

# 筑生态屏障践行环境修复 订单充裕模式新高增可期

2015年1月15日

## 投资要点

- 生态屏障与环境修复解决方案提供商。**公司通过构建实施生态屏障体系和污染治理系统，致力于在垃圾处理、环境修复、矿山能源等领域提供固体废物污染防治系统解决方案和工程承包服务，已形成填埋、封场等多种屏障及土壤/地下水修复技术体系。2013年，来自三类业务收入占比分别为58.4%、25.7%、11.5%。公司实际控制人为董事长李卫国，持有公司22.3%权益。
- 固废&修复需求释放，第三方治理前景广阔。**近年来，我国城镇生活垃圾填埋处理能力稳步增加，估算2014~2015年在该领域年均投资或超过120亿元，市场需求较为稳定。工业固废方面，历史原因造成化工、矿山采矿与冶炼等行业仍存在大量废弃物未进行安全处理和处置，其治理需求有望随着监管执法力度加大而显著释放，而工业园区引入环境服务公司实施集中专业第三方治理趋势明确。我国环境修复潜在市场容量巨大，其中土壤修复市场有望渐入活跃期，若按投入资金占GDP比重0.2%~0.3%估算，2016~2020年潜在市场容量或达万亿元级别。在此基础上，地下水污染治理亦将逐步启动，相关规划显示优选及重点项目投资需求达346.6亿元。
- 固废技术与业绩品牌优势明显。**作为行业技术开拓者与推动者，公司在垫衬技术、封场技术、浮动盖技术、水体生态技术、环境修复技术等领域处领先地位。自成立以来，已成功实施近百项重点项目（例如苏州七子山生活垃圾填埋场扩建、北京奥林匹克森林公园人造水体工程、济南裕兴化工厂铬污染土壤修复工程、株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程等），技术含量高、实施难度大，使得公司不仅积累丰富实施经验，更赢得良好市场声誉与用户口碑，这也为未来持续项目获取奠定坚实基础。
- 充裕订单助推高增，园区治理模式值得期待。**2011~2013年营业收入、净利润复合增速分别为16.4%、5.9%；毛利率维持稳定，布局新业务、人员扩充等因素致费用率上升较快情况或逐步改善。近年来公司新增订单快速增长，截至2014年底在手合同金额或超过30亿元，根据项目进度估算仅工程承包及BT类项目在2015年可确认收入或超过10亿元，而未来潜在新订单获取依然乐观，IPO后资金实力显著增强也有利于项目加快推进从而支撑业绩高增。此外，公司投资建设运营工业园区废渣/废水集中集中处理设施（2个项目推进中）符合第三方治理产业趋势，后续市场开拓值得期待。公司BT项目较多致长期应收款增加显著，考虑到客户系市政管理部门及下属，后续回款风险较小，现金流或随项目陆续进入回购期而逐步好转。
- 风险因素。**宏观经济波动导致国家对环境治理和基础设施投入减少；项目进度低于预期；应收账款回收；业绩季节性波动等。
- 首次给予“买入”评级。**预计公司2014~2016年EPS为0.77/1.13/1.64元（CAGR=45.7%），目前股价对应P/E为50/34/23倍。综合考虑公司良好业绩成长性、未来订单持续获取、外延并购预期以及在环境修复领域的稀缺性等因素，结合可比公司及其他环保次新股估值水平，我们给予公司2015年41倍P/E，对应目标价为46.14元，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	654	782	799	1,127	1,613
增长率 YoY%	13.3	19.6	2.2	41.0	43.1
净利润（百万元）	143	140	124	182	264
增长率 YoY%	14.7	-2.4	-10.9	46.2	45.3
每股收益（全面摊薄）（元）	0.89	0.86	0.77	1.13	1.64
净资产收益率（%）	18.6	15.3	7.2	9.6	12.4
PE（倍）	43	44	50	34	23
PB（倍）	6.0	5.1	3.6	3.3	2.9

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2015年1月14日收盘价


**买入（首次）**

当前价：38.23元

目标价：46.14元

**中信证券研究部**
**王海旭**

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

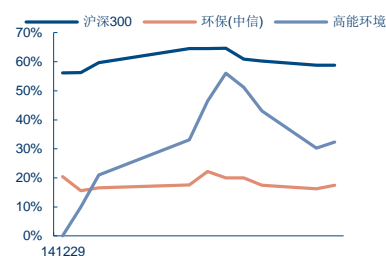
**崔霖**

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深300指数	3514.04点
总股本/流通股本	161.6/40.4百万股
近12月最高/最低价	40.95元/26.25元
近1月绝对涨幅	%
近6月绝对涨幅	%
今年以来绝对涨幅	9.38%
12个月日均成交额	250.9百万元

## 目录

首次给予“买入”评级 .....	1
生态屏障与环境修复解决方案提供商 .....	1
固废&修复需求释放，第三方治理前景广阔 .....	2
固废填埋及防渗需求持续释放 .....	2
环境修复潜在市场容量巨大 .....	4
固废技术与业绩品牌优势明显 .....	5
行业技术开拓者与推动者 .....	5
品牌与业绩突出 .....	6
专业施工能力确保质量 .....	6
充裕订单助推高增，园区治理模式值得期待 .....	6
充足在手订单奠定业绩高增基础 .....	6
毛利率基本稳定，费用率有望改善 .....	9
BT 项目致长期应收款增加，现金流或逐渐改善 .....	10
风险因素 .....	11
盈利预测及假设 .....	12

## 插图目录

图 1: 典型生态屏障系统结构示意图 .....	1
图 2: 公司股权结构 .....	1
图 3: 2013 年营业收入按领域构成 .....	2
图 4: 2013 年营业收入按模式构成 .....	2
图 5: 2013 年城镇生活垃圾处理方式构成 .....	3
图 6: 城市生活垃圾填埋处理能力 .....	3
图 7: 我国工业固废产生量 .....	3
图 8: 2013 年工业固废产生量行业构成 .....	3
图 9: 美国土壤修复资金及占 GDP 比重 .....	4
图 10: 欧盟 25 国土壤修复投入占 GDP 比重 .....	4
图 11: 2011~2013 年公司收入构成 .....	7
图 12: 2011~2013 年公司净利润 .....	7
图 13: 2011~2013 年公司毛利率与净利率 .....	10
图 14: 2011~2013 年公司期间费用率 .....	10
图 15: 公司应收账款与长期应收款 .....	10
图 16: 公司净利润与经营性现金流净额 .....	10
图 17: BT 模式收入确认及现金流入示意图 .....	11

