

# 节能环保

## 怎么看待雄安主题热炒？短期非理性繁荣下依然要看准产业方向

### 热点速评

#### 事件

自 4 月 1 日中央发布关于建立雄安新区的消息以来，相关环保标的受到了热炒，我们认为，在当前诸多标的连续大涨的背景下，要警惕短期板块的非理性繁荣。从价值投资的角度来看，水务和生活固废将是长期的获益板块，我们推荐布局细分板块的龙头企业：北控水务，首创股份，碧水源和启迪桑德。

#### 评论

**雄安新区的潜在人口和经济规模决定不可能太多环保企业分食这块蛋糕。**我们估算，雄安新区在稳定运行后，如果人口达到 500 万，将带来 196 亿的年均环保投资需求，年环保板块利润将接近 20 亿元。这意味着，可以预见的一段时间，只能有少部分环保企业有机会享受到雄安新区建立带来的业绩蛋糕。

**水务和生活垃圾处理将是环保板块的重头戏。**目前雄安新区覆盖的三县生活污水处理能力有限，潜在扩容需求超过 20 万吨/天，并且区域内有多条河流水质为 IV 和 V 类，流域治理需求迫在眉睫；同时，我们认为，如果雄安新区人口达到 500 万，现有的垃圾处理能力将远不能满足需求，垃圾焚烧和转运的潜在需求超过 30 亿。

**选择投资标的要围绕龙头。**我们认为，A 股投资者传统的围绕小市值公司进行投资的逻辑在雄安板块上或难以适用，因为国家主导投资雄安新区的原因，环保企业过往的项目经验将是参与雄安新区项目的关键因素之一。我们认为，水务板块要侧重全国性龙头，最好带有央企背景；生活固废选择标度要侧重可以提供环卫和焚烧一体化的运营商。

#### 风险

新区成立进度不及预期，地方保护主义阻碍外地企业参与等。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2017E	2018E
高能环境-A	推荐	40.00	32.3	17.7
博世科-A	推荐	55.60	46.8	28.8
启迪桑德-A	推荐	40.00	19.4	14.3
瀚蓝环境-A	推荐	18.42	18.3	13.7
碧水源-A	推荐	23.00	21.7	18.3
兴蓉环境-A	中性	6.50	17.4	15.2
北控水务-H	推荐	9.17	13.9	11.3

中金一级行业

公用事业



相关研究报告

- 北控水务-H | 2016 年业绩符合预期；首个水务 PPP 项目产业基金正式设立 (2017.04.05)
- 神雾环保-A | 签订内蒙双欣 31 亿订单，标志着蓄热式技术获得煤化工产业认可 (2017.03.30)
- 兴蓉环境-A | 弄潮 PPP 的区域水务龙头 (2017.03.29)
- 高能环境-A | 继续领跑环境修复领域 (2017.03.28)
- 神雾环保-A | 16 年业绩增长 290%，乙炔煤化工拓展顺利 (2017.03.27)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

#### 戚政韬

联系人

zhengtao.qi@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116120012

SFC CE Ref: BCP497

#### 雒文

分析员

wen5.luo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515110004

SFC CE Ref: BIJ012



## 目录

<b>雄安新区环保合理年投入该在什么水平？要和上海，深圳对比来看 .....</b>	<b>3</b>
雄安新区的产业结构和规模-高新产业为主，人口规模适度 .....	3
环保年均合理投入水平的估算-按上海和深圳投入水平，考虑北上深人口和 GDP 规模.....	3
<b>雄安新区的环保投资需要侧重什么？——看水务，看垃圾处理 .....</b>	<b>6</b>
生活污水处理能力长期来看严重不足，潜在缺口在 20-40 万吨/天 .....	6
雄安地区河流水质较差，流域治理需求巨大 .....	6
垃圾环卫和焚烧也将是重头戏.....	7
<b>如何看待环保板块雄安热潮？——警惕短期的非理性繁荣，回归产业本质来价值投资.....</b>	<b>8</b>
集中时段的集中买入，非理性繁荣的表现 .....	8
什么环保企业在雄安新区建立的过程中会受益？——选龙头！ .....	9

