

## 环保工程及服务

 整体业绩增速放缓，把握优质运营资产  
-环保行业 2018 半年报分析

**评级：增持（维持）**

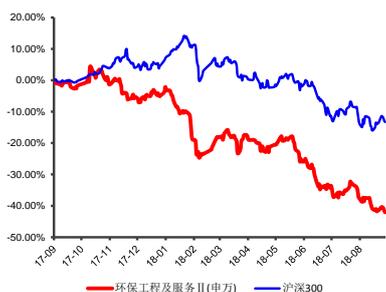
分析师：曾明

证书编号：S0740518070008

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	48
行业总市值(百万元)	366,805.7
行业流通市值(百万元)	287,575.7

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

<<监测业务高速增长，业绩持续向好>>2018.08.30

<<业绩符合预期，非电领域持续拓展>>2018.08.29

<<信贷政策利好实体经济，关注融资环境变化>>2018.08.26

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
博世科	11.9	0.41	0.79	1.14	1.63	29	15	11	7	0.17	买入
瀚蓝环境	13.9	0.85	1.00	1.16	1.38	16	14	12	10	0.88	买入
东江环保	12.3	0.58	0.68	0.86	1.16	21	18	14	11	0.78	买入
盈峰环境	6.68	0.42	0.58	0.69	0.76	16	12	10	9	0.16	买入

备注

**投资要点**

- **收入端持续扩张，利润端首次出现下滑。**2018H1 环保板块整体实现营业收入 707.7 亿，同比增加 15.4%，增速下滑 4.2pct，整体归母净利润为 77.8 亿，同比减少 13.3%，环保板块收入端仍保持增长趋势，而利润端则首次出现下滑。盛运环保及凯迪生态由于债务问题，导致 2018 年上半年业绩大幅下滑，剔除水务板块、盛运环保、凯迪生态后，环保板块营业收入为 525.5 亿，同比增加 19.7%，增速下滑 1.8pct，归母净利润为 57.9 亿，同比增加 6.7%，增速下滑 27.0pct。
- **板块整体毛利率下滑 0.9pct，财务费用率提升 1.1pct。**2018H1 环保板块整体毛利率为 31.7%，同比减少 0.9pct，毛利率下降或与上游原材料成本提升、人工成本上升、行业竞争加剧有关，板块整体期间费用率为 18.5%，同比增加 1.1pct，期间费用率的抬升主要来自于财务费用率，上半年由于融资环境偏紧，环保公司融资成本普遍有所上升，板块财务费用率同比增加 1.1pct 至 5.5%。
- **现金流状况下滑，回款状况有待提升。**2018H1 环保板块应收账款为 628.9 亿，同比增加 21.1%，应收账款增速高于营收增速（15.4%），应收账款占营业收入比重为 88.9%，同比增加 4.3pct，回款状况有待提升。剔除水务板块后，环保板块经营活动产生的现金流量净额为 -52.0 亿，同比减少 23.3%，现金流状况持续下滑。
- **水治理板块营收增速下滑，大气治理板块回暖。**分子板块看，水治理及环境监测板块营收增速居前，分别为 22.6%、22.5%，大气治理、水务运营、固废治理板块营收增速分别为 14.0%、13.5%、10.9%。受融资环境影响，水治理板块项目营收增速有所下滑（-9.6pct），但增速在所有子板块中仍位居第一，大气治理因逐渐向非电领域转型，营收增速有所回升（+12.0pct），环境监测板块景气度持续，营收增速也略有提升（+4.0pct）。
- **环境监测归母净利润维持正增长，固废治理板块归母净利润增速大幅下滑。**从利润端来看，子板块中仅环境监测及大气治理板块归母净利润实现正向增长，其中环境监测板块归母净利润增速为 17.9%，大气治理板块归母净利润增速为 1.6%。固废治理板块归母净利润增速为 -27.4%，在所有板块中业绩下滑幅度最大，主要受盛运环保及凯迪生态拖累，若剔除盛运环保及凯迪生态，固废治理板块归母净利润增速为 21.2%。
- **投资建议：**从板块整体业绩来看，环保行业受去杠杆影响明显，整体业绩增速有所放缓。分子板块来看，水治理板块及固废治理板块业绩增速下滑明显，水治理板块业绩下滑主要因融资问题导致建设进度不达预期，而固废治理板块业绩下滑主要受盛运环保、凯迪生态拖累。目前，资管新规的落地、信用上的边际放松以及更加积极的财政政策都对环保板块释放了积极的信号，环保公司的融资压力有望得到一定缓解，项目建设将恢复正常进度，板块整体估值有望回升，建议密切关注环保行业融资环境的变化及项目建设进度，继续关注固废治理、环卫服务、污水处理等拥有稳定运营类资产的细分领域，推荐标的：**瀚蓝环境、东江环保、博世科、盈峰环境。**
- **风险提示：**政策变动风险，项目落地不达预期，PPP 项目推进不达预期

## 内容目录

一. 综述.....	- 5 -
环保行情跑输大盘，板块估值持续下行.....	- 5 -
收入端持续增长，利润端首次出现下滑.....	- 5 -
水治理板块业绩承压，环境监测板块业绩持续向上.....	- 8 -
二. 子行业分析.....	- 10 -
水务运营：整体业绩增速下滑，现金流状况较好.....	- 10 -
水治理：受融资环境影响较大，业绩增速下滑.....	- 12 -
固废治理：收入增速回升，现金流状况好转.....	- 14 -
大气治理：两级分化明显，龙头公司业绩持续提升.....	- 17 -
环境监测：收入端增速提升，利润端增速下滑.....	- 18 -
投资建议.....	- 20 -

## 图表目录

图表 1: 环保行业 PE (TTM) .....	- 5 -
图表 2: 环保行业今年走势.....	- 5 -
图表 3: 环保板块标的公司.....	- 5 -
图表 4: 环保板块 2018H1 营业收入.....	- 6 -
图表 5: 环保板块 2018H1 归母净利润.....	- 6 -
图表 6: 调整后环保板块 2018H1 营业收入.....	- 6 -
图表 7: 调整后环保板块 2018H1 归母净利润.....	- 6 -
图表 8: 环保板块 2018H1 整体毛利率.....	- 7 -
图表 9: 环保板块 2018H1 期间费用率.....	- 7 -
图表 10: 环保板块 2018H1 应收账款及增速.....	- 7 -
图表 11: 环保板块 2018H1 应收账款/营业收入.....	- 7 -
图表 12: 环保板块 (剔除水务) 2018H1 经营活动产生的现金流量净额.....	- 7 -
图表 13: 环保板块 (剔除水务) 2018H1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入.....	- 7 -
图表 14: 环保各子板块 2018H1 营业收入 (亿) .....	- 8 -
图表 15: 环保各子板块 2018H1 营业收入增速.....	- 8 -
图表 16: 环保各子板块 2018H1 归母净利润 (亿) .....	- 8 -
图表 17: 环保各子板块 2018H1 归母净利润增速.....	- 8 -
图表 18: 环保各子板块 2018H1 毛利率.....	- 9 -
图表 19: 环保各子板块 2018H1 期间费用率.....	- 9 -
图表 20: 环保各子板块 2018H1 应收账款 (亿) .....	- 9 -
图表 21: 环保各子板块 2018H1 应收账款/营业收入.....	- 9 -

图表 22: 环保各子板块 (剔除水务) 2018H1 经营活动产生的现金流量净额 (亿)	- 10 -
.....	
图表 23: 环保各子板块 2018H1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	- 10 -
图表 24: 水务板块各公司 2018H1 营业收入	- 10 -
图表 25: 水务板块各公司 2018H1 营业收入增速	- 10 -
图表 26: 水务板块各公司 2018H1 归母净利润	- 11 -
图表 27: 水务板块各公司 2018H1 归母净利润增速	- 11 -
图表 28: 水务板块各公司 2018H1 毛利率	- 11 -
图表 29: 水务板块各公司 2018H1 期间费用率	- 11 -
图表 30: 水务板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额	- 12 -
图表 31: 水务板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入	- 12 -
图表 32: 水治理板块各公司 2018H1 营业收入	- 12 -
图表 33: 水治理板块各公司 2018H1 营业收入增速	- 12 -
图表 34: 水治理板块各公司 2018H1 归母净利润	- 13 -
图表 35: 水治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速	- 13 -
图表 36: 水治理板块各公司 2018H1 毛利率	- 13 -
图表 37: 水治理板块各公司 2018H1 期间费用率	- 13 -
图表 38: 水治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额	- 14 -
图表 39: 水治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入	- 14 -
图表 40: 固废治理板块各公司 2018H1 营业收入	- 15 -
图表 41: 固废治理板块各公司 2018H1 营业收入增速	- 15 -
图表 42: 固废治理板块各公司 2018H1 归母净利润	- 15 -
图表 43: 固废治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速 (剔除盛运环保、凯迪生态)	- 15 -
.....	
图表 44: 固废治理板块各公司 2018H1 毛利率	- 16 -
图表 45: 固废治理板块各公司 2018H1 期间费用率	- 16 -
图表 46: 固废治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额	- 16 -
图表 47: 固废治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入	- 16 -
图表 48: 大气治理板块各公司 2018H1 营业收入	- 17 -
图表 49: 大气治理板块各公司 2018H1 营业收入增速	- 17 -
图表 50: 大气治理板块各公司 2018H1 归母净利润	- 17 -
图表 51: 大气治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速	- 17 -
图表 52: 大气治理板块各公司 2018H1 毛利率	- 18 -
图表 53: 大气治理板块各公司 2018H1 期间费用率	- 18 -
图表 54: 大气治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额	- 18 -

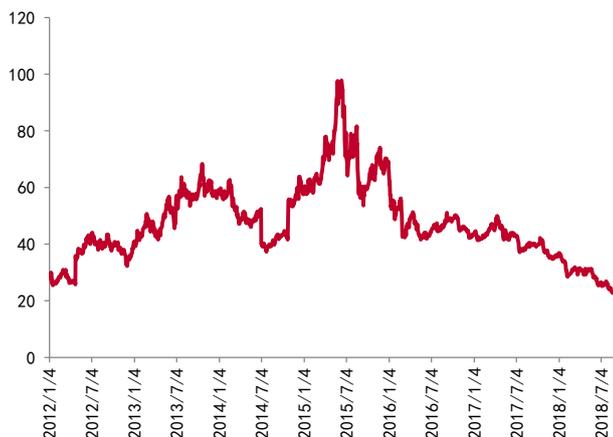
图表 55: 大气治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入.....	- 18 -
图表 56: 环境监测板块各公司 2018H1 营业收入.....	- 19 -
图表 57: 环境监测板块各公司 2018H1 营业收入增速.....	- 19 -
图表 58: 环境监测板块各公司 2018H1 归母净利润.....	- 19 -
图表 59: 环境监测板块各公司 2018H1 归母净利润增速.....	- 19 -
图表 60: 环境监测板块各公司 2018H1 毛利率.....	- 20 -
图表 61: 环境监测板块各公司 2018H1 期间费用率.....	- 20 -
图表 62: 环境监测板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额.....	- 20 -
图表 63: 环境监测板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入.....	- 20 -

