

【广发海外】海螺创业 (00586.HK)

危废垃圾双轮驱动，政策利好助力成长

核心观点:

- **危废行业监管趋严，政策条件推动危废产能需求双增长。**生态环境部2019年10月发布《指导意见》要求到2025年底：(1)建立“源头严防、过程严管、后果严惩”的危废监管体系。(2)各省(区、市)危废处置能力与实际需求基本匹配。(3)危废非法转移倾倒得到有效遏制。《意见》额外提出发展水泥窑协同处置作为危废处置能力的有益补充，双重利好公司危废处置业务。公司水泥窑协同处置危废业务成本优势显著，根据公司反路演资料，公司项目储备充足，签约进度良好；据此我们预计公司该项业务将加速发展，总危废/固废处置产能于2019年-2021年末分别可达到235/375/554万吨/年，分别对应收入人民币6.53/14.31/26.34亿元，毛利润人民币4.57/10.02/18.48亿元，同比增速分别为65%/119%/84%，49%/119%/84%。
- **垃圾焚烧项目签约进展良好，支撑后续收入稳步上升。**根据公司反路演资料与公司官网信息，公司2019年新签约垃圾焚烧项目数量18个，超出预期。公司充足的签约项目支撑了后续建造收入与运营收入的持续高速增长。据此我们预计公司2019-2021年末垃圾处置产能将分别达到322/500/880万吨/年，其中炉排炉垃圾焚烧项目产能187/393/793万吨/年，对应总收入人民币32.32/54.28/71.08亿元，总毛利人民币6.88/11.99/17.44亿元，同比增速分别为87.5%/67.9%/31.0%，24%/74%/45%。
- **公司参股公司海螺水泥全年业绩向好。**公司参股公司海螺水泥作为行业龙头竞争优势明显，盈利领跑行业。根据广发建材研究小组对海螺水泥的盈利预测，我们认为，通过持有海螺水泥股权，公司2019-2021年将分别获取59.25/55.62/51.62亿元投资收益，同比增长11.4%/-6.1%/-7.2%。
- **我们预计公司19-21年EPS分别为3.73/3.90/4.17人民币元/股。**依据分部估值法，我们认为公司股权合理总价值为人民币686.54亿元，对应每股合理价值42.17港币，对应20年PE9.75倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进度不及预期；产能利用水平过低；垃圾焚烧补贴范围超预期收窄；联营企业波动风险；汇率变动导致的经营和价值风险。

盈利预测 (单位: 人民币):

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,064.95	2,889.59	4,592.98	7,520.44	10,370.22
增长率(%)	1.6%	39.9%	58.9%	63.7%	37.9%
EBITDA(百万元)	3,659.48	6,319.84	7,354.54	7,942.66	8,840.92
净利润(百万元)	3,403.00	5,947.27	6,734.09	7,032.65	7,524.54
增长率(%)	71.8%	74.8%	13.2%	4.4%	7.0%
EPS(元/股)	1.89	3.30	3.73	3.90	4.17
市盈率(P/E)	7.72	6.07	9.04	8.66	8.09
市净率(P/B)	1.28	1.40	1.92	1.61	1.37
EV/EBITDA	6.93	5.49	8.31	8.03	7.76

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

备注: 上述净利润为归母净利润。

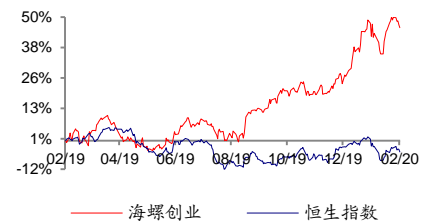
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	37.4 港元
合理价值	42.17 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-24

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1805/1805
总市值/流通市值 (百万港元)	67498/67498
一年内最高/最低 (港元)	38.50/25.05
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.10/150.19
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	23.03/43.57

相对市场表现



分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】海螺创业 (00586.HK): 上半年业绩符合预期, 主营业务快速发展	2019-08-27
【广发海外】海螺创业 (00586.HK): 固废危废处置快速发展, 垃圾处置超预期	2019-07-28

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、背靠海螺水泥的环保新贵	4
二、危废处置监管趋严，水泥窑协同优势显著	5
（一）总量存在供给缺口，政策叠加效应明显	5
（二）水泥窑协同处置优点全面，长期竞争优势显著	8
三、背靠海螺水泥，联合中国建材，公司水泥窑协同龙头地位凸显	10
四、垃圾处置：立足小规模，拓展大规模	13
五、联营企业运营稳健，提供长期发展支撑	15
六、港口物流发展稳定，水泥窑垃圾处置、新型建材与节能装备持续收缩	16
七、盈利预测及分部估值	17
（一）关键假设与盈利预测	17
（二）分部估值	18
八、风险提示	20

图表索引

图 1: 公司 2016-2019H 主营业务收入及构成 (百万元)	4
图 2: 公司 2016-2019H 利润及构成 (百万元)	4
图 3: 2013-2018 最低危废产量与实际处置量 (万吨)	6
图 4: 2013-2018 核准危废经营许可证数与资质总量 (份、万吨)	6
图 5: 近年各危废处置企业无害化处置收入 (百万元)	8
图 6: 投产项目平均年吨产能投资额 (元)	8
图 7: 投产项目平均年处置能力 (吨)	8
图 8: 2013-2018 不同处置方式危废处置数量 (万吨)	9
图 9: 2013-2018 无害化处置中不同处置方式占比	9
图 10: 截至 2019 年底全国主要水泥企业熟料产量排名 (万吨/年)	10
图 11: 预计公司 2019-2021 年投产危废/固废总产能 (万吨/年)	12
图 12: 预计公司 2019-2021 年危废/固废处置平均价格 (元/吨)	12
图 13: 预计公司 2019-2021 年危废/固废处置收入 (百万元)	12
图 14: 预计公司 2019-2021 年危废/固废处置利润 (百万元)	12
图 15: 公司 2016-2019H 已投产/签约项目数 (个)	13
图 16: 公司 2016-2019H 已投产/签约产能 (万吨)	13
图 17: 公司与项目规模更大的垃圾焚烧企业毛利率对比 (%)	13
图 18: 已投产项目平均规模与平均吨垃圾发电量关系 (吨/日、kwh/吨)	14
图 19: 已投产项目平均规模与吨产能投资额的关系 (吨/日、万元/(吨/日))	14
图 20: 公司 2016-2019H 新签约不同规模项目占比	14
图 21: 预计公司垃圾焚烧业务 2016-2021 营业收入及构成 (亿元)	15
图 22: 预计公司 2016-2021 利润及构成 (亿元)	16
图 23: 预计公司 2016-2021 主营业务收入构成 (亿元)	17
表 1: 固废处理相关政策追踪	7
表 2: 一个典型的产能 10 万吨/年水泥窑处置项目单年回报测算	9
表 3: 预测所用关键假设	18
表 4: 分部估值 (单位: 人民币)	19
表 5: 可比公司估值情况 (截止 2020 年 2 月 23 日)	19

一、背靠海螺水泥的环保新贵

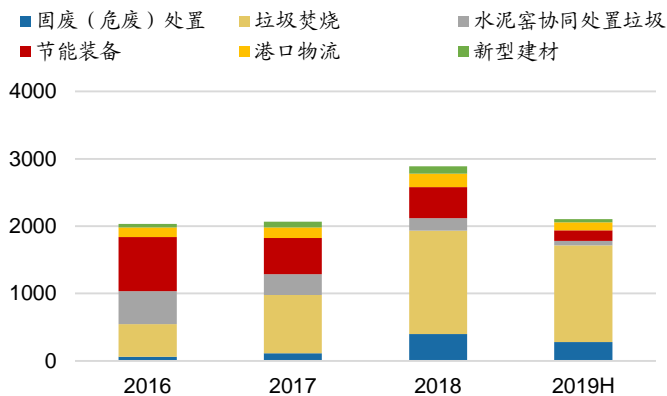
公司原为海螺水泥员工持股平台，持有海螺水泥母公司海螺集团49%的股份；海螺集团持有海螺水泥36.4%的股份，为海螺水泥控股股东。凭借这一身份，公司除可分享海螺水泥之丰厚经营收益外，还可依托海螺水泥既有资源开展自身经营业务。

作为节能环保综合服务提供商，公司的主营业务包括危废/固废处置、垃圾焚烧、水泥窑协同处置垃圾、节能装备、港口物流、新型建材等六个组成部分。近年来，公司确立了“双轮驱动”的发展战略，将危废/固废处置与垃圾焚烧作为公司发展的主要着力方向。

2019年上半年，公司共实现营业收入21.03亿元，同比增长106.23%。其中固废处置业务实现营业收入2.77亿元，同比增长89.77%；垃圾焚烧板块实现营业收入15.04亿元，同比增长187.35%。公司核心主业发展迅速，推动公司整体收入与盈利水平快速成长。

