仅供内部参考，请勿外传！

固废现金流改善，资源化盈利弹性释放

环保

■ 环保行业 2026 年中报综述

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
徐强(分析师)	010-83939805	xuqiang@gtht.com	S0880517040002
邵潇(分析师)	0755-23976520	shaoxiao@gtht.com	S0880517070004

本报告导读：

2026H1 环保板块业绩延续增长。固废现金流改善，资源化龙头盈利弹性释放。

投资要点：

- **投资建议。**1）环保红利：固废水务龙头公司业绩稳健，自由现金流改善，支撑高分红。①固废方面，国补回收加快推动经营现金流改善；伴随垃圾焚烧行业进入成熟期，龙头公司资本开支普遍收缩，两者共同驱动自由现金流改善，为分红提升奠定基础。②水务方面，龙头公司经营现金流稳定、资本开支可控，具备较强高分红能力。③推荐光大环境、绿色动力、瀚蓝环境、三峰环境、粤海投资、旺能环境、伟明环保；相关标的包括永兴股份、洪城环境、军信股份、首创环保、兴蓉环境。2）再生资源：①再生金属：危固废金属资源化产能释放与金属景气上行共振，资源化业务量价齐升，推荐高能环境，相关标的飞南资源、浙富控股。②再生油：生物柴油和 SAF 需求旺盛，行业保持高景气，推荐卓越新能，相关标的山高环能、朗坤科技、海新能科。
- **行业业绩整体延续增长，利润增量集中于危废与再生资源。**2026H1，136 家环保上市公司合计收入 2047.5 亿元、归母净利润 196.6 亿元，分别同比增长 11.8%、15.0%，归母净利润同比增速中位数-0.9%。危废与再生资源板块合计贡献行业 90.6%的归母净利润同比增量，行业增长具有结构性。2026H1 同期行业自由现金流由 2025H1 的-123.3 亿元改善至-45.6 亿元，经营现金流增加与资本开支下降共同推动现金缺口收窄，行业整体自由现金流改善，但尚未转正。
- **固废多数公司盈利改善，经营现金流与分红持续兑现。**2026H1，18 家 A 股固废公司中 13 家归母净利润同比改善，归母净利润同比增速中位数 10.8%。板块经营现金流同比增加 16.4 亿元，自由现金流同比增加 12.0 亿元至 52.4 亿元。2025 年度固废现金分红合计 55.0 亿元、同比增长 16.4%，合计现金分红占归母净利润的比例由 2023 年度的 30.8%升至 2025 年度的 47.0%，股东回报持续提升。
- **资源化龙头盈利弹性释放，现金兑现能力分化。**2026H1，高能环境、飞南资源和浙富控股合计收入、归母净利润分别同比增长 41.3%、146.5%，加权毛利率同比提升 4.2pct 至 16.6%，产能释放与金属价格改善共同驱动盈利增长。但三家公司现金流表现差异明显：浙富控股自由现金流 10.6 亿元，高能环境、飞南资源分别为-8.3 亿元、-10.5 亿元。规模扩张伴随营运资金投入，后续观察产销、毛利率、存货周转和回款进度。
- **风险提示。**行业政策变化、项目回款低于预期、分红低于预期、项目进度低于预期、大宗商品价格剧烈波动等。

相关报告

环保《重视环保红利公司投资机会》2026.07.30

环保《环保红利价值重估持续，再生资源高景气》2026.06.23

环保《国家水网纳入扩大有效投资重点方向》2026.04.18

环保《生态环境法典通过，我国生态环境治理进入新阶段》2026.03.17

环保《降碳减污协同推进，绿色转型全面提速》2026.03.05

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 行业延续增长 3
2. 行业毛利率整体稳定 4
3. 自由现金流明显改善 5
4. 固废经营底盘稳健，普遍盈利增长 6
5. 水务表观利润增长失真，回款改善待验证 7
6. 危固废资源化量价齐升 8
7. 环保工程去杠杆仍待观察 9
8. 投资建议 10
9. 风险提示 11

仅供内部参考，请勿外传！

1. 行业延续增长

我们分析环保 A 股上市公司 2026H1 经营情况，以申万环保行业指数（2021，801970.SI）成分股名单为基础，剔除华控赛格、ST 京蓝、法尔胜和森远股份 4 家环保主业相关性较弱的公司，并补充 10 家具备代表性的环保公司（表 1），最终选择 136 家 A 股公司展开分析。下文中 Q2 指第二季度，同比均与上年同期比较；资产负债表指标取对应期末值，LTM 收入为截至该期末的过去 12 个月营业收入，其中 2026 年 6 月末 LTM 收入对应 2025 年 7 月至 2026 年 6 月。归母净利润同比中位数剔除上年同期归母净利润小于或等于 0 的公司，剔除仅用于中位数，板块合计及改善占比仍保留完整样本。重庆水务 2025H1 及 2025Q1 采用 2026 年财报披露的追溯数据，2026H1 的 LTM 收入相应调整，其 2025H1 历史应收比例保留原口径。

