

环保 II

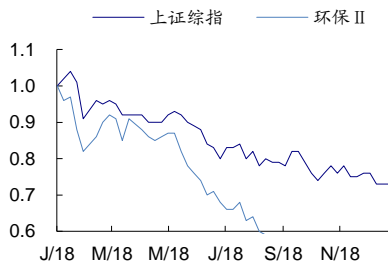
环保行业 2019 年 1 月投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 01 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

降准利好资金面改善, 优质公司商誉风险总体可控

相关研究报告:

《环保行业深度报告: 固废处置产业国际比较: 全产业链是必然趋势》——2018-12-24
《环保行业 2019 年投资策略: 拨云见日, 项目规范化将引领环保行业回归正轨》——2018-12-13
《环保行业 2018 年 12 月投资策略: 资金面破冰, 大规模缓解尚需时间》——2018-12-04
《环保行业周报: 10%限额内的 PPP 财政支出不是隐性债务, 看好 PPP 板块反弹》——2018-11-26
《环保行业重大事件快评: 规范商誉减值或影响部分环保公司短期业绩, 但总体风险可控》——2018-11-19

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

证券分析师: 王宁

电话: 021-60933142
E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517110001

● 央行降准释放流动性, 环保企业资金面有望改善

2019 年 1 月 4 日, 中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。其中, 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时, 2019 年一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做。根据央行测算, 此次降准将释放资金约 1.5 万亿元, 净释放长期资金约 8000 亿元。此次降准将对冲春节资金压力, 在经济下行背景下改善社会融资情况。过去一年去杠杆导致资金紧张, 环保行业经历阵痛。2018 年 11 月初, 习近平主持召开民营企业座谈会, 提出减税、解决融资难融资贵问题、营造公平竞争环境, 多部门陆续出台政策; 银行系统提出民营企业新增贷款“一二五”目标, 大幅提高民企贷款比例; 在央行提出设立民营企业债券融资支持工具后, 首单债券融资支持工具 11 月中旬由碧水源完成发债落地, 上海、四川、广东等多地都在积极推动民营企业债券融资支持工具落地。近期政策的密集出台叠加央行降准利好, 环保民企融资情况有望得到大幅度改善。

● 商誉减值总体风险可控, 重点公司商誉摊销对净利润影响不超过 7%

2006 年之前, 中国商誉按摊销处理。2006 年之后, 商誉进行减值。针对会计准则咨询论坛中的“商誉及其减值”议题文件, 财政部征求了咨询委员的意见, 大部分委员同意商誉摊销, 商誉准则可能变更。截止 2018 年三季度末, 环保行业商誉/净资产比例为 7.92%, 全行业排名第七。70% 的环保公司商誉占净资产比例未超过 10%, 整体风险可控。2015-2017 年环保行业资产减值损失较少, 减值主要集中在水处理和监测子板块。如商誉由减值变为摊销, 我们测算重点公司净利润影响不超过 7%, 优质公司影响较小。

● 投资策略: 工程类公司估值有望修复, 长期看好稳健运营类标的

多重政策催化下, 民企资金情况得到破冰, 但大规模的资金落地可能要等到 2019 年一季度之后, 同时 PPP 条例的出台和地方环保专项债的发行也是板块的催化因素。市场对于 PPP 情绪的修复有望带来工程板块的率先反弹, 这个阶段看好体量小、项目质量高的工程类个股, 有望受具体项目资金落地影响展现出高弹性。我们继续看好环保强监管趋势下受益, 行业增速趋势向上且有望保持的环境监测细分, 推荐网格化监测龙头先河环保和全国性监测龙头聚光科技。长期看好现金流优异的固废处置行业, 推荐运营稳健、估值错杀的细分固废运营龙头的瀚蓝环境、伟明环保、东江环保。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

风险提示: 资金面缓解或不及预期, 项目进度或不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
300388	国祯环保	买入	8.84	4,853	0.57	0.75	15.5	11.8
300137	先河环保	买入	8.25	4,546	0.45	0.61	18.3	13.5
600323	瀚蓝环境	买入	13.62	10,437	1.12	1.21	12.2	11.3
300203	聚光科技	买入	24.44	11,060	1.37	1.78	17.8	13.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

此次央行降准释放流动性，对金融、地产、基建等行业均是利好。而对环保行业来说，一方面过去三年 PPP 的大行其道导致众多企业现金流紧张，迫切需要国家层面资金的支持；另一方面，环保与地产、基建行业相比，政策扶持力度更大，没有政策束缚，且环保领域民企居多，如传导顺利，民企的资金压力有望得到较大程度缓解，环保企业将直接受益。

70%的环保公司商誉占净资产比例未超过 10%，总体风险可控。2015-2017 年环保行业资产减值损失较少，减值主要集中在水处理和监测子板块。如商誉减值改为商誉摊销，对多数重点环保公司净利润影响不超过 7%，高商誉占比公司净利润变动更大。

核心假设或逻辑

第一，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。

第二，银行扶持民企和小微企业的资金顺利落地，切实改善民企融资难、融资贵的局面。

第三，PPP 条例上半年顺利出台。

与市场预期不同之处

我们剖析过去一年环保上市公司的资金困境，详细分析了此次央行降准及近期密集出台的政策对环保上市公司资金层面的影响，认为目前环保工程类企业资金面有望改善，业绩有望反转，估值有望修复。

我们回顾了中国商誉摊销到目前的商誉减值再到有可能的商誉摊销的发展历程，通过详细案例对比分析了商誉摊销与商誉减值的影响，并对环保行业的商誉情况及商誉摊销对净利润的影响做了详细测算，认为总体风险可控，多数重点环保公司商誉摊销对净利润影响不超过 7%。

股价变化的催化因素

第一，工程类企业资金面改善带动业绩反转，叠加 PPP 条例出台预期。

第二，运营类公司订单超预期，行业集中度提升，龙头公司享受估值溢价。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，银行资金落地不及预期风险。

第二，项目进度不及预期风险。

内容目录

央行降准释放流动性，环保企业资金面有望改善	5
降准对冲春节资金压力	5
经济下行压力加大，社会融资情况有待改善	5
去杠杆导致资金紧张，环保行业过去一年经历阵痛	7
政策不断加码，降准锦上添花，民企资金面有望改善.....	9
商誉减值总体风险可控，重点公司商誉摊销对净利润影响不超过 7%	10
商誉准则随着我国经济发展情况而变更	10
证监会提示商誉风险，进一步规范商誉减值	11
会计准则咨询委员多数同意商誉摊销，商誉准则可能变更.....	13
商誉减值与商誉摊销对比分析：一鸣惊人 VS 低吟久鸣.....	13
环保公司商誉减值风险总体可控，摊销对净利润影响不超过 7%	16
投资策略	19
风险提示	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 2015 年 12 月-2018 年 12 月中国制造业 PMI 指数 (%)	6
图 2: 制造业生产指数 (%)	6
图 3: 制造业订单指数 (%)	6
图 4: 2015 年 12 月-2018 年 11 月社会融资存量规模同比增速 (%)	7
图 5: 2013-2017 环保板块营收 (亿元)	8
图 6: 2013-2017 环保板块净利润和增速 (亿元, %)	8
图 7: 环保公司近三年资产负债率情况	8
图 8: 环保板块近六年来现金流情况 (亿元)	9
图 9: 2015Q3-2018Q3 环保板块营收 (百万元) 及增速 (%)	9
图 10: 2015Q3-2018Q3 环保板块净利润 (亿) 及增速 (%)	9
图 11: 截止 2018 年三季度末 A 股商誉总额 (亿元)	12
图 12: 截止 2018 年三季度末各行业商誉金额 (亿元)	16
图 13: 截止 2018 年三季度末各行业商誉在总资产和净资产的占比 (%)	16
图 14: 截止 2018 年三季度末环保公司商誉在总资产、净资产占比公司分布	17
图 15: 截止 2018 年三季度末环保公司商誉在净资产占比	17
图 16: 15-17 年环保公司资产减值损失总计 (百万元)	18
图 17: 15-17 年环各版块商誉减值损失总计 (百万元)	18
表 1: 商誉减值和摊销的会计分录	14
表 2: 商誉减值与商誉摊销的优缺点	14
表 3: 2017 年部分重点环保公司商誉情况	18
表 4: 2017 年部分重点环保公司商誉摊销对净利润影响测算	19