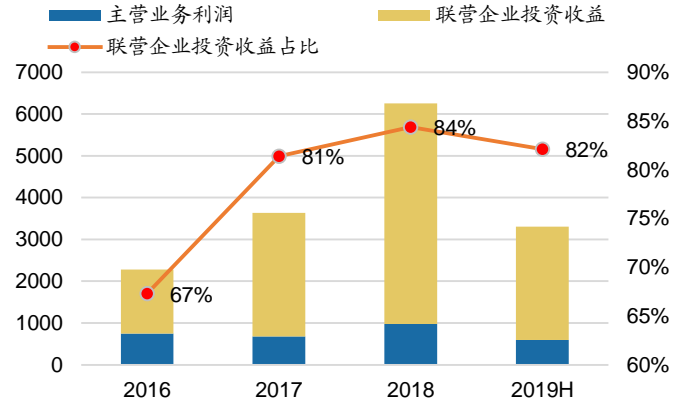
从利润构成角度而言，公司上半年共实现归母净利润31.41亿元，同比增长24.12%。其中主营业务归母净利润4.29亿元，同比增长48.65%；联营企业海螺水泥投资收益27.12亿元，同比增长20.96%。公司主业利润增速大幅领先联营企业，正快速摆脱对联营企业海螺水泥投资收益的依赖。

图1：公司2016-2019H主营业务收入及构成（百万元）



数据来源：公司 2016、17、18 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

图2：公司 2016-2019H 利润及构成（百万元）



数据来源：公司 2016、17、18 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

截止2019年上半年，公司水泥窑总危废/固废处置投产产能164.5万吨/年，在建产能100万吨/年，报批待建产能80万吨/年；垃圾焚烧投产产能4500吨/日，在建产能6600吨/日，报批待建产能14600吨/日。公司危废/固废处置与垃圾焚烧业务项目储备充足，投产进度稳定，产能有望在近两年持续高速提升，短期内为公司带来快速收入与利润增长。

截止2019年上半年，公司新签约危废/固废处置项目5个；通过合作获得危废/固废处置项目8个，其中控股的项目4个，属于少数股权的项目4个；新签约垃圾焚烧项目15个。公司项目签约进度远超预期，外部合作进展顺利，饱满的项目储备保证了公司持续充沛的成长动力和中长期内可期待的广阔增长空间。

二、危废处置监管趋严，水泥窑协同优势显著

（一）总量存在供给缺口，政策叠加效应明显

我国危废处置在总量上存在清晰的供给缺口。国家统计局出版的《中国统计年鉴》显示，我国危废产生量逐年增加，自2011年3431万吨已增长至2017年的6937万吨。但相对的，2017年危废实际处置量仅为2551.56万吨，占产生量的36.78%，处置比率仍然较低。

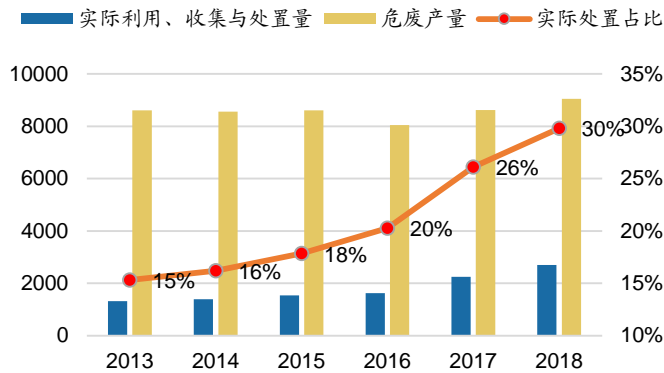
此外，由于危废产量统计基于企业自身上报，较高的处置费用与税负压力导致企业少报漏报现象比较常见，我们认为《年鉴》披露的危险废物产量无法反映实际产生的危废数量。我们基于《第一次全国污染源普查公报》数据推测危废的实际产量并以此作为我们后续推理的基础。我们在此提请读者注意第二次全国污染源普查行动正在进行中，在第二次普查活动结果公示后，我们将根据结果更新我们的估计。

根据《公报》数据，2007年我国危废产量为4574万吨，当年企业自行申报的危废产量为1079万吨。由于2011年环境保护部曾扩大危险废物统计口径和申报范围，导致2011年申报危险废物较2010年上升超过100%，我们需要排除统计口径变化对危废申报数额造成的影响。排除影响后我们发现，依照新的申报口径，2007年危废申报产量约为2155万吨，依旧远低于《公报》反映的实际产量。

我们假设一年内危废产量与一般固废产量比率保持不变，以《公报》危废产量与当年一般固废产量的比率为基础估计现时实际危废产量。根据国家统计局与生态环境部共同编辑的《中国环境统计年鉴》数据，我国2007年实际产生一般固废产量175632万吨，因此依照《公报》数据，我国2007年危废产量与一般固废比率为2.6%。这一数据低于其余国家可比数据：即使在该比率较低的美、日，其危废产量与一般固废产量比率也保持在4.6%以上。因此我们认为以该比率估计的现时危废产量是我国可能存在的最低现时危废产量。根据《年鉴》数据，我国2017年共产生一般固废331592万吨，依此估计当年最低危废产量为8621.4万吨。依照5%的年均增长率，我们估计2018年全国最低危废产量为9052.5万吨。

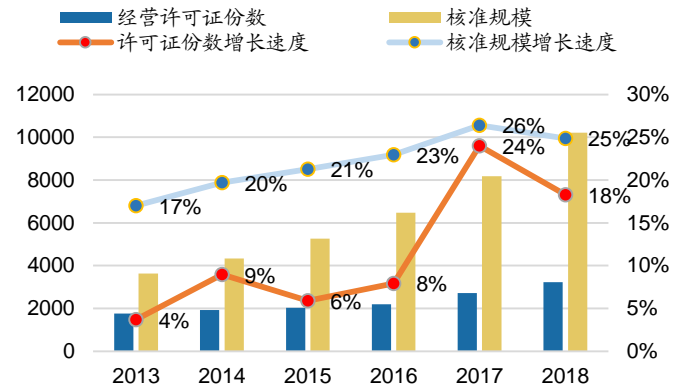
与之相对应的，生态环境部发布的《2019年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示，我国2018年核准危废经营资质达到10212万吨/年，核准产能大体可以覆盖最低危废产量。但是《年报》同时显示，2018年实际危废收集和利用处置量，即拥有危废经营资质企业收集和利用处置的危废量，仅为2697万吨，产能利用率较低；与9052.2万吨的最低现时危废产量相比，实际处置比率不及30%。同时，在实际处置的危废中资源化利用危废1911万吨，占比71%，无害化比率仅为29%；危废减量化处置程度不足。

图3: 2013-2018最低危废产量与实际处置量(万吨)



数据来源: 中国统计年鉴, 全国大、中城市固体废物污染环境防治年报, 中国广发证券发展研究中心

图4: 2013-2018核准危废经营许可证数与资质总量(份、万吨)



数据来源: 全国大、中城市固体废物污染环境防治年报, 广发证券发展研究中心

政府出台系列政策, 政策叠加推动危废实际处置率快速上升。 为了有效提高危废处置比率, 遏制企业非法转移倾倒危险废物, 政府自2017年起出台了一系列政策、法规、行动, 严格限制企业非法转移倾倒危险废物, 致使危废实际处置比率在近两年快速上升。同时, 政府部门在近几年加快了危废经营资格证书的颁发速度, 使经核准危废处置利用规模在近两年快速上升。作为政策环境趋严和审批速度加快的叠加结果, 我们可以发现近两年估计危废总规模中实际处置比率虽然仍处在低位, 但正处于快速上升趋势中。

