

# 投建步伐继续加快，公司迎来黄金发展期

## 绿色动力(601330)

### 报告摘要:

#### 从事垃圾焚烧超15年，项目储备丰富

2005年公司与青岛、常州市政府签订生活垃圾焚烧处理特许经营权协议，第二年又相继签下海宁、武汉两个垃圾焚烧项目，成为我国第一批从事垃圾焚烧处置的领军企业。公司2014年6月登陆香港市场，2018年6月登陆A股市场，当下已在20个省市及自治区拥有五十多份垃圾处理BOT、PPP特许经营合同，项目数量在国内同行业位居前列。截至本报告期，公司在生活垃圾焚烧发电领域运营项目21个，合计处理能力23,390吨/日（含填埋厂、粪便和餐厨）；在建和筹建项目22个，合计垃圾处理能力达19,300吨/日。公司项目数量和垃圾处理能力均位居行业前列，未来三年仍然是公司新增投产和中标项目高峰期。

#### 公司变更国补收入确认准则，投资者敬请留意

早在2018年A股上市前一年，港股2017年年报，营收中便不再计入建设工程收入和利润。公司营收分为两部分，包括垃圾焚烧发电项目运营收入和BOT及BT利息收入，2018年公司A股上市后，营收也与港股保持了一致。①运营收入包括：1) 依照发电量获得供电收入，对无法进入国家可再生能源补助电费（以下简称国补）目录的项目，国补收入不计入当年营收和利润，待以后年度进入国补目录后，公司可一次性确认上述收入及利润。2) 依照垃圾处理量获得垃圾处理费收入（注意此处不含保底收入）；3) 依照供汽量收取供汽收入；4) 因提供环保服务而带来的少量其他收入。②利息收入为公司将BOT项目的垃圾处理费保底收入折现形成长期应收款，相应产生利息收入。2019年年报，公司对国补收入确认的会计政策进行了变更，不管项目是否进入国补目录，公司今后都于当期确认国补收入。

#### 公司自2018年起加快了项目开发节奏，2020年新增项目投产保障性强

项目投产方面，公司自2013年至2017年，每年基本保持1-2个项目投产的节奏；新增项目中标方

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	13.8
最新收盘价:	9.57

股票代码:	601330
52周最高价/最低价:	17.06/8.98
总市值(亿)	107.29
自由流通市值(亿)	23.62
自由流通股数(百万)	255.65



#### 分析师: 晏溶

邮箱: yanrong@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100004  
联系电话: 18565665647

#### 相关报告:

- 行业点评 | 明确专项债禁投房地产，环保基建将持续受益  
2020.03.22
- 行业点评 | 存量项目进补贴审核启动，新增项目未来命运各不相同  
2020.03.20
- 行业深度 | 专项债从此昂首阔步进，环保投资助力经济稳增长  
2020.03.18

面，平均每年保持中标 3 个项目，新增订单规模保持在 3800 吨/日左右。而变化主要体现在 2018 年，公司短期贷款规模增长 175.35% 至 8.54 亿，长期贷款增长 50.67% 至 43.9 亿，充足的资金保障公司项目建设速度加快，带来的直接变化就是，2019 年新增汕头、章丘、博白、四会、佳木斯、密云 6 个项目投产，当年新增产能 6100 吨/日。2019 年，公司除了完成 6 个新项目投产之外，惠州二期项目已完成施工总量的 90%，红安项目已完成施工总量的 90%，丰城项目已完成施工总量的 95%，宜春项目已完成施工总量的 80%，海宁扩建项目已完成施工总量的 80%，这 5 个项目为 2020 年运营规模增长打下了坚实的基础。