## 表格目录

表 1: 可比公司估值 .....	1
表 2: 公司污染防治系统适用领域及应用方式 .....	2
表 3: 典型地块及周边土壤污染状况 .....	4
表 4: 地下水治理项目投资汇总 .....	5
表 5: 公司承做典型项目 .....	6
表 6: 2011~2013 年公司主要项目收入贡献 .....	7
表 7: 截至 2014 年 10 月 30 日公司在手工程承包类合同 .....	8
表 8: 截至 2014 年 10 月 30 日公司在手 BT 类合同 .....	8
表 9: IPO 募集资金拟投资项目 .....	9
表 10: 截至 2014 年 10 月 30 日公司在手 BOT/TOT 类合同 .....	9
表 11: 长期应收款构成 .....	10
表 12: 公司 BT 项目长期应收款回款情况 .....	11

## 首次给予“买入”评级

公司通过对各类生态屏障体系和污染治理系统的构建和实施，致力于在垃圾处理、矿山能源、煤化工、石油化工、水利生态和环境修复等领域提供固体废物污染防治系统解决方案和工程承包服务，业务领域涉及固废及水污染治理，目前 A 股中相对可比工程设备类环保公司包括桑德环境、维尔利、永清环保、万邦达等，计算得出可比公司 2015 年 P/E 均值约 37 倍。预计公司 2014~2016 年完全摊薄后 EPS 为 0.77/1.13/1.64 元，业绩复合增速为 45.7%。综合考虑公司良好业绩成长性、未来订单持续获取、外延并购预期以及在环境修复领域的标的稀缺性等因素，结合可比公司及其他环保次新股估值水平，我们给予公司 2015 年 41 倍 P/E，对应目标价为 46.1 元，首次给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值（元）

上市公司	股价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2014P/E	2015P/E	2016P/E	P/B
桑德环境	27.91	0.94	1.27	1.68	30	22	17	4.8
维尔利	24.26	0.58	0.83	1.11	42	29	22	3.0
永清环保	29.32	0.33	0.52	0.81	89	56	36	6.5
万邦达	45.38	0.79	1.09	1.38	57	42	33	4.4
平均					54	37	27	4.7

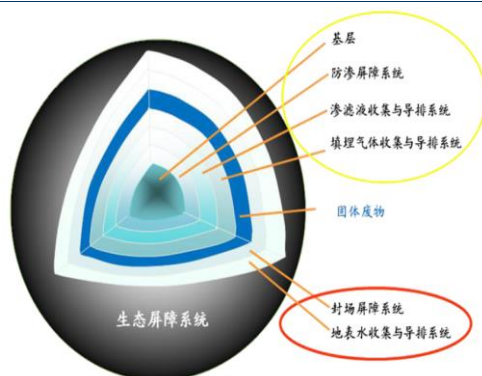
资料来源：Wind，市场一致预期

注：股价为 2015 年 1 月 14 日收盘价

## 生态屏障与环境修复解决方案提供商

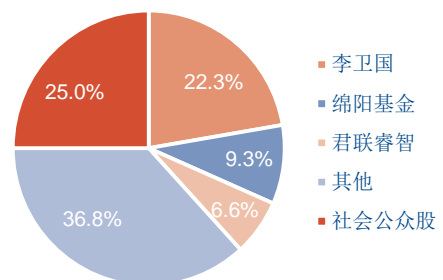
公司通过对各类生态屏障体系和污染治理系统的构建和实施，致力于在垃圾处理、矿山能源、煤化工、石油化工、水利生态和环境修复等领域提供固体废物污染防治系统解决方案和工程承包服务，具体技术体系包括固体废物填埋屏障技术、封场生态屏障系统、废液厌氧屏障系统、水体生态屏障系统、垂直生态屏障系统及土壤与地下水修复系统等。公司的实际控制人为董事长李卫国，持有公司 22.3% 权益。

图 1：典型生态屏障系统结构示意图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 2：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

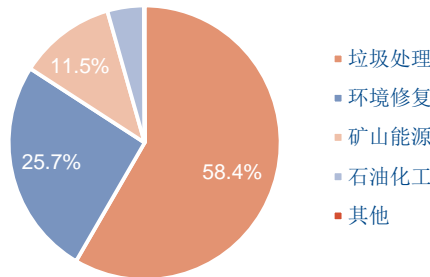
表 2：公司污染防治系统适用领域及应用方式

序号	污染防治系统	适用领域	应用方式
1	固体废物填埋屏障系统	(1) 固体废物填埋工程；(2) 污染环境修复工程	(1) 生活垃圾卫生填埋工程：选择单层、复合或双层防渗屏障系统；(2) 工业固体废物填埋工程：选择复合或双层防渗屏障系统；(3) 危险废物安全填埋工程：选择双层防渗屏障系统
2	封场生态屏障系统	(1) 固体废物填埋封场工程；(2) 污染场地生态修复工程	(1) 生活垃圾填埋封场工程：选择单层或复合生态屏障系统；(2) 工业固体废物及危险废物安全填埋封场工程：选择单层或复合生态屏障系统
3	废液厌氧屏障系统	废液、污水等厌氧池（罐）、蒸发塘工程	(1) 一体化厌氧生态屏障系统；(2) 模块化厌氧屏障系统；(3) 寒冷地区保温型厌氧生态屏障系统；(4) 浮动盖型生态水库；(5) 工业高浓度废水、高盐水蒸发塘屏障系统
4	水体生态屏障系统	水体生态及水土保持工程	(1) 代谢屏障系统；(2) 生态支撑系统；(3) 生态滤床系统
5	垂直生态屏障系统	(1) 固体废物填埋场、化工及矿山能源等废渣场、溶液池；(2) 污染场地的环境修复工程；(3) 地下水源及生态保护	(1) “震入式”垂直柔性连续墙系统；(2) “开槽互锁式”垂直柔性连续墙系统；(3) “水平与垂直组合式”生态屏障系统
6	土壤和地下水修复系统	(1) 重金属污染场地修复；(2) 有机物污染场地修复	(1) 固化/稳定化技术；(2) 土壤淋洗技术；(3) 气相抽提技术；(4) 热脱附技术；(5) 原位化学氧化技术

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

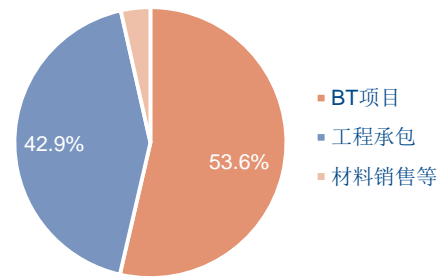
从具体服务领域来看，垃圾处理领域是公司近年来最为主要的收入来源，占比超过 50%；在此基础上，环境修复（土壤等）领域订单快速增长并成为目前收入重要组成部分；此外，公司来自矿山能源、石油化工等领域收入规模保持稳定。而从具体业务模式来看，目前以工程承包和 BT 为主。

