

## 伟明环保

603568

审慎增持 (维持)

## 垃圾焚烧行业龙头，在手产能加速投放

2018年04月16日

## 市场数据

市场数据日期	2018-04-13
收盘价(元)	21.80
总股本(百万股)	687.76
流通股本(百万股)	130.64
总市值(百万元)	14993.17
流通市值(百万元)	2847.95
净资产(百万元)	2312.69
总资产(百万元)	3931.80
每股净资产	3.36

## 主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1029	1358	1786	2183
同比增长(%)	48.5%	31.9%	31.5%	22.3%
净利润(百万元)	507	711	954	1168
同比增长(%)	54.3%	40.3%	34.2%	22.4%
毛利率(%)	61.3%	62.1%	62.0%	61.7%
净利率(%)	49.2%	52.4%	53.4%	53.5%
净资产收益率(%)	22.0%	22.9%	24.0%	24.5%
每股收益(元)	0.74	1.03	1.39	1.70
每股经营现金流(元)	0.97	1.25	1.58	1.97

## 相关报告

《兴证环保-伟明环保(603568)中报点评:项目稳步投产推动业绩成长,在手订单充足保障未来》2017-08-21

《兴证环保-伟明环保(603568)一季报点评:一季度业绩提速,在手订单支撑后续发展》2017-05-02

《兴业环保-伟明环保(603568)点评:股权激励计划出炉,给定业绩增长锚》2017-02-13

分析师:

汪洋

[wang\\_yang@xyzq.com.cn](mailto:wang_yang@xyzq.com.cn)

S0190512070002

蔡屹

[caiyi@xyzq.com.cn](mailto:caiyi@xyzq.com.cn)

S0190518030002

研究助理:

敖颖晨

[aoych@xyzq.com.cn](mailto:aoych@xyzq.com.cn)

S0190116120042

团队成员:

汪洋、蔡屹、敖颖晨

## 投资要点

**垃圾焚烧运营公司,现金流量好。**伟明环保主要以BOT模式从事垃圾焚烧发电投资运营业务,公司建设期不确认工程收入,2017年运营收入占比在80%以上,运营毛利率高达64.27%。截至2017年末,公司共有投产项目13个,设计垃圾处理能力10835吨/日;在建、筹建项目11个,对应垃圾焚烧处理产能8600吨/日。2017年公司实现营业收入10.29亿元,同比增长48.51%;实现归母净利润5.07亿元,同比增长54.27%。公司现金流量好,收现比在1.1以上,经营活动产生的现金净流量远高于净利润,盈利质量高。

**项目建设全面推进,未来三年产能有望翻倍。**1) **立足江浙,加速异地项目拓展。**公司当前已投运项目产能10835吨/日,在建、筹建项目产能达8600吨/日。公司在浙江省区位优势明显,并加速异地项目获取,2017年至今新签万年、双鸭山、樟树、紫金等多个项目。2) **项目建设全面推进。**根据2017年年报,公司在建工程余额为4.51亿元,同比增长58.35%,项目建设全面推进:武义项目、界首项目工程进度分别达到85%、60%;万年项目进入建设阶段;瑞安项目二期、樟树项目已经开始项目前期投入;玉环扩建项目已签署特许经营协议,并由子公司玉环嘉伟负责项目的实施;临海项目二期、紫金项目均已签署特许经营协议并拟对外投资设立子公司负责项目的实施。3) **未来三年产能有望翻倍。**考虑到公司在手产能充足,在建项目全面推进,2017年以来新项目的获取加速,我们认为公司未来三年内产能有望翻倍。

**项目毛利率高,运营水平行业领先。**2015~2017年公司核心业务垃圾焚烧运营的毛利率水平分别为65.87%、62.45%、64.27%,显著高于可比上市公司。公司一体化的运营模式运营管控水平高,能够有效控制项目投资、运营成本,具有较高盈利能力。子公司伟明设备主要生产焚烧炉与烟气治理设备,可有效降低投资成本。

**千亿市场待打开,垃圾焚烧占比不断提升。**“十三五”期间,全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约1924亿元。其中,无害化处理设施建设投资1360亿元。根据我们的测算,预计十三五期间,垃圾焚烧产能将从21.6万吨/日上升到50.5万吨/日,5年复合增速18.5%。2016年,我国生活垃圾焚烧量0.74亿吨,占无害化处理量的37.50%。城市化率上升与垃圾清运量上升导致的填埋场土地供给矛盾日益突出,垃圾焚烧成为了解决垃圾围城问题的现实选择。

**投资建议:维持审慎增持评级。**我们预计公司2018~2020年归母净利润分别为7.11亿、9.54亿、11.68亿元,对应4月13日收盘价估值分别为21.1、15.7、12.8倍。公司作为典型的垃圾焚烧投资运营企业,运营收入占比高,现金流量好,盈利质量高。较好的成本控制能力及精细化管理水平使公司毛利率水平行业领先。当前公司在手产能充足,异地扩张步伐加速有望获取更多优质项目,发行可转债解决资金瓶颈,加速项目进程。综上,维持审慎增持评级。

**风险提示:**项目建设进度滞后导致设备销售收入、运营收入不及预期;融资成本上升致使财务费用增加;环保合规成本增加;新业务拓展市场风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、垃圾焚烧领军企业，业务覆盖全产业链 .....	- 4 -
1.1、深耕垃圾焚烧行业，业务覆盖全产业链 .....	- 4 -
1.2、实际控制人持股比例高，员工持股、股权激励深度绑定员工利益 .....	- 5 -
1.3、产能释放推动业绩增长，盈利质量高的“现金牛” .....	- 7 -
2、垃圾焚烧龙头，运营水平高，产能加速释放 .....	- 9 -
2.1、在手项目充足，未来三年产能有望翻倍 .....	- 9 -
2.2、项目毛利率水平高，运营水平行业领先 .....	- 12 -
2.3、立足江浙，稳步实现异地扩张 .....	- 13 -
3、5年千亿市场待打开，垃圾焚烧占比不断提升 .....	- 15 -
3.1、政策支持助力行业规模扩张，5年千亿市场待打开 .....	- 15 -
3.2、垃圾处理行业现状：总量保持增长，焚烧渐成主流 .....	- 18 -
3.3、环保标准提升，促使龙头公司集中度提升 .....	- 20 -
4、盈利预测与投资建议 .....	- 21 -
5、风险提示 .....	- 23 -
图 1、伟明环保发展历程 .....	- 4 -
图 2、伟明环保业务结构 .....	- 5 -
图 3、二段往复多列生活垃圾焚烧炉 .....	- 5 -
图 4、城市生活垃圾焚烧发电厂烟气净化系统 .....	- 5 -
图 5、伟明环保股权结构 .....	- 6 -
图 6、伟明环保历史营业收入及增速 .....	- 7 -
图 7、伟明环保历史归母净利润及增速 .....	- 7 -
图 8、伟明环保垃圾焚烧项目运营收入毛利率较高 .....	- 8 -
图 9、伟明环保期间费用控制良好 .....	- 8 -
图 10、伟明环保费用控制良好 .....	- 8 -
图 11、伟明环保收现比情况 .....	- 9 -
图 12、伟明环保经营活动产生的现金流量净额情况 .....	- 9 -
图 13、伟明环保垃圾焚烧投资运营总规模行业领先 .....	- 9 -
图 14、伟明环保垃圾焚烧处理量 .....	- 12 -
图 15、伟明环保垃圾焚烧上网电量 .....	- 12 -
图 16、伟明环保垃圾焚烧毛利率水平行业领先 .....	- 13 -
图 17、伟明环保在浙江省垃圾焚烧市占率（2016年） .....	- 14 -
图 18、伟明环保在江苏省垃圾焚烧市占率（2016年） .....	- 14 -
图 19、伟明环保在浙江省市场占有率领先 .....	- 14 -
图 20、伟明环保立足浙江布局全国 .....	- 15 -
图 21、作为替代方案的垃圾焚烧占比不断提高 .....	- 16 -
图 22、我国城市垃圾清运量及城镇化率 .....	- 18 -
图 23、我国城市化率与主要发达国家对比 .....	- 18 -
图 24、我国城市生活垃圾无害化率已到高位 .....	- 19 -
图 25、填埋作为主流处理模式在无害化处理能力中占比持续下降 .....	- 20 -
表 1、伟明环保限制性股票激励计划考核目标 .....	- 6 -
表 2、伟明环保经营性现金流可覆盖资本开支 .....	- 9 -
表 3、伟明环保在建、筹建、中标的垃圾焚烧项目 .....	- 10 -
表 4、伟明环保在建工程中垃圾焚烧项目全面推进（单位：万元） .....	- 11 -
表 5、伟明环保发行可转债募投项目（单位：万元） .....	- 11 -
表 6、伟明环保运营中的垃圾焚烧发电项目 .....	- 12 -
表 7、垃圾焚烧市场空间测算 .....	- 16 -

---

表 8、垃圾焚烧行业政策体系已基本完善 .....	- 17 -
表 9、《生活垃圾焚烧污染控制标准》第二次修订前后污染物排放限值比较 ..	- 21 -
表 10、伟明环保盈利预测假设 .....	- 22 -
表 11、伟明环保盈利预测假设 .....	- 22 -