### 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 5.39 亿元、6.68 亿元和 7.7 亿元，同比增速分别为 29.5%、23.9% 和 15.4%。对应 EPS 分别为 0.46、0.58、0.66 元/股，对应 PE 分别为 21、17、14 倍。考虑到公司自 2018 年起加快了项目建设进度，2019 年为公司成立以来项目投产个数及规模均为最快的一年。公司目前拥有丰富的订单储备，以及较强的获单能力，公司未来三年将进入高速增长期，我们采用 PEG 估值方法，2020 年公司盈利增速为 29.5%，假设市场给予公司股票价值充分认可，PEG=1，公司 PE 为 30 倍，2020 年 EPS 为 0.46，给予公司股票 13.8 元/股的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 垃圾焚烧上网电价补贴政策取消；
- 2) 在建项目进展不及预期；
- 3) 公司资产负债率过高，融资情况差，公司现金流不足情况未及时改善。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,140	1,752	2,185	2,605	3,030
YoY (%)	45.3%	53.7%	24.7%	19.2%	16.3%
归母净利润(百万元)	366	416	539	668	770
YoY (%)	77.1%	13.8%	29.5%	23.9%	15.4%
毛利率 (%)	58.9%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
每股收益 (元)	0.31	0.36	0.46	0.58	0.66
ROE	12.2%	12.6%	14.1%	14.8%	14.6%
市盈率	30.39	26.71	20.62	16.64	14.42

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司简介 .....	4
1.1. 最早一批从事垃圾焚烧的企业，项目储备丰富 .....	4
1.2. 2018 年起公司加快投建步伐，2019 年毛利率短暂下滑 .....	6
2. 投资建议 .....	8
3. 风险提示 .....	10

## 图目录

图 1 公司发展史 .....	4
图 2 公司今年新增投产项目个数及产能 .....	7
图 3 公司今年新增中标项目个数及产能 .....	7
图 4 公司垃圾焚烧产能情况（只含垃圾焚烧） .....	7
图 5 公司垃圾处理费及上网电量情况 .....	7
图 6 公司营收结构 .....	8
图 7 公司毛利率情况 .....	8

## 表目录

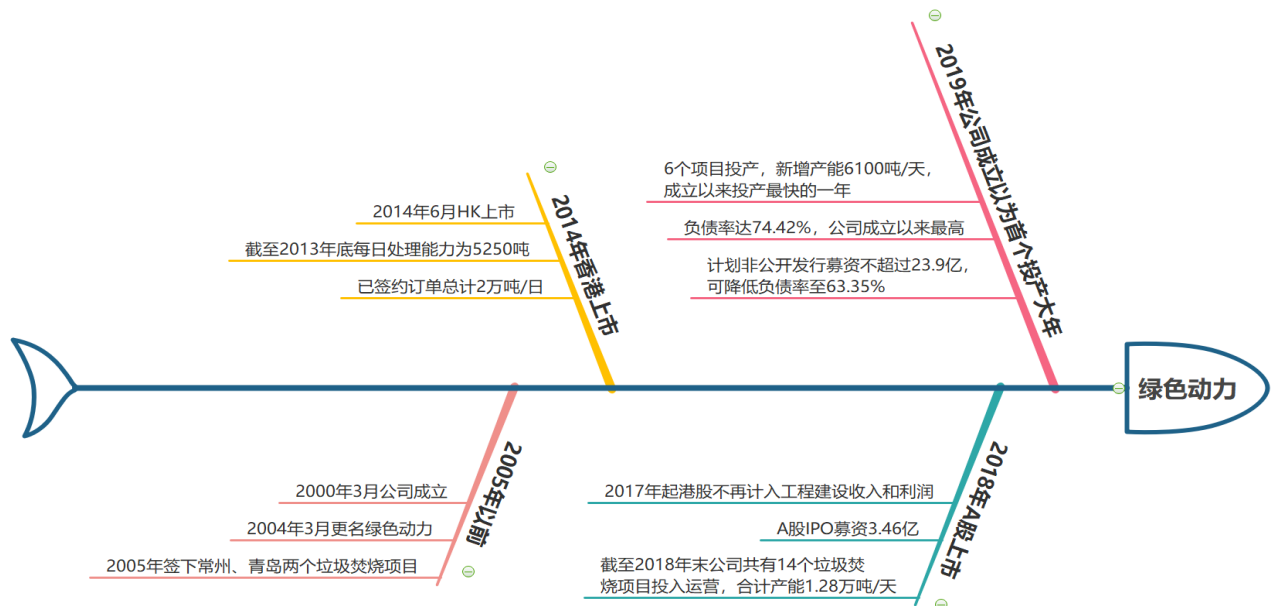
表 1 公司在手项目情况 .....	5
表 2 绿色动力收入预测表（百万元） .....	9
表 3 绿色动力及可比公司的 EPS 和 PE 情况 .....	9

