

3月近万亿PPP项目落地，关注低估值环保PPP板块投资机会

专题研究报告/环保与公用事业

2019年4月8日

报告摘要:

● 2018年环保PPP遭受戴维斯双杀，5%分位数低估值反应市场悲观预期

2017年末以来PPP规范化力度加大、融资持续收紧，环保PPP相关板块遭受戴维斯双杀，年初以来仅跟随市场小幅反弹，跑输上证及创业板指数，目前领军企业个股PB多位于近五年5%的分位数以下。目前多数环保民企拿单持续放缓，未来业务重点转向存量项目的消化。

● 3月环保项目新增落地额同比增长85%，污水处理等运营类项目快速推进

根据我们对财政部PPP项目库项目情况的持续跟踪，3月总库有9600亿项目落地，同比有翻倍增长，其中广义环保项目落地额同比增长85%，终结此前月度新增落地额一直环比下滑的趋势。3月新落地环保项目存在三个特征：

一是类型上以污水、垃圾处理等运营类项目为主，仍有近5000亿市场空间的综合治理类项目落地较慢，部分或转为EPC等模式进行；

二是京津冀、长三角及华南地区为主要落地区域，西北、西南地区落地较少，项目回款保障性强，同时后续大湾区及雄安新区建设的持续发力值得关注；

三是碧水源、北控水务等环保领军企业表现优异，单月落地项目占到2018年营收的30%以上，后续落地项目将逐步转化为营收。

● 工程类环保企业翘盼再融资边际宽松，合规PPP项目融资无需多虞

2018年环保板块增发融资额同比下降70%，仍在扩张期的工程类环保企业资产负债率急剧提升。4月4日，上证报报道证监会准备就有关再融资的政策作再评估，此前环保民企股权融资难的问题有望化解。3月7日财金10号文发布，对PPP规范进行了进一步细化，明确合规PPP项目不计入隐性债务，打消银行放款疑虑，执行阶段的PPP项目将逐步转化为各公司的营收和利润。

● 投资建议

看好环保板块的结构行情，综合考虑目前估值、3月落地数据包含的相关公司情况和各公司优势区域，推荐【碧水源】和【国祯环保】，建议关注【东珠生态】、【岭南股份】和【铁汉生态】。同时也可关注优质港股上市国企【北控水务集团】以及【中国光大国际】。

● 风险提示

1、融资持续收紧；2、民企支持政策不及预期；3、推荐公司项目推进不及预期。

盈利预测与财务指标

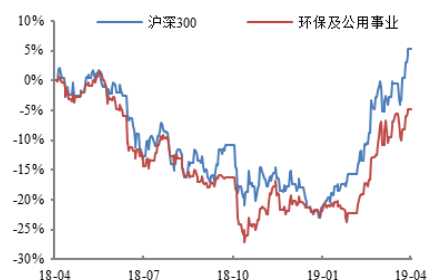
代码	重点公司	现价 4月4日	EPS			PE			评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300070	碧水源	9.85	0.8	0.43	0.54	21	23	18	推荐
300388	国祯环保	10.76	0.64	0.53	0.71	37	20	15	推荐
300197	铁汉生态*	4.66	0.5	0.13	0.3	24	36	16	暂未评级
603359	东珠生态*	20.22	1.07	1.25	1.96	32	16	10	暂未评级
002717	岭南股份*	9.97	1.17	0.76	1.05	24	13	9	暂未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院(标*公司盈利预测来自WIND一致预期)

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：黄彤

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

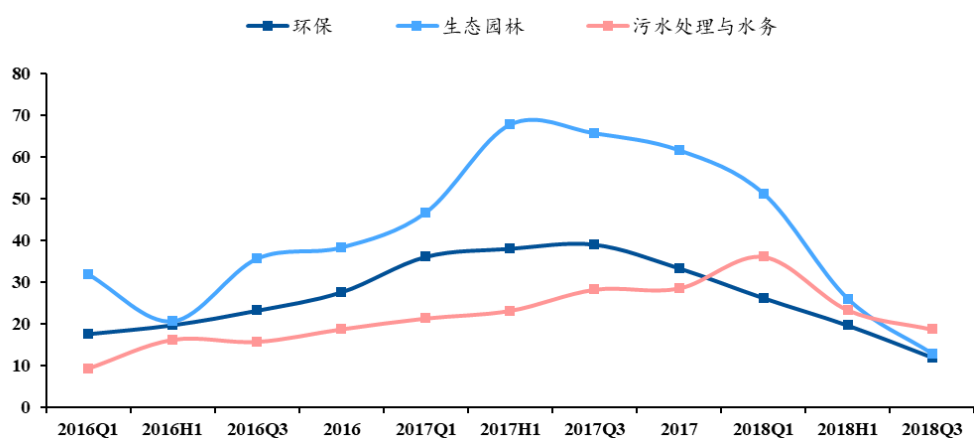
目录

一、2018 年环保 PPP 遭受戴维斯双杀，5%分位数低估值反应市场悲观预期	3
二、3 月环保 PPP 新增落地额同比增长 85%，污水处理类领军环保企业表现优异	5
(一) 3 月总库近万亿项目落地，区域集中于经济实力较好的省份	5
(二) 环保 3 月新增落地额同比增长 85%，关注大湾区及雄安新区进展	7
(三) 领军环保企业表现优异，未来业绩有望修复	9
三、工程类环保企业翘盼再融资边际宽松，合规 PPP 项目融资无需多虞	10
(一) 再融资政策有望边际宽松，工程类环保企业融资有望改善	10
(二) 重数量向重质量转变，合规 PPP 项目落地持续获得支持	11
四、投资建议：推荐碧水源、国祯环保，建议关注东珠生态、铁汉生态和岭南股份	12
插图目录	13
表格目录	13

