国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

其他公用事业/公用事业

龙净环保(600388)

积极拓展运营资产，平台转型初见成效

	徐强(分析师)	邵潇(分析师)
	010-83939805	0755-23976520
	xuqiang@gtjas.com	shaoxiao@gtjas.com
证书编号	S0880517040002	S0880517070004

本报告导读:

公司在固废及危废运营领域的拓展已经初见成效，目前在手垃圾焚烧项目 4850 吨/日，危废无害化项目 22.8 万吨/年。未来伴随运营类收入占比提升，业务结构将持续

投资要点:

维持“增持”评级。我们维持预测公司 2020- 2022 年净利润为 8.9、11.7 及 13.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.10、1.25 元。低估值龙头转型综合性环保平台的速度较快，有望带动估值修复，维持目标价 16.5 元。

外延并购+内生培育，转型综合性环保平台初见成效。公司积极延伸产业布局，有意识地提升非烟气业务占比。1）2018 年收购福建新大陆进入污水治理市场。2）2019 年收购德长环保切入垃圾焚烧发电领域，目前已投资 5 个项目，投资额近 40 亿元。3）公司还凭借自身优势，进入危废处置、土壤修复等细分市场，转型综合环保平台初见成效。

固废成为新的业绩增长点，运营资产持续拓展。1）目前公司在手垃圾焚烧项目共 4850 吨/日，包括 2 个流化床项目共 1400 吨及 3 个炉排炉项目共 3450 吨，分布在河北、浙江、云南等省份；炉排炉项目平均规模大（1150 吨），吨处理费较高（90.3 元），质地优良。2）在手危废无害化项目 22.8 万吨/年，分布在河北、山东、浙江等危废无害化景气度较高的区域市场。3）2020H1 运营类业务收入占比 6%，利润占比 9%。预计未来随着运营类业务的进一步增加，收入和利润的结构将持续改善。

传统烟气业务稳健，订单充足。1）我们认为烟气治理市场仍有 2000 亿市场空间，同时伴随行业成熟，参与者明显减少，龙头市占率和盈利能力仍在提升。公司作为烟气治理绝对龙头充分受益。2）公司存量工程及运营在手订单充足，托管运营业务积极推进，传统主业持续稳定经营无忧。

风险提示：烟气设备业务、固废及危废项目拓展进度低于预期等。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,402	10,935	11,591	15,300	17,213
(+/-)%	*16%*	*16%*	*6%*	*32%*	*13%*
经营利润（EBIT）	1,045	1,038	982	1,305	1,444
(+/-)%	*19%*	*-1%*	*-5%*	*33%*	*11%*
净利润（归母）	801	851	891	1,172	1,333
(+/-)%	*11%*	*6%*	*5%*	*31%*	*14%*
每股净收益（元）	0.75	0.80	0.83	1.10	1.25
每股股利（元）	0.17	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	11.1%	9.5%	8.5%	8.5%	8.4%
净资产收益率(%)	15.9%	14.9%	13.5%	15.0%	14.6%
投入资本回报率(%)	11.7%	9.8%	8.8%	11.5%	11.6%
EV/EBITDA	9.16	9.39	11.04	8.17	7.27
市盈率	12.9	12.2	11.7	8.9	7.8
股息率 (%)	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	**16.50**
上次预测:	16.50
当前价格:	9.58

2020.10.16

交易数据

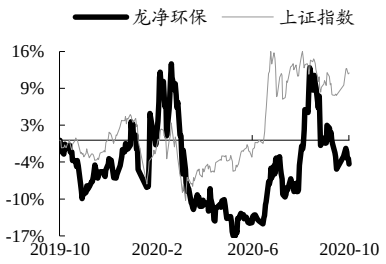
52 周内股价区间（元）	8.47-11.60
总市值（百万元）	10,242
总股本/流通 A 股（百万股）	1,069/1,069
流通 B 股/H 股（百万）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	11.19
日均成交值（百万元）	113.21

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	5,669
每股净资产	5.30
市净率	1.8
净负债率	324.97%

EPS（元）	2019A	2020E
Q1	0.10	0.06
Q2	0.16	0.13
Q3	0.26	0.35
Q4	0.27	0.29
全年	0.80	0.83

