

**增持** (首次)**1363.HK 中滔环保**目标价: **2.90 港元****海洋环保, 扬帆起航**现价: **2.31 港元****2016年08月26日**预期升幅: **25.5%****主要财务指标****市场数据**报告日期 **2016-08-25**

收盘价(港元)	2.31
总股本(百万股)	6,316.79
总市值(百万港元)	14,591.78
净资产(亿元)	2,882.69
总资产(亿元)	5,504.79
每股净资产(元)	0.46

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,435	1,937	2,325	2,743
同比增长(%)	75.6%	35.0%	20.0%	18.0%
净利润(百万元)	599	704	883	1,070
同比增长(%)	77.4%	17.6%	25.3%	21.2%
毛利率(%)	49.9%	49.0%	49.0%	48.0%
净利润率(%)	41.9%	36.5%	38.1%	39.1%
净资产收益率(%)	20.8%	20.5%	21.3%	21.4%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流(元)	0.46	0.54	0.66	0.79

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

**投资要点****相关报告**

《中滔环保(1363.HK)跟踪报告: 战略布局海洋环保前沿领域》-2016.07.11

《中滔环保(1363.HK)事件点评: 与广汽签订三年危废协议》-2016.06.24

《中滔环保(1363.HK)事件点评: 首度获得央企危废处理大单》-2016.06.21

《中滔环保(1363.HK)2015年业绩点评: 外延式扩张驱动, 业绩取得逆势增长》-2016.04.05

《中滔环保(1363.HK)事件点评: 获得深圳污泥大单》-2016.03.14

**海外环保研究**

高级分析师: 龙雷

longlei@xyzq.com.hk

SFC: BHZ167

SAC: S0190516020003

- 首次给予“增持”评级, 6个月目标价 **2.90 港元**, **25.5%**上升空间。中滔环保原有业务板块保持快速的产能投放, 公司开展危废业务一年来已取得了显著的成绩, 利用率有望持续提升。公司在海洋环保领域的战略布局同样有望在短期内即取得突破。我们强烈建议投资者对公司的海洋环保业务进展保持密切关注。
- 业务能力齐全, 区域综合性环保龙头。中滔环保是广东省的综合性环保龙头, 公司依托工业水处理核心业务, 上市以来通过并购实现快速扩张, 3年内已成功发展出污泥、危废等多个业务板块, 并均做到省内领先地位。
- 海洋环保即将启动, 公司先行抢占市场制高点。根据 IMO 国际公约要求, 中国政府近年来加快海洋环保政策制定。随着中国成为世界最大海运国, 与港口配套的环保设施建设也存在巨大提升空间。港口船舶清污与工业危废处置类似, 具备比较成熟的盈利模式, 监管加强后处理量有望成倍增长。中滔海洋环保中心已形成 50 万吨/年的废矿物油处理能力, 为华南地区最大的船舶含油废水处理企业。海洋环保业务将有望成为公司未来重要的新增长点。
- 原有业务新建产能保持快速投放, 异地扩张逐渐起步。公司水处理、污泥等业务新建产能今年将陆续投放, 危废的产能利用率在新订单的拉动下继续上升。公司在广西、四川等外省项目的表现有望超预期, 内生增长亦可持续。
- 估值及投资建议: 我们预测中滔环保 2016-2018 年收入收入分别为 19.37/23.25/27.43 亿元, 归属股东的净利润分别为 7.04/8.83/10.70 亿元, 对应 EPS11.15/13.97/16.93 分, 折合当前股价 PE17.8/14.2/11.7 倍。
- 风险提示: 海洋环保业务不达预期, 外省市场开拓缓慢, 人民币贬值。

## 目 录

1、珠三角地区综合性环境治理龙头.....	- 4 -
1.1 公司简介.....	- 4 -
1.2 公司上市融资情况.....	- 5 -
1.3 中滔环保股权架构.....	- 6 -
2、进军海洋环保，环保巨轮扬帆起航.....	- 7 -
2.1 海洋环保政策发力，船舶清污市场率先启动.....	- 7 -
2.2 海洋环保前景广阔，监管加强市场有望爆发.....	- 10 -
2.3 建设海洋环保中心，抢占海洋环保桥头堡.....	- 15 -
3、危废业务成功开拓，有望继续高速增长.....	- 18 -
4、污泥新建产能陆续投运，保持省内龙头地位.....	- 19 -
5、工业水处理储备充足，新项目不断突破.....	- 20 -
6、财务分析.....	- 22 -
7、盈利预测与估值.....	- 23 -

图 1、中滔环保收入增长（百万元）.....	- 4 -
图 2、中滔环保归属净利润增长（百万元）.....	- 4 -
图 3、中滔环保 2015 年各分项业务收入构成.....	- 4 -
图 4、中滔环保发展历程.....	- 5 -
图 5、中滔环保股权结构.....	- 7 -
图 6、油轮事故污染.....	- 8 -
图 7、海上钻井平台泄漏.....	- 8 -
图 8、2015 年世界进出口商品贸易额排名（十亿美元）.....	- 10 -
图 9、2015 年世界十大集装箱港口（万 TEU）.....	- 10 -
图 10、2014 年全国近岸海域水质分布示意图.....	- 11 -
图 11、2014 年重要海湾水质状况.....	- 11 -
图 12、2014 年全国货运港吞吐量排名（百万吨）.....	- 12 -
图 13、广州港货物吞吐量及含油污水清理量预测.....	- 13 -
图 14、中海油番禺油田.....	- 14 -
图 15、中海油番禺油田示意图.....	- 14 -
图 16、南海主要油气田分布.....	- 15 -
图 17、港口船舶含油污水去向.....	- 16 -
图 18、含油废水处理工艺流程图.....	- 16 -
图 19、中滔海洋环保中心码头及污染物接收船.....	- 17 -
图 20、污染物接收船运载的废油.....	- 17 -
图 21、中滔海洋环保中心与广州绿由可形成良好协同.....	- 17 -
图 22、中滔海洋环保中心地理位置可覆盖广东各主要港口.....	- 17 -
图 23、广东省经核准的危废处理资质结构.....	- 18 -
图 24、中滔环保水处理业务增长情况（万立方米/日）.....	- 21 -
图 25、中滔环保 2014 年水处理业务按行业收入结构.....	- 22 -
图 26、中滔环保 2015 年水处理业务按行业收入结构.....	- 22 -
图 27、中滔环保历年应收账款情况.....	- 22 -
图 28、中滔环保利润率变化.....	- 23 -
图 29、中滔环保资产收益率变化.....	- 23 -

图 30、中滔环保现金流量（百万元） ..... - 23 -

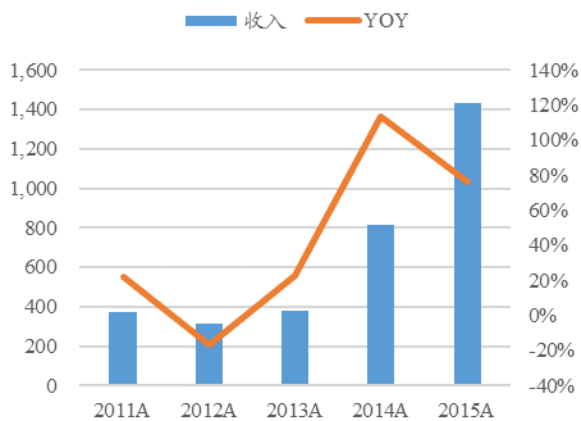
表 1、中滔环保上市以来再融资事项 ..... - 6 -  
表 2、中滔环保历年分红情况 ..... - 6 -  
表 3、《MARPOL 73/78》的 6 个附则 ..... - 8 -  
表 4、国内与海洋环保相关的重要政策文件 ..... - 9 -  
表 5、广州港船舶清污资质单位名录 ..... - 13 -  
表 6、中滔海洋环保中心业绩预测 ..... - 17 -  
表 7、中滔环保危废项目 ..... - 18 -  
表 8、中滔环保 2016 年以来签订危废大单 ..... - 19 -  
表 9、中滔环保污泥及一般工业固废处理设施 ..... - 20 -  
附表 ..... - 25 -