表1: 固废处理相关政策追踪

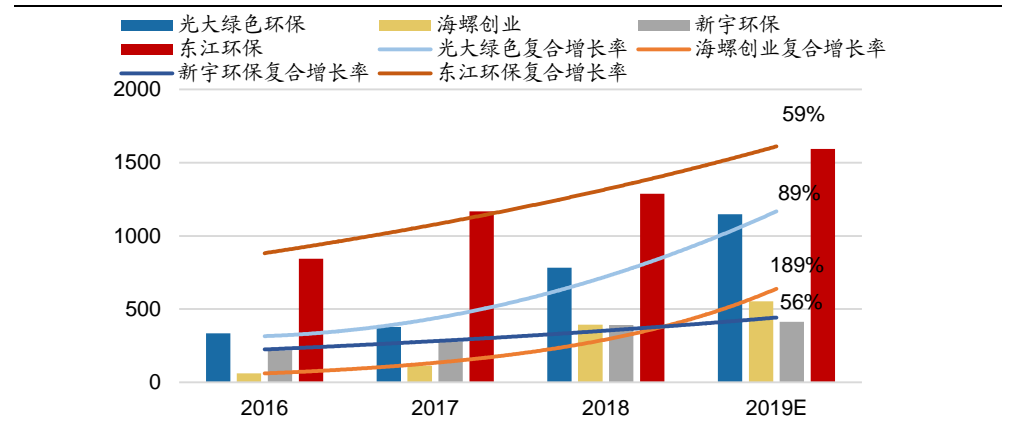
时间	部门	具体政策
2017/09/10	国务院办公厅	<p>《第二次全国污染源普查方案》</p> <p>摸清各类污染源基本情况，了解污染源数量、结构和分布状况，掌握国家、区域、流域、行业污染物产生、排放和处理情况，建立健全重点污染源档案、污染源信息数据库和环境统计平台，为加强污染源监管、改善环境质量、防控环境风险、服务环境与发展综合决策提供依据。</p>
2018/05/09	生态环境部	<p>“清废行动 2018”</p> <p>生态环境部从全国抽调执法骨干力量组成 150 个组，对长江经济带固体废物倾废情况进行全面摸排核实，对发现的问题督促地方政府限期整改，对发现的违法行为依法查处，全面公开问题清单和整改进展情况，直至全部整改完成。</p>
2018/05/22	生态环境部	<p>《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾废 进一步加强危险废物全过程监管的通知》</p> <p>严厉打击固体废物非法转移倾废违法犯罪行为，加强危险废物全过程监管；</p> <p>要求摸清固体废物特别是危险废物产生、贮存、转移、利用、处置情况；</p> <p>依法严厉打击各类固体废物非法转移行为，有效防范固体废物特别是危险废物非法转移倾废引发的突发环境事件。</p>
2018/05/23	生态环境部	<p>“固体废物大排查”</p> <p>开展固体废物大排查，以全面摸排并妥善处置非法倾废的固体废物；</p> <p>严厉打击固体废物非法转移违法犯罪活动；</p> <p>落实企业和地方责任，强化督察问责。</p>
2019/08/13	生态环境部	<p>《排污许可证申请与核发技术规范 工业固体废物和危险废物治理》</p> <p>完善排污许可技术支撑体系，指导和规范工业固体废物和危险废物治理排污单位排污许可证申请与核发工作；</p> <p>规定工业固体废物和危险废物治理排污单位排污许可证申请与核发的许可排放限值确定、实际排放量核算、合规判定的方法以及自行监测、环境管理台账与排污许可证执行报告等环境管理要求；</p> <p>提出了工业固体废物和危险废物治理污染防治可行技术要求。</p>
2019/10/15	生态环境部	<p>《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》</p> <p>要求长三角地区及“无废城市”到 2020 年底率先实现，珠三角、京津冀、长江经济带其他区域到 2022 年底提前实现，其余地区到 2025 年底整体实现：</p> <p>一、建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系；</p> <p>二、各省（区、市）危险废物利用处置能力与实际需求基本匹配，全国危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡，布局趋于合理；</p> <p>三、危险废物环境风险防范能力显著提升，危险废物非法转移倾废案件高发态势得到有效遏制。</p>

数据来源：国务院办公厅，生态环境部，广发证券发展研究中心

10月15日，生态环境部对外发布了《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》。《意见》提出建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系；到2025年各省（区、市）危险废物利用处置能力与实际需求基本匹配；其中长三角地区（包括上海市、江苏省、浙江省）及“无废城市”建设试点城市在2020年底率先实现；珠三角、京津冀和长江经济带其他地区在2022年底提前实现。我们认为《意见》进一步明确了提高实际危废处置率，扩大危废处置产能的政策导向。

在这一导向下，我们认为危废实际处置率将进一步提升。由于新建危废处置产能需要较长时间才能投产，我们认为在近两年内危废处置产能供给依旧存在较大缺口，这意味着要达到更高的危废实际处置率将推动各危废处置单位达到更高的产能利用率，进而推动危废处置行业在短期内持续繁荣。

图5：近年各危废处置企业无害化处置收入（百万元）



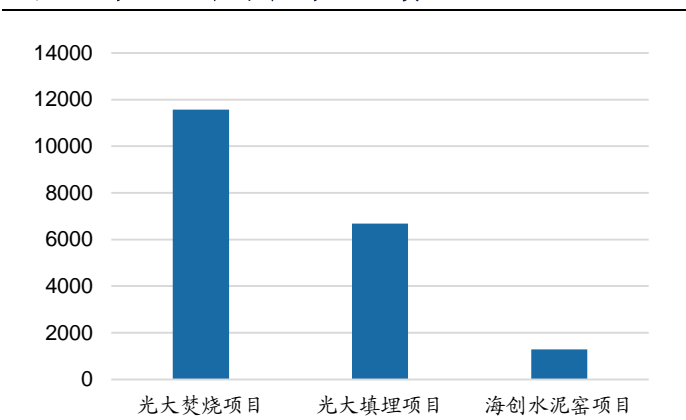
数据来源：各公司 2016-2018 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

备注：2019E 数据为自 2019H 数据保守估算得来，实际 2019 处理收入数据将高于本图估计数据。

（二）水泥窑协同处置优点全面，长期竞争优势显著

水泥窑协同处置具有投资成本低、产能落地快、单个项目处置量大、单位处置成本低廉等优点，具有很强的盈利能力和竞争优势。与传统焚烧或填埋项目相比，水泥窑协同处置危废具有投资成本低、产能落地快、单位处置成本低、单个项目处置量大等显著优点。

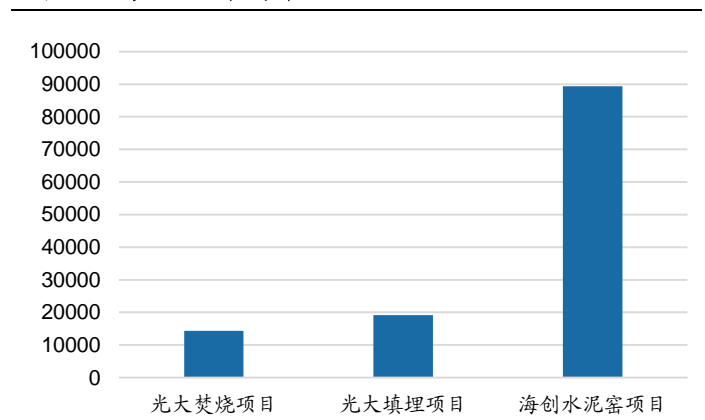
图6：投产项目平均年吨产能投资额（元）



数据来源：公司 2018 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

备注：数据取自所有投产项目，对于水泥窑项目假设所有投资额都投资于获危废资质的处置能力（这一假设将高估水泥窑协同处置危废平均年吨产能投资额）。

图7：投产项目平均年处置能力（吨）



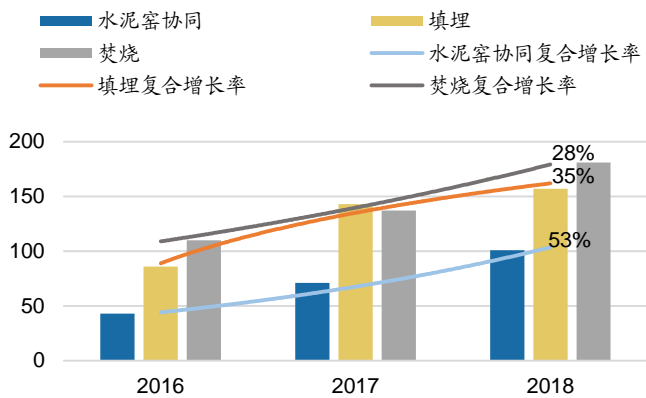
数据来源：公司 2018 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

备注：数据取自所有投产项目。

这些显著的竞争优势来源于水泥窑协同处置的技术特点。水泥窑协同处置是通过将危废处置流程整合进传统水泥生产过程中，利用原有水泥生产线进行处置的危废处置工艺。无需土建或购买整套设备的特点使其具备投资成本低、投产速度快的优势；利用水泥生产过程产生的高温大量处理危废的特点使其具备了单位成本低和单项目产量大的优势。

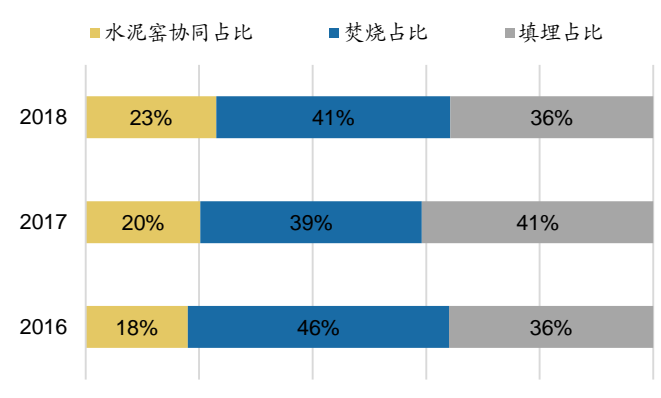
基于上述优势，在产能缺口清晰，需求上升快速的当下关键时期，水泥窑协同处置工艺具备在短期内快速铺开、通过成本优势迅速抢占市场的竞争优势地位。