表1：补充纳入的环保公司

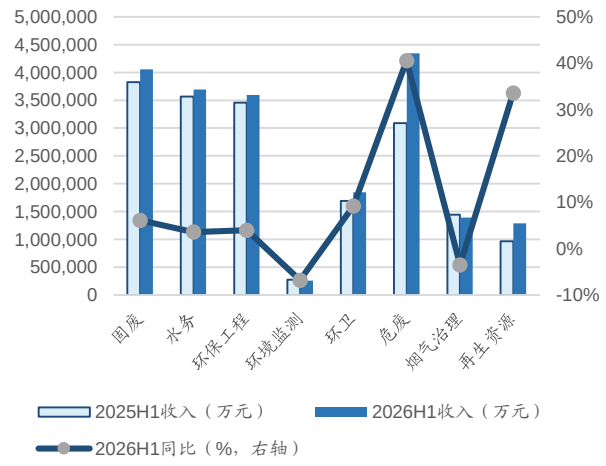
公司代码	公司简称	细分领域	公司代码	公司简称	细分领域
000920.SZ	沃顿科技	环保工程	603279.SH	景津装备	环保工程
002479.SZ	富春环保	固废	603956.SH	威派格	水务
002616.SZ	长青集团	固废	688087.SH	英科再生	再生资源
300021.SZ	大禹节水	环保工程	688156.SH	路德科技	再生资源
300055.SZ	万邦达	环保工程	688196.SH	卓越新能	再生资源

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

行业收入和归母净利润持续增长。136 家环保公司 2026H1 合计收入 2047.5 亿元、同比+11.8%，归母净利润 196.6 亿元、同比+15.0%；收入和归母净利润同比中位数+2.5%和-0.9%；收入增长、利润改善公司占比分别为 58.1%和 51.5%；2026Q2 收入、归母净利润分别同比+11.1%、+12.7%。

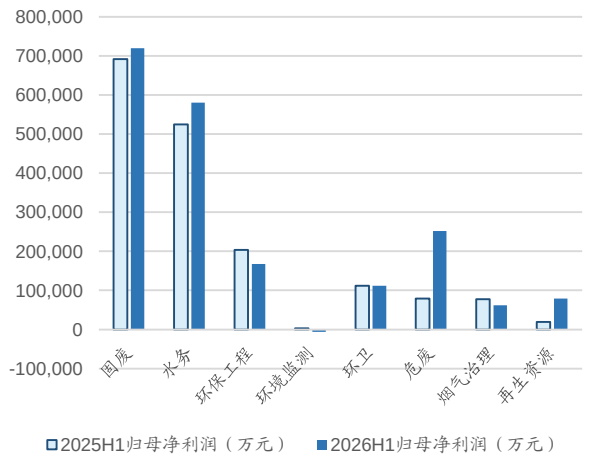
2026H1 板块分化延续，固废水务相对稳健，环保工程盈利承压。危废、再生资源收入分别同比+40.5%、+33.6%，归母净利润分别同比+217.2%、+314.8%，构成主要高增长板块；固废收入、归母净利润分别同比+6.1%、+4.0%，且 72.2%的公司利润改善；水务归母净利润合计同比+10.6%，但中位数-0.6%；环保工程收入同比+4.0%，归母净利润同比-17.7%、中位数-25.1%。

图1：2026H1 危废、再生资源收入同比增速领先（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图2：2026H1 危废贡献主要净利润同比增量（万元）



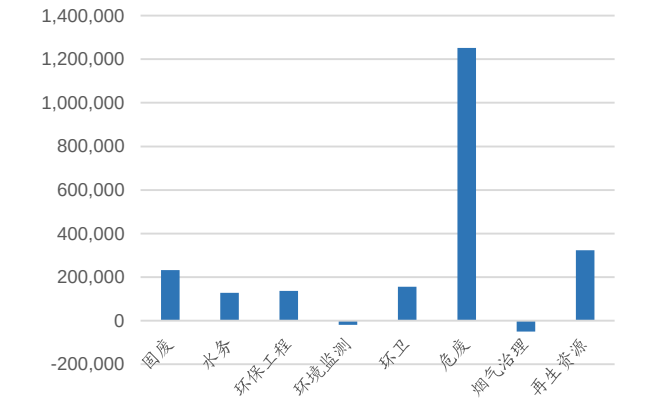
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

2026H1 危废和再生资源贡献大部分行业增量业绩。136 家公司收入同比增加 215.9 亿元，其中危废、再生资源分别增加 125.2、32.4 亿元，合计贡献

仅供内部参考，请勿外传！

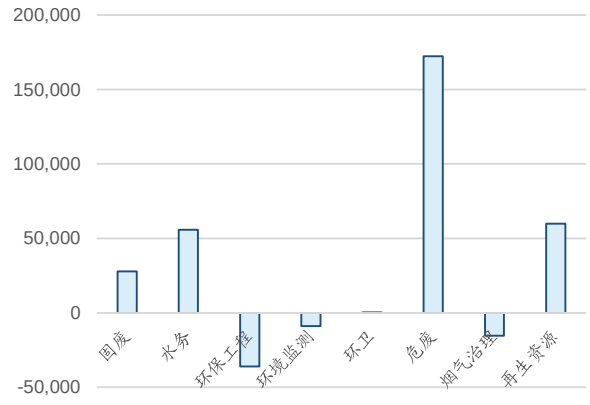
73.0%的收入增量；归母净利润同比增加 25.6 亿元，上述两板块分别增加 17.2、6.0 亿元，合计贡献 90.6%。同时，环保工程、环境监测和烟气治理归母净利润合计减少 6.0 亿元，行业内部分化显著。