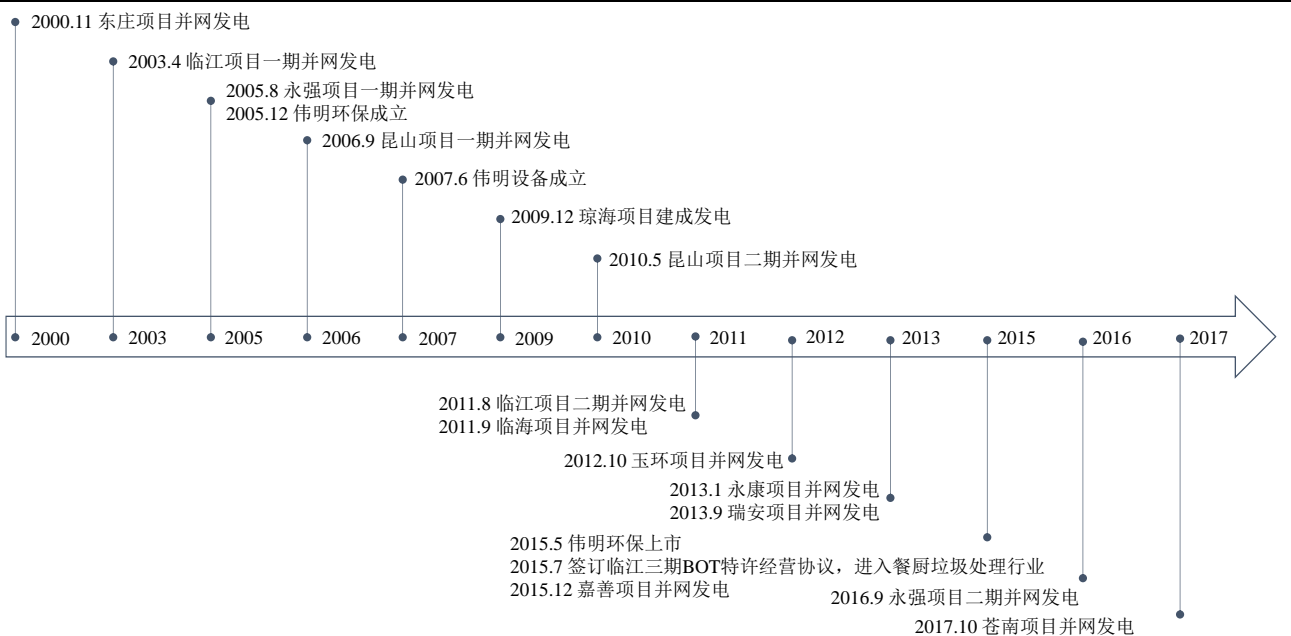
## 报告正文

# 1、垃圾焚烧领军企业，业务覆盖全产业链

## 1.1、深耕垃圾焚烧行业，业务覆盖全产业链

深耕垃圾焚烧十余载，全产业链布局的行业领军企业。公司成立于2001年12月29日，前身为临江公司，2005年12月整体变更为伟明环保，并于2015年5月28日上市。伟明环保主要以BOT模式从事垃圾焚烧发电业务，业务涵盖垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备研制及项目投资、建设、运营等。公司成立以来一直专注于垃圾焚烧发电业务，是我国规模最大的垃圾焚烧处理企业之一。

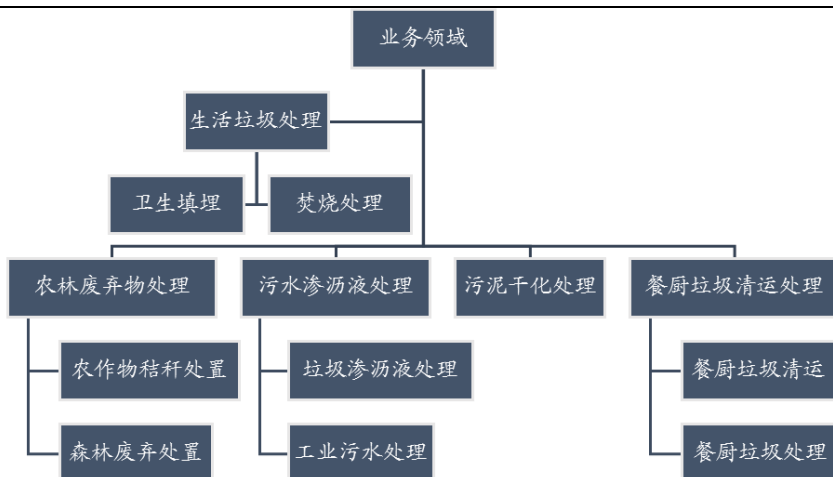
图 1、伟明环保发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

专注垃圾焚烧主业，积极拓展餐厨垃圾、污泥领域。根据 2017 年年报，公司已投产的生活垃圾焚烧处理 BOT 运营项目 13 个，设计垃圾处理能力达 10835 吨/日；在建、筹建项目 11 个，对应垃圾焚烧处理产能 8600 吨/日；并受托运营苍南宜嘉垃圾发电有限公司 400 吨/日垃圾焚烧处理项目。公司专注垃圾焚烧主业的同时，还积极向生活污水厂污泥、餐厨垃圾、工业及农林废弃物等其他固废的清运和处置领域全面拓展。2017 年公司新增餐厨项目规模 250 吨/日，污泥处理项目规模 100 吨/日，并新增一份日处理不少于 100 吨渗滤液处理站托管运营合同。

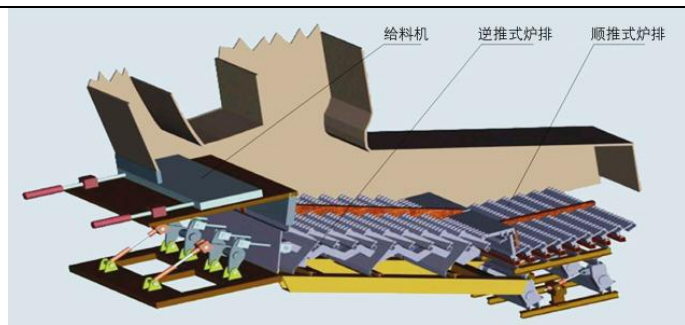
图 2、伟明环保业务结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

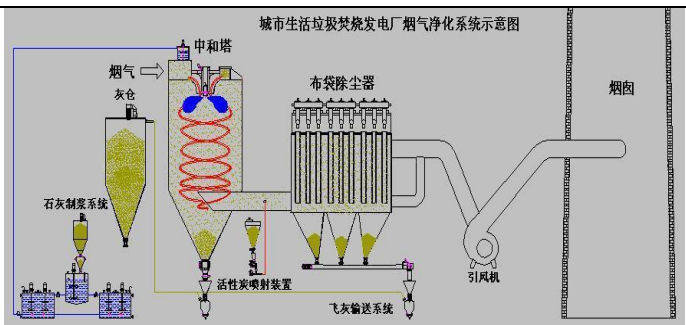
项目运营经验丰富，设备制造技术领先。伟明设备公司子公司伟明设备自主研发出国际先进、国内领先的垃圾焚烧炉排炉、烟气净化等技术，并成功应用于伟明环保的运营项目中。伟明设备研发的“往复多列式生活垃圾焚烧炉”已形成 160 吨/日至 750 吨/日的各个系列产品。伟明设备研发的烟气处理系统采用国际上先进的“SNCR 脱硝+半干法干法脱酸+活性炭吸附+布袋除尘”组合工艺，处理后烟气中排放含量均低于国家标准，二噁英含量指标优于欧盟排放标准。

图 3、二段往复多列式生活垃圾焚烧炉



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、城市生活垃圾焚烧发电厂烟气净化系统



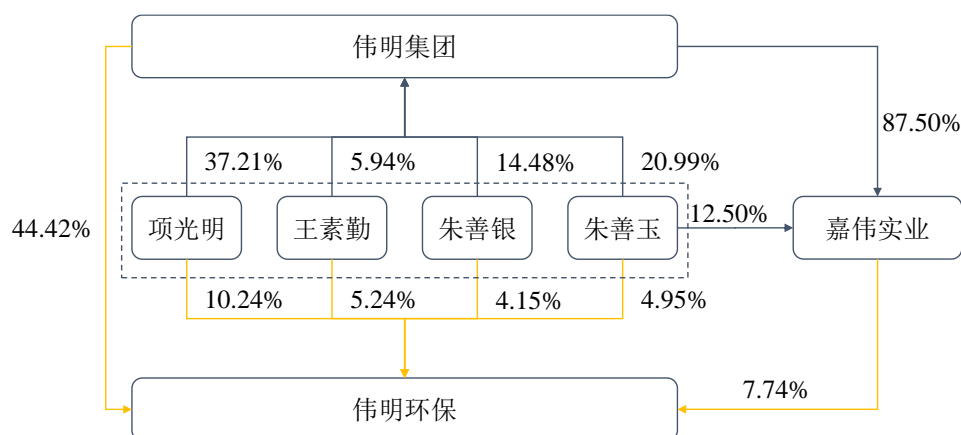
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、实际控制人持股比例高，员工持股、股权激励深度绑定员工利益