## 一. 综述

### 环保行情跑输大盘，板块估值持续下行

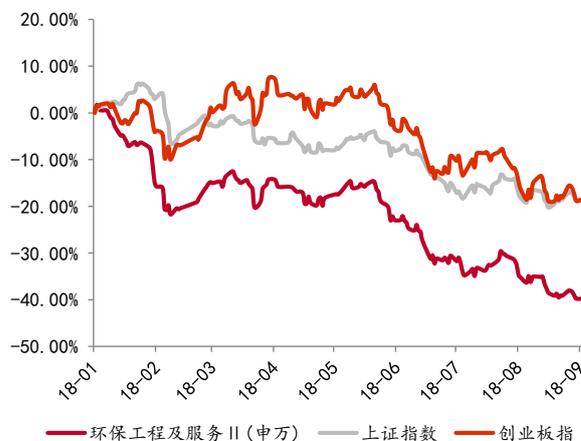
- 回顾环保板块 2018 年以来行情走势，年初至今，申万环保指数下跌 39.8%，跑输上证综指 21.0 个百分点，跑输创业板指 21.3 个百分点，而环保板块 PE 也一路下滑至历史低位，目前环保行业 PE 约 23X。环保板块持续走弱，我们认为主要有以下几个原因：1) 在去杠杆背景下，企业融资困难，融资成本普遍抬升，项目进度无法按时进行，造成环保公司估值与业绩的双杀；2) 受 PPP 项目清库影响，PPP 板块出现下挫；3) 外部环境因素干扰，中美贸易摩擦影响对市场情绪影响较大。

图表 1: 环保行业 PE (TTM)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 环保行业今年走势



来源: wind, 中泰证券研究所

### 收入端持续增长，利润端首次出现下滑

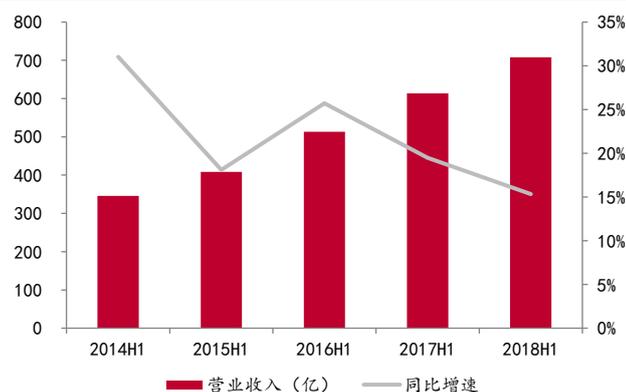
- 我们根据公司的主营业务将 60 家环保板块上市公司分为水务运营（12 家）、水治理（18 家）、固废治理（17 家）、大气治理（6 家）以及环境监测（7 家）5 个板块。

图表 3: 环保板块标的公司

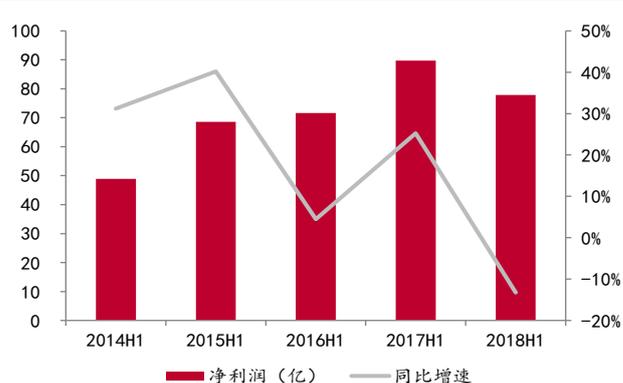
水务运营	水治理	固废治理	大气治理	环境监测
重庆水务	碧水源	启迪桑德	龙净环保	盈峰环境
首创股份	中金环境	龙马环卫	远达环保	聚光科技
兴蓉环境	国祯环保	瀚蓝环境	菲达环保	雪迪龙
创业环保	万邦达	盛运环保	清新环境	汉威电子
洪城水业	国中水务	中国天楹	三维丝	三川智慧
武汉控股	兴源环境	伟明环保	科融环境	先河环保
中山公用	中电环保	维尔利		理工环科
钱江水利	巴安水务	富春环保		
渤海股份	环能科技	长青集团		
江南水务	华控赛格	迪森股份		
绿城水务	博世科	凯迪生态		
中原环保	南方汇通	东江环保		
	中环环保	雪浪环境		
	上海洗霸	高能环境		
	联泰环保	永清环保		
	博天环境	中再资环		
	天翔环境	上海环境		
	津膜科技			

来源: 中泰证券研究所

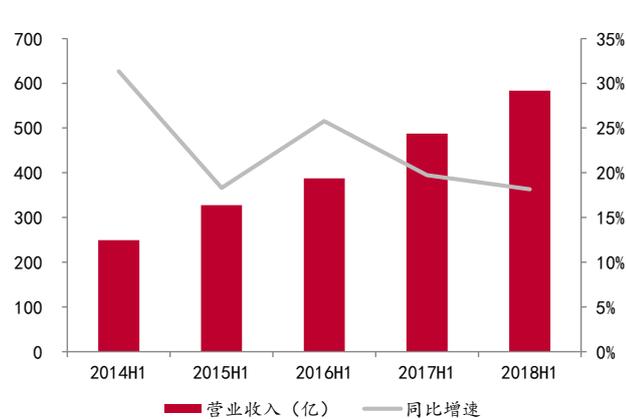
- 收入端持续扩张，利润端首次出现下滑。**2018H1 环保板块整体实现营业收入 707.7 亿，同比增加 15.4%，增速下滑 4.2pct，整体归母净利润为 77.8 亿，同比减少 13.3%，环保板块收入端仍保持增长趋势，而利润端则首次出现下滑。盛运环保及凯迪生态由于债务问题，导致 2018 年上半年业绩大幅下滑，剔除水务板块、盛运环保、凯迪生态后，环保板块营业收入为 525.5 亿，同比增加 19.7%，增速下滑 1.8pct，归母净利润为 57.9 亿，同比增加 6.7%，增速下滑 27.0pct。

**图表 4: 环保板块 2018H1 营业收入**


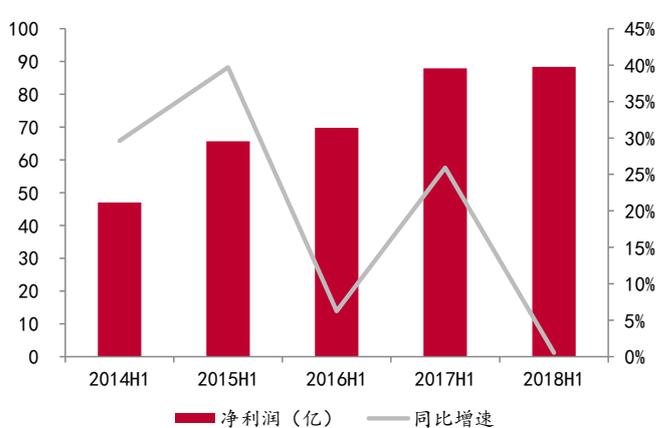
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 环保板块 2018H1 归母净利润**


来源: wind, 中泰证券研究所

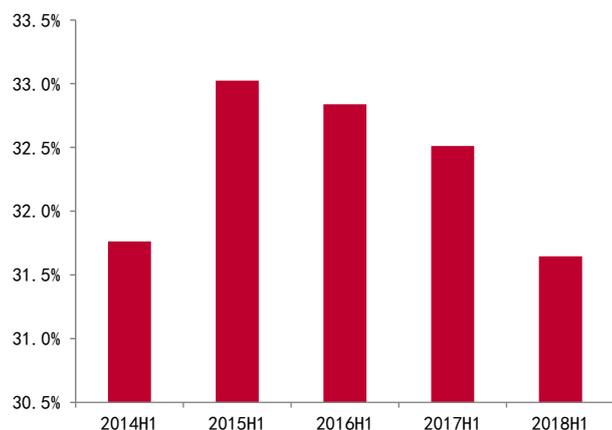
**图表 6: 调整后环保板块 2018H1 营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

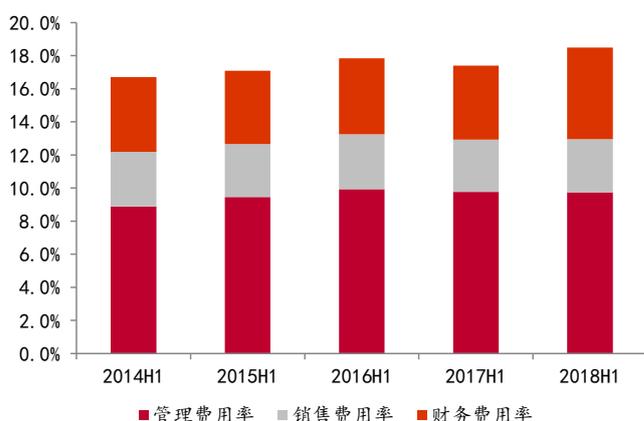
**图表 7: 调整后环保板块 2018H1 归母净利润**


来源: wind, 中泰证券研究所

- 板块整体毛利率下滑 0.9pct，财务费用率提升 1.1pct。**2018H1 环保板块整体毛利率为 31.7%，同比减少 0.9pct，毛利率下降或与上游原材料成本提升、人工成本上升、行业竞争加剧有关，板块整体期间费用率为 18.5%，同比增加 1.1pct，期间费用率的抬升主要来自于财务费用率，上半年由于融资环境偏紧，环保公司融资成本普遍有所上升，板块财务费用率同比增加 1.1pct 至 5.5%。