图3：2026H1 危废、再生资源贡献 73.0%的收入同比增量（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

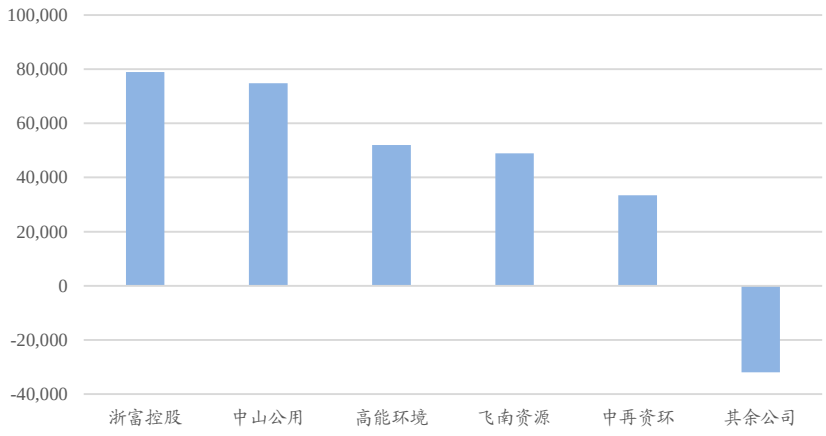
图4：2026H1 危废、再生资源贡献 90.6%的归母净利润同比增量（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

行业利润增量进一步集中于少数公司，减亏也构成重要贡献。2026H1 归母净利润同比增量前五家公司为浙富控股、中山公用、高能环境、飞南资源和中再资环，分别增加 7.9、7.5、5.2、4.9 和 3.3 亿元，合计增加 28.8 亿元，相当于行业净增量的 112.5%；其余 131 家公司合计减少 3.2 亿元。其中，中再资环归母净亏损由 2025H1 的 3.65 亿元收窄至 2026H1 的 0.31 亿元，仍未实现盈利。行业合计增速同时受到头部公司增长与亏损收窄推动。

图5：2026H1 前五家公司贡献超过板块全部归母净利润同比净增量（万元）



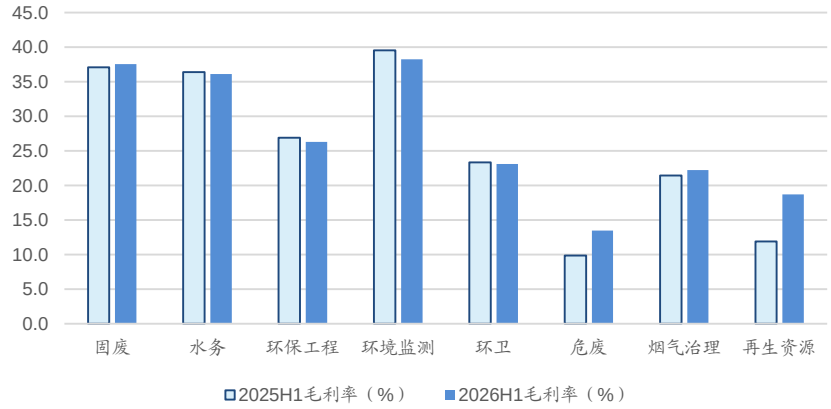
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

2. 行业毛利率整体稳定

行业加权毛利率基本持平，危废和再生资源修复、环保工程和环境监测承压。加权毛利率按各公司营业收入加权计算，反映板块合计盈利能力。2026H1 行业加权毛利率 26.70%，同比+0.05pct。固废毛利率同比+0.47pct 至 37.56%，延续稳定运营；危废、再生资源分别同比+3.62pct、+6.81pct 至 13.48%、18.73%。水务、环保工程和环境监测分别同比-0.27、-0.62、-1.27pct，其中环保工程收入增长但毛利率和归母净利润同步承压，盈利修复尚未出现。

仅供内部参考，请勿外传！

图6：2026H1 固废、危废和再生资源毛利率同比改善（%）



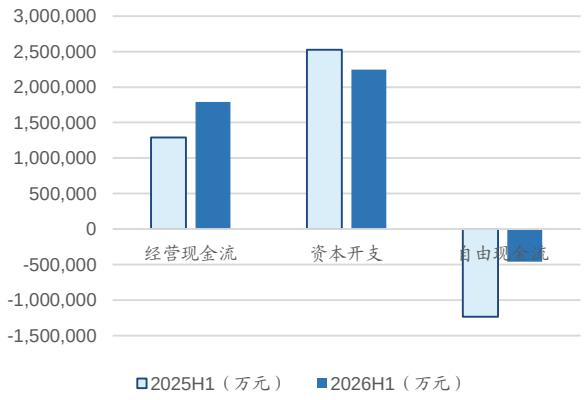
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