## 1、珠三角地区综合性环境治理龙头

### 1.1 公司简介

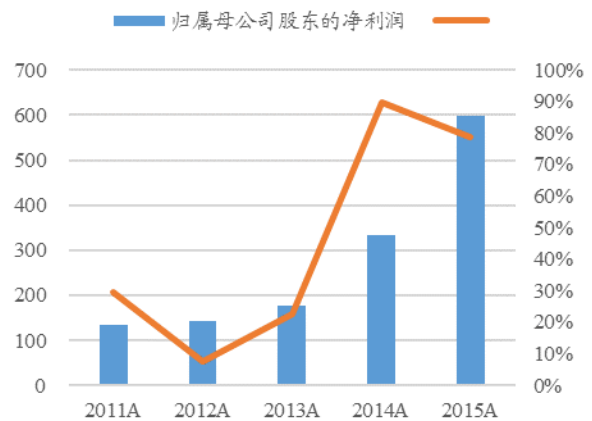
中滔环保是广东省最大的民营环保企业之一，公司最初经营纺织印染工业污水处理及少量供水业务，于2013年上市之后逐渐开始涉足污泥、固废及危废等领域，现已成长为珠三角地区乃至广东省最大的综合性环境治理龙头企业。公司收入和净利润上市3年来复合增速分别达到66.4%和46.9%，是港股环保板块增速最快的企业之一。中滔环保2016年战略布局新兴的海洋环保市场，将进一步打开新的增长空间。

图 1、中滔环保收入增长（百万元）



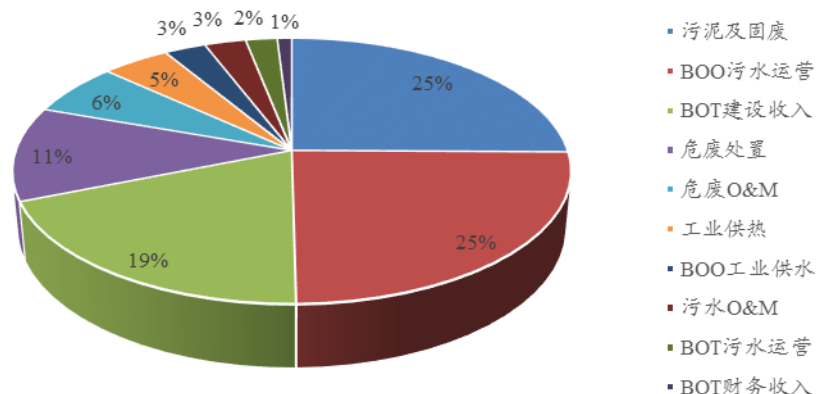
资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 2、中滔环保归属净利润增长（百万元）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 3、中滔环保 2015 年各分项业务收入构成

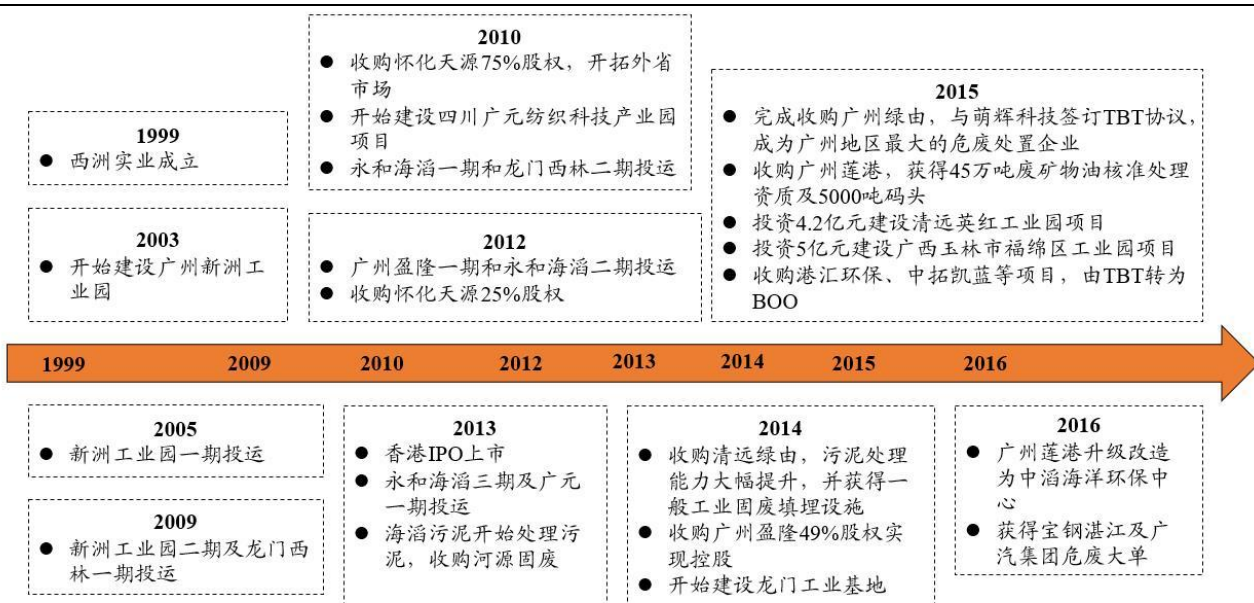


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

中滔环保灵活运用收购及托管运营等多种方式实现规模的快速扩张。公司上市时旗下主要有广州新洲、永和海滔、广州盈隆以及龙门西林等污水处理项目，下游

客户主要是纺织印染类企业。上市之后公司通过对原有项目进行扩建增容，以及不断的兼并收购，实现了高速发展，尤其是 2014 年和 2015 年对清远绿由和广州绿由的收购，令公司的污泥及一般工业固废处理能力得到大幅提升，并一举成为广州地区最大的危废处置企业。2016 年，公司将收购的广州莲港升级改造为中滔海洋环保中心，使其成为战略布局海洋环保领域的桥头堡，为未来新的增长点奠定了基础。

图 4、中滔环保发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 1.2 公司上市融资情况

中滔环保于 2013 年 9 月 25 日 IPO 登陆香港主板，计划发行 3.4 亿股，超额配售 2208.2 万股，发行价 1.48 港元/股，共募集资金 5.36 亿港元，募资净额 4.89 亿港元。

其后，公司积极利用港股市场再融资便利的优势，多次配售新股，用于收购和新项目投资，已累计完成再融资募集资金净额 14.73 亿港元。公司于 2015 年底与国开行旗下基金国开金泰签订了战略合作协议，由国开金泰认购公司价值 7.22 亿港元的新股，成为公司战略投资者，共同投资中国的环保项目，目前这一事项仍在审批当中。

表 1、中滔环保上市以来再融资事项

公告日	发行价 (港元)	发行数量 (万股)	实际发行日期	募资净额 (亿港元)	资金用途
2014-06-25	5.90	6000	2014-08-06	3.45	建设污水处理设施及污泥处理设施、偿还部分银行贷款及补充流动资金
2015-01-20	7.12	8711.6	2015-02-23	6.14	用于收购广州绿由,及潜在并购开支、补充流动资金
2015-08-30	2.575	20000	2015-10-29	5.14	用于潜在的收购兼并、资本开支、偿还银行贷款及补充流动资金
2015-10-28	2.50	N/A	预计 2016 年年底 前	7.22	用于与国开金泰共同投资中国环保项目,及补充流动资金

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

此外,中滔环保历年来坚持通过分红的方式回馈股东,上市 3 年来每年分红比率均接近 20%。

表 2、中滔环保历年分红情况

公告日	除净日	每股派现(港仙)	当期 EPS(港仙)	分红比率
2014-03-20	2014-06-03	3.00	16.24	18.47%
2015-03-31	2015-06-02	5.50	29.45	18.68%
2015-08-17	2015-08-28	2.00	18.86	10.60%
2016-03-29	2016-06-01	1.74	11.32	15.37%
				全年累计 19.79%

