



关注 PPP/第三方治理推进，并购或愈发活跃

中信证券研究部

2014年7月21日

王海旭

邮件: wanghx@citics.com

电话: 021-20262112

执业证书编号: S1010510120063

吴非

邮件: wf@citics.com

电话: 021-20262101

执业证书编号: S1010510120066

崔霖

邮件: cuil@citics.com

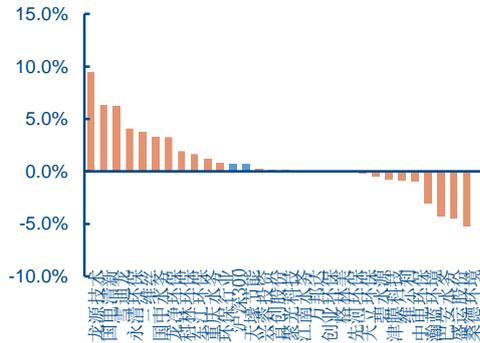
电话: 021-20262124

执业证书编号: S1010513080002

回顾与展望

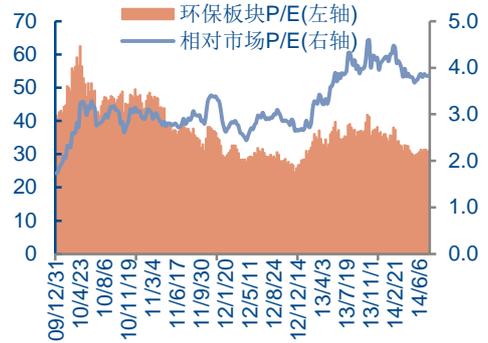
- ❖ **上周表现：板块表现基本与市场持平。**上周沪深 300 指数与环保板块均微涨 0.8%，表现基本持平。个股方面，中电远达、龙源技术及国电清新涨幅居前，桑德环境、盛运股份及巴安水务跌幅超过 4%。估值方面，板块整体 P/E (TTM) 上涨至 31.05 倍，相对市场 (沪深 300) P/E 微涨 0.01 至 3.83 倍。
- ❖ **行业看点：青岛“电子眼”紧盯危废储运全过程，未正常运行脱硫设备电厂受巨额罚款。**为加强危废经营企业精细化管理，青岛“电子眼”紧盯危废储运全过程。山东省加快其城市基础设施建设，要求加大雨污分流排水管网改造力度。新疆近日公布大气十条实施方案，明确了十一方面四十九项重点工作任务。《珠江—西江经济带发展规划》获国务院批复，将建设珠江-西江生态廊道。国家发改委近日公布了全国燃煤发电企业 2013 年度脱硫电价执行情况的检查情况，各地对未正常运行脱硫设施电厂已进行价款扣减和罚款合计 5.19 亿元。
- ❖ **一周随笔：PPP 及第三方治理持续推进，并购或将愈发活跃。**上周环境商会环保产业高峰论坛我们核心感受有两点：(1)PPP 及第三方治理有望为环保产业发展打开新的空间：新的环保形势下客户更希望采购的是环境质量，而不再是简单的工程设备，无论是 PPP 还是第三方治理都将有助于引入社会资本和专业环保力量，缓解业主资金压力，并为追求中长期稳定回报的投资者创造发展空间，混合所有制也将在最大程度上淡化以往“国退民进”或是“国进民退”的争论，在法制契约框架下通过清晰股权结构最大限度释放“国”“民”双方的潜力，“专业的人做专业的事”之后有望形成有利政府监管、降低排污企业成本、促进环保产业发展的共赢局面，预计由财政部、发改委、环保部等推进的相关立法工作有望不断取得进展；(2)环保并购或将愈发活跃：由于我国长期严重污染造成的巨大市场潜力与改善空间以及制度活力不断释放使得环保企业家对于未来发展空间充满信心，未来几年后有望逐步诞生收入超百亿（2013 年中国 500 强收入门槛约 80 亿）、甚至千亿的环保公司，而并购将是必经之路，除了国内市场外，越来越多环保企业或将目光投向海外，整合全球资源嫁接中国动力（很多具有好技术的企业也希望开拓国内市场且价格较为合理），在此过程中平台型环保公司或将逐步成型，以此为基础企业之间有望形成更为明确的产业链分工以及新的竞合关系。
- ❖ **本周观点：产业中长期发展空间依然较为乐观。**从近期微观沟通情况看，环保企业无论是对于产业前景还是自身发展普遍持较为乐观态度，PPP 释放制度活力、第三方治理催生市场需求、并购助力跨越式发展，而上市公司良好的业绩成长性也将延续（半年报业绩预告情况较为良好），目前估值水平具备较高安全边际（主流公司 20~25 倍），维持下半年板块温和反弹观点不变，建议关注工业治污需求的不断释放，推荐组合维持具备平台型潜力的东江环保、瀚蓝环境、桑德环境及碧水源，以及工业水处理领域的万邦达不变。