实际控制人持股比例 76.73%，资本运作空间大。伟明集团直接持有公司 44.42% 股份，并通过嘉伟实业间接持有公司 7.74% 股份，为公司控股股东。项光明、王素勤、朱善玉和朱善银签署了《一致行动协议》，为公司实际控制人。公司的四位实际控制人直接并间接控制公司 76.73% 股份，持股比例高度集中。项光明与王素勤系配偶关系，项光明与朱善玉、朱善银系外甥与舅舅关系，朱善玉与朱善银系兄弟关系。四位实际控制人信任程度高且利益高度相关，有助于公司形成高效的决策机制，有效降低代理成本。



图 5、伟明环保股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：项光明、王素勤、朱善银、朱善玉为一致行动人，上述持股比例以公司 2017 年 12 月 31 日总股本 6.87 亿股为基数计算

**股权激励+员工持股，深度绑定员工利益。**2017 年 12 月公司推出员工持股计划，参与人包括公司董、监、高及其他员工共 18 人，共出资 6100 万元。公司员工持股计划总规模 1.71 亿元，已于 2018 年 1 月 17 日完成股票购买，共买入公司股票 757.42 万股，占公司已发行总股本的 1.10%，成交均价 22.27 元，锁定期 12 个月，存续期 24 个月。

2017 年 2 月公司推出股权激励计划，并于 2017 年 3 月 6 日完成限制性股票首次授予，共向包括管理人员、核心技术（业务）人员在内的 139 名激励对象授予 651 万股限制性股票，授予价 12.45 元。2017 年 11 月 30 日，公司完成了预留部分限制性股票的授予，共向 17 名激励对象授予 60 万股，授予价为 10.84 元。限制性股票的业绩考核目标为：以 2016 年度净利润为基数，2017~2019 年度净利润增长率分别不低于 12.5%、25.0%、37.5%。

公司连续推出股权激励和员工持股计划，覆盖核心管理人员和业务骨干，深度绑定员工与股东利益，有助于完善公司激励机制和治理水平，强化内部管理，增强公司凝聚力和竞争力。

表 1、伟明环保限制性股票激励计划考核目标

考核指标	考核目标		
	2017	2018	2019
净利润（亿元）	3.70	4.11	4.52
同比增速（%）	12.50%	11.11%	10.00%
净利润完成情况（亿元）	5.07	-	-

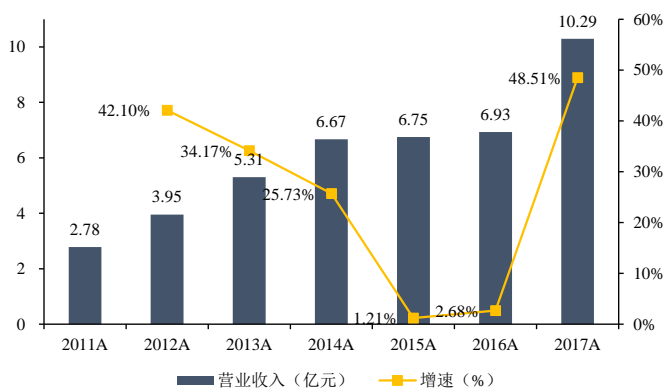
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、产能释放推动业绩增长，盈利质量高的“现金牛”

**产能释放推动营业收入高速增长。**2011年临江项目二期（1200吨/日）、临海项目（700吨/日）相继投产，2012年玉环项目（700吨/日）投产，2013年永康项目（800吨/日）、瑞安项目（1000吨/日）投产，新项目集中投产运行助力公司驶入高速发展快车道。2011~2014年伟明环保营业收入年化复合增长率达33.83%，归母净利润年化复合增长率47.25%。2015年12月嘉善项目（600吨/日）并网发电、2016年9月永强二期（1200吨/日）并网发电试运行，公司产能释放有所放缓，营业收入相对稳定。公司通过提升已有项目的运营管理水平，增效控费降低成本，2015、2016年归母净利润分别增长20.88%、12.77%。

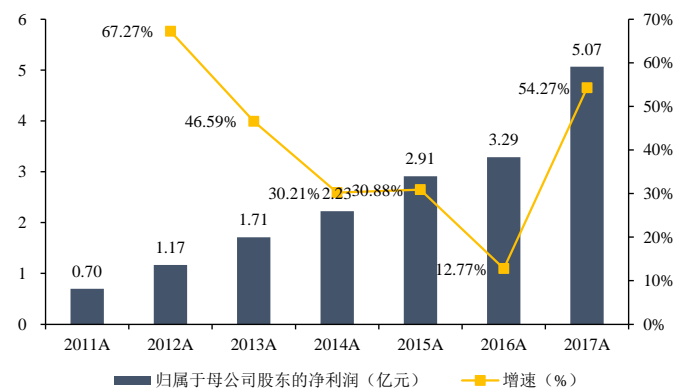
2017年公司实现营业收入10.29亿元，同比增长48.51%；实现归母净利润5.07亿元，同比增长54.27%。业绩增长主要是龙湾公司（永强项目二期）于2017年正式运营确认收入，伟明设备确认销售成套设备收入和公司技术服务费收入增加所致。

图 6、伟明环保历史营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

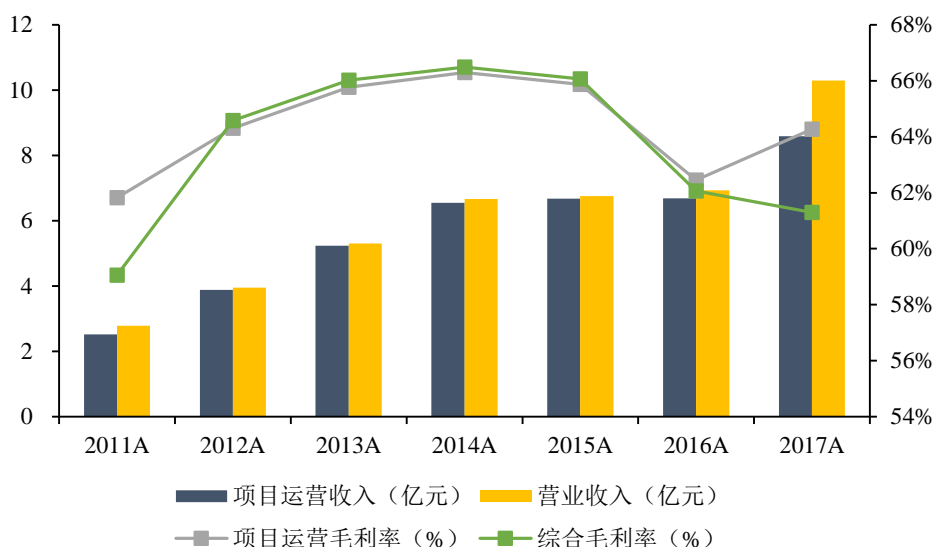
图 7、伟明环保历史归母净利润及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**垃圾焚烧项目运营收入占比在95%以上，毛利率高且稳定。**从收入结构看，垃圾焚烧发电项目运营是公司营业收入、利润的主要来源，收入占比常年维持在95%以上。2016年公司新增餐厨垃圾处置和渗滤液处置业务，2017年确认设备销售及技术服务业务收入（1.38亿元），项目运营收入占比有所下降。作为公司创收的主力，垃圾焚烧项目运营毛利率较高，维持在60%以上。

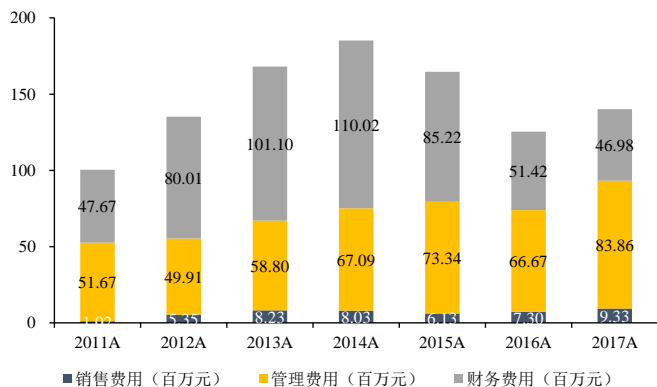
图 8、伟明环保垃圾焚烧项目运营收入毛利率较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