## 1. 公司简介

### 1.1. 最早一批从事垃圾焚烧的企业，项目储备丰富

起步早发展快，深耕垃圾焚烧领域的优质公司。公司前身为道斯环保科技公司，成立于 2000 年，是中国最早从事垃圾处理产业化探索的企业之一。2005 年公司与青岛、常州市政府签订生活垃圾焚烧处理特许经营权协议，第二年又相继签下海宁、武汉两个垃圾焚烧项目，成为我国第一批从事垃圾焚烧处置的领军企业。公司 2014 年 6 月登陆香港市场，2018 年 6 月登陆 A 股市场，当下已在 20 个省市及自治区拥有五十多份垃圾处理 BOT、PPP 特许经营合同，项目数量在国内同行业位居前列。

图 1 公司发展史



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**项目多分布广，增长后劲强。**公司着眼于经济较发达的长江三角洲地区、珠江三角洲地区及环渤海经济圈的广阔市场空间，业务布局延伸至安徽、湖北、贵州、山西、广西、江西、湖南、陕西、河南、四川等中西部地区，初步形成立足于长三角、珠三角、环渤海，辐射全国的市场布局。截至本报告期，公司在生活垃圾焚烧发电领域运营项目 21 个，合计处理能力 23,390 吨/日（含填埋厂、粪便和餐厨）；在建和筹建项目 22 个，合计垃圾处理能力达 19,300 吨/日。公司项目数量和垃圾处理能力均位居行业前列，未来三年仍然是公司新增投产和中标项目高峰期。

表 1 公司在手项目情况

生活垃圾处理项目	设计规模 (吨/日)	投产规模 (吨/日)	在建/筹建规模 (吨/日)	备注	位置
常州项目	1050	1050	0	生活垃圾焚烧厂	江苏
海宁项目	2850	600	2250	生活垃圾焚烧厂	浙江
平阳项目	1350	600	750	生活垃圾焚烧厂	浙江
永嘉项目	1450	700	750	生活垃圾焚烧厂	浙江
武汉项目	1000	1000	0	生活垃圾焚烧厂	湖北
泰州项目	1000	1000	0	生活垃圾焚烧厂	江苏
乳山项目	500	500	0	生活垃圾焚烧厂	山东
安顺项目	2050	700	350	生活垃圾焚烧厂	贵州
惠州项目	4600	1200	3400	生活垃圾焚烧厂	广东
惠州项目	800	800	0	填埋场	广东
天津蓟州项目	1050	700	350	生活垃圾焚烧厂	天津
句容项目	1050	1050	0	生活垃圾焚烧厂	江苏
宁河项目	1200	1200	0	生活垃圾处理规模 500 吨/日及生物质秸秆处理规模 700 吨/日	天津
通州项目	3950	3950	0	生活垃圾焚烧厂	北京
蚌埠项目	1960	1210	750	生活垃圾焚烧厂	安徽
密云项目	930	930	0	垃圾焚烧规模 600 吨/日, 粪便处理规模 300 吨/日, 餐厨垃圾处理规模 30 吨/日	北京
隆回项目	700	0	700	生活垃圾焚烧厂	湖南
红安项目	700	0	700	生活垃圾焚烧厂	湖北
章丘项目	1200	1200	0	生活垃圾焚烧厂	山东
汕头项目	2250	1500	750	生活垃圾焚烧厂	广东
宜春项目	1500	0	1500	生活垃圾焚烧厂	江西
博白项目	1500	800	700	生活垃圾焚烧厂	广西
平遥项目	600	0	600	生活垃圾焚烧厂	山西
金坛项目	600	0	600	生活垃圾焚烧厂	江苏
射阳项目	600	0	600	生活垃圾焚烧厂	江苏
青岛项目	1000	0	600	生活垃圾焚烧厂	山东
四会项目	1500	1000	500	生活垃圾焚烧厂	广东
石首项目	700	0	700	生活垃圾焚烧厂	湖北
登封项目	1050	0	700	生活垃圾焚烧厂	河南
广元项目	1050	700	350	生活垃圾焚烧厂	四川
佳木斯项目	1500	1000	500	生活垃圾焚烧厂	黑龙江
丰城项目	1200	0	1200	生活垃圾焚烧厂	江西
<b>合计</b>	<b>44440</b>	<b>23390</b>	<b>19300</b>		
密云项目	600	600	0	污水处理	北京
葫芦岛项目	9.25 万吨/年	0	筹建	危废处理	辽宁