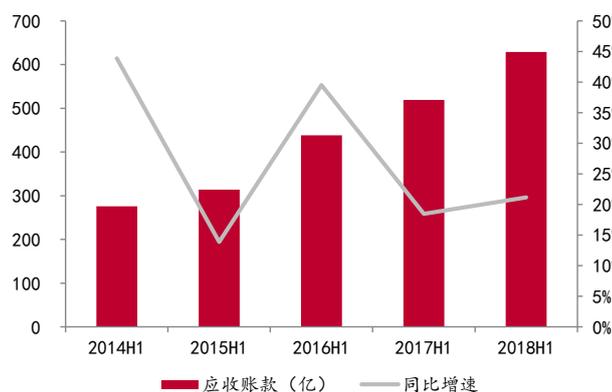
**图表 8: 环保板块 2018H1 整体毛利率**


来源: wind, 中泰证券研究所

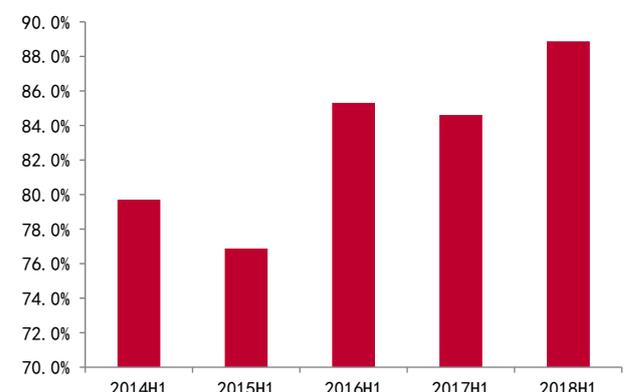
**图表 9: 环保板块 2018H1 期间费用率**


来源: wind, 中泰证券研究所

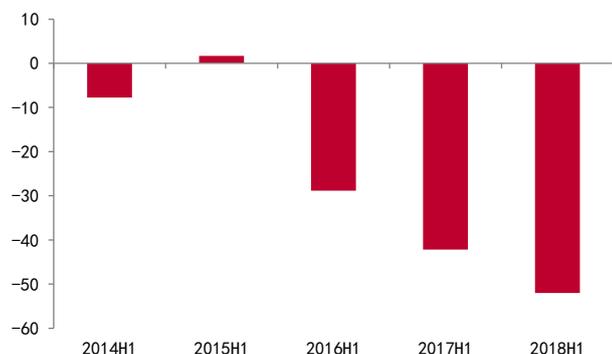
- 现金流状况下滑, 回款状况有待提升。**2018H1 环保板块应收账款为 628.9 亿, 同比增加 21.1%, 应收账款增速高于营收增速 (15.4%), 应收账款占营业收入比重为 88.9%, 同比增加 4.3pct, 回款状况有待提升。剔除水务板块后, 环保板块经营活动产生的现金流量净额为 -52.0 亿, 同比减少 23.3%, 现金流状况持续下滑。

**图表 10: 环保板块 2018H1 应收账款及增速**


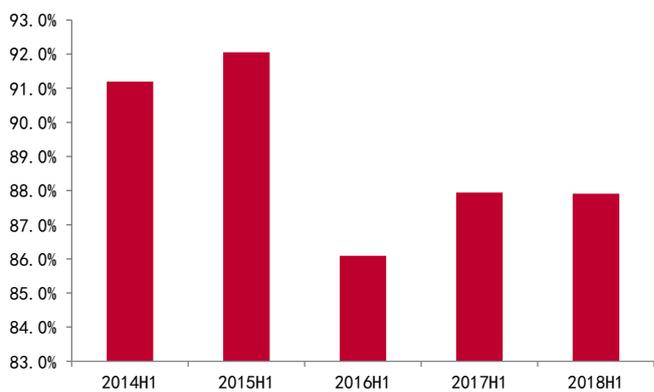
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 环保板块 2018H1 应收账款/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 环保板块 (剔除水务) 2018H1 经营活动产生的现金流量净额**


来源: wind, 中泰证券研究所

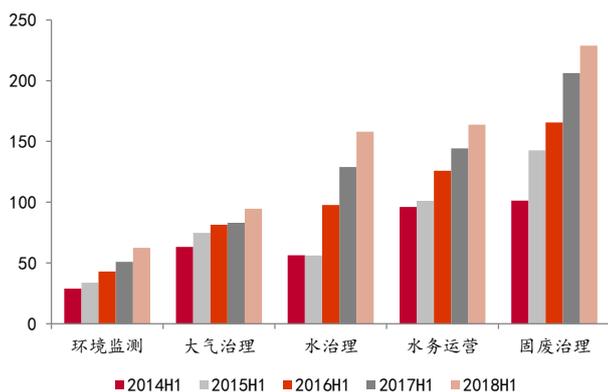
**图表 13: 环保板块 (剔除水务) 2018H1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 水治理板块业绩承压，环境监测板块业绩持续向上

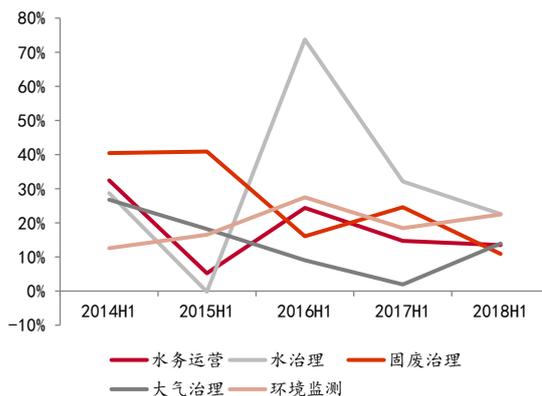
- 水治理板块营收增速下滑，大气治理板块回暖。分子版块看，水治理及环境监测板块营收增速居前，分别为 22.6%、22.5%，大气治理、水务运营、固废治理板块营收增速分别为 14.0%、13.5%、10.9%。受融资环境影响，水治理板块项目营收增速有所下滑（-9.6pct），但增速在所有子板块中仍位居第一，大气治理因逐渐向非电领域转型，营收增速有所回升（+12.0pct），环境监测板块景气度持续，营收增速也略有提升（+4.0pct）。

图表 14: 环保各子板块 2018H1 营业收入 (亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

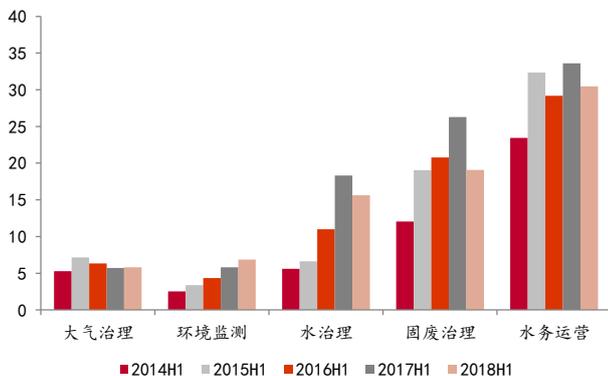
图表 15: 环保各子板块 2018H1 营业收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

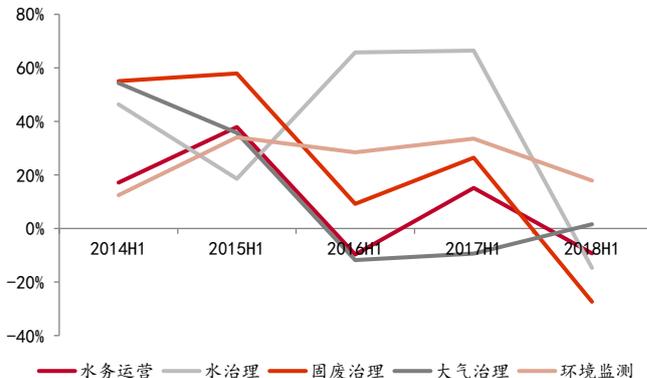
- 环境监测归母净利润维持正增长，固废治理板块归母净利润增速大幅下滑。从利润端来看，子板块中仅环境监测及大气治理板块归母净利润实现正向增长，其中环境监测板块归母净利润增速为 17.9%，大气治理板块归母净利润增速为 1.6%。水务运营板块归母净利润增速为-9.3%，同比减少 24.5pct，业绩主要受江南水务及重庆水务拖累。水治理板块归母净利润增速为-14.7%，业绩下滑主要受两方面影响：1) 碧水源 2017H1 出售盈德气体导致当期净利润基数较高；2) 兴源环境、天翔环境业绩大幅下滑。固废治理板块归母净利润增速为-27.4%，在所有板块中业绩下滑幅度最大，主要受盛运环保及凯迪生态拖累，若剔除盛运环保及凯迪生态，固废治理板块归母净利润增速为 21.2%。

图表 16: 环保各子板块 2018H1 归母净利润 (亿)



来源: wind, 中泰证券研究所

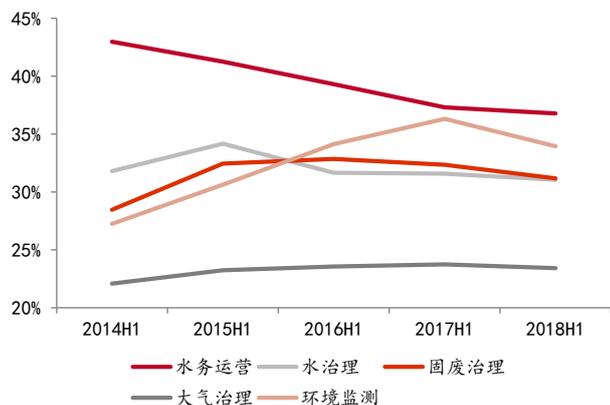
图表 17: 环保各子板块 2018H1 归母净利润增速



来源: wind, 中泰证券研究所

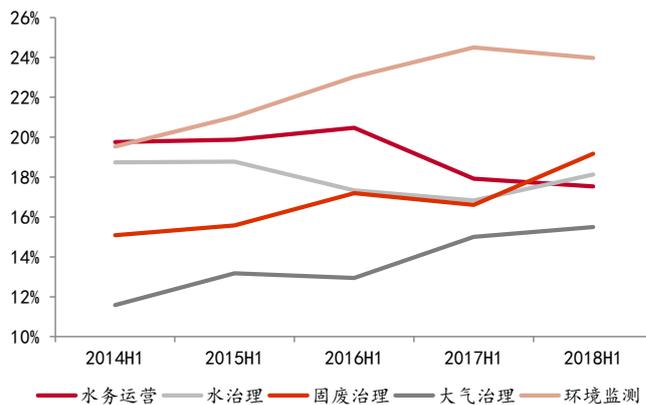
- 水务运营板块毛利率最高，环境监测板块毛利率下滑幅度最大。2018H1 水务运营板块毛利率为 36.8%，同比增加 0.5pct，毛利率在所有子板块中位居首位，水治理、固废治理、大气治理板块毛利率分别为 31.1%、31.2%、23.4%，毛利率水平维持稳定，环境监测板块毛利率为 33.9%，同比减少 2.4pct，毛利率下滑幅度最大，毛利率下滑主要受盈峰环境、理工环科影响。