## 图表

图表 1：北京，上海和深圳三地人均 GDP 对比 .....	3
图表 2：上海历年环保投资占 GDP 比重 .....	4
图表 3：深圳历年环保投资占 GDP 比重 .....	4
图表 4：上海和深圳环保投资占 GDP 比重和全国水平对比 .....	4
图表 5：雄安新区环保年均投资需求估算 .....	5
图表 6：雄安地区污水处理厂现有规划 .....	6
图表 7：雄安当地近几次水质普查结果 .....	6
图表 8：雄安地区周边垃圾处理规模 .....	7
图表 9：南方汇通 4 月 7 日股价走势图 .....	8
图表 10：碧水源 4 月 7 日股价走势图 .....	8
图表 11：雪迪龙 4 月 7 日股价走势图 .....	8
图表 12：清新环境 4 月 7 日股价走势图 .....	8



## 雄安新区环保合理年投入该在什么水平？要和上海，深圳对比来看

### 雄安新区的产业结构和规模-高新产业为主，人口规模适度

我们认为，在设立雄安新区的消息传出后，北京大学教授，京津冀协同发展联合创新中心主任杨开忠在接受南方周末记者专访时的表示，应该能反映出未来雄安新区的一些发展思路，那就是，产业结构类比浦东和深圳，人口规模适度控制。按照杨开忠的说法，“估计在 300-500 万左右。”（<http://mt.sohu.com/20170404/n486365162.shtml>）

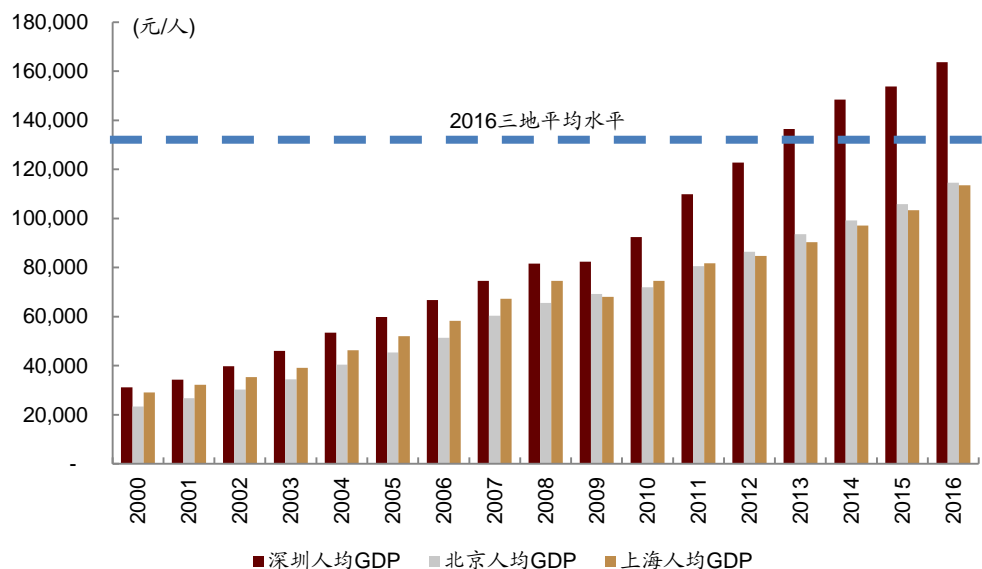
对于产业结构，市场基本也认为将是新经济为主的模式，杨开忠表述为：“新区吸纳和集聚创新要素资源，发展高端功能和高端产业，培育新动能，成为创新驱动发展引领区，这些的根本在于聚集人才。”

所以，我们的假设的两个基本点就出来了，人口规模 **500 万**，产业以**第三产业**为主。

### 环保年均合理投入水平的估算-按上海和深圳投入水平，考虑北上深人口和 GDP 规模

首先需要明确的是，既然是看齐浦东和深圳的新区，那么人均 GDP 一定是和这两个新区类似的；考虑到河北是传统的重工业区，又是北方城市，那么北京的水平似乎也具有参考价值，我们罗列出三个城市的历年人均 GDP 水平，可以发现，如果要做到深圳的产业结构，即：多 TMT 产业，多金融产业，基本没有农业，很少工业，那么人均 GDP 可以达到很高水平，但是如果是从传统地区发展起来的新区，那么人均 GDP 就要受制于当地传统已有产业的水平，稍微低一些。我们取 13 万元/人的水平作为我们预测雄安新区完善后的人均 GDP 水平。