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-1%	-4%
相对指数	-5%	-5%	-16%

相关报告

中标广南县垃圾焚烧项目，开拓云南市场 2020.09.29

低价收购台州德长，扩展危废业务版图 2020.08.27

业绩稳健增长，综合型环保平台雏形已现 2019.08.07

烟气治理行业的三十载征程 2019.06.26

模型更新时间：2020.10.16

股票研究

公用事业

其他公用事业

龙净环保(600388)

评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**16.50**
上次预测:	16.50
当前价格:	9.58

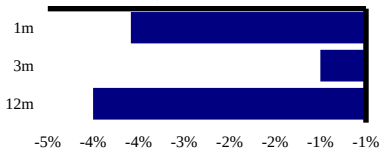
公司网址

www.longking.com.cn

公司简介

公司是位居国际前列的大气环保装备制造企业，致力于大气污染控制领域环保产品的研发、设计、制造、安装、调试、运营，先后引进美国、德国、日本、澳大利亚等国家先进的除尘、脱硫、物料输送等烟气治理技术。经过消化吸收再创新和自主研发，形成除尘、脱硫、脱硝、物料输送、电控装置等五大系列产品应用于电力、冶金、建材等领域，产品技术全面达到国际先进水平，部分达到国际领先水平。

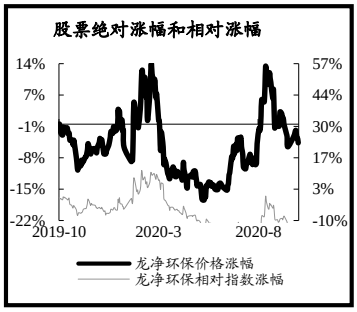
绝对价格回报（%）

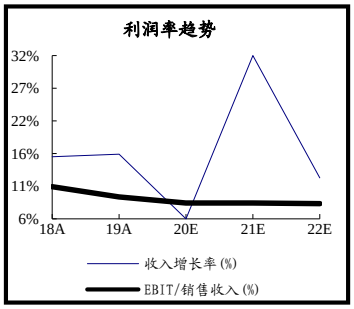


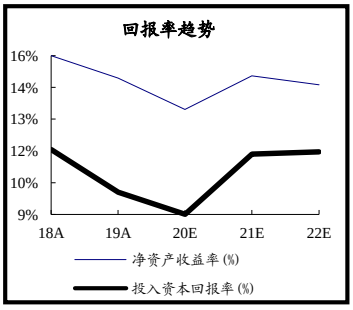
52 周内价格范围	8.47-11.60
市值（百万）	10,242

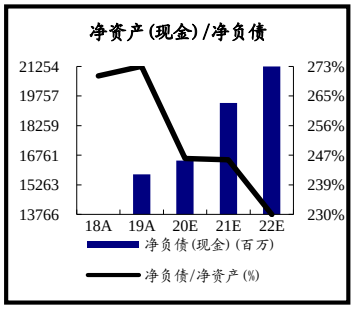
财务预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	**9,402**	**10,935**	**11,591**	**15,300**	**17,213**
营业成本	7,138	8,503	9,029	12,011	13,426
税金及附加	64	85	93	122	138
销售费用	220	270	290	383	430
管理费用	499	577	676	791	1,000
EBIT	**1,045**	**1,038**	**982**	**1,305**	**1,444**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	88	17	23	26
财务费用	72	139	114	89	59
营业利润	**947**	**1,003**	**1,059**	**1,392**	**1,584**
所得税	140	143	159	209	238
少数股东损益	4	10	9	12	13
净利润	**801**	**851**	**891**	**1,172**	**1,333**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,694	2,720	1,388	1,072	1,007
其他流动资产	59	71	76	81	86
长期投资	10	111	141	171	201
固定资产合计	989	929	908	890	874
无形及其他资产	1,851	2,407	2,352	2,298	2,243
资产合计	**18,854**	**21,583**	**23,182**	**27,285**	**30,495**
流动负债	12,972	14,183	14,861	17,762	19,605
非流动负债	793	1,619	1,629	1,639	1,649
股东权益	5,089	5,781	6,691	7,885	9,241
投入资本(IC)	**7,581**	**9,096**	**9,487**	**9,616**	**10,544**
现金流量表					
NOPLAT	890	890	835	1,109	1,228
折旧与摊销	118	135	195	193	191
流动资金增量	338	-1,413	959	-223	425
资本支出	-122	-330	-852	-810	-710
自由现金流	**1,224**	**-717**	**1,137**	**269**	**1,133**
经营现金流	414	17	127	1,611	1,091
投资现金流	-1,692	-580	-870	-822	-719
融资现金流	1,819	441	-590	-1,104	-437
现金流净增加额	**540**	**-122**	**-1,332**	**-315**	**-66**
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.9%	16.3%	6.0%	32.0%	12.5%
EBIT 增长率	18.8%	-0.6%	-5.4%	32.9%	10.7%
净利润增长率	10.6%	6.2%	4.7%	31.4%	13.7%
利润率					
毛利率	24.1%	22.2%	22.1%	21.5%	22.0%
EBIT 率	11.1%	9.5%	8.5%	8.5%	8.4%
净利润率	8.5%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.9%	14.9%	13.5%	15.0%	14.6%
总资产收益率(ROA)	4.3%	4.0%	3.9%	4.3%	4.4%
投入资本回报率(ROIC)	11.7%	9.8%	8.8%	11.5%	11.6%
运营能力					
存货周转天数	376.1	335.1	355.6	345.4	350.5
应收账款周转天数	115.2	108.8	112.0	110.4	111.2
总资产周转周转天数	731.9	720.4	730.0	650.9	646.6
净利润现金含量	0.5	0.0	0.1	1.4	0.8
资本支出/收入	1.3%	3.0%	7.4%	5.3%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	73.0%	73.2%	71.1%	71.1%	69.7%
净负债率	270.5%	273.3%	246.4%	246.0%	230.0%
估值比率					
PE	12.92	12.16	11.66	8.87	7.80
PB	2.15	1.83	1.75	1.49	1.27
EV/EBITDA	9.16	9.39	11.04	8.17	7.27
P/S	1.10	0.95	0.89	0.68	0.60
股息率	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%