图表 18: 环保各子板块 2018H1 毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

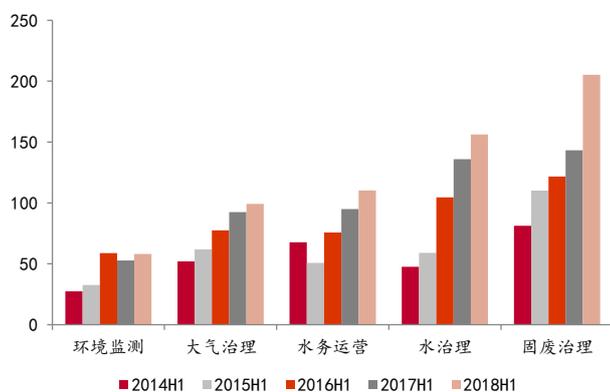
图表 19: 环保各子板块 2018H1 期间费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

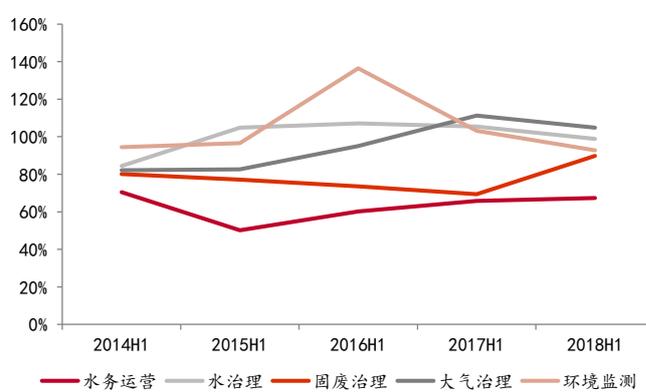
- 环境监测、水治理板块现金流状况持续下滑，固废治理板块回款状况有待提升。从现金流状况来看，环境监测、水治理板块现金流状况持续下滑，经营性现金流量净额分别同比减少 60.0%、42.8%，固废治理板块经营性现金流量净额同比增加 51.2%，现金流状况有所好转。从回款状况来看，水务运营板块回款状况最好，应收账款占营业收入比重为 67.4%，固废治理板块应收账款占营业收入比重为 89.7%，同比增加 20.3pct，回款状况有所下滑。

图表 20: 环保各子板块 2018H1 应收账款 (亿)

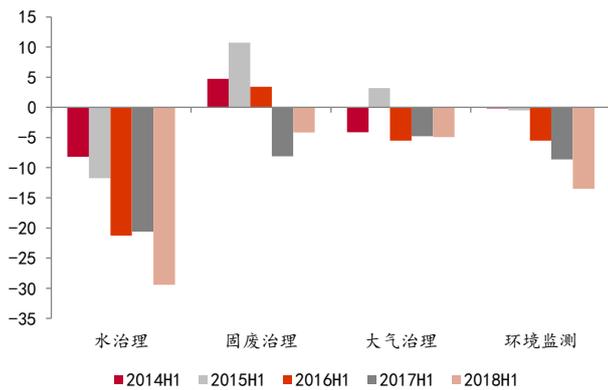


来源: wind, 中泰证券研究所

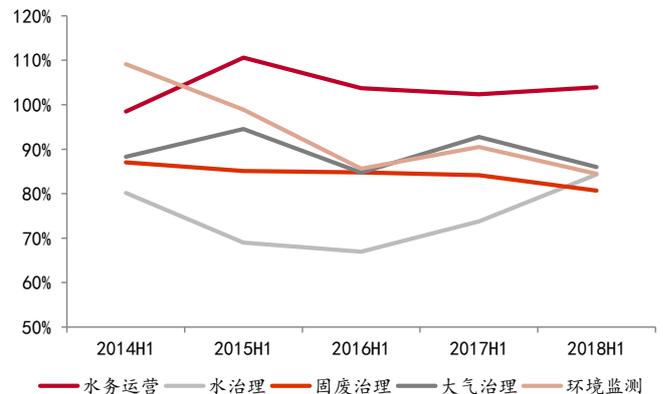
图表 21: 环保各子板块 2018H1 应收账款/营业收入



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 22: 环保各子板块 (剔除水务) 2018H1 经营活动产生的现金流量净额 (亿)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 23: 环保各子板块 2018H1 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 二. 子行业分析

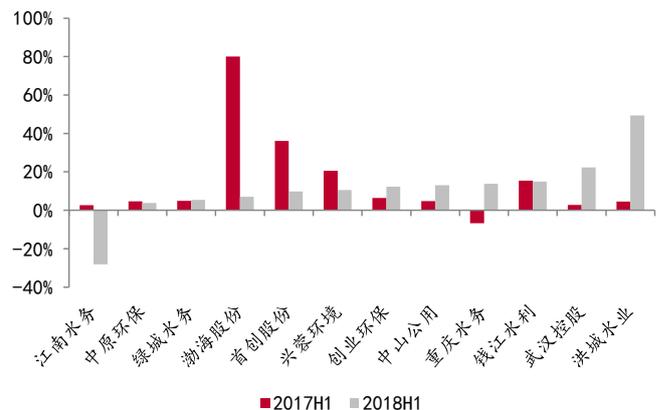
### 水务运营: 整体业绩增速下滑, 现金流状况较好

- 整体营收增速稳定。**水务板块 2018 年上半年整体营业收入为 163.7 亿, 同比增加 13.5%, 增速下滑 1.1pct。洪城水业因燃气销量大幅提升, 营业收入同比增长 49.4%, 营收增速在水务板块中位居首位, 江南水务因市政工程公司对外安装业务减少及污水处理业务下滑, 营收同比减少 28.1%, 营收增速在水务板块中位居末位。

**图表 24: 水务板块各公司 2018H1 营业收入**

公司名称	营业收入 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
重庆水务	22.32	19.79	21.54	20.10	22.87
首创股份	18.06	18.38	30.68	41.73	45.79
兴蓉环境	12.14	14.94	14.43	17.40	19.24
创业环保	8.62	9.58	9.28	9.87	11.08
洪城水业	6.65	7.58	14.39	15.04	22.47
武汉控股	5.65	5.59	5.54	5.70	6.97
中山公用	5.42	5.71	6.65	6.96	7.87
钱江水利	3.88	3.61	3.77	4.35	5.00
渤海股份	3.49	3.31	3.71	6.69	7.16
江南水务	2.94	3.68	5.74	5.89	4.23
绿城水务	4.44	5.34	5.62	5.89	6.21
中原环保	2.53	3.63	4.44	4.64	4.82

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 25: 水务板块各公司 2018H1 营业收入增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

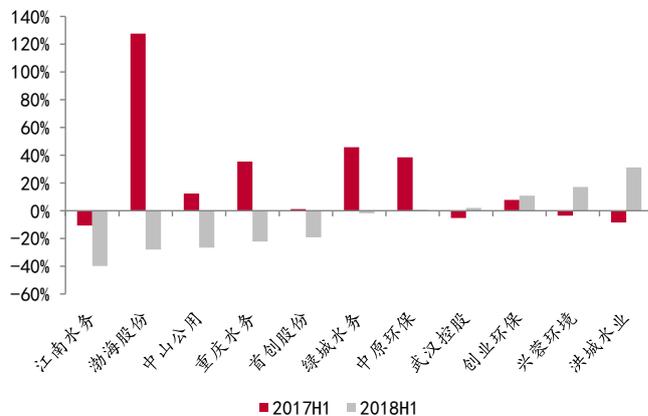
- 半数水务公司归母净利润实现正增长。**水务板块中约半数公司归母净利润实现正增长, 其中洪城水业 (31.2%)、兴蓉环境 (17.1%)、创业环保 (10.8%) 净利润增速位居前三。江南水务因安装业务减少及毛利率

下滑导致归母净利润为负增长 (-39.9%)，中山公用因对广发证券的投资收益减少，归母净利润同比减少 26.6%。

**图表 26: 水务板块各公司 2018H1 归母净利润**

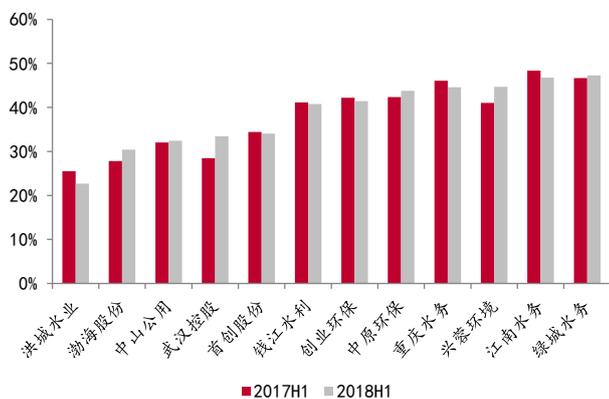
公司名称	归母净利润 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
重庆水务	8.88	8.77	7.57	10.24	7.96
首创股份	1.30	2.09	2.57	2.60	2.10
兴蓉环境	3.94	4.36	4.70	4.54	5.31
创业环保	1.44	1.81	2.37	2.55	2.83
洪城水业	0.71	1.04	1.36	1.25	1.64
武汉控股	1.99	1.85	1.75	1.65	1.69
中山公用	2.83	9.39	4.68	5.26	3.86
钱江水利	0.10	0.28	-0.04	0.31	0.59
渤海股份	0.11	0.11	0.13	0.29	0.21
江南水务	0.72	1.13	1.71	1.53	0.92
绿城水务	1.09	1.43	1.11	1.62	1.59

来源: wind, 中泰证券研究所

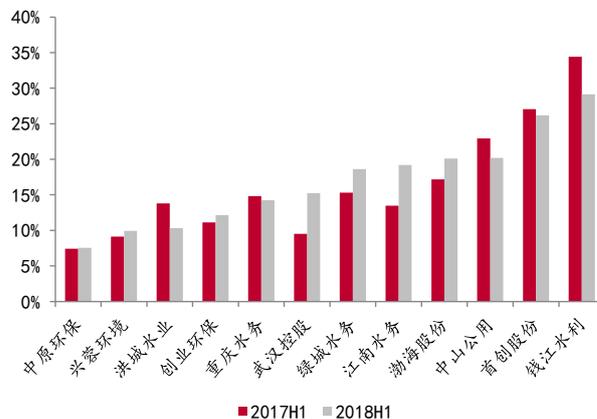
**图表 27: 水务板块各公司 2018H1 归母净利润增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

