

## 机械设备

2017年03月07日

## 中金环境 (300145)

——低估值白马成长 全产业链模式复制有望超预期

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年03月06日

收盘价(元)	26.75
一年内最高/最低(元)	43.78/18.41
市净率	4.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10546
上证指数/深证成指	3233.87/10522.28

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	5.73
资产负债率%	40.12
总股本/流通A股(百万)	668/394
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《中金环境(300145)点评：年报业绩符合预期，环境医生日益完善》2017/02/28  
 《中金环境(300145)点评：股权激励兑现，董事长全额借款员工持股彰显雄心》2016/10/25

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

## 联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 公司提出环境医院模式提供全生命周期环境管理服务，高业绩承诺保证未来高增速。“环境医院”治理模式，即融合企业与人才、技术与资本，建立一站式综合服务，为区域环境治理提供系统解决方案及工程建设和运营服务。公司自2014年公司调整战略布局，进军环保领域起，至目前已先后收购金山环保和中咨华宇两大环保企业，子公司中咨华宇又于2016年收购洛阳水利，逐渐补齐“环境医院”所提一站式环境综合服务资质。公司积极的外延扩张给业绩打开增长空间，同时业绩承诺保证高增长得以兑现，业绩承诺2017年4.11亿，股权激励承诺17-18年净利润6.37和7.46亿。
- 中咨华宇内生+外延不断完善服务资质，业绩大概率超承诺。在环评方面，公司不断完善资质，环评资质共有12个类型的资质(有11个类别和一个特殊报告表)。公司16年通过并购新增冶金机电和采掘两个资质，当前在手8个资质(包括4个甲级)，除海洋、农林、水利、核辐射外，已实现全覆盖。未来仍会逐步纳入农林水利等资质。同时对化工、采掘资质进行升级，公司当前环评师逾80人，其中华宇33人，国环、科融各20个。在设计方面，公司在建筑、景观、市政、水利，勘察测量等方面均有布局，未来有望多方向开展业务。
- 金山环保在手订单充足，受益市场向好，18年业绩承诺结束后有望继续维持较快增长。金山环保立足污水市场，与中金环境协同性显著；同时自创的太阳能低温复合膜处理污泥技术，随着污泥处置市场迎来快速增长期，公司有望实现业绩高速增长。公司2016年业绩承诺1.9亿，实际超2亿，2017年业绩承诺3亿，有望继续超预期。金山受益于当前“咨询+制造+治理的”环境医院模式的协同效应，且已通过清河县10亿综合治理PPP订单中标逐步验证该逻辑，新运营模式落地将有利公司承诺期结束维持高增速。
- 传统业务渠道拓宽至海外，完善产业布局，实现可持续发展。在国内市场，传统低端泵有望被高端泵替代，且去进口化将利好以公司为代表的泵业龙头。此外，公司收购美国tigerflow来为开拓北美市场，通过整合公司专业技术与标的公司持有北美设备认证和营销渠道，扩大公司营业规模。此外，公司将把自身管理经验嫁接到标的公司，提升营销渠道效率，降低期间费用，提升盈利能力，实现可持续发展。
- 投资评级与估值：结合公司2016业绩快报及被收购公司业绩对赌情况，维持16-18年公司归母净利润预测分别为5.08亿、7.19亿和9.78亿，对应EPS分别为0.76元、1.08元和1.46元，对应17-18年PE分别为25倍和18倍，相比可比公司17年平均41倍有50%空间。我们认为公司依托核心环保设备制造能力逐渐转型为环境治理综合服务商的逻辑正在逐步兑现，PPP订单未来潜力巨大。公司兼具业绩成长弹性和低估值优势，维持“买入”评级。(风险提示：业绩承诺未超预期，公司高层人员流失)

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,948	1,756	3,063	4,177	5,341
同比增长率(%)	23.98	51.66	57.21	36.37	27.87
净利润(百万元)	284	295	508	719	978
同比增长率(%)	44.27	107.94	78.98	41.54	36.02
每股收益(元/股)	0.85	0.44	0.76	1.08	1.46
毛利率(%)	41.9	43.9	42.8	44.5	44.7
ROE(%)	8.0	7.7	12.5	15.1	17.0
市盈率	31		35	25	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

结合公司 2016 业绩快报及被收购公司业绩对赌情况，维持 16-18 年公司归母净利润预测分别为 5.08 亿、7.19 亿和 9.78 亿，对应 EPS 分别为 0.76 元、1.08 元和 1.46 元，对应 17-18 年 PE 分别为 25 倍和 18 倍，相比可比公司 17 年平均 41 倍有 50% 空间。我们认为公司依托核心环保设备制造能力逐渐转型为环境综合治理服务商的逻辑正在一步步兑现，PPP 订单未来潜力巨大。公司兼具业绩成长弹性和低估值优势，维持“买入”评级。

### 关键假设点

中咨华宇 17 年业绩承诺超预期，金山 18 年业绩承诺完成后继续维持较快增长

### 有别于大众的认识

**中咨华宇内生+外延不断完善服务资质，业绩大概率超承诺。**在环评方面，公司不断完善资质，环评资质共有 12 个类型的资质（有 11 个类别和一个特殊报告表）。公司 16 年通过并购新增冶金机电和采掘两个资质，当前在手 8 个资质（包括 4 个甲级），除海洋、农林、水利、核辐射外，已实现全覆盖。未来仍会逐步纳入农林水利等资质。同时对化工、采掘资质进行升级，公司当前环评师逾 80 人，其中华宇 33 人，国环、科融各 20 个。在设计方面，公司在建筑、景观、市政、水利，勘察测量等方面均有布局，未来有望多方向开展业务。中咨华宇承诺 16-18 年净利润不低于 0.85 亿元、1.11 亿元和 1.33 亿元，17-18 年同比增速 30% 和 20%。（1）2016 年 Q1-3 中咨华宇归母净利润为 0.76 亿，完成业绩承诺近 90%，且环评企业 Q4 确认大部分业绩，故而业绩承诺首年超预期概率极大。（2）按照全国基建投资增速 15% 计算，17-18 年，中咨华宇归母净利润为 0.98 和 1.12 亿元，考虑中咨华宇新并购洛阳水利院承诺业绩 17-19 年年均 0.3 亿，合计 17-18 年归母净利润为 1.3 亿和 1.42 亿，分别超业绩承诺 17% 和 7%，且以上计算并未考虑到中咨华宇作为行业龙头受益于环评市场化放开带来的公司市场占有率提升。故而我们认为公司业绩大概率超承诺预期。