图 3：2013 年营业收入按领域构成



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 4：2013 年营业收入按模式构成



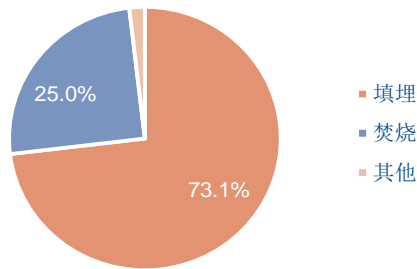
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 固废&修复需求释放，第三方治理前景广阔

### 固废填埋及防渗需求持续释放

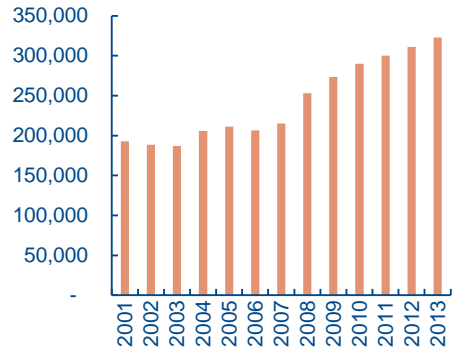
在生活垃圾处理领域，填埋目前还是我国主要的处置方式，2013 年在城镇无害化处理量中占比为 73.1%。近年来，我国城镇填埋处理能力稳步增加，2013 年合计达到 460,180 吨/日。而根据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，2015 年设定的填埋处理能力目标为 513,748 吨/日。综合考虑“十二五”新建及续建生活垃圾处理设施投资规模及目前建设进度，估算 2014~2015 年我国年均在生活垃圾填埋领域投资或超过 120 亿元，从而形成较为稳定的市场需求。

图 5：2013 年城镇生活垃圾处理方式构成



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

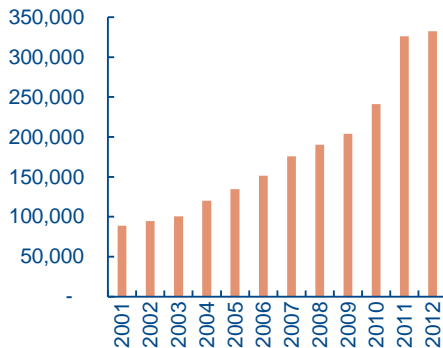
图 6：城市生活垃圾填埋处理能力（吨/日）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

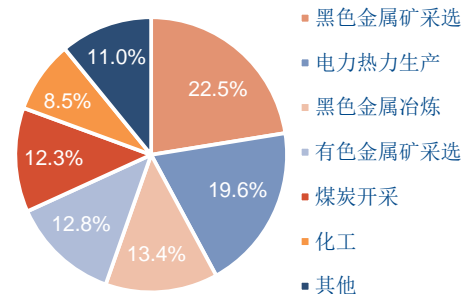
工业固废方面，2012 年全国产生量已达 33.2 亿吨，其规模要远远超过城镇生活垃圾；其中，超过 13 亿吨要进行贮存或处置。由于历史原因，化工、矿山采矿与冶炼等诸多行业仍存在大量的工业固废未进行安全处理和处置，例如**石油化工**（生产储运过程中有毒有害物料的跑冒滴漏对地下水的污染、生产过程中废水及废物对环境的污染及事故对水体、土壤的污染）、**煤化工**（大量气化炉灰、锅炉灰、脱硫石膏等需结合综合利用进行污染防治、安全贮存与堆放和安全填埋处置）、**矿山能源**（贵金属金矿、铜矿场等湿法采矿法的堆浸场、贵液池、贫液池、防洪池等设施的底衬、收集与防渗措施）等。随着 2015 年 1 月 1 日起新版《环保法》正式实施，我国环境领域监管及执法力度有望显著加强，企业对过往存在风险隐患的重视程度也将大幅提高从而逐步改善，这将催生工业固废治理市场需求有望显著释放。

图 7：我国工业固废产生量（万吨）



资料来源：环境统计年鉴，中信证券研究部

图 8：2013 年工业固废产生量行业构成



资料来源：环境统计年鉴，中信证券研究部

此外，2015 年 1 月《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》正式公布，明确“排污企业承担污染治理的主体责任，第三方治理企业按照有关法律法规和标准以及排污企业的委托要求，承担约定的污染治理责任”。而在治污新模式上，《意见》强调“在工业园区等工业集聚区，引入环境服务公司，对园区企业污染进行集中式、专业化治理”。从过往经验看，长期粗放式经济发展方式使得我国各地的已有工业园区存在大量环境风险隐患，从名义上的“集中治污”变成了“集中纳污排污”（前期曝光的腾格里沙漠事件便是典型），并将成为未来监管重点，因此存在大量整改需求，而未来政策明确鼓励引入专业环保公司实施综合环境服务，因此具备技术、资金、运营管理优势的环保上市公司无疑将面临广阔市场机遇。

## 环境修复潜在市场容量巨大

### 土壤修复前景广阔

2014年4月，环保部和国土资源部正式发布《全国土壤污染状况调查公报》，覆盖630万平方公里的调查显示，全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。全国土壤总的超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。通过对八类典型地块污染状况进行分析，其中超标点位占比最高的前四项均与工业企业生产密切相关。

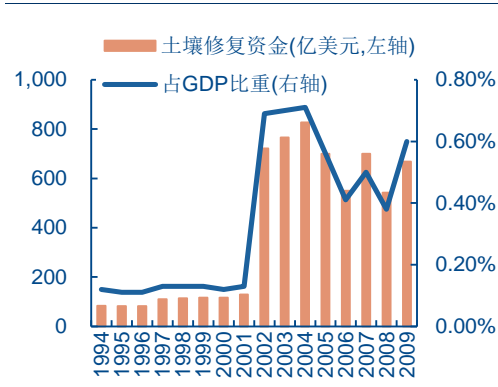
表 3：典型地块及周边土壤污染状况

典型地块	土壤点位数量	超标点位占比	主要污染物
重污染企业用地	5,846	36.3%	
工业废弃地	775	34.9%	锌、汞、铅、铬、砷和多环芳烃
采矿业	1,672	33.4%	镉、铅、砷和多环芳烃
工业园区	2,523	29.4%	金属冶炼类周边为镉、铅、铜、砷和锌，化工类周边为多环芳烃
污水灌溉区	1,378	26.4%	镉、砷和多环芳烃
采油区	494	23.6%	石油烃和多环芳烃
固体废物集中处理处置场地	1,351	21.3%	以有机污染为主，垃圾焚烧和填埋场有机污染严重
干线公路两侧	1,578	20.3%	铅、锌、砷和多环芳烃