- **板块整体毛利率、期间费用率基本持平。**水务板块 2018H1 毛利率为 36.8%，同比减少 0.5pct，其中武汉控股、兴蓉环境 2018H1 毛利率与去年同期相比提升幅度较大，分别同比增加 5.0pct、3.7pct。水务板块期间费用率为 17.5%，同比减少 0.4pct，其中武汉控股因汇兑损失、利息支出增加，导致财务费用大幅增加，期间费用率为 15.2%，同比增加 5.7pct。

**图表 28: 水务板块各公司 2018H1 毛利率**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 29: 水务板块各公司 2018H1 期间费用率**


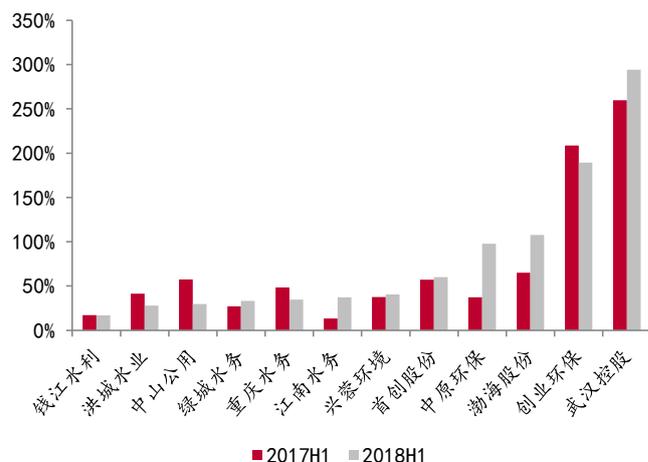
来源: wind, 中泰证券研究所

- **现金流状况良好，回款能力略有下降。**水务板块 2018H1 经营性现金流量净额为 38.7 亿，同比增长 3.8%，现金流状况良好，应收账款占营收比重为 67.4%，同比增加 1.6pct，回款能力略有下滑。水务板块中江南水务、洪城水业经营性现金流大幅改善，分别同比增长 56.2%、27.7%。

**图表 30: 水务板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额**

公司名称	经营性现金流量净额 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
重庆水务	12.08	10.53	9.46	7.39	8.08
首创股份	0.21	0.14	10.86	8.71	6.78
兴蓉环境	5.61	5.94	6.06	6.57	7.45
创业环保	3.80	19.53	2.46	3.24	3.38
洪城水业	2.29	2.00	2.39	1.99	2.55
武汉控股	2.11	1.56	1.68	0.86	0.71
中山公用	0.35	1.59	1.91	1.98	3.24
钱江水利	0.13	0.53	0.90	1.60	1.26
渤海股份	0.65	0.69	0.98	-1.25	-1.38
江南水务	1.83	0.89	1.73	0.53	0.83
绿城水务	2.35	2.74	3.01	2.86	3.24
中原环保	-0.16	-0.49	0.11	2.81	2.60

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 31: 水务板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

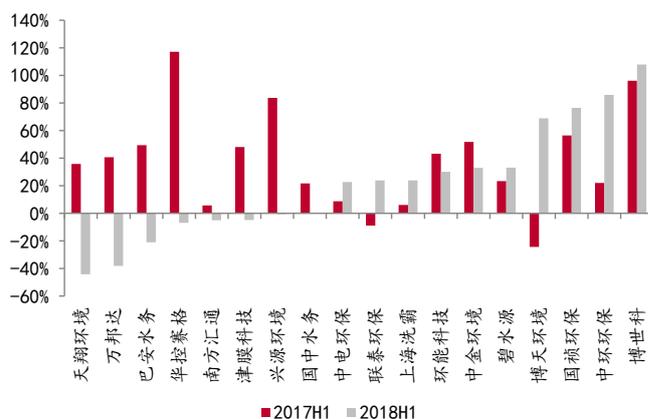
### 水治理: 受融资环境影响较大, 业绩增速下滑

- 受融资环境影响, 板块整体营收增速下滑。2018 年上半年, 水治理板块整体营业收入为 158.1 亿, 同比增长 22.6%, 增速下滑 9.5pct, 因受融资环境影响, 多数公司的项目建设进度受到拖累, 导致营收增速有所下滑。与各子板块相比, 水治理板块增速虽有下滑但在环保子板块中仍处于首位。水治理板块中博世科、中环环保、国祯环保的营收增速位居前三, 增速分别为 107.8%、85.8%、76.5%, 增速分别提升 11.7pct、63.9pct、20.1pct, 博世科、国祯环保因在手订单充足, 项目逐步落地带来营收大幅增加, 中环环保因环境工程业务大幅增加带来营收增长。

**图表 32: 水治理板块各公司 2018H1 营业收入**

公司名称	营业收入 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
碧水源	9.94	10.54	23.47	28.95	38.54
中金环境	6.63	7.27	10.39	15.77	20.96
国祯环保	4.39	5.02	5.71	8.93	15.76
万邦达	3.33	8.88	7.38	10.39	6.43
国中水务	2.65	2.59	1.69	2.06	2.06
兴源环境	2.57	3.76	8.56	15.72	15.63
中电环保	2.55	2.73	3.04	3.31	4.06
巴安水务	1.84	3.13	5.34	7.98	6.30
环能科技	1.19	1.48	2.36	3.38	4.40
华控赛格	0.24	0.17	0.43	0.93	0.86
博世科	1.16	2.24	2.82	5.53	11.48
南方汇通	9.46	4.30	5.02	5.32	5.05
中环环保	0.00	0.00	0.63	0.76	1.42
上海洗霸	0.00	0.00	1.40	1.48	1.83
联泰环保	1.09	0.00	1.00	0.91	1.13
博天环境	5.84	0.00	12.78	9.66	16.31
天翔环境	1.90	1.96	3.17	4.30	2.40
津膜科技	1.52	2.14	2.44	3.61	3.43

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 33: 水治理板块各公司 2018H1 营业收入增速**


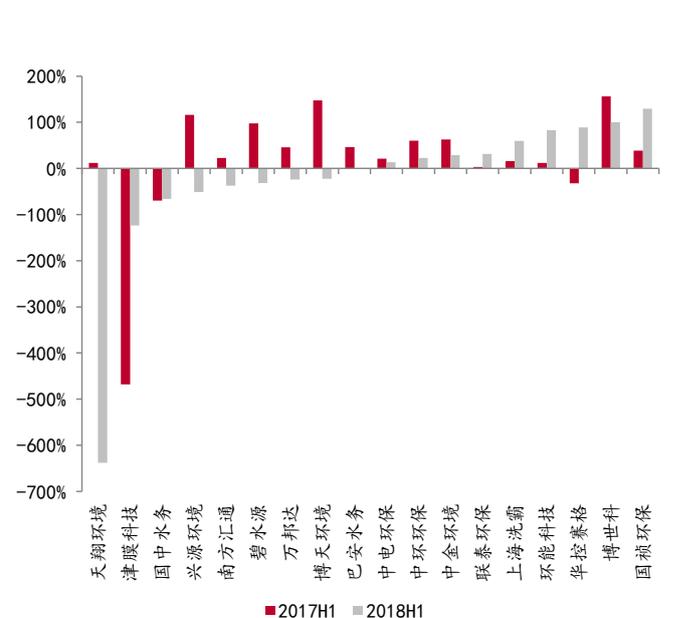
来源: wind, 中泰证券研究所

- **板块整体业绩增速下滑。**板块整体归母净利润增速为-14.7%，增速下滑81.2pct，增速下滑主要原因有：1）因行业竞争加剧，项目收益率下滑；2）碧水源出售盈德气体取得投资收益，导致2017年净利润基数较高；3）受融资环境影响，行业整体财务费用率有所提升。从公司层面来看，国祯环保、博世科因订单高速增长，归母净利润大幅提升，分别同比增长129.4%、100.4%，天翔环保因项目贷款未如期发放、融资成本增加导致业绩大幅下滑。

**图表 34：水治理板块各公司 2018H1 归母净利润**

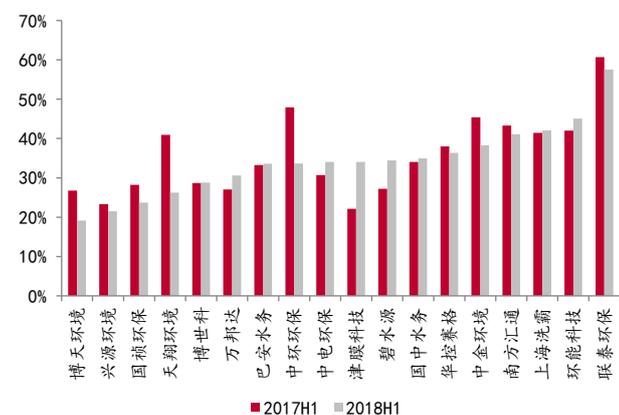
公司名称	归母净利润 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
碧水源	1.36	1.53	2.70	5.34	3.65
中金环境	0.82	0.83	1.53	2.50	3.22
国祯环保	0.28	0.23	0.44	0.61	1.39
万邦达	0.59	1.69	1.41	2.06	1.57
国中水务	0.51	0.12	0.20	0.06	0.02
兴源环境	0.21	0.35	1.20	2.60	1.27
中电环保	0.30	0.40	0.48	0.58	0.66
巴安水务	0.22	0.41	0.82	1.20	1.21
环能科技	0.31	0.35	0.34	0.38	0.69
华控赛格	-0.29	-0.22	-0.24	-0.16	-0.30
博世科	0.10	0.20	0.21	0.53	1.06
南方汇通	0.22	0.43	0.51	0.63	0.39
中环环保	0.00	0.00	0.12	0.19	0.23
上海洗霸	0.00	0.00	0.25	0.29	0.46
联泰环保	0.23	0.00	0.27	0.28	0.37
博天环境	0.34	0.00	0.49	1.22	0.95
天翔环境	0.13	0.15	0.21	0.24	-1.27
津膜科技	0.26	0.17	0.06	-0.21	0.05

