

证券研究报告—月度策略报告

环保 II

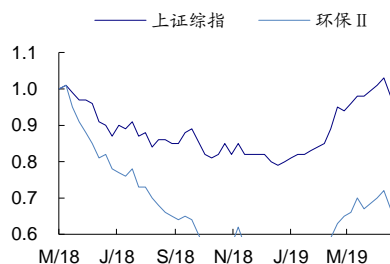
18 年年报及 19 年一季报总结

超配

(维持评级)

2019 年 05 月 08 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《环保 4 月投资策略与一季度前瞻: 一季度环保总体开工正常, 继续看好估值和业绩修复》——2019-04-01
 《环保行业 2019 年 3 月投资策略: 两会召开, 环保关注度提升, 继续看好工程类公司的估值和业绩修复》——2019-03-04
 《环保行业 2019 年 2 月投资策略: 金融数据开门红, 资金面改善可期》——2019-02-20
 《环保行业 2019 年 2 月投资策略: 金融数据开门红, 资金面改善可期》——2019-02-18
 《环保行业 2019 年 1 月投资策略: 降准利好资金面改善, 优质公司商誉风险总体可控》——2019-01-14

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

行业专题

经历阵痛, 业绩承压

● 18 年板块净利润同比下降 33.12%, 19 年 Q1 部分企业出现回暖
 环保板块 18 年营收、净利润分别同比+8.09%、-33.12%。与去年同期相比, 营收、净利润增速下滑明显, 利润率也呈下滑趋势, 板块整体表现较差。进入 2019 年一季度后, 部分企业展现出了回暖势头, 其中监测板块继续保持了较高的增长速度, 我们紧密跟踪的优质公司国祯环保、伟明环保、高能环境都有较好表现。

● 净利率同比下降 5.08pct, 财务费用率大幅提升是主因

18 年行业净利率明显下滑, 主要原因: 1) PPP 项目 15、16 年总体项目质量及收益率较高, 但随后续项目竞争日益激烈, 项目质量参差不齐, 收益率偏低, 拉低整体行业利润率水平。2) 受制于 2018 年资金面收紧, 环保行业 18 年财务费用率大幅度上升, 同比提升 0.8pct, 侵蚀企业利润, 影响行业净利率水平。

● 资产负债率延续上升势头, 监测行业资产负债率最低

2018 年环保板块资产负债率延续上升趋势, 同比提高 2.08pct。监测行业资产负债率 37.09%, 在所有子板块中表现最优; 大气、固废、水处理、节能四个板块资产负债率均维持在 55%-60%之间, 主要系行业以重资产模式为主, 工程业务居多, 资金压力较大。

● 应收账款大幅增长, 高于营收增速, 在总资产中占比提升

2018 年环保板块应收账款合计 913.37 亿元, 同比增长 22.14%, 高于板块营收增速, 大气、监测、节能板块应收账款同比出现明显增长。应收账款增速大幅高于营收增速, 困扰环保企业的回款压力继续加大。

● 18 年到 19Q1: 股价表现较差, 估值、基金持仓均处于历史低位

2018 到 2019Q1, 环保板块整体涨幅为-25.89%, 在所有板块中位居中下游 (19/29)。从估值层面看, 处于历史低位, 龙头上市公司 19 年不到 20X, 具有很强吸引力。截至 2019 年一季度末, 环保板块基金持仓市值为 63.42 亿元, 占基金持股总市值 2.05 万亿元的 0.31%, 创历史新低。

● 阵痛过后, 展望 2019, 行业在发生一些积极的变化

展望 2018, 我们认为环保行业基本面层面已发生三大改善: ① PPP 项目趋于规范, 利好环保行业中长期持续健康发展。② 融资政策利好频现, 资金情况有望改善。③ 国企介入, 环保企业综合实力得到加强。19 年环保企业面临的外部环境在好转, 内部控本增效效果逐步显现, 基本面有望好转, 优质公司业绩增长可持续性较强。重点推荐国祯环保、聚光科技、启迪桑德、格林美。

风险提示: 资金面缓解或不及预期, 项目进度或不及预期

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

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	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300203	聚光科技	买入	23.44	10,873	1.73	2.17	13.55	10.8
300388	国祯环保	买入	9.93	5,431	0.76	1.02	13.07	9.74
002340	格林美	买入	4.38	18,596	0.25	0.33	17.52	13.27
000826	启迪桑德	买入	20.93	15,965	0.84	1.12	13.01	9.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

18 年年报综述：经历阵痛，业绩承压	4
18 年环保板块业绩表现挣扎，盈利能力下降.....	4
净利率同比下降 5.08pct，财务费用率大幅提升是主因.....	5
资产负债率延续上升势头，监测行业资产负债率最低.....	6
应收账款增速大幅高于营收增速，在总资产中占比提升 0.56pct.....	6
19 年一季报综述：营收增速放缓，监测板块增速最快	7
从 2018 到 2019Q1：估值、基金持仓处于历史底部	10
从 2018 至 2019Q1，环保板块整体股价表现一般.....	10
环保板块估值处于历史低位，具备较强吸引力.....	11
环保板块基金持仓创历史新低.....	11
阵痛过后，展望 2019，行业在发生一些积极的变化	12
变化一：PPP 项目趋于规范，利好环保行业中长期持续健康发展.....	12
变化二：融资政策利好频现，资金情况有望改善.....	13
变化三：国企介入，环保企业综合实力得到加强.....	14
行业月度推荐组合收益情况	15
投资策略：看好固废和监测，优选龙头	16
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 2014-2018 环保板块营收 (亿元) 及增速 (%)	4
图 2: 2014-2018 环保板块净利润 (亿元) 及增速 (%)	4
图 3: 2014-2018 年环保行业毛利率和净利率 (%)	6
图 4: 2014-2018 环保行业三项费用率 (%)	6
图 5: 2014-2018 环保行业资产负债率 (%)	6
图 6: 2014-2018 环保版块资产负债率 (%)	6
图 7: 2014-2018 环保行业应收账款 (亿元) 及增速 (%)	7
图 8: 2014-2018 环保板块应收账款 (亿元)	7
图 9: 15Q1-19Q1 环保板块营收 (亿元) 及增速 (%)	8
图 10: 15Q1-19Q1 环保板块净利润 (亿元) 及增速 (%)	8
图 11: 15Q1-19Q1 环保行业毛利率和净利率 (%)	8
图 12: 15Q1-19Q1 环保行业三项费用率 (%)	8
图 13: 15Q1-19Q1 环保行业资产负债率 (%)	8
图 14: 15Q1-19Q1 环保版块资产负债率 (%)	8
图 15: 15Q1-19Q1 环保行业应收账款 (亿元) 及增速 (%)	9
图 16: 2018 年 1 月到 2019 年 Q1 各行业区间涨跌幅	11
图 17: 2018 年 1 月到 2019 年 Q1 环保行业估值 PE (TTM) 变化图	11
图 18: 2012-2019Q1 年环保股基金持仓市值及占比	12
图 19: 2018-2019Q1 各季度环保股基金持仓市值及占比	12
图 20: 2019 年 3 月新增水处理相关项目类型占比 (%)	13
图 21: 2019 年 3 月新增固废处理相关项目类型占比	13
表 1: 2018 年环保板块上市公司年报业绩概览	4
表 2: 2019Q1 环保板块上市公司年报业绩概览	9
表 3: 2019 年一季度末持仓市值前十的环保股	12
表 4: PPP 项目 3 月集中落地区域财政情况	13
表 5: 科创板中已受理的环保领域企业	14
表 6: 国有资本介入环保上市公司情况统计	15
表 7: 策略组合各月收益情况	16