一、2018 年环保 PPP 遭受戴维斯双杀，5%分位数低估值反应市场悲观预期

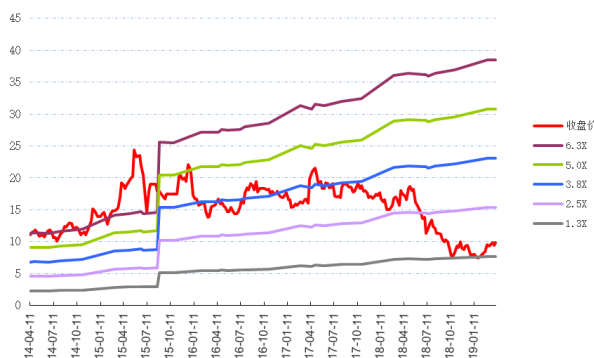
2018 年环保 PPP 遭遇戴维斯双杀，年初以来仍跑输大盘。2018 年下半年以来，伴随着营收增速的下滑以及 PPP 规范化力度的加大，环保 PPP 相关板块迎来戴维斯双杀，领军企业估值一路下跌，最低位置跌到 PB 1.2~1.7x 不等。年初以来伴随着大盘指数的上涨，碧水源、东方园林、铁汉生态、岭南股份等领军环保民企分别反弹 26%、18%、23%、12%，跑输上证指数 30%和创业板指数 42%的涨幅，目前个股 PB 多位于近五年 5%的分位数以下。

图 1：环保板块营收增速情况(%)



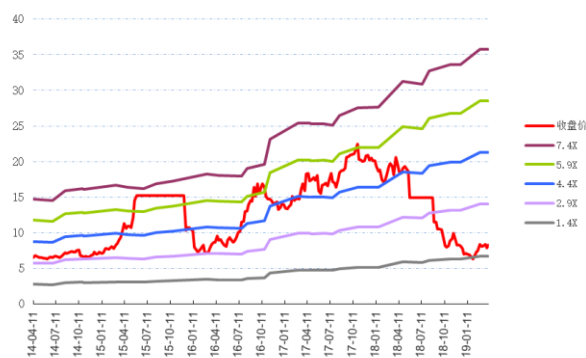
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：碧水源近 5 年 PB 波动情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

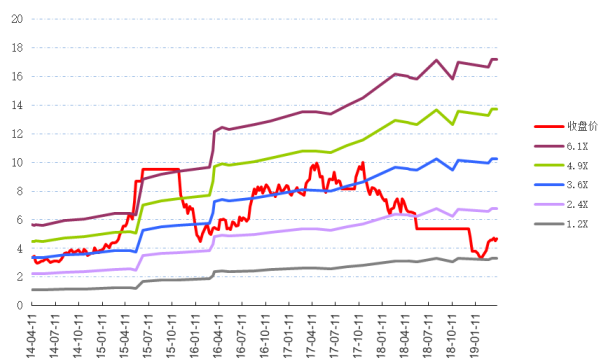
图 3：东方园林近 5 年 PB 波动情况



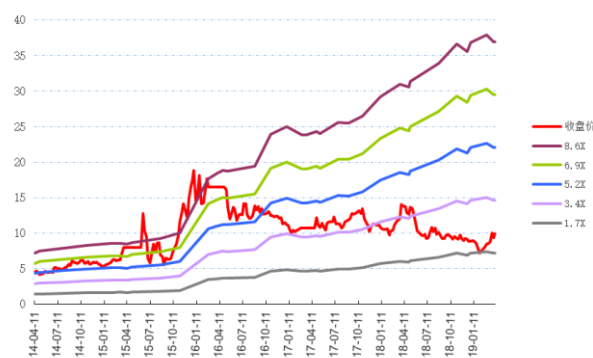
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：铁汉生态近 5 年 PB 波动情况