目 录

1. 外延并购+内生培育，积极转型综合环保平台 4
2. 固废成为新的业绩增长点，运营资产持续拓展 4
2.1. 在手垃圾焚烧项目 4850 吨/日 4
2.2. 在手危废无害化项目 22.8 万吨/年 5
2.3. 运营类收入占比提升，收入结构开始改善 5
3. 布局新业务，激发长期增长潜力 5
4. 传统烟气业务订单充足，持续稳健经营无忧 6
4.1. 烟气市场超预期，龙头行业份额不断提升 6
4.2. 公司烟气业务订单充足 8
4.3. 烟气托管运营业务积极推进 9
5. 投资建议与估值 9
6. 风险提示 10

1. 外延并购+内生培育，积极转型综合环保平台

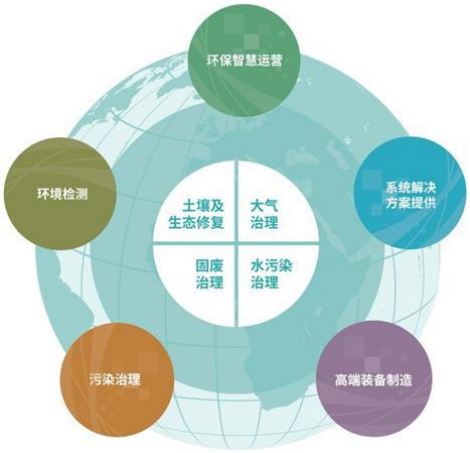
近年来公司积极通过外延并购和内生培育的方式向综合性环保平台转型。公司积极延伸产业布局，扩大固废、危废、土壤修复等业务范围，逐渐降低烟气治理业务占比，向综合性环保平台转型。

- ✧ 2018 年以来，公司制定了以大气业务为基础，积极拓展固废治理、水污染治理和土壤及生态修复业务的发展战略，致力于成为全方位和全产业的生态环保服务提供商。

- ✧ 2019 年，公司以生态环保全领域进军的发展战略，积极拓展垃圾发电运营、危险废物处理处置、工业废水处理、VOCs 治理、生态修复、智慧环保等新业务，EPC 工程项目合同持续突破，运营资产规模逐步放大，为公司的可持续增长奠定了基础。

- ✧ 目前公司成立了独立的能源子公司来统领垃圾焚烧发电和固废处置业务，组建了独立建制的危废事业部专业开展工业危废处置的业务，目前已投资 5 个项目，投资额近 40 亿元，伴随项目进入稳定运营期，将开始贡献稳定现金流。