图8: 2013-2018不同处置方式危废处置数量(万吨)



数据来源: 2017-2019 全国大、中城市固体废物污染环境防治年报, 广发证券发展研究中心

图9: 2013-2018 无害化处置中不同处置方式占比



数据来源: 2017-2019 全国大、中城市固体废物污染环境防治年报, 广发证券发展研究中心

备注: 上述无害化处置不包括医疗废物

在迅速抢占市场的同时，低廉的处置成本依旧可以为水泥窑协同处置项目带来丰厚的利润回报。

表2: 一个典型的产能10万吨/年水泥窑处置项目单年回报测算

	危废处置部分	一般固废处置部分
危废资质量(吨)	60000	—
产能利用率	50%	—
实际处置量(吨)	30000	24000
处置单价(元)	2100	300
收入(万元)	6300	720
单位处置成本(元)	550	130
成本(万元)	1650	312
毛利润(万元)	4650	408
总计(万元)	5058	

数据来源: 广发证券发展研究中心

备注: 假设危废与一般固废配伍比例为 1:0.8。

危废行业黄金扩张期有限，长期市场成本为王。在当下市场中，由于产能的相对不足与监管趋严导致的危废处置需求快速上升，危废处置费用与利润率水平都处于相当高的位置。然而，随着政策的推进，危废实际处置比率的上升空间是有限的，

在实际处置比率上升至政策目标水平后，危废处置总需求的增长只由危废总产量的增长推动，同时数据表明危废总产量在近两年增长比较缓慢，意味着危废处置市场长期市场空间有限，竞争将转向存量市场。

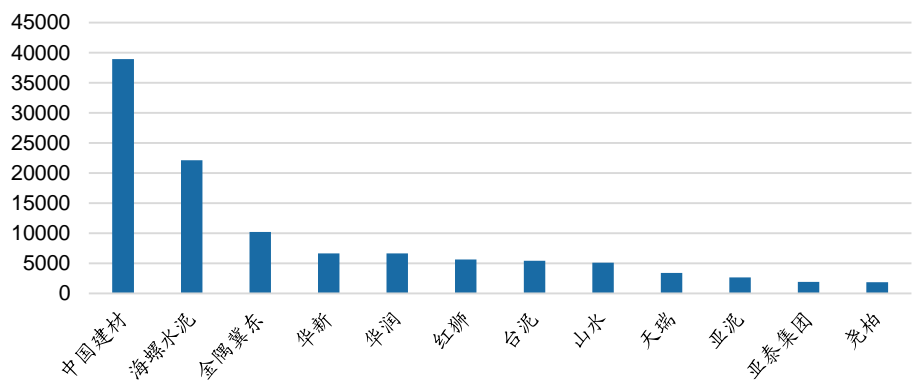
同时，随着危废经营许可证的持续颁发，危废处置产能将继续持续增长。长期而言，危废处置产能供给超出危废处置产能需求是可以预期的事实。因此我们认为，在长期存量市场中，具有显著成本优势的水泥窑协同处置相对于传统处置项目可以保持良好的竞争优势，获得更大的市场份额，从而为投资者带来可观的长期回报。

三、背靠海螺水泥，联合中国建材，公司水泥窑协同龙头地位凸显

依托海螺水泥生产线，公司水泥窑协同处置危废发展迅速。作为海螺水泥的员工持股平台，公司自渊源即与海螺水泥有紧密的联系。公司合计共持有海螺水泥17.84%的股权，同时公司董事会主席、总经理及大部分执行董事都是出自海螺水泥或其附属公司的董事和高级管理人员。紧密的关系帮助海螺创业以较低的租金水平垄断了海螺水泥下属水泥设备的水泥窑协同改造与经营权。

海螺水泥是国内第二大水泥生产企业。截止2019年底，海螺水泥共计拥有熟料产能22112.3万吨/年，生产线全部采用新型干法水泥工艺技术，大部分生产线产能水平较高，拥有大量符合国家要求的水泥窑协同处置改造目标生产线。

图10: 截至2019年底全国主要水泥企业熟料产量排名（万吨/年）



数据来源：中国水泥网，广发证券发展研究中心

对于水泥窑协同处置业务而言，能否以低廉的成本获得优质的合作水泥生产线是业务发展成败的关键。通过与海螺水泥的合作，公司可以以危废55元/吨，一般固废35元/吨的低廉价格使用海螺创业的水泥生产线进行水泥窑协同处置。紧密的关系、低廉的成本和独占的资源使得公司在具备可改造海螺水泥生产线的地区可以实现产能的快速扩张与投产。

与中国建材成立合资企业，联合中国建材实现地域市场新突破。由于危废行业的特殊性，危废的跨省运输存在诸多行政和审批上的障碍。因此现阶段国内危废处置市场处于比较高度的分割状态，各个省份之间的危废处置市场连通程度较低。因此，为了进入海螺集团影响力较小的地区，公司选择与国内最大的水泥熟料生产商中国建材合作。

海螺创业2019年与中国建材在香港成立股份占比50%对50%且由海螺创业并表的合营控股公司海建香港（海建香港控股有限公司），并通过海建香港在安徽成立外商独资企业海中环保（安徽海中环保有限责任公司）作为双方合作的内地控股平台。通过与中国建材的合作，海螺创业可以将业务拓展至海螺水泥生产线资源较少的新市场，并在今年实现了对包括河南、江苏、山东、浙江等海螺集团缺乏影响力的地区市场的快速突破。

项目储备充足，项目推进迅速，海螺创业水泥窑协同处置龙头地位凸显。通过背靠海螺水泥的快速扩张和联合中国建材的异地突破，公司近两年在危废处置领域不论是项目签约还是项目运营都取得了可喜的成绩。

根据公司反路演资料与公司官网信息，截至2019年12月底，公司2019年新签约危废/固废项目6个；通过合作获得危废/固废处置项目11个，其中控股的项目7个，属于少数股权的项目4个。公司海螺水泥项目已投产危废/固废产能204.5万吨/年，在建产能90万吨/年，报批待建产能67万吨/年；中国建材项目已投产产能10万吨/年，在建产能40万吨/年，报批待建产能68万吨/年。在所有已投产产能中具有危废处置资质的产能102.06万吨，由于接近半数产能投产不足一年，这一数字在一年后危废试运营许可证更换为正式许可证后还会有一个可观的上升。

基于公司优异的项目拓展表现，我们预计公司危废处置业务将基于已签约项目快速拓展。基于每10万吨/年危废/固废处置产能可以获得6万吨/年危废处置资质的假设（这是一个比较保守的假设，公司的估计为每10万吨/年危废/固废处置产能可以获得7万吨/年危废处置资质），我们预计公司危废/固废处置产能在2019-2021年末可分别达到235/375/554万吨/年，同比增长124%/60%/48%。其中具有危废处置资质的产能分别达到118/196/284万吨/年，同比增长93%/66%/45%。

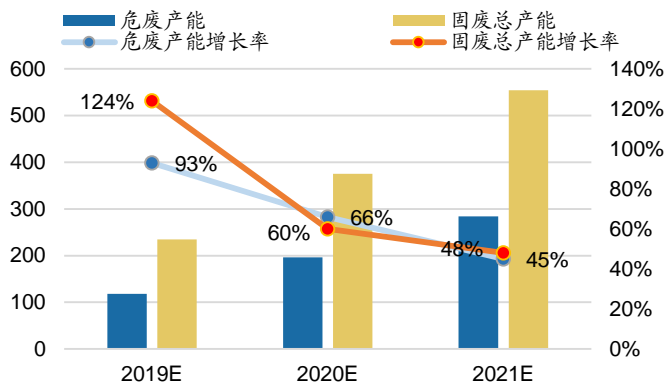
此外，我们预计公司大部分地区项目产能利用率在短期内随着危废收储业务的拓展和环保政策的收严继续走高；对于竞争激烈且产能相对过剩的陕西地区项目，我们假设其产能利用率保持在20%这一非常保守的水平。

对于危废处置价格，由于公司产能主要集中在需求并不十分紧张的地区，并且近年伴随危废处置需求的上升危废处置供给也将有较大幅度的上升，我们不认为危废价格会随着需求上升快速上涨。综上我们假设处理价格在2100元/吨的价格水平左右保持稳定。基于上述假设，我们预测公司2019-2021年危废/固废处置业务收入分别为6.53/14.31/26.34亿元，同比增长65%/119%/84%。其中来自危废处置收入分别为5.45/11.95/22.23亿元，同比增长76%/119%/86%。危废收入占总处置收入比例分别为84%/83%/84%。