3. 自由现金流明显改善

行业自由现金流缺口明显收窄，经营现金流增加与资本开支下降各贡献约六成和四成。自由现金流采用经营活动产生的现金流量净额减资本开支来计算，用于观察经营回款在支付长期资产投入后留下的现金。资本开支采用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2026H1 行业经营现金流 179.1 亿元，同比增加 49.9 亿元；资本开支 224.7 亿元，同比减少 27.8 亿元；自由现金流由 2025H1 的-123.3 亿元改善至 2026H1 的-45.6 亿元，改善 77.7 亿元。其中经营现金流增加贡献 64.2%，资本开支下降贡献 35.8%，但行业自由现金流尚未转正。

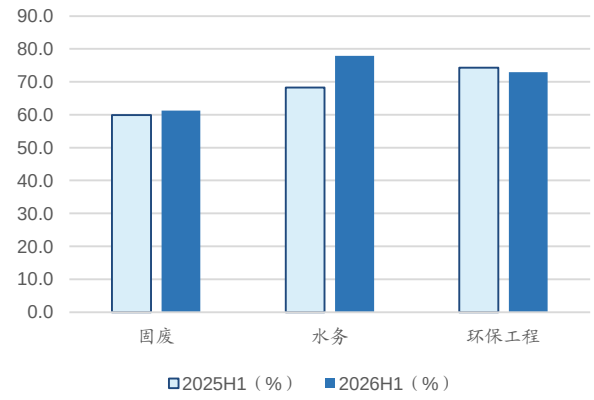
2026H1 固废现金改善质量相对较好，水务和环保工程的改善主要依赖资本开支收缩。固废经营现金流同比增加 16.4 亿元，抵消资本开支增加 4.4 亿元后，自由现金流由 2025H1 的 40.4 亿元增至 2026H1 的 52.4 亿元；水务自由现金流改善 18.2 亿元，其中资本开支下降贡献 14.3 亿元，2026H1 收现比（销售商品、提供劳务收到的现金除以营业收入）较 2025H1 的 81.8%降至 80.9%，2026 年 6 月末应收账款占 LTM 收入比（期末应收账款净额除以过去 12 个月营业收入）升至 77.9%；环保工程自由现金流改善 16.2 亿元，但经营现金流减少 4.5 亿元，改善完全来自资本开支减少 20.6 亿元，2026 年 6 月末应收账款占 LTM 收入比同比下降 1.4pct 至 72.9%，现金改善能否持续，仍需结合回款及投资节奏观察。

图7：2026H1 行业自由现金流缺口较 2025H1 明显收窄（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图8：2026 年 6 月末水务应收账款占 LTM 收入比同比上升（%）

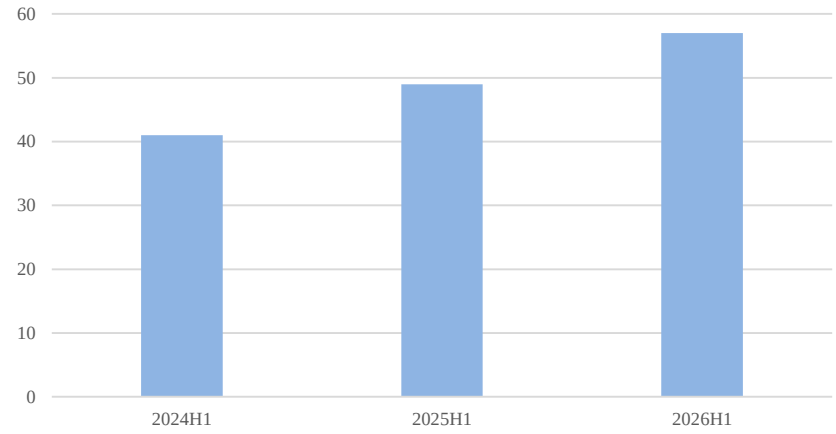


数据来源：Wind、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

自由现金流改善的覆盖面扩大。2024H1、2025H1 及 2026H1 自由现金流为正的公司分别为 41、49 和 57 家，占比分别为 30.1%、36.0%和 41.9%。更多公司的经营现金流已能够覆盖当期资本开支。

图9：2024H1-2026H1 自由现金流为正的公司逐年增加（家）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

4. 固废经营底盘稳健，普遍盈利增长

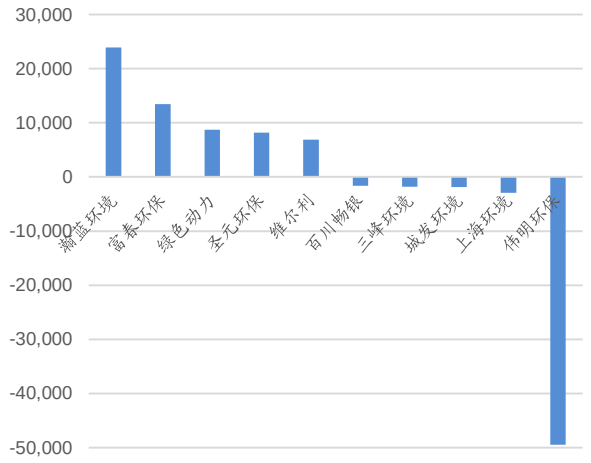
固废板块主要上市公司普遍利润改善。2026H1 固废板块收入 405.5 亿元、同比+6.1%，归母净利润 72.0 亿元、同比+4.0%；收入和归母净利润同比中位数分别为+3.8%和+10.8%，18 家公司中 13 家利润改善，占比 72.2%。若剔除瀚蓝环境和伟明环保，剩余 16 家公司归母净利润同比增加约 5.4 亿元、增幅约 11.8%。