图表 1：北京，上海和深圳三地人均 GDP 对比

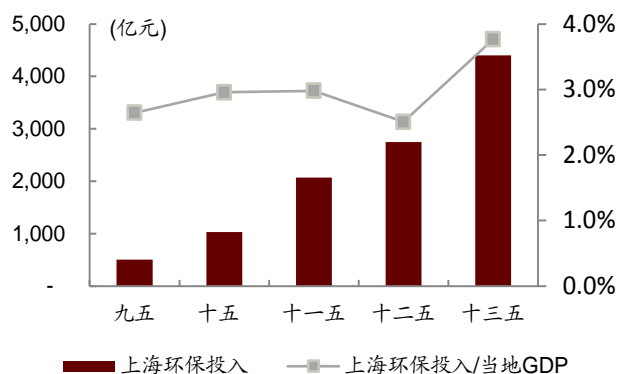


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

接下来看环保投资比例。我们罗列了上海和深圳环保投资占 GDP 的比重，从“九五”期间到“十三五”规划为止。我们可以发现，上海环保投入的比例远远高于深圳，一方面这是因为两个城市巨大的人口差距（常住人口相差 1000 余万人），另一方面，这也是由于两个城市差异化的产业结构导致的。在上海，嘉定区，宝山区，闵行区，松江区依然有相当数量的工业企业，而深圳却很少有制造型企业，基本以服务业为主，所以深圳整体的环境基础就比上海要好，自然，每年需要投入的环保投资占 GDP 的比重也就小很多。