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

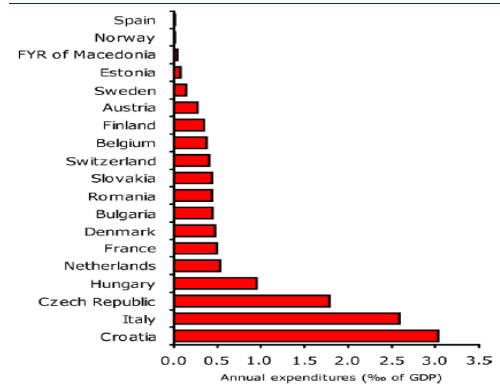
由于详细的统计数据较为有限，因此对我国土壤修复市场容量做出准确估算是较为困难的，在此我们借鉴江苏省（宜兴）环保产业技术研究院预测方法。从国际经验来看，美国土壤修复在起步和发展阶段其资金投入占GDP比重约为0.12%，而在治理高峰阶段可达0.40%~0.70%。再看欧洲，不同国家差异较大，大多处于0.05%~0.30%范围。随着立法、标准、管理办法等配套措施不断完善以及未来“土十条”出台，预计“十三五”期间我国土壤修复市场有望真正步入活跃阶段。若按7%的GDP增速以及0.2%~0.3%占比估算，则2016~2020年我国土壤修复潜在市场容量或达万亿元级别。

图 9：美国土壤修复资金及占 GDP 比重



资料来源：中宜环科，中信证券研究部

图 10：欧盟 25 国土壤修复投入占 GDP 比重



资料来源：中宜环科，中信证券研究部

同样根据《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》，亦将“对以政府为责任主体的城镇污染场地治理和区域性环境整治等”纳入范围，未来将更多采用环境绩效合同服务等方式引入第三方治理，从而不断引入专业化治理技术以及社会多元资金支持。

### 地下水治理亦将逐步启动

随着土壤修复市场逐步启动，我国地下水污染治理亦将提上日程。土壤污染是浅层地下水污染的一个重要来源，土壤中的一些污染物容易淋溶或随渗水进入地下水，日积月累造成浅层地下水水质变差，最终导致污染，并且极难修复。根据我国118个城市连续监测数据，

约 64%的城市地下水遭受严重污染，而全国 400 多个城市将地下水作为主要水源，特别是北方地区。

根据《全国地下水污染防治规划（2011~2020 年）》，未来我国将借鉴国外地下水污染修复技术经验，在地下水污染问题突出的工业危险废物堆存、垃圾填埋、矿山开采、石油化工行业生产（包括勘探开发、加工、储运和销售）等区域，筛选典型污染场地，积极开展地下水污染修复试点工作。目前迫切需要开展的优选项目需投资 88.8 亿元，而重点项目需投资 257.8 亿元（包括地下水饮用水水源污染防治示范项目 196.3 亿元、典型场地地下水污染预防示范项目 49.7 亿元、地下水污染修复示范项目 10.5 亿元等），从而进一步助推我国环境修复市场不断形成。

表 4：地下水治理项目投资汇总（亿元）

序号	项目类型	优选	重点	合计
1	地下水污染调查项目	27.0	0.0	27.0
2	地下水环境监管能力建设项目	43.0	0.0	43.0
3	地下水饮用水水源污染防治示范项目	3.4	196.3	199.7
4	典型场地地下水污染预防示范项目	10.2	49.7	59.9
5	地下水污染修复示范项目	3.8	10.5	14.3
6	农业面源污染防治示范项目	1.4	1.3	2.7
合计		88.8	257.8	346.6

资料来源：环保部，中信证券研究部

## 固废技术与业绩品牌优势明显

### 行业技术开拓者与推动者

作为国家级高新技术企业，公司自设立以来一直将技术研发作为提升核心竞争力的关键，经过多年研发、储备及实践，其技术水平始终处于行业领先地位，主要表现在：

- **垫衬技术：**国内最早引进，已成功将其应用于数百个固废污染防治项目，并相继开发出“城市生活垃圾卫生填埋场垫衬技术”、“一般工业固体废物储存、处置场污染防治垫衬技术”、“危险废弃物贮存场与安全填埋库污染防治技术”等。
- **封场技术：**基于美国环保署等国际标准研发的国际先进、国内领先的满足环保和生态要求的专业化技术，其中“已封场填埋场纵横向扩建垫衬与封场耦合技术”已在苏州七子山生活垃圾填埋场扩建工程中得到成功应用。
- **浮动盖技术：**2004 年从美国引进并结合我国实际情况研发而成，成功应用于我国重庆长生桥垃圾渗滤液调节池浮盖工程；之后相继开发出“一体化浮动盖厌氧生态屏障技术”、“模块化浮动盖厌氧屏障技术”、“寒冷地区保温型浮动盖厌氧生态屏障技术”和“浮动盖型生态水库技术”，形成了公司独有的，以设计、安装、试运行“一揽子”方式提供服务“浮动盖厌氧技术体系”。
- **水体生态技术：**采用先进的 GCL 屏障技术以及人工湿地、生态滤床、生态浮岛、水循环等生态支撑、污染治理技术研发而成，已在北京奥林匹克森林公园人造水体工程中得到成功应用。
- **环境修复技术：**近几年开发的针对固体废物封场、污染土壤与场地污染修复、重金属污染综合治理与修复的生态工程技术，已率先在我国污染场地与土壤污染环境修复工程中得到成功应用，如松花江支流哈尔滨四方台引水水源地污染治理工程、济南裕兴化工厂铬污染土壤修复工程、湘江流域株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程等。



## 品牌与业绩突出

凭借品牌优势及专业化服务体系，自成立以来公司已成功实施近百项重点项目。这些项目技术含量高、实施难度大，使得公司不仅积累了丰富实施经验，更赢得良好市场声誉与用户口碑，这也为未来持续项目获取奠定坚实基础。