2026H1 瀚蓝环境并表抬高收入和利润，伟明环保业绩下滑抵消了部分行业增量。瀚蓝环境 2025H1 仅并表粤丰环保 1 个月，2026H1 同比新增粤丰环保 1-5 月并表数据；粤丰环保 2026H1 实现收入 21.47 亿元，在考虑并购贷款利息和无形资产摊销后贡献归母净利润 2.59 亿元，剔除并购影响后存量业务收入和利润均有增长。伟明环保收入和归母净利润分别同比减少 8.35 亿元和 4.95 亿元，业绩下滑抵消了部分行业增量。

固废板块自由现金流改善。2026H1 板块经营现金流同比增加 16.4 亿元，资本开支同比增加 4.4 亿元，自由现金流提升 12.0 亿元至 52.4 亿元；2026 年 6 月末应收账款占 LTM 收入比同比上升 1.3pct 至 61.2%，回款仍需跟踪。运营稳定、自由现金流能够覆盖资本开支且具备分红能力及分红意愿的公司，仍是板块更可验证的投资主线。

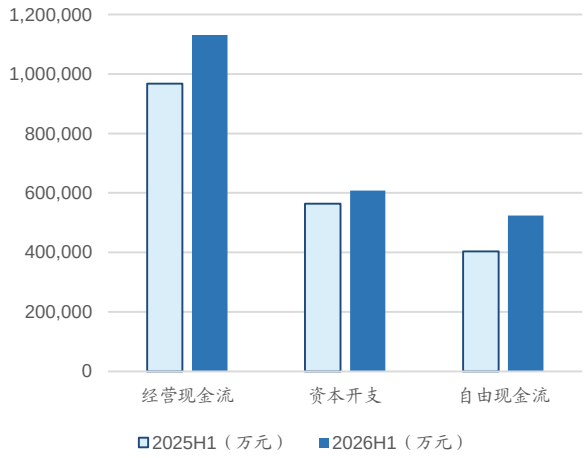
仅供内部参考，请勿外传！

图10：2026H1 部分固废公司归母净利润同比变动（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

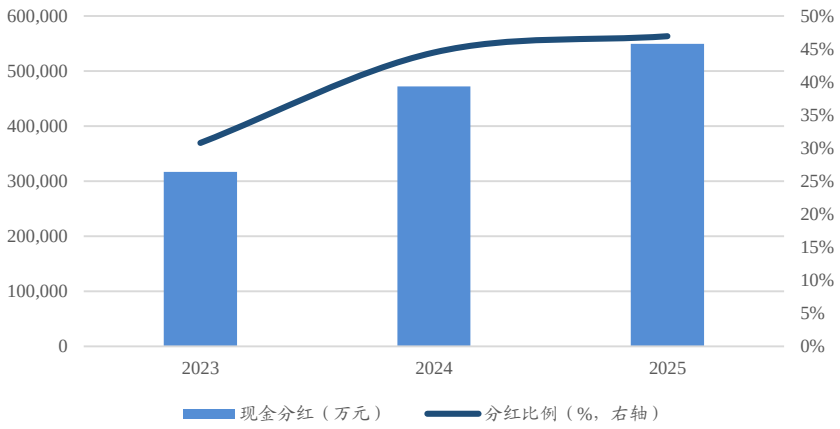
图11：2026H1 固废经营现金流同比增加并覆盖资本开支（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

固废现金分红持续增加，股东回报持续兑现。18 家固废样本公司 2023-2025 年度现金分红总额分别为 31.7、47.2 和 55.0 亿元，对应分红比例分别为 30.8%、44.5%和 47.0%，2025 年度分红总额同比增长 16.4%。分红比例按同一年度现金分红合计除以归母净利润合计计算，股东回报持续兑现，期待 2026 年表现。

图12：2023-2025 年度固废现金分红总额及分红比例提升



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

5. 水务表观利润增长失真，回款改善待验证

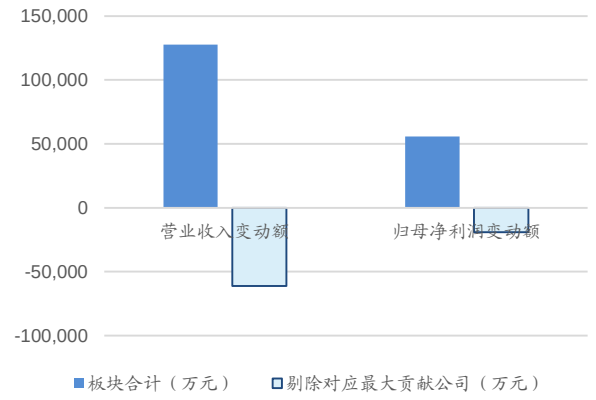
水务板块整体增长主要由非水务并购和联营投资收益驱动，传统水务主业并未普遍改善。2026H1 水务收入、归母净利润分别为 369.5、58.0 亿元，同比+3.6%、+10.6%；但同比中位数仅+0.8%、-0.6%，21 家公司中仅 10 家利润改善。剔除海天股份后，板块收入同比减少 6.1 亿元、约-1.8%；剔除中山公用后，板块归母净利润同比减少 1.9 亿元、约-4.2%。

