

环保行业 2018-2019Q1 财报综述

2018 年行业业绩回落分化，2019 年初见曙光，看好商业模式清晰的细分领域龙头

推荐（维持）

- 2018 年收入利润触底，2019Q1 行业整体有所回升。**2018 年，环保上市公司营业总收入为 1883 亿元，同比增长 17.3%，增速与去年相比有所回落；2019Q1 收入同比增长 18.3% 回执 431 亿元。归属于母公司的净利润 170.4 亿元，同比下降 18.8%；2019Q1 净利润触底回升，同比增长 14.6% 至 50.4 亿元。2018 年扣非归母净利润同比减少 22.2% 至 147.3 亿元；2019Q1 同样回升 11.9% 至 44.6 亿元。
- 2018 年行业盈利能力略降。**2018 年行业整体毛利率为 28.8%，同比略降 0.5pct，2019Q1 毛利率仍下滑近 2.0pct 至 28%，近几年毛利率下滑的趋势并未缓解，2018、2019Q1 净利润率下滑 4.1pct、0.4pct 至 9.0%、11.7%，净利润率下滑态势 Q1 明显有所缓解。期间费用同样 2018 年大幅提升，销售费用率同比提升 0.54pct 至 3.7%；管理费用率（含研发费用）提升 0.37pct 至 8.67%；财务费用率受融资成本升高影响，大幅提升 0.69pct 至 3.82%。但 2019Q1 同比显著改善，整体期间费用率 14.7%，较 2018 年 16.2% 的整体水平显著好转。
- 子行业存在分化，监测领域表现出众。**2018、2019Q1 监测板块净利润均保持了较好的增长，分别同比增长 9.4%、45.2%，而其它子板块均呈现负增长。盈利能力方面，监测行业毛利率虽然有所下降，但仍保持 40% 以上的高毛利率处于环保行业领先地位；污水处理和节能毛利率分别提升 0.05、1.96pct 至 33.7%、22.0%；而水务、固废和大气毛利率均有 1-2pct 左右的下滑。
- 融资改善落地后关注信用到盈利的传导，看好商业模式清晰的细分行业。**2018 年环保行业整体收入业绩增速不及预期一方面受到经济下行压力的影响，另一方面扩张的放缓与融资环境收紧密不可分。而 2018 年下半年到 2019 年年初，一系列利好民营企业融资的政策、指导和相关事件一定程度上缓解了环保企业融资压力。但融资的全面改善落地和信用到业绩的传导仍需一定时日。
- 在此背景下，我们认为拥有清晰商业模式的土壤修复和监测细分领域有望实现可预期的高增。**其中土壤修复望迎拐点，土壤法 2019 年施行和后续细则政策落地以及 2019 年中央土壤修复专项资金同比大增 42%，均表明国家对行业的支持力度提升。土壤修复理论空间超千亿，其中场地修复由于特有模式，地方政府推动意愿充足，加之 EPC 项目周期在 1 年以内，现金流情况良好。行业龙头 2018 年订单高增，加速全国布局，行业高速增长的发端已至。**监测行业进入深化发展期，大气+水监测百亿空间仍维持高增。**行业在经历了监测体系建设的完整周期后，逐步进入监测数据标准提升和监测点下沉阶段。其中以网格化监测为代表的细分领域拓展了空气质量监测的空间，预计远期超 220 亿元的空间。而随着监测事权的上收，水质监测年均空间超 30 亿。并且根据 2018 年国控点的 12 个中标方来看，未来水质监测订单进一步集中优质企业，市场集中度有望显著提升。
- 风险提示：政策不达预期；项目推进不达预期；融资环境改善落地情况不及预期；市场竞争加剧。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
高能环境	10.04	0.66	0.91	1.18	15.21	11.03	8.51	2.47	强推
先河环保	8.43	0.63	0.78	0.93	13.38	10.81	9.06	2.57	强推
理工环科	13.61	0.85	1.1	1.35	16.01	12.37	10.08	1.85	强推
瀚蓝环境	15.0	1.23	1.52	1.79	12.2	9.87	8.38	1.97	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 05 月 06 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王祎佳

电话：010-66500819
 邮箱：wangyijia@hcyjs.com
 执业编号：S0360517120001

证券分析师：庞天一

电话：010-63214659
 邮箱：pangtianyi@hcyjs.com
 执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561
 邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康

电话：010-66500855
 邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	49	1.36
总市值(亿元)	3,450.65	0.59
流通市值(亿元)	2,590.74	0.61

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-17.29	-2.99	-35.03	-35.03
相对表现	-8.0	-15.92	-32.64	-32.64



相关研究报告

《环保行业 2018 年三季度报综述：行业业绩持续回落，分化明显，关注 PPP 边际改善机会》

2018-11-06

《环保行业专题报告：两会召开，环保再受广泛关注》

2019-03-05

《环保及公用事业行业 2019 年中期投资策略：迎接曙光——聚焦清晰商业模式，踏准高增行业起点》

2019-05-06

目录

一、 行业整体情况：整体业绩回落，竞争加剧盈利能力下降.....	5
(一) 行业整体收入业绩回落，2019Q1 整体业绩回升	5
(二) 子行业分化明显，节能板块回落水务板块表现依然强劲	6
二、 环保子板块分析：整体业绩回落，个股分化明显.....	8
(一) 大气治理：盈利能力有所回落.....	8
(二) 水务行业：归母净利下滑，毛利率稳中略降	9
(三) 污水处理：业绩增速回落，归母净利润下降	10
(四) 固废处理：整体毛利率与业绩回落，垃圾焚烧与土壤龙头表现出众	12
(五) 节能减排：整体下滑趋势明显，2019Q1 回升	13
(六) 环境监测：收入利润保持增长，盈利能力有所下滑	14
三、 融资改善落地后关注信用到盈利的传导，看好商业模式清晰的细分行业.....	15
(一) 土壤修复望迎拐点，商业模式清晰政策带来强催化.....	16
(二) 监测行业：行业进入深化发展期，大气+水监测百亿空间仍维持高增	19
四、 风险提示	22

图表目录

图表 1	环保行业 2018、2019Q1 营业收入增长情况	5
图表 2	环保行业归母净利润增长情况	5
图表 3	环保行业扣非后归母净利润增长情况	5
图表 4	环保行业毛利率及净利率增长情况	5
图表 5	环保行业期间费用率情况	6
图表 6	环保行业资产负债率走高	6
图表 7	2018 子板块营业收入（亿元）	6
图表 8	2018 子板块归母净利润（亿元）	6
图表 9	2018 子板块扣非归母净利润（亿元）	7
图表 10	2018 子板块毛利率及净利率	7
图表 11	2018-2019Q1 子板块期间费用率（%）	7
图表 12	2018 子板块资产负债率（%）	7
图表 13	2018 子板块存货周转天数（天）	8
图表 14	2018 子板块应收账款周转天数（天）	8
图表 15	大气行业营业收入增长情况	8
图表 16	大气行业归母净利润增长情况	8
图表 17	大气行业扣非后归母净利润增长情况	9
图表 18	大气行业毛利率及净利率增长情况	9
图表 19	2018 大气行业上市公司业绩变化明细	9
图表 20	水务行业营业收入增长情况	9
图表 21	水务行业归母净利润增长情况	9
图表 22	水务行业扣非后归母净利润增长情况	10
图表 23	水务行业毛利率及净利率增长情况	10
图表 24	2018 水务行业上市公司业绩变化明细	10
图表 25	污水处理行业营业收入增长情况	11
图表 26	污水处理行业归母净利润增长情况	11
图表 27	污水处理行业扣非后归母净利润增长情况	11
图表 28	污水处理行业毛利率及净利率增长情况	11
图表 29	2018 污水处理行业上市公司业绩变化明细	11
图表 30	固废行业营业收入增长情况（亿元）	12
图表 31	固废行业归母净利润增长情况（亿元）	12
图表 32	固废行业扣非归母净利润增长情况（亿元）	12

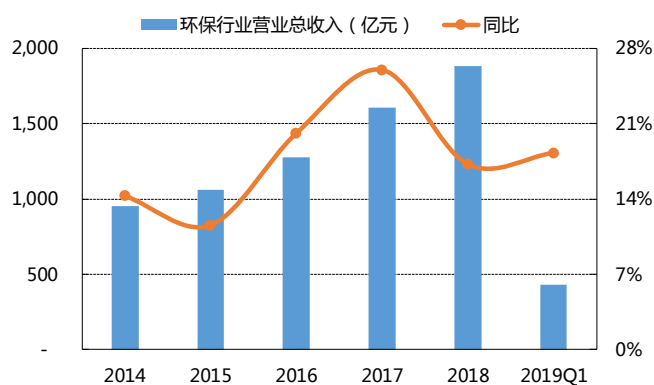
图表 33	固废行业毛利率及净利率增长情况 (%)	12
图表 34	2018 固废子行业业绩明细	13
图表 35	节能行业营业收入增长情况 (亿元)	13
图表 36	节能行业归母净利润增长情况 (亿元)	13
图表 37	节能行业扣非归母净利润增长情况 (亿元)	14
图表 38	节能行业毛利率及净利率增长情况 (%)	14
图表 39	2018 节能子行业业绩明细	14
图表 40	监测行业营业收入增长情况 (亿元)	15
图表 41	监测行业归母净利润增长情况 (亿元)	15
图表 42	监测行业扣非归母净利润增长情况 (亿元)	15
图表 43	监测行业毛利率及净利率增长情况 (%)	15
图表 44	2018 节能子行业业绩明细	15
图表 45	环保信用债发行比例仍低, 民营环保企业发行规模小	16
图表 46	2018 年各省土壤修复资金用途已经分化	17
图表 47	中央土壤污染防治专项资金 2019 年回升	17
图表 48	场地修复商业模式清晰, 空间有望最先释放	17
图表 49	十三五规划期间土壤修复理论空间	18
图表 50	土壤修复实际规模仍处于百亿级别但增速有望提升	18
图表 51	土壤修复龙头企业项目概况	18
图表 52	龙头企业市占率仍相对较低	19
图表 53	环境监测主要分为环境质量监测和污染源监测	19
图表 54	通过环保垂直改革实现监测事权上收	20
图表 55	环境监测事权上收后, 监测各环节通过第三方直接对接监测总站	20
图表 56	“十三五”国家空气质量监测点位布局	21
图表 57	水质监测市场年均空间超 30 亿元	21
图表 58	监测行业设备销量仍保持不断增长	22
图表 59	监测行业收入增速不及销量增速	22