表 5：公司承做典型项目

细分领域	典型项目
垃圾处理领域	桂林市山口生活垃圾卫生填埋场，上海老港生活垃圾场填埋场，苏州七子山垃圾填埋场，克拉玛依生活垃圾填埋场二期工程，厦门东部固废处理中心卫生填埋场，长春垃圾填埋场，无锡市桃花山生活垃圾卫生填埋场，武汉市阳逻陈家冲垃圾卫生填埋场，北京六里屯垃圾处理场一期工程，广西玉林生活垃圾处理场，杭州天子岭“863”示范项目，宁波大榭垃圾场处理中心，湖南省怀化市生活垃圾填埋场，三亚市生活垃圾卫生填埋场，上海嘉定固体废物处置中心，南京市危险废弃物处置中心，淮安市生活垃圾焚烧飞灰填埋库区一期工程
矿山能源领域	紫金矿业紫金山金铜矿湿法系统改造工程，青海盐湖蓝科锂业 1 万吨碳酸锂项目，西藏玉龙铜矿永久性溶液池改造工程，云南文山氧化铝厂赤泥库，内蒙古长山壕金矿，白银西北铅锌冶炼厂新建渣库，蒙古 OT 铜金矿项目，加拿大 BGC 公司 Boroo Gold 金矿堆浸场及贵液池项目，中农钾肥有限公司十万吨配套工程贮液池防渗工程
石油化工领域	中国石油四川石化原油储备库，中国石油广东揭阳炼油工程，内蒙古多伦煤基烯烃工程，宁夏神华宁煤集团东煤化工基地，兰州石化阴洼沟工业固废填埋场工程，甘肃庆阳石化缓冲池工程，山东齐鲁石化炼油厂工程，广西北海原油商业储备基地工程，呼和浩特石化 500 万吨项目防渗工程，岳阳巴陵石化防渗工程，扬子石化防渗工程，中国石油云南 1,000 万吨/年炼油项目原油罐区防渗工程
环境修复领域	株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程，哈尔滨四方台饮用水水源地污染治理工程，哈萨克斯坦努拉河汞污染治理工程，济南裕兴化工厂铬污染土壤修复工程，湖北郧县含铬污染土壤修复示范工程
水利生态领域	北京奥林匹克森林公园水系工程，山西万家寨引黄入晋工程，保定市防洪堤综合整治河道与防渗工程，山西引黄耿庄水库
其他领域	天津金耀生物制药废水厌氧池，哈尔滨麦肯食品废液厌氧池，广西百欧奇制糖废液厌氧池，伊拉克哈法亚油田防蒸发技术研究项目

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 专业施工能力确保质量

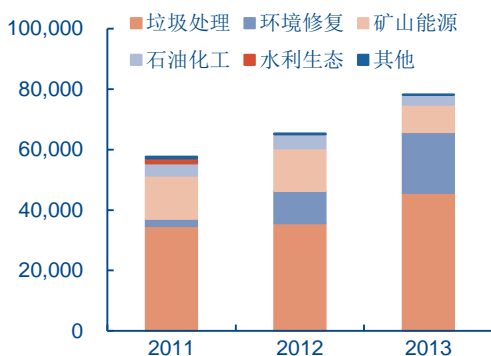
固废污染防治工程特别是施工条件恶劣地区的工程项目对专业施工要求较高，以保证项目质量稳定、施工安装的高效流畅，因此系统技术服务与专业化施工是项目成功实施的关键环节。公司拥有近 300 人的高素质、高技能、经验丰富的施工管理和技术工人队伍，包括 20 多位国际焊接技师、40 多位高级焊接技师、60 多位中级焊接技师、30 多位经验丰富的项目经理。在应对不同技术难题、不同工程环境、复杂施工节点及关键施工工艺方面具备专长、工法和经验，是公司在保证工程质量及开拓新领域、新技术、新工艺上的强大支持。

## 充裕订单助推高增，园区治理模式值得期待

### 充足在手订单奠定业绩高增基础

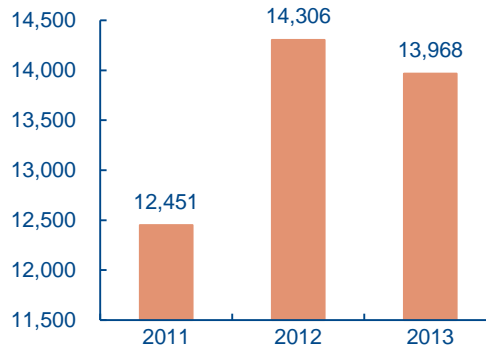
2011~2013 年，公司营业收入由 5.77 亿元增加至 7.82 亿元（CAGR=16.4%），其中来自垃圾处理领域的收入保持平稳增长，而土壤、重金属等环境修复业务快速兴起；同期净利润由 1.25 亿元增加至 1.40 亿元（CAGR=5.9%），2014 年净利润预计同比下降 10%~15%，近两年来业绩出现一定回落主要原因是公司员工工资及福利增长、新业务（土壤修复、工业废水等）市场开拓与战略布局带来费用增加等。

图 11：2011~2013 年公司收入构成（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 12：2011~2013 年公司净利润（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

近年来，垃圾处理领域（市政/工业）是公司最主要业务来源（占比>50%），且保持稳定增长态势，2011~2013 年分别实现营业收入 34,690、35,629、45,683 万元。在此基础上，环境修复是公司不断拓展的新兴业务领域。通过研发积累并充分发挥技术优势，公司先后承接哈萨克斯坦努拉河汞污染治理工程、济南裕兴化工厂铬污染土壤修复工程、哈尔滨四方台饮用水水源地污染治理工程、株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程以及湖北郧县含铬污染土壤修复示范工程等多个环境修复项目，2011~2013 年来自该领域的收入分别达到 2,325、10,597、20,074 万元，呈现快速增长局面，未来也将是驱动业绩的重点领域之一。

表 6：2011~2013 年公司主要项目收入贡献（万元）

序号	项目名称	2011	2012	2013
1	吉林市生活垃圾处理场工程项目	-	6,114.07	5,627.69
2	长春市餐厨垃圾处理场	-	396.49	10,399.54
3	克拉玛依生活垃圾填埋场二期工程	-	-	15,434.82
4	长春市三道垃圾场环保生态公园项目	-	3,966.12	6,116.57
5	浙江浦江县小黄坛卫生填埋场工程	-	-	1,510.31
6	湖北郧县含铬污染土壤修复示范工程	-	-	7,048.02
7	中国石油云南 1,000 万吨/年炼油项目	-	-	1,842.85
8	桂林市山口生活垃圾卫生填埋场	18,119.06	5,119.04	3,744.88
9	宁波大岙垃圾卫生填埋场标高 40m 以上防渗工程项目	-	187.3	946.44
10	株洲清水塘重金属废渣综合治理一、二期工程项目	-	-	1,221.85
11	湖南桃林铅锌矿重金属污染地区安全饮水工程	-	-	3,913.62
12	湖南省沅陵县城区垃圾无害化处理场	3,024.54	-	6.09
13	紫金山金铜矿湿法系统防渗项目	5,840.36	6,859.80	-
14	株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程项目	1,315.47	6,189.02	1,698.69
15	中国石油四川石化原油储备库系列项目	2,354.42	2,074.29	883.69
16	云南文山 800kt/a 氧化铝厂赤泥库防渗	3,292.25	518.8	1,280.68
17	淮安市生活垃圾焚烧飞灰填埋库区一期工程项目	-	2,522.62	361.34
18	湖北宜昌猗亭及点军垃圾场项目	-	770.72	2,977.45
19	内蒙呼和浩特石化 500 万吨项目防渗工程	1,035.90	955.93	277.07
20	云南永昌铅锌股份公司茄子山渣库项目	-	1,846.51	260.33
21	湖南省会同县城区垃圾综合处理场	1,676.09	-	152.35
22	新疆金川矿业项目	-	1,050.17	637.32
23	湖南省怀化市洪江区城镇生活垃圾卫生填埋场	940.64	277.99	441.67
24	湖南省怀化通道县城区生活垃圾卫生填埋场	1,393.29	-	256.21
25	保定市防洪堤综合整治河道与防渗工程	1,432.28	54.55	-
26	江阴市花山垃圾填埋场封场和应急填埋场工程	-	1,139.97	258.58
27	呼伦贝尔驰宏矿业有限公司铅锌冶炼项目渣场和厂区雨水	-	1,226.91	59.58
28	云南驰宏会泽铅锌矿技改项目	-	1,434.60	460.04
29	湖南怀化工业园区垃圾无害化处理场	2,312.38	1,858.45	1,430.63
30	苏州市七子山垃圾填埋场扩建工程	-	7,720.75	-