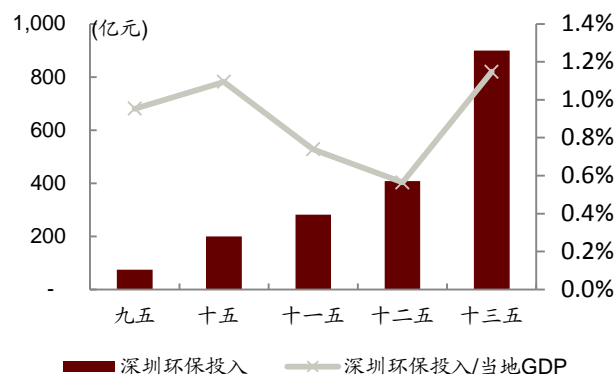


图表 2：上海历年环保投资占 GDP 比重



资料来源：上海统计局，上海环保局，中金公司研究部

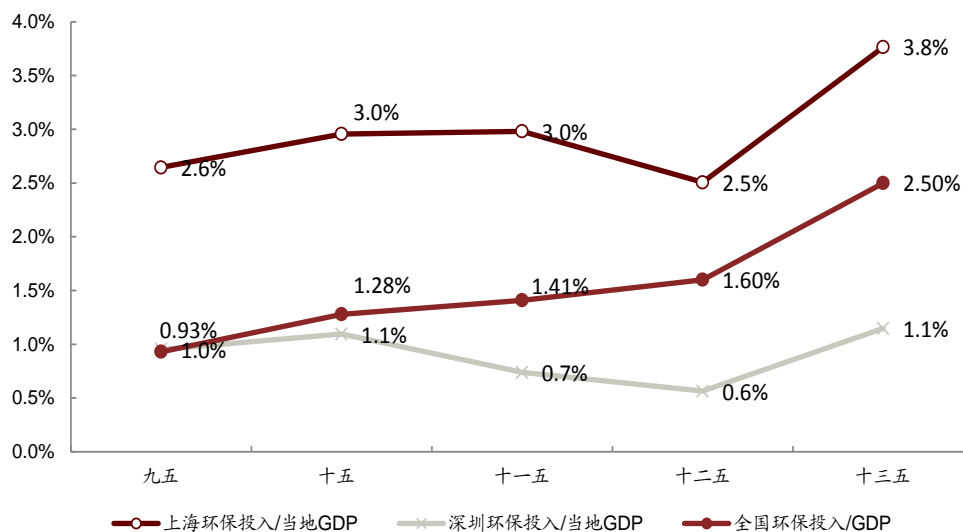
图表 3：深圳历年环保投资占 GDP 比重



资料来源：深圳统计局，深圳环保局，中金公司研究部

需要注意的是，上海对于环保的投资力度，在全国也是排名靠前的，我们可以发现，从“九五”期间，上海的环保投资占 GDP 比重就远高于全国平均水平，而且“十三五”期间，我们预计将达到接近 4% 的水平，和发达国家一般 3%-5%，西欧普遍在 3.5% 以上的水平已经没有什么差距。雄安新区既然立足于提供新经济，新服务，高品质生活，那么对于环保的投资肯定不会太低，尤其是考虑到其当地依然有不少工业企业，雄县，容城，安新县第二产业比值都在 50% 以上，所以我们认为，环保投资的比例应该靠近上海，至少不能低于全国水平。我们取 3% 作为基准来做接下来的预测。

图表 4：上海和深圳环保投资占 GDP 比重和全国水平对比



资料来源：国务院，国家统计局，地方统计局，地方环保局，中金公司研究部

按照 500 万人口规模，人均 GDP13 万，年环保投资占 GDP 比重 3% 来估算，我们预计，雄安新区稳定后，可以带来的年均环保投资在 200 亿左右，如果基本按照目前 PPP 的模式来推进，给一个 9% 的利润率我们认为算是合理的，那么年均利润额将在 18 亿左右。



图表 5：雄安新区环保年均投资需求估算

项目名称	雄安新区成熟期预测	单位
雄安人口预测	500	万人
雄安人均GDP预测	130,596	元/人
雄安整体GDP预期	6,530	亿元
雄安环保年投资/GDP	3%	
雄安环保年投资额	196	亿元
按照PPP模式利润率预测	9%	
环保产业年利润预测	18	亿元

资料来源：中金公司研究部

这是一个什么概念呢？我们认为合理的环保年均投资额，意味着地方政府有足够的财力去推进环保产业的投资，这主要是因为目前环保产业对于财政补贴的需求依然很大。诚然，一开始中央可以持续输血，给予各种补贴，但是从持续性上明显难以长期持续。所以我们估算，**依靠新区政府自身造血可以支撑的利润水平，大概在 20 亿的水平**。这就意味着，若干家大的环保公司进入后，很可能就瓜分完整个市场，毕竟诸如北控，碧水源，首创，启迪桑德等巨头的利润都是十亿级别的。目前市场上，和北京，天津，河北相关的标的被炒作的也不亦乐乎，**实际看来，细分板块的龙头或成为雄安新区崛起过程中，环保板块最终的获益方**，其他众多标的疯狂上涨的背后，我们建议投资者应谨慎看待资本市场出现非理性繁荣的可能。



## 雄安新区的环保投资需要侧重什么？——看水务，看垃圾处理

生活污水处理能力长期来看严重不足，潜在缺口在 **20-40 万吨/天**

目前雄安新区已建或者规划的污水处理厂共有 7 座，总处理能力在 18 万吨/天左右。2014 年雄安新区范围内常住人口为 112 万人，按照全国平均每人 50 升污水产生量来算，500 万远期人口来看，目前缺口 20 万吨/天的处理能力。如果考虑到实际大城市居民污水产生量在 80-100 升每天的水平，那么潜在污水处理能力缺口在 40 万吨/天。

图表 6：雄安地区污水处理厂现有规划

雄安新区污水处理厂		
1	容城县生态污水处理厂	采取的主体工艺为：悬挂曝气 运营时间为 2008 年 11 月，设计处理污水能力 1.2 万立方米/日，平均处理污水水量 0.97 万立方米/日
2	安新县污水处理厂	采取的主体工艺为：悬挂曝气 运营时间为 2008 年 12 月，设计处理污水能力 4 万立方米/日，平均处理污水水量 3.65 万立方米/日
3	雄县污水处理厂	采取的主体工艺为：UNITANK 运营时间为 2009 年 11 月，设计处理污水能力 2 万立方米/日，平均处理污水水量 1.42 万立方米/日
4	雄县龙湾镇污水处理厂	建设日处理污水 2 万吨，配套管网建设 14 公里（2015 年托管运营招标）
5	雄县大营镇污水处理厂	规划建设中
6	安新县三台镇污水处理厂	“一期工程”建设设计处理能力 2 万吨/日。目前该项目“一期工程”基本建设完成，已进水，正在进行调试。
7	容城城西污水处理厂	日处理污水 4 万吨（2015 年委托运营招标）

资料来源：地方水利局，中金公司研究部

与此同时，雄安新区目前的污水处理厂使用的工艺还很落后，都是传统的生化方法，未来，雄安新区生活污水的排放很可能强制提升到超一级 A 的水平，那么 **MBR 方法很可能是主要的升级改造方向**（具体 MBR 方法和传统方法的对比，请参考我们年初的 2017 年投资策略报告：“**环保 2017-18 年：危废和水务升级，看得见的业绩，抓得住的成长**”）。

### 雄安地区河流水质较差，流域治理需求巨大

雄安新区覆盖的地区，主要有四条河流，孝义河主要断面基本都为 IV 和 V 类，拒马河部分断面水质较好，但是部分断面水质也恶化到了 V 类。

图表 7：雄安当地近几次水质普查结果

河流	流经	Sep-16	Dec-16	Feb-17
唐河	安新县	倒马关、白合、南水芦断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优。	倒马关为 I 类水质，白合、南水芦断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优。	倒马关断面为 I 类水质，白合、南水芦断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优。
孝义河	安新县	蒲口为劣 V 类水质，未达到 III 类功能区划要求，主要超标因子为氨氮 1.16mg/L，超标 0.2 倍，化学需氧量 35.7 mg/L，超标 0.8 倍，总磷 0.445 mg/L，超标 1.2 倍，高锰酸盐指数 11.7mg/L，超标 0.95 倍，生化需氧量 4.2mg/L，超标 0.05 倍。	蒲口断面为劣 V 类水质，未达到 III 类功能区划要求，主要超标因子为总磷 0.600mg/L，超标 2 倍，氨氮 2.76mg/L，超标 1.76 倍，溶解氧为 2.56mg/L。	蒲口断面为 V 类水质，未达到 III 类功能区划要求，主要超标因子为总磷 0.311mg/L，超标 0.6 倍。
漕河	安新县	断流	断流	断流
拒马河	安新县	张坊、大沙地断面为 I 类水质，紫荆关、涞源断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优；新盖房断面为 IV 类水质，未达到功能区划 III 类水质要求，主要超标因子为化学需氧量：28.8mg/L，超标 0.44 倍，生化需氧量 5.5mg/L，超标 0.38 倍；码头断面为劣 V 类水质，未达到功能区划 III 类水质要求，主要超标因子为总磷 0.354mg/L，超标 0.77 倍，氨氮 4.44mg/L，超标 3.44 倍，生化需氧量 4.9mg/L，超标 0.23 倍；北河店、落宝滩断面断流。	张坊断面为 I 类水质，大沙地、紫荆关、涞源断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优；新盖房断面为 III 类水质，达到功能区划 III 类水质要求，水质良好；码头断面为劣 V 类水质，未达到功能区划 III 类水质要求，主要超标因子为氨氮 3.02mg/L，超标 2.02 倍，溶解氧 4.6mg/L，化学需氧量 22.0mg/L，超标 0.1 倍，总磷 0.233mg/L，超标 0.2 倍；北河店、落宝滩断面断流。	大沙地、紫荆关、张坊、涞源断面均为 II 类水质，均达到功能区划 II 类水质要求，水质优。新盖房断面为 IV 类水质，未达到功能区划 III 类水质要求，主要超标因子为化学需氧量：26.2mg/L，超标 0.3 倍；码头断面为劣 V 类水质，未达到功能区划 III 类水质要求，主要超标因子为总磷 0.615mg/L，超标 2.1 倍，氨氮 4.38mg/L，超标 3.4 倍，化学需氧量 25.2mg/L，超标 0.3 倍，生化需氧量 4.5mg/L，超标 0.1 倍；北河店、落宝滩断面断流。

资料来源：地方水利局，地方环保局，中金公司研究部





安新县境内的白洋淀是大清河水系重要的水利枢纽，白洋淀上承九河，连接较大水库 5 座，下注渤海，流域面积 3.12 万平方公里，是海河流域重要的蓄滞洪区。保证白洋淀的水质，是保证雄安新区顺利发展的基础。两会期间，对于城镇黑臭水体的治理，政府和环保界也十分重视，我们认为，雄安新区先期环保整治，很可能会以流域治理作为开端，而考虑到当地政府之前较为贫乏的财政来源，很可能中央政府的补贴会起到举足轻重的作用（具体流域治理的政策催化和全国市场空间，请参考我们的两会投资策略报告：“两会后定方向：坚定布局 PPP，看好水务，生活固废和节能板块”）。

### 垃圾环卫和焚烧也将是重头戏

目前雄安新区涉及的三个县区没有垃圾焚烧厂，当地的生活垃圾依然依靠填埋。临近的保定地区有三个垃圾焚烧厂，日处理规划能力为 1900 吨，按照行业内的经验，可以满足约 200 万人的垃圾处理量。但是如果新区人口达到 500 万，雄安地区无疑需要更先进快速的生活垃圾处理能力，原始的填埋，或者外运到保定地区都不可能满足新区长期的需求。我们认为，雄安新区长期垃圾焚烧处理能力缺口在 4000 吨-5000 吨/天的规模，潜在需求投资 20-25 亿元。

图表 8：雄安地区周边垃圾处理规模

垃圾焚烧发电厂	简介
保定垃圾焚烧发电站	投资约为 4.88 亿，建设规模为 2×600t/d 的炉排式垃圾焚烧炉，配 2×12MW 凝汽式汽轮发电机组，并预留二期工程扩建端口。项目投产后，日处理生活垃圾能力 1200 吨，年发电量为 1.44 亿千瓦时。（一说：投资 5.83 亿元，选用 2 台 500t/d 炉排式垃圾焚烧炉，配置 2 台中温中压卧式余热锅炉，2 台 12MW 的汽轮发电机组，生活垃圾处理能力约 33.33 万吨/年）
定州垃圾焚烧发电站	处理垃圾 600 吨的生活垃圾焚烧发电项目即将开工建设，该项目占地 100 亩，安装 1×9MW 发电机组。
保定蠡县垃圾填埋气发电厂	项目一期工程投资 1600 万元，日处理垃圾 100 吨。蠡县生物质(垃圾)热能转化气化发电项目一期计划投资 1600 万元，项目地址选在留史、胡村和县煤场等处，日产生可燃气体 6 万立方米、发电 4 万千瓦时，将于 3 个多月后建成，届时可日“消化”垃圾 100 多吨，这是保定引进的第一个垃圾发电项目。

资料来源：保定环保局，中金公司研究部

此外，作为新规划的具有高生活品质的新区，垃圾收运系统将是整个生活固废领域的关键环节，一季度刚公布的“十三五节能环保规划”和刚刚结束的两会，都对垃圾收运作了着重的强调。我们认为，如果按照 2-3 倍垃圾焚烧处理费的规模去估算垃圾收运规模，我们认为雄安新区每年的垃圾收运规模约在 3-4 亿元左右（关于垃圾收运的政策催化和全国市场空间，请参考我们的两会投资策略报告：“两会后定方向：坚定布局 PPP，看好水务，生活固废和节能板块”）。