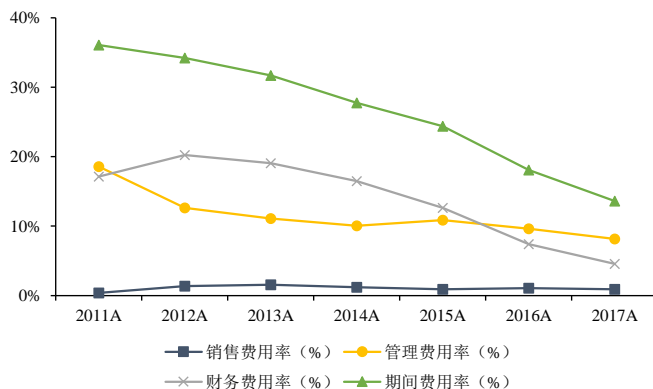
专业化、精细化的管控能力有效控制期间费用增长。公司的期间费用以管理费用和财务费用为主，销售费用占比较低。公司在项目投资、建设、运营以及设备研制等方面形成了专业化、精细化、标准化的管控能力，管理费用得到有效控制。2015 年公司 IPO 上市募集资金 4.51 亿元，主要用于置换垃圾焚烧项目前期投入和偿还银行贷款，近年来财务费用显著下降。

图 9、伟明环保期间费用控制良好



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、伟明环保费用控制良好

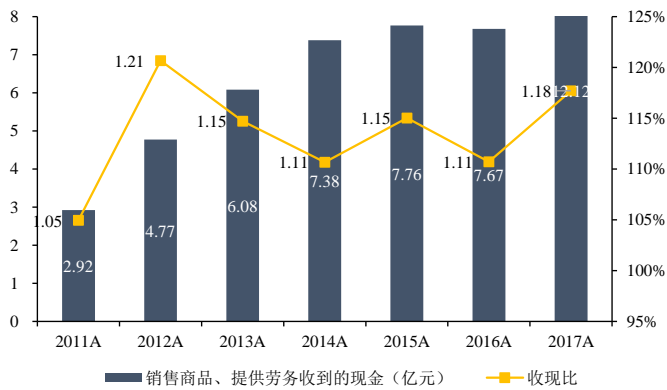


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

100%的收入变现能力保障经营性现金流稳步增长。公司主营业务收入背后具有强有力的现金流支持，2012~2016 年公司收现比稳定在 110%-120%之间，产品销售高比率变现的同时，应收账款稳定回流，带动公司经营性现金流稳步增长。总体来看，公司现金流稳健，仅靠内部融资即可覆盖资本开支，对外部融资的依赖程度较低。

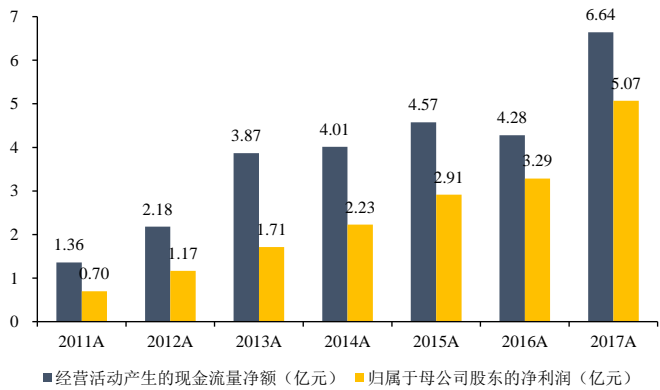


图 11、伟明环保收现比情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、伟明环保经营活动产生的现金流量净额情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、伟明环保经营性现金流可覆盖资本开支

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	1.36	2.18	3.87	4.01	4.57	4.28	6.64
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-3.48	-2.04	-2.04	-0.92	-2.58	-3.63	-3.90
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	1.26	0.34	-1.54	-2.28	-1.66	0.30	-0.81

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、垃圾焚烧龙头，运营水平高，产能加速释放

### 2.1、在手项目充足，未来三年产能有望翻倍

项目总规模领先，位列行业第一梯队。根据 E20 数据，截至 2017 年 11 月伟明环保已中标的生活垃圾焚烧项目（包括运营、在建、筹建项目）总规模 18910 吨/日，位列行业十五位，位列民营企业第五位。

图 13、伟明环保垃圾焚烧投资运营总规模行业领先



■ 2017 年度生活垃圾焚烧投资运营总规模（吨/日）

资料来源：E20，兴业证券经济与金融研究院整理

注：本排名为企业截至 2017 年 11 月已中标的投资运营性质的生活垃圾焚烧总规模，由企业自行申报。

**在建、筹建、中标项目产能达 8600 吨/日，三年内产能有望翻倍。**根据我们的统计，公司在建、筹建、中标项目共有 11 个，设计垃圾处理能力 8600 吨/日。东阳项目、秦皇岛项目特许经营协议签署时间较早，公司正在积极与政府沟通，推动选址工作，其他项目均正常推进。公司垃圾焚烧项目的建设期通常在两年以内，考虑项目审批、环评、规划设计等前期工作，通常 2~3 年时间即可投产运行。如果东阳项目、秦皇岛项目进展顺利，公司在建、筹建、中标项目有望于三年内全部投产，再考虑到新项目的获取，产能有望翻倍！

**表 3、伟明环保在建、筹建、中标的垃圾焚烧项目**

项目名称	经营模式	垃圾处理能力 (吨/日)	特许经营期限	项目进度	建设期(月)
武义项目	BOT	900	30 年	在建	24
界首项目	PPP	500	30 年	在建	36
瑞安项目二期	PPP	1000	30 年	筹建	24
万年项目	BOO	500	30 年	筹建	24
双鸭山项目	BOT	600	30 年	中标	
玉环扩建项目	BOT	500	30 年	筹建	12
樟树项目	BOO	1000	30 年	筹建	12
临海项目二期	BOT	750	30 年	筹建	11
紫金项目		1500	30 年	筹建	18
东阳项目	BOT	700	25 年	筹建	
秦皇岛项目	BOT	650	25 年	筹建	
<b>合计</b>		<b>8600</b>	-	-	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：双鸭山项目预留二期 300 吨/日生活垃圾焚烧处理能力，暂未纳入统计

**伟明环保项目建设全面推进。**截至 2017 年年底，公司在建的武义项目、界首项目工程进度分别达到 85%、60%；万年项目进入建设阶段；瑞安项目二期、樟树项目已经开始项目前期投入；玉环扩建项目已签署特许经营协议，并由子公司玉环嘉伟负责项目的实施；临海项目二期、紫金项目均已签署特许经营协议并拟对外投资设立子公司负责项目的实施。根据 2017 年年报，公司在建工程余额为 4.51 亿元，同比增长 58.35%，项目建设全面推进。

表 4、伟明环保在建工程中垃圾焚烧项目全面推进（单位：万元）

项目名称	预算数	2017A 期初余额	2017A 期末余额	工程累计投入 占预算比例	工程进度
苍南伟明 BOT 项目工程	41,316.22	2,808.08	22,788.96	65.61%	95%
武义公司 BOT 项目工程	36,570.00	408.13	9,693.10	34.74%	85%
界首公司 PPP 项目工程	22,500.00	837.95	3,421.36	21.24%	60%
海滨公司 BOT 项目工程	42,821.05	0.00	5,178.00	22.61%	30%
玉环嘉伟 BOT 项目工程	26,000.00	263.97	355.30	1.37%	-
万年公司 BOO 项目工程	26,000.00	0.00	90.64	0.35%	-
樟树公司 BOT 项目工程	40,000.00	0.00	67.33	0.17%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：瑞安项目二期由海滨公司负责实施，玉环嘉伟 BOT 项目、樟树公司 BOT 项目预算数根据项目投资额估算。

**发行可转债补充资金，加速项目推进。**2017 年 8 月，公司公告拟发行可转债，募集资金不超过 8.45 亿元用于苍南项目、瑞安项目、万年项目、武义项目的建设。目前公司可转债发行申请已获证监会受理并完成了对证监会一次反馈意见的回复。若可转债如期发行，公司可获得低成本资金投入项目建设，加速项目推进。

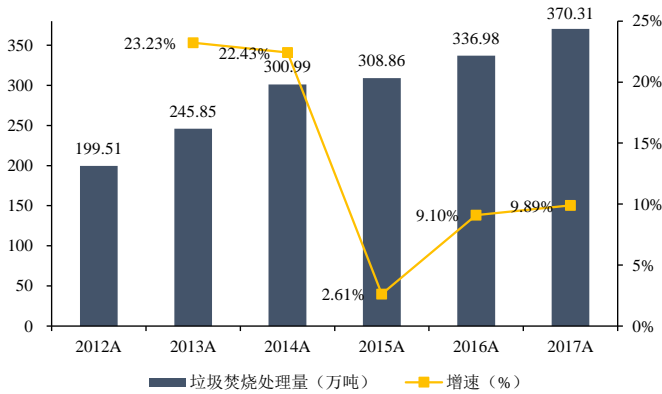
表 5、伟明环保发行可转债募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	苍南县云岩垃圾焚烧发电厂扩容项目	41,948.93	12,000.00
2	瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建项目	42,894.35	33,500.00
3	万年县垃圾焚烧发电项目	22,123.87	17,500.00
4	武义县生活垃圾焚烧发电项目	36,588.43	21,500.00
	<b>合计</b>	<b>143,556.50</b>	<b>84,500.00</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