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

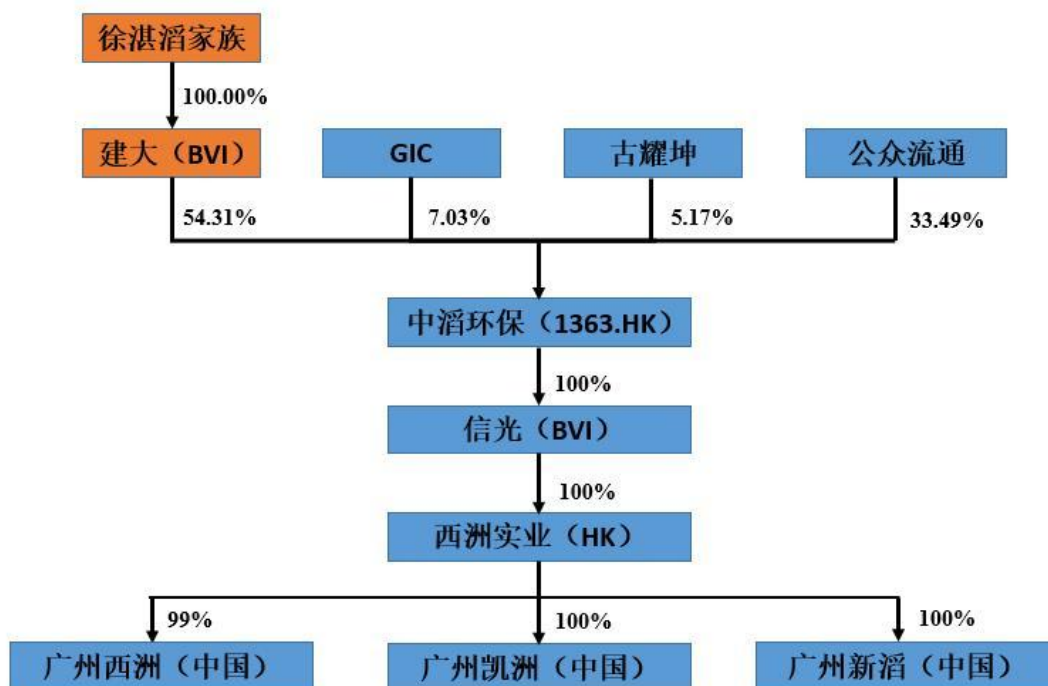
中滔环保亦充分利用低息借款推动自身发展。2016 年 3 月 22 日,公司与亚开行签署贷款协议,本金总额最高达 2.5 亿美元,包括初步贷款最高等值 1 亿美元及补充贷款等值 1.5 亿美元的人民币,期限 10 年。该笔贷款计划用于建设工业污水及污泥处理厂,将显著降低公司的融资成本。

### 1.3 中滔环保股权架构

公司的实际控制人为徐湛滔家族。董事会主席徐湛滔先生及其家族全资拥有的建大控股(BVI)是中滔环保第一大股东,共持有公司 54.31% 股权,形成绝对控股。公司第二大股东为新加坡主权财富基金 GIC 旗下 City-Scape Pte Ltd,占 7.03%。公司执行董事、联席运营总监古耀坤先生持有 5.17% 股权,为第三大股东。



图 5、中滔环保股权结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 2、进军海洋环保，环保巨轮扬帆起航

根据 IMO 国际公约的要求，中国政府近年来在海洋环保政策制定上加快步伐。随着中国成为世界最大海运国，与港口配套的环保设施建设也存在巨大的空间，海洋环保市场已处于全面启动前夕。海洋环保中的船舶清污与工业危废处置类似，具备比较成熟的盈利模式，随着政策完善和监管加强，未来处理量有望成倍增长。中滔环保今年以来打造了全新的中滔海洋环保中心，并利用其所在华南第一大港广州港的地理优势抢占海洋环保桥头堡。目前已形成 50 万吨/年的废矿物油处理能力，为华南地区最大的船舶含油废水处理企业。海洋环保业务将有望成为公司未来重要的新增长点。

### 2.1 海洋环保政策发力，船舶清污市场率先启动

人类活动对海洋环境的污染很大一部分由船舶等海上交通工具造成，基于此，国际海事组织（IMO）早在上世纪 70 年代便推出了全球第一个海洋环保公约（简称《MARPOL 73/78》）。中国作为《MARPOL 73/78》的缔约国之一，需履行公约各项规定并推动境内海洋环保工作的发展。因此，交通部、海洋局等政府部门相应颁布了一系列的法律法规，以促进与国内海洋环保工作与国际接轨。

人类活动对海洋环境造成污染由来已久。海洋污染的途径主要源自陆地、船舶、飞机等的故意及意外排放。污染物质进入海洋环境后，损害生物资源、降低海水质量，最终影响到渔业生产和其他海上活动，并危及人体健康。在 1960s 以前，人们尚认为海洋能够主动净化任何人为的污染，因此未采取任何主动措施减少海洋污染，并为此付出了惨痛的代价。

图 6、油轮事故污染



资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 7、海上钻井平台泄漏



资料来源：互联网，兴业证券研究所

控制船舶及航运业的污染是保护海洋环境的一个重要途径。国际海事组织（IMO）于 1973 年 10 月召开的国际海洋污染会议中通过了《1973 年国际防止船舶造成污染公约》，并在 1978 年 2 月召开的国际油船安全和防污染会议期间，通过了该议案的修订，称之为《经 1978 年议定书修订的 1973 年国际防止船舶造成污染公约》（简称《MARPOL 73/78》）。该公约经 1997 年再度修订，形成了一个具有六个附则的技术性专门公约。为全球各个国家和地区开展海洋环保工作提供了政策和技术方面的支持。

表 3、《MARPOL 73/78》的 6 个附则

附则 I	防止油类污染规则
附则 II	控制散装有毒液体物质污染规则
附则 III	防止海运包装形式有害物质污染规则
附则 IV	防止船舶生活污水污染规则
附则 V	防止船舶垃圾污染规则
附则 VI	防止船舶造成大气污染规则

资料来源：互联网，兴业证券研究所

《MARPOL 73/78》的生效使全球海洋环境保护工作取得了积极的成效，目前该公约所含的要求已成为几乎全球所有港口监控的必查项目。我国于 1983 年 7 月正式加入《MARPOL 73/78》，成为该公约缔约国之一。此后，我国必须全面履行公约及其附则的各项要求，包括制定相应的国内法规，确保公约得到严格执行。

因此，加入《MARPOL 73/78》之后，交通部、海洋局等政府部门相应颁布了一系列的法律法规，以促进国内海洋环保工作与国际接轨。其中，2011 年 2 月开始



实施的《船舶及其有关作业活动污染海洋环境防治管理规定》中明确规定：国际航行船舶必须清除船上污染物后方可驶离国内港口。在这一规定下，对船舶污染物的清理和处置必须通过有资质的污染物接收单位以有偿服务的方式提供，船舶清污成为第一个具有清晰盈利模式的海洋环保业务。

**表 4、国内与海洋环保相关的重要政策文件**

政策名称	发布单位	实行/发布时间	主要内容
《防治船舶污染海洋环境管理条例》	国务院	2010年3月1日	港口、码头需配备污染监视设施和污染物接收设施，并使其处于良好状态； 在中国海域内排放船舶垃圾、生活污水、含油污水等应当符合法律法规及中国缔结的国际公约的要求； 船舶污染物接收单位应当依法经海事管理机构批准并接受监管；
《港口经营管理规定》	交通部	2010年3月1日	建立港口船舶污染物接收经营资质许可制度，获得资质需满足4项条件：1)有固定的经营场所；2)配备海务、机务、环境工程专职管理人员至少各一名，且具有三年以上相关专业从业资质；3)有健全的经营管理制度和安全管理以及生产安全事故应急预案；4)使用船舶从事船舶污染物接收的，应当拥有一艘不低于300吨的适应船舶污染物接收的中国籍船舶；使用港口接收设施从事船舶污染物接收的，港口设施应处于良好状态；使用车辆从事船舶污染物接收的，应当拥有至少一辆垃圾接收、清运专用车辆； 《港口经营许可证》有效期三年；
《船舶及其有关作业活动污染海洋环境防治管理规定》	交通部	2011年2月1日	船舶需持有防治船舶污染海洋环境的证书； 港口、码头、装卸站和从事船舶修造业的单位应当按照国家有关标准配备相应的污染监视设施和污染物接收设施； 船舶不得向依法划定的海洋自然保护区、海洋特别保护区、海滨风景名胜、重要渔业水域以及其他需要特别保护的海域排放污染物； 船舶污染物处置作业需如实记录，并保留2-3年； 船舶污染物接收单位应当将接收的污染物交由具有国家规定资质的污染物处理单位进行处理，并每月将接收和处理情况报海事管理机构备案； 国际航行船舶在驶离国内港口前应当将船上污染物清理干净，并在办理出口岸手续时向海事管理机构出示有效的污染物接收证明；
《海洋环境保护法》(2013年修订)	全国人大	2014年3月1日	在中华人民共和国管辖海域，任何船舶及相关作业不得违反本法规定向海洋排放污染物、废弃物和压载水、船舶垃圾及其他有害物质。从事船舶污染物、废弃物、船舶垃圾接收、船舶清舱、洗舱作业活动的，必须具备相应的接收处理能力。 船舶必须按照有关规定持有防止海洋环境污染的证书与文书，在进行涉及污染物排放及操作时，应当如实记录。 港口、码头、装卸站和船舶修造厂必须按照有关规定备有足够的用于处理船舶污染物、废弃物的接收设施，并使该设施处于良好状态。装卸油类的港口、码头、装卸站和船舶必须编制溢油污染应急计划，并配备相应的溢油污染应急设备和器材。
《船舶与港口污染防治专项行动实施方案(2015-2020年)》	交通部	2015年8月	到2020年，珠三角、长三角、环渤海海域船舶硫氧化物、氮氧化物、颗粒物与2015年相比大幅下降。同时，按照新修订的船舶污染物排放标准，2020年底前完成对船舶的改造，经改造仍不能达到要求的，限期予以淘汰。