**金山环保在手订单充足，受益市场向好，18 年业绩承诺结束将大概率维持高速增长。**金山环保立足污废水市场，与中金环境协同性显著；同时自创的太阳能低温复合膜处理污泥技术，随着污泥处置市场迎来快速增长期，公司有望实现业绩高速增长。公司 2016 年业绩承诺 1.9 亿，实际超 2 亿，2017 年业绩承诺 3 亿，有望继续超预期。金山受益于当前“咨询+制造+治理的”环境医院模式的协同效应，且已通过清河县 10 亿综合治理 PPP 订单中标逐步验证该逻辑，新运营模式落地将有利公司承诺期结束维持高速增长。

### 股价表现的催化剂

公司股权进一步理顺，全产业链类大订单落地。

### 核心假设风险

业绩承诺未超预期，公司高层人员流失

## 目录

<b>1. 环境医院模式提供全生命周期环境管理服务 .....</b>	<b>5</b>
1.1 泵业龙头转型环保打开增长空间 .....	5
1.2 业绩承诺支持公司高增长 .....	5
1.3 环境医院理念输出，提供全生命周期环境管理服务 .....	6
<b>2. 原有主业扎实，泵业国内居于龙头 .....</b>	<b>6</b>
2.1 应用广泛，需求稳步提升 .....	6
2.2 去进口化将利好龙头公司市场份额提升 .....	7
2.3 横纵双向拓展，主业提升可期 .....	8
<b>3. 环境咨询龙头强者愈强 .....</b>	<b>10</b>
3.1 环境咨询行业空间大增长迅速 .....	10
3.2 中咨华宇公司牌照全面，市场化竞争龙头愈强 .....	11
3.3 领先的环境医院商业模式带来明显的竞争优势 .....	14
<b>4. 金山环保综合性水处理公司 PPP 协同性强 .....</b>	<b>14</b>
4.1 治理目标提升，政策稳步推进 .....	14
4.2 金山凭核心污泥处置技术大获订单 .....	17
4.3 咨询+制造+治理的环境医院模式承接 PPP .....	19
<b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>20</b>

## 图表目录

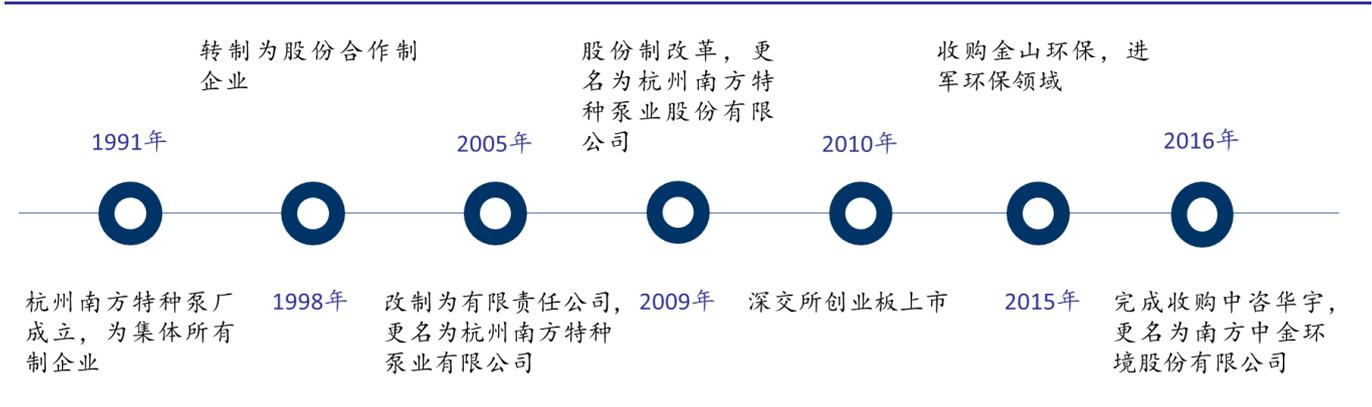
图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 泵业上下游产业关系.....	7
图 3: 水泵行业市场规模 (亿元) .....	7
图 4: 水利、暖通、污水等相关泵产品 .....	9
图 5: 金山环保太阳能集成处理污泥 .....	18
图 6: 蓝藻处理及资源利用成套装置 .....	18
图 7: 太湖治理相关进程 .....	19
表 1: 被收购公司股东业绩承诺 (百万元) .....	6
表 2: 2015 年中国水泵十大品牌企业排名.....	8
表 3: 前五大供应商.....	8
表 4: 2015 年公司研发投入情况.....	9
表 5: 全国环保系统环评机构脱钩计划及进度 .....	11
表 6: 大陆各省市环境影响评价机构情况 .....	12
表 7: 建设项目环境影响评价资质中的评价范围类别划分及中咨华宇该领域资质情况 .....	13
表 8: 中咨华宇其他资质.....	13
表 9: 十三五城镇污水处理规划处理目标.....	15
表 10: 十三五城镇污水处理规划投资额 .....	16
表 11: 当前污水及污泥处理政策.....	17
表 12: 金山环保相关荣誉 .....	17
表 13: 可比公司盈利预测表.....	20
表 14: 公司营业收入拆分 (百万元) .....	20
表 15: 公司营业成本拆分 (百万元) .....	20
表 16: 利润表 (百万元) .....	20

# 1. 环境医院模式提供全生命周期环境管理服务

## 1.1 泵业龙头转型环保打开增长空间

中金环境原名南方泵业，成立于1991年，是全国最早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵的企业，在泵业处于龙头地位，同时积极外延并购布局环保产业。公司自2010年12月在深交所创业板上市以来，主业水泵及供水设备等业务稳定发展，设备制造业务收入由2010年的6.27亿元增长至2015年的16.63亿元，年复合增长率21.54%。2015年11月公司收购金山环保，将产业链从设备制造延伸至工程及项目运营。2015年至2016年，公司先后以2.16亿现金和9.28亿现金收购环保企业中咨华宇30%和70%股权。中咨华宇是专业从事建设项目全过程环境保护技术咨询与运营管理的综合性服务机构，向客户提供环保政策、程序、技术等综合咨询服务。收购金山环保和中咨华宇后，中金环境已基本完成环保领域布局，覆盖环评、设备制造、工程实施三大板块完整产业链，提供全生命周期环境管理服务。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司网站，申万宏源研究

## 1.2 业绩承诺支持公司高增长

自2014年公司调整战略布局，进军环保领域起，至今已先后收购金山环保和中咨华宇两大环保企业，子公司中咨华宇又于2016年收购洛阳水利。外延扩张给中金环境业绩打开增长空间，同时业绩承诺保证高增长得以兑现。被收购公司若三年内税后净利润不及承诺值，承诺方将根据约定对中金环境进行业绩补偿。

此外，覆盖面较广的股权激励计划将对公司业绩提升起到正面作用。公司将向729名员工（员工总数的18%）授予股票期权，行权价27.84元，条件为2016~18年业绩较2015年增长70%/125%/170%，即2016-2018净利润分别达到4.81亿、6.37亿、7.64亿，17和18年净利润增速32%和20%，为公司业绩增长提供保障。