对于利润水平，由于水泥窑协同处置业务整体成本波动程度不高，我们假设业务毛利率水平在各时期内比较稳定。由于在中国建材合作项目中存在不同工艺对接的困难和合作导致的管理低效和摩擦，我们赋予合作项目更低的毛利率。基于上述假设，我们估计危废/固废处置业务在2019-2021年将为公司分别带来4.57/10.02/18.48亿元毛利润，同比增长49%/119%/84%。

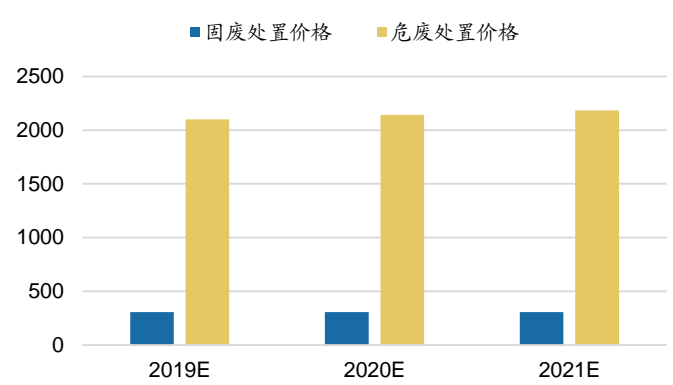
需要注意的是，在上述测算中我们已经考虑了新型冠状病毒疫情给公司建设与经营带来的不利影响。第一，由于危废处置属于工业生产链条上必不可少的环节，疫情造成的停产期延长主要发生在工业生产的淡季，同时公司可以通过先收储后复工的方式减少停产损失；我们假设就全年而言疫情将造成所有已投产产能利用率4%水平的下降。第二，在综合考虑现阶段跨省交通运输限行的较严峻现状，异地建筑工人返程后将面临较长期隔离观察的处境与水泥窑协同处置平均工期后，我们认为原预计投产日在2020年2月至2021年2月间的项目平均投产日期将延后45天是一个比较合理的假设。综合上述考量，我们认为新型冠状病毒疫情将造成公司危废/固废处置业务2020年归母净利润由8.51亿元下降至7.67亿元，下降水平为9.88%。

图11: 预计公司2019-2021年投产危废/固废总产能(万吨/年)



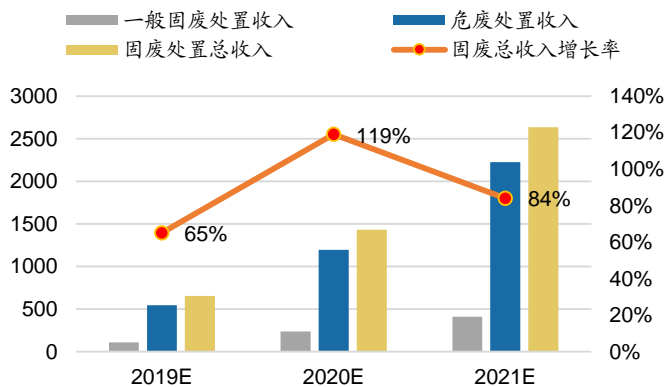
数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 预计公司2019-2021年危废/固废处置平均价格(元/吨)



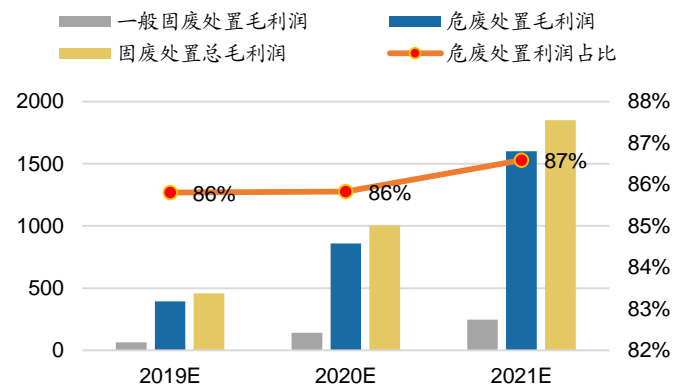
数据来源: 广发证券发展研究中心

图13: 预计公司2019-2021年危废/固废处置收入(百万元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图14: 预计公司2019-2021年危废/固废处置利润(百万元)

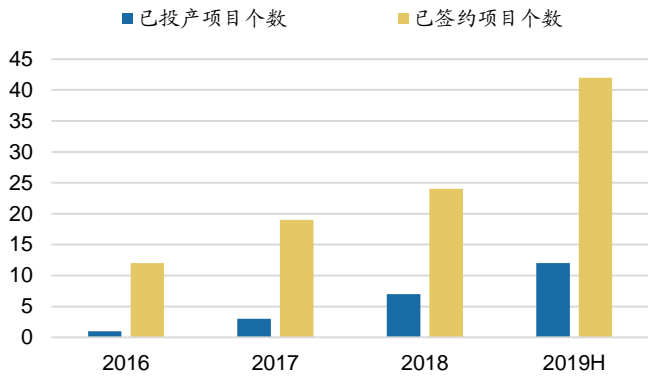


数据来源: 广发证券发展研究中心

四、垃圾处置：立足小规模，拓展大规模

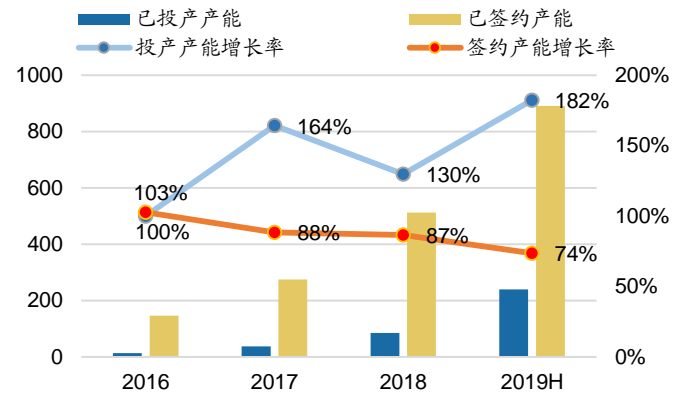
立足小规模市场，稳健扩大未来经营现金流。公司垃圾焚烧项目发端并立足于受大型垃圾焚烧企业忽视的小规模市场，凭借挖掘市场空白快速签约并投产了一大批产能 300 吨/天及 400 吨/天的小规模垃圾焚烧项目。凭借小规模项目，公司快速在全国范围内布局自身垃圾焚烧产能。

图 15: 公司 2016-2019H 已投产/签约项目数 (个)



数据来源：公司 2016-2018 年报，2019H 中报及公司官方网站，广发证券发展研究中心

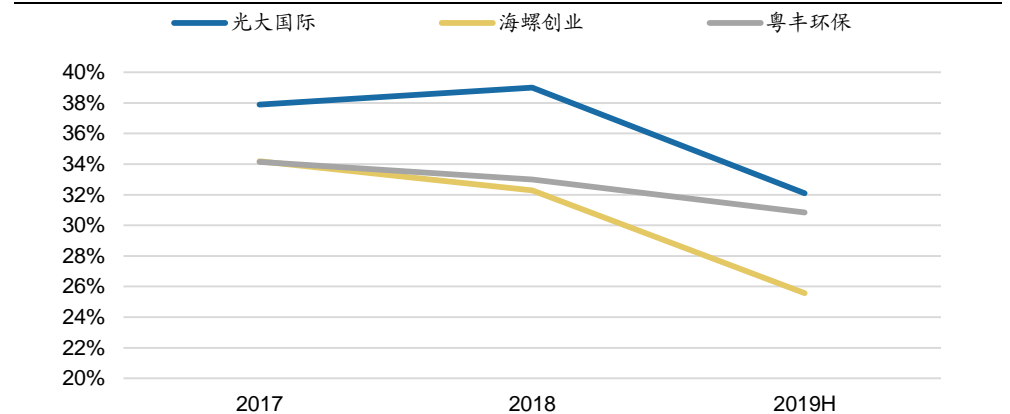
图 16: 公司 2016-2019H 已投产/签约产能 (万吨)



数据来源：公司 2016-2018 年报，2019H 中报及公司官方网站，广发证券发展研究中心

由于小规模垃圾焚烧项目平均吨产能投资较高，对于大部分垃圾焚烧企业而言小规模项目的毛利率水平并不令人满意。但公司凭借与日本川崎重工持久稳定的合作关系完成了对项目的 EPC 总承包，即主导了从设计、施工、设备的建设全流程，从而降低了项目的投资成本；同时，承自海螺水泥的经营文化使公司可以更好地压缩项目经营成本。因此，即便在小规模市场上公司也获取了令人满意的毛利率水平。通过快速确立一大批小规模项目，公司提前锁定了稳定的未来经营现金流量。