序号	项目名称	2011	2012	2013
	合计	42,736.68	52,284.10	69,248.31
	占当期收入比重	74.06%	79.97%	88.55%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

2011年以来，公司新签项目订单保持快速增长态势，2011~2014年合同金额分比为4.91、18.17、15.62、26亿元。截至2014年底，公司目前正在履行、尚可实现收入超过500万元的项目包括工程承包、BT及BOT三种形式，合计金额或超过30亿元，主要来自工业废物处理、生活垃圾填埋、环境修复及其他领域（例如水处理、餐厨、污泥、建筑垃圾等），从而为2015~2016年业绩高增奠定坚实基础。具体来看，仅根据在手项目进度估算，工程承包及BT类项目在2015年可供确认收入或超过10亿元，而BOT类项目亦会有部分工程收入贡献。此外，综合考虑国家固废污染防治行业的投资规划、环保监管执法力度自2015年起有望显著加强以及公司目前跟踪、储备的项目情况，预计2015年公司新增订单金额仍有望在2014年基础上显著增加，从而对业绩保持快速增长提供重要支撑。

表7：截至2014年10月30日公司在手工程承包类合同（万元）

序号	项目名称	项目内容	合同金额	截至9.30尚可履行	预计完工
1	新疆伊宁县金山金矿项目伊尔曼德堆浸场	矿山堆场防渗	4,668.00	2,980.51	2015年10月
2	株洲清水塘工业区重金属废渣综合治理一、二期工程项目	重金属污染治理	12,301.35	10,986.00	2015年10月
3	缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目	矿山堆场防渗	20,011.00	20,011.00	2016年12月
4	云南锡业股份有限公司危废渣场项目防渗工程	矿山堆场防渗	730.93	730.93	2014年10月
5	中委合资广东石化2,000万短/年重油加工工程一级地管、罐区防渗工程	原油灌区防渗	1,281.31	444.08	2014年12月
6	靖江是垃圾填埋场库区（一期）及调节池水平防渗工程	垃圾填埋场	2,186.34	1,845.29	2014年12月
7	晋城市苇匠生活垃圾填埋场封场环境整治工程防渗系统专项工程	垃圾填埋场	3,909.00	3,031.88	2015年5月
8	江南灰渣填埋场一期建设工程防渗施工	垃圾填埋场	3,609.73	2,795.62	2014年11月
9	盐城大丰危险废物安全填埋工程	垃圾填埋场	3,398.21	2,053.29	2014年11月
10	连云港市刘湾垃圾填埋场防渗工程施工	垃圾填埋场	1,461.12	1,461.12	2015年3月
11	神华陕西甲醇下游加工项目污水生化装置蒸发塘防渗工程	蒸发塘防渗	1,200.00	300.63	2014年9月
12	宁东能源化工基地煤化工园区污水处理厂（一期）设计采购施工总承包项目	设计采购安装施工	6,858.36	6,524.51	2015年5月
13	苏州安利化工厂原址场地污染土壤治理修复	污染场地修复	1,288.00	1,288.00	2015年3月
14	紫金山金铜矿湿法厂A1、A2堆场	矿山堆场防渗	999.39	999.39	2014年12月
15	吴江区生活垃圾卫生填埋场二期工程	垃圾填埋场	1,089.61	1,089.61	2014年12月
16	宁东基地南湖中水厂设计采购施工总承包（EPC）项目	设计采购安装施工	22,854.76	22,854.76	2016年12月
17	临湘市原桃林铅锌矿农田土壤重金属治理项目	污染场地修复	611.97	611.97	2015年6月
18	原吉林市晨鸣纸业污染场地修复项目	污染场地修复	2,756.05	2,756.05	2015年6月
19	云南文山800kg/a氧化铝项目赤泥系统防渗材料供应及安装工程	矿山防渗	1,680.00	1,680.00	2014年12月
合计			92,895.13	84,444.64	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表8：截至2014年10月30日公司在手BT类合同（万元）

序号	项目名称	项目内容	合同金额	截至9.30尚可履行	预计完工
1	吉林市生活垃圾处理场改造工程项目	生活垃圾处理场	24,999.92	4,773.63	2015年5月
2	长春市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处理	33,089.08	18,843.34	2015年9月
3	长春市三道垃圾场环保生态公园项目	环境综合治理	25,085.12	10,722.15	2015年9月
4	铁山港工业区一般工业固体废物处置场工程项目投资建设合同	工业固废处置	5,218.00	5,218.00	2015年8月
5	老河口市城乡一体化生活垃圾收运系统、老河口市建筑垃圾综合利用工程	建筑垃圾处理场及转运站	9,812.00	9,812.00	2015年12月
6	江苏省灌南县田楼自来水厂（一期）工程土建及安装工程	供水	10,966.62	10,966.62	2015年12月
合计			109,170.74	60,335.74	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

而在资金运用方面，公司此前主要依靠自有资金、股权融资、银行贷款等，而上市后除了近 7 亿元的募集资金之外，或将充分利用基金模式、并购贷款、政府引导资金、收费权质押等多种方式拓宽融资渠道，从而加快在手项目建设进度，这也是未来公司业绩有望实现快速增长的重要因素。

表 9：IPO 募集资金拟投资项目（万元）

序号	项目名称	募集资金总额
1	扩建企业技术中心	6,925.27
2	补充工程业务营运资金	62,974.73
<b>合计</b>		<b>69,900.00</b>