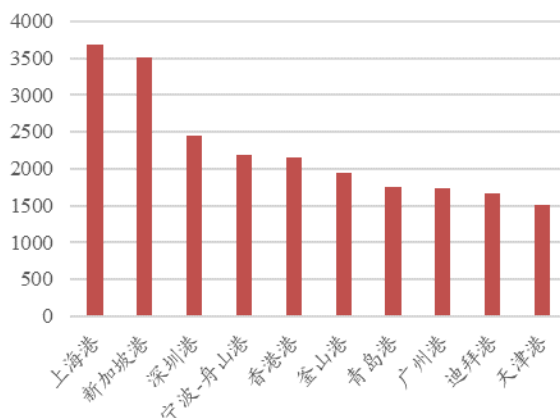
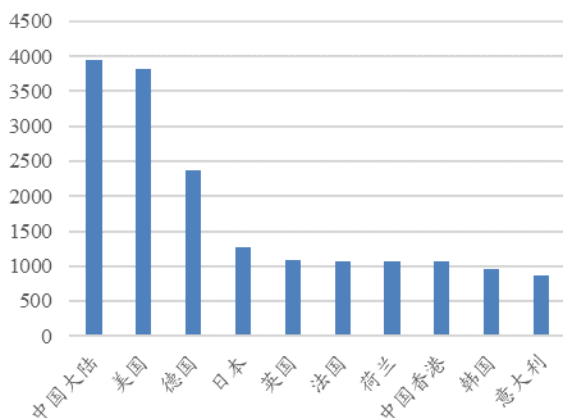
资料来源：交通部，兴业证券研究所

## 2.2 海洋环保前景广阔，监管加强市场有望爆发

我国海洋环保尚处于起步阶段，未来发展前景广阔。中国已成为全球第一大贸易国，海运货物吞吐量居世界第一位，与之相配套的环保设施投资空间巨大。而海洋环保长期以来面临监管不足、缺乏盈利模式、从业者参差不齐等问题，长期处于无序发展状态。当前全世界最繁忙的港口几乎都集中在中国，建设与之相适应的环保配套设施成为必需。港口的船舶清污业务与工业危废行业较为类似，同样采用的是“使用者付费”原则，具有较高的市场化潜力。一旦该领域监管得到加强，行业运作趋于规范化，市场规模将有望出现成倍的增长。

我国已成为世界第一商品贸易大国，每年海运吞吐量同样居世界第一位。按集装箱吞吐量，全球十大港口中有七个位于中国。中国近海已成为全球最为繁忙的海域之一，航运业对于海洋环境容量造成了巨大的压力，导致我国的海洋环境并不容乐观。

图 8、2015 年世界进出口商品贸易额排名（十亿美元） 图 9、2015 年世界十大集装箱港口（万 TEU）



资料来源：互联网，兴业证券研究所

资料来源：互联网，兴业证券研究所

根据 2014 年中国环境公报显示，我国近海海域劣四类海水已占到 18.6%，长三角、杭州湾和珠三角等地海水污染情况十分严重。其中必然有相当大比例的污染因子是来自上海港、广州港以及天津港等几个大港。

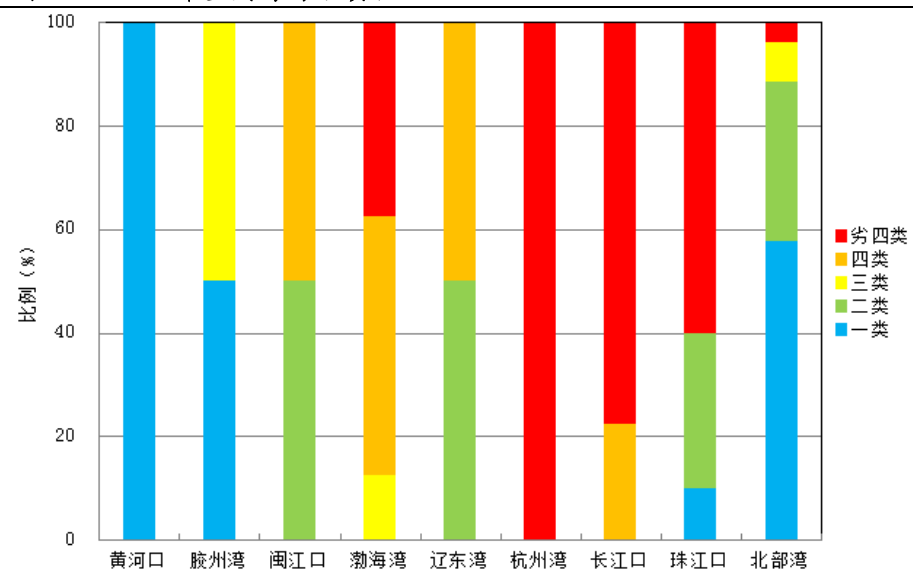
而我国港口在配套环保设施建设方面还存在很多不足，与世界第一航运大国的地位十分不相符。根据 IMO 全球综合船舶信息系统（GISIS）中港口污染物接收设施不足报告显示，中国港口近年来已有多次涉及。我国与港口相配套的污染物接收设施普遍存在环保设备设施配备不足，安全管理不到位，对于污染物去向没有建立完善的监管，重接收轻处置，大量没有经济价值的含油废水得不到妥善的处置等问题。船舶清污和相应的港口配套环保设施建设将有很大发展空间。

图 10、2014 年全国近岸海域水质分布示意图



资料来源：环保部，兴业证券研究所

图 11、2014 年重要海湾水质状况



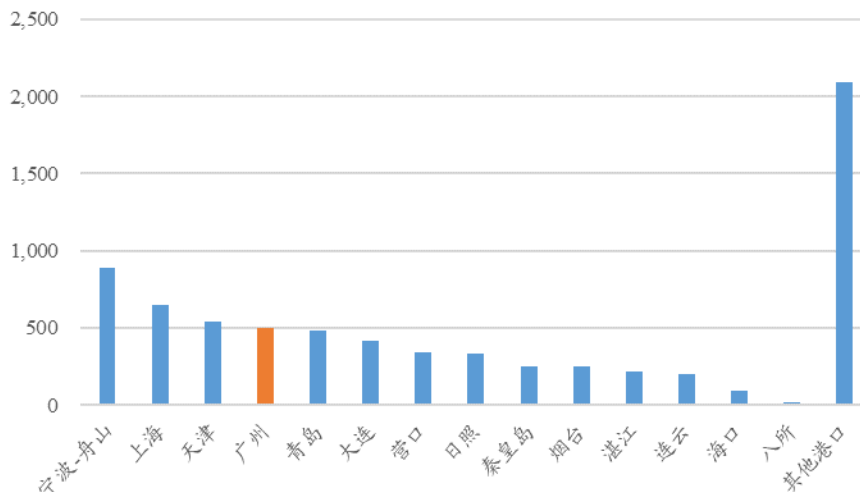
资料来源：环保部，兴业证券研究所

### ● 2.2.1 广州市打造绿色港口，海洋环保迎来转机

广州港是我国重要的海运枢纽港，亦是华南地区最大的货运港口。2015 年，广州港完成货物吞吐量 5.2 亿吨，集装箱 1762.5 万标准箱，分别是全国第四大货运港和第五大集装箱港，为世界十大港口之一。广州港同时也是华南最大的能源进口港和珠三角地区油品集散地，建有广东省首个战略储备油库。

广州市政府计划将广州港进一步打造为国际航运中心和国际航运枢纽，为此相关的环保配套设施建设将迎来前所未有的机遇。广州港务局和广州市环保局联合启动了广州港“绿色港口行动计划”，践行绿色发展理念，包括率先实行船舶靠岸使用岸电或转用低硫油等措施。目前，广州港已获得交通部绿色低碳港区的主题性试点项目。

图 12、2014 年全国货运港吞吐量排名（百万吨）



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

目前广州港有约 20 家从事船舶污染物接收作业的企业，除少数国有港务企业下属的港口服务公司以外，绝大部分为注册资本 100 万元以下的民营小型企业。这些企业主要从事含油污水的接收工作，因规模有限，大部分不具备岸上的船舶含油污水处理设施，亦未经环保部门核发危废经营许可证，无法对所收到的污水进行深度处理，多为进行简单油水分离后卖出，存在较大的环境隐患和安全隐患。

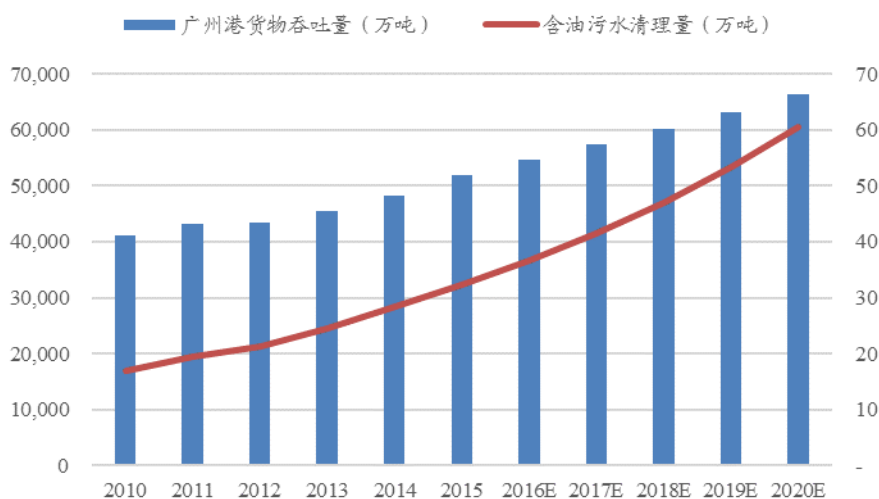
表 5、广州港船舶清污资质单位名录

公司名称	资质级别	业务范围
广州港珠江防污有限公司	一级	广州港及其附近海水域
广州三江船舶防油污工程有限公司(广州海运)	一级	广州港及其附近海水域
广州海运物资供应公司	一级	广州港及其附近海水域
广州市龙善环保科技有限公司	一级	广州港及其附近海水域
<b>广州市蓬港船舶清油有限公司</b>	一级	广州港及其附近海水域
增城市珠江口船舶工程有限公司	一级	广州港及其附近海水域
广州市绿之建环保科技有限公司	一级	广州港及其附近海水域
广州宝裕海洋生态净化工程有限公司	一级	广州港及其附近海水域
广州市华域防污有限公司	二级	广州港及其距岸 20 海里以内水域

资料来源：交通部，兴业证券研究所

随着广州港货运量的不断增长和船舶清污比例的提高，相应的船舶清污需求也在快速上升。随着海洋环保政策的落实和监管加强，将推动船舶含油污水的清理率提升，广州港每年进港船舶含油污水的增长率将远高于货运量的增长速度。我们预计到 2020 年，广州港及周边含油污水的清污总量将超过 60 万吨，相对应后端的深度处理亦将有极大空间。

图 13、广州港货物吞吐量及含油污水清理量预测



资料来源：广州港务局，兴业证券研究所

### ● 2.2.2 海上钻井平台数目增加，石油环保需求有望爆发

海上钻井平台多位于近岸或海湾等近海海域，周边往往具有较高的航运及渔业价值，其污染物排放如不进行严格管理，则会对周围海域乃至海岸线的生态环境造成严重破坏，经济损失难以估计。因此，随着近年来海上钻井平台数量不断增加，对其污染物的处置需求有望出现爆发。

海上钻井平台污染破坏力大、影响范围广，一旦发生会对石油公司造成巨大经济损失和声誉损害。2011 年的蓬莱漏油事件就是因当时国内最大的钻井平台渤海蓬莱 19-3 油田发生溢油事故，共造成 6200 平方公里海域污染，海洋生态损害价值



总计 16.83 亿元。在政府处罚和媒体报道下，该事件也对当事人康菲石油和中海油造成了巨大的经济损失和声誉损害。

因此，为保护周边海域的生态环境，对海上钻井平台日常产生的各种钻井液和钻屑等污染物需要在海上进行回收后运回陆地的合格处理厂进行处理。随着我国投运的海上钻井平台不断增加，对其产生的各种含油废物进行处理的市场需求逐渐形成。

南海东部地区是重要的原油产区，现有储量和产量分别达到 515.6 百万桶和 22.97 万桶/天。目前仅在靠近珠江口的海域就有西江、番禺、惠州等多个海上钻井平台群处于作业中，每年可产生大量的含油废钻井液、含油污泥等污染物。在广州港建设含油废物处理设施的市场潜力巨大。

图 14、中海油番禺油田



资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 15、中海油番禺油田示意图



资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 16、南海主要油气田分布



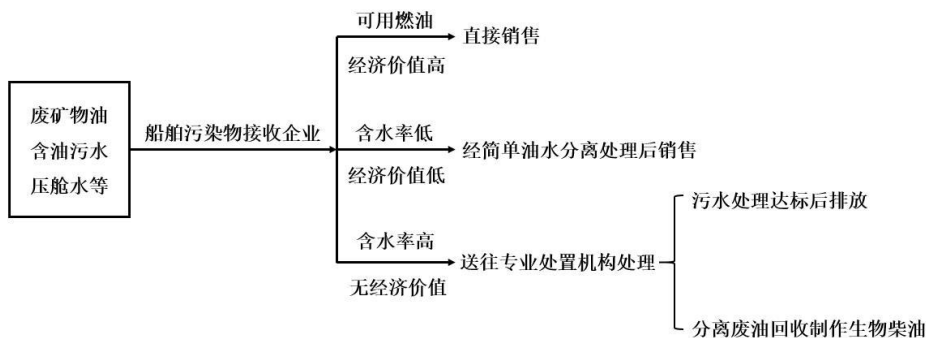
资料来源：互联网，兴业证券研究所

### 2.3 建设海洋环保中心，抢占海洋环保桥头堡

中滔环保在工业污水和含油危废处理方面具有丰富经验，公司极具前瞻性的战略布局海洋环保领域，将广州莲港升级打造为国内目前规模最大的海洋环保中心。中滔海洋环保中心具备 50 万吨/年含油污水处理产能，并自备 5000 吨码头，可通过水路覆盖整个广州港和华南地区各主要港口，地理位置得天独厚。未来公司还计划在海洋环保中心内增设港口淤泥处理、生物柴油提炼和石化化工污水处理等项目，进一步丰富其功能。随着市场需求的上升，该项目利用率逐渐提高，预计将对业绩产生显著增厚。

相较于人力密集型的船舶清污业务，对船舶污染物尤其是含油污水的处理存在更大缺口。目前广州港的 20 家船舶清污服务公司，大多数为中小型民营企业。这类企业主要依靠人力搜集船舶上的含油污水及废油，经简单的油水分离后将经济价值较高的部分进行出售，而对于剩余部分往往不具备深度无害化处理能力，长期存在较大的安全和环保隐患，也不符合广州港建设成为国际一流枢纽港的战略定位。中滔环保以资本密集型的污染物处理设施建设为突破口，充分发挥自身资金和技术优势，找准市场的痛点所在。