图 17: 公司与项目规模更大的垃圾焚烧企业毛利率对比 (%)

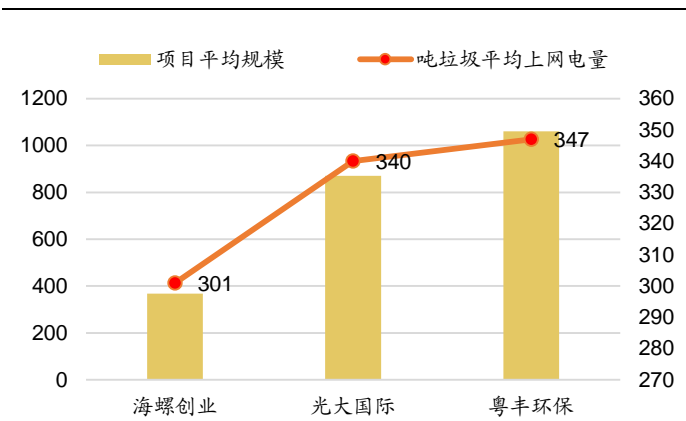


数据来源：各公司 2017-2018 年报，2019H 中报，广发证券发展研究中心

拓展中、大规模项目，提升投资回报率。公司在获取了一批小规模项目，积累了运营经验并在项目所在地区内形成了良好的示范效应后，目前新签约目标已经向中、大规模项目转移。根据公司反路演资料与公司官网信息，在2019年内，公司新签约的18个项目中，300吨/日的项目仅4个，400吨/日项目6个，500吨/日项目有7个，1000吨/日项目有1个。

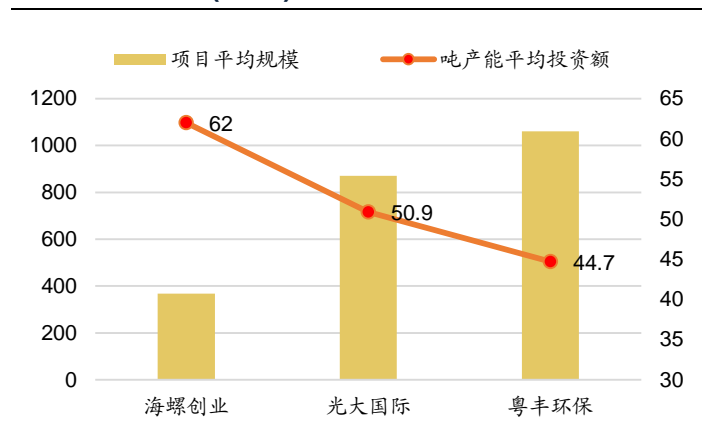
相较于300吨/日的小型项目，中、大型项目可以获得更低的平均吨产能投资和更高的吨垃圾焚烧上网电量。因此持续获得中、大型垃圾焚烧项目意味着公司在将来可以获取更高的毛利率与更好的投资回报率。根据公司当期表现，我们乐观估计企业有能力开拓更多的中、大型垃圾焚烧项目，未来项目获取将更多地向中、大型项目偏移。

图18: 已投产项目平均规模与平均吨垃圾发电量关系 (吨/日、kwh/吨)



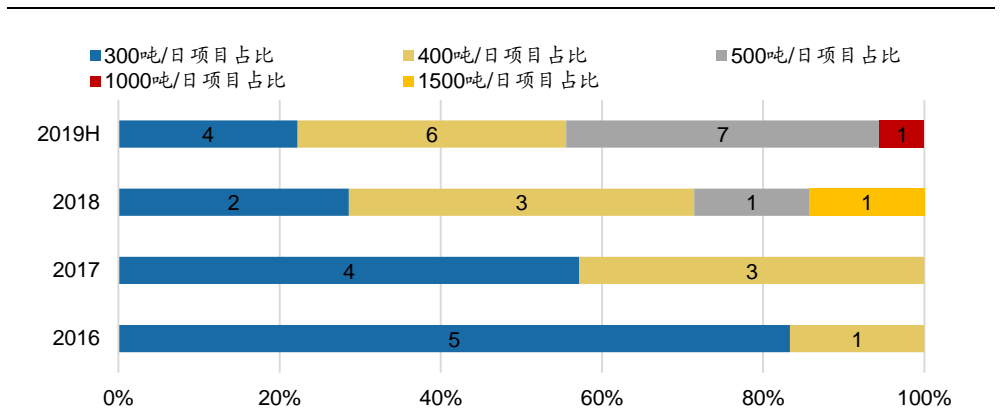
数据来源: 各公司 2016-2018 年报、2019H 中报, 广发证券发展研究中心

图19: 已投产项目平均规模与吨产能投资额的关系 (吨/日、万元/(吨/日))



数据来源: 各公司 2016-2018 年报、2019H 中报, 广发证券发展研究中心

图20: 公司2016-2019H新签约不同规模项目占比



数据来源: 公司 2016-2018 年报, 2019H 中报, 公司官方网站, 广发证券发展研究中心

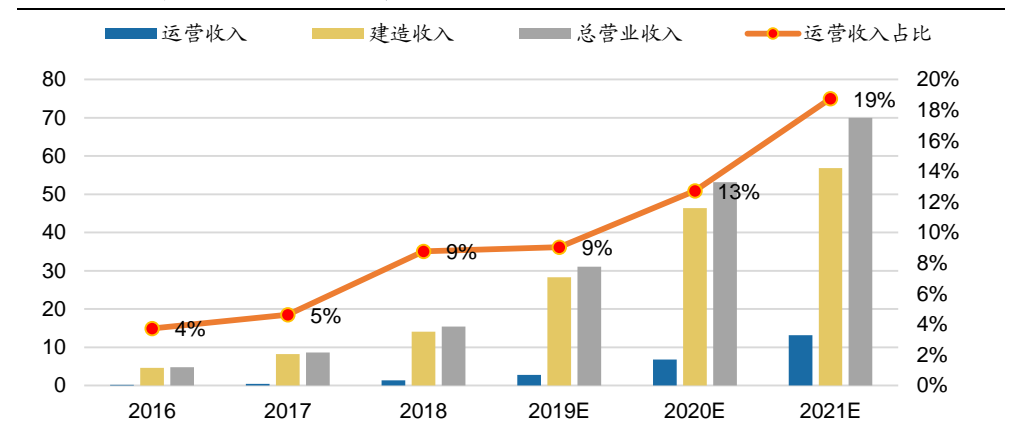
根据公司半年报，截至2019年上半年，公司垃圾焚烧项目共有投产产能4500吨/日，在建产能6600吨/日，报批待建产能14600吨/日。大量项目的建设投入建设将大量形成企业建设收入的确认，进而推动企业营业收入和净利润快速上升。

由于今后企业项目平均规模的逐渐上升将拉动企业平均吨垃圾上网电量的逐渐上升，我们保守地假设企业2019-2020年平均吨垃圾上网电量分别为310kwh/吨、320kwh/吨、325kwh/吨。

基于上述假设，我们估计企业垃圾焚烧项目2019-2021年贡献的营业收入分别为32.32/54.28/71.08亿元，同比增长87.5%/67.9%/31.0%；其中运营收入分别为2.81/6.76/13.12亿元，同比增长107.4%/140.8%/94.0%；运营收入占营业收入比重分别为9%/13%/19%。运营收入占比的提升意味着随着大量在建及待建项目的投产企业可以开始获得稳定的经营现金流量，良好的现金流量状况将支撑企业进一步快速发展。

与危废/固废处置业务相同，我们同样已经考虑了新型冠状病毒疫情的影响。在运营方面，与危废/固废处置业务不同，由于市政垃圾是不间断产生的，垃圾焚烧处置项目在春节与疫情期间依旧持续满负荷运行；再考虑到公司在湖北并没有垃圾焚烧处置项目，我们认为已投产项目的产能利用率不受新型冠状病毒疫情的影响。在项目投建方面，基于与危废/固废业务同样的考虑，我们认为原预计投产日在2020年2月至2021年8月间的项目投产日期延后45天将是一个合理的假设。综合上述考量，我们认为新型冠状病毒疫情将造成公司垃圾焚烧项目归母净利润由6.49亿元下降至6.22亿元，降幅为4.11%。

图21：预计公司垃圾焚烧业务2016-2021营业收入及构成（亿元）



数据来源：公司 2016-2018 年报，广发证券发展研究中心

备注：运营收入中包含 BOT 会计处理后被计入利息收入的垃圾处置补贴。

五、联营企业运营稳健，提供长期发展支撑

海螺水泥运营稳健，丰厚的投资收益将为企业主营业务发展提供长期支撑。公司通过间接持有海螺水泥17.84%的股权，得以分享海螺水泥丰厚的经营收益。自2017年供给侧改革以来，海螺水泥收益于水泥产品销价的大幅上升，因此近几年营业收入与净利润有大幅的增长。