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

此外，我们认为公司的工业园区治理模式值得重点关注，目前在手推进过程中的包括独贵塔拉和甘泉堡 2 个，主要针对工业废渣及废水设施治理。正如我们此前对第三方治理发展前景的展望，我国现存的大量工业园区将在执法监管趋严背景下成为重点监督治理对象，而无论是园区管理者还是园内企业无疑会倾向于借助专业环保公司力量以保证达标改造并使得园区能够持续稳定经营，因此具备三废治理能力以及较强融资实力的环保上市企业有望获得大量市场机遇，公司也将凭借现有项目经验积累在后续项目开拓过程中占据优势。

表 10：截至 2014 年 10 月 30 日公司在手 BOT/TOT 类合同（万元）

序号	项目名称	项目内容	合同金额
1	独贵塔拉工业园区北区固废、废水综合处置利用静脉产业园项目 (BOT)	工业固废、废水处理	86,500.00
2	乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区 (工业区) 固废综合处理静脉产业园 (BOT)	工业园废渣处理	73,407.00
3	明水县城市生活垃圾填埋场工程建设和特许 (BOT)	生活垃圾处理	8,000.00
4	桂林医疗废弃物处置项目 (TOT)	医废处理	1,380.00
5	榆神工业区工业废渣一期 BOT 协议	工业园废渣处理	21,900.00
6	邵阳市污泥集中处置工程 BOT 项目	污泥处置	15,000.00
<b>合计</b>			<b>206,187.00</b>

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

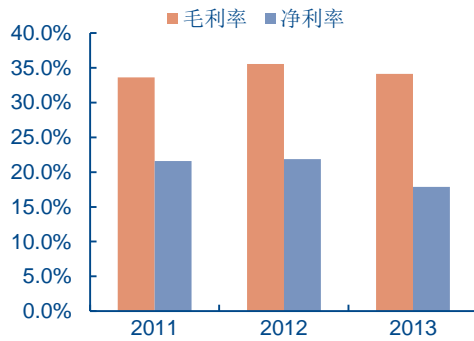
## 毛利率基本稳定，费用率有望改善

2011~2013 年，公司综合毛利率始终维持在 34% 左右，整体保持稳定态势，主要原因在于以下两方面：

- 公司对拟承揽的项目会进行初步成本估算，并在具体投标前已基本确定，之后据此估算并结合项目竞争状况制定报价策略，而公司在报价时已考虑项目估算成本及预期毛利率。
- 公司已形成一套工程成本控制体系，对各成本项目进行有效管理并对相关责任人进行成本考核，因此工程项目实际发生成本与预算成本基本一致。

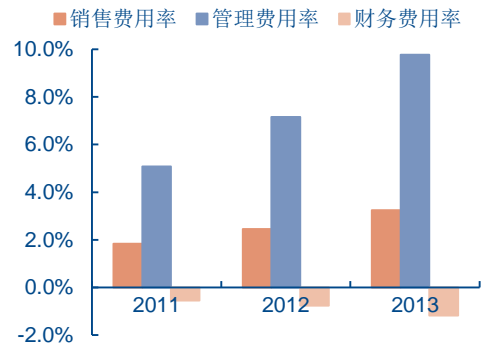
期间费用方面，近年来公司管理费用率上升较快，主要原因在于公司不断强化在环境修复、工业废水等新领域市场开拓和战略布局，人员扩充带来工资及福利费增长。此外，相关领域技术研发投入力度亦加大，使得研发费用显著增加。随着未来项目推进带动收入步入快速增长期，预计公司费用率或将呈现逐步下降态势。

图 13：2011~2013 年公司毛利率与净利率



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 14：2011~2013 年公司期间费用率



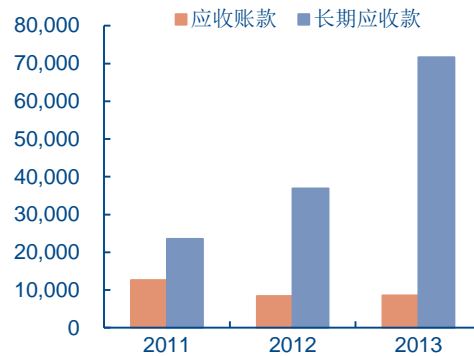
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

### BT 项目致长期应收款增加，现金流或逐渐改善

应收账款方面，由于公司 BT 业务收入占比提高（对应应收工程计入长期应收款）以及加大工程款回收力度，使得 2012 年末应收账款余额同比下降 33.0%至 8,424 万元，2013 年亦保持平稳态势，其主要客户系市政管理部门及下属单位等，未来回款风险较小。

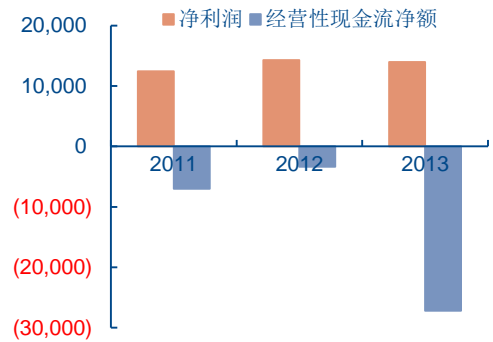
公司长期应收款的形成主要包括 BT 项目工程款和代垫项目前期费用两种情况，近年来由于前者规模不断扩大导致长期应收款显著增加。总体来看，公司承接 BT 项目均为政府投资，资金来源于财政或项目贷款，不存在重大回收风险。截至 2014 年 8 月 31 日，公司已累计收到 BT 项目回款 22,211 万元，其中新晃侗族自治县城镇生活垃圾无害化处理项目回购款已按计划全部收回。

图 15：公司应收账款与长期应收款（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 16：公司净利润与经营性现金流净额（万元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 11：长期应收款构成（万元）

具体项目	2011	2012	2013
BT 回购期项目	5,505.64	5,646.98	23,522.54
BT 建设期项目	9,581.75	28,357.12	46,055.30
代垫项目前期费用	8,849.29	3,045.91	2,709.87
合计	23,936.68	37,050.01	72,287.70