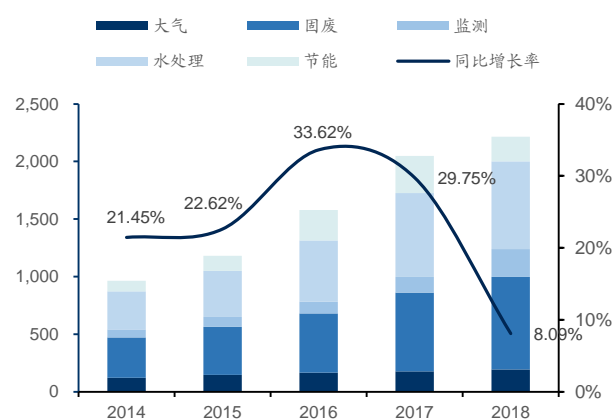
18 年年报综述：经历阵痛，业绩承压

我们以环保行业中 58 家公司（剔除异常值）的 2018 年年报及 2019 年一季度数据作为样本，详细分析了 2018 年及 2019 年一季度环保行业整体的情况。

18 年环保板块业绩表现挣扎，盈利能力下降

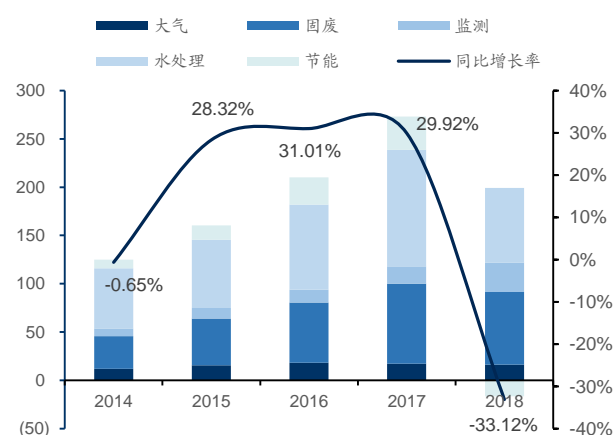
- **从整体来看：环保板块 2018 年营收、净利润分别同比+8.09%、-33.12%。** 营收、净利润增速均同比出现明显下滑。2018 年 58 家环保上市公司共实现营业收入 2,215.78 亿元，同比增长 8.09%；共实现净利润 182.60 亿元，同比下降 33.12%。板块整体毛利率 28.27%，同比下滑 0.61pct；净利率 8.24%，同比下滑 5.08pct。与去年同期（营收+29.75%、净利润+29.92%）相比，2018 年环保板块营收、净利润增速下滑明显，利润率也呈下滑趋势，板块整体表现较差。
- **从细分版块来看，监测版块发展较快，细分版块间分化加剧。** 在五大版块中，监测版块表现最靓丽，营收、净利润均维持 70%+ 的增速（营收+78.48%、净利润+70.32%）；固废（-9.34%）、水处理（-36.06%）、节能版块（-148.30%）增速下滑明显，净利润均出现负增长；大气版块（-5.17%）净利润虽延续下滑势头，但增速较去年同期提高 0.59pct。
- **从增速分布来看，过半数负增长。** 净利润增速 100% 以上的 2 家，50-100% 的有 5 家，30-50% 的有 6 家，0-30% 的有 14 家，负增长的有 31 家。总体上看，2018 年上市公司的业绩表现挣扎，净利润负增长的占比已达 53.45%，亏损面过半，2018 年行业经历寒冬。

图 1：2014-2018 环保板块营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2014-2018 环保板块净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：2018 年环保板块上市公司年报业绩概览

子版块	证券简称	净利润 (亿元)	增速 (%)	营收 (亿元)	增速 (%)	毛利率	期间费用率	
大气	雪浪环境	0.38	-49.89%	9.60	17.32%	24.66%	17.83%	
	清新环境	5.66	-15.94%	40.88	-0.16%	28.67%	13.56%	
	远达环保	1.35	17.56%	36.76	12.20%	17.25%	11.85%	
	龙净环保	8.05	10.66%	94.02	15.90%	24.08%	13.05%	
	德创环保	0.13	-66.39%	7.46	-6.59%	23.41%	21.26%	
	金海环境	0.65	-19.37%	5.65	8.26%	31.16%	17.92%	
固废	高能环境	3.97	65.14%	37.62	63.20%	26.35%	14.41%	
	土壤修复	鸿达兴业	6.12	-39.60%	60.45	-7.58%	32.40%	16.92%
	永清环保	(1.73)	-219.09%	9.51	-22.61%	20.62%	19.85%	
	生活垃圾	中国天楹	2.22	-1.15%	18.47	14.58%	36.38%	21.31%
	旺能环境	3.12	15.48%	8.36	-40.47%	52.13%	16.28%	

	瀚蓝环境	8.79	26.02%	48.48	15.38%	29.95%	12.63%
	伟明环保	7.38	45.61%	15.47	50.29%	60.30%	10.03%
	上海环境	6.74	11.21%	25.83	0.66%	36.75%	14.45%
	维尔利	2.47	71.33%	20.65	45.64%	32.55%	16.47%
	启迪桑德	6.89	-45.66%	109.94	17.48%	27.69%	17.98%
	龙马环卫	2.57	-5.95%	34.44	11.63%	24.67%	14.00%
	格林美	7.79	19.35%	138.78	29.07%	19.16%	11.27%
再生资源	中再资环	3.22	32.47%	31.36	14.61%	32.09%	12.95%
	怡球资源	0.98	-69.80%	62.97	16.95%	9.47%	6.36%
	迪森股份	2.08	-18.43%	17.76	-7.56%	31.37%	16.05%
	长青集团	1.65	87.88%	20.07	6.05%	21.91%	16.05%
危废	富春环保	1.75	-57.34%	30.10	-9.42%	19.37%	8.03%
	东江环保	4.74	-14.32%	32.84	5.95%	35.29%	21.27%
	金圆股份	4.45	10.77%	79.74	57.17%	14.94%	7.42%
监测	盈峰环境	13.58	75.43%	130.45	46.81%	25.08%	12.85%
	理工环科	2.56	-7.95%	9.94	18.08%	57.95%	29.44%
	雪迪龙	1.80	-15.47%	12.89	18.87%	43.48%	29.54%
	华测检测	2.83	105.28%	26.81	26.56%	44.80%	34.72%
	先河环保	2.67	33.91%	13.74	31.80%	50.37%	26.45%
	天瑞仪器	0.50	-56.25%	10.24	29.30%	44.27%	30.75%
	聚光科技	6.68	33.16%	38.25	36.63%	48.13%	30.21%
水处理	华控赛格	(1.40)	-527.91%	2.06	-50.14%	27.28%	73.80%
	万邦达	(0.81)	-126.35%	13.24	-36.06%	26.41%	8.94%
	碧水源	13.52	-47.84%	115.18	-16.34%	29.81%	14.82%
	中电环保	1.26	2.05%	7.98	17.33%	33.46%	16.88%
	津膜科技	0.17	127.07%	6.86	8.41%	33.79%	29.82%
	国祯环保	3.11	49.53%	40.06	52.44%	22.03%	12.65%
	博世科	2.32	59.73%	27.24	85.49%	28.52%	14.13%
	环能科技	1.46	47.15%	11.86	46.17%	41.22%	24.91%
	巴安水务	1.15	-11.61%	11.04	21.33%	33.22%	28.21%
	江南水务	1.93	-21.17%	8.99	-18.39%	49.37%	20.74%
	东方园林	15.91	-28.35%	132.93	-12.69%	34.07%	18.96%
	兴源环境	(12.72)	-452.37%	23.16	-23.60%	16.49%	17.79%
	中金环境	4.48	-25.30%	43.63	14.36%	38.56%	23.52%
渤海股份	0.92	-47.48%	15.67	-5.79%	30.55%	20.36%	
水务运营	重庆水务	13.92	51.71	51.71	15.38%	41.77%	17.57%
	兴蓉环境	10.09	41.60	41.60	11.48%	40.79%	11.74%
	洪城水业	4.18	43.78	43.78	23.52%	24.75%	12.50%
	首创股份	8.16	124.55	124.55	34.14%	30.80%	21.82%
	创业环保	5.27	24.48	24.48	13.93%	36.32%	12.54%
	中原环保	4.15	10.27	10.27	5.19%	43.41%	16.82%
	国中水务	0.09	4.68	4.68	6.41%	31.56%	33.57%
节能	华西能源	(1.45)	-174.68%	36.48	-11.77%	20.42%	16.97%
	首航节能	(7.48)	-902.13%	5.75	-56.84%	13.46%	35.72%
	神雾环保	(14.94)	-521.37%	0.51	-98.18%	65.12%	622.20%
	中材节能	1.40	0.25%	18.74	11.26%	20.17%	12.90%
	三聚环保	5.88	-77.83%	153.81	-31.57%	20.62%	10.08%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
 板块平均增速使用算术平均数计算, 蓝色标注为重点跟踪公司