根据广发建材行业研究小组报告，近期巢湖地区突发环保整治导致多家水泥企业超预期停产，此轮整治或致使长三角地区水泥供应更加紧俏，有利于区域水泥和熟料价格。由于海螺水泥在安徽地区产能占有率接近60%，在长三角地区占有率接近33%，该轮环保整治海螺水泥或收益明显。

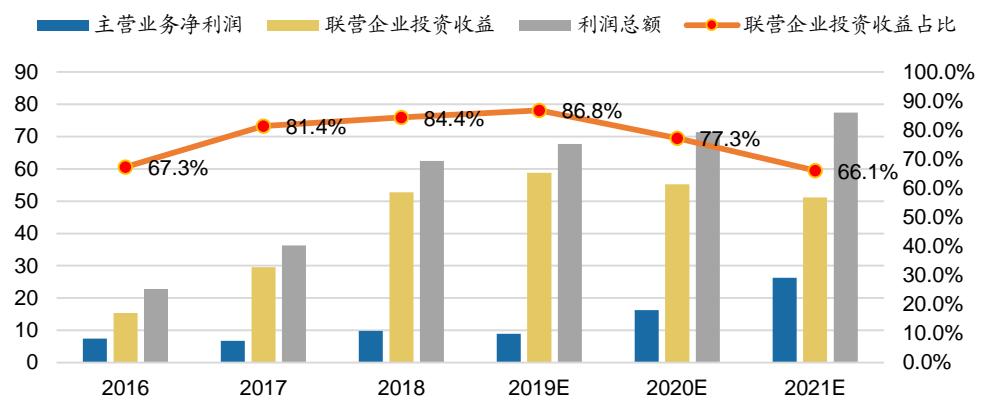
由于水泥行业产能格局较难改变，公司作为行业龙头，竞争优势明显，盈利领跑行业。而未来一段时间经济下行压力增大，稳增长力度将有所加强，水泥需求有望继续提升有利于公司业绩稳定或继续上升。

依据广发建材行业研究小组估计，我们认为2019-2021年通过持有海螺水泥股权，公司将分别获取59.25/55.62/51.62亿元投资收益，同比增长11.4%/-6.1%/-7.2%。

来自海螺水泥的丰厚的投资收益与稳健资本回报将支撑公司取得大量低息银行授信。根据我们对公司的调研，截至2019年11月底，公司已获得来自不同银行的300亿元银行授信，平均利率为基准贷款利率下浮10%；根据公司2019H1中报，公司资产负债率截至2019年6月底仅23.7%。依托拥有优质资产海螺水泥股份和极低的资产负债率，公司未来发展几乎不会受到可获资本数额和资本结构的限制，也很难受到来自财务费用的压力。公司拥有的海螺水泥股份将成为公司快速发展过程中稳定的压舱石。

随着公司主营业务的持续扩张与发展，海螺水泥贡献投资收益占公司总利润比重持续下降。我们预计公司将快速摆脱海螺水泥影子股地位，转形成为环保行业具备竞争优势的新兴龙头企业。根据我们的测算，在2019-2021年，公司总利润中联营企业投资收益占比分别为86.8%/77.3%/66.1%，公司估值将不再被海螺水泥绑架，走出由其主营业务成果主导的新趋势。

图22: 预计公司2016-2021利润及构成(亿元)



数据来源: 公司 2016-2018 年报, 广发证券发展研究中心

六、港口物流发展稳定，水泥窑垃圾处置、新型建材与节能装备持续收缩

公司港口物流业务经营状况稳定，为公司提供了稳定的现金流入。2019H1公司

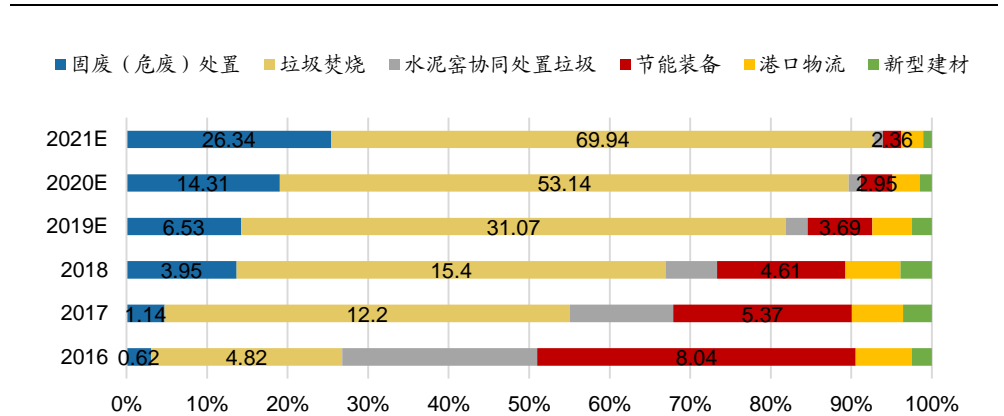
港口业务实现营业收入1.19亿元，同比增长15.3%。港口吞吐量1894万吨，同比增长9%。我们预计未来三年港口物流业务将保持稳定。

公司水泥窑垃圾处置业务2019H1共接受生活垃圾44.27万吨，实现处置收入2512万元，同比增长20.24%。由于水泥窑垃圾处置整体效益不佳，并且占用了本可用于协同处置危废的水泥生产线资源，公司在近年已经停止接收新水泥窑垃圾处置项目并筹划将原有项目改造为协同处置危废项目以扩大收入及利润。我们预计将来未改造水泥窑垃圾处置项目将保持稳定，改造项目将成为危废处置项目为公司提供更理想的运营收益。

公司新型建材业务2019H1共销售产品310.2万平方米，实现营业收入4473万元，同比下降8.1%。由于新型建材项目市场拓展不及预期，公司在今年已经放缓对其投入，我们预计在公司寻求到理想的并购标的该业务将持续萎缩。

公司节能装备制造业务2019H1共实现销售收入1.59亿元，同比下降20.07%。作为过去公司的主营业务，节能装备制造业务在近年公司确认了发展方向后持续萎缩，我们预计公司在该业务方向投入将持续降低，该业务也将保持持续萎缩状态。

图23: 预计公司2016-2021主营业务收入构成 (亿元)



数据来源: 公司 2016-2018 年报, 广发证券发展研究中心

七、盈利预测及分部估值

(一) 关键假设与盈利预测

公司水泥窑协同处置危废业务成本优势显著，根据公司反路演资料，公司项目储备充足，签约进度良好；据此我们预计公司该项业务将加速发展。我们假设公司2019-2021年危废/固废投运产能规模分别为235/375/554万吨，同比增长124%/60%/48%。根据公司中报与反路演资料预计投产计划，我们假设公司2019-2021年实际处置危废与一般固废数量分别为31/68/130万吨与40/88/160万吨。我们假设2019-2021年公司平均危废与一般固废处置单价分别为2100/2142/2185元/吨与306/306/306元/吨。综上，我们估计公司2019-2021年危废/固废业务将取得收入共计人民币6.53/14.31/26.34亿元，毛利润共计人民币4.57/10.02/18.48亿元。

由于公司拥有充足的签约项目，根据公司反路演资料与官网信息，我们假设公司2019-2021年垃圾焚烧投运产能规模分别为187/393/793万吨/年，同比增长207%/110%/102%。综合考虑垃圾焚烧行业特征与公司现有垃圾焚烧项目产能利用率，我们假设公司实际处置垃圾数量112/267/513万吨。基于公司垃圾焚烧项目平均规模的上升与公司历史数据，我们假设公司平均吨垃圾上网电量310/320/325kwh/吨。综上我们估计公司垃圾处置板块总收入人民币32.32/54.28/71.08亿元，总毛利人民币6.88/11.99/17.44亿元，同比增速分别为87.5%/67.9%/31.0%，24%/74%/45%。

表3: 预测所用关键假设

	2018	2019E	2020E	2021E
危废/固废投运产能规模(万吨)	105	235	375	554
增长率	92%	124%	60%	48%
实际处置危废数量(万吨)	14	31	68	130
实际处置一般固废数量(万吨)	27	40	88	160
危废处置平均单价(元/吨)	2255	2100	2142	2185
一般固废处置平均单价(元/吨)	321	306	306	306
危废处置平均成本(元/吨)	506	588	600	612
一般固废处置平均成本(元/吨)	104	121	121	121
垃圾焚烧投运产能(万吨/年)	85	187	393	793
实际处置垃圾数量(万吨)	58	112	267	513
平均吨垃圾上网电量(KWH/吨)	302	310	320	325
平均吨垃圾处置费用(元/吨)	62	62	62	62
平均吨垃圾处置成本(元/吨)	83	85	87	88

数据来源：广发证券发展研究中心

基于上述假设，我们估计公司2019-2021年的归母净利润分别为67.34/70.33/75.25亿元，同比增长13.2%/4.4%/7.0%，对应EPS3.73/3.90/4.17元，对应当前股价PE分别为9.04/8.66/8.09。