图 1：公司致力于成为全方位和全产业的生态环保服务提供商



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 固废成为新的业绩增长点，运营资产持续拓展

公司持续拓展固废及危废运营项目进展突出，目前在手垃圾焚烧项目 4850 吨/日，危废无害化项目 22.8 万吨/年，随着运营类收入占比提升，收入结构逐步改善。

2.1. 在手垃圾焚烧项目 4850 吨/日

1）截止目前，公司在手垃圾焚烧项目 5 个，共计生活垃圾处置规模 4850 吨/日，包括德长环保的两个流化床项目共 1400 吨以及 3 个炉排炉项目共 3450 吨；2）其中已投运 2900 吨；3）项目分布在河北、浙江、云南等省份；4）炉排炉项目平均规模大（1150 吨），吨处理费较高（90.3 元），项目优质。

表 1：公司在手垃圾焚烧项目 4850 吨/日

项目	类型	投资额（万元）	设计产能	项目状态	特许经营期限	垃圾处置费标准
赵县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	生活垃圾、餐厨垃圾及污泥	74,481	1200 吨/天，餐厨 20 吨/天	在建	30 年	综合价 90 元/吨
平湖市生态能源项目	生活垃圾、餐厨垃圾及污泥	110,167	1500 吨/天	运营中	30 年	102 元/吨，餐厨 280 元/吨
平湖市德长环保有限公司	生活垃圾和秸秆	32,000	生活垃圾 600 吨/天，秸秆 160 吨/天	运营中	30 年	99 元/吨
乐清垃圾发电项目	生活垃圾	34,000	800 吨/天	运营中	27 年	105.6 元/吨
广南县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	生活垃圾	39500	750 吨/天	2020 年 9 月中标	30 年	67.50 元/吨

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 在手危废无害化项目 22.8 万吨/年

1）目前公司危废项目以无害化产能为主，在手 3 个项目，包括焚烧、填埋、物化、稳定固化共 22.8 万吨/年；分布在河北、山东、浙江等危废无害化景气度较高的区域市场。2）其中陈庄及中滨项目在建，台州德长已投产。

表 2：公司在手危废处置项目 22.8 万吨/年

项目	投资额（万元）	设计产能	状态
陈庄工业园固废处置中心	71,070	6 万吨/年（其中焚烧 2 万吨、物化 1 万吨、填埋 3 万吨）	在建
山东中滨环境保护固废综合处置中心	97,743	6 万吨/年（其中稳定固化 4.5 万吨、填埋 1.5 万吨）	在建
台州德长环保	56,100	9 万吨/年焚烧和 1.8 万吨柔性填埋能力	已投产

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 运营类收入占比提升，收入结构开始改善

公司在过去几年一直致力于运营类业务的投入和发展，积极提升公司运营类的收入以不断增强公司业务的稳定性和持续性。随着公司相关垃圾焚烧发电和水处理业务的开始运转，2020 年上半年公司的运营类业务实现销售收入 1.5 亿元，同比提升近 300%，占公司业务收入的比重已经超过 6%；同时运营类业务收入的毛利率较高，其占公司业务利润的比重目前已经超过 9%。预计未来随着运营类业务的进一步增加，收入和利润的结构将持续改善。

3. 布局新业务，激发长期增长潜力

固废业务之外，公司还积极布局土壤修复、污泥干化和 VOCs 治理业务，激发长期持续增长潜力。公司稳步执行“夯实大气治理核心主业，全面拓展固废危废处置、智能管带输送、污泥干化、土壤生态和水处理业务”的发展战略，新业务不断取得突破。

✧ **土壤生态板块：**公司确立了工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向并兼顾农田污染防治和陈腐垃圾填埋场修复两个辅助方向的发展战略，并均有良好的进展。目前公司中标了原沈阳有色金属加

工厂场地的修复治理项目，实现了在污染场地修复领域的重大突破，同时还中标了湖南娄底冷水江市两个矿山修复项目，为公司继连城山水林田湖草项目之后在矿山修复领域得到的进一步认可。

✧ **污泥干化和 VOCs 治理业务：**公司深挖现有客户发展需求，积极利用公司的技术研发和设备制造能力，逐渐拓展了污泥干化和 VOCs 治理业务，目前在手有效跟踪项目大幅上升，并已经相继取得了包括华能淮阴电厂污泥干化、风华高科废气治理、上海振华 VOCs、欧派清远木门厂 VOCs 治理等项目，截止 2020H1，公司污泥干化与 VOCs 治理业务合同额已近 1 亿元。