表 1: 被收购公司股东业绩承诺 (百万元)

被收购方	业绩承诺			
	2015	2016	2017	2018
金山环保	120	190	300	-
中咨华宇	-	85	111	133
<b>业绩承诺合计</b>	<b>120</b>	<b>275</b>	<b>411</b>	<b>133</b>
泵业务净利润 (按照维持 16 年数据)	164	233	233	-
预计最低净利润	284	508	644	-
股权激励承诺业绩	-	481	637	764
申万业绩预期		508	719	978

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 1.3 环境医院理念输出, 提供全生命周期环境管理服务

“环境医院”治理模式, 即融合企业与人才、技术与资本, 建立一站式综合服务, 为区域环境治理提供系统解决方案及工程建设和运营服务。环境医院将环境治理的各个环节类比普通医院的运行环节。环境医院的“患者”是环境主管部门和排污企业, “疾病”是环境问题, “医生”是环保企业, “药品”是各种环保设备。环境专家和平台就具体的环境问题进行研讨, 根据环境问题的复杂程度提供相应的解决方案, 简单的环境问题可由“专科医院”解决, 复杂的环境问题可由环境医院提供全方位的综合服务。

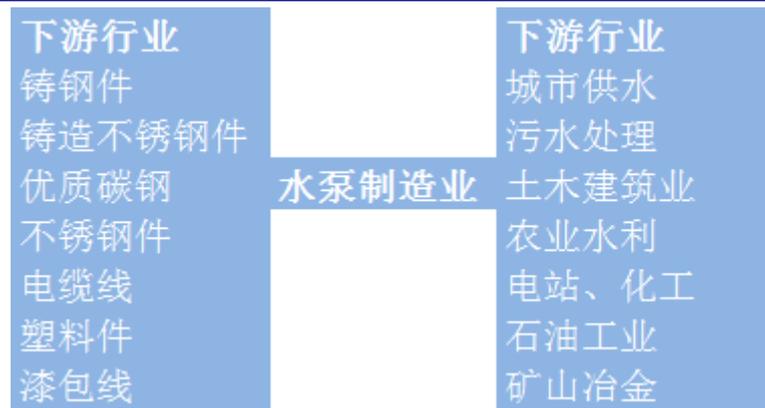
中金环境抢占环境医院先机, 环保领域布局基本完善, 具备全产业链优势, 同时积极推广环境医院理念。公司业务从项目建设初期的环境咨询到项目工程实施、相关设备制造均有涉及, 可提供全生命周期环境管理服务。

## 2. 原有主业扎实, 泵业国内居于龙头

### 2.1 应用广泛, 需求稳步提升

泵应用面大, 需求量较多, 各领域间需求存在差异, 高端泵应用有待提升。下游主要包括电力、水利、化工、供水等。从应用领域来看, 农业用泵涉及产品较低端, 国产化率高; 工业用泵 (以电力为代表) 技术要求高, 绝大部分依赖进口。从产品结构来看, 当前低端泵仍占主要地位, 2013 年泵业市场规模逾千亿, 但高端产品不锈钢泵仅占 50 亿。具有耐腐蚀、高强度、轻便、使用寿命长等优势的不锈钢泵未来利用率待提升, 主要集中在能源、石化、电力、采矿等领域。当前不锈钢泵应用范围开始增加, 在水工业、建筑与结构业、环保工业、工业设施中的需求将逐年上升。上游主要涉及铸钢件、铸造不锈钢件、优质碳钢等, 市场供给充足。

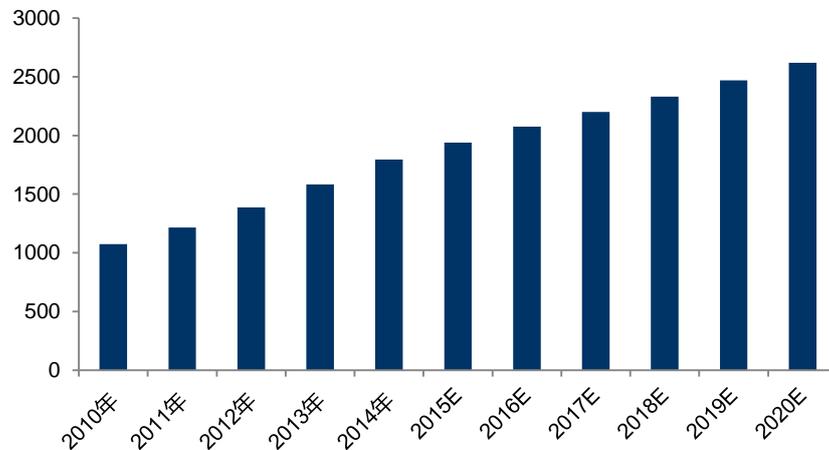
图 2:泵业上下游产业关系



资料来源：公司官网，申万宏源研究

据中国产业信息网,2010-2014 年我国泵行业市场五年复合增速超 13%，2014 年市场规模达 1795 亿元。考虑当前主要下游产业增速较 2010 年有所放缓,假设泵业行业增速 6%-8%，据估算,水泵市场空间 2016 年的市场需求突破 2000 亿元,2020 年达 2060 亿元,市场空间充足。在产品结构上,高端不锈钢泵有望提升应用比例,将利好具备高端泵制造能力的泵业龙头。

图 3:水泵行业市场规模(亿元)



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2.2 去进口化将利好龙头公司市场份额提升

公司在不锈钢泵细分行业中处于龙头地位。国内低端泵业市场竞争较为激烈。公司主导产品为 CDL 系列,广泛应用于水处理、给水排水、机械制造等领域。由于不锈钢泵技术壁垒较高,国内大多企业尚未形成规模化销售,公司当前主要竞争对手为国外泵企,如丹麦格兰富、德国威乐,公司市场排名第五。随着国内厂商生产经验及供应质量提升,叠加本土销售渠道优势,有望进一步提升国产化率,直接利好以中金环境等龙头企业。

**表 2：2015 年中国水泵十大品牌企业排名**

排名	公司名称	基本情况介绍
1	格兰富	销售额 10 亿元，在北京、广州和武汉设立办事处
2	威乐	深植暖通空调、制冷、污水处理、供水设备等多邻域
3	凯泉	大型综合性泵业公司，总资产达 25 亿元，拥有 7 家企业、5 个工业园区
4	连成	产品广泛应用于市政、水利、建筑、消防、电力、环保、石油等领域
5	中金环境	<b>国内不锈钢冲压焊接离心泵领域产销量最大的专业生产厂家</b>
6	东方泵业	国内知名的以泵业经营为主业，涉及电机、阀门等相关领域
7	凯士比	年销售额 20 亿欧元，是泵、阀和系统的领先供应商之一
8	新界泵业	专业生产经营各类泵及控制设备的股份制上市公司。为中国农用水泵行业龙头企业
9	博山	国家重点高新技术企业，拥有 51 个系列 460 个品种 3200 余种规格的泵产品
10	熊猫	集水泵、成套设备的研发、生产、销售为一体的现代化大型集团