(二) 分部估值

我们利用分部估值法(SOTP), 对公司进行估值。通过对公司的六个业务板块(危废/固废处置、垃圾焚烧处置、水泥窑垃圾处置、节能装备、港口物流、新型建材)和联营企业权益的估值加总以测算公司的整体价值。估值主要基于以下分析：(1) 相较于公司集团性业务(新型建材、港口物流、节能装备)，我们给予公司快速成长的环保业务(危废/固废处置、垃圾处置)相对更高的估值。(2) 对于环保业务板块，基于公司在水泥窑协同处置危废业务上独特的优势，以及依靠项目储备可支撑的快速扩张能力，我们给予高速发展的危废处置高于行业平均的估值。(3) 集团折价主要因为我们认为公司各业务分部间协同效应缺乏，维持多元化业务发展模式或带来管理成本上升，从而对公司环保业务高速发展步伐形成牵掣。(4) 海螺水泥部分估值依照广发证券发展研究中心建材行业研究小组对海螺水泥的盈利预测给出。

我们将管理费用与财务费用以适当的方式分摊至不同业务板块，并对不同板块适用不同的所得税率估计各板块经营成果。此外对于部分缺乏成长性的业务板块，我们亦参考了公司过往板块业务业绩。

表4: 分部估值 (单位: 人民币)

业务	2020E P/E	2020E净利润 (百万元)	股权价值 (百万元)
危废/固废处置	20	766.90	15338.00
垃圾焚烧处置	12	622.05	7464.60
水泥窑垃圾处置	8	74.31	594.48
节能装备	7	42.10	294.70
港口物流	10	101.20	1012.00
新型建材	6	7.60	45.60
公司并表业务			24749.38
难以分摊的支出/亏损	8	-143.51	-1148.08
海螺水泥 (广发建材)	9	5562.00	50058.00
合计			73659.3
多业务集团折价			-50058.00*10%
总股权			68653.50

数据来源: 广发证券发展研究中心

备注: 公司难以分摊的支出/亏损主要来源于公司间接持有的少量海螺型材股份及总部财务费用, 我们不认为这部分支出/亏损具有较高的成长性或会对公司经营前景产生显著影响。

根据分部估值法 (SOTP), 我们测算海螺创业总股权合理价值约为人民币 686.54 亿元, 按 2020 年 2 月 23 日最后交易汇率港币兑人民币 0.9021 计算, 对应每股价值港币 42.17 元。

表5: 可比公司估值情况 (截止 2020 年 2 月 23 日)

公司名称	公司代码	股价 (港币)	EPS 单位	EPS (元)				PE(x)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
危废/固废处置											
东江环保	00895.HK	6.08	人民币	0.460	0.510	0.631	0.762	12.36	10.75	8.69	7.20
中国光大绿色环保	01257.HK	4.34	港币	0.641	0.783	0.945	1.070	10.08	5.54	4.59	4.05
垃圾焚烧											
中国光大国际	00257.HK	5.53	港币	0.703	0.845	1.013	1.156	11.01	6.54	5.46	4.78
粤丰环保	01381.HK	3.73	港币	0.307	0.364	0.452	0.523	15.42	10.25	8.26	7.14
绿色动力环保	01330.HK	3.31	人民币	0.235	0.339	0.438	0.509	11.24	8.81	6.81	5.86
港口物流											
上港集团	600018.SH	4.9	人民币	0.443	0.388	0.428	0.461	10.10	11.34	10.28	9.55
招商港口	001872.SZ	15.71	人民币	0.608	1.435	0.707	0.749	52.07	9.83	19.94	18.83
青岛港	601298.SH	6.34	人民币	0.595	0.592	0.656	0.748	0.00	9.61	8.68	7.61
水泥制造											
冀东水泥	000401.SZ	17.5	人民币	1.101	2.091	2.512	2.776	13.84	7.52	6.26	5.66
华新水泥	600801.SH	23.70	人民币	3.460	3.198	3.301	3.403	5.64	6.65	6.45	6.25
金隅集团	601992.SH	3.38	人民币	0.305	0.430	0.462	0.502	11.20	7.05	6.57	6.04

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 所列公司 EPS 均为 Wind 一致预测; 表中股价货币为港币; 截至 2020 年 2 月 23 日港币兑人民币汇率为 0.9021。

八、风险提示

各类新项目建设及投产进度不及预期；危废/固废处置产能利用率无法达到较高水平；垃圾焚烧补贴范围超预期收窄；联营企业波动导致的业绩风险；汇率变动导致的经营和价值风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,624	6,070	6,543	6,711	5,838
货币资金	1,458	2,674	4,280	3,291	995
应收及预付	993	1,101	1,937	2,948	4,220
存货	128	163	306	452	603
其他流动资产	45	2,117	20	20	20
非流动资产	20,552	27,146	35,878	46,489	58,768
长期股权投资	16,241	20,783	25,979	30,812	35,246
固定资产	1,282	1,725	2,629	3,566	4,756
无形资产	704	1,604	2,938	5,219	8,287
其他长期资产	2,325	3,034	4,331	6,891	10,479
资产总计	23,176	33,216	42,421	53,200	64,605
流动负债	1,920	2,171	3,317	5,246	6,797
短期借款	482	72	0	0	0
应付及预收	1,404	1,974	3,092	4,880	6,299
其他流动负债	34	125	225	366	498
非流动负债	45	4,579	6,579	9,079	12,079
长期借款	45	1,196	3,196	5,696	8,696
其他非流动负债	0	3,383	3,383	3,383	3,383
负债合计	1,965	6,750	9,896	14,325	18,876
股本	14	14	14	14	14
储备	20564	25739	31632	37827	44506
归属母公司股东权益	20,578	25,753	31,646	37,841	44,520
少数股东权益	634	713	879	1,034	1,209
负债和股东权益	23,176	33,216	42,421	53,200	64,605

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	67	397	132	71	(628)
净利润	3,490	6,144	6,916	7,187	7,700
非经营收益	(2,998)	(5,278)	(6,004)	(5,730)	(5,427)
营运资金变动	(504)	(552)	(976)	(1,677)	(3,317)
其它	80	83	196	291	416
投资活动现金流	(144)	(2,470)	(983)	(2,083)	(3,634)
资本支出	(570)	(1,133)	(2,519)	(3,619)	(4,817)
投资变动	(25)	(2,079)	815	815	474
其他	451	742	720	721	709
筹资活动现金流	(631)	3,266	1,233	1,828	2,437
银行借款	(68)	4,117	1,993	2,500	3,000
股权融资	1	6	0	0	0
其他	(564)	(857)	(760)	(672)	(563)
现金净增加额	(708)	1,194	381	(184)	(1,825)
汇率变动的影响	0	23	0	0	0
期初现金余额	2,166	1,458	2,674	2,983	2,799
期末现金余额	1,458	2,674	2,983	2,799	974

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,065	2,890	4,593	7,520	10,370
营业成本	(1,342)	(1,763)	(3,198)	(5,071)	(6,530)
销售费用	(46)	(57)	(97)	(154)	(215)
管理费用	(171)	(180)	(225)	(373)	(510)
财务费用	(24)	(75)	(88)	(176)	(285)
其他收入	194	163	202	210	191
营业利润	676	978	1187	1956	3021
应占联营公司损益	2956	5275	5882	5519	5120
利润总额	3,632	6,253	7,069	7,475	8,141
所得税	(126)	(189)	(170)	(289)	(440)
净利润	3,506	6,064	6,899	7,186	7,701
少数股东损益	102	115	166	154	175
归属母公司净利润	3,404	5,949	6,733	7,032	7,526
EBITDA	3,659	6,320	7,355	7,943	8,841
EPS (元)	1.89	3.30	3.73	3.90	4.17

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	1.6%	39.9%	58.9%	63.7%	37.9%
归母净利润增长	71.8%	74.8%	13.2%	4.4%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	8.5%	20.3%	23.3%	26.9%	29.2%
EBIT 利息保障倍数	152	84	81	44	30
流动比率	1.37	2.80	1.97	1.28	0.86
速动比率	1.30	2.72	1.88	1.19	0.77
营运能力					
总资产周转率	3,835	3,562	3,005	2,320	2,073
应收账款周转率	176	132	154	143	149
存货周转率	40	30	35	33	34
每股指标 (元)					
每股收益	1.886	3.295	3.731	3.897	4.169
每股经营现金流	0.04	0.22	0.07	0.04	-0.35
每股净资产	11.40	14.27	17.53	20.96	24.66
估值比率					
P/E	7.72	6.07	9.04	8.66	8.09
P/B	1.28	1.40	1.92	1.61	1.37
EV/EBITDA	6.93	5.49	8.31	8.03	7.76

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。