图 1：周涨跌幅（7 月 14 日~7 月 18 日）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 2：2010 年以来环保板块及相对市场 P/E



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

上周聚焦

14.07.14-加强危废经营企业精细化管理，青岛“电子眼”紧盯危废储运全过程。 山东青岛市环保局下发《关于加强危险废物经营企业精细化管理的通知》，要求危险废物经营企业在厂区重点部位安装视频监控系统、运输车辆安装视频 GPS 定位系统，并与辖区、市级环保部门实现联网。这意味着企业对危险废物的进厂、加工、转移、出厂、运输等一系列操作，只要稍有违规，均难逃“电子眼”。危废经营企业已有或挂靠的危险废物运输车辆全部要安装视频 GPS 卫星定位监控系统，同样与辖区、市级环保部门联网。车辆信息从车辆牌照号到驾驶员、甚至押运员从业资格证全部需要到环保部门备案。——中国环境报

——中信点评：在经济较发达地区，危险废弃物已经逐步纳入政府重点管理范畴，上游收集及运输环节落实精细化管理，下游危险废弃处理标准将不断收紧和规范，而非正规的作坊式危废处理公司将逐步被淘汰，行业有望不断整合和规范，同时“谁污染谁付费”的“第三方治理”的商业模式简单明晰，同时引入环保公司专业技能，危废处理行业正在步入高速成长期。

行业动态

政策动向

14.07.15-山东加快城市基础设施建设，新建城区须建雨污分流排水管网。 山东省日前下发了《关于贯彻落实国发（2013）36 号文件进一步加强城市基础设施建设的实施意见》，要求提高城市承载能力和运行效率，改善城市人居环境，促进可持续发展。《意见》要求，要突出建设重点，加大雨污分流排水管网改造力度，新建城区必须建设雨污分流排水管网。认真实施国务院《城镇排水与污水处理条例》，加强污水处理设施建设和运行保障，加快形成“厂网并举、泥水并重、再生利用”的格局。——中国环境报

14.07.16-部分电厂脱硫设施未正常运行，扣减脱硫电价款并罚款共计 5.19 亿元。 国家发改委近日公布了全国燃煤发电企业 2013 年度脱硫电价执行情况的检查情况。检查发现，部分燃煤发电企业存在擅自停运发电机组脱硫设施，脱硫设施未能与发电机组同步投运，享受脱硫电价补贴但脱硫设施不正常运行等问题。截至目前，各地已对违规的燃煤发电企业脱硫电价款进行扣减和罚款，共计 5.19 亿元。国家发改委要求各地价格主管部门继续采取有

力措施，突出检查重点，加大处罚力度，督促发电企业提高环保设施运行效果，切实减少污染物排放。——*中国环境报*

14.07.17-新疆公布大气十条实施方案，明确十一方面四十九项重点工作任务。《新疆维吾尔自治区大气污染防治行动计划实施方案》近日印发，明确到 2017 年实现全疆城市空气质量总体改善，其中乌鲁木齐市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 25% 以上。力争再用 5 年或更长时间，基本消除重污染天气。《方案》要求，在 2014 年年底完成全区所有加油站、储油库和油罐车油气回收治理，2017 年年底完成重点企业挥发性有机物综合治理。依法关停城市周边无证采矿、采石和采砂企业，2015 年年底完成清理整治。——*中国环境报*

14.07.18-国务院批复《珠江—西江经济带发展规划》，着力建设珠江—西江生态廊道。批复要求《规划》实施要以推进协同发展为主线，以保护生态环境为前提，坚持绿色发展，着力建设珠江—西江生态廊道。国务院有关部门要按照职能分工，在规划编制、政策实施、项目安排、资金投入和体制创新等方面给予积极支持，指导和帮助解决《规划》实施中遇到的问题。国家发改委要会同有关部门加强对《规划》实施情况的跟踪分析和督促检查。——*中国环境报*

价格政策

14.07.15-河北将实施阶梯水价，首级每户月用水量不超 10 立方。日前，河北省发改委、省住建厅联合印发《河北省加快建立完善城镇居民用水阶梯水价制度的实施意见》，全省设市城市在 2015 年 3 月底前全面实行阶梯水价制度。阶梯水量按照三级设置，一、二、三阶梯水价级差按 1:1.5:3 的比例安排。执行居民用水价格的非居民用户暂不实行阶梯水价，水价在第一阶梯基本水价的基础上加价 10%。供水企业因第二、三阶梯水价超过第一阶梯水价获得的差价收入，用于供水企业实施户表改造、弥补供水成本。——*燕赵都市报*

14.07.16-北京小区售水机用水将按 160 元/吨收费。明年起，北京小区现场售水机水价将正式按特殊行业用水价收取，即为每立方米 160 元。实际上，即日起市水务局已经开始将现场制售水机的企业或个人纳入纯净水生产行业进行管理，但由于考虑到现场制售水机企业预售购水卡的情况，将统一给各售水企业或个人 6 个月的缓冲整改期，将于 2015 年 1 月 1 日起执行每立方米 160 元的特殊行业水价。——*北京青年报*

水治理

14.07.14-贵阳北控水务投 8.6 亿元建金华水厂年底有望向市民供水。项目规划供水总量为日供水 30 万吨，其中日供水 10 万吨的一期工程（总投资 4.9 亿元），目前主体工程已基本完工，正在进行机组、管道等设备的安装调试。——*贵阳晚报*

14.07.14-通用咨询中标西安污水处理厂咨询及招标服务项目。中国通用咨询投资公司中标西安阎良国家航空高技术产业基地管委会污水处理厂咨询及招标服务项目。本项目咨询服务内容包括一期中水回用和提标改造工程委托运营及二期新建工程 BOT 运作两部分。项目一期处理能力为 2.5 万吨/日，目前已满负荷；二期工程设计处理能力为 2.5 万吨/日，占地 36.2 亩。——*中国水网*

14.07.15-漳州四省级试点镇兴建污水处理厂进展顺利。漳州的 4 个省级试点镇，都要兴建污水厂，目前工程进展顺利。这 4 个镇污水处理厂项目，分别为角美、岩溪、靖城、杜浔污水厂，计划总投资 23,486 万元。至 6 月底，已累计完成投资 16,796.5 万元，占计划总投资的 71.52%。——*台海网*

14.07.16-浙江苍南马站镇新建污水处理工程完成招标。日前，苍南县马站镇主城区污水处理工程顺利完成招标，杭州华水市政工程有限公司取得第一中标候选人资格。该工程项目总投资估算 1,739 万元，用地面积约 5 亩，主要建设日处理能力 0.3 万立方米/日埋地式污

水处理工程一座和从北兴街污水接管点至污水处理站配套污水收集干管 1.2 公里，污水处理出水要达到一级 B 标准排放标准。——*中国水网*

14.07.18-鄂尔多斯伊金霍洛旗污水处理厂扩建工程年内将全面投运。该工程总投资 5,075 万元，建设规模为日处理污水 2 万吨，采用 A²/O 工艺+MBR 深度处理工艺，现已累计完成投资约 6,000 万元（包括设备费用），出水水质为国家一级标准 A 标准。目前，土建部分已完成 98%，设备及工艺管道安装完成 95%，整体将于 10 月底完成环保验收。——*伊金霍洛旗*

14.07.18-鄂北调水工程获审批，不影响南水北调调水规模。作为湖北省级投资规模最大、覆盖流域最广、受惠人口最多的大型水利工程，总投资 165 亿元的鄂北调水工程项目规划已通过审批，计划今年底启动。鄂北调水工程干线总长 267.5 公里，建设规模为 2030 年水平年从清泉沟引水总量为 13.98 亿立方米，其中唐西地区 6.28 亿立方米，鄂北地区供水 7.7 亿立方米。——*中国新闻网*

固废治理

14.07.14-贵阳推进花溪区城市生活垃圾综合处理项目。近日，贵阳市政府与中电国际新能源公司就推进花溪区城市生活垃圾综合处理工程项目达成共识。项目占地 120 亩，日处理生活垃圾 1,500 吨及污泥处理 400 吨，总投资 7.4 亿元，建设期限 2 年。——*贵阳日报*

14.07.14-中电建签订内蒙古乌海生活垃圾焚烧发电项目。中电建集团所属湖北电建一公司签订乌海生活垃圾焚烧发电项目建筑及安装施工合同。工程主要包括垃圾处理规模为 3*500 吨/天（两开一备）的垃圾焚烧炉以及 2*15MW 汽轮发电机组。建成后，预计处理垃圾 1,000 吨/天。——*中电建*

14.07.15-桑德环境开拓东北市场，新签辽宁营口生活垃圾发电项目。桑德环境公告公司在辽宁省营口经济技术开发区签署了《营口经济技术开发区生活垃圾处理 BOT 特许经营协议》。项目处理规模为 800 吨/天（其中一期为 500 吨/天），预计总投资 4 亿元（其中一期约 2.5 亿元），项目特许经营期为 30 年。——*中国银河*

14.07.15-嘉兴秀洲首个餐厨废弃物资源化利用项目顺利推进。该项目已完成新建 33 条餐厨废弃油脂处理生产线，购置 30 辆废弃油脂回收专用车，餐厨废弃油脂日处理能力从 100 吨增加到 300 吨，配套污水管网正式建设中，预处理车间预计 7 月下旬可完工。项目总投资估算 9,520 万元，占地面积 17 亩。——*嘉兴日报*

14.07.15-马鞍山厨余垃圾发电项目即将立项。项目总规模为日处理厨余垃圾 200 吨，年发电量约 1,000 万千瓦时。其中一期规模 100 吨，先处理市区餐厨垃圾，主要包括学校、餐厅、宾馆等产生的餐厨垃圾；二期再增加日处理 100 吨的生产线，解决当涂、和县、含山的厨余垃圾，项目拟投资总额 1.2 亿元。——*中安在线*

14.07.16-陕西首家生活垃圾发电厂年底建成。陕西首座生活垃圾发电厂—咸阳市城市生活垃圾焚烧发电厂，将于今年底建成运转。该厂总投资近 7 亿元，设计日处理能力 1,500 吨，年处理量 50 万吨，可发电 2.16 亿千瓦时发电量。——*陕西日报*

14.07.17-辽源天楹垃圾焚烧发电项目蓄势待发。项目建设于 7 月份已进入到锅炉水压试验阶段，8 月份实现电网倒送电，9 月份垃圾进厂调试，10 月份将正式投产运营。项目总规模为 1,200 吨/日，总装机容量为 24MW。其中，一期工程为日处理生活垃圾 800 吨，装机容量为 15MW。——*新民网*

大气治理

14.07.14-上海石化自备电厂锅炉全部完成脱硝改造。日前,上海石化热电部1号锅炉脱硝改造项目顺利通过试运行考核,脱硝系统正式投入使用。监测数据显示,出口氮氧化物浓度下降82%,达到环保设计要求。上海石化此次投用的1号锅炉脱硝改造项目与上月完成的2号炉脱硝改造项目共投资1.09亿元。——*新华网*

14.07.14-国电清新中标两烟气脱硫改造项目,累计金额5,100万元。国电清新日前发布消息称,公司成为大唐国际发电公司下花园发电厂3号机组烟气脱硫系统增容改造工程项目和河北大唐国际迁安热电公司1号机组烟气脱硫系统增容改造工程项目中标单位。下花园电厂项目机组规模为200MW,合同额预计2,792万元;迁安热电项目机组规模200MW,合同额预计2,308万元。——*大智慧阿斯达克通讯社*

14.07.15-国电蓬莱公司1号机脱硝电除尘提效改造通过验收。国电蓬莱公司1号机组脱硝、电除尘提效改造近日通过山东省环保厅验收。随着1号机组项目顺利通过验收,该公司两台机组各项环保排放指标已全部满足最新环保排放要求,也是国电山东公司第一家完成环保系统改造并全部通过验收的电厂。——*国务院国有资产监督管理委员会*

14.07.17-龙净环保开启“超洁净排放”新篇章,首个烟尘治理全系统改造项目成功签订。龙净环保电除尘与脱硝事业部成功签订神华国华惠州电厂1#机组300MW环保近零排放改造工程,包含低低温改造和湿式电除尘器改造两个项目,开启了“超洁净排放”的新篇章。——*龙净环保*

信息来源: 环保部网站、中国水网、中国固废网、中国大气网、法制日报、中国环境网、信息时报等

公司动态

14.07.14-桑德环境(000826)关于签署重大经营合同的公告。公司与成武县住建局签署生活垃圾焚烧发电BOT项目特许经营协议,暂定设计规模700吨/日,一期400吨/日,总投资约3亿元,同时公司无偿建设2个生活垃圾中转站。——*公司公告*

14.07.14-国中水务(600187)重大事项停牌公告。因筹划非公开发股重大事项,股票自7月15日起停牌。——*公司公告*

14.07.14-万邦达(300055)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润5,500~6,000万元,同比下降7.38%~15.1%。——*公司公告*

14.07.14-先河环保(300137)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润1,911~2,259万元,同比上升10%~30%。——*公司公告*

14.07.14-易世达(002060)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润906.62~1,226.6万元,同比下降0.39%~26.38%。——*公司公告*

14.07.14-盛运股份(300090)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润10,000~11,500万元,同比增长83%~110%。——*公司公告*

14.07.14-兴源过滤(300266)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润2,056.93~2,419.92万元,同比增长70%~100%。——*公司公告*

14.07.14-三维丝(300056)2014年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润1,255~1,545万元,同比增长30%~60%。——*公司公告*

14.07.14-龙源技术（300105）2014 年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润 5,080 ~5,882 万元，预计同期增长 90%~120%。——公司公告

14.07.14-聚光科技（300203）2014 年半年度业绩预告。预计上半年归属于上市公司股东的净利润 5,565.52~6,122 万元，同比增长 0%~10%。——公司公告

14.07.14-迪森股份（300335）2014 年半年度业绩预告。预计归属于上市公司股东的净利润 3,128.23~3,545.32 万元，同比下降 15%~25%。——公司公告

14.07.15-碧水源（300070）董事会审议通过发行融资券。拟发行不超过 15 亿元的短期融资券和不超过 20 亿元的超短期融资券。——公司公告

14.07.18-天壕节能（300332）关于签订战略合作协议的公告。与云南金源再生资源开发利用公司签订促进云南铜业炼铜废渣资源综合利用项目（一期年处理规模 100 万吨）运作的战略合作协议，拟以增资扩股方式参股金源公司并以 EMC 方式投资该项目的余热回收利用项目，以 EPC 方式承建项目烟气治理及综合利用工程。——公司公告

14.07.18-城投控股（600649）关于子公司对外投资公告。全资子公司环境集团拟出资 79,004 万元投资洛阳市生活垃圾综合处理园区项目，兴建生活垃圾焚烧发电厂（规模 1,500 吨/日）及配套的炉渣综合利用厂、飞灰处理厂、生活垃圾卫生填埋场和渗滤液处理厂。——公司公告

14.07.18-先河环保（300137）拟使用超募资金利息对外投资的公告。使用超募资金利息 1,000 万元设立全资子公司，开展环境质量检测、污染源检测、辐射检测、油气回收检测等第三方检测业务。——公司公告

14.07.18-万邦达（300055）关于重组事项审核通过暨股票复牌公告。公司重组事项获得证监会审核通过，股票自 7 月 21 日起复牌。——公司公告

上周市场回顾

表 1：市场及重点公司股价表现、盈利预测及估值

代码	简称	上周 收盘	周涨 跌幅	月涨 跌幅	EPS (元)				P/E				P/B	评级
					13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
000300.SH	沪深 300	2164.14	0.75%	0.65%										
	中信环保	1129.73	0.76%	0.76%										
水治理														
300070.SZ	碧水源	26.53	-0.45%	-10.22%	0.79	1.16	1.65	2.26	34	23	16	12	4.9	买入
300055.SZ	万邦达	32.55	0.00%	8.82%	0.57	0.86	1.13	1.37	57	38	29	24	4.0	增持
300334.SZ	津膜科技	20.42	-0.78%	-0.87%	0.31	0.47	0.68	0.91	66	43	30	22	6.7	增持
601158.SH	重庆水务	4.96	1.22%	0.81%	0.39	0.43	0.52	0.59	13	12	10	8	1.8	增持
000598.SZ	兴蓉投资	4.65	0.22%	-2.31%	0.25	0.27	0.30	0.35	19	17	16	13	2.0	增持
300172.SZ	中电环保	16.91	-1.00%	4.64%	0.41	0.52	0.66	0.78	41	33	26	22	3.3	
300262.SZ	巴安水务	14.39	-4.26%	-6.56%	0.24	0.32	0.41	0.64	60	45	35	22	7.2	
600187.SH	国中水务	4.67	3.32%	4.94%	0.10	0.16	0.23	0.30	47	29	20	16	2.7	
600008.SH	首创股份	6.09	0.16%	-0.16%	0.27	0.29	0.34	0.47	23	21	18	13	2.2	
600874.SH	创业环保	7.81	0.00%	-1.01%	0.20	0.22	0.24	0.26	39	36	33	30	2.8	
601199.SH	江南水务	15.97	0.06%	3.10%	0.62	0.65	0.70	0.75	26	25	23	21	2.0	
固废治理														
002672.SZ	东江环保	26.94	1.66%	0.52%	0.60	0.81	1.27	1.98	45	33	21	14	2.6	买入
600323.SH	瀚蓝环境	11.88	-3.10%	-5.04%	0.39	0.47	0.65	0.85	30	25	18	14	2.8	买入
000826.SZ	桑德环境	20.50	-5.27%	-10.21%	0.69	0.97	1.32	1.70	30	21	16	12	2.9	买入
300090.SZ	盛运股份	13.60	-4.49%	-13.65%	0.33	0.67	0.89	1.16	41	20	15	12	2.1	买入
300190.SZ	维尔利	25.33	-0.90%	-8.16%	0.18	0.57	0.91	1.12	141	44	28	23	4.1	增持
300385.SZ	雪浪环境	46.23	-14.70%	98.16%	0.70	0.82	0.99	1.20	66	56	47	39	6.0	
002340.SZ	格林美	11.19	0.00%	0.00%	0.19	0.23	0.30	0.41	59	49	37	27	3.6	
大气治理														
600388.SH	龙净环保	24.43	3.25%	1.41%	1.03	1.04	1.30	1.51	24	23	19	16	3.7	增持
600292.SH	中电远达	21.05	10.85%	10.85%	0.41	0.68	0.80	0.93	51	31	26	23	3.7	增持
002573.SZ	国电清新	18.76	6.35%	6.47%	0.34	0.61	0.81	0.90	55	31	23	21	4.4	增持
300187.SZ	永清环保	30.99	4.10%	9.58%	0.27	0.37	0.48	0.58	115	84	65	53	7.2	增持
300056.SZ	三维丝	16.61	3.75%	5.66%	0.33	0.41	0.49	0.58	51	41	34	29	5.8	增持
300105.SZ	龙源技术	11.89	9.48%	11.12%	0.67	0.84	0.98	1.16	18	14	12	10	1.7	
环境监测														
300203.SZ	聚光科技	15.45	0.13%	-1.84%	0.35	0.44	0.53	0.63	44	35	29	25	3.6	增持
002658.SZ	雪迪龙	21.66	6.23%	4.64%	0.49	0.65	0.83	1.06	44	33	26	20	5.1	
300137.SZ	先河环保	13.01	0.00%	0.00%	0.19	0.32	0.43	0.56	68	41	30	23	4.4	
工业节能														
300332.SZ	天壕节能	12.31	0.74%	1.74%	0.36	0.53	0.72	0.81	34	23	17	15	3.1	买入
300335.SZ	迪森股份	11.74	-5.32%	-2.41%	0.22	0.30	0.43	0.59	53	39	27	20	3.1	
	环保均值	17.54	0.39%	3.79%	0.41	0.55	0.72	0.91	48	33	26	21	3.8	强于 大市
	环保中值	15.97	0.06%	0.52%	0.35	0.52	0.68	0.81	44	33	26	21	3.6	

资料来源：Wind，中信数量化投资分析系统 注：股价为 2014 年 7 月 18 日收盘价。除碧水源、万邦达、津膜科技、重庆水务、兴蓉投资、瀚蓝环境、桑德环境、盛运股份、东江环保、维尔利、龙净环保、中电远达、国电清新、永清环保、三维丝、聚光科技和天壕节能外，均为朝阳永续一致预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。