净利率同比下降 5.08pct, 财务费用率大幅提升是主因

从过去五年环保行业利润率来看, 毛利率过去五年虽有所下滑, 但总体表现稳定。净利率 2014-2017 年四年相对稳定, 但 2018 年净利率出现明显下滑, 18 年行业的净利率为 8.24%, 较 17 年下滑 5.08pct。

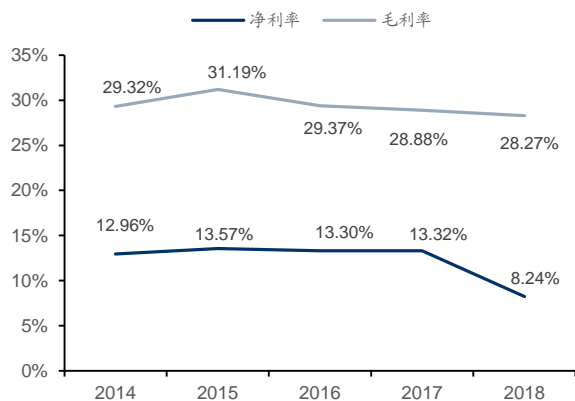
我们分析认为, 造成 18 年行业净利率明显下滑的主要原因在于:

- 1) PPP 项目 15、16 年总体项目质量较高, 收益率较高, 但随着后续项目竞争日益激烈, 项目质量参差不齐, 质量下降, 收益率偏低。拉低了整体行业利润率

水平。

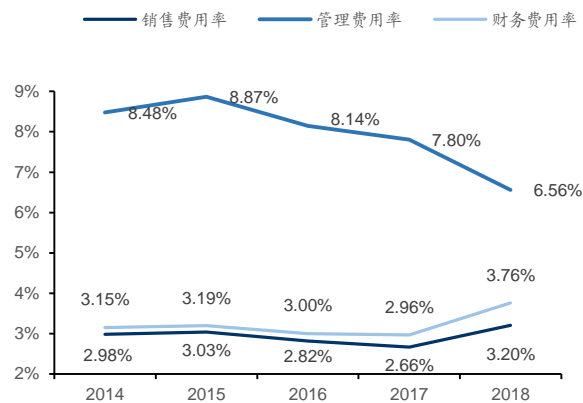
2) 财务费用率上升。受制于 2018 年资金面收紧的影响, 环保行业 18 年的财务费用率出现较大幅度上升, 18 年较 17 年提升 0.8pct, 侵蚀了企业利润, 影响了行业净利率水平。

图 3: 2014-2018 年环保行业毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2014-2018 环保行业三项费用率 (%)

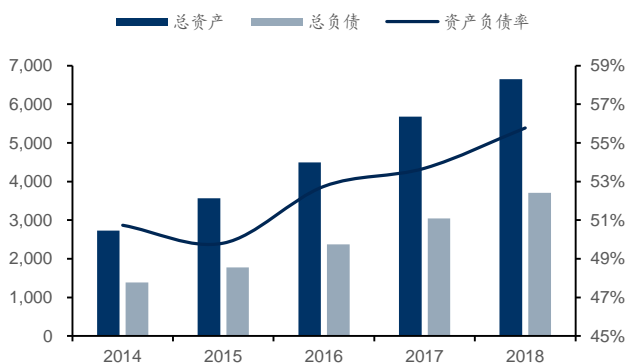


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率延续上升势头, 监测行业资产负债率最低

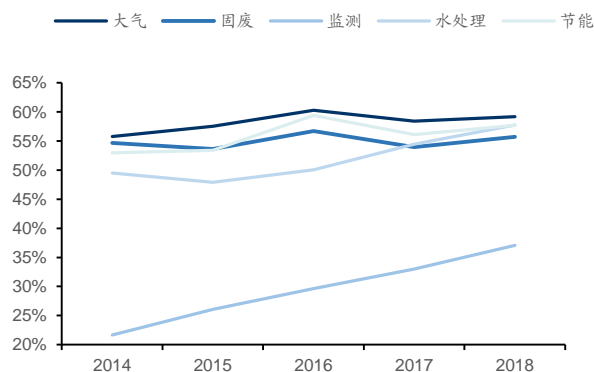
过去五年, 环保板块的资产负债率整体呈现上升趋势, 2018 年延续了这一趋势, 同比上升了 2.08pct。从具体板块来看, 监测行业的资产负债率是所有行业中最底的, 主要由于监测行业以轻资产模式为主, 并不需要过多资金投入, 且现金流稳定, 2018 年行业资产负债率为 37.09%。而大气、固废、水处理、节能四个板块资产负债率水平较为接近, 均维持在 55%-60%之间, 主要由于行业以重资产模式为主, 工程业务居多, 资金压力较大, 负债率较高。

图 5: 2014-2018 环保行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2014-2018 环保版块资产负债率 (%)



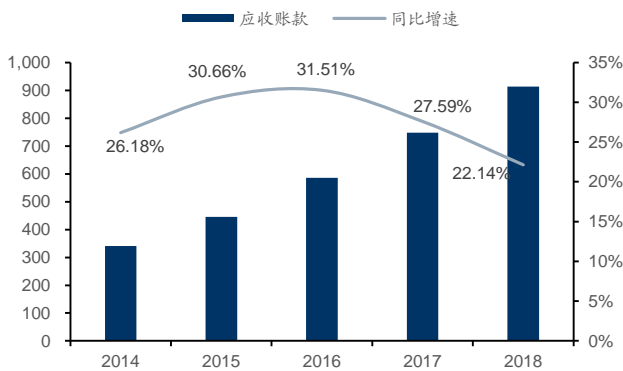
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

应收账款增速大幅高于营收增速, 在总资产中占比提升 0.56pct

2018 年环保板块应收账款合计 913.37 亿元, 同比增长 22.14%, 高于板块营收增速 (8.09%)。应收账款占总资产比例为 13.73%, 同比提升 0.56pct, 近三年应收账款/总资产均维持在 13%以上。从具体板块来看, 固废、水处理板块应收账款管控较为合理, 同比未出现明显增长; 大气、监测、节能板块应收账款同比出现明显增长, 较上年同期分别增长 1.51pct/2.58pct/4.82pct。应收账款增速大幅高于营收