资料来源：产业信息网，申万宏源研究

### 2.3 横纵双向拓展，主业提升可期

**资源积累深厚，坚持技术领先战略优势，保持企业竞争活力。**公司早在 2001 年引入 CAD 进行制造业信息化试点，多年坚持技术领先战略，年研发经费投入占销售收入的 3.5%，并积极与浙江工业大学、上海交通大学、浙江省机电设计研究院等进行技术交流合作。此外还建立省级企业技术中心，为国家高新技术企业。公司与上游供货商保持稳定合作伙伴关系，确保原材料的供应。

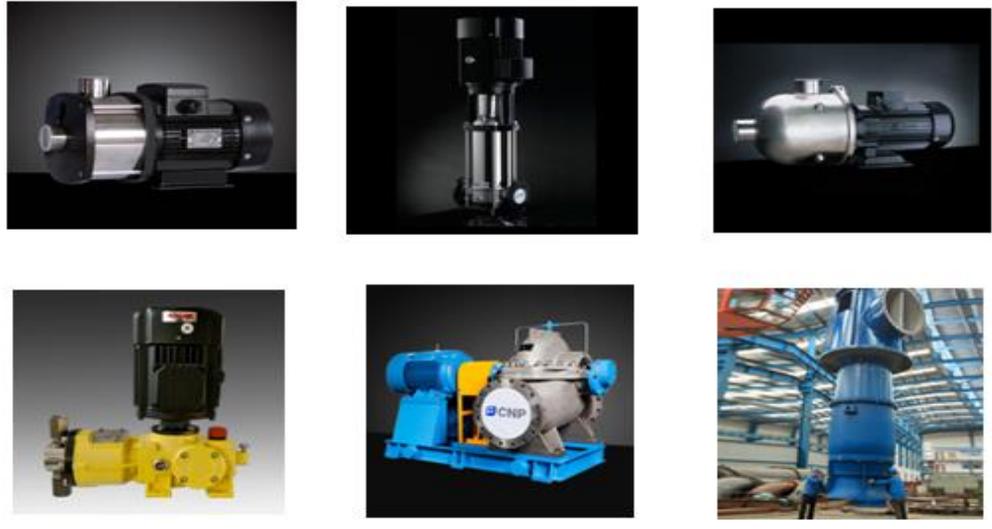
**表 3：前五大供应商**

2015 年报	2014 年报
杭州江潮电机有限公司	杭州江潮电机有限公司
浙江潮电机实业有限公司	宁波精科机械密封件制造有限公司
宁波精科机械密封件制造有限公司	开平市三威微电机有限公司
中达电机股份有限公司	湖州南丰机械制造有限公司
开平市三威微电机有限公司	卧龙电气集团股份有限公司

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**横向拓展+纵向延伸并举，做大做强主业。**在横向发展方面，公司不断开发水利泵、暖通泵、污水泵等，通过产品多元化的手段来削弱行业增速放缓对业绩增速的影响。当前公司仍在不断完善污水泵、NISO 系列暖通用泵等产品系列，市场参与度提升。此外，还将通过收购 Tigerflow Systems，切入北美市场，开展全球产业布局。在纵向方面，收购污水处理优质企业金山环保，延长产业链的同时带动主业销售，为公司持续发展打下坚实基础。

图 4:水利、暖通、污水等相关泵产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 4：2015 年公司研发投入情况

序号	新产品名称	研发时间	研发目的	实际投入研发费(万元)	预计对未来发展的影响
1	海水淡化能量回收装置研发与应用示范	2012.01 -2015.12	进入和打开海水淡化市场	140	替代进口产品，工程化应用
2	CDL 系列、管道泵等产品的性能提升研发	2015.01 -2015.12	提升产品性能、增加产品中类、拓展市场占有率	1043	增加产品种类
3	光伏泵、油田注水泵的开发	2015.10 -2016.03	进入光伏水泵成套行业及油田注水泵行业	605	打开光伏水泵市场及进入中海油海上平台
4	智慧水泵云服务平台开发	2015.05 -2015.10	搭建智慧水泵云服务平台，开发 WEB、手机 APP 客户端服务及数字化监控产品	110	提升产品竞争力
5	焊接倒流技术的研发	2015.03 -2016.02	降低成本，提高效率，增加产品种类 扩展市场占有率	1849	增加产品种类
6	供水设备的研发	2015.01 -2016.01	提高产品质量和功能，完善产品系列	1065	增加产品种类扩展市场占有率
7	油泵、计量泵的研发		打开油泵和计量泵市场	178	打开油泵和计量泵市场
8	自动化生产技术研究	2015.05 -2016.03	降低成本，提高效率，增加产品种类 扩展市场占有率	524	提升产品竞争力
9	短流程废水处理工艺及成套装备研制与产业化	2012.01 -2015.12	解决工业废水处理难题	27	扩大处理工业废水市场占有率

	2015.08			
1 太阳能集成处理蓝藻技术	-2017.1			可先期打开太阳能复合膜技
0 的研究与生产	0	提高蓝藻处理的技术水平	456	术处理蓝藻的市场
	2015.10			
1	-2015.1			
1 电机的研发	2	提高产品质量和功能, 完善产品系列	240	扩展市场占有率做好准备
	2015.01			
1	-2015.1			
2 污水泵的研发	2	增加产品种类扩展市场占有率	227	扩展市场占有率做好准备
NF250/VTP400-28Xn,				为公司进入国际消防领域替
1 NF200/VTP250-22Xn,				代美国产品具有非常重要的
3 150VTP200-	2015.06	迪拜长轴消防泵系列产品开发	46	意义
	2015.02			
1 中开泵、长轴泵等大泵的研发	-2016.0	提升产品性能、增加产品种类扩展市场占有率	164	提升市场占有率和竞争力
4	3			
	2015.01			
1	-2015.1			同类铸件的浇注系统开发相
5 精密仪器铸造技术研发	2	提升产品性能	544	对较成熟, 利于快速制定方案

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 3. 环境咨询龙头强者愈强

#### 3.1 环境咨询行业空间大增长迅速

全球环境咨询行业处于快速发展阶段, 具有广阔的市场空间。2014 年全球环保咨询(EC) 市场规模达到 275 亿美元, 根据 Environment Analyst 的研究, 全球环境咨询市场在 2018 年预计将达到 326 亿美元的规模。我国环境咨询及环境监测服务近年得到了一定的发展, 但仍具有较大的专业化、社会化发展空间。