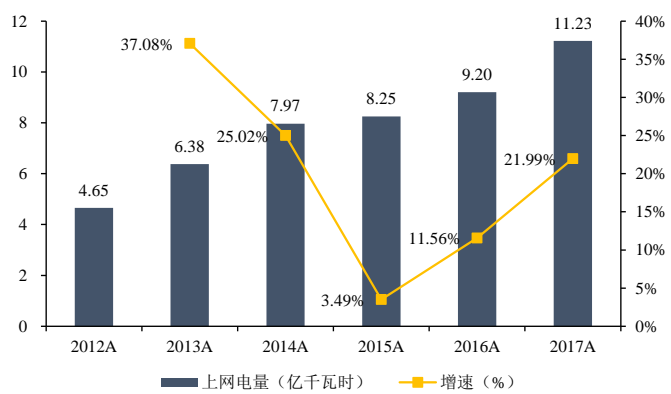
**伟明环保已投运 13 个垃圾焚烧项目，设计处理能力 10835 吨/日。**截至 2017 年年末，伟明环保生活垃圾焚烧处理 BOT 运营项目 13 个，设计垃圾处理能力 10835 吨/日。随着公司在手垃圾焚烧项目的建成投产，公司垃圾处理量、垃圾焚烧上网电量稳步增长。2017 年，公司及下属子公司合计完成生活垃圾入库量 370.31 万吨，同比增长 9.89%，完成上网电量 11.23 亿度，同比增长 21.99%。

图 14、伟明环保垃圾焚烧处理量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、伟明环保垃圾焚烧上网电量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、伟明环保运营中的垃圾焚烧发电项目

项目名称	经营模式	垃圾处理能力 (吨/日)	装机容量 (MW)	投产时间	特许经营期限
东庄项目	BOT	385	4.5	2000 年 11 月	25 年
临江项目一期	BOT	600	12.0	2003 年 4 月	27 年
永强项目	BOT	600	12.0	2005 年 6 月	27 年
昆山项目一期	BOT	1000	18.0	2006 年 9 月	25 年
昆山项目二期	BOT	1050	18.0	2010 年 5 月	25 年
临江项目二期	BOT	1200	24.0	2011 年 8 月	27 年
临海项目	BOT	700	12.0	2011 年 8 月	30 年
玉环项目	BOT	700	15.0	2012 年 10 月	30 年
永康项目	BOT	800	15.0	2013 年 1 月	27 年
瑞安项目	BOT	1000	21.0	2013 年 9 月	27 年
嘉善项目	BOT	600	12.0	2015 年 12 月	30 年
永强项目二期	BOT	1200	25.0	2016 年 9 月	27 年
苍南项目	BOT	1000	-	2017 年 10 月 25 日	28 年
合计		10835		-	-

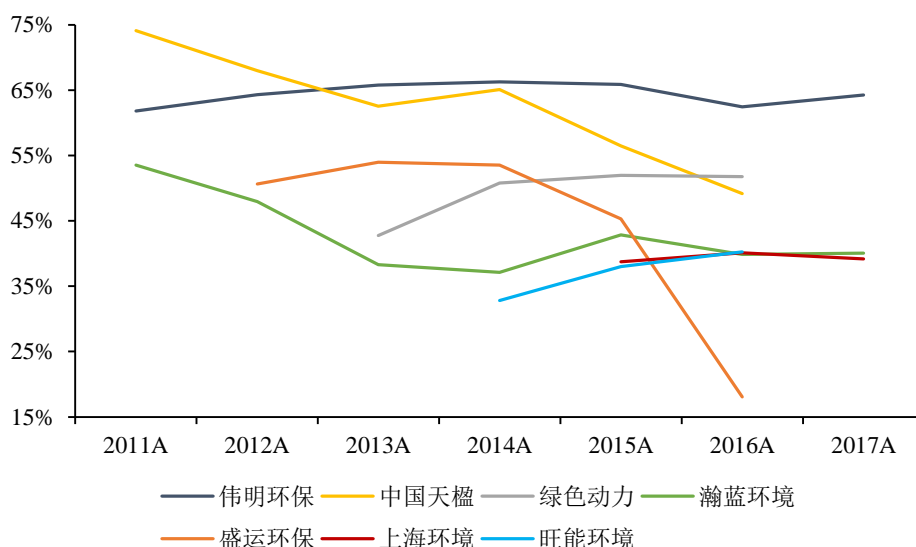
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2009 年 12 月公司以 EPC 方式建设的海南琼海垃圾发电厂建成发电，项目建成后由公司代为运营并收取垃圾处置费。2017 年 7 月 31 日琼海项目运营承包期届满，公司已完成交接工作。

## 2.2、项目毛利率水平高，运营水平行业领先

伟明环保毛利率水平高，显著高于可比上市公司。2015~2017 年公司综合毛利率水平分别为 66.06%、62.06%、61.29%，近两年毛利率有所下降主要是公司新增餐厨垃圾处理、渗滤液处理及设备销售等业务，而新业务的毛利率要低于垃圾焚烧发电运营业务。公司的主业垃圾焚烧项目运营的毛利率分别为 65.87%、62.45%、64.27%，显著高于行业可比上市公司。

图 16、伟明环保垃圾焚烧毛利率水平行业领先



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：绿色动力采用项目运营分部毛利率，瀚蓝环境采用固废处理分部毛利率，上海环境为包括垃圾焚烧、垃圾中转等业务的毛利率，旺能环境采用的是剔除火电业务后的垃圾焚烧发电业务毛利率。

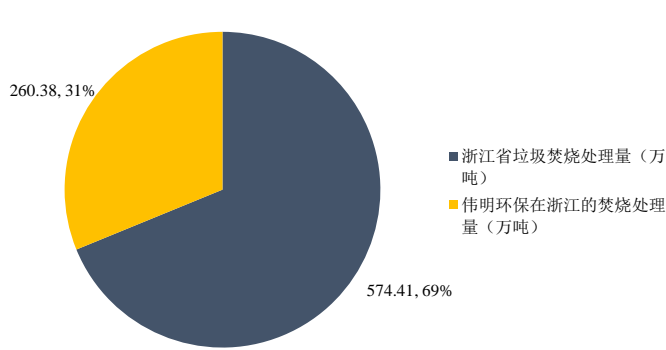
**公司一体化的运营模式具有较高盈利能力。**公司是垃圾焚烧发电产业链一体化的运营者，可自行研究、设计并制造炉排炉、烟气处理系统等关键设备，从而降低项目设备采购等投资成本，最大化提升综合的项目运营收益水平。公司历史上通过多个项目的建设，与设备材料供应商、工程建设服务商、设计院等建立良好的合作关系，有足够的力量合理安排建设工期，保证工程质量、控制建设成本，提升投资效率，降低每吨日处理能力的投资规模。

**子公司伟明设备主要焚烧炉与烟气治理设备，可有效降低投资成本。**公司在垃圾焚烧项目建设过程中，核心的垃圾焚烧处理设备、烟气处理设备、自动化控制系统由子公司伟明设备提供；垃圾焚烧项目运营过程中，由伟明设备提供部分日常检修维护、大修和技改设备。可有效降低公司投资和运营维护成本。

### 2.3、立足江浙，稳步实现异地扩张

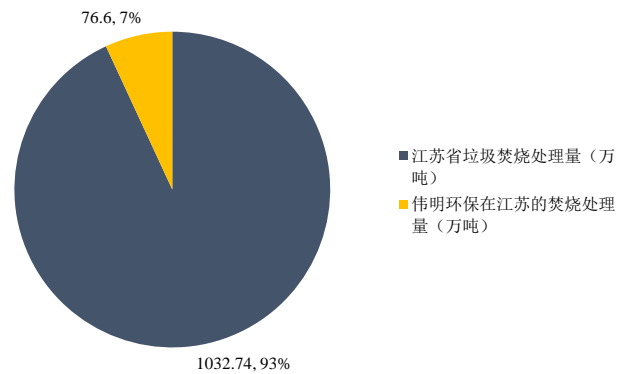
**江浙地区市占率高，区位优势明显。**公司运营项目集中在浙江、江苏等经济发达地区，项目垃圾处理费价格较高，质量好，政府付费有保障。2016年，公司在浙江省垃圾处理量为260.38万吨，占浙江省垃圾焚烧处理总量的31%。公司在江苏省垃圾处理量为76.6万吨，占江苏省垃圾焚烧处理总量的7%。公司在江浙等经济较发达地区市场占有率较高，区位优势明显。

