待建	陕西铜川（一期)	1.5 万吨/年	——
6	报批待建	湖北荆门（一期）	1.5 万吨/年	——
	小计：		9 万吨/年	
7	储备项目	山东枣庄	3 万吨/年	——
8	储备项目	湖南株洲	1.5 万吨/年	——
9	储备项目	陕西铜川（二期)	1.5 万吨/年	——
10	储备项目	湖北荆门（二期）	3.5 万吨/年	——
11	储备项目	浙江常山	3 万吨/年	——
	小计：		12.5 万吨/年	
	总计：		23 万吨/年	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

港口物流：长江流域最大的专业煤炭码头之一，作业高效，货运稳定。公司于 2006 年 10 月 30 日成立扬州海昌港务实业有限责任公司，2009 年 9 月完成码头项目的全部报批工作。公司为一家专业煤炭中转码头，共建设 3 个 7 万吨级深水泊位和 4 个 5 千吨内港池泊位，拥有深水岸线 1200m，后方陆域建设 34 平方米堆场，堆存能力达 100 万吨。目前主流船型 5 万吨海轮 24 小时内可卸完离港，港口装船作业能力达 10 万吨/天。2024 年港口物流实现吞吐量约 3026 万吨，收入 1.82 亿元，同比降低 13%，毛利 1.07 亿元，同比降低 15%，毛利率 58.72%，同比降低 3%。收入及毛利率下降主要系市场竞争加剧，导致量价下跌所致。整体来看，港口物流业务每年贡献 1 亿左右毛利，经营较为稳定。

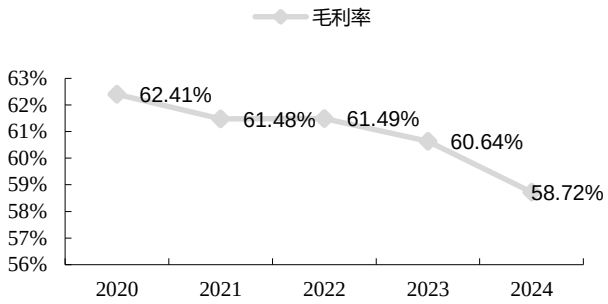
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图38：公司港口物流收入及毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：公司港口物流毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，我们预计：

1）**垃圾处置业务：**运营收入随着运营规模和垃圾处置量的提升而稳步增长，依据公司在建及待开工项目情况以及供热拓展节奏，预计 2025-2027 年垃圾处置运营收入增速分别为 10%、4%、4%；公司在手项目进入建造尾声，随着建造规模的下降，预计 2025-2027 年垃圾处置建造收入增速均为-50%。随着高毛利的运营收入占比提升，预计 2025-2027 年垃圾处置业务毛利率分别为 41.34%、43.61%、45.06%。

2）**其他业务：①节能装备：**积极开拓海外增量，稳健发展，预计 2025-2027 年收入和毛利与 2024 年持平；**②新型建材：**受市场需求影响，预计 2025-2027 年收入增速为-10%、-7%、-5%，随着工艺优化和成本管控加强，预计 2025-2027 年毛利率恢复至 5%。**③新能源业务：**公司聚焦新能源材料产品应用及市场拓展，预计 2025-2027 年收入增速维持 5%，毛利率维持 9%。**④港口物流：**公司积极拓宽优质客户渠道，寻求拓量提价稳增长，预计 2025-2027 年收入增速恢复至 5%，毛利率维持 60%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：业务拆分与盈利预测