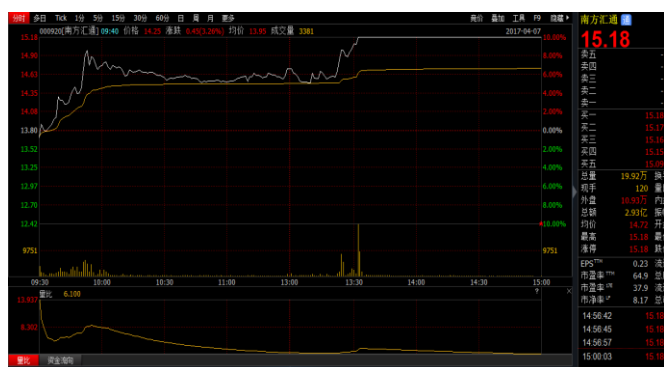


## 如何看待环保板块雄安热潮？——警惕短期的非理性繁荣，回归产业本质来价值投资

### 集中时段的集中买入，非理性繁荣的表现

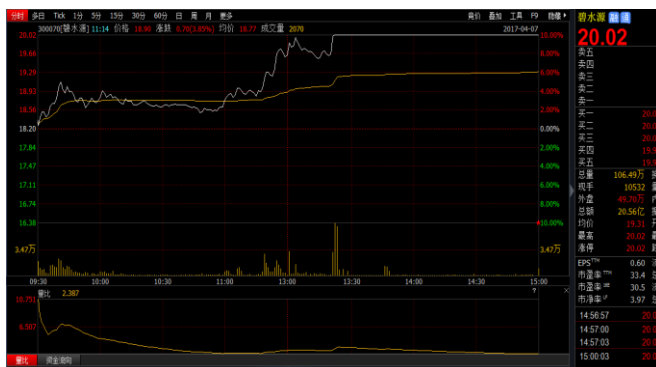
回顾一下清明节后第一个周五的几个典型的环保股的走势，我们会发现，都呈现在一个时间段密集的买入的情况。比如下面这四个标的，在下午 1:00 到 1:30 之间，都呈现股价快速抬升的情况。这种典型的，扫货性的集中时段集中买入的情况，我们认为正反映了市场过度狂热的非理性繁荣。

图表 9：南方汇通 4 月 7 日股价走势图



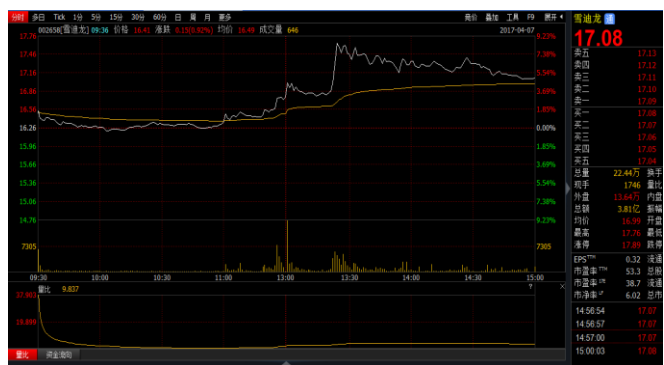
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 10：碧水源 4 月 7 日股价走势图



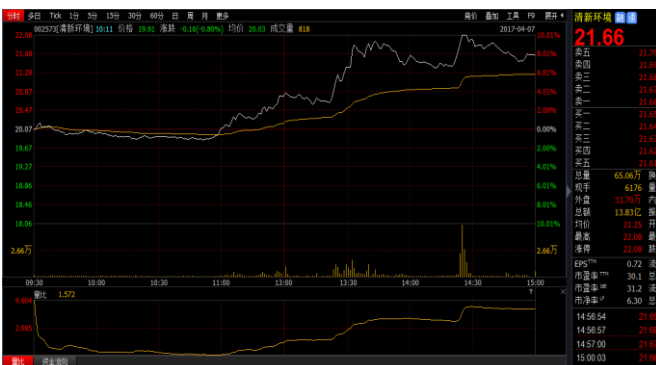
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11：雪迪龙 4 月 7 日股价走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 12：清新环境 4 月 7 日股价走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

正如我们上面分析的，在良性的情况下，需要雄安新区政府逐步产生造血功能后，才能产生持续性的环保投入，之前大量依靠中央的财政补贴，短期内看似机会无限，长期实则效果有限。雄安新区的人口和产业定位也基本决定了当地的环保产业投资规模，无限的热炒北京，天津和河北当地的环保企业，其实已经脱离了基本面的本质。





### 什么环保企业在雄安新区建立的过程中会受益？——选龙头！

**污水处理企业的龙头**——雄安新区是中央主导的全国性经济开发区，那么地方政府在里面的话语权相对会较小，这就意味着地方主义的阻碍要相对较小，过往项目经验成了评判的重要标准，那么全国性龙头将更容易竞争 PPP 订单，所以**北控**，**首创**，**碧水源**是我们推荐的雄安新区污水处理的潜在受益标的。

**固废处理企业的综合化运营商**——我们认为，雄安新区未来的生活固废处理大概率将是智能，快捷化的，即环卫收运处于关键位置，尾端处理走焚烧工艺，那么有大量成熟运营经验的，综合化运营商将是潜在的受益标的。我们推荐关注-**启迪桑德**。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