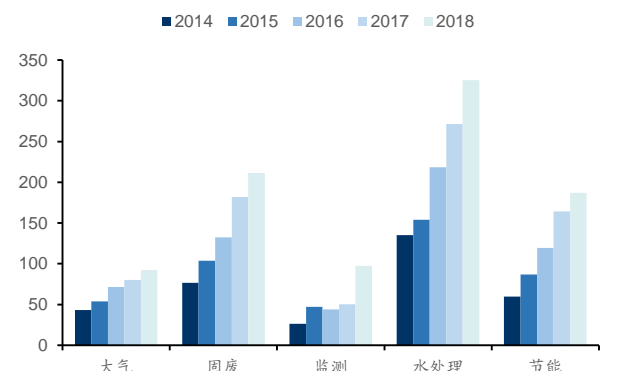
增速，困扰环保企业的回款压力继续加大。

图 7：2014-2018 环保行业应收账款（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2014-2018 环保板块应收账款（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

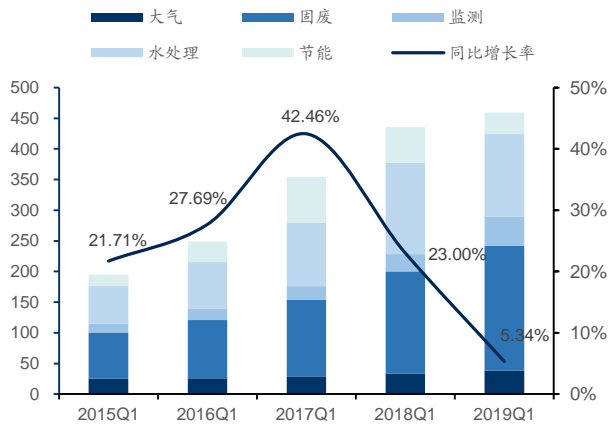
19 年一季报综述：营收增速放缓，监测板块增速最快

环保行业 2019Q1 增速及净利率均有所下滑，但龙头公司业绩靓丽。2019Q1，58 家环保上市公司共实现营业收入 459.21 亿元，同比增长 5.34%；实现净利润 37.49 亿，同比下降 20.22%。板块总体毛利率 26.42%，同比下滑 2.27pct；净利率 8.16%，同比下滑 2.62pct，盈利能力有所下降。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.11%、7.29%、5.03%，同比+0.44pct、-1.89pct、+1.07pct。因为一季度业绩在全年业绩占比中较低，因此一季度增速下滑不能完全代表全年趋势。且从个股层面来看，我们紧密跟踪的优质公司国祯环保、伟明环保、高能环境 19 年一季度净利润增速分别为 26.08%、30.25%、44.76%，全年业绩偏乐观。

分板块来看：

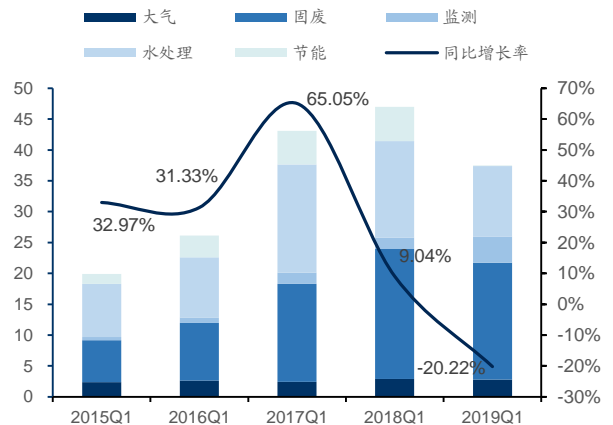
- **监测板块：**2019Q1 净利润为 4.21 亿元，同比增长 137%。板块毛利率为 33.84%，同比增加 0.96pct；净利率为 8.85%，同比增加 2.54pct。
- **大气板块：**2019Q1 出现下滑趋势，净利润增速为-4.22%。板块毛利率和净利率下降，分别为 23.10%和 7.20%。行业增速下滑叠加一季度开工淡季，整体表现不佳。
- **固废板块：**2019Q1 净利润为 18.94 亿元，同比下降 10.19%。毛利率和净利率均有所下降，分别同比减少 3.98pct、3.38pct。
- **水处理板块：**2019Q1 净利润合计约 11.46 亿元，同比下降 26.86%。板块毛利率 32.73%略有上升、净利率 8.52%略有下降。

图 9: 15Q1-19Q1 环保板块营收 (亿元) 及增速 (%)



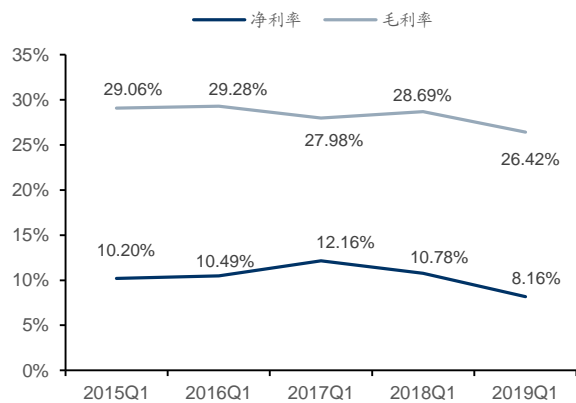
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 15Q1-19Q1 环保板块净利润 (亿元) 及增速 (%)



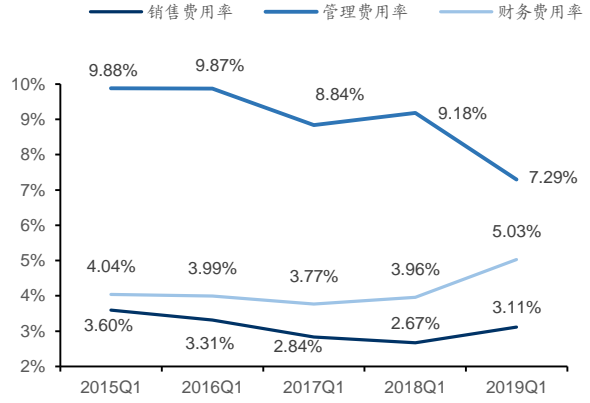
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 15Q1-19Q1 环保行业毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

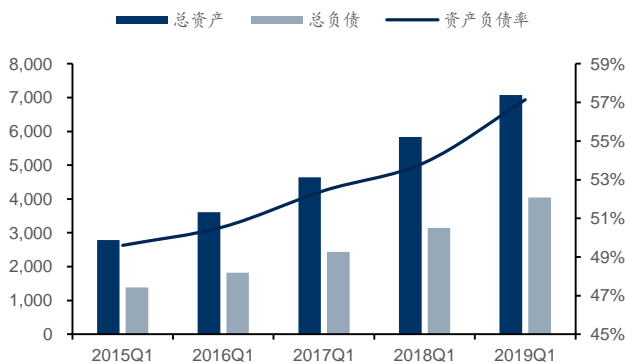
图 12: 15Q1-19Q1 环保行业三项费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