单位：亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
垃圾处置						
收入	65.61	61.56	48.79	47.92	47.17	47.94
yoy	14%	-6%	-21%	-2%	-2%	2%
运营收入	26.76	34.63	39.04	43.05	44.73	46.72
yoy	113%	29%	13%	10%	4%	4%
建造收入	38.85	26.93	9.75	4.88	2.44	1.22
yoy	-13%	-31%	-64%	-50%	-50%	-50%
毛利	18.03	17.65	18.36	19.81	20.57	21.60
毛利率	27.49%	28.68%	37.63%	41.34%	43.61%	45.06%
节能装备						
收入	9.68	14.28	8.18	8.18	8.18	8.18
yoy	70%	48%	-43%	0%	0%	0%
毛利	2.63	2.66	2.14	2.14	2.14	2.14
毛利率	27.16%	18.61%	26.17%	26.17%	26.17%	26.17%
新型建材						
收入	1.27	1.18	1.02	0.92	0.85	0.81
yoy	-11%	-7%	-14%	-10%	-7%	-5%
毛利	0.18	0.14	(0.06)	0.05	0.04	0.04
毛利率	14.12%	11.79%	-5.68%	5.00%	5.00%	5.00%
新能源业务						
收入	0.06	1.05	2.90	3.04	3.19	3.35
yoy		1726%	177%	5%	5%	5%
毛利	0.00	0.07	0.24	0.26	0.29	0.31
毛利率	8.51%	6.89%	8.34%	9.00%	9.00%	9.00%
港口物流						
收入	2.34	2.09	1.82	1.91	2.01	2.11
yoy	5%	-11%	-13%	5%	5%	5%
毛利	1.44	1.27	1.07	1.15	1.21	1.27
毛利率	61.49%	60.64%	58.72%	60.00%	60.00%	60.00%
合计						
收入	78.96	80.15	62.71	61.98	61.41	62.39
yoy	18%	2%	-22%	-1%	-1%	2%
毛利	22.29	21.79	21.75	23.41	24.25	25.36
毛利率	28.23%	27.18%	34.69%	37.77%	39.49%	40.65%
本公司权益股东应占净利润	**38.52**	**24.64**	**20.20**	**21.82**	**23.04**	**24.38**
yoy	-44%	-36%	-18%	8%	6%	6%
本公司权益股东应占主业净利润	**9.15**	**8.01**	**7.04**	**8.00**	**8.53**	**9.15**
yoy	23%	-12%	-12%	14%	7%	7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司垃圾焚烧主业迎现金流拐点，水泥股权价值待重估。1）垃圾焚烧主业：①盈利端：资金&效率&技术助力，小型化项目盈利可观。项目建造高峰已过，建造下滑影响基本出清，未来运营提质增效将主导业绩增长，**②现金流：**资本开支持续下降，自由现金流将于 2025 年迎来转正拐点，提分红潜力大。**2）权益资产：**公司间接持有 17.8%的海螺水泥股权，海螺水泥业绩有望企稳，权益资产价值被低估，对标海螺水泥市值重估空间大。

我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 21.82/23.04/24.38 亿元，同比增长 8%/6%/6%，对应 PE 估值为 7.1/6.7/6.3 倍 PE。我们选取垃圾焚烧板块港股上市公司光大环境（垃圾焚烧行业龙头，全国性覆盖）、绿色动力环保（垃圾焚烧纯运营资产），及 A 股上市公司军信股份（长沙固废一体化龙头）、绿色动力（同“绿色动力环保”）、永兴股份（广州垃圾焚烧龙头）、瀚蓝环境（大固废整合佼佼者，水务能源协同发展）、三峰环境（垃圾焚烧设备+运营协同）、旺能环境（业务覆盖垃圾焚烧+锂电回收+再生橡胶）、伟明环保（业务覆盖固废+装备制造+新材料）、上海环境（上海垃圾焚烧龙头）作为可比公司。垃圾焚烧板块自由现金流于 2023 年转正，海螺创业作为行业后起之秀，资本开支节奏滞后与板块，于 2025 年将迎来自由现金流转正拐点，具备提分红潜力，同时随着海螺水泥经营企稳，估值有望提振。2024-2027 年海螺创业估值低于港股及 A 股同业上市公司均值水平。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2025/6/10）