图 2：龙净环保电石渣堆场土壤修复项目

数据来源：国泰君安证券研究

图 3：龙净环保金龙汽车涂装车间 VOCs 治理项目

数据来源：国泰君安证券研究

4. 传统烟气业务订单充足，持续稳健经营无忧

市场对于公司传统烟气业务过于悲观，但受到集中度提升、运营业务增加等因素影响，公司经营韧性超预期。截止 2020H1 公司存量在手烟气订单 208.6 亿，按照公司三季度的招标数据计算，截至目前存量在手烟气订单规模约为 250 亿左右，同时公司还在加大烟气运营市场开发力度，未来传统主业持续稳定经营无忧。

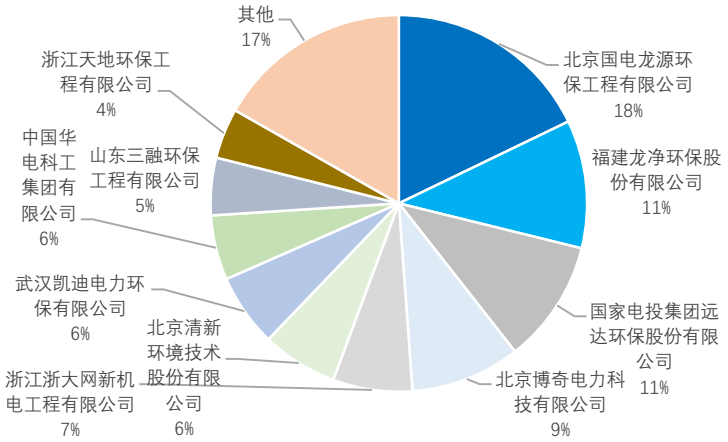
4.1. 烟气市场超预期，龙头行业份额不断提升

我们在烟气治理行业报告《烟气治理：不仅是重估市场空间，更是工程转运营变革》中提到：1）烟气治理市场空间和盈利能力需要重估，对于烟气治理工程，空间远超市场预期；对于非电市场，不仅是工程需求释放，更是工程转运营的模式变革。2）目前行业竞争格局变化，龙头市占率快速提升。

✧ **烟气治理工程服务：未来十年仍有 2000 亿空间，远超市场预期。**目前市场普遍预期烟气治理工程服务需求不足，但是我们认为，未来 10 年仍有约 2000 亿烟气治理市场待释放，行业远未到达“山穷水尽”的时刻。1）劣质火电烟气项目提标改造约 600 亿市场空间：2014-2017 年改造高峰过程中，由于赶工期等原因，部分火电烟气项目存在一定设计或者施工缺陷，目前仍然难以达成零排放目标，约 3 亿千瓦机组存在进一步改造的需求，按照 200 元/千瓦装机的保守

改造成本测算，约 600 亿市场空间将在未来 5 年内逐步释放。2）优质火电烟气项目滚动改造约 1000-1500 亿市场空间：烟气处理设施主体结构基本可以实现 30 年使用周期，但电气设备和部分活动机械构件每隔 10 年需要更换维护一次，更换成本约 100-150/千瓦装机，带动 1000-1500 亿需求在十年周期内滚动释放。3）非电烟气改造：钢铁、水泥、玻璃等主要排污行业仍有 250 亿以上空间。

图 4：2017 年底我国累计投运的火电烟气脱硫新建工程机组容量情况



数据来源：《脱硫脱硝行业发展综述》、国泰君安证券研究

表 3：测算按照旧标准，钢铁行业烧结烟气治理市场空间为 514 亿，目前已完成约 50%

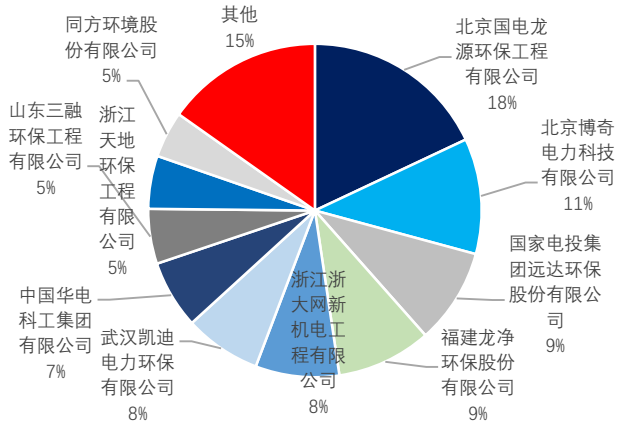
项目类型	烧结机面积（万平方米）	单位造价（万元/平方米）	总投资（亿元）
新建脱硫	1.6	25	40
改造脱硫	7.2	12	86
新增脱硝	11.2	30	336
改造脱硝	2.4	15	36
改造除尘	1.6	10	16
合计			**514**