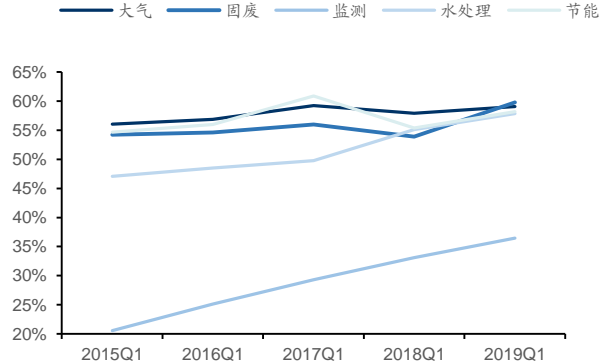
资产负债率延续上升势头。2019 年一季度环保板块总资产、总负债分别为 7074.02、4042.03 亿元,分别同比增长 21.29%、28.61%。资产负债率 57.14%,较 2018Q1 上升 3.25pct。从细分子板块来看,虽然各板块负债率都有所提升,但固废版块上升最为明显,由去年同期的 53.89%提升至 59.77%,同比增加 5.89pct,主要由于生活垃圾子板块负债率大幅提升,同比增长 11.71pct。

图 13: 15Q1-19Q1 环保行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

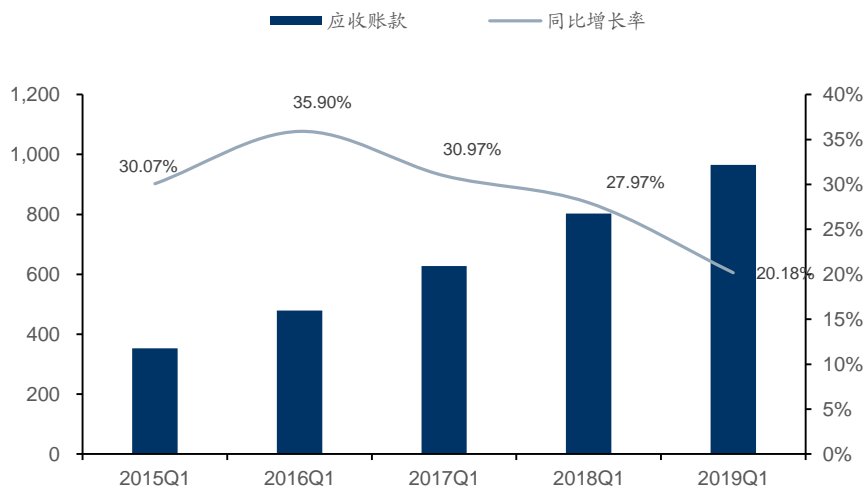
图 14: 15Q1-19Q1 环保板块资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

应收账款增速高于营收增速，在总资产的占比保持稳定。2019Q1 环保板块应收账款合计 965.35 亿元，同比增长 13.65%，高于板块营收增速（5.34%）。应收账款占总资产比例为 13.65%，近三年应收账款/总资产均维持在 13%-14%之间，保持稳定。

图 15: 15Q1-19Q1 环保行业应收账款（亿元）及增速（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2019Q1 环保板块上市公司年报业绩概览

子版块	证券简称	净利润 (亿元)	增速 (%)	营收 (亿元)	增速 (%)	毛利率	期间费用率
大气	雪浪环境	0.20	8.74%	2.24	23.28%	22.15%	18.23%
	清新环境	1.07	-23.14%	7.65	-24.58%	28.18%	15.13%
	远达环保	0.34	37.09%	9.67	36.10%	16.38%	11.44%
	龙净环保	1.06	12.75%	16.29	34.71%	23.81%	15.96%
	德创环保	(0.10)	-38.16%	1.01	-9.23%	25.21%	34.72%
	金海环境	0.21	0.41%	1.48	2.27%	32.98%	16.76%
土壤修复	高能环境	0.59	44.76%	6.84	36.83%	22.49%	15.40%
	鸿达兴业	1.90	-24.38%	14.05	-0.58%	29.95%	12.83%
	永清环保	0.09	-44.63%	1.55	6.63%	28.94%	23.51%
固废	中国天楹	1.00	347.40%	32.59	1016.71%	13.63%	9.66%
	旺能环境	0.65	26.49%	2.21	21.73%	49.33%	16.56%
	瀚蓝环境	1.83	-41.42%	12.54	10.50%	27.35%	11.71%
	伟明环保	2.32	30.25%	4.79	48.83%	62.65%	10.20%
	上海环境	1.66	-1.83%	6.42	8.61%	40.59%	13.70%
	维尔利	0.70	52.66%	4.73	42.06%	37.17%	22.71%
	启迪桑德	1.91	-37.01%	23.42	5.48%	24.80%	16.36%
	龙马环卫	0.58	-29.14%	8.65	12.57%	24.77%	14.32%
再生资源	格林美	1.83	-0.96%	31.42	3.10%	18.57%	12.49%
	中再资环	0.88	34.98%	6.77	19.05%	33.49%	12.32%
	怡球资源	0.09	-88.89%	13.29	-16.65%	9.61%	6.41%
	迪森股份	0.48	-39.82%	2.69	-43.56%	30.71%	20.42%
	长青集团	0.48	138.19%	4.87	17.33%	28.07%	15.25%
危废	富春环保	0.44	-18.13%	7.14	8.70%	16.25%	8.93%
	东江环保	1.26	-11.50%	8.07	6.39%	36.07%	20.37%
	金圆股份	0.25	31.86%	11.76	-11.47%	9.38%	9.43%
监测	盈峰环境	2.43	24.17%	27.46	6.19%	22.84%	11.59%
	理工环科	0.37	165.69%	1.37	52.68%	68.45%	43.69%
	雪迪龙	0.09	11.39%	2.58	40.56%	41.85%	34.78%

	华测检测	0.47	309.48%	5.66	26.23%	43.58%	35.87%
	先河环保	0.23	20.87%	2.57	10.77%	52.09%	37.82%
	天瑞仪器	0.17	-32.84%	1.83	-13.74%	52.92%	46.09%
	聚光科技	0.44	9.04%	6.15	20.04%	49.65%	43.73%
	华控赛格	(0.30)	-88.85%	0.21	-45.86%	13.16%	140.74%
	万邦达	0.68	-23.30%	1.56	-44.23%	37.72%	11.14%
	碧水源	0.86	-46.83%	18.10	-21.26%	29.15%	22.66%
	中电环保	0.16	6.33%	1.41	2.51%	34.99%	26.49%
	津膜科技	(0.21)	-1606.08%	0.94	-38.44%	35.03%	58.60%
	国祯环保	0.63	26.08%	6.89	12.48%	26.29%	17.35%
	博世科	0.70	18.08%	6.41	23.37%	29.46%	16.00%
水	环能科技	0.20	88.51%	1.90	35.34%	39.41%	31.93%
处	巴安水务	0.25	-10.86%	2.34	-20.57%	43.61%	32.53%
理	江南水务	0.36	-3.50%	1.73	-13.98%	50.19%	25.32%
	东方园林	(2.72)	-4883.51%	10.13	-60.10%	28.54%	55.19%
	兴源环境	(0.43)	-216.07%	2.19	-62.17%	16.00%	38.73%
	中金环境	0.94	-25.87%	8.50	-4.14%	37.22%	24.21%
	渤海股份	0.13	1407.66%	3.89	11.29%	28.82%	20.22%
	重庆水务	3.39	6.69%	11.05	12.80%	38.79%	13.04%
	兴蓉环境	2.63	11.86%	9.59	7.13%	44.25%	10.45%
	洪城水业	1.48	18.28%	13.34	23.80%	22.59%	8.86%
	首创股份	1.14	-6.18%	24.48	15.63%	34.62%	27.95%
	创业环保	0.97	-13.83%	5.93	20.22%	33.19%	13.06%
	中原环保	0.62	18.03%	3.13	21.26%	39.20%	12.39%
	国中水务	(0.02)	35.11%	0.85	-7.71%	29.71%	43.35%
	华西能源	(1.45)	0.14	9.90	-0.56%	15.08%	12.25%
	首航节能	(7.48)	0.25	1.04	123.38%	48.85%	35.29%
	神雾环保	(14.94)	(0.48)	0.13	-80.23%	67.29%	432.28%
	中材节能	1.40	0.00	4.10	26.34%	18.55%	19.36%
	三聚环保	5.88	0.20	19.73	-55.13%	11.30%	16.09%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