2026H1 两家关键贡献公司的增长均来自水务行业之外。海天股份收入同比增加 18.9 亿元，来自 2025 年 3 月末收购的原贺利氏光伏银浆事业部；该业务销售账期长于银粉付款周期，使公司经营现金流为-4.01 亿元。中山公用归母净利润同比增加 7.5 亿元，其投资收益 13.28 亿元、占利润总额 85.5%，主要为权益法联营收益。

仅供内部参考，请勿外传！

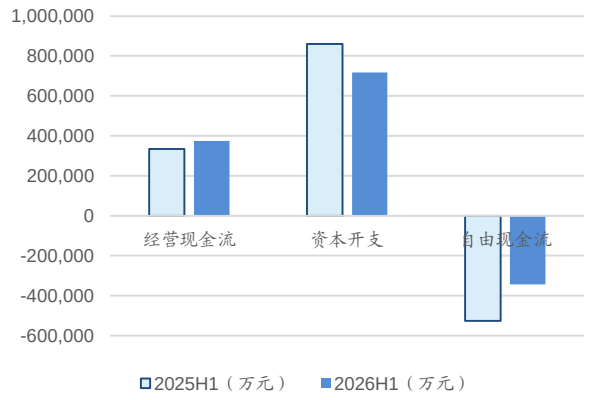
2026H1 水务自由现金流缺口收窄，更多反映投资节奏放缓，回款效率并未提升。板块经营现金流同比增加 4.0 亿元，资本开支同比减少 14.3 亿元，自由现金流由 2025H1 的-52.6 亿元改善至 2026H1 的-34.3 亿元，其中约 78%来自少投入资本开支。2026H1 收现比同比下降 0.9pct 至 80.9%，2026 年 6 月末应收账款占 LTM 收入比同比上升 9.7pct 至 77.9%。水务行业仍需观察水价提升、政府付费与回款。

图13：2026H1 水务收入、归母净利润同比增量拆分（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

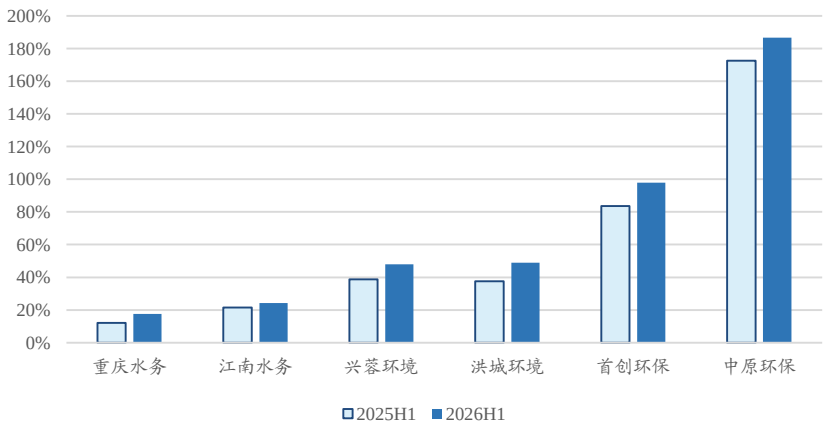
图14：2026H1 水务自由现金流同比改善主要来自资本开支下降（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

应收占用上升涉及多数水务公司，关注现金回收。2026 年 6 月末，有 15 家水务公司的应收账款占 LTM 收入比同比上升，占 21 家样本的 71.4%。其中，兴蓉环境由 2025 年 6 月末的 38.8%升至 2026 年 6 月末的 48.0%，洪城环境由 37.5%升至 48.9%，首创环保由 83.6%升至 97.9%；重庆水务虽由 12.1%升至 17.5%，绝对水平仍相对较低。该指标同时受到应收余额与收入规模变化影响，反映应收相对于收入的占用程度，持续关注水务行业后续的现金回收。

图15：2026 年 6 月末重点水务公司应收账款占 LTM 收入比同比上升（%）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

6. 危固废资源化量价齐升

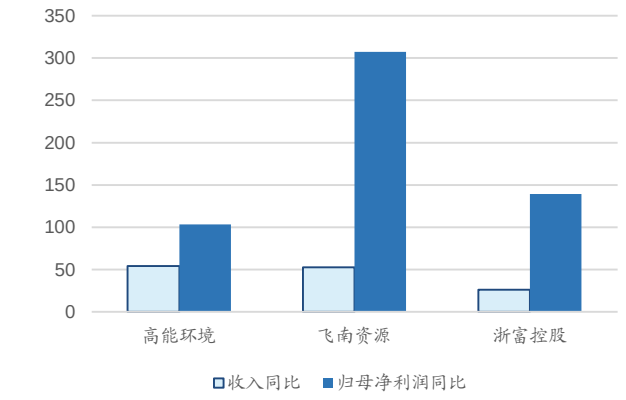
危固废资源化聚焦高能环境、飞南资源和浙富控股。三家龙头公司通过处置和利用含金属危固废，回收铜、金、银等再生金属，盈利同时受处理量与产能利用率、金属回收率、加工成本及金属价格影响。2026H1 三家公司合计收入 337.4 亿元、同比+41.3%，归母净利润 30.3 亿元、同比+146.5%；加权毛利率同比提升 4.2pct 至 16.6%。