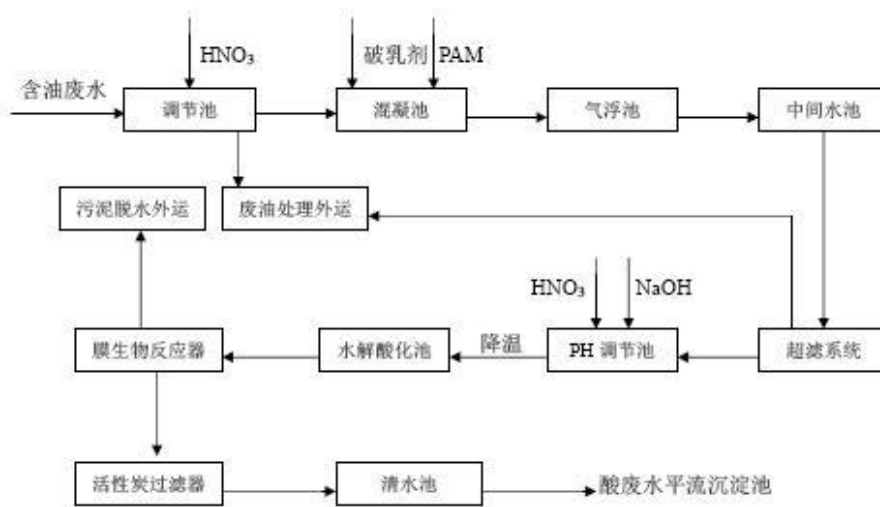
图 17、港口船舶含油污水去向



资料来源：互联网，兴业证券研究所

中滔环保对含油污水的无害化处理及资源化具有丰富的技术储备及管理经验。中滔环保在工业污水处理领域具有丰富的经验，技术及商业模式均居广东省领先地位。全资子公司广州绿由具有 5 万吨/年含油污水的危废处理资质 (HW08)，是广州地区最大的危废处理企业。绿由前身为江城石油公司，在废油深加工方面亦具有丰富的经验。

图 18、含油废水处理工艺流程图



资料来源：互联网，兴业证券研究所

建设中滔海洋环保中心，抢占海洋环保桥头堡。中滔环保 2015 年收购了广州莲港船舶清油公司，并在其原址上升级改造为全新的中滔海洋环保中心。广州莲港原本具有 45 万吨/年含油污水的处理资质，是广州港最大的含油污水处理设施，中滔环保在收购后将其进一步扩张到 50 万吨/年处理量。海洋环保中心位于广州市南沙区，濒临珠江口，自带 5000 吨泊位码头，清污船可直接通过码头与陆地处理设施接驳，运输成本大大降低。其得天独厚的地理位置还可以通过水路实现对广东省全境覆盖，有助于对海上钻井平台等潜在客户的开发。海洋环保中心与广州绿由距离较近，双方在危废运输方面能够形成良好的协同作用。未来，借助靠近



广州南沙化工园区的优势，公司还计划在中滔海洋环保中心内增设专业的化工工业污水处理设施，进一步拓展业务空间。

图 19、中滔海洋环保中心码头及污染物接收船



资料来源：兴业证券研究所

图 20、污染物接收船运载的废油



资料来源：兴业证券研究所

图 21、中滔海洋环保中心与广州绿岛可形成良好协同



资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 22、中滔海洋环保中心地理位置可覆盖广东各主要港口



资料来源：互联网，兴业证券研究所

目前海洋环保中心还在逐步建设中，随着设备逐步进场安装，处理产能将逐步释放。考虑有宝钢湛江等大订单的驱动，以及未来中海油旗下海洋钻井平台的潜在需求，我们认为公司海洋环保的业务拓展前景十分乐观。随着市场需求上升，设施的利用率不断提高，预计到 2019 年，海洋环保业务将为公司新增 1.92 亿元的净利润，增厚每股收益约 3 分。

表 6、中滔海洋环保中心业绩预测

项目	2016E	2017E	2018E	2019E
产能利用率	20%	35%	45%	75%
处理量 (万吨)	10.0	17.5	22.5	37.5
处理费 (元/吨)	350	500	800	1,100
收入 (万元)	3,500	8,750	18,000	41,250
净利润 (万元)	980	2,800	6,300	15,675
EPS 增厚 (分)	0.16	0.44	1.00	2.48

资料来源：兴业证券研究所

### 3、危废业务成功开拓，有望继续高速增长

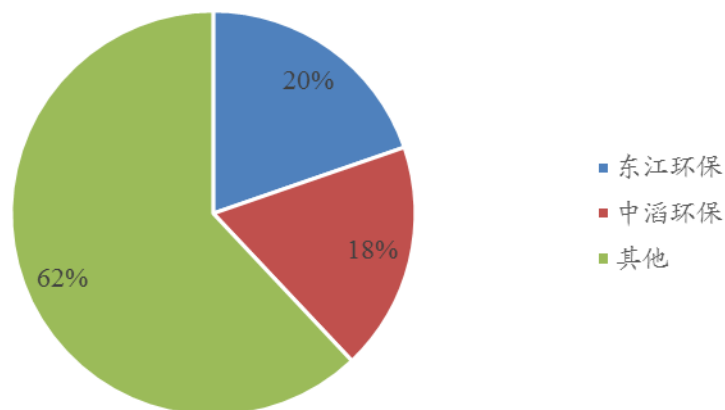
中滔环保 2015 年收购广州绿由，从此开始涉足危废行业，通过并购和托管运营等方式，公司已迅速成长为广州地区最大的危废处理企业。目前公司有 3 个在运营的 BOO 项目，3 个 TBT 项目，以及一个危废转运仓库。包括广州莲港在内，得到广东省环保厅核准的危废处理资质合计达到 79 万吨/年，占广东省资质总量的约 18%。公司还与广州市环保局下属的广州环境保护技术设备公司开展战略合作，使其危废处理范围扩大至 35 个大类，覆盖全部危废名录的 70%。公司已发展成为珠三角地区综合实力最强的危废处置企业之一，随着危废订单增加以及现有产能利用率的提升，未来一段时间公司危废业务仍将保持高速增长。

表 7、中滔环保危废项目

项目名称	经营模式	核准资质产能	收购时间	收购价格
广州绿由	BOO	25.95 万吨/年各种危废	2015 年 8 月	6.3 亿元
康翔金属	BOO	8500 吨含铜废液, 11000 吨其他	2015 年 4 月	2000 万元
广州莲港	BOO	45 万吨/年含油污水	2015 年 4 月	1.34 亿收购, 计划投入 3.2 亿升级改造
浩盈固废	BOO	5 万吨危废收储运	2015 年 11 月	765 万元
广州萌辉	TBT	40000 吨含铜废液	N/A	N/A
广州吉美	TBT	12000 吨含铜废液	N/A	N/A
增城中凌	TBT	9000 吨含铜废液	N/A	N/A

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 23、广东省经核准的危废处理资质结构



资料来源：广东省环保厅，兴业证券研究所

我国危废市场空间广阔，相对于每年产生的危废数量，实际处置率仅约 25%，随着监管加强，对危废处置的需求有望持续快速上升。危废行业高度分散化，绝大多数持牌中小企业无力承担环保标准提升带来的成本增加，加上危废处理资质发放缓慢，有实力的大型企业将通过并购方式加快对市场的整合。目前广东省内存



在大量中小型危废企业，每家平均核准处理量仅 2 万吨/年，市场仍处于极度分散状态，未来集中度快速提高是必然趋势。

**公司危废订单充足，产能利用率将持续提升。**中滔环保今年以来已连续与宝钢湛江和广汽集团签订了重大危废合同，也是公司多年来首次与央企及大型地方国企客户签订此类合同。除了能够直接带来业绩贡献外，还能够提升公司在国内危废市场的品牌和声誉度，长期利好公司的危废业务发展。

据估计，广州绿由 2015 年利用率占其核准处理量的 50-60%，今年绿由的无害化处理资质将有望通过更新扩大，广州康翔等主要在内部整改和升级，中滔环保的危废处理能力还有很大潜力可供挖掘。在需求持续增加，新签订单的推动下，预计今后公司的危废处理量将有很大提升空间，危废业绩可持续高速增长。

**表 8、中滔环保 2016 年以来签订危废大单**

合同名称	签订时间	合同内容
宝钢湛江危废一揽子处理合同	2016 年 6 月 20 日	从合同签订日起至 2016 年 12 月 31 日为宝钢湛江钢铁有限公司提供危险废物处置服务，到期后可商议延期。预计 2016 年可贡献收入不低于 3500 万元。
广汽商贸三年期战略合作框架协议	2016 年 6 月 23 日	与广汽集团子公司广汽商贸签署三年战略合作框架协议，为广汽及旗下分公司提供危废回收处理服务，到期后可商议续约。

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

#### 4、污泥新建产能陆续投运，保持省内龙头地位

中滔环保 2013 年首度在永和海滔开展污泥处理业务，并通过收购河源固废及清远绿由，产能得到快速提升。目前公司旗下 3 个污泥处理设施总核准处理量达到 3142 吨/日，为广东省内最大污泥处理企业。龙门及新丰绿智等新项目今年将逐渐投运，预计至 2017 年公司的污泥及一般工业固废处理能力将分别提升至 4642 吨/日和 4683 吨/日，继续保持省内的龙头地位。

**广东省污泥处理产能存在较大的缺口，未来市场发展前景良好。**据估计，广东省市政污水处理厂每年产生约 350 万吨污泥，现有的处理率仅约 8 成。广东省前期制定的污泥无害化处置率达到 100% 的目标未按期完成，今后地方政府在污泥处理方面的推进力度将有望增强。

中滔环保在运营的 3 座污泥处置设施核准处理总规模达到 3142 吨/日，每年可处

理约 145 万吨左右的市政污泥，约占全省污泥总量的 40%，是省内最大污泥处置企业。公司 2015 年污泥处置设施的平均产能利用率高达 93%，已成为广州市、深圳市等重点城市最大的污泥处置供应商。公司还在惠州龙门及韶关新丰投建新的污泥及一般工业固废处理设施，未来可对珠三角地区形成全面覆盖，为周边各大城市及工业园区提供完善的市政污泥和一般工业固废处理解决方案。

**表 9、中滔环保污泥及一般工业固废处理设施**

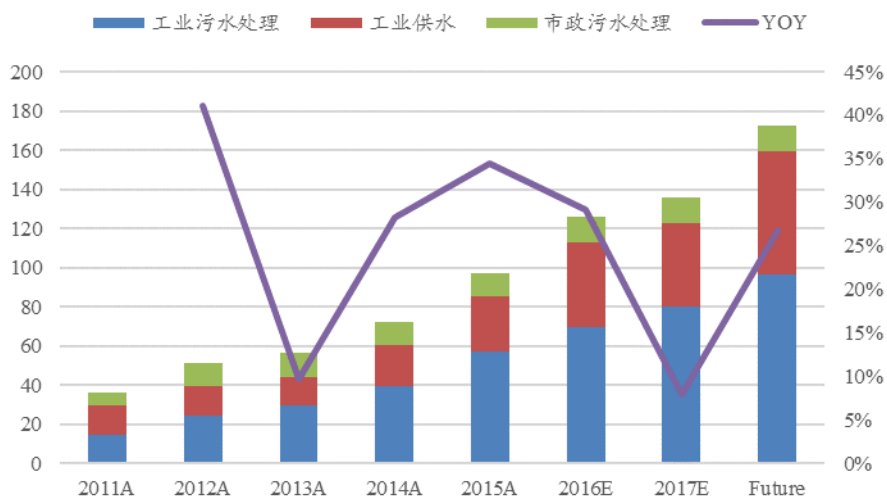
项目名称	设计处理能力	状态
清远绿由	污泥 1542 吨/天 一般工业固废 2278 吨/天 填埋 200 万立方米	已投运
河源固废	污泥（一期）700 吨/天 污泥（二期）300 吨/天	已投运
海滔污泥	污泥 900 吨/天	已投运
龙门工业基地	污泥 1389 吨/天（一期 500 吨/天） 一般工业固废 833 吨/天 垃圾焚烧发电 600 吨/天	预计 2016 年建成
新丰绿智	一般工业固废 972 吨/天	预计 2016 年建成
广西玉林	污泥 200 吨/天	规划中

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 5、工业水处理储备充足，新项目不断突破

中滔环保是国内工业污水集中处理模式的先驱，长期以来在广东省内保持领先地位。截至 2015 年底公司水处理总设计规模已达到 97.5 万立方米/日，加上储备项目在内一共达到 172.45 万立方米/日。2015 年公司水处理业务实现收入 3.93 亿元，对应 EBITDA2.91 亿元。水处理业务绝大部分客户为工业园区企业，商业模式成熟，项目回款情况良好，每年可提供大量的净现金流。此外，公司在手储备项目充足，并开始向省外市场开拓，四川广元、广西玉林等项目今年有望建成投运，增长具备良好的可持续性。

图 24、中滔环保水处理业务增长情况（万立方米/日）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

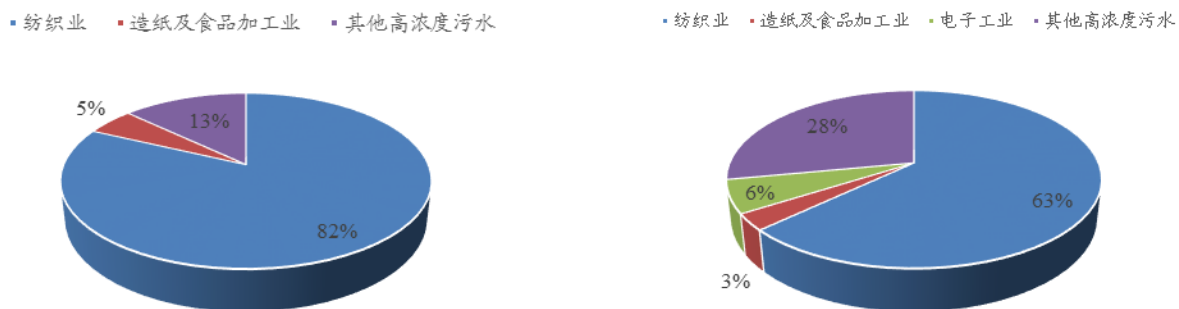
**广东省工业水处理市场化程度高，省内核心业务仍具增长空间。**据统计，占广东省工业产值 25% 的电镀、印染、造纸、化工等几大重污染行业所排放的废水和化学需氧量（COD）分别占全省工业排放量的 49.2% 和 56.4%。广东省自 2004 年以来一直致力于推动重污染行业的统一规划集中治理工作，对以上行业采取了搬迁入园区统一治理、引导产业升级和鼓励第三方环境服务模式等各项措施。目前广东省的工业园区集中排放集中治理和工业治污市场化程度均走在国内前列。

广东省已对电镀行业实施了国内最为严格的特别排放限值标准，并将在 2018 年起由珠三角扩展到全省范围。未来在印染、化工等重污染行业亦有望出台类似政策，工业污水排放标准提高是长期趋势，集中排放和专业化的第三方环境服务模式将逐渐成为主流。

**下游客户多样化，新项目不断取得突破。**水处理业务是中滔环保的核心业务，公司最早从事纺织印染行业污水的集中处理业务，下游客户比较单一。目前公司污水处理业务已从印染拓展至造纸、食品以及电子电镀等多个领域，抗风险能力大大增加，奠定了其在工业水处理市场的绝对领先地位。

在政府监管压力和来自下游客户“绿色采购”的双重促进作用之下，广东省内工业企业的“污染者付费”模式已经十分成熟。中滔环保的工业水处理业务具备优秀的盈利能力和现金流表现，是公司最重要的利润贡献板块。通过获取英红工业园项目，公司开始大力拓展在电子电镀行业的工业水处理业务，同时借助在广东省成功的项目经验，公司也积极开拓外省市场，今年广西玉林和四川广元项目将建成投产。预计未来水处理业务将仍然保持较高的增速。

图 25、中滔环保 2014 年水处理业务按行业收入结构      图 26、中滔环保 2015 年水处理业务按行业收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

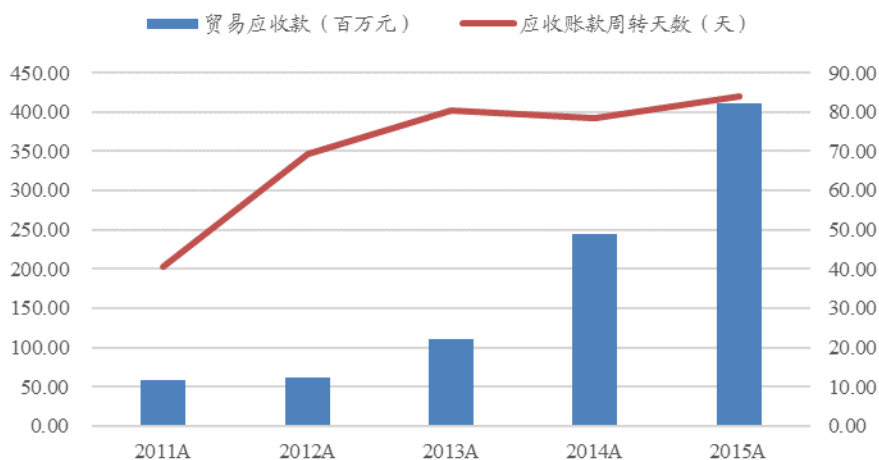
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 6、财务分析