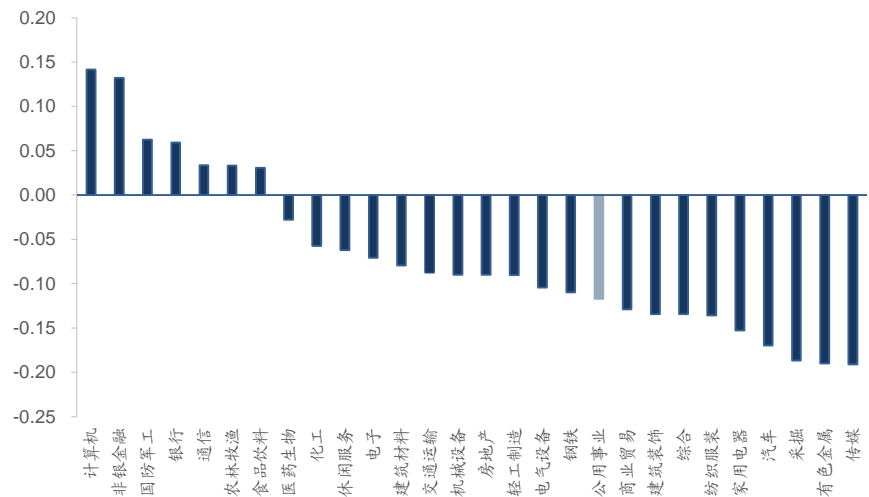
板块平均增速使用算术平均数计算，蓝色标注为重点跟踪公司

从 2018 到 2019Q1：估值、基金持仓处于历史底部

从 2018 至 2019Q1，环保板块整体股价表现一般

我们统计了从 2018 年 1 月到 2019 年一季度各行业的区间涨跌幅。根据统计结果，计算机、非银金融、国防军工涨幅排名前三，表现最差的三个行业分别为采掘、有色金属、传媒。环保板块在所有行业中处于中下游水平（19/29），过去一年环保板块没有太多表现。

图 16: 2018 年 1 月到 2019 年 Q1 各行业区间涨跌幅

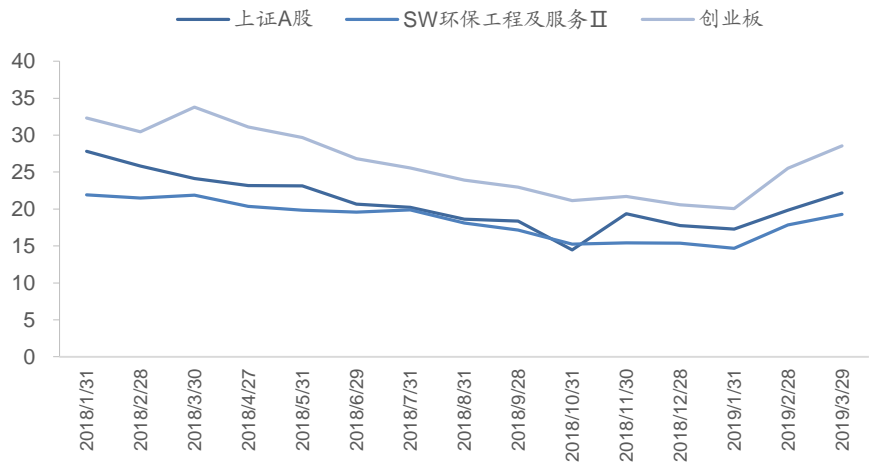


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

环保板块估值处于历史低位, 具备较强吸引力

从 2018 年年初开始, 环保工程与服务估值中枢下移。尤其是从去年 8 月份开始, PPP 板块受到利率上行、银行贷款放慢、财政部 PPP 项目库清理、环保公司业绩不及预期等因素的影响, 带动整个环保板块估值中枢加速下移, 目前行业 PE (TTM) 已下移至 20X。

图 17: 2018 年 1 月到 2019 年 Q1 环保行业估值 PE (TTM) 变化图

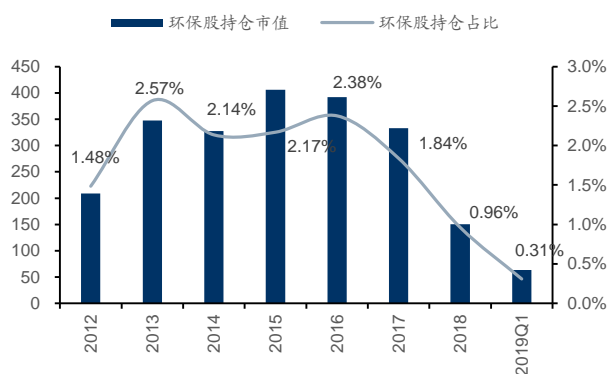


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

环保板块基金持仓创历史新低

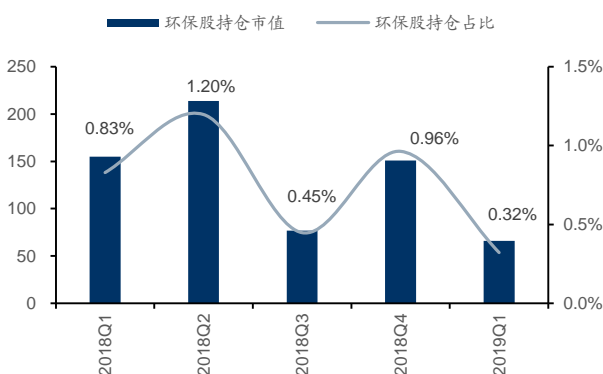
公募基金 2019 年一季报于 4 月份已全部披露完毕。截至 2019 年一季度末, 公募基金的净资产总值为 13.57 万亿元, 其中股票持股总市值 2.05 万亿元, 同比增长 30.80%。环保板块基金持仓市值为 63.42 亿元, 占基金持股总市值 2.05 万亿元的 0.31% (2018 年四季度末基金持股比例为 0.96%), 创历史新低。

图 18: 2012-2019Q1 年环保基金持仓市值及占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2018-2019Q1 各季度环保基金持仓市值及占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

从目前环保个股基金持仓市值来看, 华测检测、东江环保、格林美排名前三。从基金持仓前十所处行业来看, 固废占据 4 席, 监测 3 席, 水处理 2 席, 大气 1 席。固废和监测由于业绩增长的确定性, 优质标的受到机构的青睐。

表 3: 2019 年一季度末持仓市值前十的环保股

股票代码	股票名称	基金持仓市值 (亿元)	2018 年末持股数 (万股)	2019Q1 持股数 (万股)	减少比例	基金持仓比例 (变化比例)	所属细分行业
300012.SZ	华测检测	24.98	49517	28383	-42.68%	18.88% (-14.06%)	监测
002672.SZ	东江环保	8.65	7775	6939	-10.75%	10.61% (-1.28%)	固废
002340.SZ	格林美	4.82	16927	9572	-43.45%	2.52% (-1.95%)	固废
000546.SZ	金圆股份	3.35	3666	3360	-8.37%	5.03% (-0.46%)	固废
300203.SZ	聚光科技	2.47	7273	897	-87.67%	1.99% (-14.12%)	监测
300137.SZ	先河环保	2.29	3044	2115	-30.53%	4.49% (-1.97%)	监测
600388.SH	龙净环保	1.97	5022	1563	-68.87%	1.46% (-3.24%)	大气
000598.SZ	兴蓉环境	1.95	6689	4202	-37.18%	1.41% (-0.83%)	水处理
601200.SH	上海环境	1.57	1808	1001	-44.61%	1.49% (-1.20%)	固废
300422.SZ	博世科	1.36	1983	1162	-41.41%	4.39% (-3.11%)	水处理