仅供内部参考，请勿外传！

2026H1 增长来自产销量与金属价格共同改善，利润弹性显著高于收入。高能环境、飞南资源和浙富控股收入分别同比+54.0%、+52.5%和+26.3%，归母净利润分别同比+103.4%、+307.3%和+139.5%，本轮高增长主要为产能释放与金属周期共振。

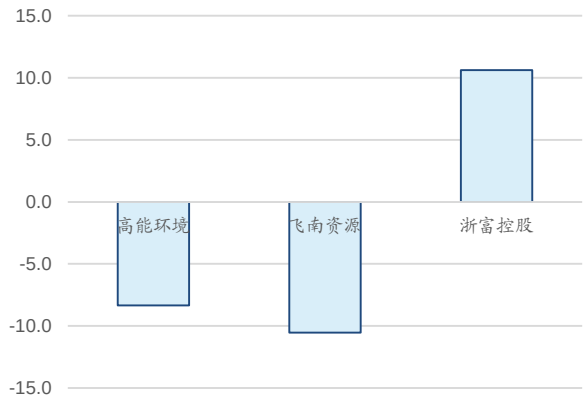
现金兑现已出现明显分化。2026H1 浙富控股自由现金流为+10.6 亿元，而高能环境、飞南资源分别为-8.3、-10.5 亿元；三家公司合计经营现金流由 2025H1 的+1.4 亿元降至 2026H1 的-0.5 亿元，自由现金流由 2025H1 的-4.7 亿元扩大至 2026H1 的-8.3 亿元。根据高能环境财报，资源化规模扩大带动 2026 年 6 月末存货较 2025 年末增加 18.7 亿元，表明增长仍占用较多营运资金，后续关注资源化产品产销量与毛利率、存货周转速度，以及经营现金流能否随规模释放而改善。

图16：2026H1 高能、飞南、浙富归母净利润同比增速高于收入（%）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图17：2026H1 高能、飞南、浙富自由现金流分化（亿元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

7. 环保工程去杠杆仍待观察

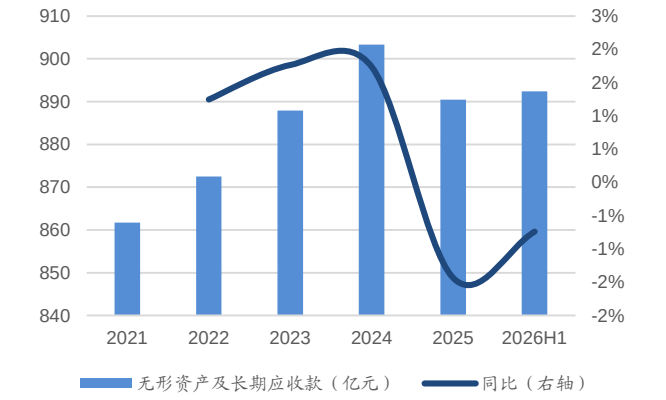
环保工程公司整体收入回升尚未带动盈利修复。2026H1 环保工程板块收入 359.4 亿元，同比增长 4.0%；归母净利润 16.7 亿元，同比下降 17.7%。2026Q2 收入同比增长 0.7%，归母净利润同比下降 21.8%，盈利压力尚未缓解。

长期资产扩张趋缓，但有息债务仍在增长。无形资产与长期应收款合计由 2021 年末的 861.8 亿元增至 2025 年末的 890.4 亿元，2026 年 6 月末为 892.4 亿元，较 2025 年末仅增 0.2%，增速放缓。相比之下，有息债务由 2025 年末的 995.4 亿元增至 2026 年 6 月末的 1014.7 亿元，较 2025 年末增长 1.9%、较 2025 年 6 月末增长 3.7%，长期资产扩张放缓尚未伴随债务收缩。

资产负债率小幅回落，尚未实质去杠杆。2026 年 6 月末板块资产负债率（总负债合计除以总资产合计）为 57.84%，较 2025 年末下降 0.22pct；但货币资金较 2025 年末减少 57.1 亿元至 302.3 亿元，净债务（有息债务减货币资金）增至 712.5 亿元，较 2025 年末增长 12.0%、较 2025 年 6 月末增长 6.5%。2026H1 经营现金流仅 3.5 亿元，仍不足以覆盖 40.7 亿元资本开支。行业修复仍需从收入恢复进一步传导至盈利、回款和债务压降，优先关注经营现金流能够持续覆盖投资、净债务逐步下降的公司。

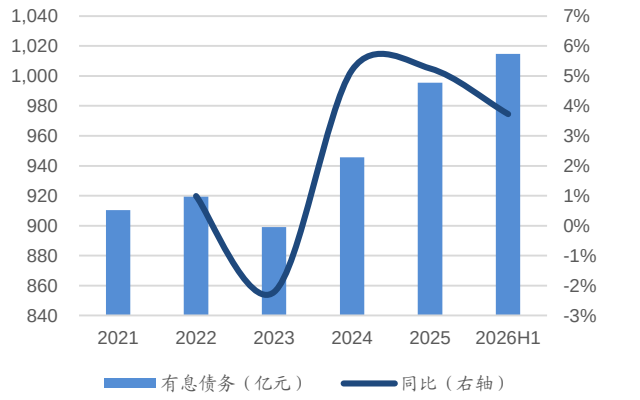
仅供内部参考，请勿外传！

图18：2021-2025 年末及 2026 年 6 月末环保工程无形资产与长期应收款（亿元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