来源：wind，中泰证券研究所

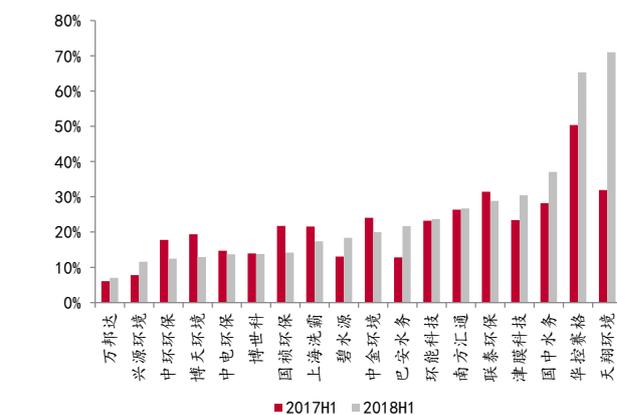
**图表 35：水治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速**


来源：wind，中泰证券研究所

- **板块整体毛利率基本持平，期间费用率上升。**水治理板块2018H1整体毛利率为31.1%，同比减少0.5pct，毛利率水平基本持平，其中天翔环境污水处理业务及水电设备业务毛利率均出现下滑，整体毛利率下滑14.7pct，中环环保因环境工程业务毛利率下滑导致公司毛利率下滑14.2pct。板块整体期间费用率为18.1%，同比增加1.3pct，主要因上半年融资成本上升，导致板块财务费用率同比增长1.6pct。

**图表 36：水治理板块各公司 2018H1 毛利率**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 37：水治理板块各公司 2018H1 期间费用率**


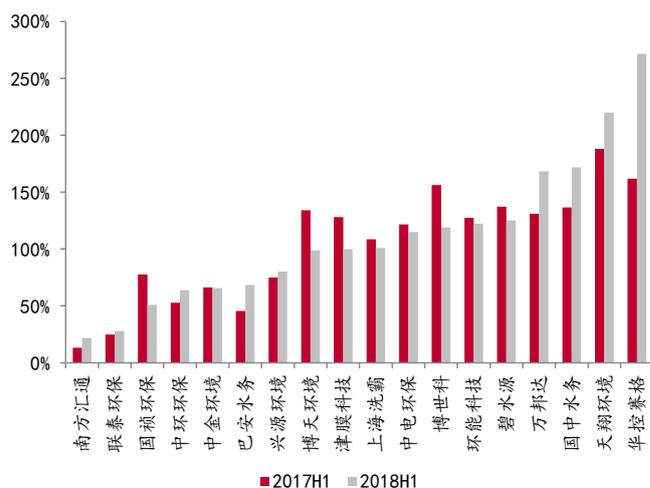
来源：wind，中泰证券研究所

- **板块整体现金流状况下滑，回款能力提升。**2018H1 板块整体经营性现金流量净额为-29.4 亿，同比减少 42.7%，现金流状况下滑，水治理板块中仅中金环境、国祯环保现金流状况有所好转。板块整体应收账款占总营收比重为 98.8%，同比减少 6.6pct，回款能力提升，其中博天环境、博世科应收账款占总营收比重分别同比减少 35.3pct、37.4pct，回款能力有所提升。

**图表 38: 水治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额**

公司名称	经营性现金流量净额 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
碧水源	-4.66	-7.97	-9.56	-7.02	-13.59
中金环境	0.00	-0.17	0.68	-1.37	2.94
国祯环保	0.45	-1.52	-5.44	-3.67	-1.88
万邦达	-0.65	-0.18	-1.76	0.92	0.36
国中水务	-0.13	0.06	3.04	0.03	0.35
兴源环境	-0.13	-0.68	-1.17	-2.99	0.92
中电环保	-0.02	-0.24	-0.84	-0.29	-0.19
巴安水务	0.09	0.63	-1.51	-0.19	-1.01
环能科技	0.17	-0.12	-0.05	-0.09	-1.00
华控赛格	0.25	-0.29	-0.56	-0.79	-0.70
博世科	-0.27	-0.63	-0.57	-1.25	-1.92
南方汇通	0.12	1.17	0.96	0.15	-0.48
中环环保	0.00	0.00	0.54	0.01	-1.91
上海洗霸	0.00	0.00	0.38	0.29	0.22
联泰环保	0.73	0.00	0.75	0.48	0.87
博天环境	-2.79	0.00	-3.70	-3.21	-2.14
天翔环境	-0.98	-0.39	-1.30	0.52	-9.74
津膜科技	-0.39	-1.43	-1.15	-2.15	-0.56

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 39: 水治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 固废治理: 收入增速回升, 现金流状况好转

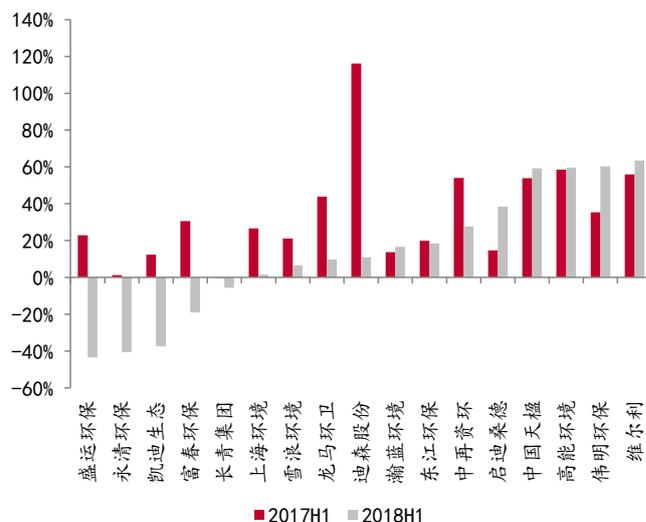
- **固废治理板块整体收入增速回升。**固废治理板块 2018H1 实现营业收入 228.7 亿, 同比增长 10.9%, 营收增速下滑 13.6pct。固废治理板块中维尔利、伟明环保、高能环境营收增速居前, 增速分别为 63.5%、60.4%、59.6%。维尔利因汉风科技及都乐制冷并表并确认新签订单收入, 实现营业收入高速增长, 伟明环保因苍南伟明正式投入运营确认收入使营业收入实现大幅增长, 高能环境营业收入增长主要来自于环境修复及城市生活环境业务。

图表 40: 固废治理板块各公司 2018H1 营业收入

公司名称	营业收入 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
启迪桑德	17.11	24.49	34.13	39.12	54.16
龙马环卫	5.58	7.60	10.18	14.64	16.08
瀚蓝环境	5.25	16.65	17.24	19.62	22.89
盛运环保	5.35	7.74	6.51	8.01	4.54
中国天楹	1.72	2.71	3.52	5.42	8.63
伟明环保	3.02	3.48	3.41	4.61	7.40
维尔利	1.87	4.03	3.51	5.48	8.95
富春环保	17.01	15.81	13.07	17.07	13.83
长青集团	5.87	7.22	8.99	8.97	8.47
迪森股份	1.98	2.33	3.45	7.45	8.27
凯迪生态	13.15	13.42	19.82	22.27	13.95
东江环保	8.49	11.19	11.70	14.04	16.62
雪浪环境	2.13	2.44	3.06	3.71	3.95
高能环境	2.17	3.13	5.44	8.63	13.78
永清环保	4.21	3.53	6.43	6.51	3.87
中再资环	3.51	7.77	5.68	8.75	11.18
上海环境	2.82	9.11	9.45	11.97	12.15

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 41: 固废治理板块各公司 2018H1 营业收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

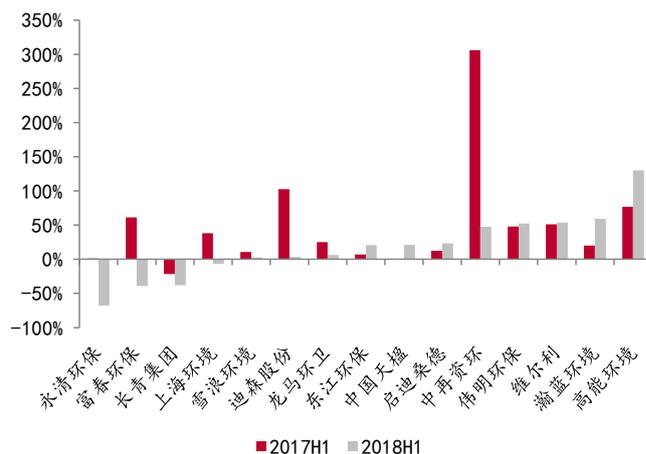
- 剔除盛运环保、凯迪生态影响, 板块归母净利润实际增速为 21.2%。因受盛运环保及凯迪生态拖累, 固废治理板块 2018H1 归母净利润增速为 -27.6%。剔除盛运环保、凯迪生态后, 固废治理板块归母净利润增速为 21.2%, 其中高能环境归母净利润增速居首 (130.0%), 永清环保归母净利润增速居后 (-67.5%)。

图表 42: 固废治理板块各公司 2018H1 归母净利润

公司名称	归母净利润 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
启迪桑德	3.13	3.79	4.39	4.93	6.07
龙马环卫	0.62	0.81	1.02	1.27	1.35
瀚蓝环境	1.40	1.89	2.62	3.14	5.00
盛运环保	1.06	1.26	0.81	0.55	-0.93
中国天楹	0.60	0.67	0.72	0.72	0.87
伟明环保	1.17	1.52	1.66	2.46	3.75
维尔利	0.24	0.46	0.46	0.70	1.08
富春环保	0.99	0.99	1.23	1.99	1.21
长青集团	0.16	0.50	0.64	0.50	0.31
迪森股份	0.31	0.33	0.43	0.88	0.91
凯迪生态	0.84	1.63	1.04	1.28	-9.61
东江环保	1.36	1.74	2.06	2.20	2.66
雪浪环境	0.26	0.31	0.33	0.36	0.37
高能环境	0.18	0.16	0.37	0.66	1.52
永清环保	0.31	0.32	0.57	0.58	0.19
中再资环	-1.36	0.80	0.26	1.04	1.53
上海环境	0.78	1.89	2.17	2.99	2.79

来源: wind, 中泰证券研究所

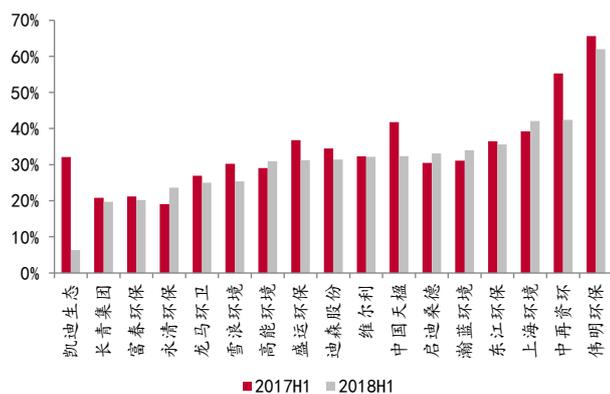
图表 43: 固废治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速 (剔除盛运环保、凯迪生态)



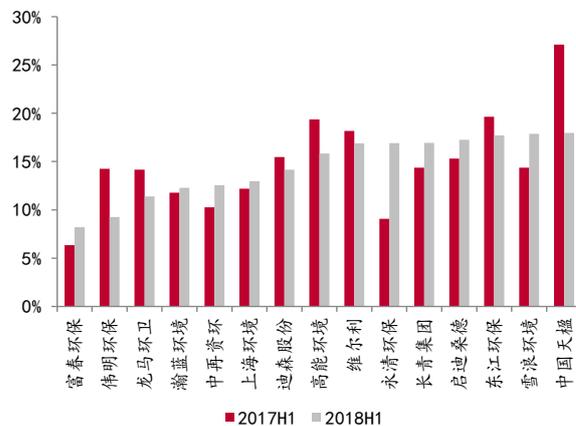
来源: wind, 中泰证券研究所

- 固废板块毛利率略微下滑, 期间费用率提升。2018H1 固废治理板块毛利率为 31.2%, 同比减少 1.1pct, 固废治理板块中伟明环保 (62.0%)、

中再资环（42.4%）、上海环境（42.1%）毛利率居前。固废治理板块期间费用率为 19.2%，同比增加 2.6pct，其中财务费用率增加 1.4pct 至 7.7%，同样也反应出固废治理企业存在融资成本上升的问题。从公司层面来看，其中中国天楹期间费用率最高（18.0%），富春环保期间费用率最低（8.2%）。

**图表 44：固废治理板块各公司 2018H1 毛利率**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 45：固废治理板块各公司 2018H1 期间费用率**


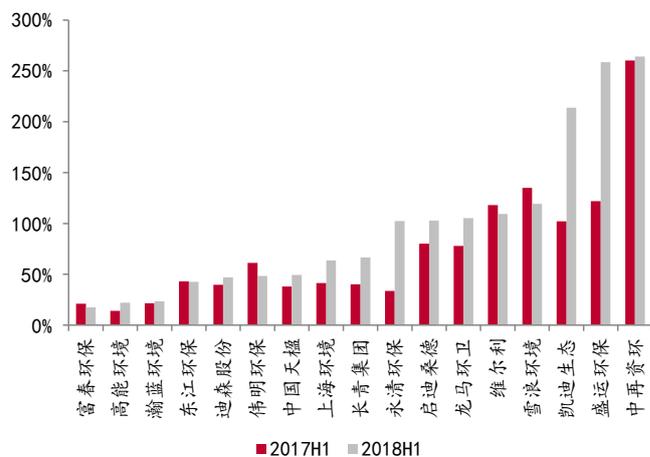
来源：wind，中泰证券研究所

- **现金流状况有所好转，回款能力下滑。** 固废板块 2018H1 经营性现金流量净额为 -4.2 亿，板块整体现金流状况有所改善，应收账款占营收比重为 89.7%，同比增加 20.3pct，回款能力下滑。固废板块中东江环保、中再资环现金流状况改善明显，经营性现金流量净额分别增长 232.4%、158.7%。永清环保应收账款占营收比重为 102.5%，同比增加 68.7pct，回款状况明显下滑，富春环保应收账款占营收比重为 17.4%，同比减少 3.7pct，回款能力较强。

**图表 46：固废治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额**

公司名称	经营性现金流量净额 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
启迪桑德	-5.85	-2.18	-3.67	-5.47	-10.69
龙马环卫	-0.80	-1.86	-0.31	-2.33	-5.11
瀚蓝环境	2.25	5.86	4.64	4.35	4.34
盛运环保	-0.86	-1.46	-1.03	-2.74	1.16
中国天楹	0.78	0.86	0.41	0.84	0.85
伟明环保	1.46	1.89	1.15	1.81	1.62
维尔利	-0.08	-0.25	-1.30	-0.53	-1.08
富春环保	2.13	0.53	3.28	1.56	0.65
长青集团	0.41	0.20	-0.17	-0.10	-0.95
迪森股份	0.63	0.62	0.63	-0.33	0.59
凯迪生态	2.89	10.36	3.50	-4.03	-3.62
东江环保	0.83	-0.70	0.20	0.90	2.99
雪浪环境	-0.57	0.21	-1.09	-0.60	-0.07
高能环境	-0.82	-3.12	-2.51	-0.49	0.61
永清环保	0.52	-1.72	0.26	0.01	-1.91
中再资环	0.76	-0.07	-3.07	-5.45	3.20
上海环境	1.04	1.56	2.49	4.47	3.26

来源：wind，中泰证券研究所

**图表 47：固废治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入**


来源：wind，中泰证券研究所

## 大气治理： 两级分化明显，龙头公司业绩持续提升

- 整体收入增速提升。**大气治理板块 2018H1 整体营业收入为 14.0 亿，同比增加 14.0%，增速提升 12.1pct。从公司层面来看，清新环境因建设项目收入增加以及新的项目投运带来收入增长，营业收入同比增加 48.3%，科融环境因烟气治理业务、水治理业务持续下滑，营业收入同比减少 29.3%。

**图表 48: 大气治理板块各公司 2018H1 营业收入**

公司名称	营业收入 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
龙净环保	22.62	24.67	29.30	29.58	32.42
远达环保	17.91	17.36	16.19	14.20	14.90
菲达环保	11.95	14.98	15.93	18.17	18.73
清新环境	5.67	9.55	10.86	15.49	22.98
三维丝	1.78	3.54	4.64	2.23	3.23
科融环境	3.36	4.69	4.60	3.43	2.43

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 49: 大气治理板块各公司 2018H1 营业收入增速**

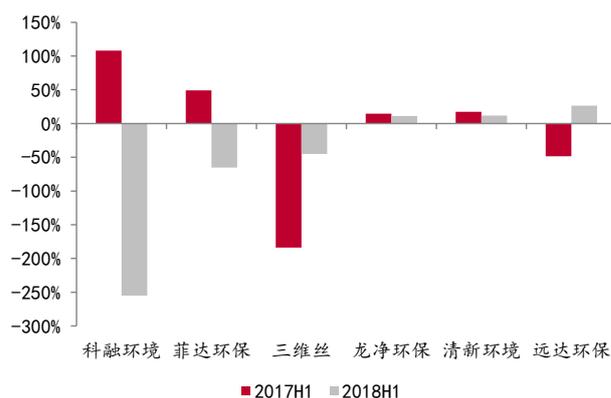

来源: wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力两级分化，龙头公司业绩进一步提升。**大气治理板块整体利润增速为 1.6%，同比增加 11.0pct。从公司层面来看，龙头公司与非龙头公司盈利能力两级分化严重，清新环境、龙净环保归母净利润保持稳定增速，分别为 11.7%、11.0%，菲达环保、科融环境归母净利润则持续下滑，分别同比减少 65.3%、45.1%。

**图表 50: 大气治理板块各公司 2018H1 归母净利润**

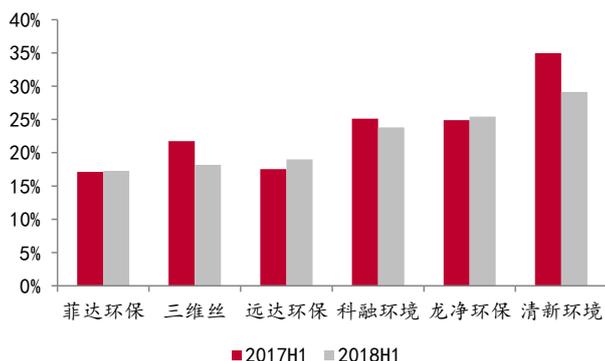
公司名称	归母净利润 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
龙净环保	1.43	1.72	1.97	2.26	2.51
远达环保	1.80	2.30	0.58	0.30	0.38
菲达环保	0.31	0.45	0.24	0.36	0.12
清新环境	1.33	2.08	2.69	3.16	3.53
三维丝	0.15	0.31	0.72	-0.60	-0.33
科融环境	0.26	0.30	0.12	0.25	-0.39

来源: wind, 中泰证券研究所

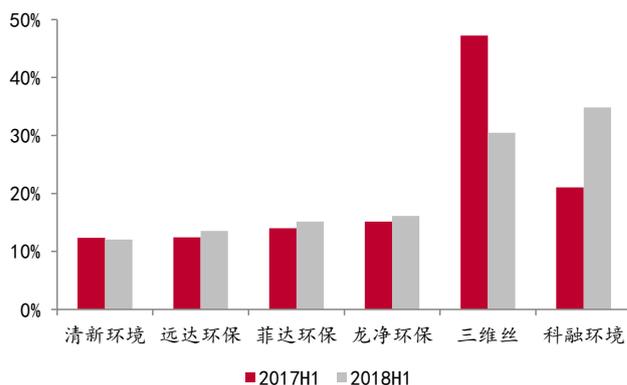
**图表 51: 大气治理板块各公司 2018H1 归母净利润增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

- 板块整体毛利率、期间费用率略微提升。**大气治理板块 2018H1 整体毛利率为 23.4%，同比提升 0.7pct，其中清新环境毛利率水平最高 (29.1%)，菲达环保毛利率水平最低 (17.3%)。板块整体期间费用率为 15.5%，同比增加 0.5pct，其中科融环境期间费用率增长幅度最大，同比提升 23.8pct 至 34.8%。

**图表 52: 大气治理板块各公司 2018H1 毛利率**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 53: 大气治理板块各公司 2018H1 期间费用率**


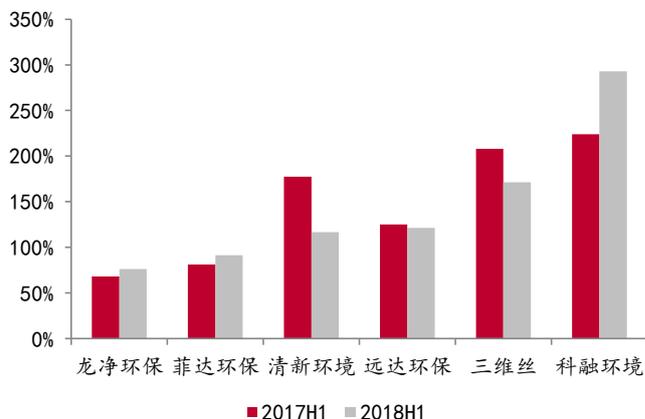
来源: wind, 中泰证券研究所

- **现金流情况无明显变化, 回款能力提升。**大气治理板块 2018H1 经营性现金流量净额为-4.9 亿, 现金流状况无明显改变, 板块整体应收账款占营收比重为 104.8%, 同比减少 6.4pct, 回款能力提升。板块中清新环境现金流状况最好, 经营性现金流量净额为 1.3 亿, 龙净环保的回款能力最好, 应收账款占营收比重为 76.1%。