表5：可比公司估值（估值和股息率对应股价日期：2025/6/10）

代码	公司	总市值（亿元）	股息率（TTM）	归母净利润预测（亿元）				归母净利润yoy					PE				PB（LF）
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2024E	2025E	2026E	2024A	
1330.HK	绿色动力环保	63	7.27%	5.85	6.68	7.17	7.64	-7%	14%	7%	6%	9%	10.8	9.4	8.8	8.2	0.71
0257.HK	光大环境	232	6.08%	33.77	38.67	41.05	41.97	-24%	14%	6%	2%	8%	6.9	6.0	5.7	5.5	0.48
港股平均													**8.8**	**7.7**	**7.2**	**6.9**	**0.6**
301109.SZ	军信股份	122	4.17%	5.36	7.50	7.97	8.42	4%	40%	6%	6%	16%	22.7	16.2	15.3	14.5	1.57
601330.SH	绿色动力	103	4.08%	5.85	6.50	7.18	7.60	-7%	11%	10%	6%	9%	17.5	15.8	14.3	13.5	1.28
601033.SH	永兴股份	143	3.78%	8.21	9.17	10.17	10.87	12%	12%	11%	7%	10%	17.4	15.6	14.1	13.1	1.34
600323.SH	瀚蓝环境	201	3.25%	16.64	18.60	21.17	22.14	16%	12%	14%	5%	10%	12.1	10.8	9.5	9.1	1.45
601827.SH	三峰环境	144	2.84%	11.68	12.64	13.50	14.23	0%	8%	7%	5%	7%	12.3	11.4	10.7	10.1	1.24
002034.SZ	旺能环境	75	2.85%	5.61	6.64	7.13	7.64	-7%	18%	7%	7%	11%	13.4	11.3	10.5	9.8	1.12
603568.SH	伟明环保	330	2.46%	27.04	30.03	35.74	40.29	32%	11%	19%	13%	14%	12.2	11.0	9.2	8.2	2.37
601200.SH	上海环境	107	1.25%	5.75	6.04	6.32	6.59	5%	5%	5%	4%	5%	18.7	17.8	17.0	16.3	0.95
A股平均													**15.8**	**13.7**	**12.6**	**11.8**	**1.41**
0586.HK	**海螺创业**	**154**	**4.26%**	**20.20**	**21.82**	**23.04**	**24.38**	**-18%**	**8%**	**6%**	**6%**	**6%**	**7.6**	**7.1**	**6.7**	**6.3**	**0.33**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：光大环境、军信股份、绿色动力、永兴股份、瀚蓝环境、三峰环境、伟明环保盈利预测来自于东吴证券研究所，其余均来自 Wind 一致预期

注 2：绿色动力环保和光大环境市值和归母净利润货币单位为“亿港元”，其余货币单位均为“亿元人民币”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 风险提示

1）**资本开支超预期上行：**公司自由现金流转正主要由资本开支快速下降所致，若后续新项目增加，资本开支超预期上行，可能影响分红能力。

2）**应收回款风险：**自由现金流持续改善逻辑的兑现,除了资本开支保持下行之外，还有赖于垃圾处理费和电费的及时回收，若地方财政压力加大，处理费回款放缓，国补拖欠延长，将影响公司经营性净现金流。

3）**海螺水泥盈利不及预期：**公司业绩中大部分来自于联营公司收益，主要系海螺水泥贡献，若海螺水泥业绩下滑，将影响公司业绩以及来自集团的股息。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