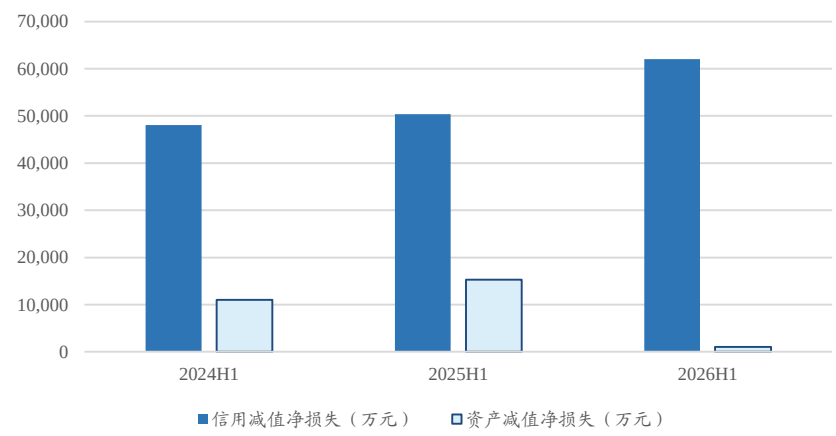
图19：2021-2025 年末及 2026 年 6 月末环保工程有息债务（亿元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

工程板块减值总额略有下降，但信用减值压力并未同步缓解。2026H1 环保工程样本公司信用减值净损失为 6.2 亿元，较 2025H1 的 5.0 亿元增加 1.2 亿元；同期资产减值净损失由 2025H1 的 1.5 亿元降至 2026H1 的 0.1 亿元，两项合计由 6.6 亿元略降至 6.3 亿元，信用资产的减值风险尚未改善。

图20：2026H1 环保工程信用减值净损失同比扩大（万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

8. 投资建议

环保红利资产：固废水务龙头公司业绩稳健，自由现金流改善，支撑高分红。1）固废方面，一方面，国补回收加快推动经营现金流改善；另一方面，伴随垃圾焚烧行业进入成熟期，龙头公司资本开支普遍收缩，两者共同驱动自由现金流改善，为分红提升及板块价值重估奠定基础。2）水务方面，龙头公司经营现金流稳定、资本开支相对可控，具备较强的高分红能力。3）推荐光大环境、绿色动力、瀚蓝环境、三峰环境、粤海投资、旺能环境、伟明环保；相关标的包括永兴股份、洪城环境、军信股份、首创环保、兴蓉环境。

再生资源：1）再生金属：危固废金属资源化产能释放与金属景气上行共振，资源化业务量价齐升，推荐高能环境，相关标的包括飞南资源、浙富控股。2）再生油：生物柴油和 SAF 需求旺盛，行业保持高景气度，推荐卓越新能，相关标的包括山高环能、朗坤科技、海新能科。

仅供内部参考，请勿外传！

9. 风险提示

行业政策变化、项目回款低于预期、分红低于预期、项目进度低于预期、大宗商品价格剧烈波动等。

表 2：盈利预测

		(元)	EPS (元)			PE			
公司简称	代码	收盘价	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	评级
瀚蓝环境	600323.SH	29.54	2.42	2.89	3.05	12.2	10.2	9.7	增持
光大环境	0257.HK	5.06	0.64	0.70	0.75	7.9	7.2	6.7	增持
旺能环境	002034.SZ	14.18	1.66	1.45	1.54	8.5	9.8	9.2	增持
绿色动力	601330.SH	8.36	0.43	0.51	0.54	19.4	16.4	15.5	增持
三峰环境	601827.SH	8.08	0.74	0.77	0.80	11.0	10.5	10.1	增持
伟明环保	603568.SH	13.76	1.29	1.62	1.86	10.6	8.5	7.4	增持
粤海投资	0270.HK	8.55	0.71	0.73	0.76	12.0	11.7	11.2	增持
北控水务集团	0371.HK	1.43	0.16	0.12	0.12	7.6	10.3	10.3	增持
钢研纳克	300797.SZ	12.35	0.41	0.47	0.55	30.4	26.3	22.5	增持
雪迪龙	002658.SZ	7.49	0.24	0.32	0.37	31.6	23.4	20.2	增持
卓越新能	688196.SH	35.70	1.22	3.09	4.40	29.4	11.6	8.1	增持
高能环境	603588.SH	15.15	0.55	1.10	1.25	27.5	13.8	12.1	增持
中自科技	688737.SH	16.69	-0.47	0.67	1.09	-35.3	24.9	15.3	增持
龙净环保	600388.SH	17.62	0.88	1.20	1.39	20.1	14.7	12.7	增持
青达环保	688501.SH	13.07	1.41	1.73	1.97	9.3	7.6	6.6	增持

数据来源：Wind、国泰海通证券研究

收盘日：2026/9/11，盈利预测来自国泰海通环保团队公司研究报告。光大环境、粤海投资收盘价、EPS 单位为港元，汇率 1 港元=0.86 元人民币。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666