中滔环保业务盈利能力强，下游客户质量高，应收账款账期短，具有非常好的现金流。公司充分利用港股市场灵活的融资模式为业务的快速扩张筹集资金，在过去几年中成功实现了跨越式的发展。目前公司资产负债率仅为 47.38%，在环保公司中属于较低水平，综合考虑公司良好的经营性现金流，我们认为其尚有充足的融资余量以支撑未来潜在的投资和并购，财务上看仍具备较好的成长性。

**中滔环保业务现金流好，应收账款周转快。**公司主要为下游客户提供污水处理、污泥及危废处置等业务，大部分业务根据处理量按月进行结算，回款周期较短。公司的下游客户主要为工业园区企业和地方政府，绝大部分位于经济发达的珠三角地区，客户资信普遍较高，付款及时，因此公司应收账款账期较短，基本不超过一年。

图 27、中滔环保历年应收账款情况

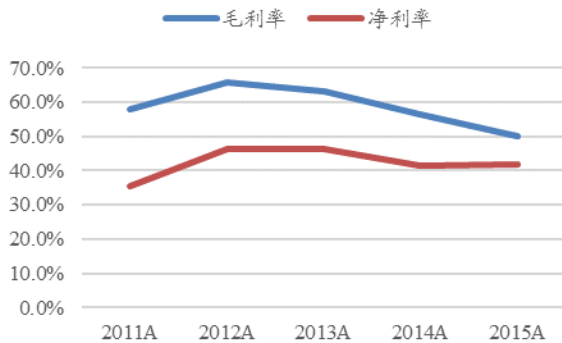


资料来源：Wind，兴业证券研究所

公司工业水处理核心业务盈利能力强，利润率水平高。近年来新拓展的污泥、危

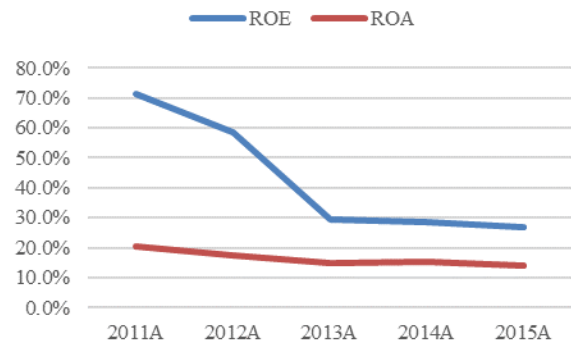
废等业务增长较快，而毛利率不及工业污水处理业务，因此整体毛利率有所下降，但仍属行业较高水平。公司的 ROE 与 ROA 历年来亦维持在较高的水平。

图 28、中滔环保利润率变化



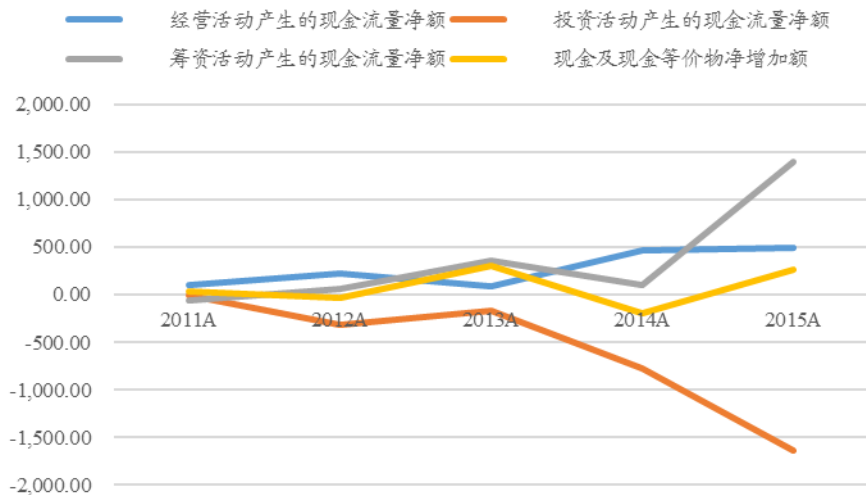
资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 29、中滔环保资产收益率变化



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 30、中滔环保现金流量（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 7、盈利预测与估值

我们预测中滔环保 2016-2018 年收入分别为 19.37/23.25/27.43 亿元，归属股东的净利润分别为 7.04/8.83/10.70 亿元，对应 EPS11.15/13.97/16.93 分，折合当前股价 PE17.8/14.2/11.7 倍。

中滔环保的原有业务板块（水处理、污泥）保持快速的产能投放，公司开展危废业务一年来已取得了显著的成绩，并有望持续。公司在海洋环保领域的战略布局同样有望在短期内即取得突破。目前因这块业务处于市场开拓阶段，未来存在一些不确定性，但我们依然看好公司的发展前景，借助海洋环保打开新的增长空间。



我们给予公司未来 6 个月 2.90 港元目标价，基于 2017 年 18 倍估值，25.5% 上涨空间，首次给予“增持”评级。并强烈建议投资者对公司的海洋环保业务进展保持密切关注。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	953	1,461	1,572	2,231
现金及现金等价物	123	387	465	742
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	794	1,065	1,056	1,478
其他应收款	0	0	0	0
存货	30	2	45	6
<b>非流动资产</b>	4,289	4,609	4,744	4,898
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	7	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2,151	2,151	2,151	2,151
在建工程	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0
无形资产	1,295	1,295	1,295	1,295
<b>资产总计</b>	5,243	6,070	6,316	7,130
<b>流动负债</b>	964	1,232	765	722
短期借款	642	729	327	0
应付账款及票据	322	503	438	722
预收账款	0	0	0	0
其他	0	(0)	0	0
<b>非流动负债</b>	1,382	1,382	1,382	1,382
长期借款	1,367	1,367	1,367	1,367
其他	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	2,346	2,614	2,147	2,105
股本	125	125	125	125
资本公积	2,757	2,757	2,757	2,757
未分配利润	0	557	1,266	2,118
少数股东权益	14	17	20	24
<b>股东权益合计</b>	2,897	3,456	4,169	5,025
<b>负债及权益合计</b>	5,243	6,070	6,316	7,130

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	611	707	886	1,074
折旧和摊销	0	0	0	0
利息费用	0	85	73	50
营运资本变动	(217)	(62)	(98)	(98)
<b>经营活动产生现金流量</b>	500	730	861	1,025
资本开支	0	0	0	0
对外投资	(832)	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	(1,634)	(320)	(135)	(154)
借款变动	705	87	(402)	(327)
发行股份及债权	907	0	0	0
支付股利及利息	(159)	(233)	(247)	(267)
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,399	(146)	(649)	(594)
现金净变动	266	264	77	277
现金的期初余额	117	123	387	465
<b>现金的期末余额</b>	383	387	465	742

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1,435	1,937	2,325	2,743
营业成本	719	988	1,186	1,426
<b>毛利</b>	716	949	1,139	1,317
销售、一般性和行政开支	139	145	163	178
研发费用	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	741	869	1,059	1,242
折旧和摊销	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	741	869	1,059	1,242
财务费用	(70)	(85)	(73)	(50)
投资收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	671	784	985	1,192
所得税	69	77	99	118
<b>净利润</b>	601	707	886	1,074
少数股东损益	2	3	3	4
股息	110	148	174	217
<b>归属母公司净利润</b>	599	704	883	1,070
<b>EPS(元)</b>	0.09	0.11	0.14	0.17

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性</b>				
营业额增长率	75.6%	35.0%	20.0%	18.0%
EBIT增长率	78.0%	17.4%	21.8%	17.3%
净利润增长率	77.4%	17.6%	25.3%	21.2%
<b>盈利能力</b>				
EBIT/营业额	51.6%	44.9%	45.5%	45.3%
EBITDA/营业额	51.6%	44.9%	45.5%	45.3%
毛利率	49.9%	49.0%	49.0%	48.0%
净利率	41.9%	36.5%	38.1%	39.1%
ROE	20.8%	20.5%	21.3%	21.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.1%	45.0%	35.5%	30.7%
流动比率	0.99	1.19	2.05	3.09
速动比率	0.95	1.18	1.99	3.07
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.29	0.33	0.38	0.40
应收帐款周转率	2.22	2.08	2.19	2.17
应付账款周转率	5.27	4.70	4.94	4.73
存货周转率	39	61	50	56
<b>每股资料</b>				
每股收益	0.09	0.11	0.14	0.17
每股经营现金流	0.08	0.12	0.14	0.16
每股净资产	0.46	0.54	0.66	0.79
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	20.89	17.76	14.17	11.70
PB	4.34	3.64	3.02	2.50
EV/EBITDA	20.88	16.82	13.44	11.04

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。