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

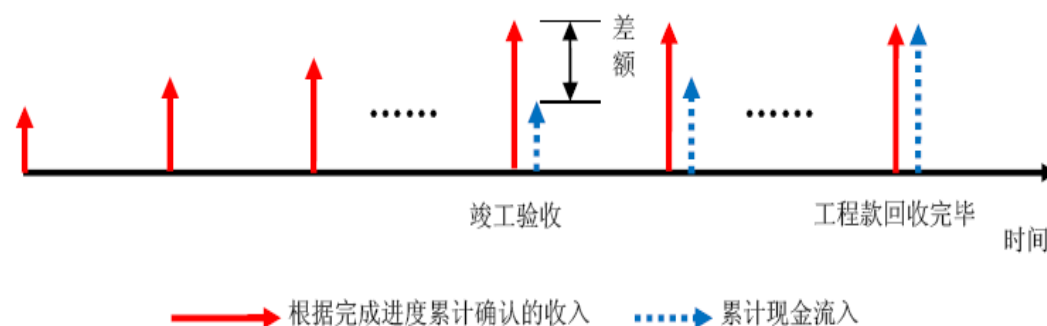
表 12：公司 BT 项目长期应收款回款情况（万元）

项目	截至 2014.6.30 长期应收款余额	截至 2014.6.30 累计回款	截至 2014.8.31 期后回款
克拉玛依生活垃圾填埋场二期工程项目	17,952.70	-	-
吉林市生活垃圾处理场改造工程项目	13,965.20	2,300.00	1,000.00
长春市餐厨垃圾处理项目	13,833.76	-	-
长春市三道垃圾场环保生态公园项目	12,518.66	-	-
株洲清水塘霞湾港重金属污染治理底泥分项工程项目	6,781.08	3,300.00	767.32
湖南省怀化工业园区垃圾无害化处理场项目	4,588.76	3,500.00	1,500.00
青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司 1 万吨/年碳酸锂项目盐田防渗改造工程项目	3,479.33	-	-
湖南省沅陵县城区垃圾无害化处理场项目	3,065.86	2,105.00	500
湖南省怀化市洪江区城镇生活垃圾卫生填埋场项目	1,978.39	1,525.00	-
淮安市生活垃圾焚烧飞灰填埋库区一期工程项目	1,383.96	1,500.00	-
湖南省怀化通道县城区生活垃圾卫生填埋场项目	547.95	1,250.00	-
湖南省会同县城区垃圾综合处理场项目	306.04	1,600.00	286.04
新晃侗族自治县城镇生活垃圾无害化处理项目	-	1,077.55	-
合计	80,401.70	18,157.55	4,053.36

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

现金流方面，近年来公司经营活动现金流净额均低于同期净利润，主要由公司与业主/总承包商签订合同中所约定的工程结算方式和目前公司所处发展阶段决定的。公司若以 BT 模式承接项目，需要待全部工程竣工验收审核后再分期收回工程结算款和相应的投资回报。因此，公司每年不断将资金包括项目回款投入到新项目的建设中，导致经营性现金流出较大，这点在 2013 年表现得尤为突出。总体来看，公司正处于快速发展阶段，新增项目不断增多，经营规模迅速扩大，而 BT 项目的回购期通常在 2~3 年，因此预计未来公司经营活动现金流量为负的情况或仍将持续，但会随着前期项目竣工结算后陆续进入回购期而得到逐步缓解。

图 17：BT 模式收入确认及现金流入示意图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## 风险因素

**行业风险：**宏观经济波动导致国家对环境治理和基础设施投入减少等。

**公司风险：**项目进度低于预期、应收账款回收、业绩季节性波动等。

## 盈利预测及假设

---

我们对公司未来三年业绩进行了盈利测算，并基于以下主要假设：

- 2014~2016 年垃圾处理相关领域收入增速为 5%、25%、25%；
- 2014~2016 年环境修复领域收入增速为-5%、60%、50%；
- 2014~2016 年综合毛利率假设为 34.0%、33.8%、33.6%；
- 2014~2016 年综合所得税率：14%、14%、14%。

在此基础上，我们预计公司 2014~2016 年实现归属母公司净利润分别为 1.24/1.82/2.64 亿元，对应完全摊薄后 EPS 为 0.77/1.13/1.64 元（2013 年为 0.86 元），业绩复合增速达到 45.7%。

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	654	782	799	1,127	1,613
营业成本	421	515	528	746	1,071
毛利率	35.57%	34.13%	34.00%	33.80%	33.60%
营业税金及附加	17	16	16	23	32
营业费用	16	25	36	50	69
营业费用率	2.45%	3.25%	4.50%	4.40%	4.30%
管理费用	47	76	96	133	187
管理费用率	7.16%	9.77%	12.00%	11.80%	11.60%
财务费用	-5	-9	-12	-27	-44
财务费用率	-0.77%	-1.18%	-1.55%	-2.36%	-2.73%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	161	148	136	202	297
营业利润率	24.61%	18.97%	17.05%	17.96%	18.43%
营业外收入	5	12	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	164	159	143	209	304
所得税	22	22	20	29	43
所得税率	13.68%	14.01%	14.00%	14.00%	14.00%
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-3
归属于母公司股东的净利润	143	140	124	182	264
净利率	21.88%	17.86%	15.57%	16.14%	16.38%
每股收益(元)(摊薄)	0.89	0.86	0.77	1.13	1.64

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	143	140	124	182	264
少数股东损益	-1	-3	-1	-2	-3
折旧和摊销	4	7	5	16	20
营运资金变动	-178	-415	-17	-87	-130
其他	-2	-1	-12	-27	-44
经营现金流	-34	-272	99	83	108
资本支出	-55	-14	-1	-271	-204
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	83	1	0	0	0
其他	-3	0	0	0	0
投资现金流	25	-13	-1	-271	-204
发行股票	0	0	707	0	0
负债变化	-14	170	-150	0	0
股息支出	-1	-2	-12	-18	-26
其他	0	0	12	27	44
融资现金流	-15	168	557	8	18
现金净增加额	-23	-118	655	-180	-78

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	190	75	730	550	472
存货	436	548	528	746	1,071
应收账款	84	85	120	169	242
其他流动资产	29	36	33	47	67
流动资产	739	744	1,411	1,512	1,852
固定资产	106	105	101	356	540
长期股权投资	3	3	3	3	3
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	373	722	722	722	722
非流动资产	482	831	827	1,082	1,265
资产总计	1,221	1,575	2,237	2,594	3,117
短期借款	0	170	20	20	20
应付账款	228	258	264	373	535
其他流动负债	203	219	207	292	418
流动负债	431	647	491	685	973
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	431	647	491	685	973
股本	121	121	162	162	162
资本公积	300	301	968	968	968
股东权益合计	790	928	1,746	1,908	2,143
少数股东权益	20	18	16	15	12
负债股东权益总计	1,221	1,575	2,237	2,594	3,117

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	13.3	19.6	2.2	41.0	43.1
营业利润	15.2	-7.8	-8.1	48.5	46.8
净利润	14.9	-2.4	-10.9	46.2	45.3
利润率 (%)					
毛利率	35.6	34.1	34.0	33.8	33.6
EBITMargin	23.3	19.0	15.5	15.6	15.7
EBITDAMargin	23.8	20.0	16.1	17.0	16.9
净利率	21.9	17.9	15.6	16.1	16.4
回报率 (%)					
净资产收益率	18.6	15.3	7.2	9.6	12.4
总资产收益率	11.7	8.9	5.6	7.0	8.5
其他 (%)					
资产负债率	35.3	41.1	21.9	26.4	31.2
所得税率	13.7	14.0	14.0	14.0	14.0
股息率	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。