图 17、伟明环保在浙江省垃圾焚烧市占率（2016 年）



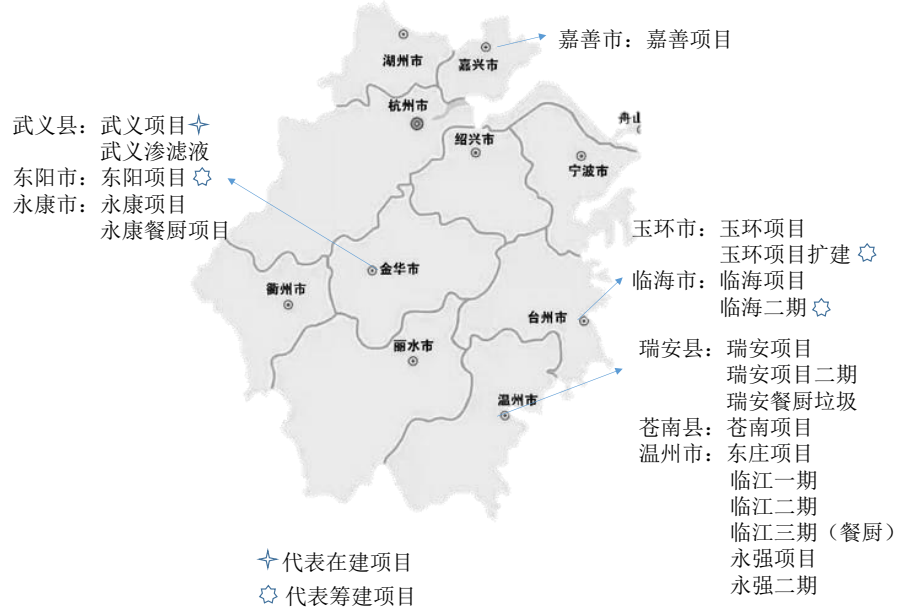
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、伟明环保在江苏省垃圾焚烧市占率（2016 年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、伟明环保在浙江省市场占有率领先

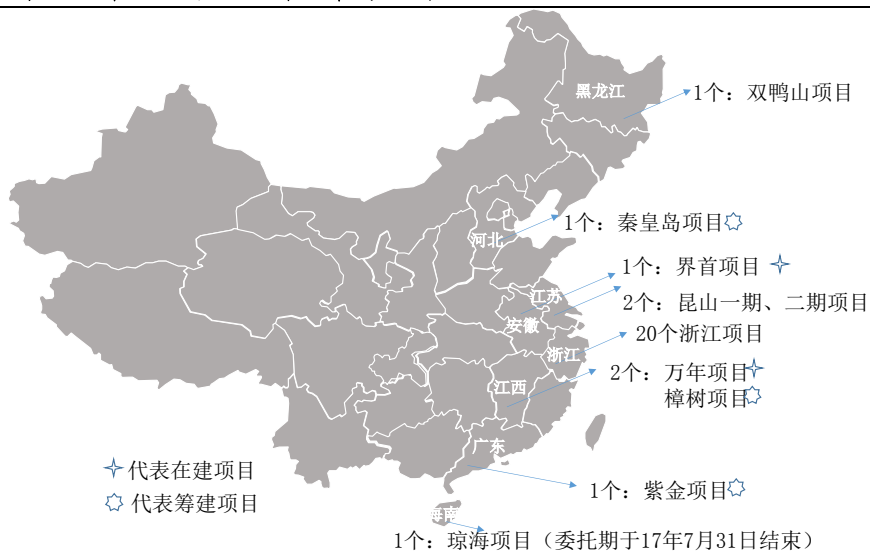


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**立足江浙地区，稳步实现异地扩张。**公司立足江浙的同时，积极推动异地项目扩张。2017 年 1 月签署万年项目特许经营协议，投资建设日处理 500 吨的垃圾焚烧发电项目；2017 年 7 月，中标黑龙江省双鸭山市生活垃圾焚烧发电项目，项目日处理生活垃圾 600 吨，并预留二期 300 吨/日；2017 年 11 月，与江西省樟树市人民政府签署垃圾焚烧发电项目特许经营协议，拟投资 4 亿元建设 1000 吨/日生活垃圾焚烧发电厂。2018 年 2 月，公司签署紫金项目特许经营协议，项目规模 1500 吨/日。



图 20、伟明环保立足浙江布局全国



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、5 年千亿市场待打开，垃圾焚烧占比不断提升

#### 3.1、政策支持助力行业规模扩张，5 年千亿市场待打开

行业十三五规划明确焚烧率上升至 50%，带动千亿市场；五年复合增速 18.5%。2017 年 1 月，发改委联合住建部发布《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，对垃圾焚烧行业在十三五期间的发展方向提出了明确要求：

- 到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）要实现原生垃圾“零填埋”，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区达到 60% 以上。
- “十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 1924 亿元。其中，无害化处理设施建设投资 1360 亿元。根据我们的测算，预计十三五期间，垃圾焚烧产能将从 21.6 万吨/日上升到 50.5 万吨/日，5 年复合增速 18.5%。

表 7、垃圾焚烧市场空间测算

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	假设依据
生活垃圾年清运量(亿吨)	1.79	1.92	2.00	2.08	2.16	2.25	2.34	垃圾清运量按照 4% 年增速假设
生活垃圾无害化处理率	91.8%	93.7%	94.50%	95.30%	96.10%	96.90%	97.70%	按 0.8% 保守估计
无害化处理量(亿吨/年)	1.62	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	前两项乘积
日处理能力(万吨/日)	52.9	66.9	72.2	78.0	84.2	91.0	100.9	按照《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》规定目标
垃圾焚烧产能(万吨/日)	<b>18.5</b>	<b>21.6</b>	<b>26.5</b>	<b>30.9</b>	<b>36.1</b>	<b>42.1</b>	<b>50.5</b>	上下两项乘积
垃圾焚烧处理率	33.00%	33.90%	36.65%	39.61%	42.82%	46.29%	50.04%	按照《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》规定目标

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

垃圾焚烧行业进入成熟期，稳定增长可期。垃圾焚烧在我国已有超过 30 年历史，随着 2012 年发电上网电价确定等政策因素逐渐完善，行业规模不断扩大、技术逐步成熟，行业进入了成熟期。2014 年开始，我国垃圾焚烧量增速维持在 15% 以上，呈现稳定增长的趋势。

图 21、作为替代方案的垃圾焚烧占比不断提高



资料来源：wind，环保部，兴业证券经济与金融研究院

表 8、垃圾焚烧行业政策体系已基本完善

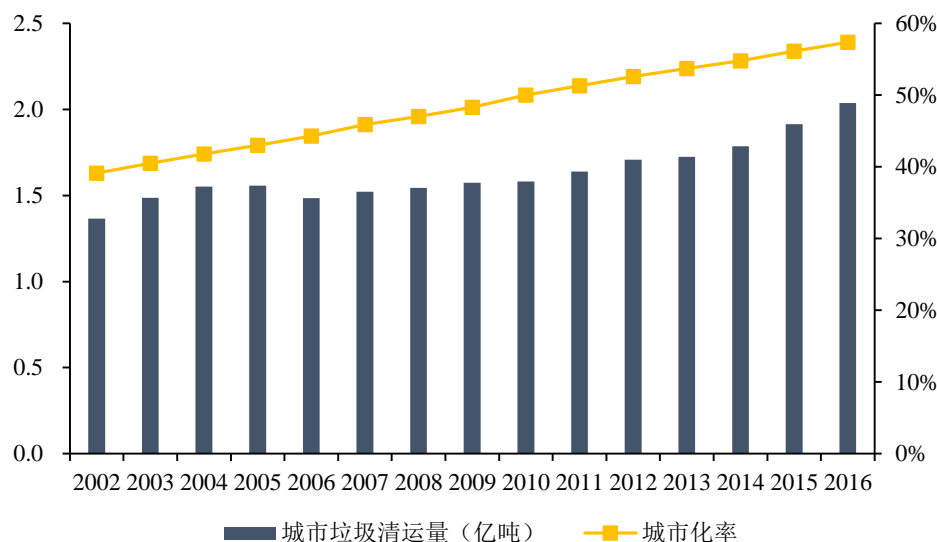
发文单位	时间	政策名称	主要内容
住建部、发改委、国土部、环保部	2016.10.22	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	先安排垃圾焚烧处理设施用地计划指标，地方国土资源管理部门可根据当地实际单列，并合理安排必要的配套项目用地，保障项目落地 到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）要实现原生垃圾“零填埋”，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区达到 60% 以上。“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 1924 亿元。其中，无害化处理设施建设投资 1360 亿元
发改委、住建部	2016.9	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》	2006 年及以后建设的垃圾发电厂，上网电价执行 2005 年脱硫燃煤机组标杆电价+补贴电价，补贴电价标准为 0.25 元/度
发改委	2015.5	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元(含税)标准。
发改委	2012.3	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	垃圾焚烧企业可享受所得税“三免三减半”的优惠政策
国务院	2007.12	《企业所得税条例实施条例》	
财政部、国家税务总局	2015.6	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	对符合条件的垃圾焚烧企业执行增值税即征即退政策
全国人大	2008.8	《中华人民共和国循环经济促进法》	要求对垃圾发电实行全额收购并网
电监会	2007.8	《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》	电网企业全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目上网电量
国务院	2011.4	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知》	对十二五期间垃圾处理工作进行整体部署
国务院	2012.4	《关于印发“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的通知》	对十二五期间垃圾处理工作进行整体部署
环保部	2014	《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2014);	技术标准
中环卫协会	2012	《关于发布生活垃圾焚烧厂评价标准细则的通知》	技术标准
住建部	2010	《城市生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准》(建标 142-2010);	技术标准
住建部	2015	《生活垃圾焚烧厂运行监管标准》(CJJ/T212-2015);	技术标准
住建部	2009	《生活垃圾焚烧厂运行维护与安全技术规程》(CJJ128-2009);	技术标准
住建部	2009	《生活垃圾焚烧处理工程技术规范》(CJJ90-2009);	技术标准
环保部	2012	《垃圾焚烧袋式除尘工程技术规范》(HJ2012-2012);	技术标准
环保部	2013	《水泥窑协同处置固体废物污染控制标准》(GB30485—2013)	技术标准
住建部	2014	《生活垃圾流化床焚烧工程技术导则》(RISN—TG16)	技术标准
住建部	2015	《生活垃圾流化床焚烧厂评价技术导则》(RISN—TG018—2015)	技术标准
环保部	2016	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	行业标准
发改委	2017	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》	行业规划