环境咨询公司或为融合多种环境业务的大型综合企业, 或为专注某一领域的专业化环境咨询公司。前者如美国西图公司 (CH2M Hill), 是一家均衡发展, 具备项目全生命周期服务能力的工程公司, 能够为客户提供全方位服务, 以及英国环境咨询公司 (ERM) 及其在中国的分支机构。后者包括 Antea Group, ENVIRON, ERM, Golder Associates, SLR 和 Tetra Tech 等。

环境影响评价在环境咨询行业中从业单位数最多, 收入、利润占比最大。根据国家环境保护总局发布的《环境服务业发展报告》, 环境咨询服务包括环境影响评价、环境工程咨询、环境管理体系认证及咨询、环境标志认证及咨询、有机食品认证及咨询、环保产品认证及咨询、节能节水认证及咨询、清洁生产审核与培训、产品生命周期评价、环境技术评估、环境投资风险评估、环境信息服务、环境监理、环境教育培训等方面。我国环境咨询业从业单位规模均较小, 其中环境影响评价从业单位数目最多, 2015 年我国环评队伍包括 1131 家环评机构, 其次是环境工程咨询。在环境咨询业中, 市场收入比例依次为: 环境

影响评价 75%，环境工程咨询 9%，环境技术评估 2%，其他与环境相关的咨询服务 6.8%。利润方面，同样是环境影响评价独占 73% 的利润份额。因此环境影响评价是环境咨询业发展最为成熟的行业。

**安全评价、职业卫生评价与环境影响评价协同发展。**安全评价、职业卫生评价与环境影响评价相似，都需要对建设项目所涉及的环境问题、危险性以及职业卫生问题等方面做出相应专业的评估。但是与环境影响评价相比，安全评价、职业卫生评价历史则短得多。1979 年中国第一部《中华人民共和国环境保护法（试行）》就提出在进行新建、改建和扩建工程时，必须提出对环境影响的报告书，经环境保护部门和其他有关部门审查批准后才能进行设计；而到了 2001 年《中华人民共和国职业病防治法》才要求建设项目可能产生职业病危害的要进行职业卫生评价；之后，2002 年《中华人民共和国安全生产法》要求矿山建设项目和用于生产、储存危险物品的建设项目，应当依法进行安全评价。可以看出安全评价和职业卫生评价是近 10 多年的产物，法律法规的完善性、发展程度起步会落后于环境影响评价，但是环境影响评价的相关经验引领安全评价和职业卫生评价的快速增长，目前安全评价和职业卫生评价与环境影响评价已经形成协同发展的态势。

### 3.2 中咨华宇公司牌照全面，市场化竞争龙头愈强

**“红顶中介”退出环评市场，市场化程度加深为行业带来更多机会。**环评市场的“红顶中介”是指与政府部门存在或明或暗的联系的环评机构，这些机构操作不规范、乱收费、垄断性强，服务质量差。2017 年 1 月，环保部通报称，全国环保系统环评机构按期全部完成脱钩，彻底退出建设项目环评技术服务市场，至此，2015 年 3 月以来 358 家环评机构分三批全部完成脱钩，其中 179 家通过取消或者注销资质形式完成脱钩，179 家通过原环评机构职工自然人出资设立环评公司或整体划转至国有资产管理部门等形式完成脱钩。这一举措从体制上彻底解决了环评技术服务市场“红顶中介”问题，防止产生利益冲突和不当利益输送；从机制上推进了环评资质管理方式的转变，有助于建立更加有序健康的环评技术服务市场。按每个注册环境影响评价工程师每年 100 万营业收入，60 万毛利润计算，环境影响评估行业目前市场空间约 100 亿。

**表 5：全国环保系统环评机构脱钩计划及进度**

脱钩时限	机构类别
2015/12/31	部直属单位的 8 家环评机构
2016/6/30	省级和非西部地区的省级以下环保系统具有环评资质的直属单位，以及环保系统直属单位全资、控股、参股（含直属单位全资、控股、参股企业再出资）成立的企业性质环评机构
2016/12/31	西部地区（包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）的省级以下环保系统具有环评资质的直属单位，以及环保系统直属单位全资、控股、参股（含直属单位全资、控股、参股企业再出资）成立的企业性质环评机构

资料来源：环保部网站，申万宏源研究

**表 6：大陆各省市环境影响评价机构情况**

省份	甲级资质机构数	乙级资质机构数	机构数总计	注册环境影响评价工程师数
安徽省	4	21	25	265
北京市	43	34	77	1141
重庆市	5	25	30	339
福建省	4	16	20	267
甘肃省	3	7	10	72
广东省	4	49	53	581
广西壮族自治区	2	16	18	167
贵州省	2	11	13	124
海南省	1	5	6	52
河北省	7	42	49	596
河南省	5	37	42	488
黑龙江省	4	13	17	148
湖北省	9	27	36	411
湖南省	5	30	35	416
吉林省	4	20	24	225
江苏省	10	54	64	907
江西省	0	16	16	138
辽宁省	7	32	39	414
内蒙古自治区	3	17	20	212
宁夏回族自治区	2	4	6	90
青海省	1	1	2	21
山东省	4	64	68	648
山西省	4	21	25	345
陕西省	9	23	32	413
上海市	11	20	31	397
四川省	10	28	38	435
天津市	7	11	18	231
西藏自治区	0	1	1	7
新疆维吾尔自治区	4	15	19	172
云南省	2	23	25	213
浙江省	6	39	45	617
<b>总计</b>	<b>182</b>	<b>722</b>	<b>904</b>	<b>10977</b>

资料来源：环保部数据中心，申万宏源研究

子公司中咨华宇具备多种环境影响评价资质，作为国内最大环评公司，业务范围广泛。我国建设项目环境影响评价资质中的环境报告书评价范围类别共 11 项，目前中咨华宇已取得 8 项，已覆盖农林水利、海洋工程、核工业外的全部类别，其中 4 项具有甲级资质。中咨华宇目前已并购多家环评企业，通过并购获得其资质与本公司实现互补，同时获得更多客户资源。未来中咨华宇将继续增加范围提升资质等级，扩大业务覆盖范围。

**表 7：建设项目环境影响评价资质中的评价范围类别划分及中咨华宇该领域资质情况**

评价范围类别	中咨华宇及其子公司具备甲级资质	中咨华宇及其子公司具备乙级资质
轻工纺织化纤		√
化工石化医药	√	
冶金机电		√
建材火电	√	
农林水利		
采掘		√
交通运输	√	
社会服务		√
海洋工程		
输变电及广电通讯	√	
核工业		
<b>中咨华宇拥有的资质数合计</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