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

阵痛过后, 展望 2019, 行业在发生一些积极的变化

变化一: PPP 项目趋于规范, 利好环保行业中长期持续健康发展

2018 年是 PPP 刮骨疗毒的一年。在 PPP 一路高歌的同时, 也出现诸多乱象, 如明股实债、固定回报、保底承诺、简单拉长还款期限、运营建设两张“皮”和政府隐性担保等。一些过快和无序的增长也引起了监管部门的担忧, 为防范 PPP 被泛化滥用, 防止地方政府把 PPP 异化为新的融资手段, 2017 年 11 月财政部出台了规范项目库的方案, 在全国范围内开展 PPP 项目库集中清理整顿。

2018 年下半年以来, PPP 项目的清查告一段落。PPP 清库之后, 虽然短期会对一些上市公司的业绩造成冲击, 但 PPP 项目规范化有助于行业健康持续发展, 倒逼上市公司深刻反思过往激进、粗暴的发展模式, 真正重视项目质量, 重视企业现金流。从中长期来看, PPP 刮骨疗毒, 利于整个环保行业的健康持续发展。根据全国 PPP 综合信息平台项目管理库发布的信息, 2019 年以来管理库项目净增 126 个、投资额 1,480 亿元, 管理库项目累计 8,780 个、投资额 13.3 万亿元。其中新增污染防治与绿色低碳项目 76 个, 投资额 397 亿元, 管理库项目中污染防治与绿色低碳项目累计 4,842 个、投资额 4.7 万亿元, 分别占管

理库的 55.1%、35.7%，而已经落地的项目 2,643 个、投资额 2.6 万亿元。环保相关建设仍然是目前 PPP 项目的主力。

2019 年 3 月社会资本共中标 11 个固废项目，7 个为垃圾焚烧项目，2 个餐厨垃圾和污泥处置项目，1 个工业固废项目，1 个建筑垃圾项目，总投资额超 53 亿元。3 月共中标 35 个水相关 PPP 项目，其中市政污水处理项目占比超过 1/3，水环境项目占比为 1/5，其余项目则散落在市政供水、村镇污水、村镇供水、污泥、管廊等水务细分领域，投资额总计超过 160 亿元。

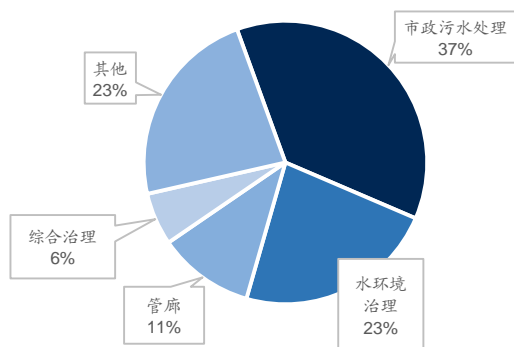
3 月总库近万亿项目落地，区域集中于经济实力较好的省份。新落地项目区域更为集中于长三角、华中及云贵地区，当地强财政实力将保障项目回款。3 月落地项目总额最多的 5 个省份依次是浙江、河南、云南、安徽以及广东，分别落地项目 1,697、1,348、852、735 和 681 亿。与 2018 年全年落地情况相比，落地项目更加集中于长三角、华东三省以及云贵地区，中西部、京津冀及东北等地区落地项目较少，新疆、内蒙两地仅落地 191 和 67 亿。除云贵两省外，3 月项目集中落地的前十大省份估算支出责任仅占到 2019 年一般公共预算支出的 1.4%，远低于 7% 的警戒线水平，回款有保障的同时后续有充足的增长空间。

表 4: PPP 项目 3 月集中落地地区财政情况

地区	3 月新增落地项目额	2019 年计划一般公共预算支出 (亿元)	2019.3 执行阶段项目总额 (亿元)	支付额/一般公共预算支出 (亿元)
浙江	1697	8735	3418	1.6%
河南	1348	8362	3010	1.4%
云南	852	6397	4364	2.7%
安徽	735	6378	2280	1.4%
广东	681	16524	2103	0.5%
湖北	681	4752	2156	1.8%
江苏	434	12200	4105	1.3%
贵州	418	4660	4343	3.7%
河北	372	7284	2877	1.6%
福建	267	4732	1973	1.7%

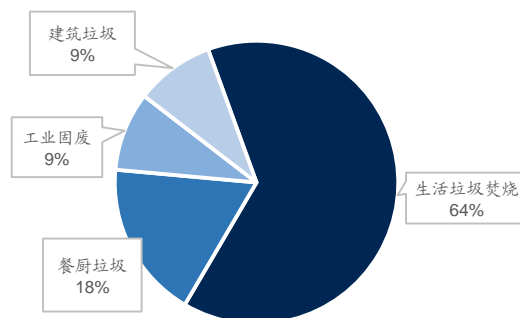
资料来源: 财政部、环保部, 国信证券研究所整理

图 20: 2019 年 3 月新增水处理相关项目类型占比 (%)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2019 年 3 月新增固废处理相关项目类型占比



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

变化二: 融资政策利好频现, 资金情况有望改善

科创板推出, 优质环保企业充分受益。2019 年 1 月 30 日, 中国证监会发布《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》, 在上交所新设科创板, 坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求, 主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。

近年我国生态环境治理虽明显加强，环保行业进入快速发展时期，但环境污染形势仍相当严峻、不容乐观，这也为环保行业未来的长远发展提供了坚实需求。此外，基于国家对于打赢污染防治攻坚战 的坚定决心，科创板的推出将进一步推动环保行业的发展，在农村污水处理、危险废物处置、环境监测以及膜技术等细分领域有望扶持以及培育更多科技创新型企业。截至 2019 年 4 月 25 日，上交所受理的科创板企业数量已经达到 92 家，其中节能环保领域的共有 3 家。

表 5：科创板中已受理的环保领域企业

公司名称	主营业务	营业收入（亿元）
金达莱	水污染治理技术装备、水环境整体解决方案以及水污染治理项目运营	7.14
万德斯	垃圾污染削减及修复业务、高难度废水处理业务	4.93
三达膜	膜技术应用和水务投资运营业务	5.90

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央行定向降准，信贷政策利好实体经济。2018 年 8 月银保监会官网发布关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知，着力疏通货币信贷传导机制，强调在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、动作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。环保作为三大攻坚战之一，作为基建投资的重要组成部分，在政策刺激下，流域治理、农村污水处理、生活垃圾焚烧发电等领域的投资力度有望加大，相关环保上市公司的资金情况有望实现边际改善。

预期监管调整再融资政策，有望改善上市公司融资困局。2019 年 4 月 4 日，上证报发布再融资政策酝酿调整，市场期待“动真格”的报道，表明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。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，对环保企业将是重大利好。

绿色金融助力工业绿色发展，企业环保改造意愿提升。工业和信息化部办公厅、国家开发银行办公厅发布关于加快推进工业节能与绿色发展的通知，强调要发挥绿色金融手段，重点支持长江经济带冶炼渣、尾矿等工业固体废物综合利用，废钢铁、废塑料等再生资源综合利用，钢铁等行业实施超低排放改造等。对已取得国家开发银行贷款承诺，且符合生态环保领域 PSL 资金，运用标准的工业污染防治重点工程，给予低成本资金支持，主要包括节能环保技术改造升级、工业废气、废水和固体废物治理、资源再生及综合利用、工业企业环保搬迁改造及环境整治等。