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、垃圾处理行业现状：总量保持增长，焚烧渐成主流

我国城市生活垃圾清运量与城市化率有明显同向关系，我国城市生活垃圾量稳步上升。随着我国城市化率不断提高，城镇人口不断上升，我国城市生活垃圾清运量呈稳步上涨的趋势。2016年，全国设市城市生活垃圾清运量为 2.04 亿吨，同比增长 6.37%。

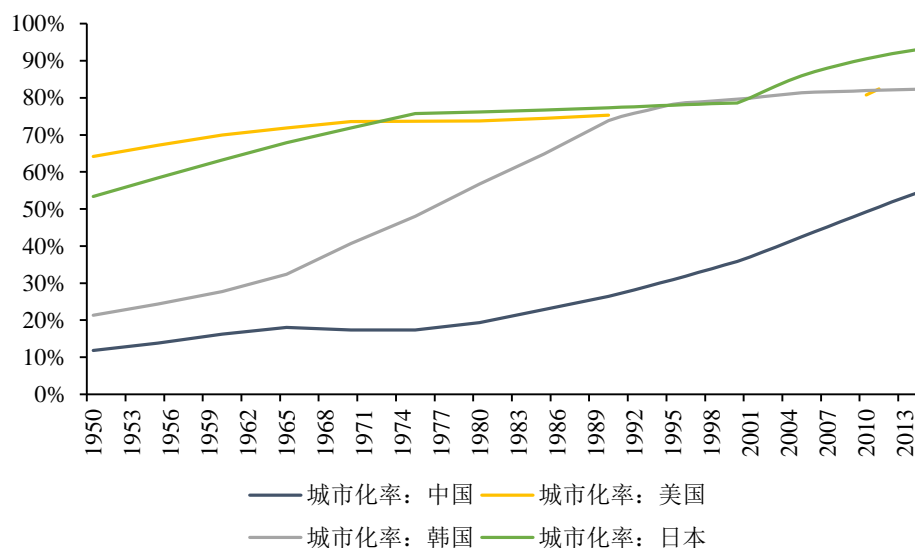
图 22、我国城市垃圾清运量及城镇化率



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

我国城市化率与发达国家仍有较大差距，存在进一步提升空间。2016年，我国城市化率仅 57.3%，与发达国家普遍 85% 以上的城市化率相比仍有较大的成长空间。随着城市化率逐步提升，我国城市垃圾产生量仍有稳步上涨空间。

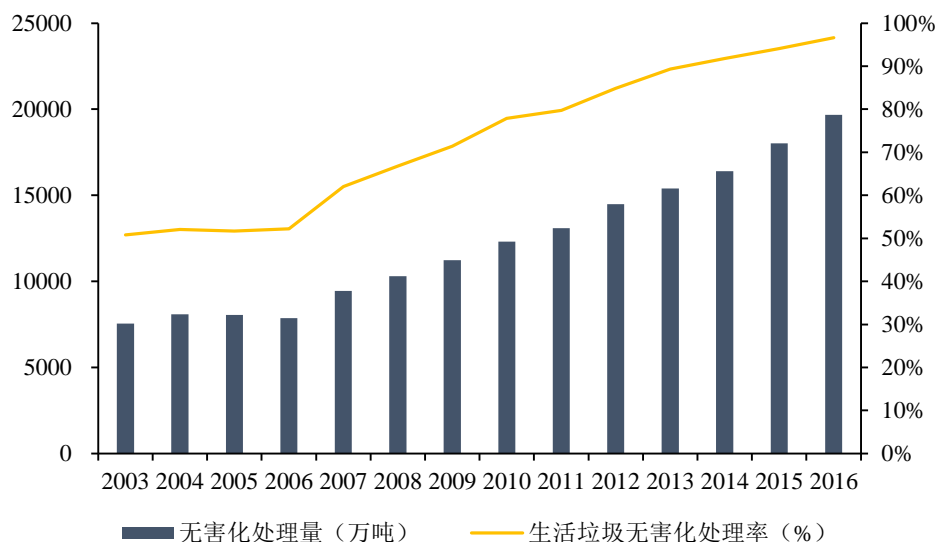
图 23、我国城市化率与主要发达国家对比



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

我国当前城市生活垃圾无害化处理率已经超过 90%，绝对量持续增长。2016 年，我国城市垃圾清运量中，无害化处理量 1.97 亿吨，占比 96.60%，无害化处理率同比提升 2.90 个百分点。未来生活垃圾的增长点主要在产生量的增长。

图 24、我国城市生活垃圾无害化率已到高位

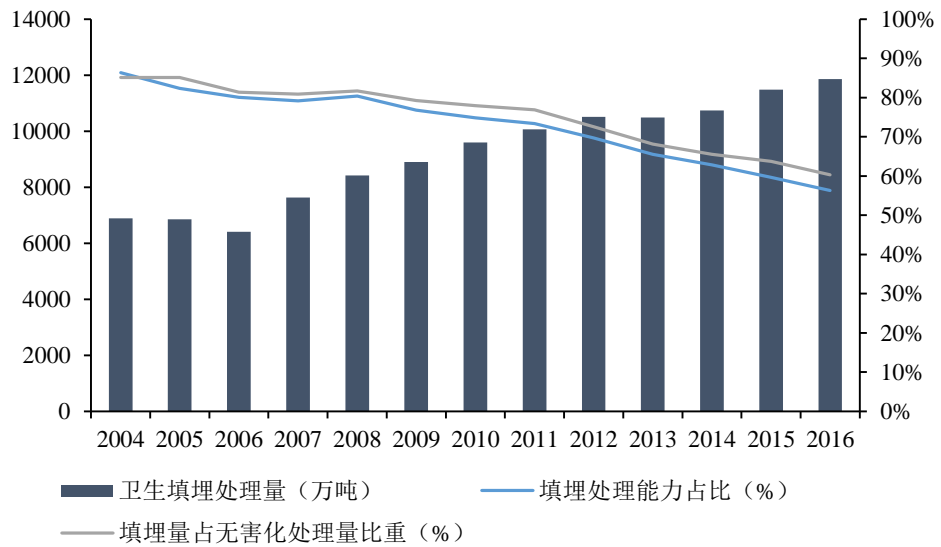


资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

我国城市生活垃圾处理主要是焚烧和填埋，其中填埋一直是主流模式。2016 年，我国卫生填埋处理量 1.19 亿吨，占无害化处理量的 60.32%；生活垃圾焚烧量 0.74 亿吨，占无害化处理量的 37.50%。其他处理模式（生物堆肥等）占比较小。

我国垃圾无害化处理结构持续调整，我国垃圾处理模式处于以卫生填埋为主将逐步让位于焚烧为主的转折期。在我国当前城市土地价格普遍上涨的情况下，城市化率上升与垃圾清运量上升导致的填埋场土地供给矛盾日益突出。卫生填埋产能增长空间有限，垃圾焚烧成为了解决垃圾围城的唯一现实选择。

图 25、填埋作为主流处理模式在无害化处理能力中占比持续下降



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、环保标准提升，促使龙头公司集中度提升

**标准提高提升行业竞争门槛。**2000年我国发布第一部《生活垃圾焚烧污染控制标准（GB18485）》，并在2001年进行第一次修订，2014年进行了第二次修订。新建生活垃圾焚烧炉从2014年7月1日起开始执行新的排放标准，存量生活垃圾焚烧炉从2016年1月1日开始执行。新标准对污染物排放的控制要求做了全面提高。在当前环保管理体制变化，政府严打违法违规的情况下，企业的建设和运营能力成为了拿单能力之外的又一竞争高地。

**新标准大幅提升排放限值，更加接近欧盟2000标准。**经第二次修订后，除颗粒物、二氧化硫、氮氧化物等常规烟气污染物排放限值进一步降低，垃圾焚烧主要的污染物二噁英类更是直接从原先的1.0ng TEQ/m<sup>3</sup>下降到0.1ng TEQ/m<sup>3</sup>，降低了10倍，达到与欧盟2000标准同等要求。汞、镉、铅等重金属污染物的排放也做了进一步的细化和降低，此外，对测量数值的含义也作了更精确的定义。

**新标准实施后，存量垃圾焚烧厂将普遍面临淘汰和改造压力。**根据E20网站统计的全国76座企业自行监测信息平台自动监测数据显示，2016年1月1~3日，76座焚烧厂有17座存在超标排放行为，3天内累计超新标735次；2016年5月1~3日数据显示，76座焚烧厂有19座存在超标排放行为，3天内累计超新标468次。2016年一季度浙江、福建31座焚烧厂，累计超新标次数达到4682次。



