

强烈推荐-A (维持)

龙马环卫 603686.SH

目标估值: 18 元
当前股价: 13.87 元
2019 年 06 月 16 日

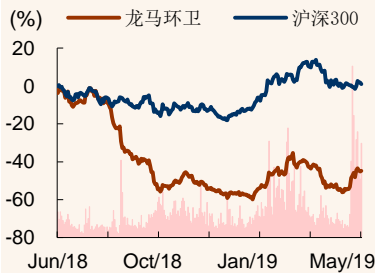
垃圾分类政策即将开启增量市场

基础数据

上证综指	2882
总股本 (万股)	29900
已上市流通股 (万股)	29690
总市值 (亿元)	41
流通市值 (亿元)	41
每股净资产 (MRQ)	7.9
ROE (TTM)	8.9
资产负债率	39.2%
主要股东	张桂丰
主要股东持股比例	20.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	19	-44
相对表现	16	4	-41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《龙马环卫 (603686) —19 年初服务订单快速增长, 环卫服务增速可期》2019-04-02
- 2、《龙马环卫 (603686) —蓝天保卫战来袭, 环卫装备市场加速》2018-07-04
- 3、《龙马环卫 (603686) —装备突破产能瓶颈, 服务异地拓展顺利, 现金流稳健具备估值溢价》2018-06-11

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

宋盈盈
songyingying@cmschina.com.cn

近期, 我们对龙马环卫进行了调研。据调研了解, 垃圾分类政策将显著提高环卫机械设备行业发展, 其对相关需求的提振主要集中在清运车需求提升、对餐厨垃圾处理厂的需求, 另外清运量增加 (餐厨垃圾清运带来) 会提升环卫服务收入、餐厨垃圾预处理的设备也会带来需求。龙马环卫垃圾分类业务采用环卫一体化+垃圾分类的模式, 同时进行全方位宣导, 已在武汉江夏、厦门杏林、龙岩等多地有项目落地。预计垃圾分类政策的推行将开启市场增量空间, 公司未来业绩高增可期, 维持“强烈推荐-A”评级。

调研纪要:

一、垃圾分类行业发展情况梳理

(1) 垃圾分类服务端企业基本情况

垃圾分类服务端的企业主要有两类企业:

第一类是互联网+的企业, 第二是传统的物业公司, 传统的环卫服务或垃圾设备的企业进入垃圾分类的不多, 龙马进入垃圾分类的项目才 10 个。互联网企业喜欢做垃圾分类, 代表性的是小黄狗和伏泰, 他们之前是做环卫信息化管理的, 他们喜欢介入, 他们的投入很大部分是智能分类桶, 龙马也做过, 但是发现设备和运营的成本很高; 厦门之前也做, 用的塑料袋要可降解, 塑料袋一个 1 毛 2, 按厦门常驻人口 411 万计算, 3 人为一户, 每户每天 2 个垃圾塑料袋, 则厦门每年用于塑料袋的补贴就要 1.2 亿元, 所以互联网+模式在政府主导下大规模推广很难;

第二类是物业端, 也有一定问题, 物业很强势, 比较难沟通, 物业企业喜欢在小区里做起来, 因为对物业企业来说是多一块业务的。以厦门为例, 政府投垃圾桶, 如果政府不要求, 物业就自己买, 高楼层的小区, 每一层都会有垃圾桶, 现在高层撤桶, 小区里设置几个点, 但是物业是不愿意的, 因为物业的物业费来自于居民, 居民也不喜欢, 所以小区当中, 让物业配合政府要花力气; 如果是物业开展, 那么政府也会给物业的钱, 物业人力成本是其成本比例中最大的, 人员是既有的, 那么物业就可以直接赚这一环节的钱。

(2) 垃圾分类运营模式

除了**智能分类设备模式**外, 垃圾分类还有政府主导督导和政府外包两种方式。

- **政府为主导**: 比如厦门岛内的督导员, 就是政府为主导的项目, 上海很多小区也是这样, 通过“红袖章”人员, 政府自主支付, 运营成本要低一些
- **政府外包给企业做**: 从公司接到的项目和市场上招投标的可以看到, 体量不大, 年化合同上百万, 周期比较短, 基本上是一年, 这种对企业异地扩张是不利的, 成本较高, 且雇佣的都是临时工人, 适合本地企业做;

目前看有观点认为垃圾前端分类方法中互联网+企业所推进的智能化设备模式并不是一个可持续的可广泛复制的模式，厦门政府收到的建议也是不用互联网+企业的智能化设备模式，而是靠前期的督导+政府的处罚政策出台和执行，原因主要有以下几点：

1、成本太高

以厦门为例，约 300 户用一套或两套设备，3-5 万一个，300 户对应差不多 1000 人，厦门有 400 万人，那就至少 4000 个设备，那么就是 1-2 个亿的设备投下去，对于一般政府来说压力太大；如果考虑耗材，比如垃圾袋等，也会是一大笔钱；

2、必要性不够

用智能设备，居民扔了垃圾之后，后面还要人力去检查到底分类的对不对，机器是检查不了的，这个维度看其实效果是和督导模式是一样的，最后都落实到靠人来，既然都是靠人为什么要用设备呢；就算只是抽查，也需要一定的人力，和只靠人力督导检查并不会太大的效果区别；如果只有人力检查，没有政府的惩罚政策出台和执行其实也没用，而如果政策出来了，人力去做督导和检查的效果其实就会不错了，智能化设备并没有那么必要，最后的结果是要居民有分类的意识、习惯，同时不分类的行为受到纠正，人力督导+政策就可以达到。

现在很多区都是在垃圾分类的试点，公司认为未来垃圾分类一定会纳入环卫一体化，应该属于环卫清扫保洁的一部分，对龙马环卫来说，在做这些分类业务是会选择在自己有环卫服务业务的领域开展；龙马的优势是机械设备到环卫运营，到垃圾分类，都纳入公司的环卫服务范围内，这样情况下效率较高，边际投入减少；如果割裂的只做单个小区，投入几十万一百万，然后独立核算，成本肯定下不去，毛利率会比较低，可能还没有环卫服务高，很难盈利，很难执行下去。

公司认为我们国家的体制下，垃圾分类要推肯定是可以执行的，通过 1、政府的补助支出，基础设施建设；2、法律法规的制定和执法的完善；现在的前端督导，前期一定是热点，但持续到后面，和当年日本等经验类似，大家意识上来督导需求会下降的，大规模试点将来也一定会包含到环卫保洁服务中的一部分；另外在叠加政府在加强法律法规的制定和执法一定会在前端的垃圾分类会有好的效果，政府真正要下力气去解决的是中端的清运和后端的处理。

二、垃圾分类政策对环卫设备行业的影响

（1）垃圾分类政策将显著提振环卫机械设备行业发展

公司认为，垃圾分类对相关需求的提振主要集中在清运车需求提升、对餐厨垃圾处理厂的需求，另外清运量增加（餐厨垃圾清运带来）会提升环卫服务收入、餐厨垃圾预处理的设备也会带来需求。

垃圾分类一定不仅要求前端分类，后端的转运也要分开，特别是居民端的厨余垃圾一定需要分类和转运，对龙马的垃圾清运车，特别是餐厨垃圾清运车是有明显促进的，有两个案例来观察对餐厨垃圾的需求促进：

1、厦门当年年度采购 8000 多万转运车转运餐厨垃圾，增量很明显，大概 30 万/台，合计约 200-300 台，厨余垃圾直接到处理厂，不进中转站；垃圾分类对设备的需求主要就是前端的垃圾桶和后面的转运。

2、上海出台政策有采购 900 多辆餐厨垃圾车的需求，这是第一批采购，后面如果不够还会继续采购，和厦门情况类似，增量会很明显。

中国最主要的是厨余垃圾，一般重量占比 50%左右，（小区的分类垃圾桶中也有体现，5 个垃圾桶中有 2 个厨余垃圾桶，3 个其他垃圾桶），中国的汤汤水水多，容易臭，厨余垃圾清运频率一定要高，政府对厨余垃圾重视，所以要直运，政府也愿意多配一些车辆
厦门岛内厨余垃圾每天大概 400 吨/天（厦门岛内人口大概 110 万），整个厦门岛内+岛外厨余垃圾会更多。

所以也可以从另外一个维度来探讨垃圾分类下对餐厨垃圾清运车的需求，通常一个 100 万人城市每天产生垃圾量 1000 吨以上，那么厦门 400 多万人，应该就是 4000 吨以上，餐厨垃圾可能大概有 2000 吨/天，龙马的餐厨垃圾车容量有 3、5、8 吨不等，8 吨较多，那么以 8 吨/台来测算，那么就需要 200-300 台了，当然如果考虑有些车每天运送 2 趟，那么会在这个基础上有一定的打折。上海 2000 万人口，那么一天产生垃圾 20000 吨以上，餐厨垃圾 10000 吨，除以 8 是 1250 台，考虑到一辆车可能一天两趟，那么打个折后 800-900 台应该也是有的。

关于餐厨垃圾车的一些疑问及解答：

Q：普通垃圾收运车是否改造成分区的，一个区装湿垃圾，一个装干垃圾？

A：不会，很现实的问题，焚烧厂和餐厨垃圾处理厂通常不在一个地方，转运费反而更高；餐厨垃圾会越来越多需要直运；

Q：餐厨垃圾车国内竞争对手？

A：餐厨垃圾车在国内生产的企业数量不算太多，之前这个车辆比较冷门；龙马肯定是在前三的。

Q：会不会用普通环卫车分一部分出来改造成餐厨垃圾转运车？

A：不会，原因如下：

- ① 车不太一样，普通的是压缩式的，餐厨垃圾含水量比较多，不一定适合压缩；
- ② 总的垃圾量也是在往上走的，将传统垃圾车改造没有意义；
- ③ 垃圾转运都是有高峰期，一般的垃圾和餐厨垃圾的高峰期会重叠，一般垃圾车不一定有富余。

（2）垃圾分类将提升对餐厨垃圾预处理设备的需求

垃圾分类下，中转站也有机会，如果餐厨垃圾直接运送到餐厨垃圾处理厂，政府需要付清运费和餐厨垃圾处理费，清运费按照重量和里程收费；政府也要付餐厨垃圾处理厂的处理费，250-300 元/吨；如果在中转站处先预处理减量化，然后再送过去，政府需要支付的转运费用降低，政府需要支付的餐厨垃圾处理费支出也会减少；龙马在这一环节有设备和样机了，目前也在和几个地区环卫部门在谈。

（3）垃圾分类政策将带来清运服务收入的增加

在已有的环卫服务的基础上，会增加餐厨垃圾的清运，这会对环卫服务企业带来清运收入的增加，已有的项目也会和政府去谈，新增这部分的收入。

三、厦门市垃圾分类情况

厦门是垃圾分类最早试点城市，截止 2017 年 11 月中旬，厦门主城区 90% 的小区全市 120 家市直机关，85 家星级酒店，1124 所大中小学校，12 家市属国有企业，66 个农贸市场，还有车站码头机场公园景区等公共区和住下部队已全部推行垃圾分类，全市垃圾分类知晓率达 90% 以上，参与率达 80% 以上。到 2019 年厦门将全面推行垃圾分类。

垃圾分类后，焚烧发电由每吨 350 度增加到 370 度，每天增加八万度。实行垃圾分类半年以来，厦门市生活垃圾增长率有所下降，可回收物收集数量明显增加。同时餐厨垃圾大件垃圾绿化垃圾建筑垃圾也要做到分类处理。餐厨垃圾产生单位将餐厨垃圾收集到专用垃圾桶，各区收运单位上门收集，指引至资源再生示范场，进行无害化处理和资源化利用。每天收集处理餐厨垃圾 180 吨，产沼 1.6 万方，发电 3.5 万度，提取油脂 5 吨，制成有机肥 6 吨。

大件垃圾由大件处理厂负责处理，绿化垃圾做到源头处理，回收利用。小区建筑垃圾袋装转运至指定消纳场处理。农村垃圾按照城乡统筹，以城带乡的理念逐步推进，采用两次四分类模式进行试点，由此，所有类别的垃圾彻底实行分类运输分类处理，从前端到末梢的配套设施轴线，也诠释了厦门全链条管理全过程控制的垃圾分类体系建设，初步实现了生活垃圾处理的减量化资源化无害化。

厦门正在进一步加大建设力度，力争到 2019 年，全市生活垃圾处理能力达到 7750 吨每日，实现原生生活垃圾的零填埋。

四、龙马环卫垃圾分类业务发展情况梳理

(1) 龙马的垃圾分类整体介绍

龙马模式：环卫一体化+垃圾分类的模式：将垃圾分类融入环卫一体化服务范围，形成全链条环卫服务。

龙马的垃圾分类模式下的特色：

● 特色一：融合环卫一体化服务

1、设备配套融合，(1) 丰富原有环卫基础设备，如分类垃圾桶，智能可回收设备；(2) 原有采购计划范围内优化车辆配置结构，满足实际分类运输需求；(3) 结合分类运输处理的需要，设计符合项目需要的后端处理设备。

2、运营管理融合：片区统一管理，清运对接，一体化培训监督机制；目前从试点到普遍推广，试点期服务费肯定高，后面一定会下降，公司在这方面优化，和运营服务融合。

3、信息系统融合，和智慧环卫系统融合

这样有三个好处：(1) 服务性价比高，垃圾分类作为环卫服务的一部分，提高设备人员配置合理性，(2) 管理效果优化，降低管理成本，提高转运水平，(3) 可复制可推广。

● 特色二：全方位宣导，人工宣导为主，智能化为辅

人工：岗前培训，入户宣传（提高知晓率和正确率），氛围渲染（中小學生校园宣传，

垃圾分类猜灯谜)

智能化: 微信等。

(2) 公司垃圾分类项目案例:

➤ 武汉江夏项目: 环卫保洁+智能分类

本来就已承接街道环卫保洁项目, 然后再承接 2 个小区垃圾分类和督导项目, 一个小区几百户, 金额 190 多万/3 年, 属于当地的试点项目; 项目设置有智能化机器, 没有分类到户, 在这个基础上加上培训和督导。

➤ 厦门杏林项目: 全方位督导

合同 1308 万元, 小区 69 个, 20 万人的督导工作, 有 72900 户, 督导员 249 个; 督导员的工作主要为, 宣传, 垃圾桶现场督察, 每天工作四个小时。目前完成 95% 以上覆盖率, 知晓率 100%; 岛内督导员人均 2500 经费做, 从企业角度来说, 要支付税费和管理人员的工资, 最后实际支付到督导员是没有这么多的 (最开始经费是 2000, 落到督导员是 1600-1700)。

➤ 龙岩项目: 督导

金额 54 万/年, 3600 户, 平均每户 149 元/年, 如果一户 3 人, 每人 50 元, 其他项目也差不多是这个水平。

成本端, 最主要是督导员工资, 另外还会有点宣传册, 小区里的放置点。

五、公司主营业务发展情况更新

(1) 环卫机械设备业务

➤ 机械设备行业增速情况:

截止 5 月设备的行业增速 10% 多, 公司订单同比百分之十几的增速略超行业增长。近几年农村地区的垃圾转运车辆需求比较大; 更早的时候城市的清扫, 清洗车需求更明显; 去年开始餐厨垃圾转运车占比持续提升。

➤ 设备毛利率情况:

最新的数据是一季报的, 有一定下降, 大概下降 1 个点, 最近的订单政府客户占比 60%, 去年是 50%, 所以后续毛利率水平至少稳定或者向上趋势;

➤ 政府订单占比提升的原因:

政府的采购会有波动特征, 去年较低, 今年 1 季度以来有所增加。

(2) 环卫服务业务

➤ 订单情况:

截止现在年化大概 20 亿。

➤ **全年收入，年初给服务收入指引 16 亿，业绩 5000 万，目前是否会有上调？**
环卫收入今年会更高，但是达不到 20 亿，有些项目不是全年执行。

➤ **利润率情况：**

我们今年会新增很多订单，新项目会拖累利润率，我们尽量会把前期的磨合期缩短一些；盈亏平衡基本 6 个月，但和设备投入也有关系。公司目前存量项目盈利能力基本稳定，成熟项目净利润率稳步提升；新增项目前期不够稳定，后面会好点。基本都实现公司目标。

➤ **利润率影响因素：**

服务项目的毛利率一般不看模式，而是看服务的区域和内容；（1）城市级别相对更高点，乡镇级别低点；（2）内容上，如果是综合性的，那么毛利率高，如果是单项的，比如就是清理城市牛皮癣，那么毛利率低些。我们目前基本都是综合的，一年几百万至一千万的毛利率可能会稍微低点，一年三五千万的都是比较综合性的。一体化项目承包年限更短，我们投资金额更小，PPP 项目我们投资较大，但我们周期较长，PPP 项目会一次性服务下去，但很长时间我们都会稳定收入。

➤ **PPP 项目情况：**

PPP 项目不多，在手 4-5 个，海口项目最大，全部加起来 6 亿。

➤ **外包项目设备投资情况：**

在市场推动下，基本上我们一体化模式下，原来的设备的使用权移交我们（有的项目要求我们回购设备，但是中转站公厕这种都会移交给我们），我们的投资较小点，不足的部分我们再提升设备，所有的成本和设备投入都列入项目公司成本。我们海南项目一个公厕，一个中转站就得投几十万。

➤ **PPP 项目中的设备投资比例：**

海口项目投资 1 个亿多点，其中设备 7000 多万。

（3）其他

➤ **应收账款**

2018 年装备端和企业客户都是 50%，目前我们是感受到政府客户的回款是有加快；目前来看，今年上半年同比回收现金有增长。

➤ **客户账期**

政府项目账期 180 天，企业大概 1 年，一般分期是按季度来分期。

六、盈利预测及投资建议总结

垃圾分类政策的推行将显著拉动环卫设备和运营服务的发展，助推公司未来业绩实现高速增长。公司始终围绕“环卫装备制造+环卫服务产业”协同发展战略，实施以运营服务带动装备制造，以制造支持运营服务，形成双轮驱动双向融合的战略新格局。截至目前，公司在手环卫服务项目年化合同金额已近 20 亿元，在手订单充足增长可期。同时我们判断环卫设备的高端化将成为越来越明晰的市场趋向，未来随着行业高端化占

比增加，公司在行业整体市占率也有望随之提升。我们预计，公司 2019-2021 年归属净利润分别为 2.57、3.02、3.35 亿元，EPS 分别为 0.86 元、1.01 元、1.12 元，对应当前股价分别为 16.1、13.7、12.4 倍，评级“强烈推荐-A”。

风险提示：政策推动力度不及预期，行业市场化进程不及预期，应收账款回收风险，行业竞争导致毛利率持续下降风险，大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
流动资产	2307	3303	3431	3829	4461
现金	871	1584	977	878	763
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	27	47	54	65	81
应收款项	687	1138	1718	2061	2576
其它应收款	42	56	93	112	140
存货	442	364	500	604	763
非流动资产	339	558	702	809	901
长期股权投资	10	12	14	14	14
固定资产	174	473	597	709	805
无形资产	24	25	24	22	20
其他	132	47	67	64	62
资产总计	2646	3861	4133	4638	5362
流动负债	1277	1521	1655	1950	2400
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	415	472	550	674	852
预收账款	130	38	45	55	70
其他	732	1011	1061	1221	1478
长期负债	106	82	42	42	42
长期借款	29	19	0	0	0
其他	77	63	42	42	42
负债合计	1384	1603	1697	1992	2442
股本	272	299	299	299	299
资本公积金	273	991	1003	1003	1003
留存收益	651	849	1009	1187	1412
少数股东权益	66	117	124	156	205
归属于母公司所有者权益	1196	2140	2311	2489	2714
负债及权益合计	2646	3861	4133	4638	5362

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动现金流	296	289	(356)	154	106
净利润	211	260	236	257	302
折旧摊销	21	41	82	92	107
财务费用	0	2	(24)	(34)	(42)
投资收益	(7)	(6)	(2)	(13)	(17)
营运资金变动	68	(16)	(659)	(188)	(305)
其它	2	9	11	41	60
投资活动现金流	(384)	(1184)	529	(188)	(185)
资本支出	(169)	(253)	(225)	(202)	(202)
其他投资	(215)	(931)	754	13	17
筹资活动现金流	78	685	(103)	(64)	(35)
借款变动	54	11	(42)	(19)	0
普通股增加	6	27	(0)	0	0
资本公积增加	(12)	718	12	0	0
股利分配	(48)	(64)	(79)	(79)	(77)
其他	79	(7)	6	34	42
现金净增加额	(10)	(210)	71	(99)	(114)

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	2218	3085	3444	4179	5223
营业成本	1533	2256	2594	3181	4022
营业税金及附加	18	14	15	19	23
营业费用	284	323	322	407	486
管理费用	123	158	188	204	243
财务费用	(7)	(7)	(28)	(34)	(42)
资产减值损失	21	27	60	73	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	13	11	13	17
营业利润	252	326	303	342	416
营业外收入	14	0	0	0	0
营业外支出	3	4	3	3	4
利润总额	263	322	301	339	412
所得税	45	49	44	50	60
净利润	218	273	257	289	352
少数股东损益	7	13	20	32	49
归属于母公司净利润	211	260	236	257	302
EPS (元)	0.78	0.87	0.79	0.86	1.01

主要财务比率

	2016	2017	2018	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	45%	39%	12%	21%	25%
营业利润	53%	29%	-7%	13%	22%
净利润	40%	23%	-9%	9%	18%
获利能力					
毛利率	30.9%	26.9%	24.7%	23.9%	23.0%
净利率	9.5%	8.4%	6.9%	6.2%	5.8%
ROE	17.7%	12.2%	10.2%	10.3%	11.1%
ROIC	15.5%	11.8%	9.6%	9.9%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	41.5%	41.1%	43.0%	45.5%
净负债比率	1.6%	0.9%	0.5%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
速动比率	1.5	1.9	1.8	1.7	1.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	4.3	5.6	6.0	5.8	5.9
应收帐款周转率	3.6	3.4	2.4	2.2	2.3
应付帐款周转率	4.8	5.1	5.1	5.2	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.78	0.87	0.79	0.86	1.01
每股经营现金	1.09	0.97	-1.19	0.51	0.35
每股净资产	4.39	7.15	7.73	8.32	9.08
每股股利	0.24	0.27	0.27	0.26	0.30
估值比率					
PE	18.3	16.3	18.0	16.5	14.0
PB	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.4	2.5	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。