

山西燃气集团重组全面启动，核心战略是煤层气，公司或受益最深

——蓝焰控股(000968.SZ)公司动态点评

公司点评

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuYifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

●事件: 控股股东晋煤集团所持公司3.87亿股增资至山西燃气集团

公司收到控股股东晋煤集团转发的《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发〈山西燃气集团有限公司重组整合实施方案〉的通知》，同意晋煤集团将所持的公司3.87亿股A股流通股股份增资至山西燃气集团。

●要点: 改革的主导方是晋煤集团，公司控股股东或变更为山西燃气集团

山西燃气集团重组整合方案拟分两步实施: (1) 2019年3月底前，完成山西省内燃气资产的整合重组和煤矿的注入，并同步引入山西省内四家煤炭企业增资入股。(2) 推进国开金融、中国信达“股权下沉”和引进省外战略投资者。从股权结构上看，本次改革后，公司控股股东或由晋煤集团变为山西燃气集团。从改革的实质来看，山西燃气集团的主导方为晋煤集团，核心燃气资产主要由晋煤集团、太原煤气化集团、山西能源交通投资有限公司、山煤投资集团提供，其他投资者主要由货币出资或股权下沉入股。

●展望: 改革的核心战略是煤层气，与央企合作是亮点，公司或受益最深

改革主要是有三个方向: (1) “煤改气”的推进: 在拓展城市燃气消费市场的基础上，逐步向山西省119个县级行政区域延伸，填补剩余30%的市场空间。

(2) 燃气产业链的整合和优化: 构建上、中、下游全产业链的运营模式。(3) 发展煤层气: 加快推进新区块勘探施工进度，力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能。我们认为，在改革的三个方向中，煤层气是最具有山西特色的改革方式，也是真正推动能源清洁化的核心驱动。根据山西燃气集团重组后的发展思路，到2020年，山西燃气集团自身煤层气抽采规模将达43亿立方米，与央企合作形成100亿立方米抽采规模(预计可能采用产品分成模式)，全省煤矿井下瓦斯65-70亿立方米抽采规模，努力实现200亿立方米的产量目标。公司是未来山西燃气集团最核心的煤层气资产，有望受益最深，我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.70、0.83和0.94元，当前股价对应2018-2020年PE分别为16.3、13.8和12.1倍，维持“推荐”评级。

●风险提示: 山西燃气改革进程不及预期，煤层气需求不及预期，新区块拓展不及预期，补贴下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,251	1,904	2,106	2,371	2,577
增长率(%)	-24.4	52.2	10.6	12.6	8.7
净利润(百万元)	384	489	677	801	909
增长率(%)	-124.6	27.3	38.2	18.4	13.5
毛利率(%)	27.0	34.0	41.5	44.2	44.7
净利率(%)	30.7	25.7	32.1	33.8	35.3
ROE(%)	25.5	14.6	16.8	16.6	15.8
EPS(摊薄/元)	0.40	0.51	0.70	0.83	0.94
P/E(倍)	28.7	22.6	16.3	13.8	12.1
P/B(倍)	8.0	3.5	2.9	2.4	2.0

推荐(维持评级)

市场数据 时间 2019.02.19

收盘价(元):	11.32
一年最低/最高(元):	9.02/14.58
总股本(亿股):	9.68
总市值(亿元):	109.52
流通股本(亿股):	5.14
流通市值(亿元):	58.16
近3月换手率:	40.95%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.77	-21.65	5.47
绝对	5.79	-17.25	-7.83

相关报告

《业绩增长稳健，新区块潜力值得期待》
2019-01-28

《充分受益煤层气行业的历史发展机遇，“技术+资源”构筑护城河》2018-10-25

1、事件

公司收到控股股东山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司(简称“晋煤集团”)转发的《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发<山西燃气集团有限公司重组整合实施方案>的通知》(晋国资规划〔2019〕15号),该通知同意晋煤集团将所持的公司 387,490,182 股 A 股流通股股份增资至山西燃气集团有限公司(简称“燃气集团”)。