**图表 54: 大气治理板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额**

公司名称	经营性现金流量净额 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
龙净环保	-1.16	1.87	-2.22	-3.56	-2.76
远达环保	0.37	4.67	0.55	-0.07	-0.24
菲达环保	-3.68	-2.04	-3.15	-2.36	-3.40
清新环境	0.77	0.21	0.26	0.49	1.29
三维丝	0.06	-0.27	-0.37	1.00	0.38
科融环境	-0.48	-1.25	-0.57	-0.29	-0.18

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 55: 大气治理板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 环境监测: 收入端增速提升, 利润端增速下滑

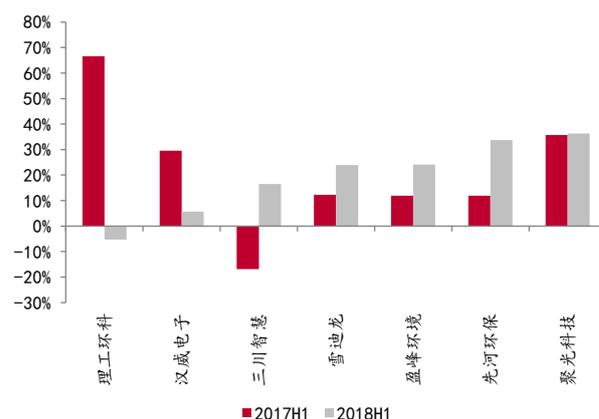
- **景气度持续, 营收持续向上。**环境监测板块 2018H1 整体营业收入增速为 22.5%, 增速提升 4.0pct, 显示行业经高景气度, 板块整体收入持续提升主要因: 1) 环保督查趋严, 对污染源的监控进一步加强, 促进了监测设备的销售; 2) 第三方运维的不断推行, 监测行业的运维业务持续扩大。从公司层面来看, 营收增速居前的公司为聚光科技 (36.3%)、先河环保 (33.7%)、盈峰环境 (24.1%), 环境监测板块中仅理工环科营业收入出现负增长, 主要因全资子公司博微公司造气类产品销售额相较于去年同期减少。

图表 56: 环境监测板块各公司 2018H1 营业收入

公司名称	营业收入 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
盈峰环境	14.77	13.94	18.19	20.35	25.25
聚光科技	4.85	6.51	7.30	9.90	13.50
雪迪龙	2.78	3.63	3.44	3.87	4.79
汉威电子	1.46	3.18	5.34	6.91	7.31
三川智慧	2.99	3.13	3.21	2.67	3.11
先河环保	1.43	2.71	3.63	4.06	5.43
理工环科	0.71	0.67	1.95	3.25	3.08

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: 环境监测板块各公司 2018H1 营业收入增速



来源: wind, 中泰证券研究所

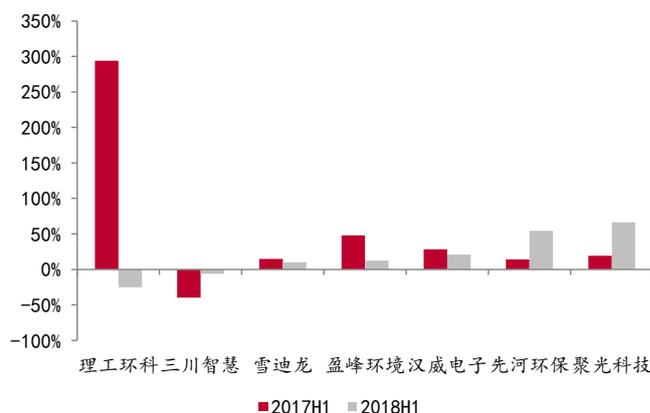
- 毛利率下滑导致板块整体归母净利润增速低于营收增速。** 大气治理板块整体归母净利润增速为 17.9%，同比减少 15.7pct，因板块整体毛利率水平下滑，故板块净利润增速低于营业收入增速，对比其他环保子板块，环境监测板块的归母净利润增速在所有子版块中仍处于首位。板块中聚光科技、先河环保、汉威电子归母净利润增速居前，分别为 66.4%、54.4%、21.0%。

图表 58: 环境监测板块各公司 2018H1 归母净利润

公司名称	归母净利润 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
盈峰环境	0.28	0.36	1.18	1.75	1.97
聚光科技	0.59	0.80	0.85	1.01	1.69
雪迪龙	0.61	0.90	0.45	0.52	0.57
汉威电子	0.17	0.33	0.43	0.55	0.67
三川智慧	0.52	0.62	0.74	0.44	0.42
先河环保	0.21	0.36	0.43	0.49	0.76
理工环科	0.15	0.03	0.26	1.04	0.78

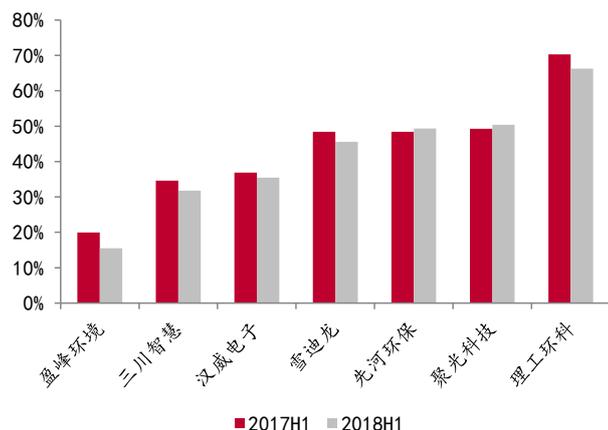
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 环境监测板块各公司 2018H1 归母净利润增速

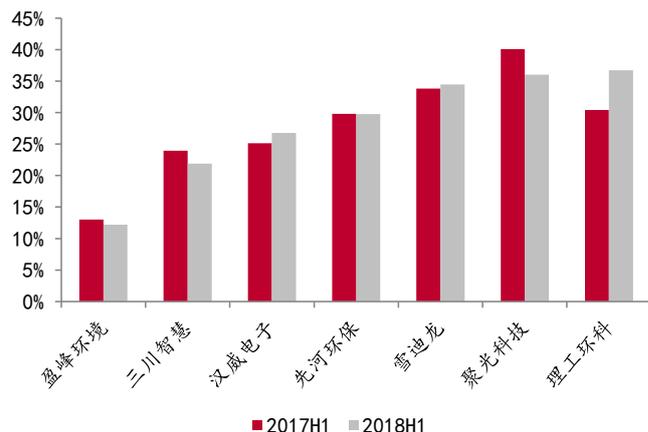


来源: wind, 中泰证券研究所

- 2018H1 大气治理板块整体毛利率下滑 2.4pct、期间费用率下滑 0.5pct。** 环境监测板块 2017 年毛利率为 34.0%，同比减少 2.4pct，其中理工环科毛利率水平最高（66.2%），盈峰环境毛利率水平最低（15.2%）。板块整体期间费用率为 24.0%，同比减少 0.5pct，其中聚光科技期间费用率最高（36.7%），盈峰环境期间费用率最低（12.2%）。

**图表 60: 环境监测板块各公司 2018H1 毛利率**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 61: 环境监测板块各公司 2018H1 期间费用率**


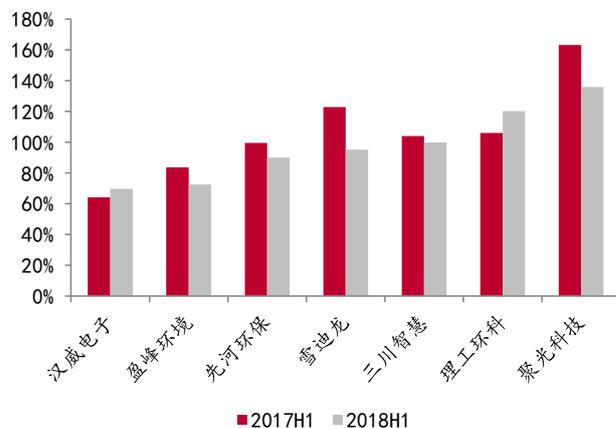
来源: wind, 中泰证券研究所

- 现金流状况下滑, 回款状况有所好转。** 环境监测板块 2018H1 经营性现金流量净额为-13.5 亿, 同比减少 57.0%, 现金流状况下滑, 板块整体应收账款占营收比重为 92.8%, 同比减少 10.4pct, 回款状况有所好转。监测板块中, 盈峰环境、理工环科经营性现金流量净额分别下滑 74.3%、559.6%, 现金流状况下滑较快。从回款状况来看, 聚光科技、雪迪龙应收账款占总营收比重分别下降 27.2pct、27.7pct, 回款能力提升较快。

**图表 62: 环境监测板块各公司 2018H1 经营性现金流量净额**

公司名称	经营性现金流量净额 (亿)				
	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
盈峰环境	0.72	0.36	-0.97	-3.76	-6.55
聚光科技	-0.79	-0.76	-2.73	-3.51	-1.83
雪迪龙	0.15	0.32	0.39	0.51	0.09
汉威电子	-0.11	0.25	0.46	0.49	-0.47
三川智慧	0.27	0.40	0.28	-0.36	-0.15
先河环保	-1.22	-1.07	-0.96	-1.84	-3.52
理工环科	0.82	0.01	-1.99	-0.16	-1.06

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 63: 环境监测板块各公司 2018H1 应收账款/营业收入**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资建议

- 从板块整体业绩来看, 环保行业受去杠杆影响明显, 整体业绩增速有所放缓。** 分子板块来看, 水治理板块及固废治理板块业绩增速下滑明显, 水治理板块业绩下滑主要因融资问题导致建设进度不达预期, 而固废治理板块业绩下滑主要受盛运环保、凯迪生态拖累。目前, 资管新规的落地、信用上的边际放松以及更加积极的财政政策都对环保板块释放了积

极的信号，环保公司的融资压力有望得到一定缓解，项目建设将恢复正常进度，板块整体估值有望回升，建议密切关注环保行业融资环境的变化及项目建设进度，继续关注固废治理、环卫服务、污水处理等拥有稳定运营类资产的细分领域，推荐标的：**瀚蓝环境、东江环保、博世科、盈峰环境。**

- **风险提示：政策不达预期，项目落地不达预期，行业竞争加剧风险**

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。