图 5：岭南股份近 5 年 PB 波动情况



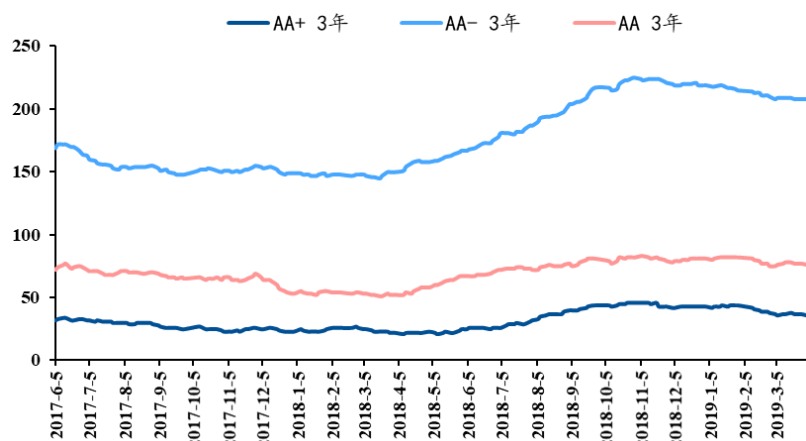
资料来源：WIND，民生证券研究院



资料来源：WIND，民生证券研究院

融资持续收紧为 2018 年工程类环保民企业绩下滑的主要原因。2018 年融资环境持续收紧，环保行业债务风险频发。10 月前宽货币始终未能向宽信用有效传导，低等级信用债利差呈现持续走扩的态势，环保领军民企评级多在 AA 左右，融资压力持续加大，成为其项目推进受阻的主要原因。11 月以来缓解民企融资难的新政接连出台，开年以来信用利差扩大的趋势也有小幅缓和。

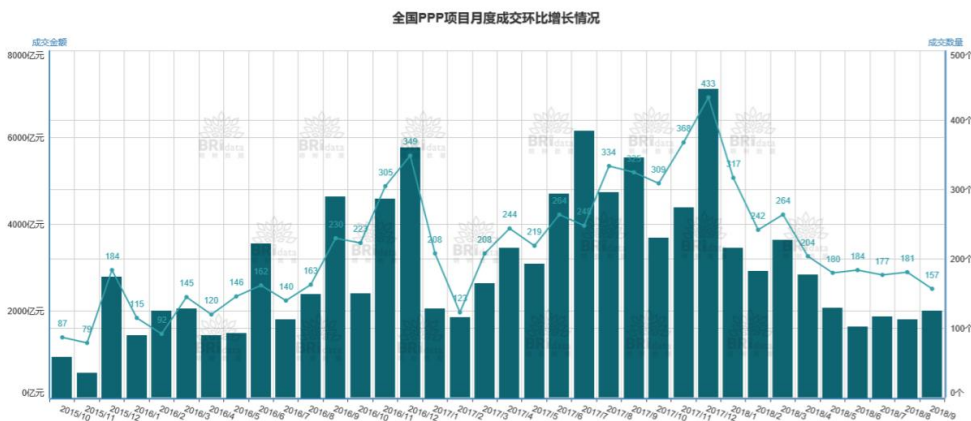
图 6：2018 年低等级信用债与 AAA 级利差持续走阔



资料来源：WIND，民生证券研究院

环保企业拿单显著放缓，关注在手项目落地情况。与不断提升的融资难度相对应的是，环保企业扩张、拿单的速度不断降低，根据明树数据的统计，2018 年全年 PPP 项目成交总额呈现出明显下滑态势，即便是在往年拿单的三季度旺季也未见回升势头，主要原因是 1) 自身资产负债率高位，扩张难度提升；2) 行业毛利持续下滑，跑马圈地下竞争格局已较为恶劣；3) 项目储备已非常丰富，订单保障倍数多在 3~5 倍之间。现金流压力下环保民企业务重点转向存量项目的消化。

图 7：2018 年以来 PPP 项目成交总额一直呈现下滑趋势



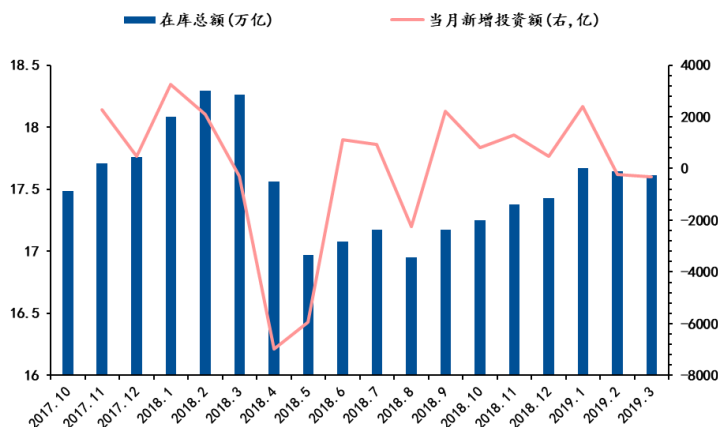
资料来源：明树数据，民生证券研究院

二、3月环保PPP新增落地额同比增长85%，污水处理类领军环保企业表现优异

（一）3月总库近万亿项目落地，区域集中于经济实力较好的省份

总库入库持续放缓，严控新增项目质量。截至2019年3月末，财政部PPP项目库在库项目总数为12556个，投资总额17.61万亿，与2018年末的情况相比总量变化不大。Q1在库总额净增加1841亿，其中管理库总额增加3684亿，储备库总额则是减少1843亿，自2018年7月以来一直维持下滑趋势。新入库项目的持续放缓，是投资总额基本平稳的主要原因。

图8：财政部项目库月度在库总额变化情况

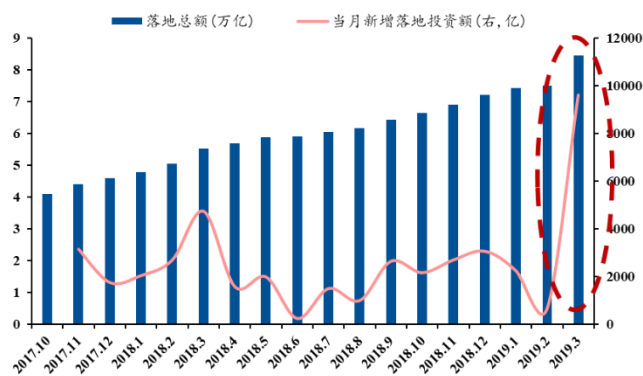


资料来源：财政部PPP中心，民生证券研究院

3月总库项目落地额翻倍增长，落地率跳升。2019年1~2月和3月执行阶段项目额净增长2876和9593亿，分别同比-39%和+103%。Q1落地项目总额净增长1.25万亿元，较2018Q1的9432亿元同比增长32%，总库/环保广义落地率大幅跳升6.7%、5.7%至48.0%

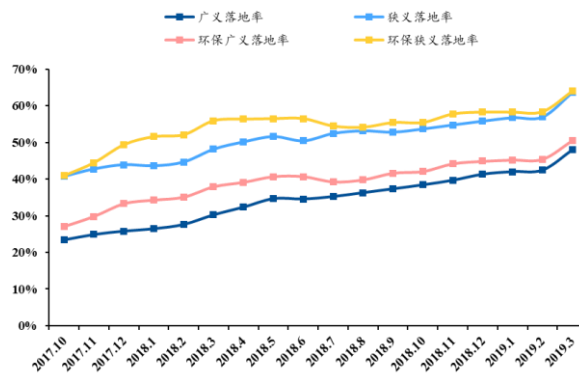
和 50.6%。一季度各地政府累计发行新增专项债 6660 亿元，占提前下发 8100 亿元新增专项债额度的 82%，或成为 3 月落地额跳涨的主要原因。

图 9：财政部 PPP 中心 3 月新增落地额快速增长



资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

图 10：财政部 PPP 中心月度落地率情况



资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

交运和城镇综合开发项目落地比例持续提升。3 月新进入执行阶段的项目合计 1.01 万亿（与净额变化存在小幅差异系部分项目出库或削减投资额影响），一级行业分布来看，交通运输、市政工程、城镇综合开发和生态环保落地总额合计占比 84.5%，与 2018 年整体落地情况相比，3 月交运和城镇综合开发新增落地额占总落地额的比重要高出 6.9% 和 6.0%。二级行业来看，高速公路、园区开发、市政道路、一级公路和污水处理为主要落地类型，3 月合计落地 5908 亿元，占到全部新增落地项目的 58.4%。

表 1：3 月前十大一级/二级行业新增落地情况

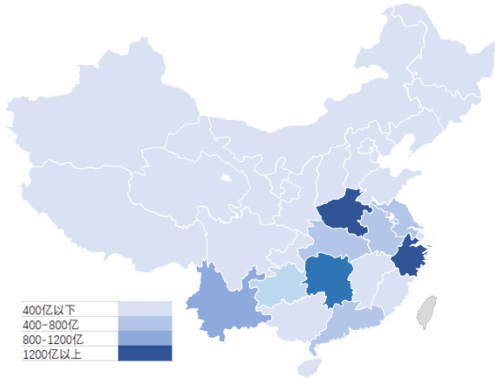
一级行业	新增落地额	占比	二级行业	新增落地额	占比
交通运输	3305	32.7%	交通运输>高速公路	1788	17.7%
市政工程	2821	27.9%	城镇综合开发>园区开发	1695	16.8%
城镇综合开发	2026	20.0%	市政工程>市政道路	1233	12.2%
生态建设和环境保护	395	3.9%	交通运输>一级公路	737	7.3%
教育	291	2.9%	市政工程>污水处理	455	4.5%
水利建设	230	2.3%	交通运输>铁路（不含轨道交通）	396	3.9%
保障性安居工程	185	1.8%	市政工程>其他	387	3.8%
旅游	169	1.7%	生态建设和环境保护>综合治理	347	3.4%
政府基础设施	167	1.6%	城镇综合开发>城镇化建设	292	2.9%
体育	116	1.1%	政府基础设施>其他	164	1.6%

资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

新落地项目区域更为集中于长三角、华中及云贵地区，当地强财政实力将保障项目回款。3 月落地项目总额最多的 5 个省份依次是浙江、河南、云南、安徽以及广东，分别落地项目 1697、1348、852、735 和 681 亿。与 2018 年全年落地情况相比，3 月落地项目更加集中于长三角、华东三省以及云贵地区，中西部、京津冀及东北等地区落地项目较少，新疆、内蒙两地仅落地 191 和 67 亿。除云贵两省外，3 月项目集中落地的前十大省份估算支出责任仅占到 2019 年一般公共预算支出的 1.4%，远低于 7% 的警戒线水平，回款有保

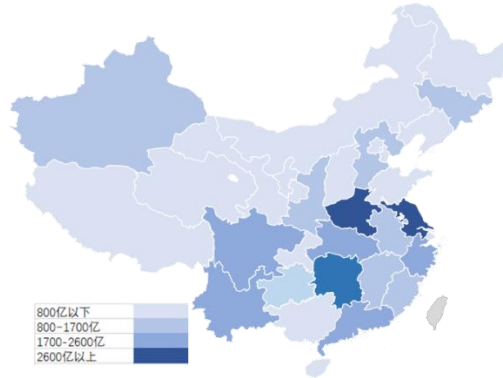
障的同时后续有充足的增长空间。

图 11: 2019 年 3 月新增落地项目区域分布情况



资料来源: 财政部 PPP 中心, 民生证券研究院

图 12: 2018 年全年新增落地项目区域分布情况



资料来源: 财政部 PPP 中心, 民生证券研究院

表 2: 3 月 PPP 项目集中落地区域财政情况(亿元)

	3 月新增落地项目额	2019 年计划一般公共预算支出	2019.3 执行阶段项目总额	估算当年理论支付额	支付额/一般公共预算支出
浙江	1697	8735	3418	137	1.6%
河南	1348	8362	3010	120	1.4%
云南	852	6397	4364	175	2.7%
安徽	735	6378	2280	91	1.4%
广东	681	16524	2103	84	0.5%
湖北	681	4751.9	2156	86	1.8%
江苏	434	12200	4105	164	1.3%
贵州	418	4660	4343	174	3.7%
河北	372	7284	2877	115	1.6%
福建	267	4732	1973	79	1.7%

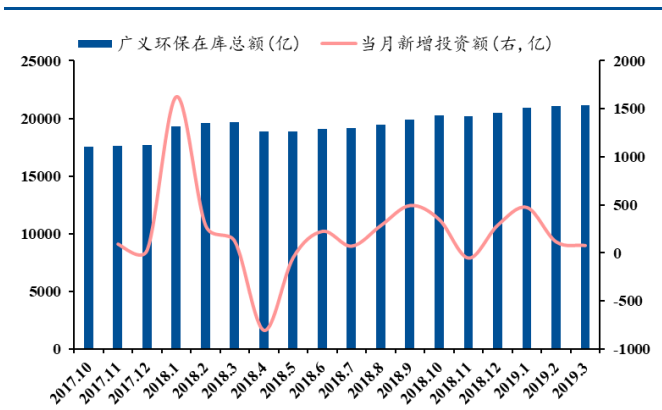
资料来源: 财政部 PPP 中心, 民生证券研究院(注: 理论支付额按使用者付费/政府付费/可行性缺口补助项目占比 15%、55%、30%计算)

(二) 环保 3 月新增落地额同比增长 85%，关注大湾区及雄安新区进展

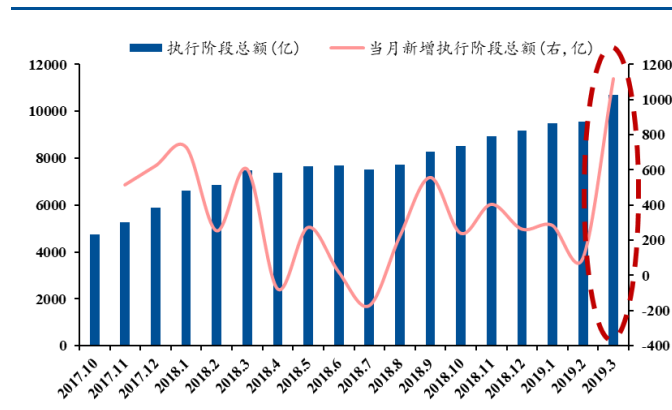
环保在库总额基本平稳，3 月新增落地额同比增长 85%。截止 3 月末，广义环保在库项目总额 2.11 万亿，较 2018 年末增加 661 亿，总额基本保持平稳。Q1 广义环保合计新落地项目 1501 亿元，1~2 月和 3 月分别落地 381、1120 亿元，3 月落地总额同比大幅增长 85%，而此前月度新增落地额一直呈现环比下滑趋势。

图 13: 广义环保在库项目额变化情况

图 14: 3 月财政部 PPP 中心广义环保项目落地情况



资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院



资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

污水、垃圾处理等运营类项目推进迅速，综合治理仍有近 5000 亿市场空间。二级行业分布上，污水处理、综合治理、管网、垃圾处理和供水为主要落地项目类型，占到全部落地项目的 86%，从当月落地额占待性质阶段(识别+准备+采购)项目额比例来看，运营类项目更容易落地，待落地总额最大的综合治理类项目进展相对缓慢，目前库中仍有 4600 亿综合治理项目亟待落地，部分项目后续或通过转为 EPC 的方式推进。

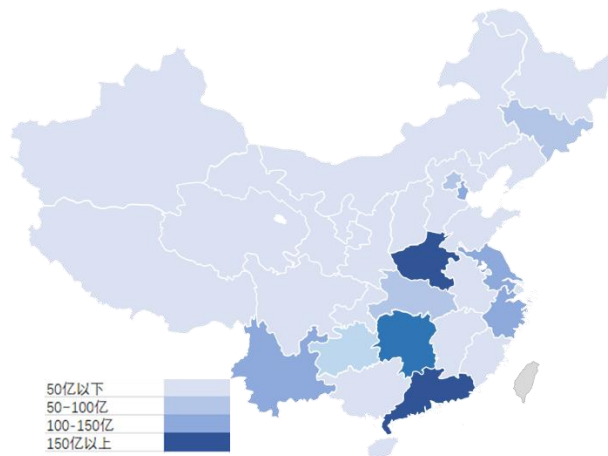
表 3：3 月环保新落地项目二级行业分布(亿元)

二级行业	投资总额 A	3 月待执行阶段总额 B	A/B
市政工程>污水处理	455	2055	22%
生态建设和环境保护>综合治 理	347	4619	8%
市政工程>管网	161	1955	8%
市政工程>垃圾处理	151	686	22%
市政工程>供水	69	756	9%
能源>垃圾发电	68	208	33%
市政工程>海绵城市	47	711	7%
生态建设和环境保护>湿地保 护	40	518	8%
市政工程>排水	36	93	39%
生态建设和环境保护>其他	8	447	2%

资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

区域分布来看，大湾区及雄安新区建设的持续发力值得关注。河南、广东、江苏、天津和浙江为环保项目落地总额前五的区域，金额分别为 219、170、122、118 和 104 亿元。与总库的情况相比，除去长三角、广东、华中三省及云贵四区域外，京津冀地区亦有所分布，随着长三角区域一体化上升至国家战略、《粤港澳大湾区发展规划纲要》的出炉以及雄安新区成立两周年的到来，预计未来这些区域的环保投入仍有进一步提升的空间。

图 15：3 月环保新落地项目区域分布情况



资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院

（三）领军环保企业表现优异，未来业绩有望修复

碧水源、北控水务等领军企业表现优异，市占率仍有进一步提升空间。3月落地项目中标方(单独中标或联合体牵头人)共包含161个投资主体，前五大中标人北控水务、碧水源、光大国际、首创股份、东方园林合计中标280亿，占到总落地金额的20%，集中度仍有进一步提升的空间。大禹节水、云南水务、兴源环境、碧水源、中环环保等公司3月项目落地额占到其2018年(预测)营收的30%以上，可能对未来业绩产生积极的影响。

表4：3月上市公司相关PPP项目新增落地情况(亿元)

	3月落地PPP项目金额	2017 营收	2018 营收	2017 营收占比	2018 营收占比
大禹节水	15.9	12.8	17.1	124.0%	93%
海峡环保	3.7	3.5	-	105.1%	-
京蓝科技	17.6	18.1	31.2	97.3%	56%
博天环境	28.9	30.5	-	94.8%	-
云南水务	28.5	51.5	62.6	55.5%	46%
中环环保	1.3	2.3	3.9	54.7%	33%
碧水源	62.1	137.7	174.4	45.1%	36%
首创股份	41.2	92.9	124.6	44.3%	33%
东珠生态	5.4	12.2	19.3	44.1%	28%
清水源	3.4	8.4	17.1	40.1%	20%
北控水务	84.8	216.8	258.5	39.1%	33%
兴源环境	10.3	30.3	24.0	33.8%	43%
光大国际	56.1	201.2	273.4	27.9%	21%
聚光科技	6.8	28.0	40.0	24.4%	17%
铁汉生态	19.6	81.9	77.7	24.0%	25%
东方园林	36.0	152.3	131.9	23.6%	27%
博世科	2.9	14.7	27.2	19.9%	11%
国祯环保	5.0	26.3	40.0	19.0%	12%
瀚蓝环境	7.5	42.0	48.5	17.8%	15%
盛运环保	2.3	13.6	8.0	16.9%	29%
维尔利	2.3	14.2	20.6	15.9%	11%
启迪桑德	13.7	93.6	121.0	14.6%	11%

岭南股份	6.7	47.8	88.4	14.0%	8%
中联重科	21.2	232.7	287.0	9.1%	7%
上海环境	1.1	25.7	25.8	4.4%	4%
龙马环卫	0.8	30.8	34.4	2.5%	2%

资料来源：财政部 PPP 中心，民生证券研究院（注：2018 部分营收来源于 WIND 一致预测，落地金额未考虑公司权益比重）

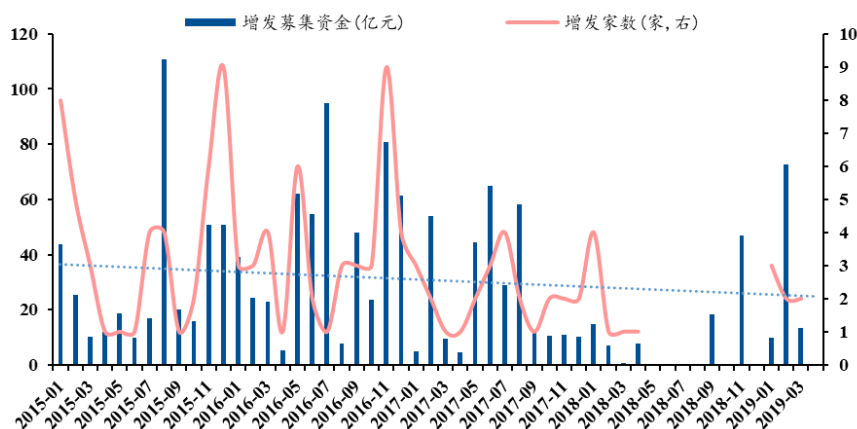
三、工程类环保企业翘盼再融资边际宽松，合规 PPP 项目融资无需多虞

（一）再融资政策有望边际宽松，工程类环保企业融资有望改善

媒体报道监管酝酿调整再融资政策，有望改善上市公司融资困局。4月4日，上证报发布名为《再融资政策酝酿调整，市场期待“动真格”》的报道，称为更好支持上市公司发展，证监会准备就有关再融资的政策作再评估，内容涉及恢复三年期锁价定增、新增股东是否受减持新规限制等市场关注的核心议题。业界人士普遍认为，若改革顺利推出，将改变当前冷清的定增市场局势，有利于解决上市公司融资难的困局。

严监管提升融资难度，2018年环保板块增发融资额同比下降70%。2017年2月，为抑制过度融资、募集资金脱实向虚等现象，证监会出台了“再融资新规”，加上同年5月的“减持新规”，再融资市场由热转冷。据上证报资讯统计，今年一季度，A股上市公司定增实施家数仅有40家，募资总额2263.80亿元，同比减少54%和40%。环保板块2015~2017年增发融资总额分别为385、525、313亿，而2018年仅为95亿，连续第二年下滑，同比降幅达70%。

图 16：环保上市企业增发募集资金和增发家数持续减少

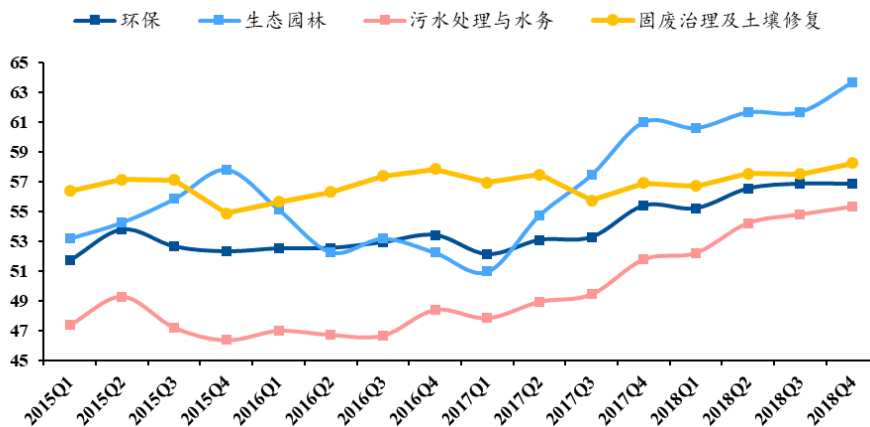


资料来源：WIND，民生证券研究院

工程类环保企业资产负债率高企，有望成为再融资放宽最受益的子板块。2017 年以来污水处理与水务和生态园林这两类以工程为主的环保企业资产负债率急剧提升，目前已披露年报的生态园林企业整体资产负债率已升至 65% 的历史高位，而在再融资相对宽松的

2016 年，板块资产负债率能够维持在较为合理的水平上。后续再融资监管如能放宽，资金驱动的工程类环保企业的融资能力和财务状况有望获得显著改善。

图 17: 工程类环保企业资产负债率 2017 年起急剧上升

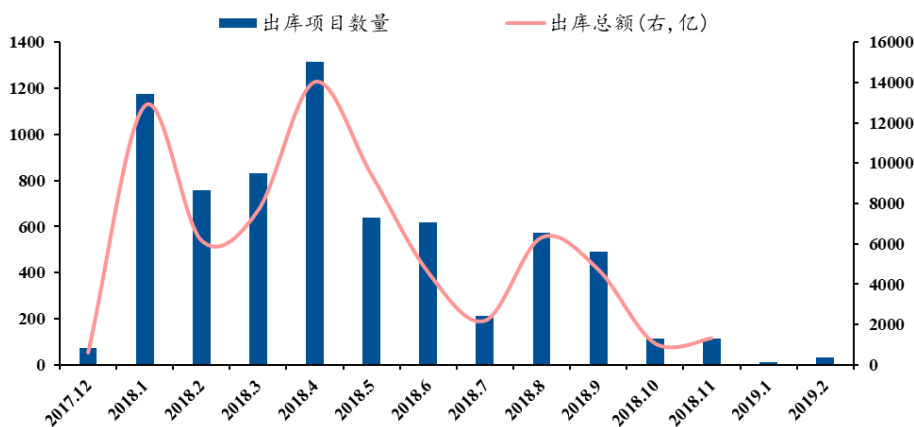


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 重数量向重质量转变，合规 PPP 项目落地持续获得支持

清库仍在持续，PPP 发展重心由重数量和速度向重质量转变。2019 年 3 月末，财政部政府和社会资本合作中心发布《2019 年 1-2 月各地主动退库项目清单》，其中包含 44 个主动退库项目，其中部分执行阶段项目或转为 EPC 的模式进行。2017 年 11 月财金 92 号文要求对 PPP 项目库进行清理以来，原本定于应在 2018 年 3 月末完成的清库进程一直持续至今年，2018 年管理库共清退项目 2557 个、涉及投资额 3.0 万亿元，不合规项目的持续清理将增强在库项目的质量水平。而从数量上来看，1、2 月清库项目总量持续走低，项目库规范化程度或已提升到较为理想的水平。

图 18: PPP 项目库清库项目数量及投资额情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

财金 10 号文进一步细化 PPP 规范，持续支持合规 PPP 项目。3 月 7 日，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金 10 号文)，为充分发挥 PPP

模式积极作用提出了五条意见。10 号文明确指出合规 PPP 项目可以纳入长期预算、不计入隐性债务。规定地方财政支出责任高于 5% 的地区不得新增政府付费类项目，在原有 10% 的支出红线上设立了 7% 的警戒线，虽然对 PPP 项目库在库量的增长有进一步限制，但也进一步减少了合规项目无法落地的风险。

四、投资建议：推荐碧水源、国祯环保，建议关注东珠生态、铁汉生态和岭南股份

板块盈利有望于下半年迎来拐点，污水处理类企业盈利修复可能更快。自 2017Q3 以来环保工程民企整体营收增速持续下滑，与 PPP 项目库中环保项目新增落地额的趋势基本一致。3 月环保新落地项目的大幅增长导致 Q1 整体新落地项目额同比跌幅收窄至 5%，由于许多项目 2018 年起陆续转为 EPC 的模式执行，未被计入统计，整体落地数据拐点已经出现，考虑到项目落地和银行贷款之间 1~2 个季度的时差，板块盈利拐点或在今年的 2、3 季度出现。而由于回款保障性更强，污水、垃圾处理等运营类项目为 3 月环保最主要的落地类型，相较园林公司而言污水处理类公司业绩可能修复更快。

关注具备区位优势的环境企业。从项目分布上来看，新落地环保项目集中于京津冀、长三角、广东等地方政府财政实力较强的地区，随着国家雄安新区、长三角一体化等区域基建项目的持续释放，这一趋势可能延续。

看好环保板块的结构性行情，综合考虑目前估值，3 月落地数据改善的受益情况和业务区域，推荐落地情况显著改善、积极开拓雄安新区业务的膜技术领军企业【碧水源】，业绩兑现良好、污水处理业务占比高的【国祯环保】，建议关注总部位于江苏、股权激励业绩目标高增长、资产负债率仍有提升空间的生态湿地领军企业【东珠生态】，以及在华东、华南具备较强竞争优势的【铁汉生态】以及【岭南股份】。同时也可关注优质港股上市国企【北控水务集团】以及【中国光大国际】。

插图目录

图 1: 环保板块营收增速情况(%).....	3
图 2: 碧水源近 5 年 PB 波动情况.....	3
图 3: 东方园林近 5 年 PB 波动情况.....	3
图 4: 铁汉生态近 5 年 PB 波动情况.....	3
图 5: 岭南股份近 5 年 PB 波动情况.....	3
图 6: 2018 年低等级信用债与 AAA 级利差持续走阔.....	4
图 7: 2018 年以来 PPP 项目成交总额一直呈现下滑趋势.....	4
图 8: 财政部项目库月度在库总额变化情况.....	5
图 9: 财政部 PPP 中心 3 月新增落地额快速增长.....	6
图 10: 财政部 PPP 中心月度落地率情况.....	6
图 11: 2019 年 3 月新增落地项目区域分布情况.....	7
图 12: 2018 年全年新增落地项目区域分布情况.....	7
图 13: 广义环保在库项目额变化情况.....	7
图 14: 3 月财政部 PPP 中心广义环保项目落地情况.....	7
图 15: 3 月环保新落地项目区域分布情况.....	8
图 16: 环保上市企业增发募集资金和增发家数持续减少.....	10
图 17: 工程类环保企业资产负债率 2017 年起急剧上升.....	11
图 18: PPP 项目库清库项目数量及投资额情况.....	11

表格目录

表 1: 3 月前十大一级/二级行业新增落地情况.....	6
表 2: 3 月 PPP 项目集中落地区域财政情况(亿元).....	7
表 3: 3 月环保新落地项目二级行业分布(亿元).....	8
表 4: 3 月上市公司相关 PPP 项目新增落地情况(亿元).....	9

分析师与研究助理简介

黄彤，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。