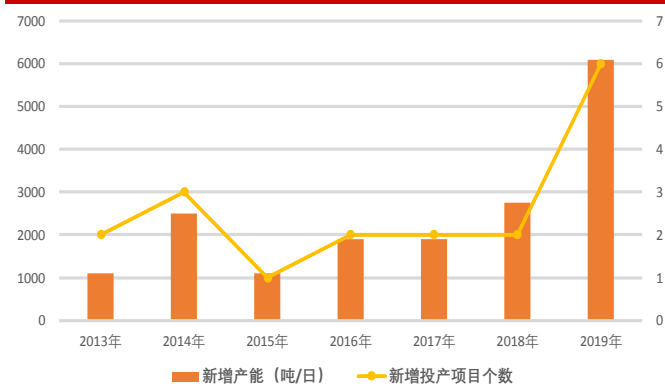
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 2018 年起公司加快投建步伐，2019 年毛利率短暂下滑

**国补收入确认准则变更，投资者需多留意。**早在 2018 年 A 股上市前一年，港股 2017 年年报，营收中便不再计入建设工程收入和利润。公司营收分为两部分，包括垃圾焚烧发电项目运营收入和 BOT 及 BT 利息收入，2018 年公司 A 股上市后，营收也与港股保持了一致。①运营收入包括：1) 依照发电量获得供电收入，对无法进入国家可再生能源补助电费（以下简称国补）目录的项目，国补收入不计入当年营收和利润，待以后年度进入国补目录后，公司可一次性确认上述收入及利润。2) 依照垃圾处理量获得垃圾处理费收入（注意此处不含保底收入）；3) 依照供汽量收取供汽收入；4) 因提供环保服务而带来的少量其他收入。②利息收入为公司将 BOT 项目的垃圾处理费保底收入折现形成长期应收款，相应产生利息收入。2019 年年报，公司对国补收入确认的会计政策进行了变更，改为自项目运营之日起，发电并网并经电力部门认可，相关商品的控制权已经移交给电力部门后确认国家可再生能源补助电费收入，也就是说不管项目是否进入国补目录，公司今后都于当期确认国补收入。

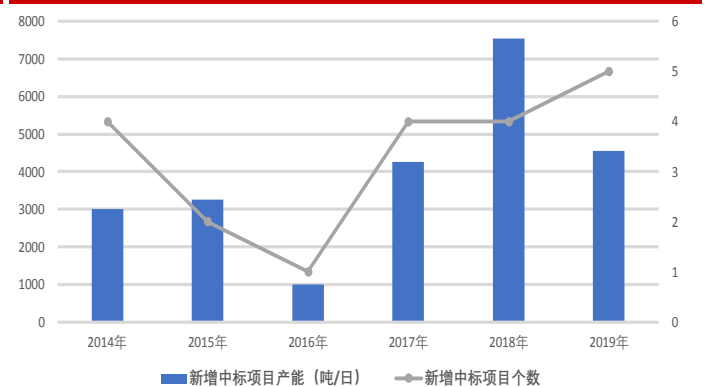
**公司自 2018 年起加快了项目开发节奏，2020 年新增项目投产保障性强。**公司自 2013 年至 2017 年，每年基本保持 1-2 个项目投产的节奏，资本开支集中在 3-7 个亿，资产负债率始终徘徊在 65%左右，保持着非常稳健的项目开发节奏。新增项目中标方面，平均每年保持中标 3 个项目，新增订单规模保持在 3800 吨/日左右。而变化主要体现在 2018 年，公司短期贷款规模增长 175.35%至 8.54 亿，长期贷款增长 50.67%至 43.9 亿，充足的资金保障公司项目建设速度加快，带来的直接变化就是，2019 年新增汕头、章丘、博白、四会、佳木斯、密云 6 个项目投产，当年新增产能 6100 吨/日。2019 年，公司短期贷款规模继续增长 184.90%至 24.33 亿，长期贷款增长 15.18%至 50.57 亿，除了完成 6 个新项目投产之外，惠州二期项目已完成施工总量的 90%，红安项目已完成施工总量的 90%，丰城项目已完成施工总量的 95%，宜春项目已完成施工总量的 80%，海宁扩建项目已完成施工总量的 80%，这 5 个项目为 2020 年运营规模增长打下了坚实的基础。

图 2 公司今年新增投产项目个数及产能



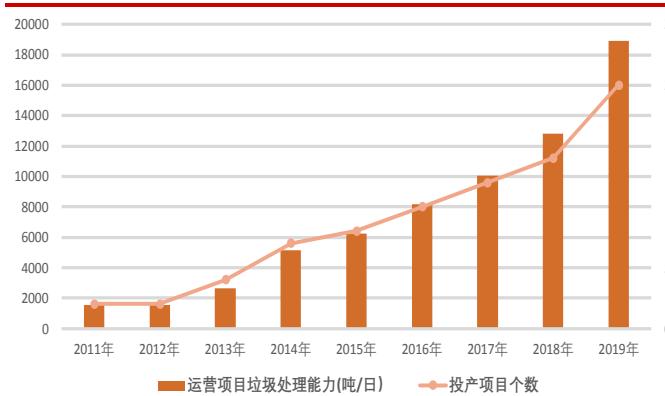
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司今年新增中标项目个数及产能



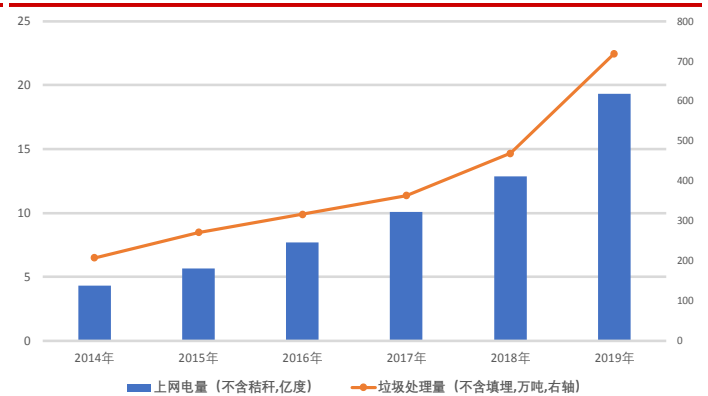
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司垃圾焚烧产能情况（只含垃圾焚烧）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

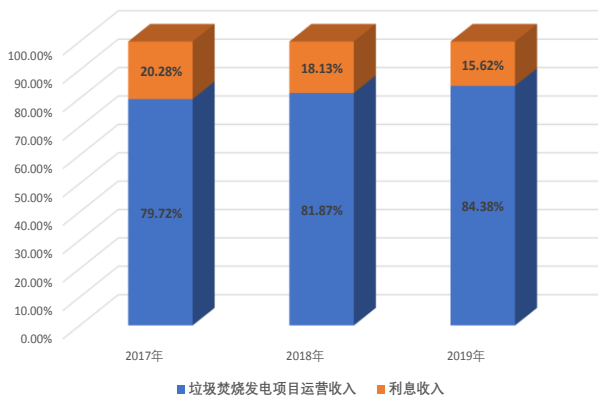
图 5 公司垃圾处理费及上网电量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

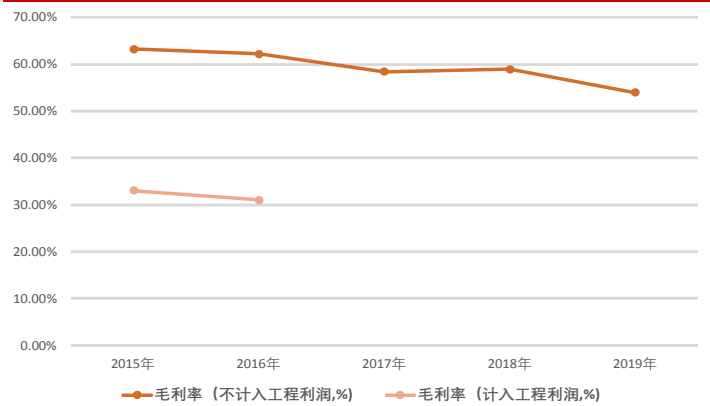
2019 年公司毛利率下滑明显，主要源于大量新投产项目的冲击。公司 2017 年变更会计准则不再计入建设工程收入和利润后，公司毛利率变为 58.42%，相比上年计入工程利润时公司整体毛利率 31%提高不少，但经会计准则追溯调整后，我们发现公司毛利率有逐步下滑趋势，最明显的是 2019 年，公司毛利率下滑 4.92 个百分点至 53.98%。主要原因为此前每年新投产项目保持在 1-2 个，新项目投产首年及次年，通常需要经历调试磨合及产能爬坡期，盈利性不及老项目。当每年新增项目较少时，不会显著拉低公司整体盈利能力，但 2019 年公司新投产了 6 个新项目，创公司成立以来项目投产记录，大量新项目的投产，会整体拉低公司盈利能力，造成毛利率下滑明显。但该影响只是暂时的，通常经过半年到一年项目培育期，即可达到正常的产能利用率，从而带动公司利润水平的上涨。

图 6 公司营收结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**非公开发行正推进，存量项目进补贴审核启动，公司现金流情况将迎改善。** 2020年1月，公司关于非公开发行A股股票的申请获得中国证监会受理，拟募集资金总额不超过23.9亿元，扣除发行费用后用于投向惠州二期项目、金沙项目、平阳二期项目、石首项目、永嘉二期项目以及偿还银行贷款。2019年年末，公司负债率升至74.42%，为公司成立以来的最高值。公司此番募集的资金，可最大限度的将公司负债率降至63.35%，缓解公司高负债压力。近日，财政部办公厅印发《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》，明确可再生能源项目进入首批财政补贴目录的条件，并规定6月30日前，完成首批补贴清单的审核发布工作。此次由电网企业主导的存量项目纳入补助清单的申报和审核工作，将生活垃圾焚烧发电纳入可申请补助时间限定为2018年1月底前完成全部机组并网的项目，可实现超一年半存量项目国补资金的核实下发，改善公司现金流情况。

## 2. 投资建议

我们预计公司2019-2021年的收入分别为21.85亿元、26.05亿元和30.3亿元，同比增速分别为24.7%、19.2%、16.3%；归母净利分别为5.39亿元、6.68亿元和7.7亿元，同比增速分别为29.5%、23.9%和15.4%。对应EPS分别为0.46、0.58、0.66元/股，对应PE分别为21、17、14倍。从估值角度看，参照2家A股上市公司2020年19倍的平均PE（算术平均值），按照预计的公司2020年0.46元的EPS，对应股价8.74元，貌似已经估值合理。但我们认为由于环保行业持续关注度低，估值过去两年持续下行，用行业本就低估的平均估值，来给予公司定价不合理。



公司是国内领先的生活垃圾处理企业，区别于 A 股大部分计算建设期工程利润的公司，公司营收及利润均来源于实际的供电和垃圾处理费收入，理应区别于工程类公司，给予更高估值。

考虑到公司自 2018 年起加快了项目建设进度，2019 年为公司成立以来项目投产个数及规模均为最快的一年。公司目前拥有丰富的订单储备，以及较强的获单能力，公司未来三年将进入高速增长期，我们采用 PEG 估值方法，2020 年公司盈利增速为 29.5%，假设市场给予公司股票价值充分认可，PEG=1，公司 PE 为 30 倍，2020 年 EPS 为 0.46，给予公司股票 13.8 元/股的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2 绿色动力收入预测表（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>运营收入</b>						
营业收入	656.69	933.34	1,478.72	1,886.29	2,261.92	2,635.75
营业成本	326.31	468.61	806.47	1,004.94	1,198.32	1,393.96
<b>BOT 及 BT 利息收入</b>						
营业收入	167.07	206.74	273.73	298.36	343.12	394.59
营业成本	0	0	0	0	0	0
<b>营业总收入</b>	<b>823.76</b>	<b>1,140.07</b>	<b>1,752.45</b>	<b>2,184.66</b>	<b>2,605.04</b>	<b>3,030.34</b>
<b>营业成本</b>	<b>326.31</b>	<b>468.61</b>	<b>806.47</b>	<b>1,004.94</b>	<b>1,198.32</b>	<b>1,393.96</b>