数据来源：北极星大气网、《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》、国泰君安证券研究

✧ **非电市场：不仅是工程需求释放，更是工程转运营的模式变革。钢铁烧结烟气治理是非电市场的核心，并有望带动行业完成由工程至运营的模式转变。**1）钢铁烧结烟气治理托管运营优势明显：一方面项目托管运营给第三方专业机构，排放数据将更加稳定，另一方面专业化的运营可降低钢铁厂的烟气治理运营成本，龙净环保运营的莱钢 BOO 项目即是优质范例。2）从市场空间来看，保守预计，钢铁烧结烟气治理托管运营将新增 75 亿/年的运营市场。

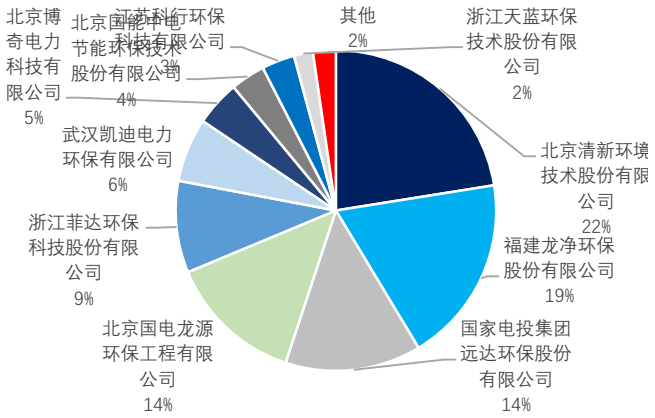
✧ **目前行业竞争格局变化：活跃玩家明显减少，龙头市占率快速提升。**以火电烟气脱硫为例，截止 2016 年底，参与的烟气治理企业累计装机容量 CR5 和 CR10 分别为 56%、85%；而 2017 年燃煤电站新签合同烟气脱硫机组容量中标企业 CR5 和 CR10 分别为 78%、98%。随着行业趋于成熟，参与者明显减少，龙头市占率仍在提升。

图 5：2016 年底累计投运的烟气脱硫新建工程机组容量情况：CR5 和 CR10 分别为 56%、85%



数据来源：《脱硫脱硝行业发展综述》、国泰君安证券研究

图 6：2017 年燃煤电站新签合同烟气脱硫机组容量情况：CR5 和 CR10 分别为 78%、98%



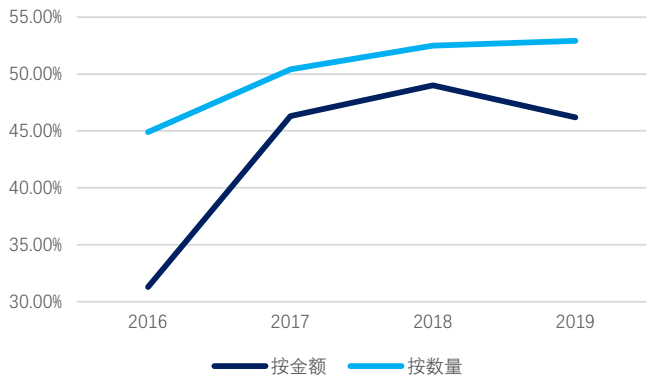
数据来源：《脱硫脱硝行业发展综述》、国泰君安证券研究

4.2. 公司烟气业务订单充足

行业需求仍在稳步释放，且市场集中度在持续提升，公司目前在手烟气业务订单充足。

✧ 由于烟气治理的技术要求逐渐提升同时钢铁、水泥等非电烟气市场的非标特性越发明显，能够持续获得订单的公司越来越少，龙净环保等龙头公司的市占率明显提升。从招标的中标数据来看，以龙净环保为例，2016 年按照招标数量和招标金额两个指标计算的中标率分别为 45%和 31%；但是到 2019 年中标率分别为 53%和 46%，分别提升 8 个和 15 个 pct，表明龙头公司的竞争压力明显下降，而市占率逐步提升。