2、点评

2.1、历时一年之久,山西燃气集团重组全面拉开序幕

自 2018 年 2 月 8 日,晋煤集团收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于设立山西燃气集团有限公司的批复》以来,整个山西燃气改革的进程备受瞩目。2019 年 2 月 19 日,公司收到控股股东晋煤集团转发的《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发<山西燃气集团有限公司重组整合实施方案>的通知》,整个重组方案的基本概况终于浮出水面,山西燃气集团重组全面拉开序幕。

表1: 山西燃气改革进程

时间	核心事件
2018 年 2 月 8 日	晋煤集团收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于设立山西燃气集团有限公司的批复》(晋国资改革函〔2018〕58号),原则同意晋煤集团以货币方式出资设立山西燃气集团有限公司,作为省级煤层气(燃气)专业化重组平台公司。新公司注册资本 1000 万元人民币,晋煤集团持股 100%。
2018 年 2 月 28 日	山西燃气集团有限公司完成注册,注册资本为 1000 万元,由晋煤集团全资控股,注册地为山西综改示范区,经营范围为煤层气、页岩气、砂岩气勘探技术开发,燃气集输技术开发,燃气利用和煤气共采技术咨询与服务,燃气装备制造。
2018 年 3 月 20 日	作为省级煤层气(燃气)专业化重组平台公司——山西燃气集团有限公司在山西转型综改示范区正式揭牌成立,标志着山西全省燃气资源整合重组全面开启。
2018 年 9 月 18 日	2018 中国(太原)国际能源产业博览会重大项目签约仪式在煤炭交易中心主楼交易大厅举行。其中,晋煤集团分别与华润燃气投资(中国)有限公司、香港中华煤气有限公司、昆仑能源有限公司签订战略引资协议,引资合计 33 个亿。
2019 年 2 月 19 日	公司收到控股股东晋煤集团转发的《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发<山西燃气集团有限公司重组整合实施方案>的通知》(晋国资规划〔2019〕15号),该通知同意晋煤集团将所持的公司 387,490,182 股 A 股流通股股份增资至山西燃气集团。

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

2.2、改革以晋煤集团为核心,同时引入省内外战略投资者

燃气集团重组整合范围:以晋煤集团为核心。本次重组范围主要包括三个部分:
 (1) 晋煤集团以旗下燃气板块资产向燃气集团增资。其中,晋煤集团以所持蓝焰控股 40.05% 股份价值向燃气集团增资。(2) 晋煤集团以所持赵庄煤业 100% 股权向燃气集团增资。(3) 太原煤气化集团、山西能源交通投资有限公司、山煤投资集团以所持燃气及相关资产向燃气集团增资。

表2: 燃气集团重组整合范围

重组范围	详情
晋煤集团以旗下燃气板块资产向燃气集团增资	晋煤集团以旗下燃气板块资产向燃气集团增资, 主要包括: 晋煤集团所持山西铭石煤层气利用股份有限公司 98.55% 股权、所持晋城天煜新能源有限公司 60% 股权、所持山西能源煤层气 52% 股权、所持易安蓝焰煤与煤层气共采技术有限责任公司 100% 股权、所持山西晋城煤层气天然气集输有限公司 60% 股权、所持山西晨光物流 54.85% 股权, 以及所持山西易高煤层气 30% 股权。另外, 晋煤集团以所持蓝焰控股 40.05% 股份价值向燃气集团增资。
晋煤集团以所持晋煤集团赵庄煤业的股权对燃气集团进行增资	晋煤集团以所持赵庄煤业 100% 股权向燃气集团增资。
太原煤气化集团、山西能源交通投资安装工程 100% 股权、所持太原天然气 97.92% 股权、所持太原市液化石油气有限公司 100% 股权、山煤投资集团以所持所持山西华腾能源 100% 股权、所持太原煤炭气化(集团)临汾燃气 95% 股权、所持太原煤气化燃气及相关资产向燃气集团增资	(1) 暂由晋煤集团托管的太原煤气化集团以旗下燃气资产(不含其所持有的蓝焰控股 13.38% 股份)向山西燃气集团增资, 范围包括: 所持太原煤炭气化(集团)晋中燃气 70% 股权、所持太原市煤气化(集团)临汾燃气 95% 股权、所持太原煤气化燃气集团 100% 股权、所持山西燃气用具检测有限公司 100% 股权、所持左权燃气 65% 股权。
	(2) 其他省属企业增资资产为: 山西能交投以所持山西能源产业集团 100% 股权; 山煤集团所属山煤投资集团以所持山西煤层气有限责任公司 30% 股权, 向燃气集团增资。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

引进战略投资者: 省内省外兼顾。山西燃气集团此次引进的战略投资者分别省属企业战略投资者和省外战略投资者两部分。

表3: 引进战略投资者详情

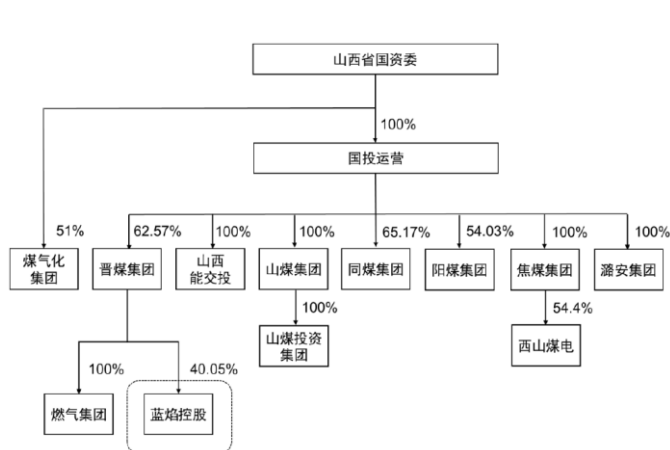
战略投资者	详情
省属企业战略投资者	同煤集团、阳煤集团、山西焦煤集团所属上市公司西山煤电、潞安集团分别以货币出资 5000 万元, 通过非公开协议方式向燃气集团增资。
省外战略投资者	华润燃气、中石油昆仑燃气、香港中华煤气以货币出资方式, 通过非公开协议方式向燃气集团进行增资。晋煤集团股东方国开金融、中国信达采取“不动用现金、下沉部分”的方式, 在燃气集团实现持股。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

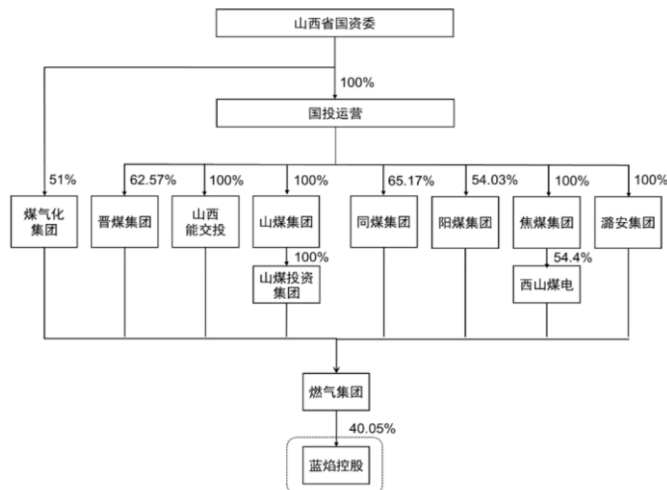
重组整合实施步骤: 本次山西燃气集团重组整合方案拟分两步实施。(1) 2019 年 3 月底前, 完成山西省内燃气资产的整合重组和煤矿的注入, 并同步引入山西省内四家煤炭企业增资入股。(2) 推进国开金融、中国信达“股权下沉”和引进省外战略投资者。燃气集团重组工作全面完成后, 同步实施燃气集团由有限责任公司向股份有限公司的改造工作。

点评: 晋煤集团是本次改革的核心, 公司控股股东或变更为山西燃气集团。从股权结构上看, 本次改革后, 公司控股股东或由晋煤集团变为山西燃气集团。从改革的实质来看, 山西燃气集团的主导方为晋煤集团, 核心燃气资产主要由晋煤集团、太原煤气化集团、山西能源交通投资有限公司、山煤投资集团提供, 其他投资者主要由货币出资或股权下沉入股。

图1: 股份转让前的股权控制关系**图2: 股份转让后的股权控制关系**



资料来源：公司公告。新时代证券研究所



资料来源：公司公告。新时代证券研究所

2.3、山西燃气产业有望迈向新高度，煤层气是主要突破方向，公司有望受益最深

山西燃气集团重组后将通过业务统筹、资源整合、产业创新，逐步构建煤层气（燃气）产业上、中、下游全产业链，形成“煤层气、天然气、焦炉煤气”多气源开发利用格局。

表4：山西燃气集团重组后的发展思路

发展思路	详情
坚持挖潜拓新原则，提升产炭企业合作开发、废弃（关停）矿井和采空区瓦斯抽采开发利用等方式，实施技术提升和能力挖潜，稳步提升气量，并充分发挥技术、人才和管理优势，加快推进新区勘探施工进度，力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能。	以晋城、阳泉、西山、吕梁等现有区块为基础，通过加大与拥有气源区块的央企合作开发、与山西省内煤坚持挖潜拓新原则，提升产炭企业合作开发、废弃（关停）矿井和采空区瓦斯抽采开发利用等方式，实施技术提升和能力挖潜，稳步提升气量，并充分发挥技术、人才和管理优势，加快推进新区勘探施工进度，力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能。
实现与中游管网企业的产权合作与业务协同。	站在全省燃气产业整体发展的战略高度，围绕构建上、中、下游全产业链的运营模式，按照市场化的原则，积极与国新能源等中游管网企业建立多样化的合作关系。一是按照山西省燃气“互联互通”的要求，燃气集团与管网企业建立战略联盟关系，保障管网输配顺畅，增加管网输送能力；二是对于现有的重要管网，燃气集团通过参控股方式入股，建立起牢固的产权链接关系；三是对于新建管线、调峰设施等，燃气集团与管网企业合资合作共同开发建设，实现深度融合发展。
	积极推进太原煤气化承接煤改气、气化新农村工程，在拓展城市燃气消费市场的基础上，逐步向山西省119拓展城市燃气市场，提升整个县级行政区域延伸，填补剩余30%的市场空间。同时，加强与国新能源在终端燃气市场开发的协同和合作，并积极引入中燃、北燃、新奥、华润等国内优秀城市燃气运营商，不断创新运营管理模式，整合中小城市燃气市场，激活消费能力，争取更多的城市燃气客户量，提高终端产品销量。
	依托晋煤集团煤与煤层气共采国家重点实验室、国家科技重大专项“山西省重点煤矿区煤层气与煤炭协调加强科技创新，助力燃气产开发示范工程”等高端创新平台，整合煤层气（燃气）开发利用科技资源，立足国内、国际两个视角，加强煤层气抽采技术的国际合作，追踪、掌握煤层气最新前沿技术，加大基础性、关键性技术研究，以技术突破带动产业加快发展。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

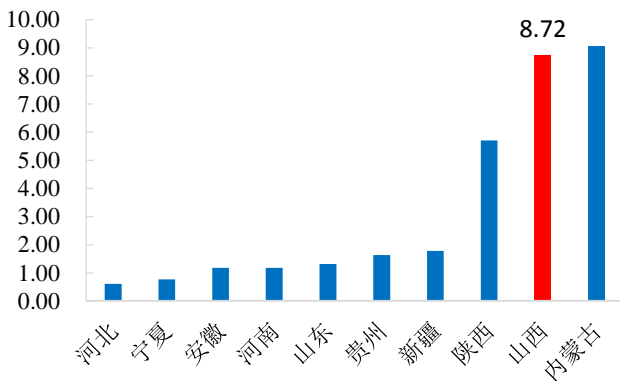
点评：山西省的能源特征是煤炭，改革的核心也应是围绕煤炭，煤层气将是重要突破方向，公司有望受益最深。

山西省是煤炭大省，2017年原煤产量排全国第二，其燃气改革的内在动因是

能源清洁化的产业转型。我们认为，改革主要是有三个方向：**(1)“煤改气”的推进**：积极推进太原煤气化承接煤改气、气化新农村工程，在拓展城市燃气消费市场的基础上，逐步向山西省 119 个县级行政区域延伸，填补剩余 30% 的市场空间。**(2) 燃气产业链的整合和优化**：在山西省燃气产业整体发展的战略高度，围绕构建上、中、下游全产业链的运营模式。**(3) 发展煤层气**：依托晋煤集团煤与煤层气共采国家重点实验室、国家科技重大专项“山西省重点煤矿区煤层气与煤炭协调开发示范工程”等高端创新平台，整合煤层气（燃气）开发利用科技资源；加快推进新区块勘探施工进度，力争 3-5 年内形成 30-50 亿立方米/年的新增产能。

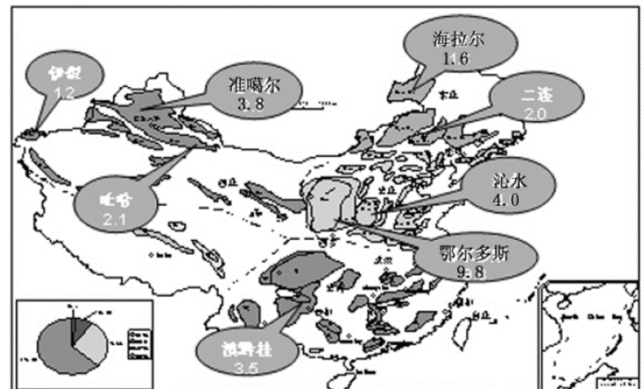
我们认为，在改革的三个方向中，煤层气是最具有山西特色的改革方式，也是真正推动能源清洁化的核心驱动。(1) 山西是煤层气储量 大省：根据煤层气资源调查评价成果，山西省埋深 2000 米以浅的含气面积为 3.59 万平方千米，预测资源量约 8.31 万亿立方米，占全国的 27.7%。截至 2015 年底，山西省累计探明煤层气地质储量 5784.01 亿立方米，约占全国的 88.0%，主要分布在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，具有全国最优质的煤层气资源及地质条件。(2) 煤层气是一种清洁高效的能源，符合能源清洁化的转型需求。(3) 明确煤层气发展目标：到 2020 年，把燃气集团打造成具有较强国际竞争力的“山西燃气”品牌企业，自身煤层气抽采规模将达 43 亿立方米，与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模，全省煤矿井下瓦斯 65-70 亿立方米抽采规模，努力实现 200 亿立方米的产量目标，并配套建设瓦斯发电项目及煤层气抽采装备制造基地，全力将燃气产业打造成山西省能源体系的支柱产业。

图3：山西原煤产量为全国第二（亿吨）（2017）



资料来源：Choice，国家统计局，新时代证券研究所

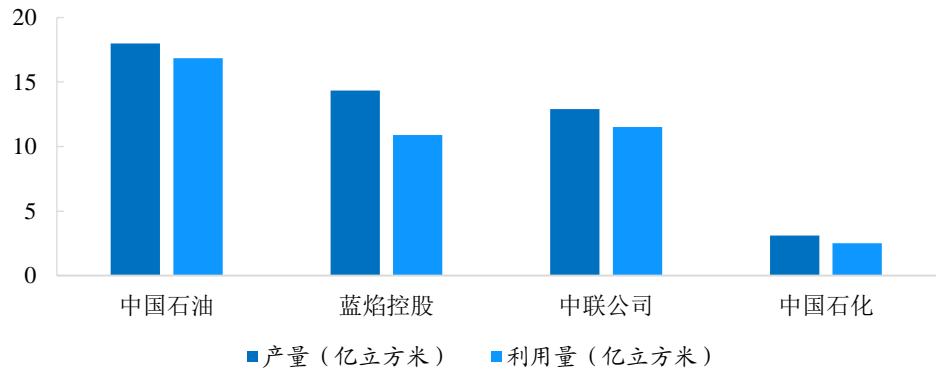
图4：中国煤层气的资源分布



资料来源：《国内外煤层气资源开发利用现状》，新时代证券研究所

公司是未来山西燃气集团最核心的煤层气资产，将成为煤层气产业加速推进的最大受益者。我国煤层气行业的企业不多，比较有实力的煤层气公司更是屈指可数。而公司作为行业内的龙头企业，行业份额较大，主要竞争对手有中石油煤层气有限责任公司、中联煤层气有限责任公司、亚美大陆煤层气有限公司、格瑞克（郑州）煤层气技术服务有限公司、山西煤层气有限责任公司。2017 年公司煤层气产量 14.33 亿立方米、利用量 10.90 亿立方米，分别占全国总量的 28.90% 和 24.80%。除去部分央企外（中石油、中联煤），公司是国内最大的煤层气开采企业，将成为这次煤层气产业加速发展的最大受益者。根据规划，山西燃气集团力争 3-5 年内形成 30-50 亿立方米/年的新增产能，是公司目前产能（15 立方米/年）的 2-3.3 倍。

图5：2017 年我国主要煤层气企业开发利用情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4、改革的三个重点，与中石油、中海油等央企就采矿权的合作是最大看点

改革有三点工作需要重视：

(1) 燃气集团要加强与在山西拥有煤层气开采权的中石油、中海油等央企的合作。

(2) 燃气集团要加强与国新能源等中游管网企业在燃气输送和终端市场开发的协同联动，边组建边形成生产力。

(3) 燃气集团重组工作实施完成后，要进一步做好燃气产业的整合和优化，选择适当时机，将山西省国有资产投资控股集团有限公司旗下燃气股权吸收注入燃气集团。

点评：与中石油、中海油等央企的合作值得关注，或为“圈而不采”的现象提供新的解决思路。我们认为，加强与国新能源联动及为集团注入新的燃气资产，对公司的影响均是锦上添花，对公司影响最大的是与中石油、中海油等央企的合作。过去山西省煤层气登记面积 90% 以上都掌握在少数几家大企业手中，“圈而不采”现象比较突出，制约了煤层气的开发进度。本次山西燃气集团改革，提出了和央企合作的诉求，并提出了 2020 年与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模的目标，值得格外关注。山西燃气集团与央企合作的形式或采用产品分成模式，这种模式最初是借鉴石油工业的中外合作经验，并在煤层气领域已经有了一定的实践成果，如潘庄项目（中联煤-亚美能源）、马必项目（中石油-亚美能源）等。此模式如果能够顺利推进，将释放出大量的煤层气区块，对公司的煤层气发展属于实质性利好。

我们认为，公司是未来山西燃气集团最核心的煤层气资产，有望受益最深，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.70、0.83 和 0.94 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 16.3、13.8 和 12.1 倍，维持“推荐”评级。

3、风险提示

(1) 山西燃气改革进程不及预期：燃气集团各股东持股比例待国资监管部门最终确认，本次股份转让尚需中国证监会豁免燃气集团的要约收购义务，尚存在不确定性；

(2) 煤层气需求不及预期: 尽管目前国内燃气消费需求旺盛, 但燃气对外依存度持续走高, 未来国外气源对国内市场仍然具有一定冲击性;

(3) 新区块拓展不及预期: 2017 年公司中标 4 个煤层气勘探区块勘探权, 目前正在有序推进, 但仍然会受到天气、资金等因素影响导致工程进度不及预期;

(4) 补贴下滑: 2018 年 9 月, 国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》, 提出: “研究将中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期”, 但目前政策尚未落地, 有不及预期的可能。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1864	3158	2695	3009	3547	营业收入	1251	1904	2106	2371	2577
现金	316	1286	864	712	1369	营业成本	913	1256	1232	1322	1424
应收账款	1008	863	1207	1123	1410	营业税金及附加	42	22	25	28	30
其他应收款	114	93	136	122	158	营业费用	33	22	25	28	30
预付账款	33	24	39	32	45	管理费用	261	201	223	251	272
存货	101	518	89	563	140	财务费用	156	164	164	201	204
其他流动资产	292	374	360	459	426	资产减值损失	15	3	3	4	4
非流动资产	4362	4194	4641	5292	5565	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	3274	3249	3936	4861	5466	营业利润	-168	599	827	979	1111
无形资产	66	73	-142	-386	-670	营业外收入	611	0	0	0	0
其他非流动资产	1022	873	846	817	769	营业外支出	5	2	2	2	2
资产总计	6226	7353	7336	8302	9112	利润总额	438	597	825	977	1109
流动负债	3112	3245	2592	2784	2823	所得税	58	122	168	199	226
短期借款	300	850	850	1256	850	净利润	380	475	657	778	883
应付账款	782	809	751	924	881	少数股东损益	-5	-14	-19	-23	-26
其他流动负债	2030	1586	991	605	1092	归属母公司净利润	384	489	677	801	909
非流动负债	1629	846	826	822	710	EBITDA	830	939	1020	1234	1398
长期借款	1134	542	521	517	405	EPS(元)	0.40	0.51	0.70	0.83	0.94
其他非流动负债	495	305	305	305	305						
负债合计	4740	4092	3418	3606	3533	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	114	100	81	58	31	成长能力					
股本	777	968	968	968	968	营业收入(%)	-24.4	52.2	10.6	12.6	8.7
资本公积	-132	976	976	976	976	营业利润(%)	91.5	455.7	38.1	18.4	13.5
留存收益	724	1213	1870	2648	3531	归属于母公司净利润(%)	-124.6	27.3	38.2	18.4	13.5
归属母公司股东权益	1372	3161	3837	4638	5548	获利能力					
负债和股东权益	6226	7353	7336	8302	9112	毛利率(%)	27.0	34.0	41.5	44.2	44.7
						净利率(%)	30.7	25.7	32.1	33.8	35.3
						ROE(%)	25.5	14.6	16.8	16.6	15.8
						ROIC(%)	9.9	8.5	12.2	12.0	12.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	76.1	55.7	46.6	43.4	38.8
						净负债比率(%)	159.5	39.8	16.3	26.0	1.1
						流动比率	0.6	1.0	1.0	1.1	1.3
						速动比率	0.6	0.8	1.0	0.9	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
						应付账款周转率	0.6	1.6	1.6	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.70	0.83	0.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	0.26	1.48	0.48	1.94
						每股净资产(最新摊薄)	1.42	3.27	3.97	4.79	5.73
						估值比率					
						P/E	28.7	22.6	16.3	13.8	12.1
						P/B	8.0	3.5	2.9	2.4	2.0
						EV/EBITDA	16.9	13.6	11.8	10.2	8.2

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	540	706	1430	466	1879
净利润	380	475	657	778	883
折旧摊销	309	293	158	200	241
财务费用	156	164	164	201	204
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-326	-234	451	-712	551
其他经营现金流	22	7	0	0	0
投资活动现金流	105	-568	-605	-851	-513
资本支出	87	47	447	651	272
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	192	-521	-158	-200	-241
筹资活动现金流	-760	785	-1248	-173	-303
短期借款	-869	550	0	0	0
长期借款	-1608	-592	-21	-4	-112
普通股增加	263	191	0	0	0
资本公积增加	-716	1107	0	0	0
其他筹资现金流	2169	-472	-1227	-169	-191
现金净增加额	-115	922	-422	-558	1063

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>