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 3 绿色动力及可比公司的 EPS 和 PE 情况

序号	代码	证券简称	股价	EPS（元/股，摊薄）			市盈率 PE		
				19A	20E	21E	TTM	20E	21E
	601330.SH	绿色动力	9.57	0.36	0.46	0.58	31.30	20.62	16.64
		平均值					25.7	19.14	15.46
1	601200.SH	上海环境	11.97	0.64	0.79	1.02	21	15.06	11.75
2	603568.SH	伟明环保	28.57	0.98	1.23	1.49	30.4	23.23	19.17

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：上表中，股价为 2020 年 3 月 27 日收盘价，上海环境盈利预测为 Wind 一致预测，伟明环保的盈利预测为华西证券研究所的预测

### 3. 风险提示

- 1) 垃圾焚烧上网电价补贴政策取消；
- 2) 在建项目进展不及预期；
- 3) 公司资产负债率过高，融资情况差，公司现金流不足情况未及时改善。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,752	2,185	2,605	3,030	净利润	417	540	668	771
YoY (%)	53.7%	24.7%	19.2%	16.3%	折旧和摊销	169	160	195	295
营业成本	806	1,005	1,198	1,394	营运资金变动	-992	-1,123	-741	-540
营业税金及附加	36	49	58	67	经营活动现金流	-90	25	638	1,128
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-2,002	-1,390	-1,420	-1,602
管理费用	142	206	236	274	投资	-292	-542	-727	-861
财务费用	328	454	517	603	投资活动现金流	-2,265	-1,931	-2,146	-2,462
资产减值损失	-13	-10	-9	-8	股权募资	123	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	债务募资	3,370	2,700	2,000	2,000
营业利润	473	613	754	873	筹资活动现金流	2,031	2,241	1,476	1,390
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-282	335	-33	55
利润总额	474	613	754	873	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	57	73	86	102	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	417	540	668	771	营业收入增长率	53.7%	24.7%	19.2%	16.3%
归属于母公司净利润	416	539	668	770	净利润增长率	13.8%	29.5%	23.9%	15.4%
YoY (%)	13.8%	29.5%	23.9%	15.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.36	0.46	0.58	0.66	毛利率	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	23.8%	24.7%	25.7%	25.5%
货币资金	432	767	735	790	总资产收益率 ROA	3.0%	3.4%	3.7%	3.7%
预付款项	15	41	47	51	净资产收益率 ROE	12.6%	14.1%	14.8%	14.6%
存货	29	39	46	54	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1,151	1,252	1,533	1,771	流动比率	0.35	0.48	0.54	0.58
流动资产合计	1,627	2,100	2,362	2,666	速动比率	0.26	0.38	0.41	0.44
长期股权投资	63	95	126	158	现金比率	0.09	0.18	0.17	0.17
固定资产	50	130	155	162	资产负债率	74.4%	74.7%	74.1%	73.5%
无形资产	6,453	7,613	8,822	10,130	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	12,044	13,825	15,785	17,961	总资产周转率	0.13	0.14	0.14	0.15
资产合计	13,671	15,925	18,146	20,626	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2,433	3,133	3,633	4,133	每股收益	0.36	0.46	0.58	0.66
应付账款及票据	1,213	165	-492	-796	每股净资产	2.84	3.30	3.88	4.54
其他流动负债	999	1,061	1,272	1,285	每股经营现金流	-0.08	0.02	0.55	0.97
流动负债合计	4,645	4,360	4,413	4,621	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,057	7,057	8,557	10,057	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	472	472	472	472	PE	26.71	20.62	16.64	14.42
非流动负债合计	5,529	7,529	9,029	10,529	PB	3.74	2.90	2.47	2.11
负债合计	10,174	11,889	13,442	15,150					
股本	1,161	1,161	1,161	1,161					
少数股东权益	200	201	202	202					
股东权益合计	3,497	4,036	4,704	5,476					
负债和股东权益合计	13,671	15,925	18,146	20,626					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。