海螺创业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**7,815.53**	**9,212.13**	**11,298.48**	**13,837.53**
现金及现金等价物	2,269.72	3,664.26	5,811.80	8,282.36
应收账款及票据	2,670.86	2,754.52	2,763.24	2,842.31
存货	273.34	257.41	248.00	247.16
其他流动资产	2,601.61	2,535.94	2,475.45	2,465.70
非流动资产	**74,510.65**	**75,419.83**	**75,847.33**	**76,106.32**
固定资产	7,960.76	7,789.51	7,437.24	7,013.14
商誉及无形资产	20,512.43	20,696.18	20,579.25	20,365.67
长期投资	38,584.49	39,481.17	40,377.86	41,274.54
其他长期投资	4,019.68	4,019.68	4,019.68	4,019.68
其他非流动资产	3,433.30	3,433.30	3,433.30	3,433.30
资产总计	**82,326.18**	**84,631.96**	**87,145.81**	**89,943.85**
流动负债	**6,251.41**	**5,766.68**	**5,353.98**	**5,070.48**
短期借款	1,798.38	1,498.38	1,198.38	898.38
应付账款及票据	2,848.91	2,682.87	2,584.79	2,576.04
其他	1,604.12	1,585.43	1,570.81	1,596.06
非流动负债	**26,898.14**	**27,398.14**	**27,898.14**	**28,398.14**
长期借款	26,416.68	26,916.68	27,416.68	27,916.68
其他	481.45	481.45	481.45	481.45
负债合计	**33,149.55**	**33,164.82**	**33,252.12**	**33,468.62**
股本	14.22	14.22	14.22	14.22
少数股东权益	1,463.53	1,571.08	1,692.36	1,834.55
归属母公司股东权益	47,713.10	49,896.06	52,201.33	54,640.68
负债和股东权益	**82,326.18**	**84,631.96**	**87,145.81**	**89,943.85**

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,024.50	2,194.86	2,384.16	2,435.44
投资活动现金流	(2,427.03)	(285.17)	282.03	557.28
筹资活动现金流	(423.24)	(516.12)	(519.62)	(523.12)
现金净增加额	(824.80)	1,394.54	2,147.54	2,470.56
折旧和摊销	1,082.19	987.50	969.19	937.69
资本开支	(2,826.37)	(1,000.00)	(500.00)	(300.00)
营运资本变动	(446.62)	(228.68)	(93.39)	(93.87)

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**6,270.74**	**6,197.68**	**6,140.52**	**6,239.21**
营业成本	4,095.32	3,856.63	3,715.65	3,703.07
销售费用	26.94	26.63	26.38	26.80
管理费用	703.59	695.40	693.88	711.27
研发费用	46.46	45.92	45.50	46.23
其他费用	11.81	11.67	12.28	12.48
经营利润	**1,433.07**	**1,561.43**	**1,646.84**	**1,739.35**
利息收入	0.00	18.16	29.31	46.49
利息支出	707.78	716.12	719.62	723.12
其他收益	1,524.37	1,569.63	1,636.83	1,712.08
利润总额	**2,249.67**	**2,433.10**	**2,593.37**	**2,774.81**
所得税	130.57	143.55	167.79	194.24
净利润	**2,119.10**	**2,289.55**	**2,425.58**	**2,580.57**
少数股东损益	99.54	107.55	121.28	142.19
归属母公司净利润	**2,019.56**	**2,181.99**	**2,304.30**	**2,438.38**
EBIT	2,957.45	3,131.06	3,283.67	3,451.43
EBITDA	4,039.64	4,118.56	4,252.86	4,389.12

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	1.13	1.22	1.29	1.36
每股净资产(元)	26.63	27.84	29.13	30.49
发行在外股份(百万股)	1,792.04	1,792.04	1,792.04	1,792.04
ROIC(%)	3.66	3.75	3.78	3.83
ROE(%)	4.23	4.37	4.41	4.46
毛利率(%)	34.69	37.77	39.49	40.65
销售净利率(%)	32.21	35.21	37.53	39.08
资产负债率(%)	40.27	39.19	38.16	37.21
收入增长率(%)	(21.94)	(1.17)	(0.92)	1.61
净利润增长率(%)	(18.03)	8.04	5.61	5.82
P/E	7.63	7.06	6.68	6.32
P/B	0.32	0.31	0.30	0.28
EV/EBITDA	9.14	9.75	8.98	8.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为2025 年6 月10 日的0.92***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn