

洪城环境（600461）深度研究报告

行稳致远的区域环境产业综合运营平台

- ❖ 公司以供水业务起家，拥有80余年供水运营管理经验。其核心业务自来水供应、污水处理以及燃气供应历经多年整合发展，现已成为江西省内龙头，拥有稳定的盈利能力和充沛的现金流；在此基础上公司积极探索固废处理等环保产业其他细分领域市场，后续增长亦有保证，我们看好公司由江西省公用事业平台转型升级为区域环境产业综合运营商。
- ❖ 城镇化率提升+水价调整，水务业务仍存发展空间。**量：**目前我国城镇化率处于加速提升阶段，南昌市作为省会城市，将吸纳大量农村地区进城务工人员，城镇用水量/污水处理量有望持续增长。**价：**南昌市政府已出台政策要求3年内未调整城镇供水价格的市、县，启动价格调整机制，调价原则上应在2023年底前完成。南昌市上一次水价上调的时间是2018年，据我们测算，本次调价有望为垄断南昌供水市场的公司带来至少约1.5-2亿元的收入增厚。
- ❖ “双碳”目标下燃气业务迎来全新发展良机。**量：**公司天然气业务有望受益于“双碳”目标下能源结构改变以及煤改气的推进保持快速增长（当前南昌市的气化率约为75%，距远期90%的目标尚存差距）；**价：**尽管2022年以来因俄乌冲突、疫情等宏观因素影响，公司上游气源采购价格节节攀升，燃气销售业务的毛利率受到一定压制，但南昌市政府已上调非居民端管道用气价格（调价幅度约为19%），有利于帮助公司扩大进销差价提升盈利能力。
- ❖ 收购固废资产，业务范围再扩大。公司利用资产重组将南昌水业固废业务并入体内，鼎元生态2022H1实现净利润1.04亿元，占当期公司归母净利润的20.2%，带来可观的业绩弹性。同时固废新赛道的外延也对于公司发展成综合环境服务企业具有重要意义。
- ❖ 低估值+高股息率为公司提供充足安全边际。1) 公司近五年股息率与现金分红比均维持在较高水平，2021年更是承诺未来三年分红不低于当年净利润的50%；2) 从公司估值角度来看，公司也明显低于A股主流水务、燃气公司。**我们认为公司目前处于价值洼地，具备长期投资价值。**
- ❖ 投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级，2023年目标价9.81元。我们预计2022-2024年公司净利润分别为9.49、11.86和12.98亿元，对应PE为8/7/6倍。我们选取地方水务龙头重庆水务、地方燃气龙头深圳燃气和与公司业务高度相似的瀚蓝环境（固废、燃气、供水、污水四大板块）作为可比公司，考虑到江西属于中部省份，而重庆、深圳和广东均属经济发达地区，故给予公司2023年9倍PE（折价），目标价9.81元。
- ❖ 风险提示：水/气价调整不及预期、气化率提升不及预期，固废项目推进不及预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	8,174	8,970	10,241	11,098
同比增速(%)	23.8%	9.7%	14.2%	8.4%
归母净利润(百万)	820	949	1,186	1,298
同比增速(%)	23.5%	15.7%	25.0%	9.5%
每股盈利(元)	0.86	0.87	1.09	1.19
市盈率(倍)	8	8	7	6
市净率(倍)	1.2	1.3	1.1	1.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2022年11月17日收盘价

推荐（首次）

目标价：9.81元

当前价：7.17元

华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214656

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

公司基本数据

总股本(万股)	109,011.21
已上市流通股(万股)	94,939.33
总市值(亿元)	78.16
流通市值(亿元)	68.07
资产负债率(%)	64.59
每股净资产(元)	6.06
12个月内最高/最低价	8.76/6.96

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

从“量”和“价”两个维度阐释公司水务和燃气业务的增长逻辑，深入挖掘公司因政策、新资产并表等因素所引发的价值重估机会。

投资逻辑

公司核心业务自来水供应、污水处理以及燃气供应历经多年整合发展现已成为江西省内龙头，拥有稳定的盈利能力和充沛的现金流。站在当前时点来看，公司的低估值和高股息已提供了足够充足的安全边际；在江西省政府调整供水/气价格和城镇化率提升的大背景之下，传统业务的“量价齐升”叠加固废资产并表所带来的利润增量有望协助公司开启估值修复之路。

关键假设、估值与盈利预测

首次覆盖给予“推荐”评级，2023年目标价9.81元。我们预计2022-2024年公司净利润分别为9.49、11.86和12.98亿元，对应PE为8/7/6倍。我们选取地方水务龙头重庆水务、地方燃气龙头深圳燃气和与公司业务高度相似的瀚蓝环境（固废、燃气、供水、污水四大板块）作为可比公司，考虑到江西属于中部省份，而重庆、深圳和广东均属经济发达地区，故给予公司2023年9倍PE（折价），目标价9.81元。

目 录

一、洪城环境：多板块协同发展，打造公用事业大平台	6
（一）供水业务起家，水务+燃气双主业稳步发展	6
（二）业绩持续增长，利润稳中有升	7
（三）股权结构稳定，激励机制完善	9
二、城镇化率提升+水价调整，水务业务仍存发展空间	10
（一）公司供水量与污水处理量与人口增长呈正相关	10
（二）供水：垄断南昌市场，水价上调推动业绩	10
（三）污水处理：江西处理设施较为薄弱，提标改造有望增厚盈利	12
三、“双碳”目标下，燃气业务前景广阔	14
（一）天然气在低碳转型中发挥重要作用	14
（二）气化率提升带动燃气销售/工程业务快速发展	15
（三）政策加码，燃气资产盈利能力有望增厚	16
四、固废资产并表，业务范围再扩张	17
（一）江西省垃圾焚烧处理能力仍存缺口	17
（二）资产重组切入固废领域	18
五、高股息率+低估值为公司提供充足安全边际	19
（一）分红金额不断提升	19
（二）低估值为公司提供充足安全边际	19
（三）可转债+REITs 为公司带来额外投资价值	19
六、盈利预测与估值	21
七、风险提示	22

图表目录

图表 1	洪城环境历史沿革	6
图表 2	截至 2021 年底洪城环境业务情况	6
图表 3	公司已形成系统化环境服务产业链	7
图表 4	公司营业收入及同比增速	7
图表 5	公司归母净利润及同比增速	7
图表 6	固废业务并表对公司毛利率有一定提升作用	8
图表 7	固废业务并表对公司净利率有一定提升作用	8
图表 8	公司各项业务营收、毛利、毛利率情况	8
图表 9	公司各项业务占营收比重情况	8
图表 10	公司近年来资产负债率情况	9
图表 11	公司近年来经营性净现金流情况	9
图表 12	公司股权结构图	9
图表 13	公司股权激励解锁条件	10
图表 14	江西省城镇化率落后于全国平均水平	10
图表 15	公司供水量和污水处理量随人口同步增长	10
图表 16	截止 2021 年年底公司水厂产能情况	11
图表 17	公司年售水总量占江西省供水总量的 25% 以上	11
图表 18	近年来南昌市自来水水价与全国 36 城市平均价格变化趋势（单位：元/吨）	12
图表 19	公司供水业务营业收入在调价年份提升明显	12
图表 20	公司供水业务毛利率在调价年份提升明显	12
图表 21	近年来江西省城市、县城污水处理情况	13
图表 22	2021 年全国分省（区、市）城市生活污水集中收集率情况	13
图表 23	公司污水处理量及在江西省占比情况	14
图表 24	公司污水处理单价逐年提升（元/吨）	14
图表 25	天然气二氧化碳排放系数远低于主流能源（单位：kg/kgce）	15
图表 26	天然气其他污染物排放远低于主流能源（单位：g/GJ）	15
图表 27	世界主要国家天然气在能源结构中的比例	15
图表 28	公司燃气供应量及在江西省占比情况	16
图表 29	2017-2021 公司新增燃气用户情况	16
图表 30	2017-2021 公司售气量情况	16
图表 31	2017-2021 公司燃气销售业务单立方米营收及毛利情况（元）	17
图表 32	2021 年全国分省（区、市）城市生活垃圾焚烧处理能力占比	17

图表 33	江西省生活垃圾焚烧无害化处理能力情况	18
图表 34	江西省生活垃圾焚烧无害化处理量情况	18
图表 35	收购公司经营情况	18
图表 36	公司近五年股息率情况	19
图表 37	公司近五年现金分红比情况	19
图表 38	公司与同行业公司估值、股息率情况	19
图表 39	洪城转债、正股价格走势情况	20
图表 40	洪城转债溢价率情况（%）	20
图表 41	富国首创水务 REIT 上市以来价格走势	20
图表 42	中航首钢绿能 REIT 上市以来价格走势	20
图表 43	洪城环境业绩拆分图	21
图表 44	可比公司估值表	22

一、洪城环境：多板块协同发展，打造公用事业大平台

（一）供水业务起家，水务+燃气双主业稳步发展

江西洪城环境股份有限公司原名洪城水业，系 2001 年 1 月 22 日由江西省股份制改革和股票发行联审小组批准，由南昌市自来水有限责任公司（2001 年 2 月 6 日更名为南昌水业集团有限责任公司）、北京市自来水集团有限责任公司、江西清华泰豪信息技术有限公司（2004 年 2 月 6 日更名为泰豪软件股份有限公司）、南昌市煤气公司、南昌市公用信息技术有限公司等五家企业共同发起设立。公司主营自来水供应、纯净水与水质净化剂生产与销售、城市污水处理等业务。

2004 年 6 月在上海证券交易所挂牌上市。2005 年至 2014 年，通过间断收购水业相关的公司壮大公司涉水业务，完善公司水务产业链。2016 年 4 月，公司收购南昌燃气 51% 股权、公用新能源 100% 股权和二次供水公司 100% 股权，延伸业务至燃气销售、燃气工程安装，并拓展水务产业链。**2022 年公司通过发行股份募集资金购买南昌水业下固废资产正式切入固废领域，环境产业综合运营平台呼之欲出。**

图表 1 洪城环境历史沿革



资料来源：公司官网，华创证券

目前，洪城环境拥有水厂 11 座，供水管网 7901 公里，日供水设计能力 194 万立方米，服务人口 400 万，污水处理厂 110 座，日污水处理设计能力逾 365.2 万立方米，业务遍布江西、浙江、辽宁等地。燃气供气量 4.79 亿立方米，建设管网长度 6,678 公里，市区范围内气化率 75%。工程方面，公司自 2016 年开始陆续承接了 86 家污水处理厂的提标改造项目，力促全省污水厂的出水水质标准由一级 B 全面提升至国家一级 A。

图表 2 截至 2021 年底洪城环境业务情况

重要指标	业务情况
水厂	11 座
日供水设计处理能力	194 万立方米
售水量	37869 万吨
供水管网	7901 公里
污水厂	110 座
日污水处理设计能力	365.2 万立方米
污水处理厂提标改造承接量	86 座
燃气销售量	4.79 亿立方米

燃气建设网长度	6678 公里
---------	---------

资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 公司已形成系统化环境服务产业链

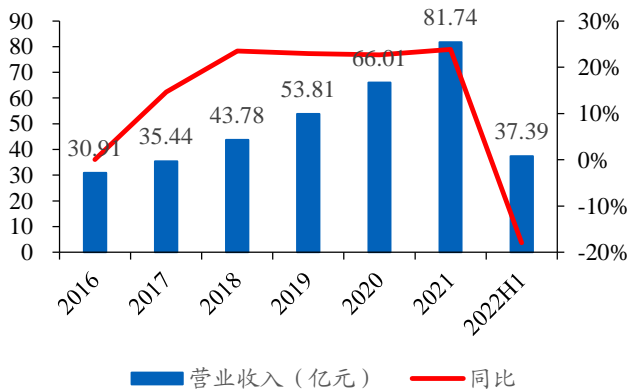


资料来源：公司官网，华创证券

（二）业绩持续增长，利润稳中有升

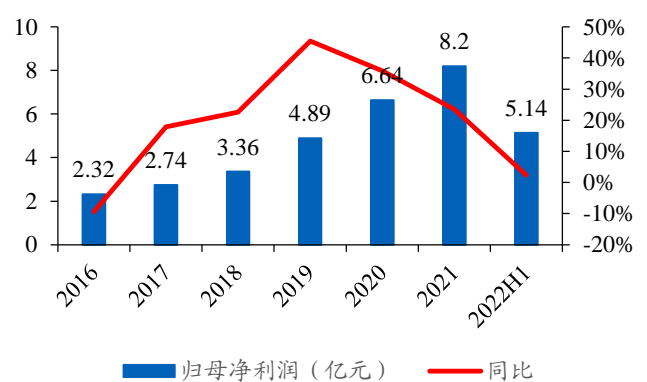
公司业绩基本保持稳定，历史成绩优异。公司 2022H1 实现营业收入 37.39 亿元，同比下降 17.91%（调整前同比下降 11.49%），主要系给排水管道营收减少及污水处理毛利下滑所致；归母净利润 5.14 亿元，同比上升 2.29%（调整前同比增长 27.29%），主要系公司新增子公司鼎元生态并入公司报表，固废业务实现净利润 1.04 亿元。公司主营业务盈利能力显著提升，近五年毛利率均维持在 25% 左右，2022H1 上升 8.04pct 至 30.21%，销售净利率近几年来保持在 10% 左右，2022H1 上升 5.71pct 至 16.60%。

图表 4 公司营业收入及同比增速



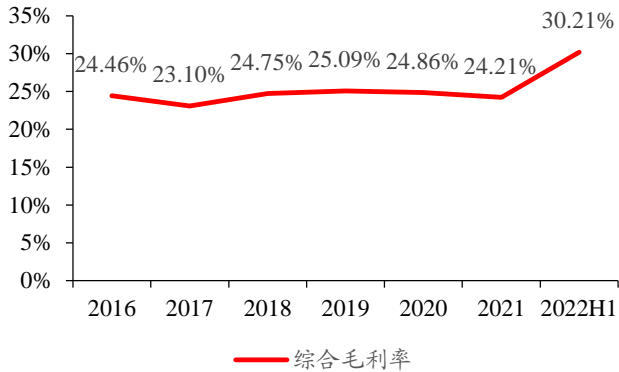
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 公司归母净利润及同比增速



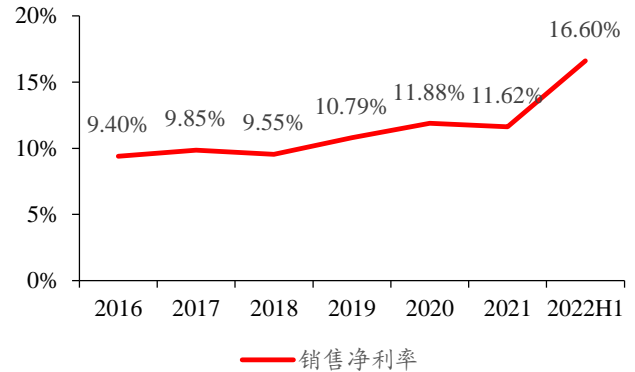
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 固废业务并表对公司毛利率有一定提升作用



资料来源: Wind, 华创证券

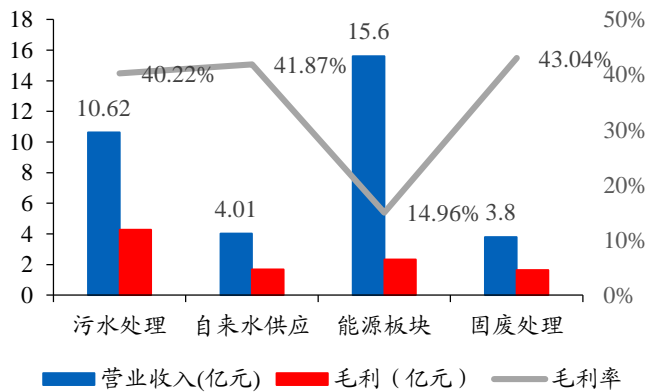
图表 7 固废业务并表对公司净利率有一定提升作用



资料来源: Wind, 华创证券

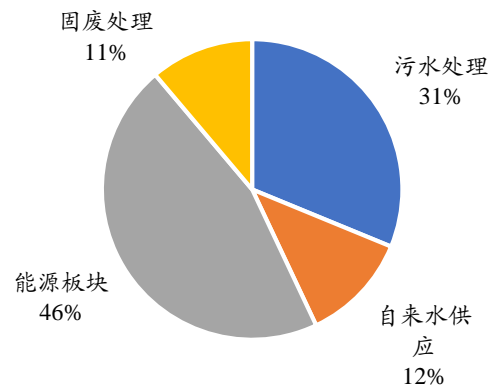
公司各项业务发展均保持稳定。1) 供水业务: 2022H1 实现营收/毛利 4.01/1.68 亿元, 同比-3.84%/-8.70%, 占公司总营收的 12%; 毛利率下滑 2.36pct 至 41.87%。2) 污水业务: 2022H1 污水处理业务实现营收/毛利 10.62/4.27 亿元, 同比+50.00%/+51.42%, 占公司总营收的 31%; 毛利率同比+0.33pct 至 40.22%。3) 能源板块: 2022H1 实现营收/毛利 15.60/2.33 亿元, 同比+22.16%/-2.10%, 占公司总营收的 46%; 毛利率同比下降 3.64pct 至 14.96%。4) 固废处理业务: 2022H1 实现营收/毛利 3.80/1.63 亿元, 占公司总营收的 11%; 毛利率达到 43.04%, 是公司毛利率最高的业务板块。

图表 8 公司各项业务营收、毛利、毛利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

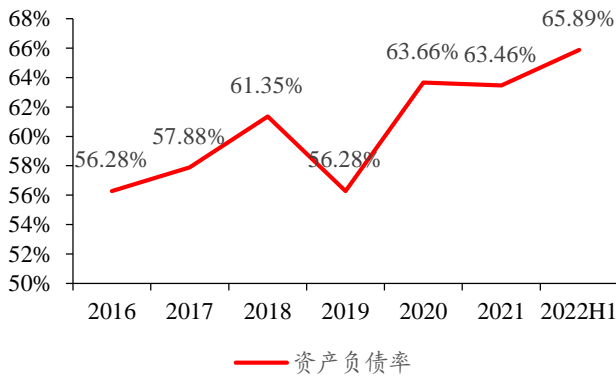
图表 9 公司各项业务占营收比重情况



资料来源: Wind, 华创证券

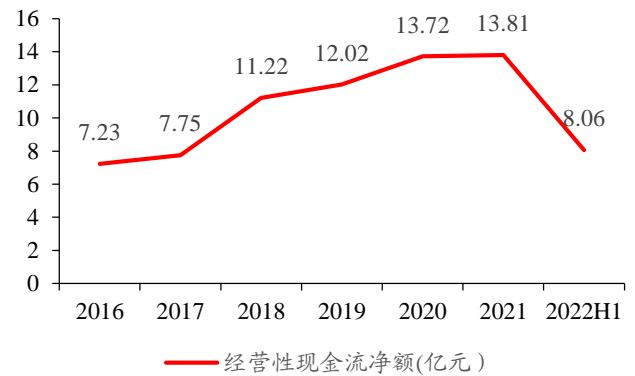
公司财务状况良好, 经营性净现金流充沛。2020 年公司资产负债率上升 7.38pct 系发行可转债所致, 近年来维持在 65%左右; 公司的供水、污水处理、燃气业务均能贡献稳定现金流, 经营性现金流也呈现连年增长趋势, 2022H1 达到 8.06 亿元, 同比增加 53.47%。

图表 10 公司近年来资产负债率情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 11 公司近年来经营性净现金流情况

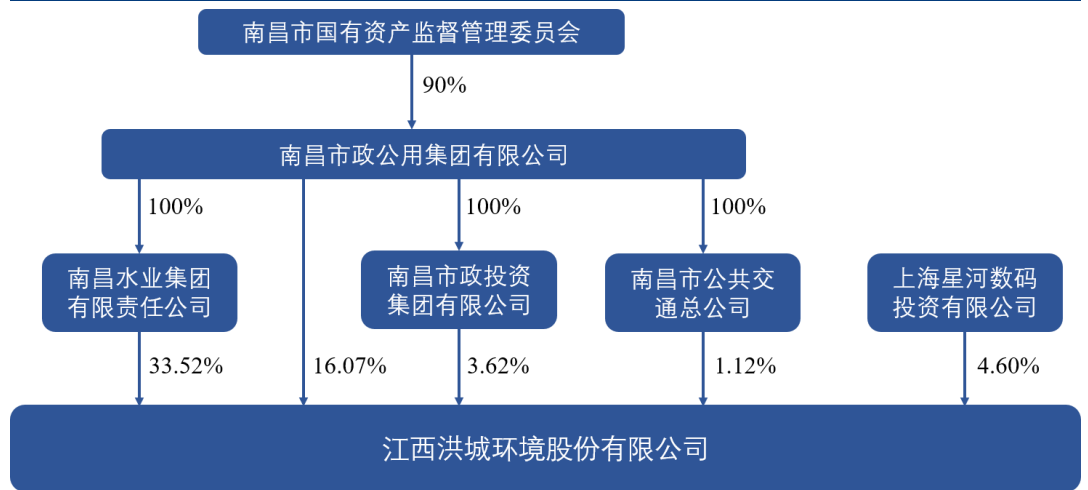


资料来源：Wind，华创证券

（三）股权结构稳定，激励机制完善

公司背靠南昌市政公用集团，是集团唯一环保公用事业上市平台。截止 2022 年三季度末，南昌市政公用集团及其全资子公司南昌水业集团、南昌市政投资集团、南昌市公共交通总公司合计持有公司 54.33% 的股份，南昌市国有资产监督管理委员会作为公司实际控制人持有南昌市政公用集团 90% 的股份。另外，上海星河数码投资有限公司持公司 4.60% 股份。公司背靠南昌市政公用集团，是集团唯一环保公用事业上市平台，多次获得优质资产注入，助力公司实现快速发展。

图表 12 公司股权结构图



资料来源：Wind，华创证券

激励机制完善，深度绑定员工与公司利益。2017 年公司实行高管股权激励计划，向 17 名洪城环境高管及部分水业集团高管授予限制性股票 474.83 万股，价格 6.318 元/股，共增持 3000 万元。2019 年 12 月公司公布股权激励计划，拟发行限制性股票 588.5 万股，授予价格 3.05 元/股，授予对象 15 人。公司设有三年三个解锁期，解锁条件对公司三年内的净资产收益率、营业收入及分红比例提出明确要求，2020 年业绩显示，第一个解锁期各业绩考核指标均已完成。

图表 13 公司股权激励解锁条件

解除限售期	业绩考核指标
第一个解锁期	(1) 2020 年净资产收益率不低于 9%； (2) 以 2018 年为基础，2020 年营业收入复合增长率不低于 10%； (3) 2020 年度现金分红比例不低于 40%。且前两项指标不低于对标企业 75 分位值。
第二个解锁期	(1) 前两年年均净资产收益率不低于 9%； (2) 以 2018 年为基础，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%； (3) 2021 年度现金分红比例不低于 40%。且前两项指标不低于对标企业 75 分位值。
第三个解锁期	(1) 前三年年均净资产收益率不低于 9%； (2) 以 2018 年为基础，2022 年营业收入复合增长率不低于 10%； (3) 2022 年度现金分红比例不低于 40%。且前两项指标不低于对标企业 75 分位值。

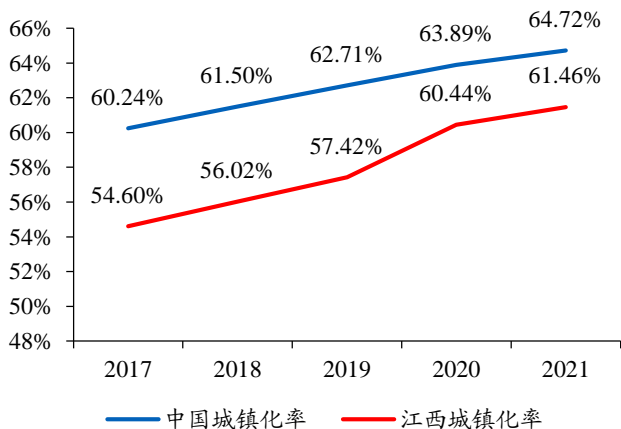
资料来源：公司公告，华创证券

二、城镇化率提升+水价调整，水务业务仍存发展空间

（一）公司供水量与污水处理量与人口增长呈正相关

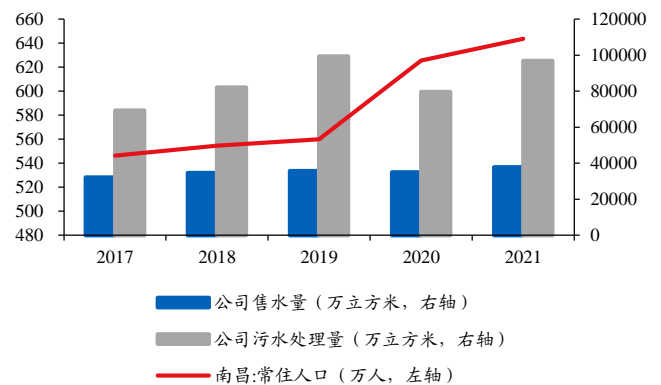
江西省城镇化率落后于全国平均水平。根据第七次全国人口普查数据，我国十年间城镇常住人口增加 2.36 亿人，常住人口城镇化率提高 14.21 个百分点，城镇化率首次突破 60%，但这与发达国家 80% 以上的城镇化率仍有差距，而江西省城镇化率（61.46%）又低于全国平均水平，因此未来随着江西省内人口向省会南昌市集中，供水、污水处理业务需求有望继续增长。

图表 14 江西省城镇化率落后于全国平均水平



资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

图表 15 公司供水量和污水处理量随人口同步增长



资料来源：南昌市统计局，公司公告，华创证券

（二）供水：垄断南昌市场，水价上调推动业绩

公司水务业务深度覆盖南昌市，具有较强的区域垄断优势。截止 2021 年年报，公司拥有 11 座水厂，设计供水产能达 194 万吨/日，供水管网长达 7,901 公里，服务人口达 400 万。公司供水产能近年来稳步增长，自 2017 年的 143.5 万吨/日增至 2021 年的 194 万吨/日，期间 CAGR 为 7.83%；公司售水量自 2017 年的 3.20 亿立方米增至 2021 年的 3.79 亿立方

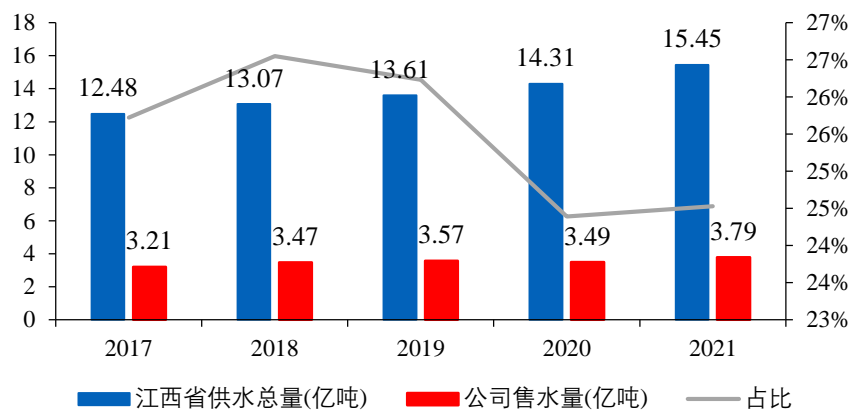
米，期间 CAGR 为 4.25%；常年占江西省供水总量的 25%以上。

图表 16 截止 2021 年年底公司水厂产能情况

	水厂	产能（万吨/日）	运营情况
昌南	青云水厂一期	20	1993 年投产
	青云水厂二期	20	1997 年投产
	青云水厂三期	20	2007 年投产
	朝阳水厂	30	1977 年建立
	下正街水厂	10	1937 年成立，2001 年改造
	城北水厂	10	2018 年投产
	城北水厂二期	10	2020 年 12 月投产
昌北	牛行水厂一期	10	2007 年投产
	水垆水厂	10	1995 年完成第三次扩建
	红角洲水厂	10	2013 年投产
	双港水厂	10	合营，公司占 50% 股权
	牛行水厂二期	20	2018 年投产
	红角洲水厂二期	10	2020 年 12 月投产
湾里区	幸福水厂	1	已投产
	乌井水厂	2	已投产
	罗亭水厂	0.5	已投产
共计		193.5	
在建			
昌北	空港水厂一期	10	2022 年 1 月环评公示

资料来源：公司年报，华创证券

图表 17 公司年售水总量占江西省供水总量的 25%以上

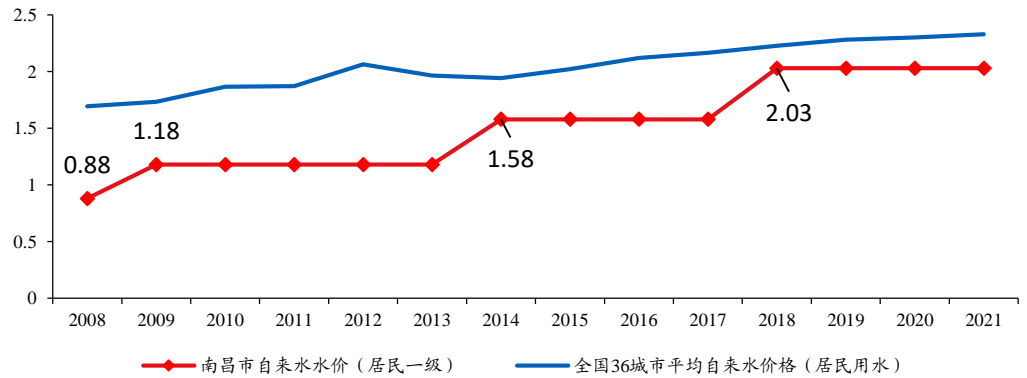


资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

江西省自来水价格偏低，调价拐点或将到来。依据我们对历史数据的统计，南昌市水价调整大约 3-5 年为一个周期，每次调整幅度约为 0.3-0.45 元。南昌市最近一次水价调整

在 2018 年，因此我们预计江西省水价在 2023 年有望迎来新一轮上调¹。从全国居民用水平均价格来看，南昌市目前 2.03 元/吨的供水价格仍低于全国 36 个城市平均水价（2.33 元/吨），具有一定的涨价潜力。

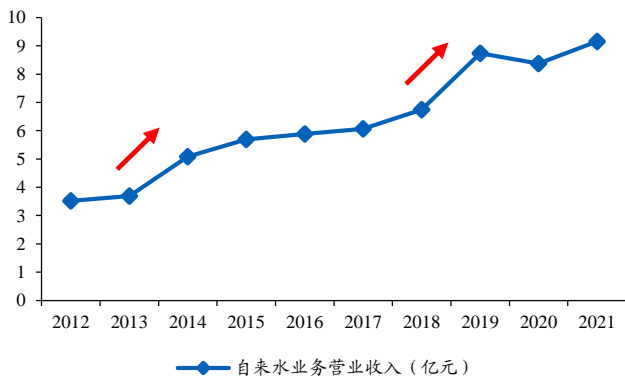
图表 18 近年来南昌市自来水水价与全国 36 城市平均价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：南昌市人民政府网站，Wind，华创证券

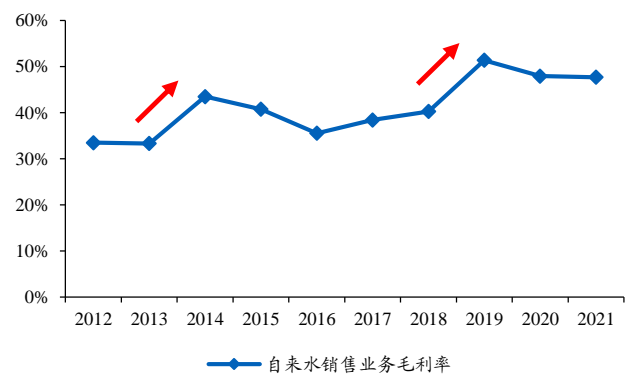
水价调整对公司供水业务的盈利能力提升明显。南昌市 2014 及 2018 年的两次自来水提价，带动公司供水业务收入及销售毛利率发生明显变化。2014 年公司供水业务营收同比增长 37.67% 至 5.08 亿元；2018 年供水提价时点发生在年末，水价上涨效应主要体现在 2019 年，2019 年供水营收同比增长 29.48% 至 8.74 亿元。经过两轮水价提升，公司自来水销售业务毛利率稳步上升，由 2013 年毛利率的 33.29% 增长至 2021 年的 47.67%。

图表 19 公司供水业务营业收入在调价年份提升明显



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 公司供水业务毛利率在调价年份提升明显



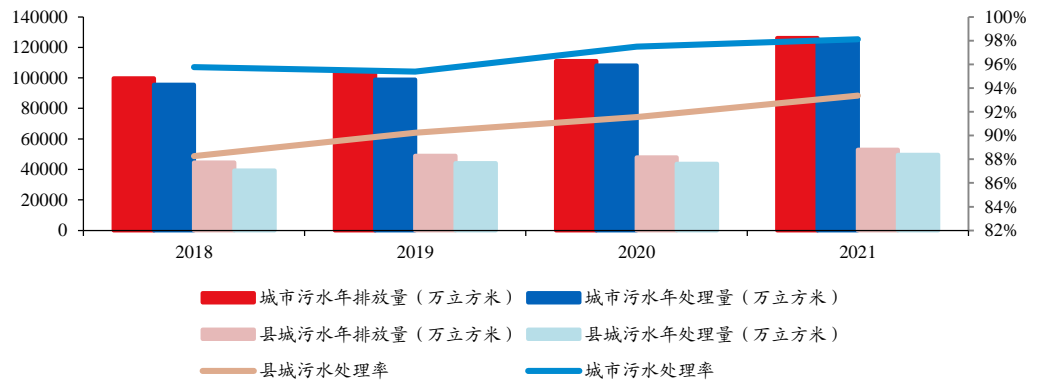
资料来源：Wind，华创证券

（三）污水处理：江西处理设施较为薄弱，提标改造有望增厚盈利

江西省污水排放量逐年增长且处理率较高。根据住建部发布的《城乡建设统计年鉴》，江西省 2021 年城市污水排放总量为 126,146 万立方米，城市污水处理总量为 123,755 万立方米，污水处理率达 98.10%；县城污水排放总量为 52,979 万立方米，县城污水处理总量为 49,467 万立方米，污水处理率达 93.37%。整体来看，江西省城市、县城污水排放量/处理量逐年增长，污水处理需求有望继续提升。

¹ 2022 年 6 月 1 日，江西发改委、住房城乡建设厅印发了《关于贯彻落实城镇供水价格管理办法的通知》，其中明确提出超过 3 年未调整城镇供水价格的市、县，要及时启动价格调整机制，经测算需要调整的原则上应在 2023 年底前完成。

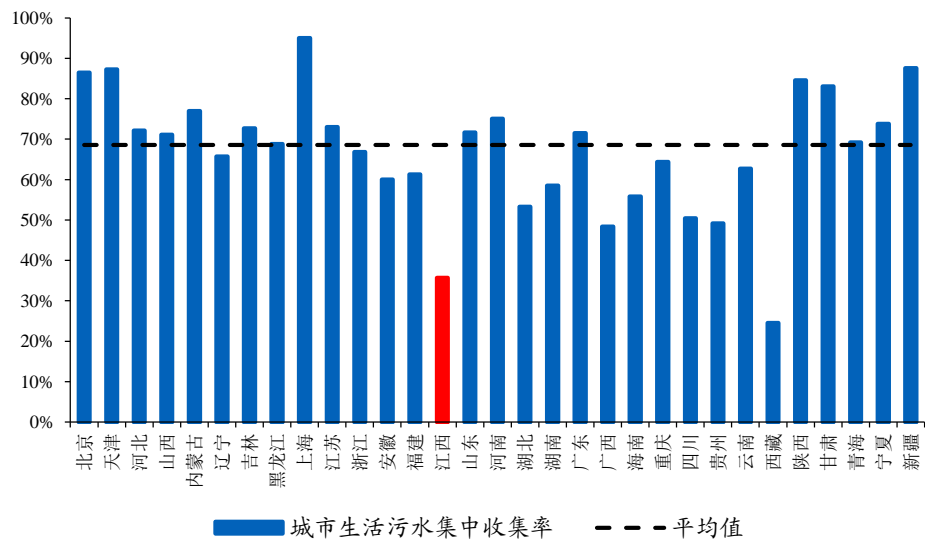
图表 21 近年来江西省城市、县城污水处理情况



资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

江西省城市污水集中收集处理设施的配套仍不完善。2021年，全国城市生活污水平均集中收集率为68.6%，但江西省生活污水集中收集率仅为35.7%，位列全国倒数第二位，省内污水收集体系仍需完善，管网的新建、老旧管网改造、雨污合流管网改造市场仍存在较大空间，为公司的污水处理及工程业务提供了广阔的发展空间。

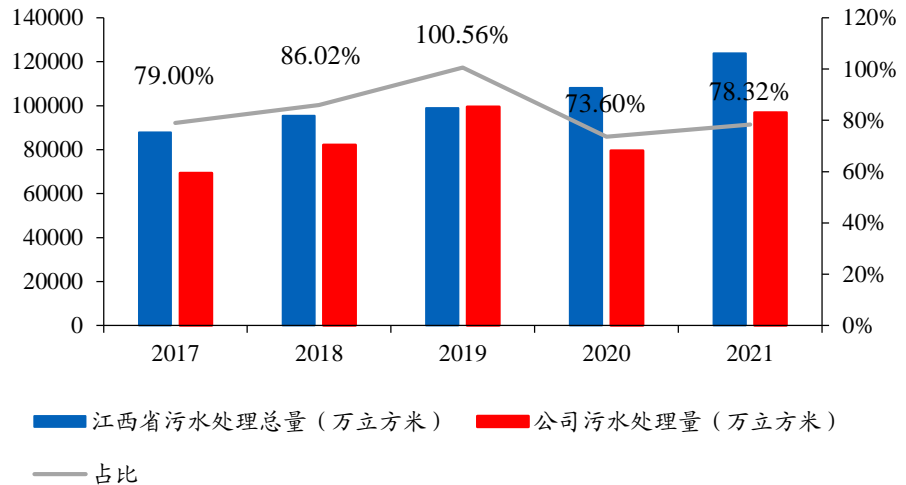
图表 22 2021年全国分省（区、市）城市生活污水集中收集率情况



资料来源：住建部《2021年中国城市建设状况公报》，华创证券

公司是江西省内规模最大的污水处理企业。2005年公司收购九江市蓝天碧水环保有限公司51%股权，首次进入污水处理行业；2009年，取得江西全省77个县（市）78家污水处理厂特许经营权，实现公司污水业务大幅增长。截至2021年底，公司在江西省内有110座污水处理厂，特许经营权项目总设计规模合计为365.2万立方米/日，污水处理业务在江西省市场占有率超80%。除了大力发展省内污水处理业务外，公司近几年通过收并购将污水处理业务拓展至浙江省温州市、辽宁省营口市和福建省漳浦县等地区。

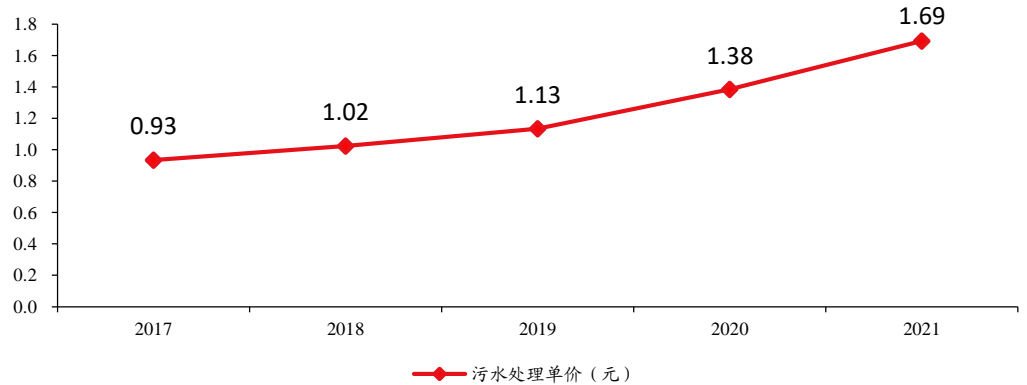
图表 23 公司污水处理量及在江西省占比情况



资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，公司公告，华创证券

提标改造进展有序，平均处理单价提升明显。公司自 2016 年开始陆续承接了 86 家污水处理厂的提标改造项目，2020-2021 年加快推进了宁都、浮梁、樟树、上栗等地 36 家污水处理厂提标改造工作，污水厂的出水水质标准全面由一级 B 提高至国家一级 A。公司污水平均处理单价也由 2020 年 1.38 元/吨提升至 2021 年 1.69 元/吨。污水处理单价的提升带动公司污水处理收入增长，2021 年公司污水处理收入达 16.41 亿元，同比+48.89pct，毛利率 40%。

图表 24 公司污水处理单价逐年提升 (元/吨)



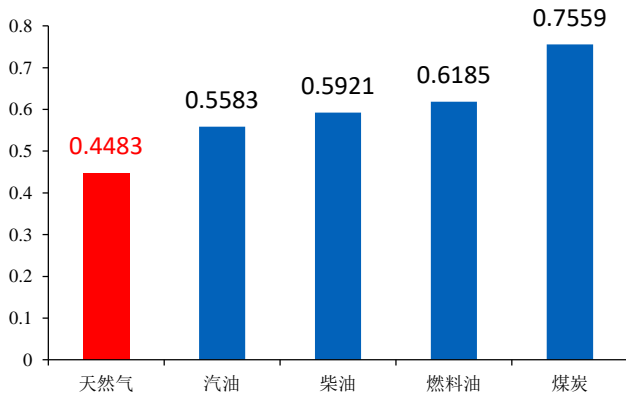
资料来源：公司公告，华创证券

三、“双碳”目标下，燃气业务前景广阔

(一) 天然气在低碳转型中发挥重要作用

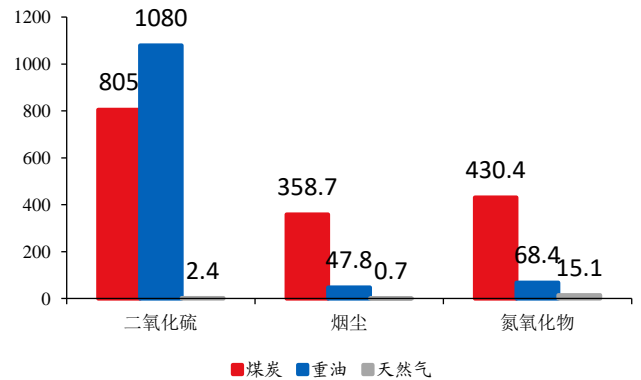
天然气的主要成分为甲烷，并且含有少量的乙烷和丙烷，几乎不含硫、粉尘和其他有害物质。天然气的燃烧产物主要是二氧化碳和水，而且天然气在燃烧时产生的二氧化碳比其他化石燃料更少，所以天然气被认为是一种优质、高效、更清洁的能源。根据 IPCC 的测算，天然气的二氧化碳排放系数仅为 1.64，普遍低于各类燃料，仅为燃料油的 72%、煤炭的 59%。同时天然气燃烧所带来的其他污染物如二氧化硫、氮氧化物和烟尘也远低于传统化石能源。

图表 25 天然气二氧化碳排放系数远低于主流能源
(单位: kg/kgce)



资料来源: IPCC, 华创证券

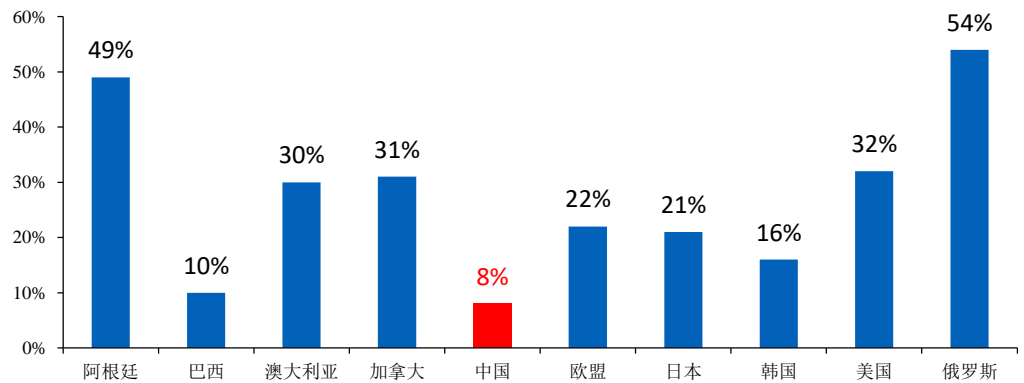
图表 26 天然气其他污染物排放远低于主流能源
(单位: g/GJ)



资料来源: 国务院第一次全国污染源普查领导小组办公室《第一次全国污染源普查工业污染源排污系数手册(第十一分册)》, 华创证券

尽管天然气优点众多, 但其在我国的能源结构中占比并不高, 根据 Visual Capitalist 2019 年的统计数据, 中国天然气消费仅占全部能源消费的 8%, 远低于世界其他主流国家, 占比最高的俄罗斯甚至达到了 54%。为实现“双碳”目标, 中国天然气行业有望受到前所未有的关注和重视, 发展潜力极大。

图表 27 世界主要国家天然气在能源结构中的比例



资料来源: Omri Wallach 'Visualizing 50+ Years of the G20's Energy Mix', 华创证券

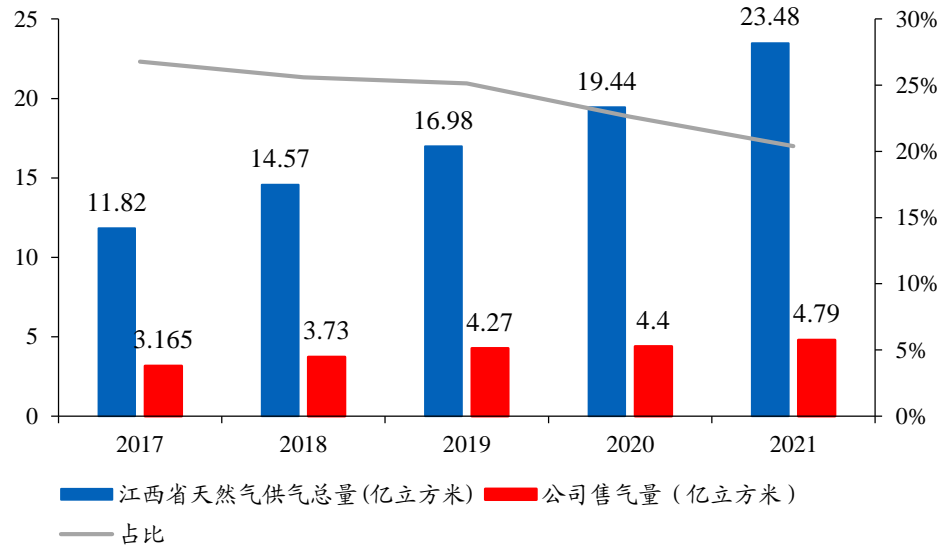
(二) 气化率提升带动燃气销售/工程业务快速发展

南昌市气化率低于全国平均水平。目前南昌市气化率约为 75%, 离国内前线城市及市区长期规划的 90% 以上气化率有很大提升空间。南昌市作为省会, 经济发展水平较高、人口密集、行业众多、对能源需求大, 气化率暂低主要是因为天然气行业起步较晚, 2010 年才开始提供天然气置换人工煤气工程。为提升城市气化率, 南昌市先后出台《关于加快推进“气化南昌”和“铸铁管改造”民生工程工作的通知》《南昌市推进燃气事业发展三年行动计划工作方案》等多个完善老旧社区管道燃气建设的政策性文件, 为公司的燃气销售/工程业务发展提供了坚实基础。

垄断优势明显, 售气量/新增用户数稳健增长。公司旗下燃气集团是江西省用户规模最大

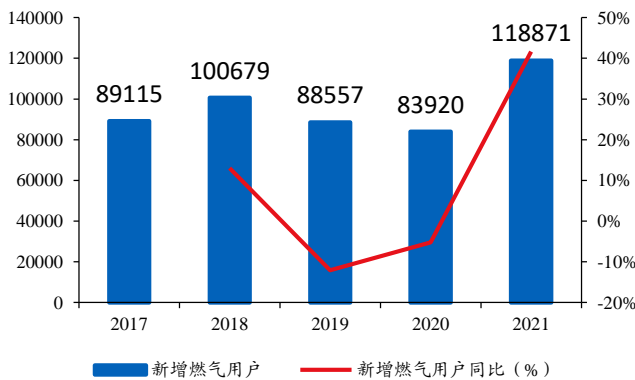
的城市燃气运营商，年供气量常年占江西省年供气总量的 20%以上。在政策的大力支持下，近五年公司的售气量、新增用户数均有明显增长。新增用户数方面，2017-2021 年公司每年的新增用户数（居民+非居民）稳定在 8-12 万户之间；售气量方面，由 2017 年的 3.17 亿立方米增长至 2021 年的 4.79 亿立方米，CAGR10.87%。

图表 28 公司燃气供应量及在江西省占比情况



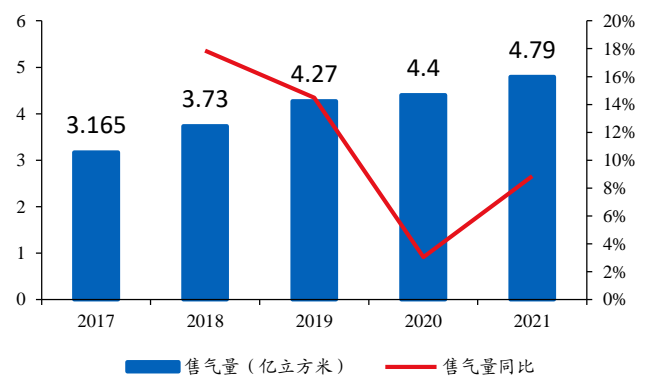
资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

图表 29 2017-2021 公司新增燃气用户情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 30 2017-2021 公司售气量情况

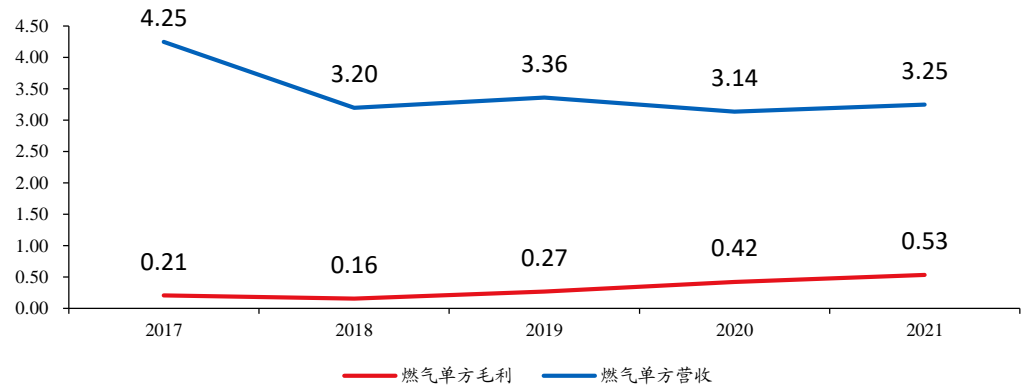


资料来源：Wind，华创证券

（三）政策加码，燃气资产盈利能力有望增厚

终端价格上调，盈利能力进一步增厚。随着气化率的提升和管网铺设的完善，近年来公司燃气销售业务规模效应逐渐显现，单方营收与单方毛利均呈现上升趋势。南昌市委发布了《关于调整我市非居民用管道天然气销售价格的通知》，要求自 2022 年 5 月 1 日起，南昌市非居民用天然气销售价格由 3.78 元/立方米调整为 4.5 元/立方米(含税)。2022 年以来因俄乌冲突、疫情等宏观因素影响，公司上游气源采购价格节节攀升，燃气销售业务的毛利率受到一定压制，此次调价或将对改善公司燃气销售业务的盈利能力起到一定积极作用。

图表 31 2017-2021 公司燃气销售业务单立方米营收及毛利情况（元）



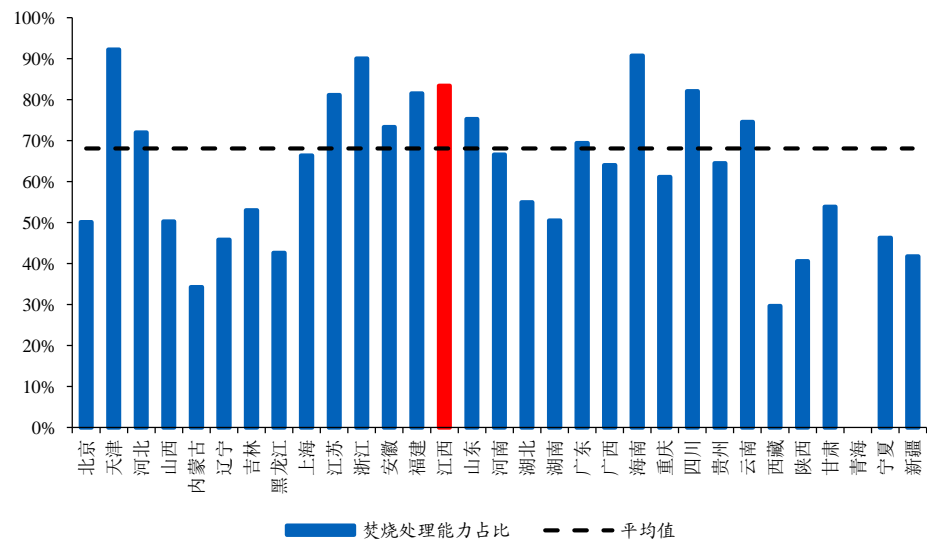
资料来源: Wind, 华创证券

四、固废资产并表，业务范围再扩张

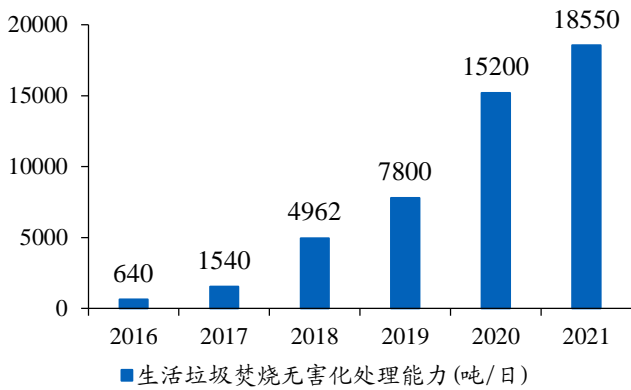
（一）江西省垃圾焚烧处理能力仍存缺口

江西省垃圾焚烧处理能力发展迅速。江西省垃圾焚烧设施的建设起步较晚（2016）但发展速度较快，截至 2021 年底江西省城市生活垃圾焚烧处理能力已达到 1.86 万吨/日，处理量达到 524.77 万吨，占无害化处理能力的 83.4%，显著高于全国平均水平 68.1%，位列全国第四位。

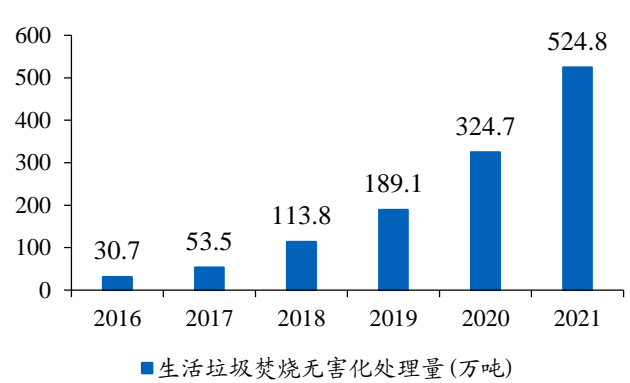
图表 32 2021 年全国分省（区、市）城市生活垃圾焚烧处理能力占比



资料来源: 住建部《2021 年中国城市建设状况公报》，华创证券

图表 33 江西省生活垃圾焚烧无害化处理能力情况


资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

图表 34 江西省生活垃圾焚烧无害化处理量情况


资料来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，华创证券

江西省垃圾焚烧日处理能力存 1 万吨/日以上缺口。近期江西省政府印发《江西省“十四五”节能减排综合工作方案》，明确到 2025 年江西省生活垃圾焚烧处理能力需达 3.6 万吨/日左右。目前江西省的垃圾焚烧日处理能力约为 2.77 万吨/日（包含县城 8810 吨/日），距离十四五目标仍有 1 万吨/日的缺口。此外，江西省 2021 年末常住人口 4517.40 万人，假设平均每人每天产生的生活垃圾量为 1-1.5Kg，江西省一年的生活垃圾产生量 1648-2473 万吨，假设按照 80% 焚烧化处理比例，**对应所需产能 3.6-5.4 万吨/日**。从长期来看，江西省垃圾焚烧市场仍有广阔的发展空间。

（二）资产重组切入固废领域

2021 年年初，公司发布公告，拟通过发行股份的方式购买大股东南昌水业集团持有的蓝天碧水环保 100% 股权、鼎元生态 100% 股权和安义自来水 100% 股权。鼎元生态主要从事固废行业，蓝天碧水主要从事污水处理业务，安义自来水主要从事供水业务。通过注入鼎元生态及其持有的洪城康恒、宏泽热电等优质固废处理资产，对应拥有 2400 吨/日垃圾焚烧、1000 吨/日渗滤液和 200 吨/日餐厨产能，公司成功切入固废处理业务领域。

图表 35 收购公司经营情况

	营业收入 (万元)	归母净利润 (万元)	资产总额 (万元)
鼎元生态	55316.91	9488.01	315455.54
蓝天碧水	12498.4		66540.45
安义自来水	5243.71	800.73	17249.94

资料来源：公司公告，华创证券

注：鼎元生态为 2021 年 1-10 月数据；蓝天碧水和安义自来水为 2021 年全年数据

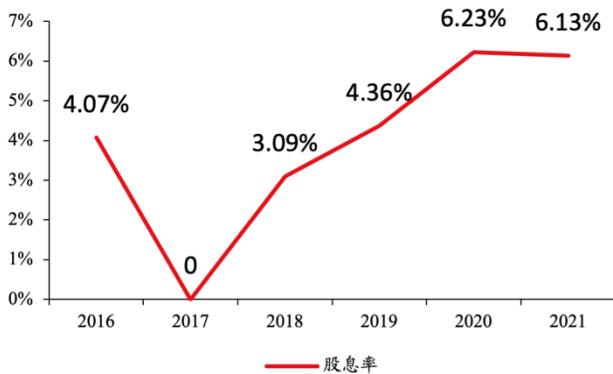
固废项目并表显著改善公司业绩。2022H1 上述项目已正式并入公司合并报表，公司资产盈利能力和质量得到了明显提升。公司业务进一步由传统水务+燃气延伸至以生态环境为核心的城市综合环境治理服务。在江西省垃圾焚烧行业仍存在广阔发展空间的背景下，公司作为南昌市政公用集团唯一环保上市公司，有望在固废领域大展宏图，打造集水务、燃气、固废处理为一体的市政公用大平台。

五、高股息率+低估值为公司提供充足安全边际

（一）分红金额不断提升

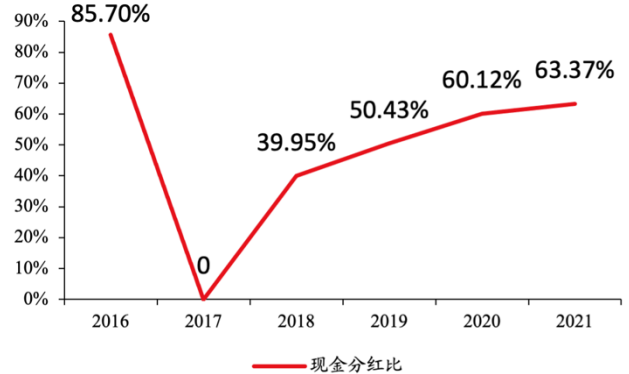
公司近5年股息率与现金分红比均维持在较高水准。2021年4月22日，公司发布《未来三年（2021-2023年）分红规划》，承诺未来连续三年内，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司股东净利润的50%。依据2022年4月22日公布的2021年年度利润分配方案，拟派发现金红利5.2亿元，现金分红比63.37%，实现了《分红规划》的目标。

图表 36 公司近五年股息率情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 37 公司近五年现金分红比情况



资料来源：Wind，华创证券

（二）低估值为公司提供充足安全边际

从同行业可比公司来看，洪城环境的估值PE TTM（8x）明显低于A股主流燃气、水务、固废公司，但公司2021年6.13%的股息率却明显高于一众可比公司。低估值+高股息率的特点为公司提供了充足的安全边际。

图表 38 公司与同行业公司估值、股息率情况

板块	公司	代码	市值	归母净利润		归母净利润增速		PE		PE TTM	股息率 (%)
				2020	2021	2020	2021	2020	2021		
燃气	重庆燃气	600917.SH	127	3.8	4.6	-6%	21%	34	28	24	1.76
	成都燃气	603053.SH	84	4.1	4.9	-8%	18%	20	17	18	2.89
	深圳燃气	601139.SH	196	13.2	13.5	25%	2%	15	14	19	1.81
水务	武汉控股	600168.SH	44	2.6	4.0	2%	56%	17	11	16	2.47
	重庆水务	601158.SH	251	17.7	20.8	7%	17%	14	12	14	4.01
	兴蓉环境	000598.SZ	148	13.0	14.9	20%	15%	11	10	9	1.61
固废	伟明环保	603568.SH	358	12.6	15.4	29%	22%	29	23	23	0.36
	瀚蓝环境	600323.SH	155	10.6	11.6	16%	10%	15	13	14	1.05
	绿色动力	601330.SH	77	5.0	7.0	21%	39%	15	11	14	0.96
	洪城环境	600461.SH	78	6.6	8.2	36%	24%	12	10	8	6.13

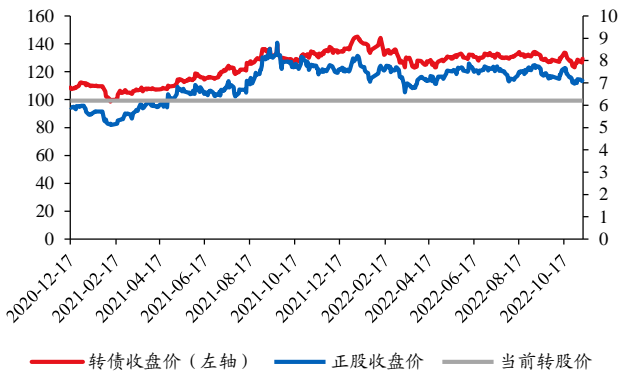
资料来源：Wind，华创证券（基于2022年11月16日收盘价）

（三）可转债+REITs为公司带来额外投资价值

公司于2020年11月20日公开发行了1,800万张可转换公司债券，每张面值100元，发行总额18亿元，发行金额用于投资南昌市九龙湖污水处理厂二期扩建工程等污水处理项目、红角洲水厂扩建工程和补充流动资金。公司可转债上市后走势良好，为公司带来了

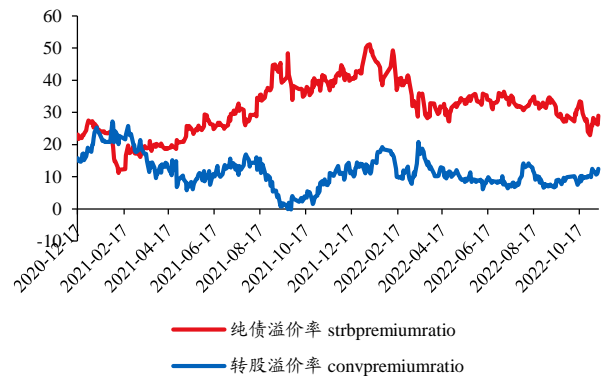
额外的关注度和投资价值。

图表 39 洪城转债、正股价格走势情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 40 洪城转债溢价率情况（%）



资料来源：Wind，华创证券

2021年6月21日，首批9只基础设施领域公募REITs产品在沪深交易所上市。首批REITs试点项目可按照底层资产分为特许经营权类和产权类，特许经营权类公募REITs收益以分红为主，产权类公募REITs除分红收益外，投资者还可获得底层资产增值收益。9只产品中包含2个环保行业的项目，分别为垃圾焚烧项目（中航首钢生物质REIT）以及污水处理项目（富国首创水务REIT）。

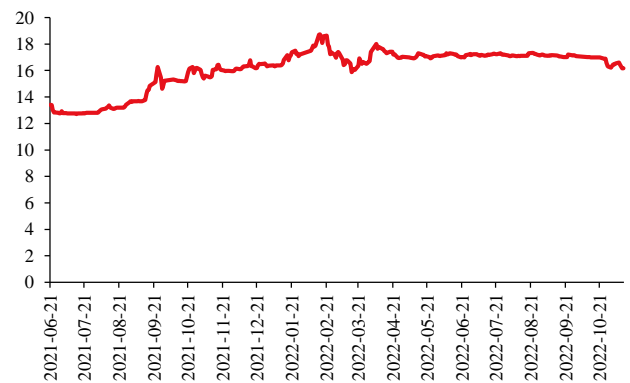
自上市以来，两支REIT均表现良好，截至2022年11月11日收盘，分别实现31.01%和20.65%的涨幅；2021年分红比例分别为7.20%和9.72%，极具投资性价比。

图表 41 富国首创水务REIT上市以来价格走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 42 中航首钢绿能REIT上市以来价格走势



资料来源：Wind，华创证券

从政策来看，基础设施REITs试点的基本要求是符合国家政策，聚焦优质资产，优先支持基础设施补短板行业；从企业角度来看，清洁能源、水电气热及污水固废处理等项目具有前期资本开支需求高，后期具备持续稳定现金流的特点，项目REITs化后有利于盘活行业存量资产；从社会发展层面来看，环保项目REITs化能够改善机构和企业投资环保公用的意愿，进而推动未来环境治理和市政项目的建设。公司主营业务与REITs天然契合，水务、固废可以为REITs提供优质底层资产，发行REIT有望帮助公司盘活存量资产、优化经营模式也将为公司带来额外的关注度与投资价值。

六、盈利预测与估值

关键假设：

1) 供水业务：随着我国城镇化率不断提升，南昌市作为省会城市，将吸纳大量农村地区进城务工人员，城镇用水量有望持续增长，再叠加调价政策“靴子落地”，供水业务或将迎来量价齐升。因此我们假设 2022-2024 年公司供水业务的营收增速分别为 1%/26%（调价年份）和 5%，毛利率分别为 49%/51%/51%。

2) 天然气销售业务：2022 年以来因俄乌冲突、疫情等宏观因素影响，公司上游气源采购价格节节攀升，燃气销售业务的毛利率受到一定压制，但随着调价政策的出台，2023 年后公司天然气销售业务的盈利能力有望回升。因此我们假设 2022-2024 年公司该业务的毛利率分别为 13%/13%/13%。

3) 固废业务：为测算公司固废业务的盈利能力，我们做出如下关键假设：公司垃圾焚烧项目（2400 吨/日）的运营天数为 350 天，吨垃圾上网电量为 330 度，垃圾处理费为 100 元/吨，渗滤液的处理价格为 150 元/吨，餐厨垃圾处理费为 350 元/吨，地沟油价格为 7000 元/吨；2022-2024 年公司固废业务的营收分别为 6.05/7.26/8.35 亿元，毛利率分别为 43.2%/40.4%/42.8%。

图表 43 洪城环境业绩拆分图

业务		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
自来水生产与供应	收入 (百万元)	3,328	4,631	5,931	5,678	6,542	6,931
	yoy (%)		39%	28%	-4%	15%	6%
	收入占比 (%)	62%	70%	73%	63%	64%	62%
	毛利 (万元)	918	1,104	1,394	1,441	1,750	1,848
	毛利率 (%)	27.6%	23.8%	23.5%	25.4%	26.7%	26.7%
燃气的生产和供应	收入	2,010	1,894	2,168	2,600	2,882	3,236
	yoy		-6%	14%	20%	11%	12%
	收入占比	37%	29%	27%	29%	28%	29%
	毛利	407	476	541	651	755	832
	毛利率	20.3%	25.1%	25.0%	23.5%	24.5%	24.3%
固废业务	收入				605	726	835
	yoy					20%	15%
	收入占比				7%	7%	8%
	毛利				262	294	358
	毛利率				43.2%	40.4%	42.8%
其他业务	收入	44	76	76	87	91	96
	yoy		74%	0%	15%	5%	5%
	收入占比	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	毛利	25	60	44	57	62	61
	毛利率	57.9%	79.3%	58.1%	65.1%	67.5%	63.6%
合计	收入	5,381	6,601	8,174	8,970	10,241	11,098
	yoy		23%	24%	10%	14%	8%
	毛利	1350	1641	1979	2410	2861	3099
	毛利率	25.1%	24.9%	24.2%	26.9%	27.9%	27.9%

资料来源：华创证券预测

首次覆盖给予“推荐”评级，2023 年目标价 9.81 元。我们预计 2022-2024 年公司净利润分别为 9.49、11.86 和 12.98 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍。我们选取地方水务龙头重庆水务、地方燃气龙头深圳燃气和与公司业务高度相似的瀚蓝环境（固废、燃气、供水、污水四大板块）作为可比公司，考虑到江西属于中部省份，而重庆、深圳和广东均属经济发达地区，故给予公司 2023 年 9 倍 PE（折价），目标价 9.81 元。

图表 44 可比公司估值表

公司名称	收盘价 (2022/11/17)	EPS (元)				PE (X)				市值(亿元)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
重庆水务	5.23	0.43	0.46	0.50	0.52	12	11	10	10	251
深圳燃气	6.76	0.47	0.43	0.56	0.68	14	16	12	10	194
瀚蓝环境	18.71	1.43	1.55	1.89	2.19	13	12	10	9	153
平均值								11		
洪城环境	7.17	0.86	0.87	1.09	1.19	9	8	7	6	78

资料来源: Wind, 华创证券 (可比 EPS 与 PE 值来自 Wind 一致性预期, 洪城环境 EPS 与 PE 来自华创证券预测)

七、风险提示

水/气价调整不及预期。依据江西省发改委印发的《关于贯彻落实城镇供水价格管理暂行办法的通知》，水价调整原则上于 2023 年前完成，存在继续延后风险；管道天然气供应价格仅对非居民端提价，居民端价格并未调整。

气化率提升不及预期。“煤改气”需收取一定费用或影响部分用户的改造意愿，公司存在新用户拓展不及预期风险。

固废项目推进不及预期。垃圾焚烧行业目前已步入成熟期，新开标项目逐年减少，项目质量也有所下滑，公司固废业务存在市场拓展不及预期风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,944	1,709	1,871	2,334
应收票据	0	4	5	3
应收账款	744	954	1,001	1,025
预付账款	126	195	205	220
存货	360	431	484	479
合同资产	666	731	835	905
其他流动资产	1,043	1,123	1,297	1,422
流动资产合计	5,217	4,416	4,863	5,483
其他长期投资	2	2	2	2
长期股权投资	69	69	69	69
固定资产	3,701	4,119	4,406	4,510
在建工程	583	683	808	908
无形资产	7,585	8,029	8,428	8,788
其他非流动资产	545	545	545	545
非流动资产合计	12,485	13,447	14,258	14,822
资产合计	17,702	17,863	19,121	20,305
短期借款	1,883	1,589	1,295	1,001
应付票据	5	1	2	2
应付账款	2,854	2,603	2,994	3,387
预收款项	0	0	0	0
合同负债	745	818	934	1,012
其他应付款	396	396	396	396
一年内到期的非流动负债	344	344	344	344
其他流动负债	578	623	709	766
流动负债合计	6,805	6,374	6,674	6,908
长期借款	2,613	2,748	2,883	3,017
应付债券	1,521	1,521	1,521	1,521
其他非流动负债	295	295	295	295
非流动负债合计	4,429	4,564	4,699	4,833
负债合计	11,234	10,938	11,373	11,741
归属母公司所有者权益	5,888	6,195	6,830	7,440
少数股东权益	580	730	918	1,124
所有者权益合计	6,468	6,925	7,748	8,564
负债和股东权益	17,702	17,863	19,121	20,305

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,381	1,784	3,005	3,290
现金收益	1,789	2,390	2,750	2,952
存货影响	-112	-71	-52	5
经营性应收影响	-141	-209	17	37
经营性应付影响	776	-255	391	394
其他影响	-930	-71	-101	-98
投资活动现金流	-1,585	-2,002	-1,927	-1,742
资本支出	-1,979	-2,003	-1,928	-1,743
股权投资	5	0	0	0
其他长期资产变化	389	1	1	1
融资活动现金流	-988	-1,017	-916	-1,085
借款增加	-196	-159	-159	-159
股利及利息支付	-678	-865	-1,035	-1,123
股东融资	36	36	36	36
其他影响	-150	-29	242	161

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,174	8,970	10,241	11,098
营业成本	6,196	6,560	7,380	7,999
税金及附加	33	49	52	53
销售费用	234	257	294	318
管理费用	271	297	339	368
研发费用	92	101	115	125
财务费用	186	250	259	269
信用减值损失	57	-47	-47	-47
资产减值损失	-74	-74	-74	-74
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	9	9	9	9
其他收益	39	39	39	39
营业利润	1,201	1,390	1,736	1,900
营业外收入	6	5	5	6
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	1,198	1,386	1,732	1,897
所得税	248	287	358	393
净利润	950	1,099	1,374	1,504
少数股东损益	130	150	188	206
归属母公司净利润	820	949	1,186	1,298
NOPLAT	1,098	1,298	1,580	1,718
EPS(摊薄) (元)	0.86	0.87	1.09	1.19

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	23.8%	9.7%	14.2%	8.4%
EBIT 增长率	24.8%	18.2%	21.7%	8.7%
归母净利润增长率	23.5%	15.7%	25.0%	9.5%
获利能力				
毛利率	24.2%	26.9%	27.9%	27.9%
净利率	11.6%	12.3%	13.4%	13.6%
ROE	12.7%	13.7%	15.3%	15.2%
ROIC	10.5%	12.2%	14.1%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	63.5%	61.2%	59.5%	57.8%
债务权益比	102.9%	93.8%	81.8%	72.1%
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	27	34	34	33
应付账款周转天数	145	150	136	144
存货周转天数	18	22	22	22
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.87	1.09	1.19
每股经营现金流	1.27	1.64	2.76	3.02
每股净资产	5.40	5.68	6.27	6.82
估值比率				
P/E	8	8	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	13	10	8	8

环保与公用事业组团队介绍

组长、首席分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

助理研究员：霍鹏浩

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘汉轩

英国帝国理工学院理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522