2018年12月，我们外发环保行业2019年年度策略报告《拨云见日，项目规范化将引领环保行业回归正轨》。在年度策略报告中，我们提出环保行业在阵痛过后，正在发生积极的变化：①PPP重新走上规范发展之路。项目库清查使得行业刮骨疗毒，清查腾出政府支付空间。政府明确了PPP项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，当前地方政府支付能力处在安全区间内。加快出台PPP条例加强规范，后续将严控10%红线。预计在补短板的要求下，合规PPP项目将得到大力推进。②资金面逐渐放宽。在自上而下的强力推动下，民营企业融资难融资贵问题正得到切实解决。银行要大幅提高民企贷款比例，央行设立民营企业债券融资支持工具后，首单在11月中旬由碧水源发债落地。此外，地方环保专项债若能发行将提供新的行业发展动能。预计今年整体民企融资环境将得到较大改善。③去年出现了“国资”大手笔进军民营上市企业的现象，环保领域这样的现象尤为突出。国企介入，提供强力的资金支持，嫁接资源，减少企业发展的不确定性风险；但同时企业活力、管理层稳定性也受到一定的影响。

作为2019年1月份的月度投资策略报告，我们延续了19年年度策略报告的观点，但同时就1月份发生的一些重大事件提出我们的判断，分析对环保行业的影响。新年伊始，最受关注的莫过于1月4日央行宣布降准。此篇月底投资策略报告我们全面分析了央行降准对环保行业的影响。同时，近期财政部会计准则咨询委员会支持“商誉摊销”，此前热烈讨论的商誉减值问题再次成为大家关注的焦点。我们也借助于月度策略报告，对商誉摊销和商誉减值问题做了详细解读，并重点分析了商誉摊销对环保行业的冲击。最后，延续年度策略报告的投资观点，继续看好资金面改善带来的工程类企业估值修复行情以及现金流好、行业增速趋势向上的环境监测和固废细分，重点推荐先河环保、瀚蓝环境、伟明环保、上海环境。

央行降准释放流动性，环保企业资金面有望改善

2019年1月4日，中国人民银行宣布，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点。其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。根据中国人民银行的测算，此次降准将释放资金约1.5万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约8000亿元。

降准对冲春节资金压力

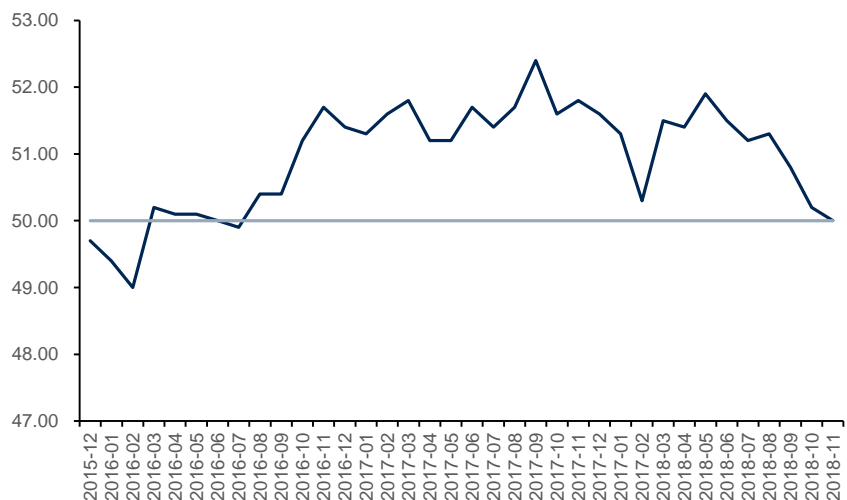
今年1月资金面将面临诸多资金压力，如逆回购和MLF到期、缴税、地方债提前放量、春节取现等。短期看，春节前流动性面临资金缺口。此次降准能够基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，并继续加大对小微、民营企业支持，同时置换MLF可降低相关银行付息成本，进而为实体经济降成本。

经济下行压力加大，社会融资情况有待改善

目前中国经济下行压力加大，需求疲软。从国家统计局公布的制造业PMI来看，2018年12月制造业PMI录得49.4%，较11月回落0.6个百分点，跌破荣枯

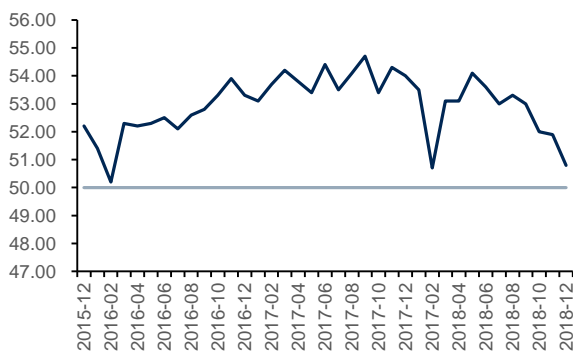
线，创下 16 年 3 月以来的新低。18 年 12 月新订单指数为 49.7%，比上月下降 0.7 个百分点，位于临界点之下，制造业企业产品订货量有所减少；原材料库存指数为 47.1%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点之下，制造业主要原材料库存降幅有所扩大；从业人员指数为 48.0%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点之下，制造业企业用工量有所减少。新出口订单指数和进口指数分别为 46.6%、45.9%，分别较上月回落 0.4 个、1.2 个百分点，新出口订单指数回落或受前期抢出口效应逐步消退影响，而进口景气度再度落至年内低点，内需放缓。新订单与新出口订单的差值为 3.1%，较上月收窄 0.3 个百分点，内需收缩。受到国际贸易摩擦、全球经济增长放缓等因素的影响，制造业内需下滑、外需仍受压制，企业去库存意愿增强，工业品价格趋于下行，制造业或将进一步受到拖累，经济下行压力有可能进一步加大。

图 1：2015 年 12 月-2018 年 12 月中国制造业 PMI 指数 (%)



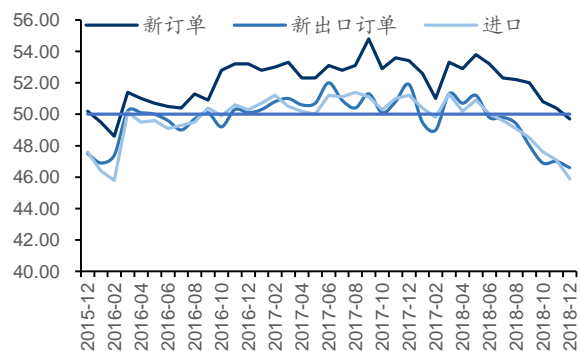
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：制造业生产指数 (%)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 3：制造业订单指数 (%)

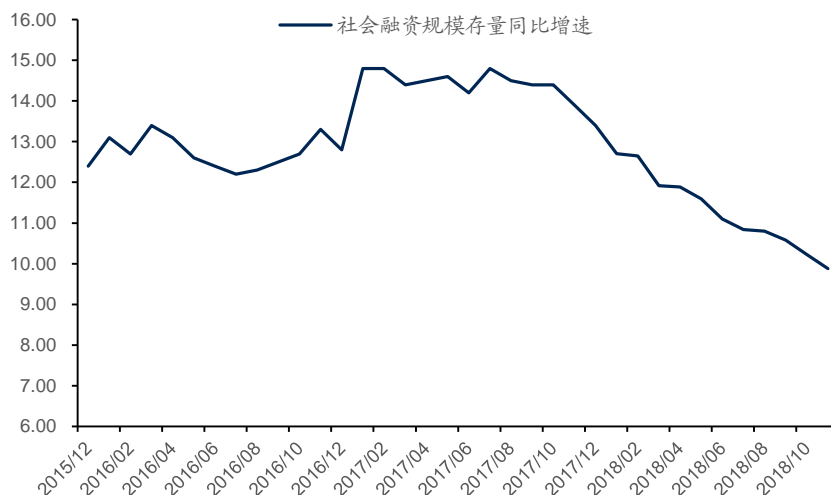


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

从社融情况来看，虽然此前央行采取多项措施鼓励和支持民企融资，但宽信用效果并不明显。从 18 年的社融存量增速来看，仍维持下行趋势。为了保持信贷和社融的合理增长，央行客观上需要释放更多流动性。从小微和民营企业融资环境来看，虽然从 18 年下半年开始，监管层多次出台政府扶持小微和民营企业发展，同时向民企出台纾困政策，但民企内部融资情况出现分化。民企龙头市场认可度逐步提升，但民企总体融资情况仍待改善。央行此次降准，结合了全

面降准、普惠金融定向降准动态考核和定向中期借贷便利操作，后两者均是针对小微、民营企业贷款投放。同时，自 2019 年起，央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”，扩大了普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面。多项政策相互叠加，体现了央行改善货币传导机制和支持民营、小微企业融资的决心和力度。

图 4: 2015 年 12 月-2018 年 11 月社会融资存量规模同比增速 (%)



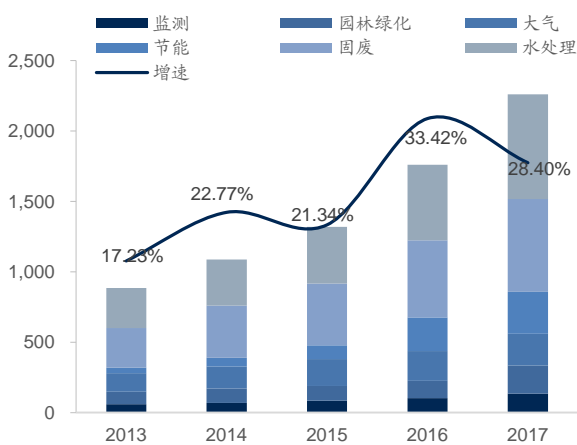
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

去杠杆导致资金紧张，环保行业过去一年经历阵痛

PPP 近年来发展快速，推动环保行业大发展。PPP 项目的项目数量和投资额都呈现出快速发展的势头。据全国 PPP 信息平台统计，截至 2018 年 10 月末，近 5 年来，全国已有 4302 个项目签约落地，带动投资 6.6 万亿元，涵盖市政工程、交通运输、环境保护等 19 个领域，一大批基础设施项目和基本公共服务项目投入运营服务。

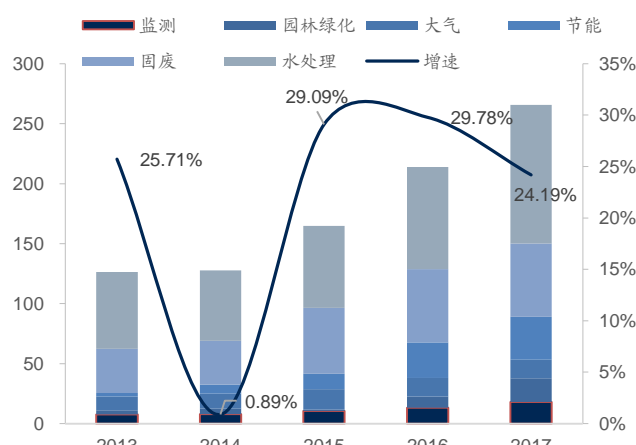
受 PPP 影响，近年来环保板块营收、净利润持续高增长，但利润率均有所下滑。2017 年环保上市公司营业收入同比增长 28%，净利润同比增长 25%。虽然营收、净利润仍维持快速增长，但与 16 年 (+33.42%) 相比，17 年增速放缓，利润率下滑。

图 5：2013-2017 环保板块营收（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

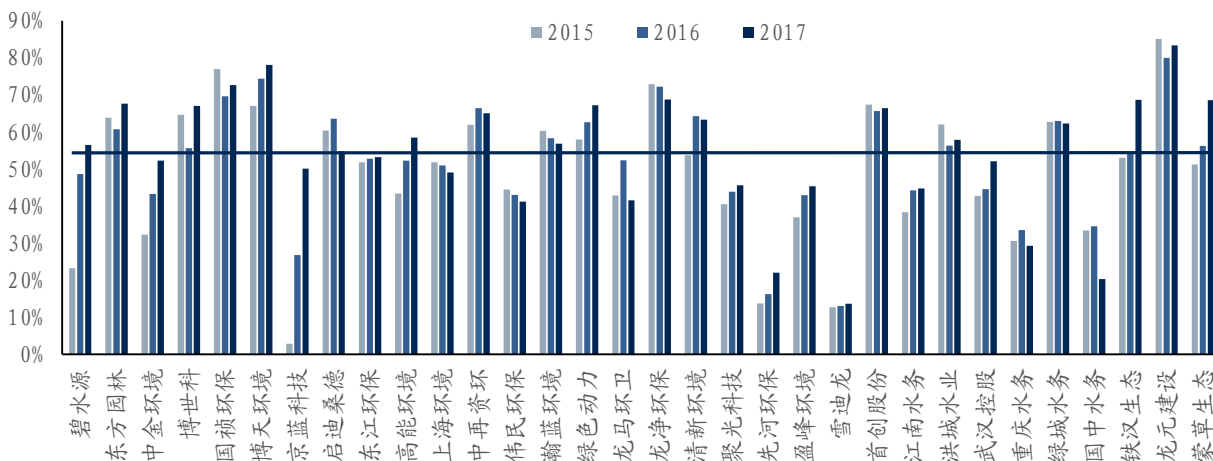
图 6：2013-2017 环保板块净利润和增速（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

环保企业资产负债率逐年攀升。近年来，随着 PPP 的大规模拓展，环保行业投资驱动的模式越发明晰，企业不断融资用于投资新签的环保工程项目，企业资产负债率逐渐提升。环保板块主要公司的平均资产负债率从 2015 年的 48%，到 2016 年的 52%，到 2017 年末增长到 54%。分板块来看，监测和水务板块公司的资产负债率较低，而水处理和园林类企业的最高，而固废企业居中。以碧水源、中金环境为例，近三年工程类公司资产负债率上升快速。而类似东江环保、上海环境、伟民环保等稳定的固废运营类公司，其近三年的资产负债率保持稳定，甚至逐渐降低。

图 7：环保公司近三年资产负债率情况

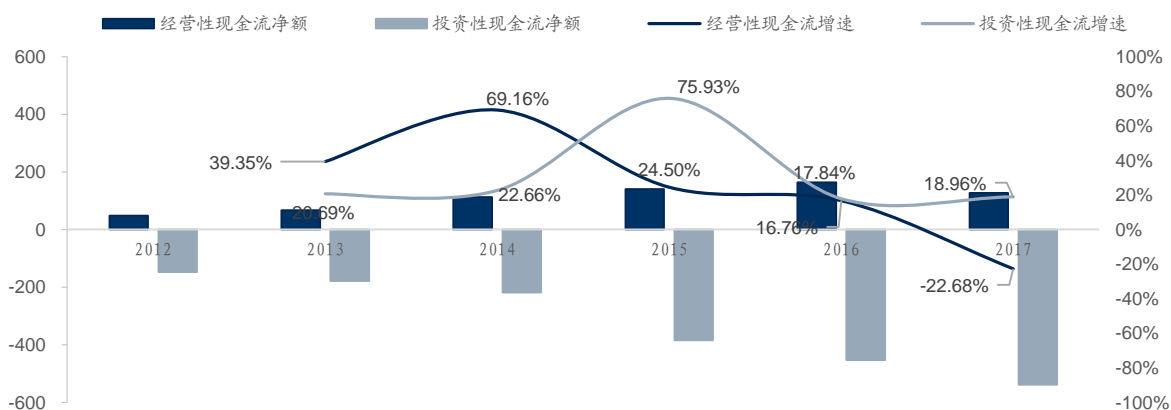


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

PPP 带动投资性现金流支出的大幅提升使得环保企业现金流紧张。从经营性现金流来看，虽然近年来环保企业营收和利润大幅增长，经营性现金流有所改善，但经营性现金流的增长却赶不上营收和利润的增速。现金回流成为业绩高速增长的环保行业的一大痛点。环保板块整体经营性现金流净额的增速从 2015 年开始显著下降，而对应的净利润增速却同年显著上升。到 2017 年，环保板块整体经营性现金流净额出现了-22.7%的负增长。而从投资性现金流来看，2015 年开始行业进入 PPP 模式大发展时代，环保企业对外投资支出大幅增加。到 2016/2017 年行业投资性现金流流出增长保持在 18%左右。到 2017 年底，我

统计的环保企业合计的投资性现金流流出净额已经超过经营性现金流净额的 4 倍，环保企业资金压力大。

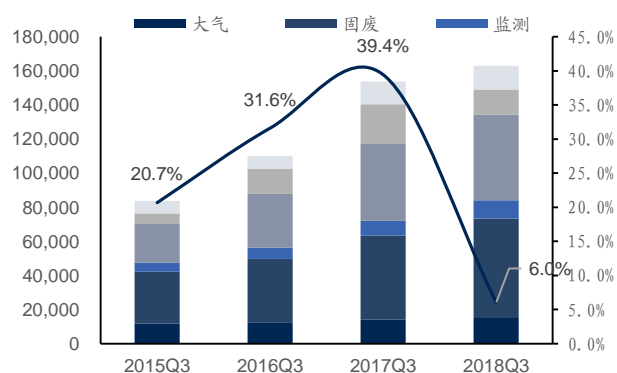
图 8: 环保板块近六年来现金流情况 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

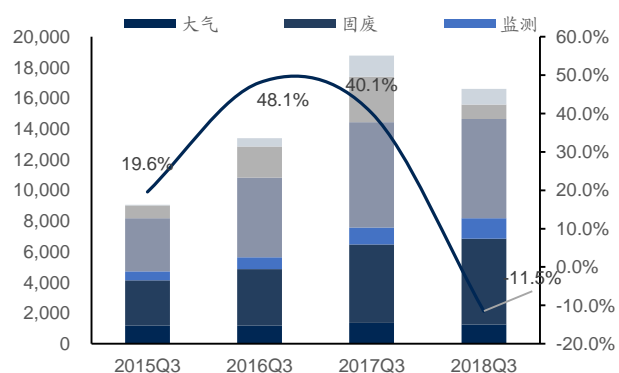
去杠杆带来的资金紧张导致工程业务收缩，环保行业经历阵痛。今年以来的资金紧张情况空前严峻，上市环保公司企业本部和项目公司的贷款都非常困难，特别是工程项目公司的贷款之前一度全面停贷，给企业工程进度推进带来了严重影响。此外，由于现金流紧张，企业在投资方面也趋于谨慎，导致今年环保工程进度全面低于预期。受此影响，环保板块今年来业绩增速下滑显著。从整体来看：环保板块 2018 年前三季度营收、净利润分别同比+6.1%、-24.0%，营收增速同比明显下滑，净利润大幅度负增长。2018 年前三季度，59 家环保上市公司共实现营业收入 1629.7 亿元，同比增长 6.1%；共实现净利润 143.7 亿元，同比下滑 24.0%。板块整体毛利率 28.32%，同比下滑 0.57pct；净利率 9.00%，同比下滑 3.71pct，主要原因是资金面紧张，环保公司财务成本大幅度增加。与去年同期（营收+38.8%、净利润 37.1%）相比，2018 年前三季度环保板块营收、净利润增速下滑明显，特别是净利润出现大幅度的负增长。

图 9: 2015Q3-2018Q3 环保板块营收 (百万元) 及增速 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2015Q3-2018Q3 环保板块净利润 (亿) 及增速 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

政策不断加码，降准锦上添花，民企资金面有望改善

自 2018 年 10 月份，政策风向出现明显变化，要加大基建补短板力度，同是大力缓解民营企业流动性紧张、融资困难的局面。国家陆续出台了一系列政策改善民企的融资难、融资贵的局面。

- 10月22日，国常会明确指出，民营企业是推动经济社会发展的重要力量。要出台更多有利于民营企业稳定健康发展的政策。会议决定：（1）对有需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度。（2）由人行向专业机构提供初始资金支持，委托其为经营正常、流动性暂时困难的民企发债提供增信。（3）条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金参与民企发债增信，建立风险共担机制。
- 10月22日，央行决定在原来1500亿的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。此外，引导设立“民营企业债券融资支持工具”，该工具由人行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具（CRM）、担保增信等多种方式，重点支持暂遇困难的优质民企债券融资。
- 10月31日国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确表示，对经核查符合规定的PPP项目加大推进力度，积极推动符合条件项目发行债券、规范开展资产证券化。
- 11月1日，习近平主持召开民营企业座谈会；提出减轻企业税费负担、解决民营企业融资难融资贵问题、营造公平竞争环境、完善政策执行方式、构建亲清新型政商关系、保护企业家人身和财产安全。
- 11月2日，中国人民银行营业管理部发布20条措施，通过设立70亿元的再贴现额度、增设再贴现窗口、引导设立民企债券融资支持工具等，进一步引导金融机构支持北京民营和小微企业发展。
- 11月9日，李克强召开国常会，要求开展专项行动解决政府和国企拖欠民营企业账款问题；中期借贷便利（MLF）合格担保品范围，从单户授信500万元及以下小微企业贷款扩至1000万元；要力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点。

此次央行降准释放流动性，对金融、地产、基建等行业均是利好。而对环保行业来说，一方面过去三年PPP的大行其道导致众多企业现金流紧张，迫切需要国家层面资金的支持；另一方面，环保与地产、基建行业相比，政策扶持力度更大，没有政策束缚，且环保领域民企居多，如传导顺利，民企的资金压力有望得到较大程度缓解，环保企业将直接受益。

商誉减值总体风险可控，重点公司商誉摊销对净利润影响不超过7%

商誉准则随着我国经济发展情况而变更

2006年以前，并购潮促商誉产生，后续按无形资产摊销。20世纪80年代，全球并购浪潮进入中国，国内企业为追求规模经济进行了一系列的并购活动，由此开启中国企业并购的发展之路。在这期间，商誉会计也经历了从产生到逐步成熟的过程，有关商誉的会计准则逐渐完善。

在改革开放不断深入的过程中，原有较笼统的会计制度难以适应不断变化的市场经济。因此，在20世纪90年代，财政部便制定了具有针对性和适应性的会计准则。初期的会计准则均认为商誉符合无形资产特征，简单化地将商誉归属于无形资产这

一范畴。那么按照无形资产的会计处理方法，商誉的后续计量则应采用摊销方式，商誉按不超过 10 年的摊销期间在各年确认摊销费用。

- **1992 年 11 月**，我国首部企业会计准则《企业会计准则》明确将商誉划分为无形资产，并规定各种无形资产应当在受益期内分期平均摊销，未摊销余额在会计报表中列示。
- **1996 年 1 月**，财政部公布《企业会计准则——企业合并》（征求意见稿）进一步细化了商誉的确认和摊销方式。准则规定：购买方在并购中产生的合并成本大于其取得的可辨认净资产公允价值份额的差额视为商誉，商誉不论正负均采用直线法进行摊销，其中正商誉在 10 年及以内摊销完毕并确认为格其费用，负商誉在 5 年及以内摊销完毕并确认各期收益。
- **1997 年 8 月**，《企业兼并有会计处理问题暂行规定》明确规定了企业并购商誉应当计入“无形资产——商誉”这一会计科目。
- **2001 年 1 月**，《企业会计准则——无形资产》将无形资产进行了细分，认为商誉属于不可辨认的无形资产，并规定商誉应当按照企业消耗该资产产生经济利益的方式，在预计使用期限内采用系统、合理的方法摊销。如果无法可靠地确定商誉所产生经济利益的消耗方式，应采用直线法按不超过 10 年的期限摊销。

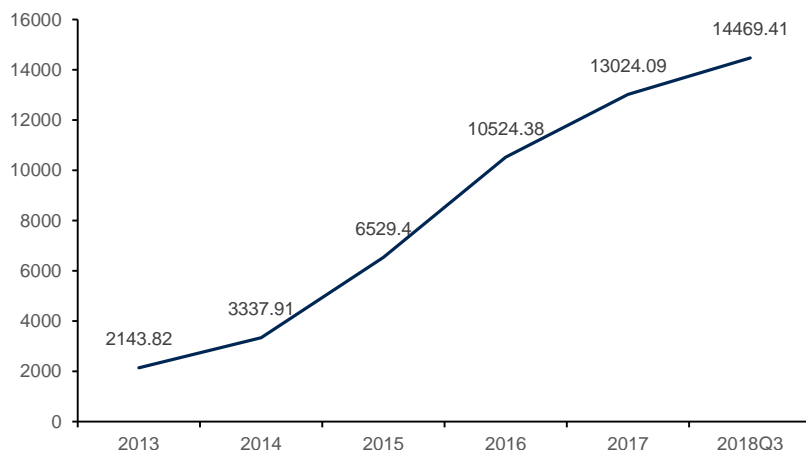
2006 年以后，商誉摊销变减值，反映国际化趋同要求。随着我国市场经济不断发展，我国的会计制度完善逐渐迈进了新的阶段。21 世纪初，我国进入世界经济舞台。为了适应经济全球化的大环境，我国会计准则进行了一次重大改革，目的是为了向国际会计准则趋同，促进中国会计向国际化发展。

- **2006 年**，财政部颁布新的《企业会计准则》，将商誉从无形资产中分离，独立地作为一项特殊的企业资产，并对这项新资产的确认、计量、记录进行重新规定。准则取消了商誉不超过 10 年进行摊销的方法，而是规定并购商誉至少应当在每年年度终了进行减值测试，商誉应结合与其相关资产组或者资产组组合进行减值测试。

证监会提示商誉风险，进一步规范商誉减值

从 2013 年来，我国并购市场活跃度不断增加，发展速度迅速提升。A 股市场商誉总额从 2013 年的 2143.82 亿元猛然上升至 2017 年的 13024.09 亿元，增长超过了 5 倍。截至 2018 年三季度末，A 股市场更以 14469.41 亿元巨额商誉高悬于顶。而近年来，许多被并购企业的业绩未能达到预期，频频出现商誉减值风险，对并购企业的业绩产生较大的影响。同时由于商誉减值监管不严，许多上市公司存在一些未减值、减值金额不真实、减值过程未披露等不规范现象，这导致现有的巨额商誉背后正无形潜伏着巨大的业绩风险，雷点重重，不容忽视。

图 11: 截止 2018 年三季度末 A 股商誉总额 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年 11 月 16 日, 证监会发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》。提示中对商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计、与商誉减值事项相关的评估方面做了详细的说明, 以强化商誉减值的会计监管, 进一步规范上市公司商誉减值的会计处理及信息披露。

- **要点一: 定期或及时进行商誉减值测试, 并重点关注特定减值迹象, 不得以尚在业绩承诺期为由不进行减值测试。** 准则规定, 公司应当在资产负债表日判断是否存在可能发生资产减值的迹象。对企业合并所形成的商誉, 公司应当至少在每年年度终了进行减值测试。公司应合理区分并分别处理商誉减值事项和并购重组相关方的业绩补偿事项, 不得以业绩补偿承诺为由, 不进行商誉减值测试。
- **要点二: 合理将商誉分摊至资产组或资产组组合进行减值测试。** 准则规定, 对因企业合并形成的商誉, 由于其难以独立产生现金流量, 公司应自购买日起按照一贯、合理的方法将其账面价值分摊至相关的资产组或资产组组合, 并据此进行减值测试。
- **要点三: 严格执行减值测试程序, 合理确定可回收金额。** 公司应严格按照《企业会计准则第 8 号——资产减值》的规定进行商誉减值测试, 不得忽略或错误地实施减值测试程序。资产组或资产组组合的可收回金额的估计, 应根据其公允价值减去处置费用后的净额与预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定。
- **要点四: 重视商誉减值信息披露, 详细披露商誉减值测试的过程与方法。** 公司应在财务报告(包括年度报告、半年度报告、季度报告)中披露与商誉减值相关的且便于理解和使用财务报告的所有重要、关键信息。应在披露商誉减值金额的同时, 详细披露商誉减值测试的过程与方法。
- **要点五: 会计师事务所应结合商誉减值事项的重要程度及不确定性程度, 恰当认定风险性质。** 在了解被审计单位及其环境以识别和评估重大错报风险时, 会计师事务所应结合商誉减值事项的重要程度及不确定性程度, 恰当认定其风险性质, 以确定其是否为认定层次的重大错报风险。
- **要点六: 评估机构不得以股权、企业价值的评估报告代替以财务报告为目的的评估报告。** 评估机构应按约定的评估目的、评估基准日、评估对象、评估范围、价值类型等要素开展评估工作, 不得随意变更关键评估要素, 不得以

股权、企业价值的评估报告代替以财务报告为目的的评估报告。

《提示》重点强调要定期进行减值测试（细化到季报），披露更加详细透明。之前的减值测试集中于年报，披露不连贯透明，成为上市公司调控利润的手段。预计《提示》出台后减值测试更为严格，将一定程度上影响商誉高、且未进行减值测试的部分上市公司利润情况。

会计准则咨询委员多数同意商誉摊销，商誉准则可能变更

2018年11月21-22日，亚洲-大洋洲会计准则制定机构组第十届全体会议在新加坡召开，来自中国、印度、日本、韩国、澳大利亚、马来西亚、新加坡等亚洲、大洋洲20个国家和地区会计准则制定机构的百余位代表出席。针对会计准则咨询论坛中的“商誉及其减值”议题文件，财政部征求了咨询委员的意见，大部分委员同意商誉摊销。

- **要点一：完善商誉减值信息披露。**在确定需要增加的披露信息时，应结合成本效益原则和重要性原则，考虑披露与商誉及其减值有关的定量信息以及协同效应等定性信息。
- **要点二：同意商誉应随着企业合并利益的消耗而逐渐减记为零。**原因在于：1）商誉符合资产的定义，价值是递减的；2）当被购买业务随着协同效应的产生和经营时间的延长而逐渐变现时，商誉价值也相应地消耗；3）将商誉突然减记至零，那么可能会造成以前期间的企业业绩不真实。
- **要点三：商誉摊销能够更好地实现将商誉账面价值逐渐减记至零的目标。**商誉摊销能够更加及时、恰当地反映商誉的消耗过程，并且该方法成本低，便于操作，有利于投资者理解，可增强企业之间会计信息的可比性。
- **要点四：建议国际会计准则理事会商誉摊销方法及使用寿命的确定给予可操作的指引。**确定商誉的使用寿命和消耗方式虽然较为复杂，但仍然可行。目前委员对使用寿命确定的观点有三类：1）以商誉所被分配的资产组(或组合)中主要资产的使用寿命为基础估计；2）以商誉初始确认时采用的预期受益年限为基础估计；3）建议设置商誉的使用寿命上限。

从会计准则咨询委员发表的意见中可以发现，目前商誉减值的管理还有待提升，背后的风险急需引起重视，也呼应了证监会对商誉减值的会计监管风险提示一文。另一方面，委员意见赞同了商誉摊销的合理性，并建议将其进行实际操作化。商誉摊销对于当下商誉剧增、风险加大的现状将有所改善，因此此次意见能够在一定程度上反映未来商誉减值转变为摊销的些许可能性。

商誉减值与商誉摊销对比分析：一鸣惊人 VS 低吟久鸣

会计科目有别，作用相似。商誉减值适用于《企业会计准则——资产减值》，减值金额进入资产减值损失科目和商誉减值准备科目，同时抵减企业利润和商誉金额；而商誉摊销即是将其类同于无形资产进行处理，参照《企业会计准则——无形资产》的后续摊销处理方式，将摊销金额计入管理费用等成本费用类科目和商誉累计摊销科目，同时抵减企业利润和商誉金额。可见，两者对企业资产负债表的影响科目不同，但类型是基本一致的。

表 1: 商誉减值和摊销的会计分录

类型	会计分录
商誉减值	借: 资产减值损失 (利润表项目, 抵减利润) 贷: 商誉减值准备 (资产负债表项目, 抵减商誉)
商誉摊销	借: 管理费用等 (利润表项目, 抵减利润) 贷: 商誉累计摊销 (资产负债表项目, 抵减商誉)

资料来源:国信证券经济研究所整理

影响年度和数额差异很大。由于减值和摊销的性质和方式均不同,这导致两种后续计量方式对公司造成影响的频率和程度是不同的。资产减值准则规定,并购商誉至少应当在每年年度终了进行减值测试,应结合与其相关资产组或者资产组组合进行减值测试,若减值测试结果表明可收回金额低于账面价值,则减值金额按照可收回金额低于账面价值的差额计量;若减值测试发现无实质性减值迹象,可收回金额高于账面价值,则无需进行减值。因此,商誉减值对公司的影响可分两个阶段:

- 在无需进行减值时,母公司**不做任何会计处理**。因此,商誉资产可以在一段期间内保持不变,同时不影响年度净利润;
- 在需要减值的当年,母公司**应进行减值的会计处理**。因此,母公司当年商誉资产将减少、经营利润将减小。同时,由于减值数额通常较大,甚至会出现全额一次性减值的情况,因此当年该商誉减值行为会对母公司的业绩情况会产生较大的影响。

而商誉摊销若按照以往准则规定,则应当采用年限平均法将商誉总额在不超过 10 年内均匀分摊。因此,商誉摊销对公司的影响比较稳定,且更为持续。

- 母公司**每年均要对商誉摊销进行会计处理**。商誉在一定年限里分期摊销,会导致商誉资产每年减少,摊销费用每年抵减利润。同时由于摊销金额较减值金额相对小,因此对母公司利润影响程度相对更小。

两种处理方式各有利弊。在使用商誉减值进行后续计量的情况下,如果公司经营正常、基本面稳定,则不用进行实质减值,对并购企业的利润几乎没有影响,有利于维持市场稳定。在大部分收购案例中,进行商誉减值的并不多,因此多数并购企业能够在较长时间内保持的正常盈利状况。但它存在一定缺陷:1)在减值测试过程中,存在较大的主观性,具有一定的操纵空间。多数公司在测算资产可收回金额时,现金流、折现率等数据指标确定方式比较模糊,人为主观考虑因素较多,不少公司借此操纵利润;2)一旦减值,并购企业的资产和盈利状况会产生较大的波动,业绩跳水严重,将会引起不好的市场反应;3)在经济环境下行时,减值会推迟企业的利润变化,可能面临潜在风险。

相比之下,商誉摊销的优劣显而易见。其优点在于,1)摊销过程较为客观,主观性更弱。摊销年限和方法均由准则规定了选择空间,人为主观因素较少,操作程度相对小;2)每年分摊大额商誉能够熨平突然减值带来的巨大业绩波动,可体现出商誉逐渐消耗的过程,对公司的业绩影响更加柔和;3)为并购市场降温,公司将更谨慎进行并购活动。然而,摊销最大的问题在于,如果高溢价收购一家企业,即使基本面没有变化,每年并购企业仍需要按照固定比例进行摊销,这对企业每年利润来说会造成较大的影响,每股收益也会相应降低,进而估值也会下降,并且这种影响在摊销期限内是一直持续的。

表 2: 商誉减值与商誉摊销的优缺点

类型	优点	缺点
商誉减值	基本面稳定时不影响利润,有利于维持市场稳定	减值过程主观操纵 减值造成资产和盈利波动很大
商誉摊销	摊销过程客观性强 体现商誉逐渐消耗过程	减值推迟企业利润变化 常年抵减利润,降低每股收益和估值

商誉后续计量案例对比分析

2018 年末 A 公司 100% 收购 B 公司，并购日被并方 B 公司的可辨认净资产公允价值为 6 亿元，并购方 A 公司给出对价 10 亿元，则并购商誉应为 4 亿元。B 公司每年可产生 1 亿元净利润。

➤ 商誉减值

2019 年，减值测试结果为无需减值

1) A 公司根据 B 公司产生的净利润确认投资收益：

借：长期股权投资 1 亿

 贷：投资收益 1 亿

2020 年，减值测试结果为需要减值，减值金额为 3 亿

1) A 公司根据 B 公司产生的净利润确认投资收益：

借：长期股权投资 1 亿

 贷：投资收益 1 亿

2) 计提资产减值准备：

 借：资产减值损失 3 亿

 贷：商誉减值准备 3 亿

结果分析：2019 年，在无需减值的情况下，B 公司可为 A 公司带来 1 亿盈利，A 公司通过并购保持着靓丽的业绩。2020 年，由于 B 公司业绩不达标等各方面原因，A 公司进行了大额商誉减值，导致 A 公司的利润骤减 3 亿，因并购 B 公司造成 A 公司损失合计为 2 亿，同时造成资产账面价值也减少 3 亿。可以看出，商誉减值前后业绩变化很大，减值前 A 公司能够享受高额并购收益，增强自身业绩表现；减值后母公司经营业绩往往会受到较为严重的打击，存在较大的波动风险。

➤ 商誉摊销

假设商誉按 10 年摊销，则每年摊销 0.4 亿。

2019 年

1) A 公司根据 B 公司产生的净利润确认投资收益：

借：长期股权投资 1 亿

 贷：投资收益 1 亿

2) 计提商誉累计摊销：

借：管理费用 0.4 亿

 贷：商誉累计摊销 0.4 亿

2020 年

1) A 公司根据 B 公司产生的净利润确认投资收益：

借：长期股权投资 1 亿

 贷：投资收益 1 亿

2) 计提商誉累计摊销：

借：管理费用 0.4 亿

 贷：商誉累计摊销 0.4 亿

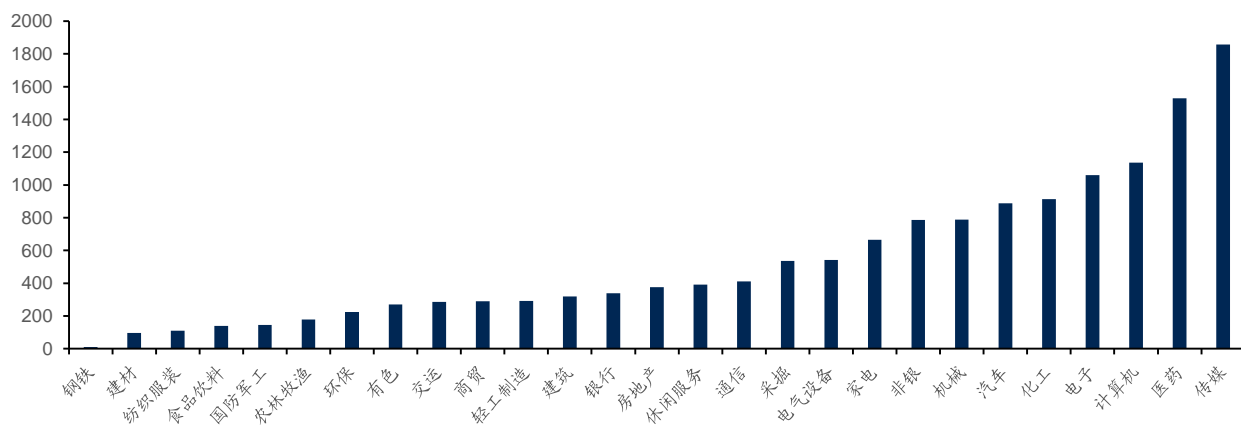
结果分析：2019-2020 年，不论经营状况、基本面如何，商誉每年均减少 0.4 亿元，摊销费用每年均增加 0.4 亿元，导致 A 公司每年的商誉资产和利润都会因此而减少，并购 B 公司每年均为 A 公司合计带来 0.6 亿收益。可见，商誉摊

销后的收益金额较摊销前有大幅减少，在一定程度上降低了 A 公司盈利能力；各年收益金额保持平稳，对 A 公司利润的影响相对更柔和，隐藏的业绩跳水风险有所减小。

环保公司商誉减值风险总体可控，摊销对净利润影响不超过 7%

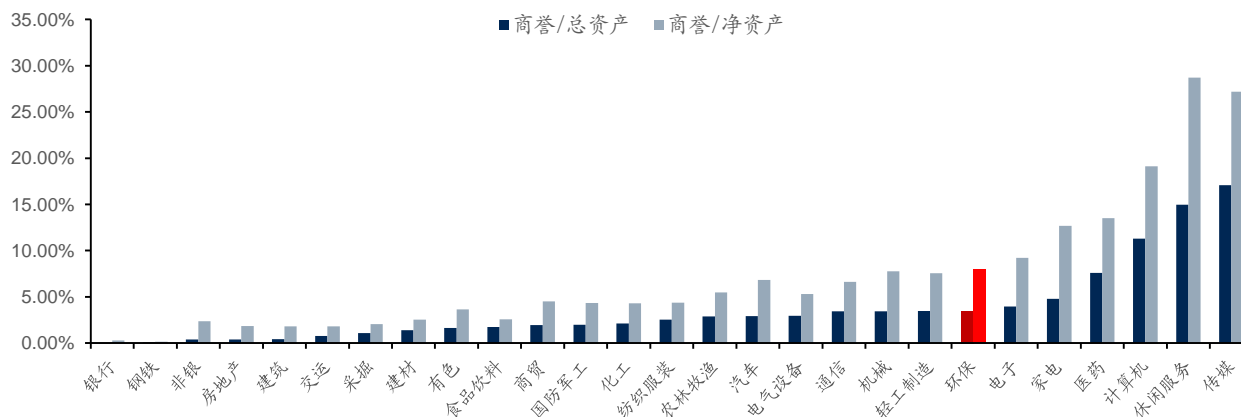
环保行业商誉/净资产比例为 7.92%，全行业排名第七。截至 2018 年三季度末，A 股上市公司商誉达到 1.45 万亿元，同比增长 15.18%、环比增长 4.05%，在 A 股历史上首度突破 1.4 万亿元。环保行业的商誉共 222.61 亿，占总资产比例为 3.48%，占净资产比例为 7.92%。在所有行业中，环保商誉总额 222.61 亿，在所有 27 个行业中排名第 21 位 (21/27)，总金额并不多。从商誉占总资产与净资产比例来看，环保行业商誉占总资产比例为 3.48%，商誉占净资产比例为 7.92%，在所有行业中排名第 7 位 (7/27)，仅低于传媒、休闲服务、计算机、医药、家电、电子，处于较高水平。

图 12: 截止 2018 年三季度末各行业商誉金额 (亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 截止 2018 年三季度末各行业商誉在总资产和净资产的占比 (%)

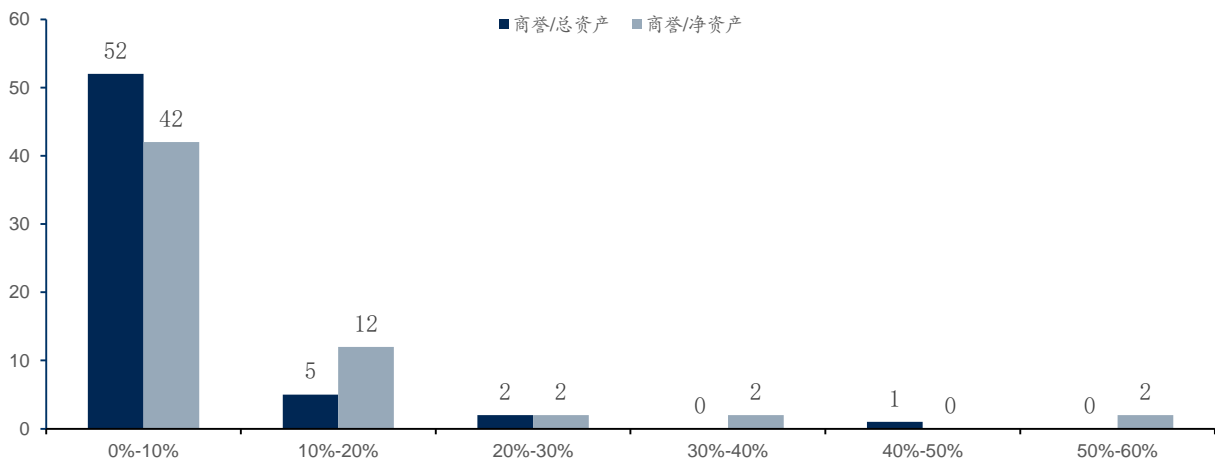


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

70%的环保公司商誉占净资产比例未超过10%，整体风险可控，中金环境和理工环科占比超50%。以我们跟踪的60家环保上市公司为样本，从商誉占总资产的比例来看，所有公司商誉占总资产的比例均未超过50%。其中处于0%-10%区间的共52家，在环保公司中占比86.67%；处于10%-20%区间的共5家，占比8.33%，分别为维尔利（15.97%）、东江环保（12.66%）、兴源环境（12.25%）、先河环保（13.29%）；处于20%-30%区间的共2家，占比3.33%，分别为中金环境（29.31%）、天瑞仪器（24.10%）；处于40%-50%区间的共1家，为理工环科（48.43%）。

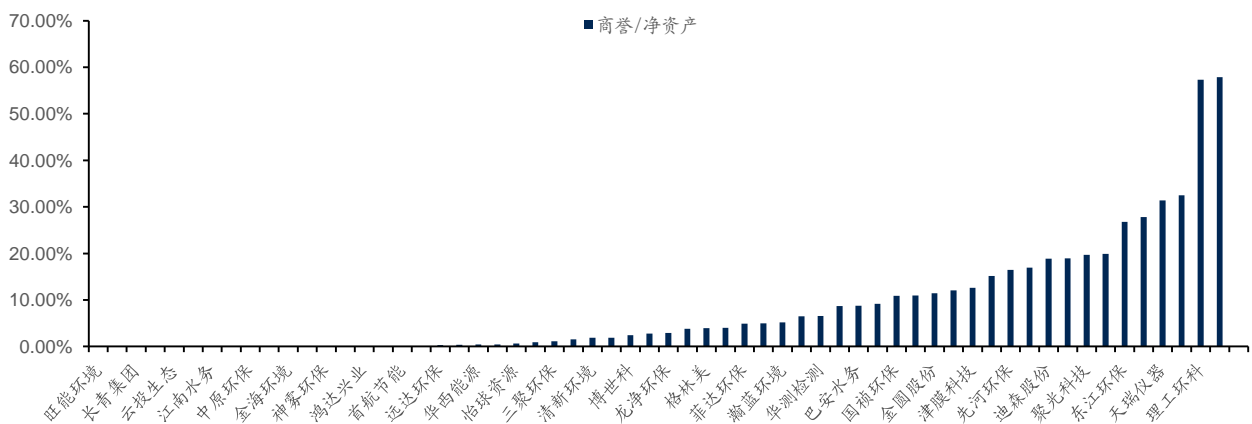
从商誉占净资产的比例来看，中金环境和理工环科2家公司商誉占净资产的比例超过了50%。处于0%-10%区间的共42家，在环保公司中占比70%；处于10%-20%区间的共12家，占比20%；处于20%-30%区间的共2家，占比3.33%，分别为维尔利（27.79%）、东江环保（26.78%）；处于30%-40%区间的共2家，占比3.33%，分别为兴源环境（32.48%）、天瑞仪器（31.41%）；处于50%-60%区间的共2家，占比3.33%，分别为中金环境（57.84%）、理工环科（57.35%）。

图 14：截止 2018 年三季度末环保公司商誉在总资产、净资产占比公司分布



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15：截止 2018 年三季度末环保公司商誉在净资产占比



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

此外，监测公司收购较多，商誉比重也较高，如聚光科技（7.6 亿，19.72%）和先

河环保（2.93 亿，16.48%），其中先河环保中主要的商誉来源科迪隆公司（商誉 1.78 亿）已完成三年的业绩承诺，减值风险较低。

从环保重点公司情况来看，商誉占总资产比重比例均在 14%以下，商誉占净资产比例均在 20%以内。优质环保公司经营风格稳健，更注重收购标的质量，受商誉影响并不大。

表 3：2017 年部分重点环保公司商誉情况

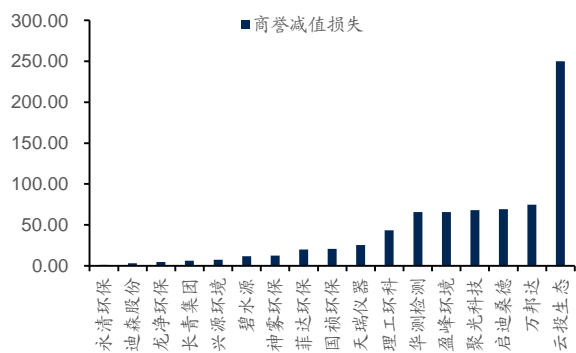
证券简称	商誉	总资产	净资产	净利润	商誉/总资产	商誉/净资产	商誉/净利润
清新环境	0.95	119.72	50.63	6.74	0.79%	1.87%	14.09%
龙净环保	1.44	179.81	49.01	7.28	0.80%	2.93%	19.78%
中再资环	0.36	51.14	19.01	2.20	0.70%	1.88%	16.36%
启迪桑德	7.72	397.57	155.84	12.69	1.94%	4.95%	60.84%
碧水源	8.19	456.37	198.81	25.91	1.79%	4.12%	31.61%
博世科	0.39	58.47	16.04	1.45	0.66%	2.42%	26.90%
国祯环保	2.71	93.10	24.86	2.08	2.91%	10.92%	130.29%
东方园林	23.23	415.16	122.76	22.21	5.60%	18.93%	104.59%
聚光科技	7.60	72.53	38.55	5.02	10.48%	19.72%	151.39%
先河环保	2.94	22.10	17.82	2.00	13.29%	16.48%	147.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

2015-2017 年环保行业资产减值损失较少,减值主要集中在水处理和监测子板块。

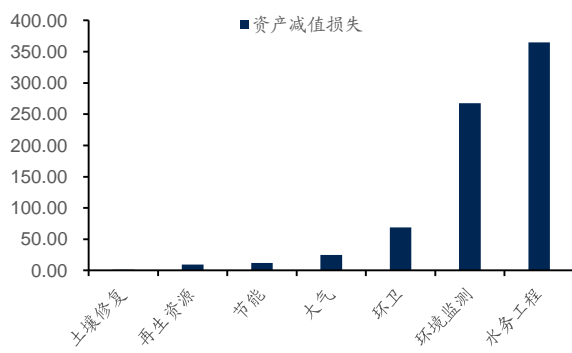
从 2015-2017 年环保行业资产减值损失情况来看,60 家环保上市公司中,仅有 17 家公司确认了资产减值损失,其中过去三年确认资产减值损失最多的为云投生态,共 2.5 亿;确认最少的为永清环保,共 111 万。从环保各版块情况来看,水务工程和环境监测板块确认资产减值损失较多,分别为 3.65 亿和 2.67 亿。水务工程板块主要由于云投生态一家公司确认了资产减值损失 2.5 亿。如去掉云投生态的影响,水务工程板块过去三年确认资产减值损失为 1.14 亿。环境监测板块由于自身行业属性,板块内上市公司并购较多,形成商誉金额较大,在收购标的业绩未完成业绩承诺的情况下确认资产减值损失较多。

图 16：15-17 年环保公司资产减值损失总计（百万元）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17：15-17 年环各版块商誉减值损失总计（百万元）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

商誉摊销对多数重点环保公司净利润影响不超过 7%，高商誉占比公司净利润变动更大。按照 10 年摊销期限，对 2017 年部分重点环保公司的商誉进行摊销测算。根据测算结果显示，摊销费用将减少公司当年净利润，净利润变动幅度均维持在 16%以内。其中，商誉/净资产占比低于 10%的环保公司，商誉摊销导致净利润变动不超过 7%，较高者如启迪桑德（4.95%，-6.08%）、较低者如清新环境（1.87%，-1.41%）；商誉/净资产占比高于 10%的环保公司，净利润变动则相对较大，但均不超过 16%，较高者如聚光科技（19.72%，-15.14%）、较低者如东方园林（18.93%，-10.46%）。整体而言，商誉摊销对优质环保公司净利润影响不大，对商誉/净资产高占比的环保公司而言业绩拉低作用明显。

表 4: 2017 年部分重点环保公司商誉摊销对净利润影响测算

证券简称	商誉/净资产	摊销前商誉	摊销前净利润	商誉摊销额	摊销后商誉	摊销后净利润	商誉变动	净利润变动
清新环境	1.87%	0.95	6.74	0.095	0.855	6.645	-10%	-1.41%
龙净环保	2.93%	1.44	7.28	0.144	1.296	7.136	-10%	-1.98%
中再资环	1.88%	0.36	2.20	0.036	0.324	2.164	-10%	-1.64%
启迪桑德	4.95%	7.72	12.69	0.772	6.948	11.918	-10%	-6.08%
碧水源	4.12%	8.19	25.91	0.819	7.371	25.091	-10%	-3.16%
博世科	2.42%	0.39	1.45	0.039	0.351	1.411	-10%	-2.69%
国祯环保	10.92%	2.71	2.08	0.271	2.439	1.809	-10%	-13.03%
东方园林	18.93%	23.23	22.21	2.323	20.907	19.887	-10%	-10.46%
聚光科技	19.72%	7.6	5.02	0.76	6.84	4.26	-10%	-15.14%
先河环保	16.48%	2.94	2.00	0.294	2.646	1.706	-10%	-14.70%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

投资策略

在央行降准及多重政策催动下, 民企资金情况得到破冰, 环保工程类公司边际改善, 大规模的资金落地可能要等到 2019 年一季度之后, 同时 PPP 条例的出台和地方环保专项债的发行也是 PPP 板块的催化因素。市场对于 PPP 情绪的修复有望带来工程板块的率先反弹, 这个阶段看好体量小、项目质量高的工程类个股, 有望受具体项目资金落地影响展现出高弹性, 建议重点关注**国祯环保**。

我们长期看好环保行业的核心运营类资产, 特别是固废处置行业。在市场对环保板块的情绪得到改善后, 错杀的运营类标的估值有望得到修复, 推荐现金流优质、运营稳健、有成长潜力的细分固废运营龙头的**瀚蓝环境**、**伟明环保**、**上海环境**。

我们继续看好环保强监管趋势下受益, 行业增速趋势向上且有望保持的环境监测细分, 推荐网格化监测龙头**先河环保**和全国性监测龙头**聚光科技**。

风险提示

宏观经济、重大自然灾害等系统性风险; 政策落地不及预期风险; 国企改革进度低于预期风险; 收购整合低于预期及商誉减值风险。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (1/9)	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
300203	聚光科技	买入	24.44	1.00	1.37	1.78	24.44	17.84	13.73	5.84
300137	先河环保	买入	8.25	0.55	0.45	0.61	15.00	18.33	13.52	4.93
603568	伟明环保	买入	23.09	0.74	1.05	1.29	31.20	21.99	17.90	6.82
300388	国祯环保	买入	8.84	0.65	0.57	0.75	13.60	15.51	11.79	4.74
002672	东江环保	买入	11.67	0.53	0.63	0.77	22.02	18.52	15.16	4.24
600323	瀚蓝环境	买入	13.62	0.85	1.12	1.21	16.02	12.16	11.26	2.47
601200	上海环境	买入	13.44	0.72	0.80	0.94	18.67	16.80	14.30	3.47

数据来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032