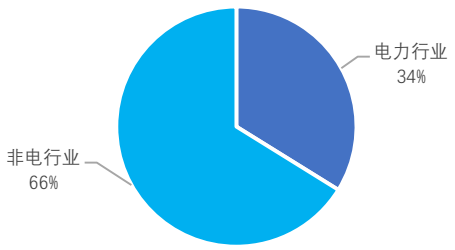
图 7：龙净环保历年招标中标率（中标/跟踪项目）



数据来源：采购与招标网、国泰君安证券研究

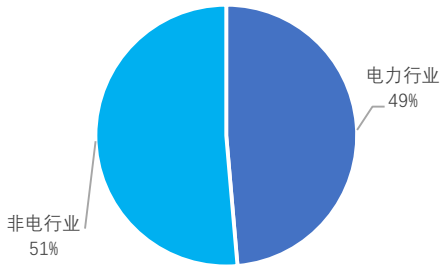
✧ 截止 2020 年上半年，公司在手合同金额 208.63 亿元，同比增长 7.5%，其中电力行业和非电行业占比基本相等；2020H1 新增合同中非电行业合同占比为 66%，公司大气业务结构布局均衡。同时公司还将加大烟气运营市场开发力度，未来传统主业持续稳定经营无忧。

图 8：2020H1 新增烟气订单结构：新增合同中非电行业合同占比为 66%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 9：2020H1 期末在手烟气订单结构：电力行业和非电行业占比基本相等

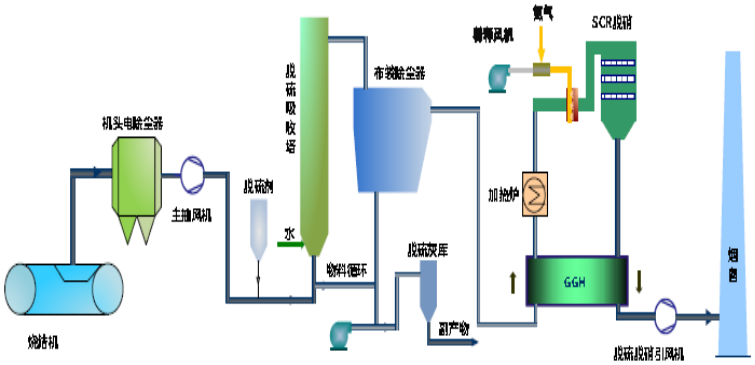


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4.3. 烟气托管运营业务积极推进

公司在钢铁烧结烟气治理托管运营领域优势明显，托管运营业务积极拓展中，烟气业务业绩质量也有提升趋势。1）钢铁烧结烟气治理是非电市场的核心，是非电烟气治理空间最大、盈利最好的细分领域。我们认为，未来有望通过这个细分实现行业由工程至运营的模式转变。而钢铁烧结烟气治理托管运营优势明显，将成为主流趋势。以公司的莱钢 BOO 项目为例，该厂烧结机面积 260 平米，根据调研数据，包含能源介质前提下，运营费用约 7000 万/年，较钢厂自主管理经济优势明显。2）公司莱钢烟气治理 BOO 项目目前进展顺利，这是公司在非电行业运营类项目的一大突破，示范效应显著。3）公司在钢铁烧结烟气治理托管运营领域优势明显，目前在全国钢铁烧结机烟气治理业务市占率 1/3，为后期拓展托管运营业务打下坚实基础。随着运营项目在烟气业务中占比提升，未来公司的烟气治理业绩质量也将提升。

图 10：莱钢烧结及球团烟气项目流程



数据来源：《莱芜钢铁集团银山型钢有限公司 1 号 265 平方米烧结烟气脱硫脱硝改造项目环境影响报告》、《莱芜钢铁集团银山型钢有限公司炼铁厂 120 万吨球团脱硫脱硝改造项目环境影响报告》

5. 投资建议与估值

维持“增持”评级。我们维持预测公司 2020-2022 年净利润为 8.9、11.7 及 13.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.10、1.25 元。1）目前市场对于烟气治理行业和公司烟气业务的预期已经进入底部，公司在手订单充足，

烟气业务稳健经营无忧；2）预期公司还将在固废及危废等运营类业务方面持续发力，新项目落地节奏或超预期。低估值龙头转型综合性环保平台的速度较快，有望带动估值修复，维持目标价 16.5 元，维持“增持”评级。

6. 风险提示

随着烟气治理市场集中改造完成，设备业务成长承压；固废、危废项目拓展进度低于预期等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com