一、行业整体情况：整体业绩回落，竞争加剧盈利能力下降

（一）行业整体收入业绩回落，2019Q1 整体业绩回升

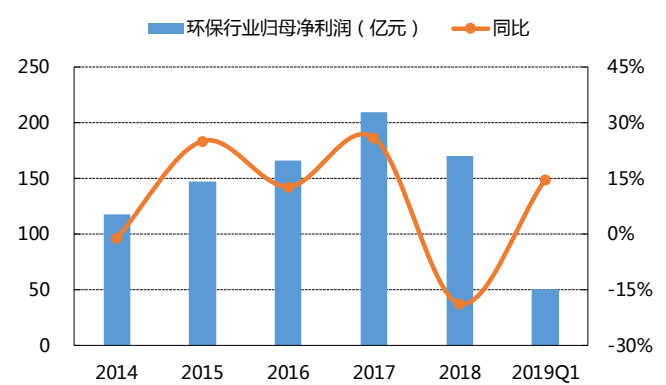
2018 年，环保上市公司营业总收入为 1883 亿元，同比增长 17.3%，增速与去年相比有所回落；2019Q1 收入同比增长 18.3% 回执 431 亿元。归属于母公司的净利润 170.4 亿元，同比下降 18.8%；2019Q1 净利润触底回升，同比增长 14.6% 至 50.4 亿元。2018 年扣非归母净利润同比减少 22.2% 至 147.3 亿元；2019Q1 同样回升 11.9% 至 44.6 亿元。2018 年行业整体毛利率为 28.8%，同比略降 0.5pct，2019Q1 毛利率仍下滑近 2.0pct 至 28%，近几年毛利率下滑的趋势并未缓解，2018、2019Q1 净利润率下滑 4.1pct、0.4pct 至 9.0%、11.7%，净利润率下滑态势 Q1 明显有所缓解。

图表 1 环保行业 2018、2019Q1 营业收入增长情况



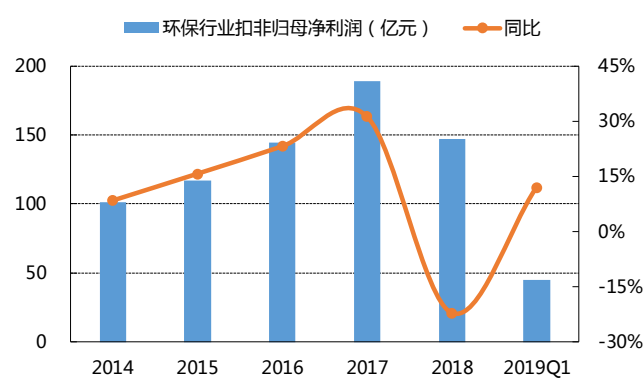
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 环保行业归母净利润增长情况



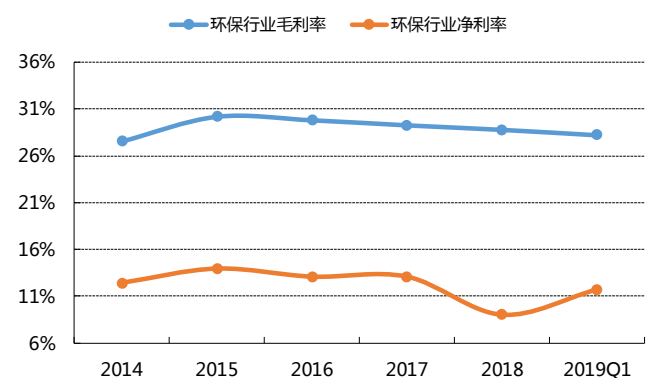
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 环保行业扣非后归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华创证券

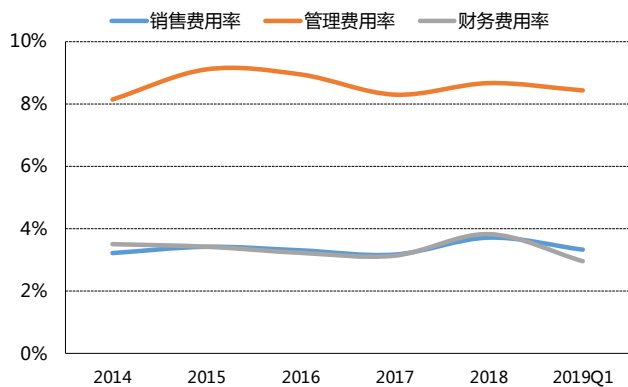
图表 4 环保行业毛利率及净利率增长情况



资料来源：Wind，华创证券

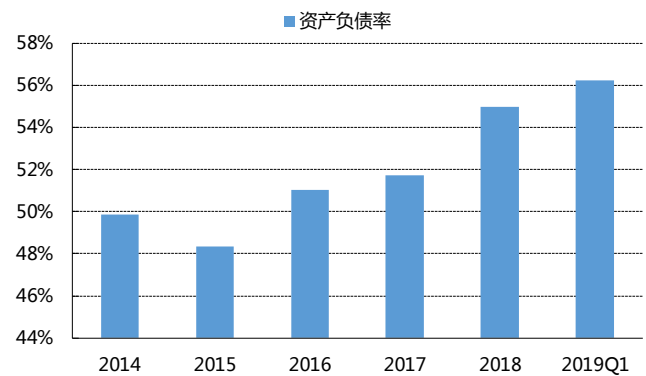
2018 年，环保板块整体期间费用率有所提高，其中销售费用率 3.7%，比 2017 年同期增长 0.54 个百分点；管理费用率（含研发费用）8.67%，比 2017 年同期提升 0.37 个百分点；财务费用率受融资成本升高影响，大幅提升 0.69pct 至 3.82%。同时行业资产负债率仍然走高至 54.95%，比 2017 年同期增长 3.23 个百分点。

图表 5 环保行业期间费用率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 环保行业资产负债率走高

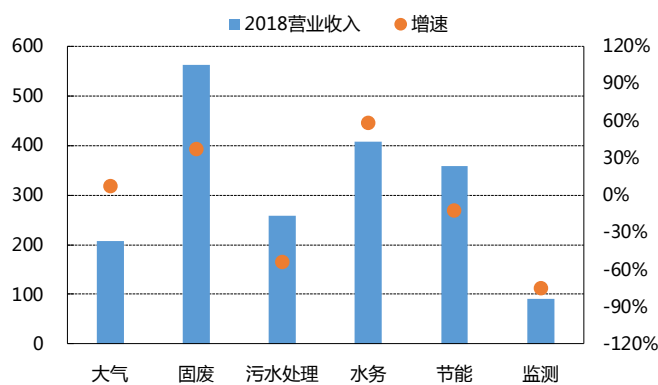


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 子行业分化明显, 节能板块回落水务板块表现依然强劲

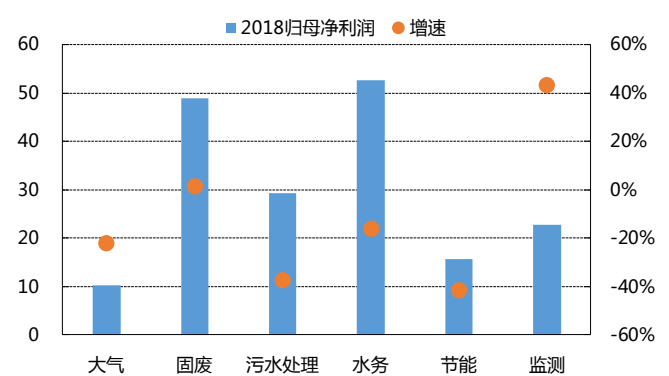
尽管环保行业整体增长情况良好, 但在各个子行业仍存在明显分化。我们将 61 家环保上市公司分成大气治理、水务运营、污水处理、固废处理、节能减排、环境监测 (以下分别简称为大气、水务、污水、固废、节能、监测) 进行分析。其中, 2018、2019Q1 监测板块净利润均保持了较好的增长, 分别同比增长 9.4%、45.2%, 而其它子板块均呈现负增长。盈利能力方面, 监测行业毛利率虽然有所下降, 但仍保持 40% 以上的高毛利率处于环保行业领先地位; 污水处理和节能毛利率分别提升 0.05、1.96pct 至 33.7%、22.0%; 而水务、固废和大气毛利率均有 1-2pct 左右的下滑。

图表 7 2018 子板块营业收入 (亿元)



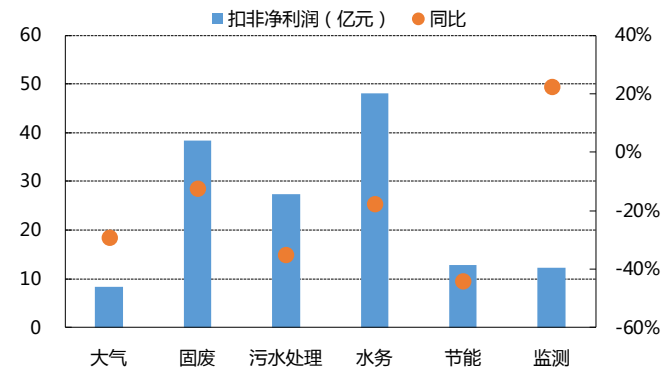
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 2018 子板块归母净利润 (亿元)



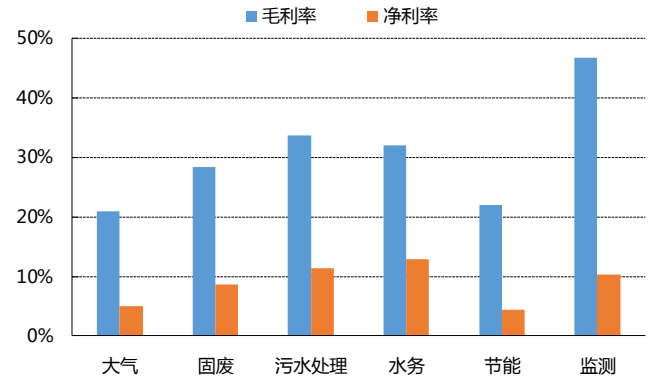
资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 2018 子板块扣非归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 2018 子板块毛利率及净利率



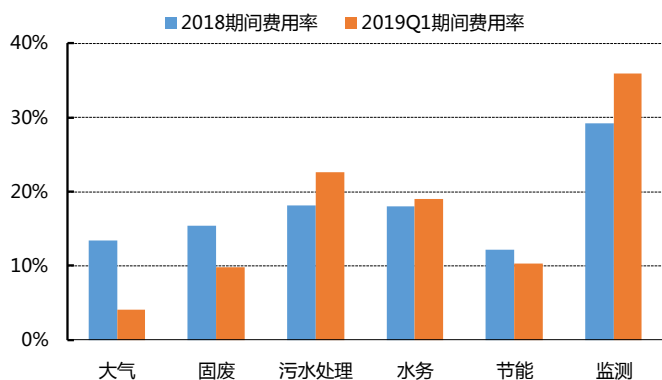
资料来源: Wind, 华创证券

期间费用方面，污水处理与节能增幅较高。2018 年污水处理板块和节能板块期间费用率出现大幅增长，与去年同期相比增长 37.31%、28.14%，一方面受个别公司大额收购影响，另一方面受融资成本大幅提高财务费用增长导致。同时，监测板块仍保持了相对较高的研发费用支出，其期间费用率最高达到 19.5%。

资产负债率方面，2018 环保子板块均出现上升。其中节能板块上升较多 9.2%，污水处理板块上升 8.9%。从绝对值来看，大气、固废、污水处理、节能板块资产负债率较高，分别为 63.08%、61.24%、53.34%、54.50%。2019Q1 整体负债率仍处于相对较高位置，其中固废超 60%，而监测仍保持较低水平。

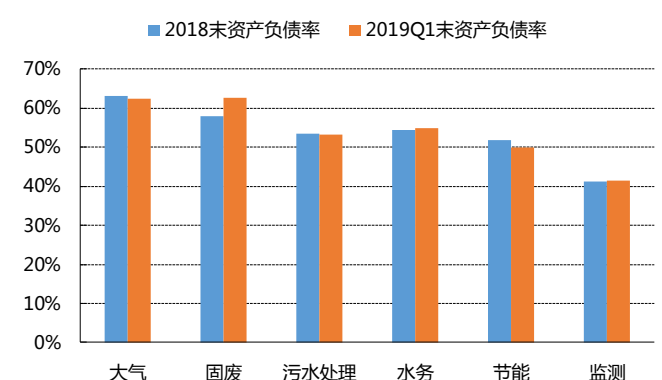
营运能力方面，2018 年，除水务和污水处理板块的存货周转天数有所上升，分别同比减少 12.34%和 17.65%，其余各板块存货周转天数都下降。应收账款方面，2018 年水务和节能板块应收账款天数同比下降 8.55%和 6.19%，污水处理板块应收账款天数上升 25.7%，而固废、大气、监测板块资金回款周期也略有增长，增幅分别为 5.62%、6.02%、5.82%。但整体来看，2018 年大部分细分领域的企业通过加强回款管理、提升回款考核等方式，使营运效率基本保持了相对稳定。

图表 11 2018-2019Q1 子板块期间费用率 (%)



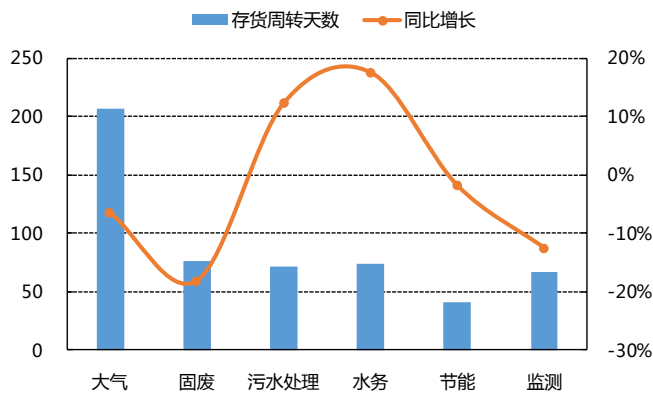
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 2018 子板块资产负债率 (%)



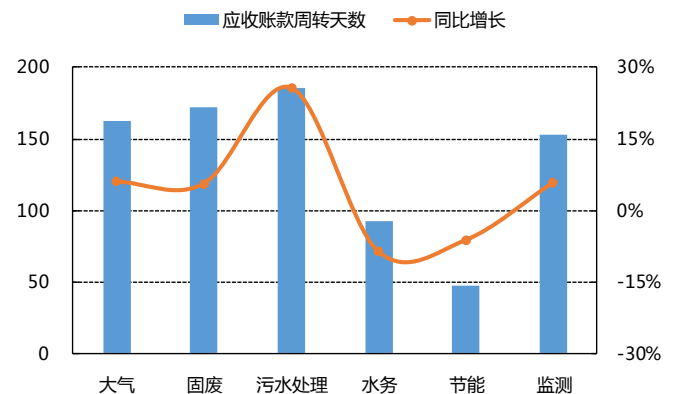
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 2018 子板块存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 2018 子板块应收账款周转天数 (天)



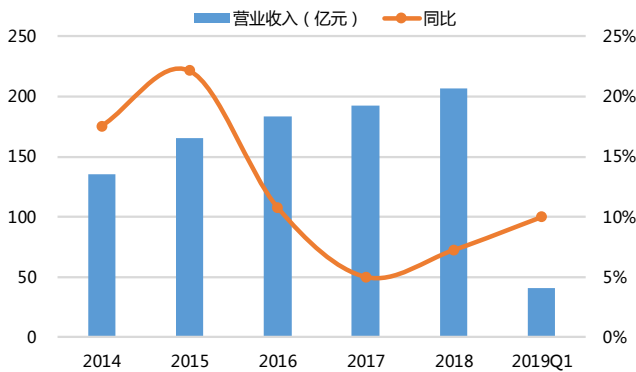
资料来源: Wind, 华创证券

二、 环保子板块分析: 整体业绩回落, 个股分化明显

(一) 大气治理: 盈利能力有所回落

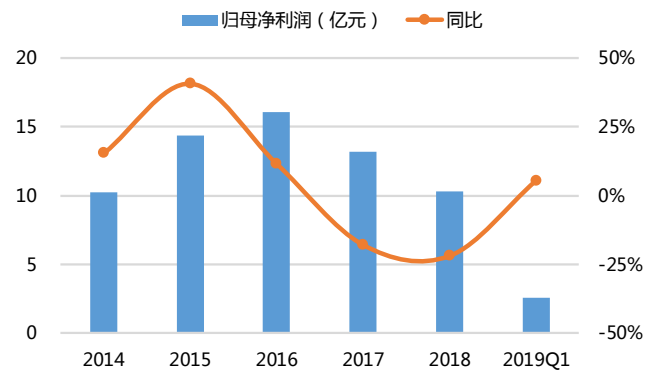
2018 年, 大气板块的营业总收入为 206.9 亿元, 同比增长 7.3%。归母公司净利润 10.3 亿元, 同比下降 21.8%。扣非归母净利润 8.3 亿元, 同比下降 29.2%。整体毛利率同比下降 1.6pct 至 20.9%; 整体净利率同比 1.8pct 至 5%。2019Q1 大气板块营收、归母净利润分别提升 10%和 5.5%, 增速有较明显提升。

图表 15 大气行业营业收入增长情况



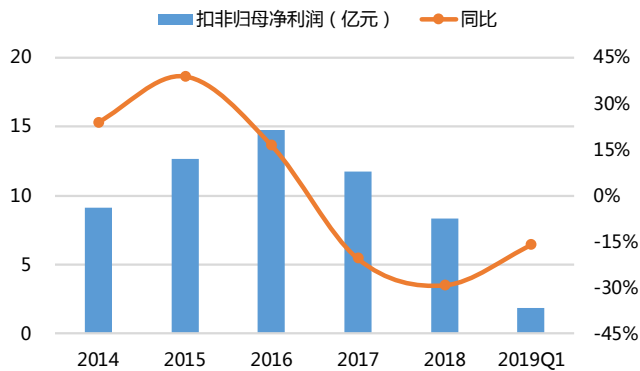
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 大气行业归母净利润增长情况



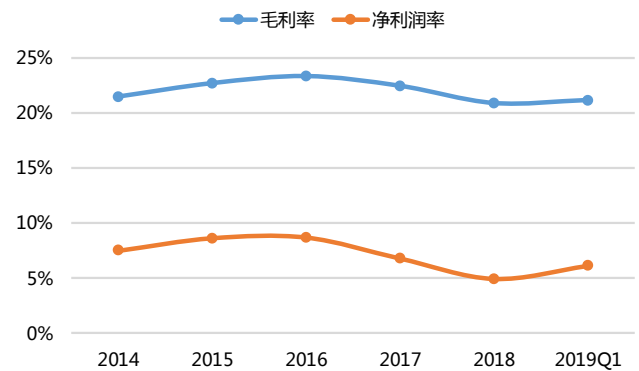
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 大气行业扣非后归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 大气行业毛利率及净利率增长情况



资料来源: Wind, 华创证券

营业收入方面, 龙净环保和远达环保分别达到 94 亿元和 36.8 亿元, 同比增长 15.9% 和 12.2%; 清新环境营收小幅回落 0.2%, 菲达环保营收同比下降 7.5% 至 35.2 亿元, 归母净利润大幅下跌 153% 至亏损 4.22 亿元。从毛利率角度, 各公司均低于同期水平, 菲达环保降幅较大, 减少 6.9pct 至 7.3%。

图表 19 2018 大气行业上市公司业绩变化明细

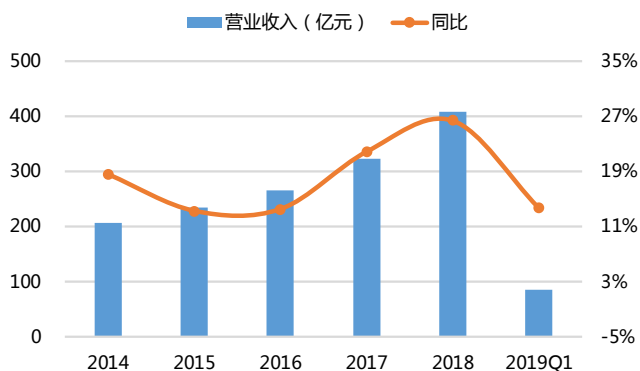
公司	2018 营业总收入 (亿元)	同比	2018 归母净利润 (亿元)	同比	毛利率 (%)	同期增减
清新环境	40.9	-0.2%	5.25	-19.4%	28.7%	-0.7%
龙净环保	94.0	15.9%	8.01	10.6%	24.1%	-0.6%
远达环保	36.8	12.2%	1.26	15.6%	17.2%	-0.6%
菲达环保	35.2	-7.5%	-4.22	152.9%	7.3%	-6.9%

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 水务行业: 归母净利下滑, 毛利率稳中略降

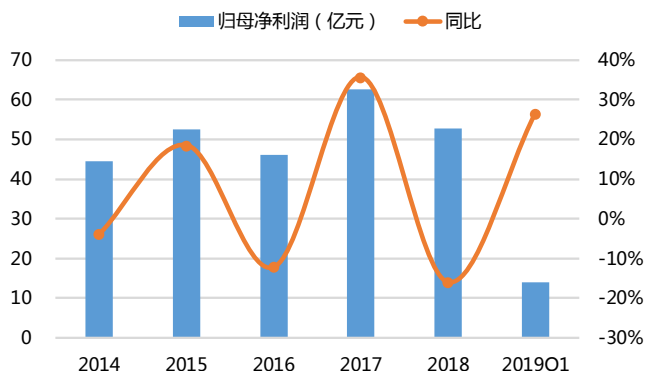
2018 年, 水务板块的营业总收入为 408 亿元, 同比增长 26.4%, 2019Q1 增速略有下降; 公司归母净利润波动较大, 2018 年同比下降 16% 至 52.6 亿元, 而 2019Q1 同比提升 26.4%。2018 年整体毛利率和净利率分别同比下降 1.5pct 和 6.5pct 至 32% 和 12.9%, 2019Q1 略有上升。

图表 20 水务行业营业收入增长情况

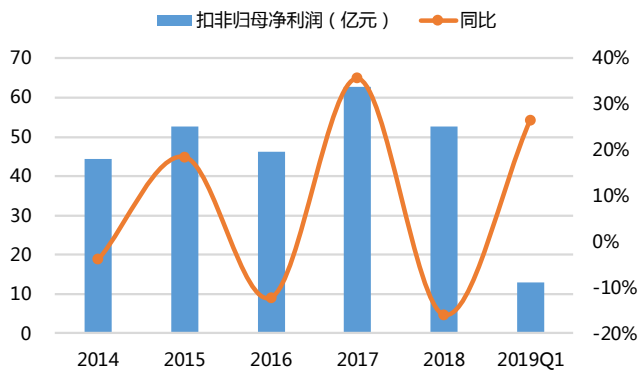


资料来源: Wind, 华创证券

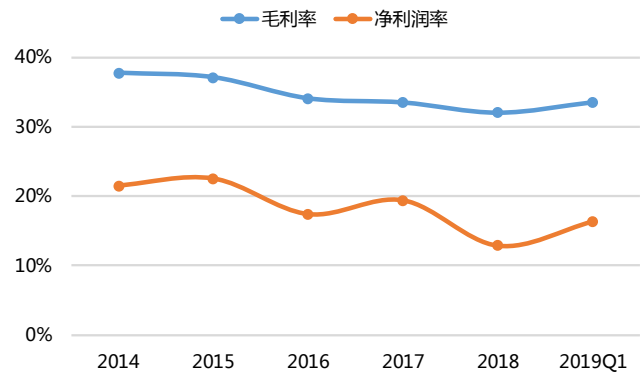
图表 21 水务行业归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 水务行业扣非后归母净利润增长情况


资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 水务行业毛利率及净利率增长情况


资料来源: Wind, 华创证券

水务板块公司营业总收入方面, 国祯环保大幅提升 52.45% 至 40.1 亿元, 首创股份、京蓝科技和大禹节水增幅也超过 30%。虽营收均呈现增长态势, 但重庆水务、中山公用、京蓝科技和国中水务归母净利润跌幅均高于 30%, 京蓝科技跌幅达到 64.6%。除武汉控股、大禹节水和洪城水业毛利率小幅提升, 其它板块内公司均有不同程度降低。

图表 24 2018 水务行业上市公司业绩变化明细

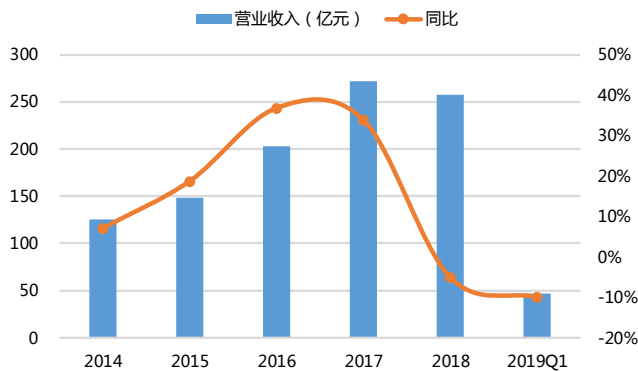
公司	2018 营业总收入 (亿元)	同比	2018 归母净利润 (亿元)	同比	毛利率 (%)	同期增减
重庆水务	51.7	15.6%	14.2	-31.2%	41.8%	-4.3%
首创股份	124.6	34.1%	7.2	17.5%	30.8%	-0.6%
兴蓉环境	41.6	11.5%	9.9	10.3%	40.8%	-0.4%
中山公用	20.4	26.2%	6.9	-35.7%	30.5%	-0.7%
京蓝科技	24.9	37.8%	1.0	-64.6%	29.3%	-2.3%
国中水务	4.7	6.4%	0.1	-41.7%	31.6%	-2.3%
绿城水务	13.4	7.4%	2.8	-20.0%	43.5%	-1.7%
武汉控股	14.5	16.0%	2.8	-14.6%	28.9%	3.5%
国祯环保	40.1	52.4%	2.8	44.6%	22.0%	-2.9%
大禹节水	17.8	38.6%	1.0	5.0%	28.5%	2.1%
洪城水业	43.8	23.5%	3.4	22.6%	24.8%	1.7%
钱江水利	10.7	8.8%	0.6	-20.1%	38.1%	-0.9%

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 污水处理: 业绩增速回落, 归母净利润下降

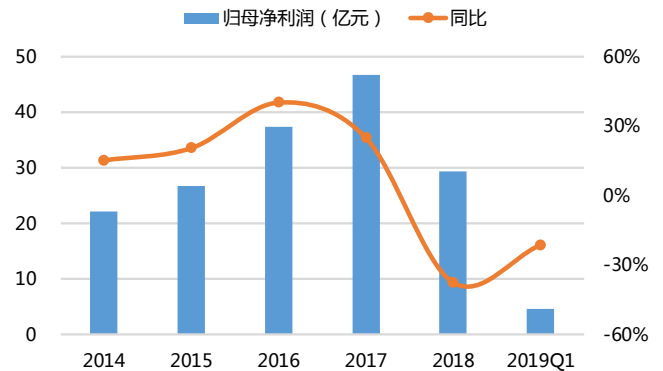
2018 年, 污水处理板块的营业总收入为 257.9 亿元, 同比降低 5.1%, 2019Q1 同比降低 10.1%。公司 2018 年归母净利润 29.3 亿元, 同比下降 37.3%, 2019Q1 增速略有回升, 但归母净利润继续同比降低。整体毛利率维持在 33.7%; 整体净利率持续降低, 2018 年同比降低 5.8pct 至 11.4%, 2019Q1 同比降低 1.4pct 至 10%。

图表 25 污水处理行业营业收入增长情况



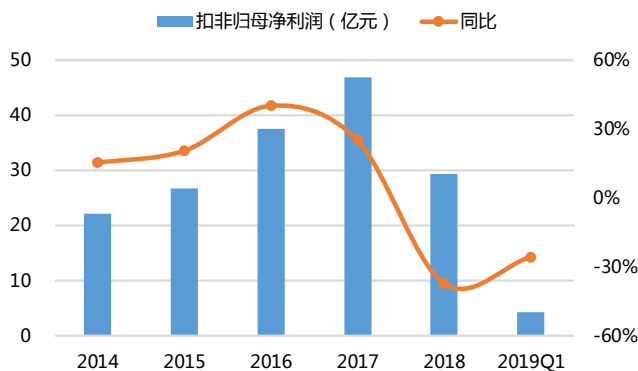
资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 污水处理行业归母净利润增长情况



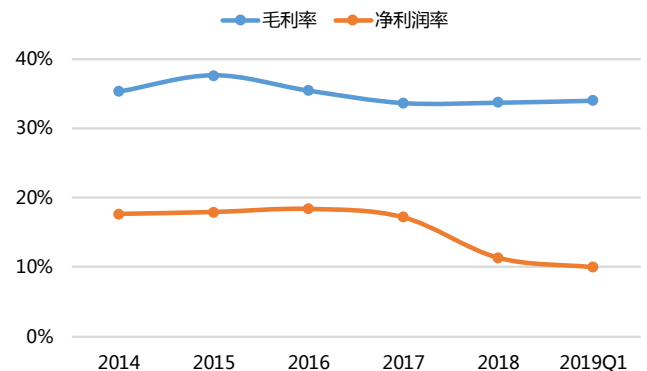
资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 污水处理行业扣非后归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 污水处理行业毛利率及净利率增长情况



资料来源: Wind, 华创证券

污水处理板块公司营业收入方面,碧水源、万邦达和梅安森分别同比下降 16.3%、36.1%和 18.8%,其余板块内公司均有不同程度上升,环能科技增幅最大达到 46.2%。而 2018 年各公司归母净利润波动幅度较大,万邦达、津膜科技同比跌幅超过 100%,梅安森同比跌幅超过 200%,但中原环保和环能科技保持了较高的净利润增速。公司毛利率大部分保持稳重略降的趋势,巴安水务降幅较大达到 10.9%,津膜科技毛利率增加 15.2%至 33.8%,整体来看均维持在 30%左右水平。

图表 29 2018 污水处理行业上市公司业绩变化明细

公司	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率 (%)	同期增减
碧水源	115.2	-16.3%	12.4	-50.4%	29.8%	0.9%
中金环境	43.6	14.4%	4.3	-27.2%	38.6%	-6.1%
创业环保	24.5	13.9%	5	-1.4%	36.3%	-3.6%
万邦达	13.2	-36.1%	-0.8	-126%	26.4%	-2.2%
中原环保	10.3	5.2%	4.1	28.5%	43.4%	5.3%
巴安水务	11.0	21.3%	1.2	-14.3%	33.2%	-10.9%
南方汇通	11.1	2.1%	0.9	-23.1%	40.1%	-1.3%
中电环保	80	17.3%	1.2	3.5%	33.5%	2.6%

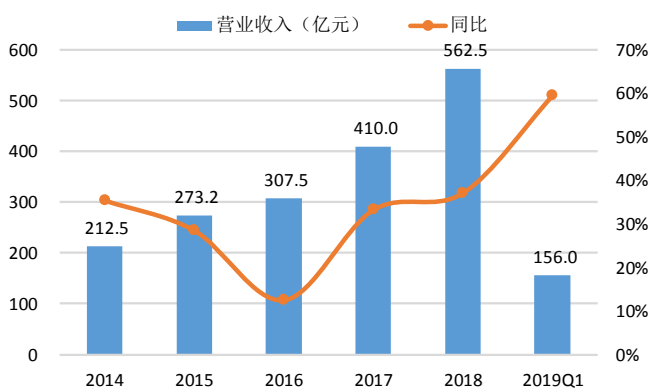
环能科技	11.9	46.2%	1.4	48.6%	41.2%	-1.0%
津膜科技	6.9	8.4%	0.1	-117.8%	33.8%	15.2%
梅安森	2.3	-18.8%	-0.6	-241.9%	42.4%	0.7%

资料来源: Wind, 华创证券

(四) 固废处理: 整体毛利率与业绩回落, 垃圾焚烧与土壤龙头表现出众

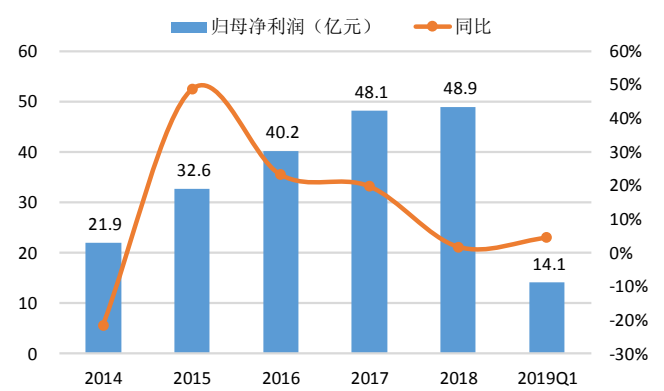
2018 年固废板块营业总收入为 562.5 亿元, 同比增长 37.2%; 归母净利润 48.9 亿元, 同比略增 1.7%。行业扣非归母净利润同比减少 12.4% 至 38.4 亿元。整体毛利率同比下降 1.7pct 至 28.5%; 净利率同比下滑 3.0pct 至 8.7%。而 2019Q1 板块收入仍保持增长, 扣非净利润实现回升, 同比增长 13.8% 至 12.6 亿元。

图表 30 固废行业营业收入增长情况 (亿元)



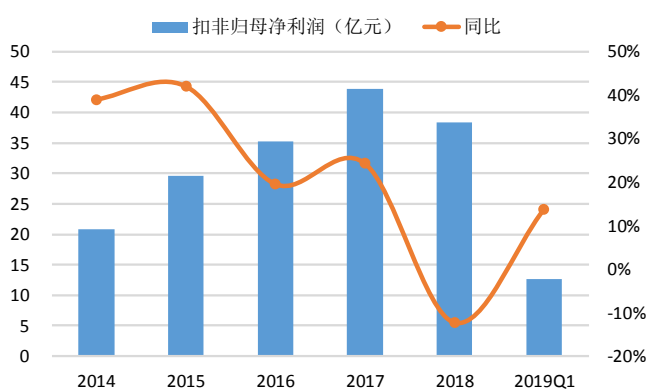
资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 固废行业归母净利润增长情况 (亿元)



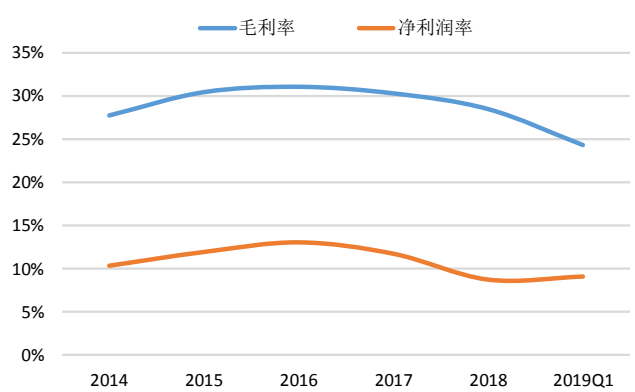
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 固废行业扣非归母净利润增长情况 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 固废行业毛利率及净利率增长情况 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

具体到公司层面, 2018 年高能环境受益土壤修复政策和市场的拐点到来, 收入同比高增 63%, 而垃圾焚烧企业均保持收入正增长。而 2018 年各公司净利润波动幅度较大, 其中垃圾焚烧领域的企业仍保持稳定增长, 伟明环保、瀚蓝环境等均维持 30% 以上的净利润增速。另外由于收购中联环境, 盈峰环境整体收入利润体量大幅增长。但启迪桑德、永清环保等企业受自身业务发展和融资环境等影响, 业绩出现大幅下滑。而从毛利率角度, 除业务结构改变带来的毛利率波动外, 各公司毛利率保持稳中略降的水平, 其中垃圾焚烧企业均保持稳定的 30% 以上毛利率。

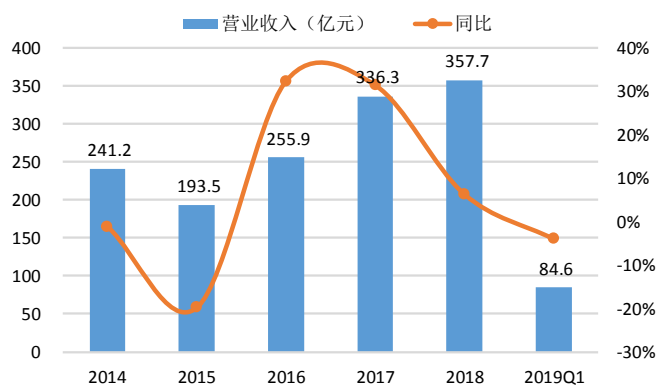
图表 34 2018 固废子行业业绩明细

公司	2018 营业收入 (亿元)	收入同比	2018 归母净利润 (亿元)	净利润同比	2018 毛利率	毛利率同期增减
盈峰环境	130.5	166%	9.29	163%	25%	5.8
启迪桑德	109.9	17%	6.4	-49%	28%	-3.3
伟明环保	15.5	50%	7.4	46%	60%	-1.0
东江环保	32.8	6%	4.1	-14%	35%	-0.6
高能环境	37.6	63%	3.2	69%	26%	-1.3
瀚蓝环境	48.5	15%	8.8	34%	30%	-1.7
中再资环	31.4	34%	3.2	45%	32%	-12.0
龙马环卫	34.4	12%	2.4	-9%	25%	-2.2
华西能源	36.5	-12%	-1.4	-174%	20%	-2.5
中国天楹	18.5	15%	2.2	-3%	36%	-2.0
永清环保	9.5	-23%	-1.7	-216%	21%	-4.9
维尔利	20.6	46%	2.3	68%	33%	0.8
博世科	27.2	85%	2.4	60%	29%	-0.4
雪浪环境	9.6	17%	0.4	-28%	25%	-5.2
总计	562.5	37%	48.9	1.7%	29%	-1.8

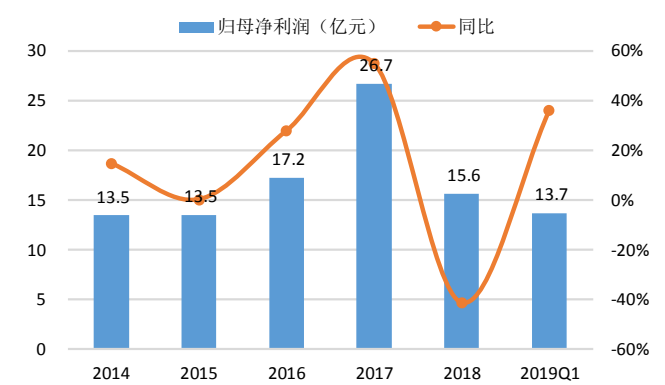
资料来源: Wind, 华创证券

(五) 节能减排: 整体下滑趋势明显, 2019Q1 回升

2018 年节能板块营业总收入 357.7 亿元, 同比增长 6.4%; 归母净利润 15.6 亿元, 同比下降 41.5%。行业扣非归母净利润同比下降 44.2% 至 12.8 亿元。整体毛利率同比提升 1.9pct 至 22.0%; 净利率同比下滑 3.5pct 至 4.4%。2019Q1 各项均有所回升, 净利润同比增长 35.9% 至 13.7 亿元, 扣非净利润也同比增长 19.5% 至 11.7 亿元。

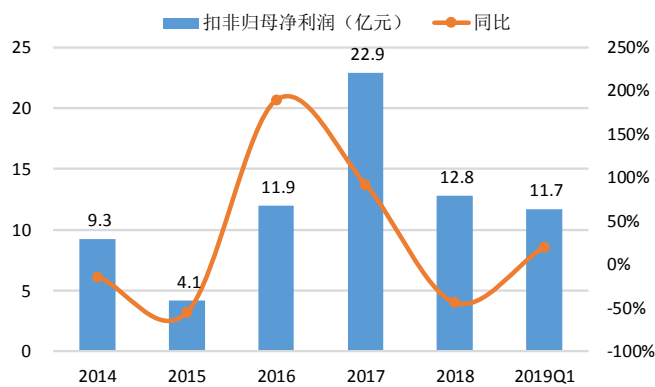
图表 35 节能行业营业收入增长情况 (亿元)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 节能行业归母净利润增长情况 (亿元)


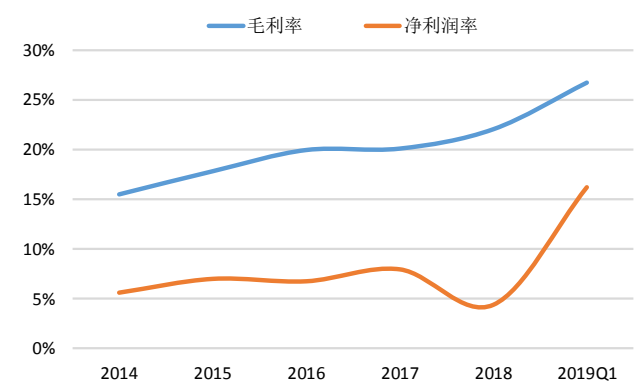
资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 节能行业扣非归母净利润增长情况 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 节能行业毛利率及净利率增长情况 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

2018 年节能行业共 3 家公司归母净利润实现正增长, 其中联美控股拥有稳定的公用事业属性同时大股东旗下兆讯传媒的注入进一步增强了盈利能力, 收入、利润和毛利率均取得领先与板块的高增长。另外亿利洁能、长青集团同样保持正增长。而科融环境等净利润波动幅度较大, 影响行业整体表现。而 2019Q1 各公司收入全面转为盈利, 龙头联美控股仍保持较为稳定的高增。

图表 39 2018 节能子行业业绩明细

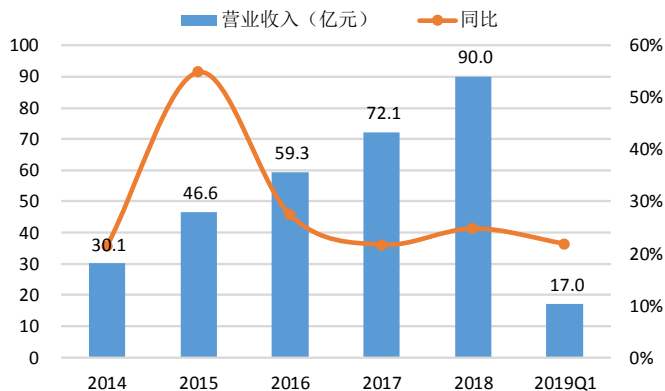
公司	2018 营业收入 (亿元)	收入同比	2018 归母净利润 (亿元)	净利润同比	2018 毛利率	毛利率同期增减
联美控股	30.4	28%	13.2	43%	53%	2.6
亿利洁能	173.7	10%	7.7	48%	17%	4.0
科达洁能	60.7	6%	-5.9	-223%	21%	-0.1
富春环保	30.1	-9%	1.3	-64%	19%	-1.3
天壕环境	19.7	0%	0.8	-6%	23%	-1.7
长青集团	20.1	6%	1.7	90%	22%	1.4
迪森股份	17.8	-8%	1.6	-24%	31%	-2.4
科融环境	5.3	-20%	-4.8	-4709%	14%	-6.8
总计	357.7	6%	15.6	-41%	22%	2.0

资料来源: Wind, 华创证券

(六) 环境监测: 收入利润保持增长, 盈利能力有所下滑

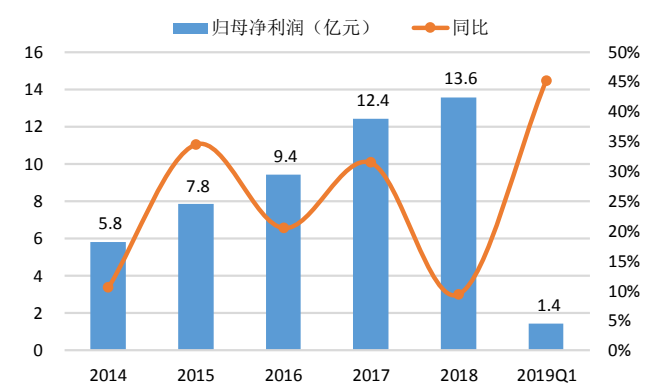
2018 年-2019Q1 监测板块表现突出, 2018 年营业总收入 90.0 亿元, 同比增长 24.7%; 2019Q1 收入同比增长 21.8% 至 17.0 亿元。2018 年归母净利润 13.6 亿元, 同比增长 9.4%; 2019Q1 净利润大幅增长 45.2% 至 1.4 亿元。行业扣非归母净利润 2018-2019Q1 分别增长 22.2%、55.0% 至 12.3 亿元、1.2 亿元。2018 年整体毛利率同比下降 2.2pct 至 46.7%; 净利率同比下滑 2.1pct 至 15.1%。2019Q1 毛利率同比下降 0.5pct 至 45.5%; 净利润率同比提升 1.4pct 至 8.5%

图表 40 监测行业营业收入增长情况 (亿元)



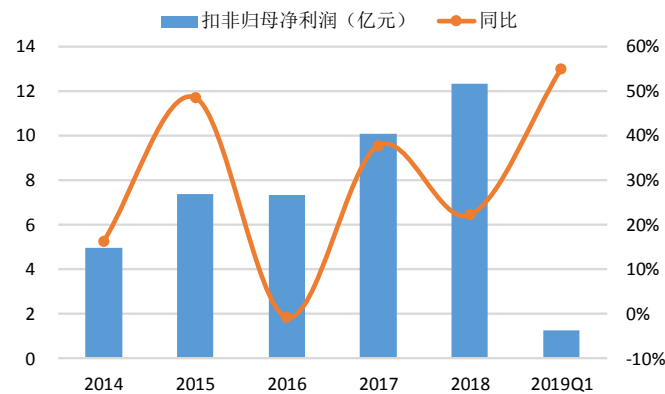
资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 监测行业归母净利润增长情况 (亿元)



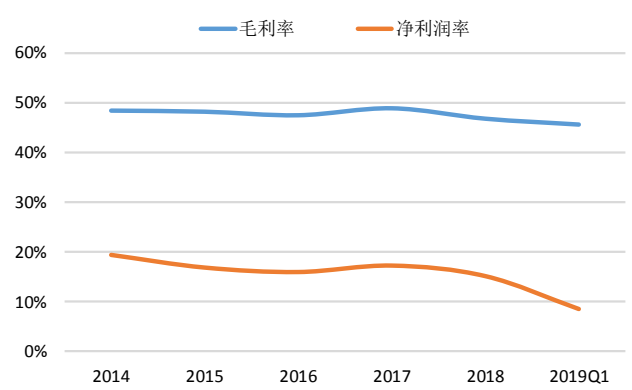
资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 监测行业扣非归母净利润增长情况 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 监测行业毛利率及净利率增长情况 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

2018 年监测行业各龙头企业均保持较好的业绩增长, 其中先河环保、聚光科技均保持收入利润的稳健增长, 而理工环科在 2019Q1 迎来 166% 的经利润高增。盈利能力方面, 各公司受 2018 年竞争加剧影响, 普遍毛利率有所下滑, 但 2019Q1 先河环保和聚光科技的毛利率均维持了稳中有升。

图表 44 2018 节能子行业业绩明细

公司	2018 营业收入 (亿元)	收入同比	2018 归母净利润 (亿元)	净利润同比	2018 毛利率	毛利率同期增减
聚光科技	38.2	37%	6.0	34%	48%	-1.2
先河环保	13.7	32%	2.6	38%	50%	-1.1
雪迪龙	12.9	19%	1.8	-17%	43%	-4.9
理工环科	10.0	18%	2.6	-8%	58%	-6.7
汉威科技	15.1	5%	0.6	-44%	35%	-2.1
总计	90.0	25%	13.6	9%	47%	-2.1

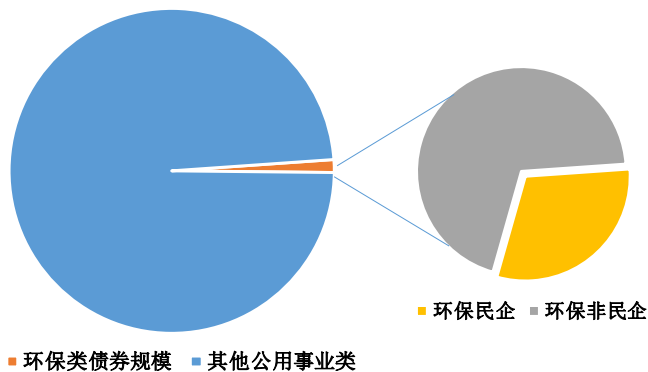
资料来源: Wind, 华创证券

三、 融资改善落地后关注信用到盈利的传导, 看好商业模式清晰的细分行业

2018 年环保行业整体收入业绩增速不及预期一方面受到经济下行压力的影响, 另一方面扩张的放缓与融资环境收紧密不可分。而 2018 年下半年到 2019 年年初, 一系列利好民营企业融资的政策、指导和相关事件陆续出台且逐

步落地，一定程度上缓解了环保企业融资压力。但同时融资渠道和资金来源的改善仍有待观察。截至 2019 年 4 月 22 日，环保与公用事业行业共发行信用债 257 支，占整体信用债发行数量 7.4%；金额 3600 亿元，占比 9.2%。但其中环保类企业债券数量仅为 8 支（包含迪森股份、联泰环保可转债）、金额仅 45.9 亿元；而民营企业占比更低，除两只可转债外，仅有碧水源、万邦达分别发行了 10 亿和 4 亿元的中期和短融。因此整体来看，融资成本的下降为企业减轻了财务负担，但融资的全面改善落地和信用到业绩的传导仍需一定时日。

图表 45 环保信用债发行比例仍低，民营环保企业发行规模小



资料来源：Wind，华创证券

在此背景下，我们认为拥有清晰商业模式，即“什么样的销售和回款模式”、“谁付费”、“是否有付费意愿”这几个问题无虞的土壤修复和监测细分领域有望实现可预期的高增。

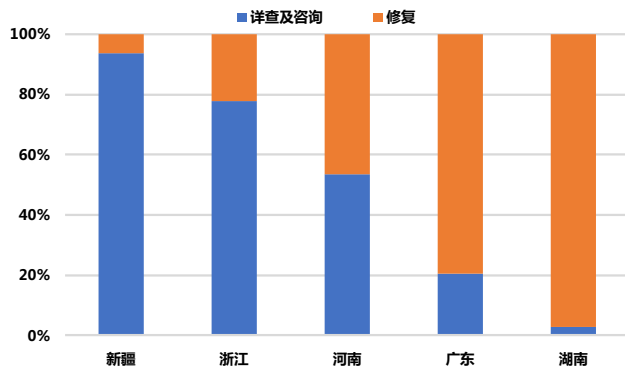
（一）土壤修复望迎拐点，商业模式清晰政策带来强催化

1、政策不断加码，专项资金拨款回升

《中华人民共和国土壤污染防治法》于 2018 年 8 月 31 日第十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，并于 2019 年 1 月 1 日起施行。土壤防治法出台不仅树立了土壤污染防治和管理的立法方向，更重要的是此次防治法明确了土壤污染责任人的管控和修复义务。责任主体的明确一方面有利于未来土壤修复的有源可溯，也进一步强化了土壤防治产业链的稳固商业模式，即由“几乎政府买单”转变为“企业+政府共同发力”。

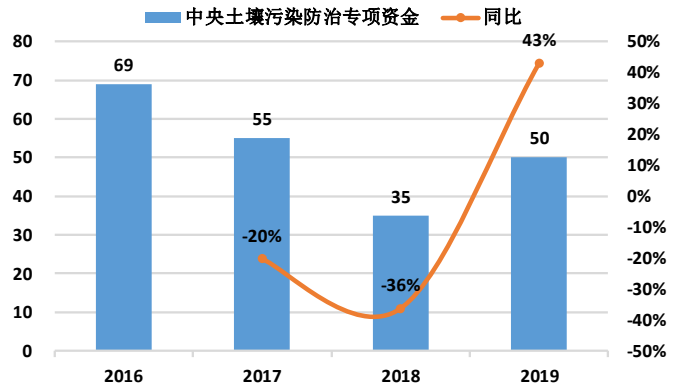
同时，财政部于 4 月 2 日披露了 2019 年中央财政预算说明，其中土壤污染防治专项资金为 50 亿，较 2018 年的 35 亿元增长 42.86%。土壤污染防治专项资金主要用于开展农用地土壤污染状况详查，目标是完成 55.9 万个农用地详查点位共计 70 万份详查样品的采集、制备和分析测试工作。大部分地区是从 2017 年开始调查的，由于启动时间和耗费的时间不同，部分省份已经从“调查周期”进入“治理周期”，而中央专项资金的回升也是行业拐点的重要信号之一，各地方的土壤修复预算同样有望随中央支出力度的增加而提升，进一步承接需求的释放。

图表 46 2018 年各省土壤修复资金用途已经分化



资料来源：相关省区生态环境厅、财政厅，华创证券

图表 47 中央土壤污染防治专项资金 2019 年回升

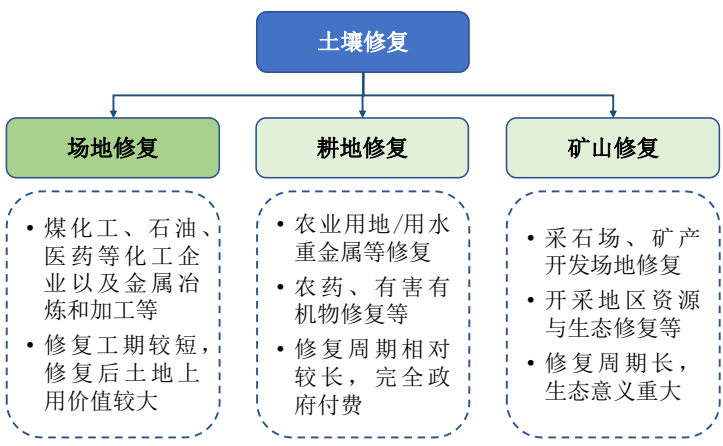


资料来源：财政部，华创证券

2、商业模式清晰，政府付费意愿充足，企业端介入稳定盈利能力

土壤修复中的场地修复商业模式清晰，即政府修复工业场地，而后出售土地获取收益，因此政府推动修复和支付意愿强。而土壤修复项目以 EPC 模式为主，工期一般较短（平均 2-12 个月），项目规模分化较大，从百万级别到亿级均在各地存在，而 EPC 模式下企业回款较好，加之预付款达到 20% 以上，且按照完工百分比确认收入。无论是前期资金投入还是现金流周转情况都较为优质。

图表 48 场地修复商业模式清晰，空间有望最先释放



资料来源：相关公司公告，华创证券

企业端参与，市场化有望推进。当前土壤修复项目政府付费仍占比高达 80-90%，但 2019 年起施行的土壤法规定“谁污染谁负责”的责任主体明确后，污染企业、后端地产开发企业参与修复市场的比例有望进一步提升，对于土壤修复企业来说，回款渠道将更加多元、盈利能力也有望保持稳定。

3、场地修复理论空间超千亿，近年持续释放

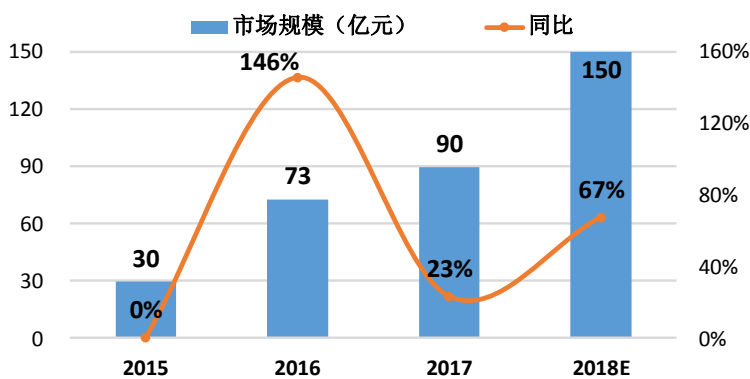
将土壤修复领域细分为场地修复、耕地修复和矿山修复，根据待修复场地的面积和目前现有土壤修复项目公开招标的平均修复价格，结合“土十条”中各类型修复目标，我们预计十三五期间耕地修复和城市地区的场地修复市场有望释放空间，而矿山修复受经济效益较小等因素掣肘，预计相应市场将在远期释放。考虑到污染土壤排查工作在 2017 年基本完成，因此保守预计 2018-2020 年场地和耕地土壤修复的市场空间分别约为 1787 亿和 1000 亿元。

图表 49 十三五规划期间土壤修复理论空间

修复类型	待修复面积 (万亩)	十三五计划修复面积 (万亩)	修复投资 (万元/亩)	十三五理论空间 (亿元)
场地修复	361	325	5.5	1787
耕地修复	39200	1000	1.0	1000
矿山修复	300	-	7.5	-
合计	39861	1325	-	2787

资料来源: 国务院《土壤污染防治行动计划》, 华创证券测算

而从实际释放角度来看, 由于目前仍处于土壤污染详查到修复的过渡期, 因此整体市场规模的释放仍较为滞后, 但从增速来看 2018 年土壤修复市场的增长明显加速, 根据中国环联的统计, 当前土壤修复空间仍处在百亿级别, 但随着政策的催化和各地详查登记的完成, 修复空间未来有望进一步加速释放。

图表 50 土壤修复实际规模仍处于百亿级别但增速有望提升


资料来源: 中国环联, 华创证券

土壤修复龙头企业主要有高能环境、建工修复、中科鼎实、中节能大地和碧蓝环保等。近年来, 龙头公司不断依靠自身技术和市场的积淀, 陆续走上全国化的地域扩张。

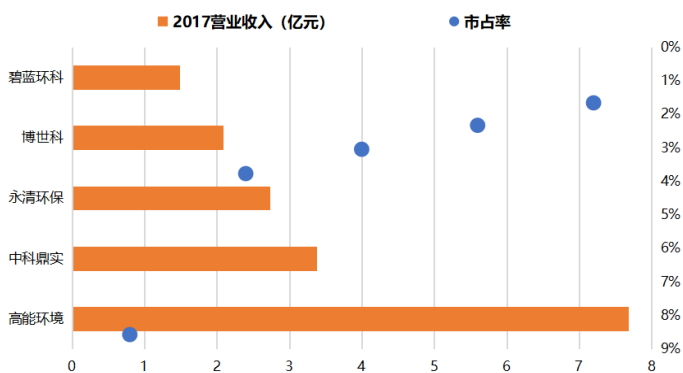
图表 51 土壤修复龙头企业项目概况

企业名称	简介
高能环境	全国布局, 稳居行业前三, 主要项目以江浙粤鄂等为主, 并拓展至湖南、内蒙、甘肃等。2018 年中标项目金额 20 亿元, 同比增长 91%
建工修复	背靠北京建工集团的地产优势, 2018 年中标项目金额超 11.3 亿
京蓝科技 (中科鼎实)	修复技术领先全国布局, 2018 年在广东和江苏中标两个项目, 广东项目中标金额 2500 万元
中节能大地	背靠中节能, 项目以江浙为主, 订单金额偏小
理工环科 (碧蓝环保)	深耕湖南并向全国扩张, 重金属修复和热脱附等自主研发技术领先

资料来源: 相关公司公告, 华创证券

2017 年土壤修复市场规模 90 亿元, 根据各龙头企业 2017 年营业收入, 得出以上 5 家公司市占率合计为 19.39%, 市场集中度仍较低, 龙头企业有望进一步扩张。

图表 52 龙头企业市占率仍相对较低

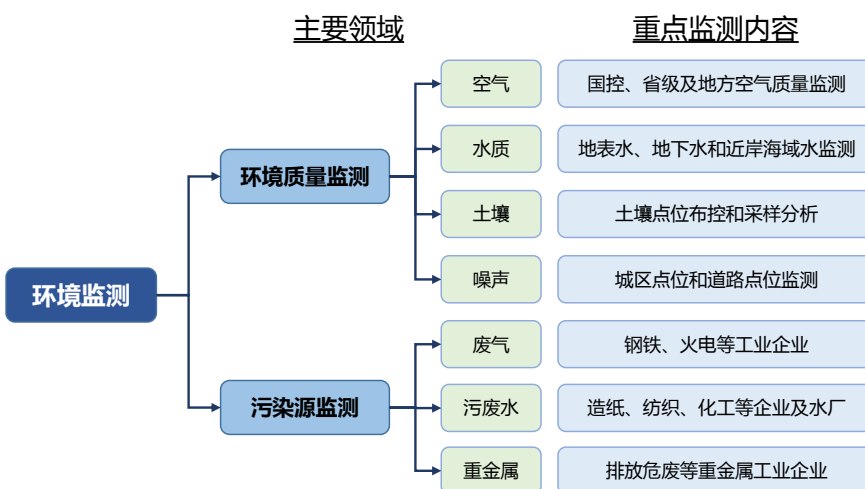


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 监测行业: 行业进入深化发展期, 大气+水监测百亿空间仍维持高增

环境监测行业分为环境质量监测和污染源监测两大类, 分别针对空气、水、噪声等环境质量的监测以及工业企业和污水处理厂等排污设施的监测。

图表 53 环境监测主要分为环境质量监测和污染源监测

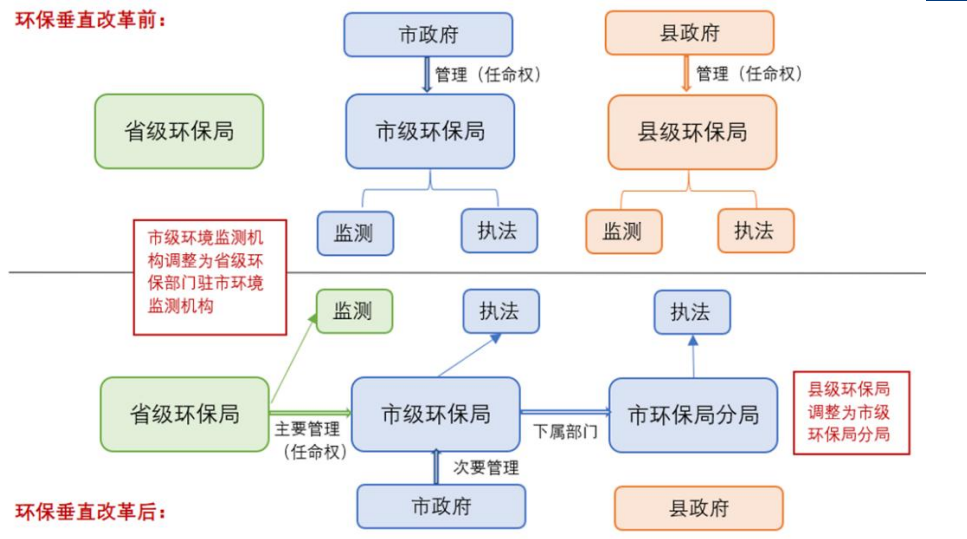


资料来源: 奚旦立、孙裕生: 《环境监测(第四版)》, 北极星环保网, 华创证券

1、通过环保监测垂直改革将环境监测事权上收

2016年9月环保部印发《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》, 通过垂直管理制度改革实现环境监测事权的上收要求: **体制上**, 省级环保部门直接管理市级环境监测机构, 确保生态环境质量监测数据真实有效; 市级统一管理行政区域内的环境执法力量, 依法独立行使环境执法权。 **保障上**, 驻市级环境监测机构的人财物管理在省级, 县级环保部门的人财物管理在市级。 **人员管理上**, 县级环保分局领导班子由市级环保局直接管理, 市级环保局领导班子由省级环保厅(局)主管。因而能够有效的克服地方保护主义, 从根源上解决监测数据造假的问题, 提升监测数据有效性。

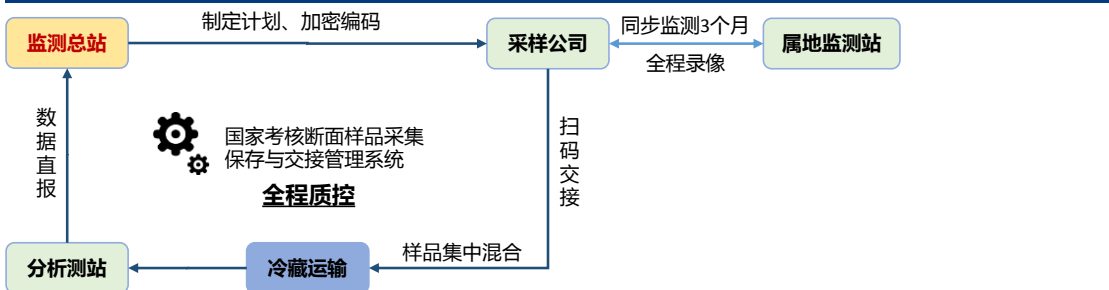
图表 54 通过环保垂直改革实现监测事权上收



资料来源：环保部，华创证券

空气监测事权已于 2016 年底完成上收。自 2015 年底环保部发布《国家环境质量监测事权上收方案》，提出上收方案以来，截至 2016 年底已经完成了 338 个地级以上城市 1436 个国家环境空气自动监测事权上收，基本完成全国大气监测事权上收的工作。地表水质监测已于 2018 年 8 月完成上收，2050 个国家地表水考核断面水站中，除 280 个不具备建站条件外，1770 个水站中的 1762 个水站已实现数据联网，联网率 99.5%；经现场复核通过后，全部交由第三方运维单位独立运维。

图表 55 环境监测事权上收后，监测各环节通过第三方直接对接监测总站



资料来源：中国环保在线，华创证券

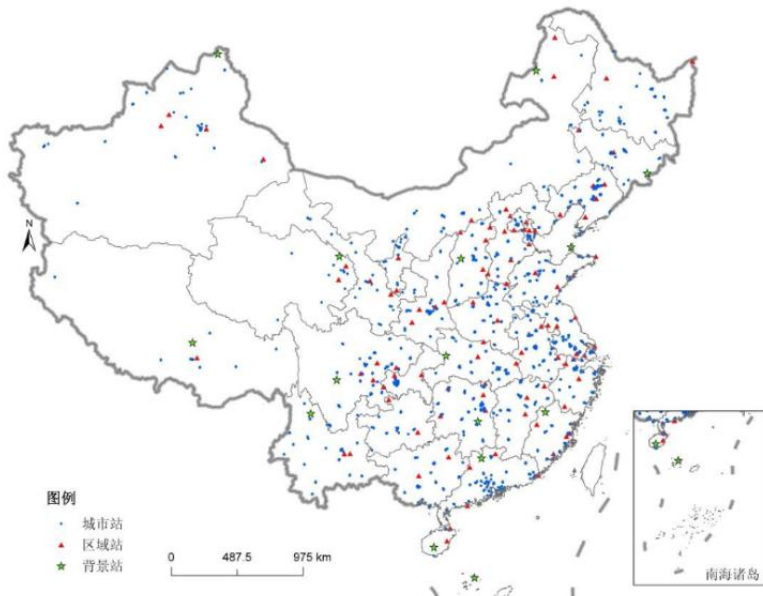
相比此前的政府购买监测设备自行运营维护和收集数据分析，监测事权上收后，监测运维业务逐步向第三方开放。目前主要的合作模式包括两类：（1）半外包——运维环节服务购买：政府仍拥有监测资产的所有权，主要将采样、分析和数据上报等监测环节以及检查、保养等维护环节分予第三方托管，政府主要作为监测资产的所有方和监管方购买服务；（2）全外包——整体环节外包：政府仅进行监测数据或服务的购买，对于设备和运维等所有权，政府可以通过转让监测资产给第三方采取类似“转让-经营”（TO）的模式或向第三方购买一定年度的数据/服务后获得监测资产的“类 BOT/BOO”模式进行购买。两种模式的差异在于全外包模式下企业参与度更高，且一般合作年限较长业务持续性更好，且对于新建站点的地区，从建设到投运的周期更短；但无论资产归属，监测运维领域的市场化有望全面打开，而拥有精良设备+丰富运维经验的企业会成为政府最为青睐的合作伙伴。

2、大气监测：国控监测站布点初步完成，站点下沉与精细化带来增量空间

根据环境 2017 年 11 月中国监测总站发布的《国家环境空气质量检测网》，我国国家环境空气质量监测网现有 1436 个城市站（国控点位）、96 个区域空气站（农村）和 16 背景站，此外还包括 440 个酸雨沉降监测点位、82 个沙尘影响空气质量监测点位以及 31 个温室气体监测点位。其中，城市点监测城市地区环境空气质量整体状况和变化

趋势，参与城市环境空气质量评价；区域点监测区域范围空气质量状况和污染物区域传输及影响范围，参与区域环境空气质量评价；背景点监测国家或大区域范围的环境空气质量本底水平。

图表 56 “十三五”国家空气质量监测点位布局



资料来源：中国环境监测总站，华创证券

网格化监测打开大气治理细分领域空间。网格化监测是在传统空气质量检测基础上，通过布点加密和网格化区域划分，实现污染情况的精准捕捉和动态分析。生态环境部于 2018 年 5 月起利用卫星遥感技术结合大数据分析，通过对京津冀及周边地区“2+26”城市全行政区域按照 3 千米×3 千米划分网格，重点监管 PM2.5 年均浓度较高的 3600 个网格作为热点网格；且 2019 年 2 月起将新增 41 城市实现对重点区域的热点网格监管全覆盖。

根据现有的布局特点，若全国 337 个地级市全部布局完毕则共有监测点位数 22.07 万个，按每个 10 万元的价格估算整个市场空间约 220 亿元。并根据大气网格化监测布点从“26+2”城市开始推广，其中“2+26”城市总布点约 3.06 万个，按每个 10 万元的均价计算形成 30 亿左右的市场，预计在“十三五”计划期间可以完成。而远期超 20 万个布点的设置有望带来超过 220 亿元的空间，预计在 2040 年可以完全实现。

3、水质监测：布点加密+升级改造空间充足

地表水、地下水空间巨大，预计水质监测打开空间 33.6 亿元/年。整体来看，目前 2050 个国控地表水监测站于 2018 年 7 月前完成监控权的上收，从而为第三方运营打开空间。同时，基层地表水监控站的建设以及设备的更新升级将进一步为市场扩容。地下水方面，全国 9865 个监控站已经完成建设，若未来监控权同样上收并委托第三方进行采/测，则将进一步扩大市场规模。我们假设未来三年地表水监测的市场主要由基层水站建设、已建水站第三方运营以及已建水站的设备更新升级构成，基层水站地下水监测则主要是第三方运营和设备更新，根据公开市场的招标平均价格，我们预计 2018-2020 年水质监测的年均产值约为 33.6 亿元。

图表 57 水质监测市场年均空间超 30 亿元

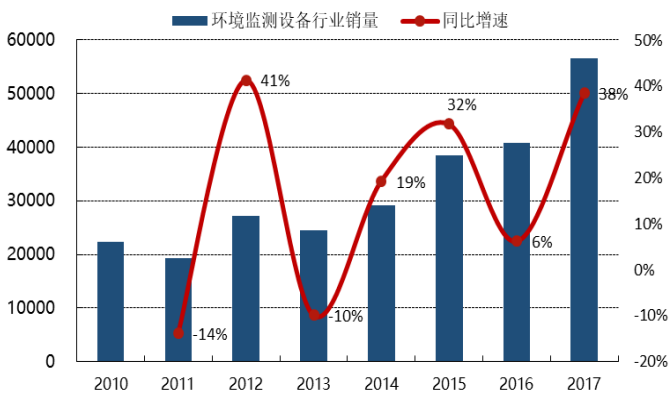
	分类	年均新增 (个/套)	平均投入 (万元)	对应市场空间 (亿元/年)
地表水	新建地表水监测站	1426	100	14.26
	第三方运营数量	2050	30	6.15
	设备更新	520	80	4.16
	合计			24.57

地下水	第三方运营数量	3288	20	6.58
	设备更新	308	80	2.46
	合计			9.04

资料来源：中国环保在线，采招网，华创证券

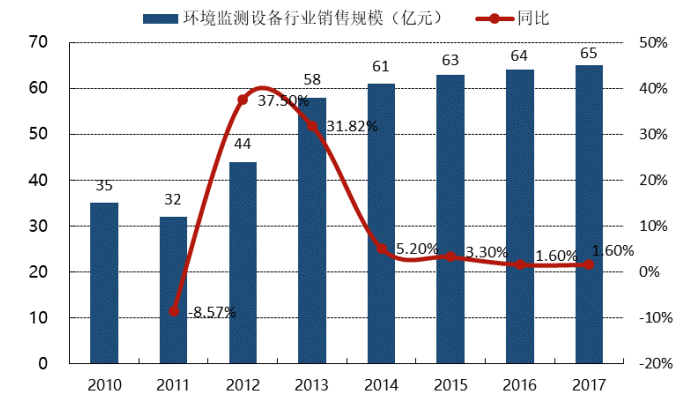
行业集中度有望进一步提升。从设备销售领域来看，行业竞争近年逐渐加剧，但中小企业在低价拿单的压力下生存艰难，龙头集中度有望不断上升。截至 2017 年，环境监测设备行业整体销量达到 5.6 万台同比增长 38%。但行业销售收入增速仅 1.6%，企业通过降低价格压缩获利空间进行抢单，低价竞争仍较为普遍。

图表 58 监测行业设备销量仍保持不断增长



资料来源：迟颖，王海新：《环境监测仪器行业 2017 年发展综述》，华创证券

图表 59 监测行业收入增速不及销量增速



资料来源：迟颖，王海新：《环境监测仪器行业 2017 年发展综述》，华创证券

行业集中度有望随行业技术与管理的升级而提高。随着国控站点监测事权的上收和地方监测事权的向上收归，监测资质的严格化管理和信息化、智能化监测技术要求都将不断强化，政府更倾向于选择技术实力出众、贯通产业链上下游的优质企业合作，另一方面在成本和质量双重的压力下中小企业的出清速度有望加速，集中度有望持续提升。

四、 风险提示

政策不达预期；项目推进不达预期；融资环境改善落地情况不及预期；市场竞争加剧。

环保与公用事业组团队介绍

组长、首席分析师：王祎佳

英国剑桥大学理学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2018 年金牛奖电力及公用事业行业最佳分析师第一名。

高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqq@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500