资料来源：政府网站，公司网站，申万宏源研究

除环境影响评价业务资质外，中咨华宇具备多项工程设计、施工资质，并寻求通过并购吸收更多相关领域的技术和资源优势从而开展多领域全产业链业务。2016年11月，中咨华宇收购洛阳水利，获得水利工程规划设计、工程勘察、工程咨询甲级资质证书；工程测绘、水资源论证、水资源调查评价、水土保持乙级资质证书；工业与民用建筑设计丙级资质证书；河南省水井施工壹级资质证书等证书。收购洛阳水利可实现优势互补、资源共享。此外，中咨华宇具备多种资质，涵盖咨询、监测、设计、承包、运营全产业链、多个领域的甲级或乙级资质，可开展多领域业务。

**表 8：中咨华宇其他资质**
**中咨华宇及其子公司目前具备的其他资质**

建筑设计行业甲级  
 工程咨询甲级  
 建筑设计行业甲级  
 市政行业与风景园林工程设计  
 环保工程专业承包二级  
 生产建设项目水土保持监测乙级  
 环境污染治理设施运营（生活污水 I、II，工业废水，除尘脱硫脱硝）  
 市政公用工程总承包三级  
 水土保持方案编制乙级  
 水土保持方案编制 3 星  
 水利工程建设监理单位  
 农业、水利工程专业咨询丙级  
 水利工程专业咨询丙级  
 水利工程咨询甲级  
 水文、水资源调查评价乙级  
 工程设计-水利行业丙级  
 工程设计-水利行业（灌溉排涝、河道整治）专业甲级

工程勘察-水利行业甲级  
水利工程规划设计甲级  
工程测绘乙级  
水资源论证乙级  
工业与民用建筑设计丙级资质

资料来源：公司网站，公司公告，申万宏源研究

中咨华宇资金实力雄厚，客户资源丰富。充裕的资金造就了中咨华宇在环境资源领域的龙头地位，吸引了实力强劲的央企等大型客户，在环境咨询领域已有深厚积累。在 PPP 行业集中度提升的趋势下，中咨华宇前期优势将进一步释放。

### 3.3 领先的环境医院商业模式带来明显的竞争优势

环境医院模式重要优势在于环境咨询、设计、工程建设为同一主体，利于整个实施方案的统筹协调和进度掌控，方案从规划到实施衔接良好，在项目招投标中具备强大竞争力。中金环境整合环保领域资源，打造综合型环境医院。借助自身环境咨询领域的技术能力，可根据盈利能力对项目进行筛选，提供综合性解决方案，协调项目的设计和实施，提供全产业链服务的同时提高公司盈利能力。

子公司中咨华宇的整合将实现项目导流。公司 2017 年初中标河北清河县清水河区域 PPP 项目，总金额 10 亿元，包括水利、市政路桥和综合管廊、景观工程和建筑场馆工程四大板块。该项目的中标与子公司中咨华宇在前期 PPP 项目可行性分析等方面进行的工作密不可分。中咨华宇的环境咨询业务作为产业链入口，将为中金环境带来更多项目资源。公司将以清河项目为起点，打造成为公司示范项目，为后续的项目获取打下坚实基础。

## 4. 金山环保综合性水处理公司 PPP 协同性强

### 4.1 治理目标提升，政策稳步推进

污泥无害化处理目标再度提升，污水处理市场空间充沛。据十三五城镇污水处理规划，“十三五”政府推行污泥无害化决心强大。十三五规划要求到 2020 年，城市、县城污泥无害化处理率分别达到 75%（地级市以上达到 90%）、60%，较“十二五”目标分别提升 22%、36%，而建制县提升 5 个百分点。新增污泥无害化处理处置设施规模目标为 6.01 万吨/日，处理能力提升 60%。整个十三五预计新增污水处理设施、污水处理改造和新增污泥无害化投资分别为 1506、431、294 亿元。

**表 9：十三五城镇污水处理规划处理目标**

指标	2015 年	2020 年	“十三五”新增	
城市	91.9	95（地级及以上城建区基本实现全收集、全处理）	3.1	
县城	85	≥85 其中：东部地区县城力争达到 90	/	
建制镇	/	70 其中：中西部地区建制镇力争达到 50	/	
污水处理率（%）				
城市	53	75 其中：地级及以上城市 90	22	
县城	24.3	力争达到 60	35.7	
重点镇	/	提高 5 个百分点	5	
京津冀地区	35.0	≥30*	/	
其中：北京	65.9	68.0	2.1	
其中：天津	28.5	30.0	1.5	
其中：河北	27.7	30.0	2.3	
缺水城市	12.1	≥20	7.9	
再生水利用率（%）	其他城市和县城	4.4	力争达到 15	11.6
污水管网规模（万公里）	29.65*	42.24	12.59	
污水处理设施规模（万立方米/日）	21744	26766	5022	
污泥无害化处置设施规模（万吨/日）	3.74*	9.75	6.01	
再生水生产设施规模（万立方米/日）	2653*	4158*	1505*	

资料来源：申万宏源研究

**表 10: 十三五城镇污水处理规划投资额**

地区 (亿元)	新增污 水管网	老旧污 水管网 改造	合流制 管网改 造	新增污 水 处理 设施	提标改造 污水处理 设施	新增污泥无 害化处置 设施	新增再 生 水生产设 施	监管能 力建设	初期雨 水治理 设施	合计
全国	2134.56	493.8	501.32	1505.96	431.89	293.98	158.07	43.84	80.71	5644.13
北京	19.85	0.62	3.84	20.07	1.27	1.98	4.26	0.10	1.00	52.99
天津	15.41	1.96	3.06	12.53	13.80	3.68	3.06	0.10	4.80	58.40
河北	43.85	12.38	25.61	34.59	9.19	9.36	6.46	1.80	1.60	144.84
山西	48.34	14.95	30.00	37.78	0.48	4.82	4.80	1.53	2.00	144.70
内蒙古	18.88	26.12	6.78	16.11	3.52	3.95	4.22	1.38	1.40	82.36
辽宁	108.06	18.41	59.68	72.57	24.12	13.60	9.50	2.16	4.80	312.90
吉林	45.21	11.87	16.00	20.40	11.33	1.86	5.17	1.55	2.80	116.19
黑龙江	38.13	6.93	3.58	28.40	3.95	7.64	3.00	1.81	2.40	95.84
上海	22.75	0	0	83.16	112.42	10.34	0	0.10	0	228.77
江苏	161.28	20.01	23.82	61.50	30.00	18.38	5.10	2.19	4.40	326.68
浙江	159.86	20.85	8.11	113.69	53.16	22.85	8.24	1.95	4.70	393.41
安徽	123.26	16.05	29.00	56.43	6.09	16.16	6.00	1.88	2.40	257.27
福建	61.87	4.63	1.96	40.20	9.82	7.93	3.50	1.54	1.50	132.95
江西	33.60	35.37	19.27	34.44	15.90	7.71	1.32	1.55	1.60	150.76
山东	119.55	14.00	10.35	119.63	17.95	10.00	0	1.67	4.70	297.85
河南	100.10	22.21	39.89	50.99	5.40	17.11	9.00	2.43	1.00	248.13
湖北	103.81	40.90	40.46	83.95	12.50	16.33	10.12	2.02	3.10	313.19
湖南	140.05	35.82	45.00	51.81	8.30	16.93	7.21	0.15	1.70	306.97
广东	136.19	43.20	37.45	98.40	20.98	26.72	20.63	3.03	11.50	398.10
广西	47.81	14.56	21.74	42.15	3.10	9.57	4.79	1.76	1.70	147.18
海南	55.68	6.27	2.81	27.84	0	2.29	4.55	0.58	1.01	101.03
重庆	63.37	26.17	10.48	84.89	5.40	12.89	6.89	1.99	7.40	219.48
四川	102.12	24.18	10.23	54.80	10.36	6.88	3.06	2.32	3.60	217.55
贵州	73.37	14.64	2.83	44.12	8.60	5.41	4.27	0.96	0.50	154.70
云南	52.27	14.33	9.15	37.35	4.07	4.61	3.80	1.29	0.50	127.37
西藏	21.63	2.66	0	16.74	0	0.26	0	0.45	0.50	42.24
陕西	77.79	12.69	8.45	78.23	8.05	21.63	8.20	1.24	2.60	218.88
甘肃	60.89	9.33	11.00	23.15	9.85	3.27	3.31	0.55	1.60	122.95
青海	19.80	6.52	8.91	10.08	1.51	0.82	1.25	1.40	0.50	50.79
宁夏	9.79	1.28	2.40	6.06	7.05	0.90	1.48	0.61	0.90	30.47
新疆	35.14	13.69	9.46	35.75	13.44	6.90	4.13	1.07	2.50	122.08
新疆生 产建设 兵团	14.85	1.20	0	8.15	0.28	1.20	0.75	0	0	26.43

资料来源：十三五城镇污水处理规划，申万宏源研究

环保政策趋严趋势明确，架构逐步合理，细分不断完善。国务院 2016 年 12 月 5 日发布《“十三五”生态环境保护规划》，称将执行史上最严环保政策。在充分吸取先前行业

发展中经验教训，在产业发展、投资情况、行业监管及资金保障等多个重要领域纷纷出台细则，通过政策完善和监管加强的两手抓的方式来保障治理达标。

**表 11：当前污水及污泥处理政策**

类型	主要内容
产业发展	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》设定无害化处理目标；国务院《“十三五”节能环保产业发展规划》要求培育 100 家骨干企业
投资规划	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》十三五预计新增污水处理设施、污水处理改造和新增污泥无害化投资分别为 1506、431、294 亿元。
行业监管	国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》强调垂直监管；《环境保护行政执法与刑事司法衔接工作办法》强调检察院督导政府环保执法
资金保障	2014 年 12 月，财政部、发改委、住建部联合发布《污水处理费征收使用管理办法》，明确指出：污水处理费处于政府非税收入，全额上缴地方国库，纳入地方政府性基金预算管理，实行专款专用；“水十条”强调污水处理费应覆盖污水处理和污泥处理的成本

资料来源：申万宏源研究

## 4.2 金山凭核心污泥处置技术大获订单

**创新体系完整，研发活力十足。**公司先后联合中国科学院等高等院所开展了“国家环境保护特种膜工程技术中心”等创新平台建设，构建了从应用基础研究—成果孵化—成果推广完整的科技创新体系。此外，还拥有国际专利 10 项，国家发明和实用新型专利 114 项；承担了多项国家 863 计划等重大科研项目；成功研发出“国家重点新产品”和“江苏省高新技术产品”达 20 项；多项工程被国家及省市政府评定为“国家高技术产业化示范工程”和“优秀环保工程”。

**表 12：金山环保相关荣誉**

认证单位	荣誉
被中国环保机械行业协会与中国环境保护产业协会联合批准	环保装备专精特新企业 国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位 中国环境保护产业骨干企业 国家重大环保技术装备依托单位
中国环境保护产业协会	环保装备专精特新企业
江苏省环保产业协会	AAA 信用等级企业 江苏省环境保护产业骨干企业
江苏省质量技术监督局及江苏省知识产权局	江苏省知识产权管理标准化示范先进单位
-	中国环境保护产业协会理事会副会长单位
-	江苏省企业公民奖
-	无锡环保产业五十强企业
-	无锡市平安企业
-	无锡市知名商标
-	百企提升工程金牌企业
-	2013-2015 年国家科技兴贸创新基地（节能环保）骨干企业

资料来源：金山环保官网，申万宏源研究

**太阳能低温复合膜干化节能环保优势显著。**公司污泥干化膜利用太阳能蒸发污泥中水分，将含水率 80%~85%污泥干化最终干化到 8%，水分的蒸发与冷凝均无动力消耗，相对节能环保。同时，污泥处理后的干渣含水率很低，可直接用于制造活性炭，性价比较普通活性炭更高。此外，针对一般污泥中含有的寄生虫卵这一无害化处理的难题，该工艺通过复合膜技术，不需添加任何辅助化学药剂，使病原微生物等致病物质在密闭的膜箱空间内，被太阳光紫外线有效处理。

**图 5: 金山环保太阳能集成处理污泥**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**示范项目运营稳定，后续有望大力复制。**金山环保公司投资的太阳能低温复合膜处理生化污泥及制作活性炭示范项目，日处理污泥能力 100 吨/天，处理费用 200~400 元/吨（80%含水率），运行成本较低。同时后续低温烘焙得到的活性炭制品仍具有附加值，质量介于椰壳和煤质活性之间，售价 2500~3000 元/吨。

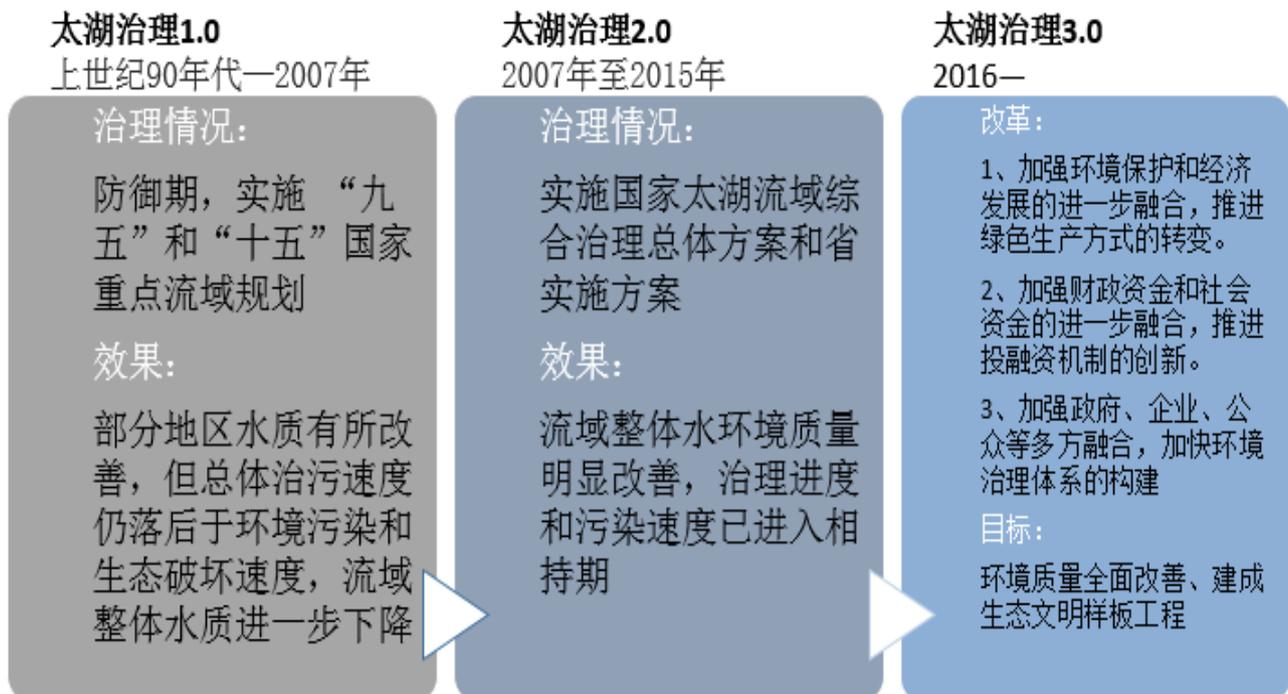
**图 6: 蓝藻处理及资源利用成套装置**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司污泥处理技术延展性较好，嫁接蓝藻治理，后续有望受益太湖流域治理的订单释放。太湖蓝藻问题引起公众对太湖治污成效的质疑，专家表示治污进入 3.0 时代高速治理关键时期。“十三五”开始，国家和江苏省都对太湖治理提出了新的要求，要求将其打造成生态文明建设的样板工程。公司污泥处理技术延展性较好，当前在太湖流域屡获订单，蓝藻单吨处理成本与污泥相近（200/吨），后续制成藻粉售价卖 3 千/吨。藻粉出口做生物质塑料，后续有望受益太湖及先关流域治理加强，提升公司业绩。

图 7: 太湖治理相关进程



资料来源：申万宏源研究

### 4.3 咨询+制造+治理的环境医院模式承接 PPP

中标综合 PPP 项目，咨询+制造+治理的环境医院模式得到认可。清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目合作期 15 年（含建设期 2 年，运维期 13 年）。本项目主要涉及水利工程、市政路桥及综合管廊工程、景观工程以及建筑场馆工程四大板块的工程建设，为综合性建设工程。竞争性磋商最终投报的合理利润率为 6.5%。本协议总金额为 10.33 元，占公司 2015 年营业收入 19.48 亿元的 53.03%。根据协议，预计此项目将对公司 2017 年度及以后年度业绩具有提升作用。同时次 PPP 项目试水将为公司后续 PPP 项目的开拓提供一定的经验，公司环境咨询+制造+治理的模式将发挥重要协同。

## 5. 盈利预测与投资建议

结合公司 2016 业绩快报及被收购公司业绩对赌情况，维持 16-18 年公司归母净利润预测分别为 5.08 亿、7.19 亿和 9.78 亿，对应 EPS 分别为 0.76 元、1.08 元和 1.46 元，对应 17-18 年 PE 分别为 25 倍和 18 倍，相比可比公司 17 年平均 41 倍有 50% 空间。我们认为公司依托核心环保设备制造能力逐渐转型为环境治理综合服务商的逻辑正在逐步兑现，PPP 订单未来潜力巨大。公司兼具业绩成长弹性和低估值优势，维持“买入”评级。

表 13: 可比公司盈利预测表

板块	代码	简称	评级	2017/3/5			EPS			PE			PB
				最新收盘价	15A	16E	17E	15A	16E	17E			
环评+水务全产业链	300422.SZ	博世科	买入	44.02	0.35	0.50	1.06	126	88	42	6.6		
	300284.SZ	苏文科	买入	20.56	0.58	0.68	0.94	67	30	22	3.8		
	300266.SZ	兴源环境	买入	52.88	0.25	0.61	0.90	54	87	59	9.0		
平均								82	68	41	6.5		

资料来源: WIND, 申万宏源研究

表 14: 公司营业收入拆分 (百万元)

营业收入	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成套变频供水设备	125	146	164	204	227	329	477
环保工程及运营				255	737	1061	1443
中咨华宇业务					170	515	624
水泵及零配件及其他	911	1177	1382	1490	1929	2255	2757
<b>营业收入</b>	<b>1049</b>	<b>1345</b>	<b>1571</b>	<b>1948</b>	<b>3063</b>	<b>4177</b>	<b>5341</b>

资料来源: 申万宏源研究

表 15: 公司营业成本拆分 (百万元)

营业成本	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成套变频供水设备	68	79	88	100	122	178	257
环保工程及运营				134	359	517	703
中咨华宇业务					68	206	249
水泵及零配件	590	747	861	877	1201	1417	1746
<b>营业成本</b>	<b>658</b>	<b>826</b>	<b>949</b>	<b>1112</b>	<b>1751</b>	<b>2317</b>	<b>2955</b>

资料来源: 申万宏源研究

表 16: 利润表 (百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	865	1,049	1,345	1,571	1,948	3,063	4,177	5,341
二、营业总成本	741	902	1,165	1,358	1,633	2,493	3,329	4,187
其中: 营业成本	554	670	845	974	1,132	1,751	2,317	2,955
营业税金及附加	6	7	9	11	19	30	40	52
销售费用	107	125	166	198	260	368	525	672
管理费用	81	108	148	173	198	368	459	534

财务费用	(12)	(14)	(7)	(7)	(4)	(15)	(13)	(26)
资产减值损失	5	6	3	9	29	(7)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	25	0	0
三、营业利润	124	146	179	214	315	595	848	1,154
加：营业外收入	5	8	17	22	21	0	0	0
减：营业外支出	4	2	4	5	4	0	0	0
四、利润总额	125	152	192	230	333	595	848	1,154
减：所得税	25	29	30	34	51	87	129	176
五、净利润	101	123	162	196	282	508	719	978
少数股东损益	4	2	3	(1)	(2)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	97	121	159	197	284	508	719	978
六、基本每股收益	0.68	0.84	1.10	0.76	1.08	0.76	1.08	1.47
全面摊薄每股收益	0.15	0.18	0.24	0.29	0.42	0.76	1.08	1.46

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。