表 9、《生活垃圾焚烧污染控制标准》第二次修订前后污染物排放限值比较

序号	污染物项目	单位	GB18485-2001		GB18485-2014	
			限值	数值含义	限值	数值含义
1	颗粒物	mg/m <sup>3</sup>	烟尘≤80 黑度≤林格 曼黑度 1 级	测定均值/测 定值	30 20	1 小时均值 24 小时均值
2	氮氧化物	mg/m <sup>3</sup>	400	小时均值	300 250	1 小时均值 24 小时均值
3	二氧化硫	mg/m <sup>3</sup>	260	小时均值	100 80	1 小时均值 24 小时均值
4	氯化氢	mg/m <sup>3</sup>	75	小时均值	60 50	1 小时均值 24 小时均值
5	汞及其化合物	mg/m <sup>3</sup>	0.2	测定均值	0.05	测定均值
6	镉、铊及其化合物	mg/m <sup>3</sup>	镉≤0.1	测定均值	0.1	测定均值
7	锑、砷、铅、铬、钴、铜、锰 镍及其化合物	mg/m <sup>3</sup>	铅≤1.6	测定均值	1.0	测定均值
8	二噁英类	ng TEQ/m <sup>3</sup>	1.0	测定均值	0.1	测定均值
9	一氧化碳	mg/m <sup>3</sup>	150	小时均值	100 80	1 小时均值 24 小时均值

资料来源：环保部，兴业证券经济与金融研究院整理

**环保执法“刚性兑付”，2017 年执法力度进一步加强。1) 2017 年环保执法进入攻坚阶段。**2016 年 12 月，环保部发布《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》，要求到 2017 年底，垃圾焚烧厂等 8 个行业达标计划实施取得明显成效，污染物排放标准体系和环境监管机制进一步完善。2) **信息透明度不断提升，倒逼企业提升排放标准。**2017 年 6 月，环保部副部长翟青在实地调研后要求各级环保部门和相关垃圾焚烧发电企业加强协调配合，确保 2017 年 9 月底前完成“装、树、联”三大任务，即安装污染源自动监控设备、在便于群众查看的显著位置树立显示屏公开排放数据、自动监控系统与环保部门联网，从而进一步强化环境执法监管。随着大量的不达标小处理厂逐步淘汰，市场集中度将进一步向优质的龙头公司集中。

#### 4、盈利预测与投资建议

##### 核心假设：

- 1、公司已投运垃圾焚烧项目稳定运营，产能利用率稳步增长；
- 2、武义项目、界首项目、万年项目和瑞安项目二期建设进展顺利，于 2018 年投产，项目产能利用率充足，稳步爬坡；
- 3、樟树项目于 2019 年年初投产，玉环项目二期、临海项目二期等顺利开工建设并于 2019 年投产，黑龙江双鸭山项目、紫金项目进展顺利于 2020 年投产。项目投产后，垃圾供应充足，差能利用率稳步提升；
- 4、公司可转债于 2019 年完成发行，可转债利率假定为 2%，且暂不考虑可转债转股。

表 10、伟明环保盈利预测假设

年份		2017	2018E	2019E	2020E
垃圾焚烧发电	主营业务收入(百万元)	858.37	1,142.42	1,502.28	1,813.46
	同比增长率(%)	28.36%	33.09%	31.50%	20.71%
	毛利率(%)	64.27%	65.00%	65.00%	65.00%
设备销售及技术服务	主营业务收入(百万元)	138.44	179.97	233.96	304.15
	同比增长率(%)		30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	46.20%	46.50%	46.50%	46.50%
餐厨垃圾处理	主营业务收入(百万元)	19.82	23.20	32.96	44.30
	同比增长率(%)	65.32%	17.06%	42.05%	34.41%
	毛利率(%)	30.96%	31.00%	31.00%	31.00%
渗滤液处理	主营业务收入(百万元)	4.92	4.59	4.80	5.01
	同比增长率(%)	3.09%	-6.63%	4.55%	4.35%
	毛利率(%)	33.69%	47.50%	47.50%	47.50%
污泥处理	主营业务收入(百万元)			3.74	8.42
	同比增长率(%)				125.00%
	毛利率(%)			35.00%	35.00%
其他业务	主营业务收入(百万元)	7.91	8.00	8.00	8.00
	同比增长率(%)	2.87%	1.13%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)	95.06%	90.00%	90.00%	90.00%
	营业费用/主营业务收入%	0.91%	0.85%	0.85%	0.85%
	管理费用/主营业务收入%	8.15%	7.50%	7.00%	7.00%
	财务费用/主营业务收入%	4.56%	3.75%	2.72%	1.68%
	实际税率%	11.95%	11.00%	11.00%	11.00%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

表 11、伟明环保盈利预测假设

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1029	1358	1786	2183
增长率%	48.5%	31.9%	31.5%	22.3%
营业利润(百万元)	575	795	1067	1306
增长率%	100.2%	38.3%	34.3%	22.3%
净利润(百万元)	507	711	954	1168
增长率%	54.3%	40.3%	34.2%	22.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.74	1.03	1.39	1.70
每股净资产(元)	3.35	4.51	5.78	6.93
市盈率(倍)	29.6	21.1	15.7	12.8
市净率(倍)	6.5	4.8	3.8	3.1

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

**投资建议：维持审慎增持评级。**我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 7.11 亿、9.54 亿、11.68 亿元，对应 4 月 13 日收盘价估值分别为 21.1、15.7、12.8 倍。公司作为典型的垃圾焚烧投资运营企业，运营收入占比高，现金流量好，盈利质量高。较好的成本控制能力及精细化管理水平使公司毛利率水平行业领先。当前公司在手产能充足，异地扩张步伐加速有望获取更多优质项目，发行可转债解决资金瓶颈，加速项目进程。综上，维持审慎增持评级。

## 5、风险提示

**风险提示：**项目建设进度滞后导致设备销售收入、运营收入不及预期；融资成本上升致使财务费用增加；环保合规成本增加；新业务拓展市场风险。

附三张报表

## 附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1154	1332	2447	2847
货币资金	542	669	1554	1770
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	243	350	481	591
其他应收款	6	19	33	41
存货	81	105	139	171
<b>非流动资产</b>	2777	3464	4005	4502
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	2
固定资产	89	298	577	825
在建工程	451	651	671	691
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2107	2377	2628	2856
<b>资产总计</b>	3932	4796	6452	7350
<b>流动负债</b>	462	487	557	594
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	208	257	326	376
其他	253	230	231	218
<b>非流动负债</b>	1158	1197	1911	1985
长期借款	301	301	301	301
应付债券	0	0	642	642
其他	856	895	967	1041
<b>负债合计</b>	1619	1684	2468	2579
股本	688	688	688	688
资本公积	280	280	483	483
未分配利润	1294	1956	2561	3262
少数股东权益	7	7	7	7
<b>股东权益合计</b>	2313	3111	3984	4770
<b>负债及权益合计</b>	3932	4796	6452	7350

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	507	711	954	1168
折旧和摊销	124	142	171	204
资产减值准备	1	17	5	1
无形资产摊销	116	130	149	172
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	50	53	55	57
投资损失	-6	-10	-14	-16
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-21	-24	-94	-59
<b>经营活动产生现金流量</b>	664	860	1090	1355
<b>投资活动产生现金流量</b>	-390	-811	-706	-684
<b>融资活动产生现金流量</b>	-81	78	501	-455
现金净变动	194	127	885	216
现金的期初余额	322	542	669	1554
现金的期末余额	515	669	1554	1770

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1029	1358	1786	2183
营业成本	398	515	679	837
营业税金及附加	21	24	32	39
销售费用	9	12	15	19
管理费用	84	102	125	153
财务费用	47	53	55	57
资产减值损失	1	1	2	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	10	14	16
<b>营业利润</b>	575	795	1067	1306
营业外收入	3	5	6	8
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	576	799	1072	1312
所得税	69	88	118	144
净利润	507	711	954	1168
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	507	711	954	1168
<b>EPS(元)</b>	0.74	1.03	1.39	1.70

## 主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	48.5%	31.9%	31.5%	22.3%
营业利润增长率	100.2%	38.3%	34.3%	22.3%
净利润增长率	54.3%	40.3%	34.2%	22.4%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	61.3%	62.1%	62.0%	61.7%
净利率	49.2%	52.4%	53.4%	53.5%
ROE	22.0%	22.9%	24.0%	24.5%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	41.2%	35.1%	38.3%	35.1%
流动比率	2.50	2.73	4.39	4.79
速动比率	2.33	2.52	4.14	4.50
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	28.2%	31.1%	31.8%	31.6%
应收帐款周转率	436.7%	447.4%	413.2%	392.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.74	1.03	1.39	1.70
每股经营现金	0.97	1.25	1.58	1.97
每股净资产	3.35	4.51	5.78	6.93
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	29.6	21.1	15.7	12.8
PB	6.5	4.8	3.8	3.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqzq.com.cn](http://www.xyqzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn