

环保行业的龙头、新兴蓝筹的典范

目标价：25 元

评级：增持（维持）

深度报告

2010 年 9 月 3 日 星期五

新能源小组

吴文钊

S0630210070003

联系人：陈俊鹏

021-50586660-8620

cjp@longone.com.cn

节能环保行业

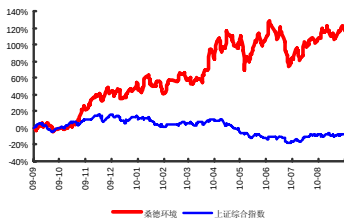
重要数据

总股本（亿股） 4.13

流通股本（亿股） 2.33

总市值（亿元） 95.44

流通市值（亿元） 53.76



相关报告：

1.《固废行业深度报告》 2010/2/02

2.《2010 年环保行业中期策略报告》

2010/6/30

投资要点

- 固废处理行业未来的技术路线将以垃圾综合处理方案和垃圾焚烧发电为主。我们认为未来中国垃圾处理处理路线是多样化的。在东部沿海发达地区，主要采用垃圾焚烧技术；在中西部地区，主要采用垃圾综合处理和卫生填埋技术。桑德环境在垃圾综合处理路线上处于绝对领先地位，在垃圾综合发电技术上正在做积极的研发。
- 桑德环境是 A 股中固废处理行业的唯一标的，直接受益于节能环保产业的快速发展。受益于调结构和国家节能环保产业政策，环保行业在未来十年将迎来黄金发展期，其中固废行业的发展最为受益。我们预计固废行业未来发展的增速为 25%-30%。桑德环境为 A 股中固废工程的唯一标的，将获得远高于行业平均水平的利润率。
- 股权激励有利于公司长远发展。公司的股权激励方案较为严格，行权价 22.15 较高，未来 4 年的净利润增速及净资产收益率均处于较高水平。我们认为最近两年受益于污水产能的释放、咸宁设备厂的投产，行权的可能性较大，同时近两年的高增长将有望降低各期的行权难度。未来的发展依赖于固废行业的快速发展。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	6.8	9.4	13.4	18.1
增长率	30.8%	37.0%	43.0%	35.0%
营业利润(亿元)	1.7	2.3	3.5	4.7
增长率	30.3%	32.2%	52.1%	36.1%
净利润(亿元)	1.5	1.9	2.8	3.8
增长率	30.9%	29.8%	50.0%	35.1%
每股净资产(元)	2.62	2.99	3.54	4.28
每股收益(元)	0.35	0.46	0.69	0.93
市盈率(P/E)	43.8	50.4	33.6	24.9
市净率(P/B)	5.9	7.7	6.5	5.4

目录

1. 垃圾围城现象日益严重，固废行业发展迫在眉睫	3
1.1 国家对固废产业投入加大，产业政策梳理	3
1.2 产业链分析	4
1.3 垃圾处理技术路线	5
2. 桑德环境：A股市场唯一一家主营业务为固废处置的上市公司	6
2.1 大股东桑德集团介绍	7
2.2 固废业务空间广阔	7
2.3 污水处理业务提供稳定现金流	8
2.4 咸宁设备厂开始试生产运营，提升了公司全产业链竞争能力	8
3. 股权激励有利于公司稳定增长	9
4. 盈利预测及估值	10
4.1 业绩预测	10
4.2 行业估值比较	10
4.3 风险提示	11
4.4 财务报表	12

1. 垃圾围城现象日益严重，固废行业发展迫在眉睫

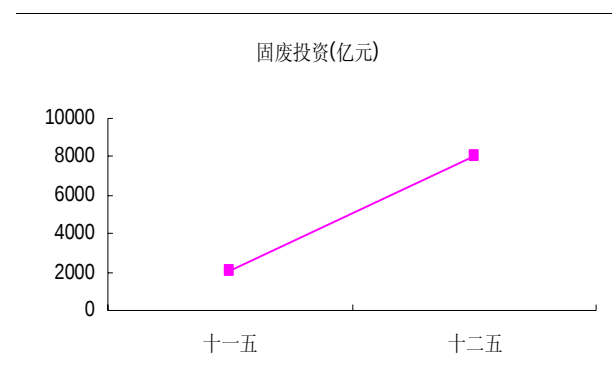
目前我国垃圾处理基础设施严重不足，“垃圾围城”日益严峻，垃圾问题已经成为制约城镇化发展的主要原因之一。目前，我国有城市 668 座，有 200 余座城陷入垃圾包围中。以城镇人口 2.6 亿计算，每人每年生产 440 公斤垃圾，全国产 1.14 亿吨垃圾，可以使 100 万人口城市路面覆盖 1 米厚垃圾。城市垃圾造成水体、土壤、大气的污染和疾病的传播，已成为一个污染环境、困扰人类的社会问题。

固体废弃物是浓缩态最高的污染物，但由于固废污染特征的迟缓性和曲折性，固废处理产业发展迟于水污染和空气污染治理 3-5 年。未来 2-3 年垃圾处理产业将进入建设高峰期，生活垃圾收费政策将逐步落实，征收方式类似生活污水处理费，垃圾处理将是下一个“污水处理产业”，产业年均增长率将达到 25%-30%。

1.1 国家对固废产业投资加大

国家对固废行业的投资加大。环保部中国环境规划院副院长王金南预测我国“十二五”期间固废投资将达 8000 亿，同比“十一五”翻两番，同时国家也陆续出台与固废相关的产业政策。

图 1、 十二五固废投资



资料来源：东海证券研究所

表 1、与固废相关的产业政策

2009.2	《城镇污水处理厂污泥处理处置及污染防治技术政策（试行）》
2009.3	废弃电器电子产品回收处理管理条例
2009.5	《2009 年节能减排工作安排》
2010.5	国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见
2010.6	环保部关于“十二五”环保产业投资计划（官员讲话）
2010.7	中国资源综合利用技术政策大纲
2010.9	战略性新兴产业规划

资料来源：公开信息整理

1.2 产业链分析

固体废物处理行业是指提供一系列产品和服务来测量、防止、限制和减弱因固体废物引起的各种问题的行业，是环保业的主要子行业之一。按照固体废物的种类，固废处理行业可划分为城市垃圾处理、工业固体废物和危险废物处理 3 个方面。危险废物具有污染性强、处理难度大且处理成本高等特点；工业固废一般由各行业专业公司进行处理，较难形成大规模经营的模式，因此城市生活垃圾处理是我国固废处理行业的主要业务。

城市生活垃圾处理产业链包括垃圾的收集中转运输和处理处置等主要环节其中垃圾的收集一般由政府的环卫部门运营，中转运输和处理处置环节则可以交由企业进行市场化运作，包括鼓励垃圾焚烧发电和供热等。城市垃圾处理行业前景十分广阔。

表 2、产业链分析及相关公司

	项目投资	设计咨询	设备制造和采购	工程承包	系统集成	项目运营
工程建设类	桑德环境	✓	✓	✓	✓	✓
	金州环境	✓	✓	✓	✓	✓
	上海美商	✓		✓	✓	✓
	伟明集团	✓	✓	✓	✓	✓
运营管理类	城投控股	✓		✓	✓	✓
	光大集团	✓		✓	✓	✓
	泰达股份	✓		✓	✓	✓
	深圳能源	✓				✓
设备生产类	华光股份		✓			✓
	盛运股份		✓			

资料来源：东海证券研究所

表 3、产业链公司优缺点分析

工程建设型	优势	劣势
桑德环境	固废业务较全，多项领域技术领先；专注固废处理	
金州环境	固废处理业务较全；垃圾焚烧处理技术领先；	生活垃圾处理技术单一；业务较分散
上海美商	专注生活垃圾综合利用处理，相关技术领先	业务和技术较单一
伟明集团	专注生活垃圾焚烧发电处理，相关技术领先	业务和技术较单一
运营管理型		
城投控股	投融资实力强；政府背景	以垃圾处理运营项目为主，
光大环保	投融资实力强；股东实力强	缺乏核心技术；业务较分散，与上海城投类似
深圳能源	投融资实力强；股东实力强	缺乏核心技术；业务较分散，与上海城投类似
泰达股份	投融资实力强；股东实力强	缺乏核心技术；业务较分散，与上海城投类似
设备生产型		
华光股份	垃圾焚烧锅炉占比高	技术较单一
盛运股份	环保设备	技术较单一

资料来源：东海证券研究所

固废行业产业链由 6 部分组成。从产业链可以看出，项目投资是整个产业链的源头。在投资主体中，以国家投资为主，民营资本外资资本为辅，环保产业基金（包括 VC/PE）也竞相成为投资主体，投资主体呈现多元化。

固废工程建设包括从设计咨询到系统集成领域，是价值链增值性与盈利水平最高的环节，涉足该领域的公司将享受到高成长。只要固废行业进入快速发展期，无论是政府投资还是社会投资，持续大量的垃圾处理项目上马是直接而确定的。

类比国家基建投资推动设计施工和工程机械行业的逻辑，固废基础设施投资必然造就固废设计施工和专用设备的高景气。和环保营运的公益性所决定的行业盈利存在天花板（净资产收益率 8%-12%）相比，设计施工和专用设备不存在这样的限制。完全的市场机制可以保证龙头的设计施工和设备企业获得远高于行业平均水平的利润率，最大限度地分享行业高成长带来的投资回报。

预计项目运营会参考污水处理模式，由政府委托经营，按净资产回报率 8%-10% 签署 30 年左右的运营合同。常见的运营模式有 BOT/TOT。由于目前垃圾处理收费体系完全确立前，还不能吸引社会资本积极参与项目运营。

1.3 垃圾处理技术路线

目前，国内外广泛采用的城市垃圾处理方式主要有填埋、焚烧、堆肥综合利用（再生循环利用）三种处理方式。这三种方法各有其优缺点。垃圾填埋方式大量占用土地，对地下水乃至河流、海洋造成严重污染，蚊蝇、细菌横生，产生沼气、火灾、爆炸等。目前公众普遍反对的处理方式是焚烧，担心焚烧垃圾所产生的二噁英将严重污染环境，且二噁英是剧毒致癌物，公众对垃圾焚烧造成的环境问题及可能对人体健康造成的影响十分关注，我们认为出现这种担心是可以理解的，但是焚烧处理并没有想象的那么可怕，从我国未来城镇化进程的角度来看，采用焚烧处理方式是一种符合自身发展状况的方法，特别是在东部沿海地区，人口密度高、经济条件好，比较适合选用垃圾焚烧技术。而垃圾堆肥是一项资源综合利用技术，投资小，运行成本低，经济效益高，是目前广泛推崇的一种方式。

我们认为：相比美国、日本采取单一化的垃圾处理路线，未来中国垃圾处理路线是多样化的。在东部沿海发达地区，主要采用垃圾焚烧技术；在中西部地区，主要采用垃圾综合处理和卫生填埋技术方案。东部地区经济发达、土地资源有限，适合采用焚烧技术；中西部地区购买力有限，土地资源相对比较广阔，适合采用综合处理和卫生填埋技术方案。

表 4、三种主流垃圾处理方式比较

内容	卫生填埋	焚烧	堆肥
操作安全性	较好，注意防火	好	好

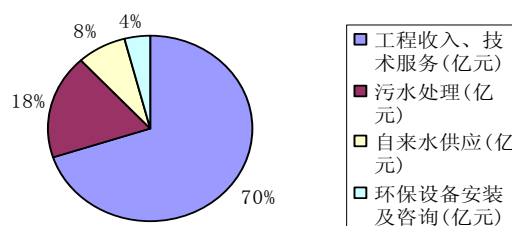
技术可靠性	可靠	可靠	可靠，国内有相当经验
占地	大	小	中等
选址	较困难，要考虑地形、地质条件，防止地表水、地下水污染，一般远离市区，运输距离较远	易，可靠近市区建设，运输距离较近	较易，仅需避开居民密集区，气味影响半径小于 200m，运输距离适中
使用条件	无机物>60%含水量<30%密度>0.5t/d	垃圾低位热值>3300KJ/kg 时不需添加辅助燃料	从无害化角度，垃圾可生物降解有机物>10%，从肥效出发应>40%
最终处置	无	仅残渣需作填埋处理，为初始量的 10%	非堆肥物需作填埋处理，为初始量的 20%-25%。
产品市场	可回收沼气发电	能产生热能或电能	建立稳定的堆肥市场较困难
建设投资	较低	较高	适中
资源回收	无现场分选回收实例，但有潜在可能	前处理工序可回收部分原料，但取决于垃圾中可利用物的比例	同左
表水污染	有可能，但可采取措施减少可能性	在处理厂区无，在炉灰填埋时，其对地表水污染的可能性比填埋小。	在非堆肥物填埋时与卫生填埋相仿
地下水污染	有可能，虽可采取防渗措施，但仍然可能发生渗漏。	灰渣中没有有机质等污染物，仅需填埋时采取固化等措施可防止污染。	重金属等可能随堆肥制品污染地下水
大气污染	有，但可用覆盖压实等措施控制	可以控制，但二恶英等微量剧毒物需采取措施控制	有轻微气味，污染指标可能性不大
土壤污染	限于填埋场区	无	需控制堆肥制品中重金属含量

资料来源：东海证券研究所

2. 桑德环境：A 股市场唯一一家主营业务为固废处置的上市公司

桑德环境资源股份有限公司（原合加资源），主营业务为固废处置工程系统集成和特定地区市政供水、污水处理项目的投资及运营服务。是目前 A 股市场唯一一家主营业务为固废处置的上市公司（股票代码：000826）。公司可为客户提供从项目咨询、工艺设计、产品提供、工程建设等“一站式”服务。

图 2、 主营业务占比（2010 年中报）

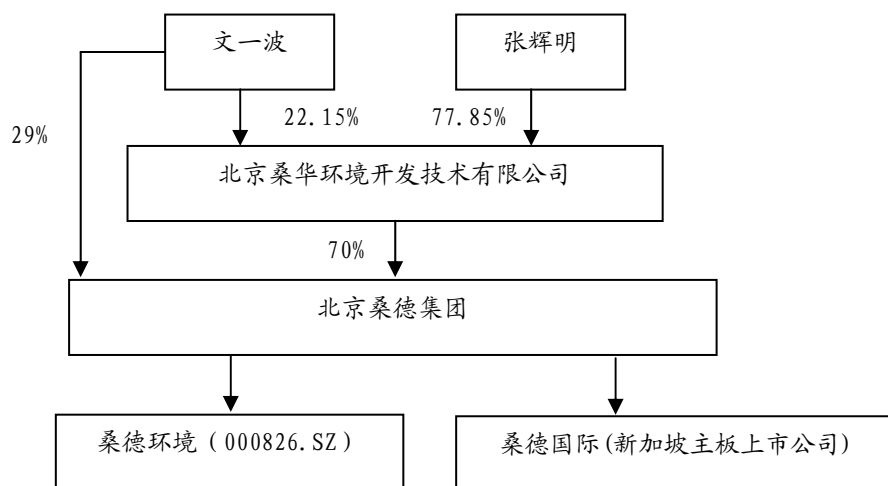


资料来源：WIND、东海证券研究所

2.1 大股东桑德集团介绍

桑德环保集团为我国最大的民营综合性环保集团。致力于市政给水、市政污水处理、工业给水与废水处理、城市垃圾处理、工业固体废弃物处理等环境领域业务。下辖桑德环境及其联属企业桑德国际（soundglobal，新加坡主板上市公司）等企业。

公司为集团内唯一的固废处理业务发展平台，存在集团公司将其相关固废处理资产注入上市公司的预期。目前集团的固废资产主要为固废运营及危险废弃物处置项目。



2.2 固废业务空间广阔

公司固废业务涵盖了生活垃圾综合利用、卫生填埋、焚烧发电、工业危废、医疗废物、电力垃圾、污泥处理等固体废物处理子行业，目前公司的主要发展方向为生活垃圾综合利用模式和卫生填埋。

（1）生活垃圾综合利用：未来中国垃圾处理的主要模式之一，是指几种工艺针对垃圾的不同处理阶段有不同的应用，可能是堆肥和填埋的结合，也可能是焚烧和填埋的结合等等。目前标杆项目：北京阿苏卫综合垃圾处理厂 1600 吨/天，阿苏卫综合垃圾处理厂以分选、填埋加堆肥为主，实现了资源循环利用。

（2）垃圾焚烧发电：公司在该领域正在做积极的技术研发。

（3）卫生填埋：是公司固废收入的重要贡献力量。我们预计卫生填埋会更多地朝生活垃圾综合利用靠拢。

（4）工业危废处理：公司在该领域较有优势，预期将成为未来公司的主要增长点之一。

（5）其他：医疗废物、电力垃圾及污泥处理等仍处于发展初期，市场较小，对公司贡献度很小。

因此短期而言，公司的固废业务仍将主要依靠于生活垃圾综合利用和卫生

填埋。对垃圾焚烧短期内实现突破持谨慎态度。目前公司在手订单约为 10 亿（预测），正在跟踪的意向订单较多。我们预计 2010-2012 年间，公司固废业务增速同比增加 30%以上。

中长期而言，我国未来 5 年需要建设的固废处理工程项目为 600-700 个，目前完成的为 40 个左右，在建的项目约为 70 个。按照单个项目平均 1.8 亿的投资额，未来 5 年，每年新增的项目投资约为 180 亿-200 亿，桑德环境的固废工程业务目前在 6 个亿，占比约为 3%。考虑到桑德环境行业龙头的地位，也是固废行业上市唯一标的，我们认为，桑德环境的市场份额还有很大提升空间。

2.3 供水业务稳定、污水处理业务提供稳定增长现金流

公司目前自来水业务共计供水能力 50 万吨/日，未来短时间内无新增自来水业务，此部分收入将基本维持稳定。

表 5、公司水务项目

污水项目	权益比例	产能（万吨/日）
南昌象湖	91%	20
包头鹿城	90%	10 污水，5.5 中水
荆门夏家湾	95%	10
宜昌三峡水务	70%	20
咸宁水务	85%	3
襄樊汉水	80%	10
污水在建项目		
荆州市荆清	60%	8
枝江枝清水务	80%	3.5
湖北大冶清波	80%	3
湖北嘉鱼	80%	4
自来水供应项目		
浙江桐庐县横村镇自来水厂	92%	1.3
江苏沐阳县自来水	80%	5
宜昌三峡水务	70%	44

资料来源：公开信息整理

公司污水处理业务发展迅速，目前合计污水处理能力达到 78.5 万吨，权益处理能力为 66.2 万吨/日。公司下半年在建项目 4 个，今年全部进入正式投产，新增污水处理能力 18.5 万吨/日。按平均污水处理费 0.6 元计算，预计全年污水处理收入为 1.68 亿元，贡献 EPS0.13 元。

2.4 咸宁设备厂开始试生产运营，提升了公司全产业链竞争能力

公司于 2008 年以 14.9 元/股的价格募集 3000 万股，募集资金 4.4 亿元，投向固废设备制造基地，向上游环保设备领域进军，成为公司的业务增长亮点。目前设备厂已开始试生产运营，预计今年可以达到设计产能的 20%，明年达到

50%-60%，2012 年起，全产能运行。

项目建设方案实施后，建成年产各类环保设备 162 台套的环保设备生产基地，正常年份可实现销售收入 68,260 万元、利润总额 12,608.45 万元。全产能释放后，贡献 EPS0.052 元。

咸宁设备厂的建成一方面有利于自有技术知识产权的保护，另一方面，可以通过专用设备作为已建和待建工程项目的切入点，增强公司在全产业链的竞争能力。设备厂 80%的设备以自用为主，20%销售给其它工程商或运营商。

表 6、固废设备业务项目达产后销售收入及利润（万元）

生活垃圾堆肥处理设备	18,550
生活垃圾焚烧处理设备	14,560
市政污泥堆肥处理设备	2,350
市政污泥焚烧处理设备	9,800
危废、医疗垃圾焚烧处理系统	17,400
医疗垃圾蒸煮处理系统	5,600
收入合计	68,260
利润总额	12,608
所得税	1891.2
税后利润	10716.8

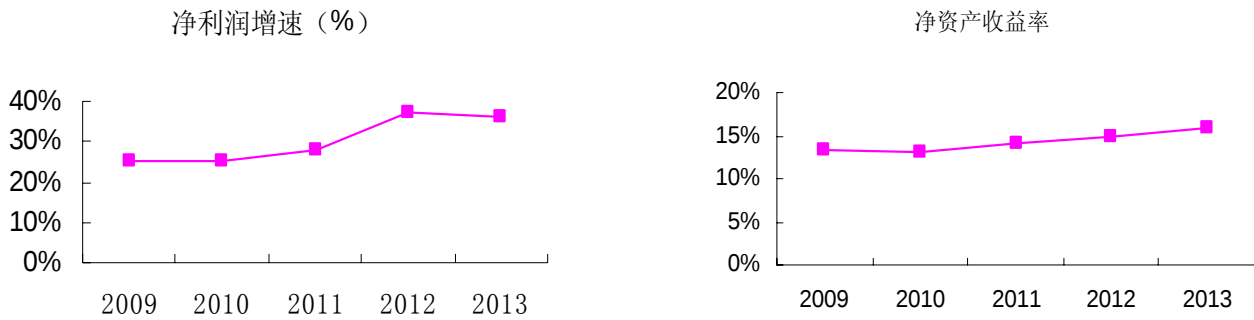
资料来源：公司增发方案、东海证券研究所

3. 股权激励有利于公司稳定增长

2010 年 8 月，公司董事会审议通过股权激励草案。拟向高管、中层管理人员、核心业务骨干授予 913.87 万份股票期权，约占当前总股本 2.21%，行权价格 22.15 元；自授权日起第二年至第五年每年分别行权 25%；每年行权业绩条件为 2010-2013 年净利润分别较 09 年增长不低于 25%/60%/120%/200%，净资产收益率分别较 09 年增长不低于 13%/14%/15%/16%。

按照此行权方案，若要全部行权，2010-2013 年业绩的环比增速不低于 25%/28%/37.5%/36%，考虑到 2010-2011 年随着咸宁设备基地、在建约 18.5 万吨/日的污水处理产能投产，我们预计两年复合增长率约为 35%-40%。我们对近两年顺利行权持乐观态度。由于行权条件是以 2009 年为基数核算累计的净利润增速，因此近两年的高增长将有望降低各期的行权难度。从中长期看，未来公司业绩主要受益于“十二五”期间固废行业的快速发展。股权激励对公司长期快速发展有促进作用。行权价 22.15 要求比较严格，能进行有效激励。

图 3、股权激励方案的净利润增速及净资产收益率



资料来源：WIND、公司网站

4. 盈利预测及估值

4.1 业绩预测

业绩预测基于如下假设：

- 考虑到固废行业的快速发展，给予固废工程未来三年增速 40%，固废设备集成未来三年增速 40%，由于 2011 年设备厂产能释放达到 60%，给予 2011 年设备集成增速在原有基础上增加 30%，为 70%；
- 污水处理 2010、2011 年，平均处理价为 0.60 元/吨，2010 年下半年新增污水产能 18.5 万吨，今年如期完工，2011 年正常运营。2012 年考虑污水提价因素，提价为 10%。供水业务保持稳定。
- 固废设备厂 2010/11/12 产能释放为 20%，60%，100%，其中 80%为自用，不单独计入销售收入；20%销售给其它工程商或运营商，单独计入销售收入。

	2009A		2010E		2011E		2012E	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
固废工程	42600	35%	60000	33.60%	84000	32%	117600	30%
固废设备集成	5000	67%	7000	63%	12000	62%	16800	61%
污水处理	13500	47%	16,800	43%	21,900	43.2%	23,725	47.40%
自来水供应	6500	37%	6500	35%	6500	35%	6500	35%
固废设备制造			20000	25%	40000	30%	68260	30%
设备销售收入 (按 20%计算)			4000	25%	8000	30%	13652	30%
合计	67600	44%	92,500	36.6%	132,400	36.6%	178,277	35.4%
收入增速			37%		43%		35%	

4.2 行业估值比较

考虑到 A 股没有可比的固废标的，我们比较一下环保行业同样具备高增长潜力的万邦达、碧水源。我们认为未来的高成长性企业更多来自于类似的工程

类服务公司。其总市值（按 2010 年 9 月 3 日）、总股本、预计复合增速、PE、PEG 比较如下：桑德环境和万邦达的市值比较接近，桑德环境和万邦达、碧水源的 PEG 也比较接近。我们预计，桑德环境的估值会逐渐向万邦达、碧水源靠拢，桑德环境的估值空间已经打开。

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM)	总股本亿 股	总市值亿 元	CAGR (3 年)	PEG
000826.SZ	桑德环境	52.	4.1	97.9	50%	1.04
300055.SZ	万邦达	72.	1.1	98.8	80%	0.90
300070.SZ	碧水源	78.	1.5	149.3	75%	1.04

资料来源：WIND、东海证券研究所

公司目前价格对应 10、11、12 年的市盈率为 52X，34X，25X，维持“增持评级”，目标价 25 元。

4.3 风险提示

- 1、宏观经济下行，政府购买力下降，导致项目延迟开工风险。
- 2、技术线路的不确定性。

4.4 财务报表

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	2	2	2	2	营业收入	7	9	13	18
应收款项	6	8	11	15	增长率	30.8%	37.0%	43.0%	35.0%
存货净额	0	0	0	0	营业成本	4	6	9	12
其他流动资产	1	1	1	0	营业成本/营业收入	59.2%	63.4%	63.4%	64.6%
流动资产合计	9	10	14	17	营业税金及附加	0	0	0	0
固定资产	7	9	11	10	销售费用	0	0	0	0
无形资产及其他	11	11	10	10	销售费用/营业收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
投资性房地产	0	0	0	0	管理费用	0	0	1	1
长期股权投资	0	0	0	100	管理费用/营业收入	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总计	26	30	35	137	财务费用	0	1	1	1
短期借款及交易性金融负债	4	4	4	1	投资收益	0	0	0	0
应付款项	3	3	4	6	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	2	2	3	3	其他收入	(0)	0	0	0
流动负债合计	8	9	11	10	营业利润	2	2	3	5
长期借款及应付债券	6	6	6	6	增长率	30.3%	32.2%	52.1%	36.1%
其他长期负债	0	0	0	100	营业外净收支	0	0	0	0
长期负债合计	7	7	7	107	利润总额	2	2	4	5
负债合计	15	16	17	116	增长率	32.3%	28.9%	50.0%	35.1%
少数股东权益	1	1	1	2	所得税费用	0	0	1	1
股东权益	11	12	15	18	少数股东损益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	26	29	33	135	归属于母公司净利润	1	2	3	4
					增长率	30.9%	29.8%	50.0%	35.1%
关键财务与估值指标					现金流量表(亿元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.35	0.46	0.69	0.93	净利润	1	2	3	4
每股红利	0.05	0.09	0.14	0.19	资产减值准备	0	(0)	0	0
每股净资产	2.62	2.99	3.54	4.28	折旧摊销	1	1	1	1
ROS	21%	20%	21%	21%	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)
ROE	13%	15%	19%	22%	财务费用	0	1	1	1
毛利率	41%	37%	37%	35%	营运资本变动	(1)	(0)	(2)	99
EBIT Margin	36%	31%	31%	29%	其它	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	37%	38%	37%	经营活动现金流	0	2	1	104
收入增长	31%	37%	43%	35%	资本开支	(4)	(2)	(2)	(0)
净利润增长	31%	30%	50%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	59%	58%	56%	56%	投资活动现金流	(4)	(2)	(2)	(100)
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	43.8	50.4	33.6	24.9	负债净变化	(0)	0	0	0
P/B	5.9	7.7	6.5	5.4	支付股利、利息	(0)	(0)	(1)	(1)
EV/EBITDA	25.0	34.8	24.0	47.6	其它融资现金流	3	(0)	0	(3)
					融资活动现金流	2	(1)	0	(4)
					现金净变动	(2)	(1)	(1)	(0)
					货币资金的期初余额	4	2	2	2
					货币资金的期末余额	2	1	1	2
					企业自由现金流	(3)	1	1	105
					权益自由现金流	(0)	1	1	101

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122