变化三：国企介入，环保企业综合实力得到加强

去杠杆引发的资本紧缩，环保企业资金链经受了严峻考验，出现了一些债务违约的情况，此外股价大幅下跌使得部分质押高的企业爆仓的压力巨大。在这种情况下，去年和今年出现了“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。之前的明星环保上市公司启迪桑德、碧水源、中金环境、东方园林等均获国有资金入股。

表 6: 国有资本介入环保上市公司情况统计

上市公司	参与的国资	具体合作信息
盛运环保	川能集团	2019年1月8日公告,公司与四川省能源投资集团有限责任公司签署《战略合作协议》及《项目合作协议》。川能集团拟受让盛运环保第一大股东开晓胜所持13.69%股份,成为控股股东,川能集团还将对盛运环保垃圾发电项目投资不低于156.75亿元。
天翔环境	四川能投水务	2018年12月24日,公司与四川能投水务投资有限公司签订战略合作框架协议,若公司能签署正式合同并顺利实施,四川能投水务将通过收购、托管等形式对公司现有水务环保项目实施合作。
凯迪生态	中战华信	2018年9月27日,公司分别与山东水发众兴热电有限公司、湖南中战红森林林业产业并购股权投资企业、长沙红森林一号私募股权基金企业签订《股权转让协议书》,拟出售旗下6家生物质发电公司100%股权、20家子公司的林业资产以及所持郑州煤炭工业杨河煤业有限公司全部60%股权,交易总额61.4亿元。红森林林业和红森林一号均为中战华信资产管理有限公司旗下的基金公司。
中金环境	无锡市政	2018年11月22日,公司控股股东、实际控制人沈金浩先生与无锡市市政公用产业集团有限公司签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》及《一致行动协议》。交易完成后,无锡市政在公司股东大会上的表决权影响力扩大至公司总股本的28.78%,成为公司实际控制人。
环能科技	中建启明	2018年10月,环能科技控股股东环能投资、实际控制人倪明亮同北京中建启明企业管理有限签署《股权转让协议》。中建启明将受让环能投资持有的环能科技1.83亿股股份。交易完成后,中建启明将成为环能科技控股股东。
永清环保	湖南金阳	2018年10月9日,公司公告,公司控股股东永清集团已与湖南金阳投资集团有限公司签署《投资合作框架协议》,拟向湖南金阳投资转让其持有的不超过30%的永清环保股份。
东方园林	盈润汇民基金	2018年11月2日公司公告,实际控制人何巧女士、唐凯先生与北京市盈润汇民基金管理中心(有限合伙)已经签订了《股权转让框架协议》。盈润汇民基金拟参股东方园林,受让公司不超过总股本5%的股份,成为东方园林的战略股东。盈润汇民基金为北京市朝阳区国有资本经营管理中心通过旗下母基金北京市盈润基金管理中心(有限合伙)出资的基金主体。2018年12月27日,完成过户登记手续,盈润汇民基金持有东方园林5%的股份,成为东方园林的战略股东。
碧水源	中国城乡	2019年4月30日,公司实际控制人文剑平及刘振国、陈亦力、周念云、武昆等人和中国城乡签署《股份转让协议》。中国城乡拟受让碧水源3.37亿股股份(持有总股本10.71%),成为公司第二大股东。
启迪桑德	清华控股、启迪科服等	2019年3月20日,启迪桑德间接控股股东启迪控股与河北雄安新区管理委员会、中国雄安集团有限公司、清华大学、清华控股有限公司签署《合作框架协议》,雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金与清华控股将并列成为启迪控股第一大股东。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

国有资本接盘民营上市公司,与从中央到地方民企纾困政策密集落地不无关系。国企低位接盘导致一些环保公司控制权发生变更,同时也带来了整个行业生态和竞争格局的变化。这也是当前行业的发展环境和生态所造成的。国家对于环保企业的投入逐年增加,行业需求大,增速快,但需要大量的资金支持,这些正是国企的优势所在。国企介入之前民企主导的环保领域后,有望给环保上市公司带来一定的实力增强,同时也更适应当前的环境。但是,接盘容易整合难,毕竟民营企业的决策机制、市场运作乃至企业文化等与国资特质不一样。之前环保市场较为分散,民企讲究小快灵,对短期利润较为看重,而随着长江流域大保护、雄安环境整治等大项目的陆续上马,国资整体性和长远性的优势就逐渐显现。

国资进入环保民企的影响,具体还要看两方的融合程度,特别是机制整合任重道远,整体来看有两个方面的影响:

- 一方面: 国资进入后提供强有力的资金支持,拥有更低成本的资金使得环保企业在新项目的拓展竞争中更具优势,同时国资背景也可为企业发展嫁接更多的资源,另外也减少了企业发展的不确定性和风险。
- 另一方面: 相较于原先的环保民企灵活、激进的风格,国资环保企业的风格趋于稳健,如果激励措施无法落地到位的话,或减少企业的活力,原管理层稳定性受到影响,环保企业的发展速度或减缓。

目前环保行业进行的调整是预期内的变革。只有告别过去激进、粗放的发展方式,整个行业才能健康、持续的发展。而18年正好是环保企业阵痛的一年。进入19年,经历过18年的阵痛,外部环境逐步改善,政策支持力度依旧较大,环保企业自身也纷纷注重加强管理,控本增效,提升自身管理能力。不破不立,洗尽铅华,真正优秀的环保公司在经历这轮洗礼之后脱颖而出,借助于国资的力量做大做强。

行业月度推荐组合收益情况

我们 4 月份组合是国祯环保(0.00%)、东江环保(-2.65%)、博世科(-3.59%)。虽然组合整体收益不及预期,但仍跑赢环保指数(-5.60%)。

表 7: 策略组合各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	环保板块收益率
19 年 4 月	国祯环保	0.00%		
	东江环保	-2.65%	1.06%	-5.60%
	博世科	-3.59%		
19 年 3 月	大禹节水	9.66%		
	博世科	2.54%	5.53%	6.38%
	碧水源	0.00%		
19 年 2 月	大禹节水	37.53%		
	国祯环保	27.33%	14.61%	24.36%
	碧水源	32.11%		
19 年 1 月	瀚蓝环境	-1.21%		
	先河环保	-2.21%	5.90%	-9.03%
	国祯环保	-6.55%		
18 年 12 月	聚光科技	5.08%		
	瀚蓝环境	4.31%	-4.30%	-5.23%
	东江环保	0.79%		
18 年 11 月	先河环保	11.34%		
	聚光科技	5.85%	-1.32%	4.42%
	瀚蓝环境	7.17%		
18 年 10 月	聚光科技	-7.09%		
	国祯环保	-1.37%	-7.10%	-15.60%
	先河环保	-2.63%		
18 年 9 月	东江环保	-6.83%		
	聚光科技	-2.21%	4.49%	-1.64%
	瀚蓝环境	-0.93%		
18 年 8 月	聚光科技	-4.59%		
	碧水源	-15.86%	-3.99%	-11.80%
	启迪桑德	-21.07%		
18 年 7 月	东江环保	22.30%		
	聚光科技	4.63%	2.52%	-3.16%
	国祯环保	1.55%		
18 年 6 月	聚光科技	2.98%		
	瀚蓝环境	-0.13%	-6.50%	-10.60%
	碧水源	-11.84%		
18 年 5 月	东江环保	9.12%		
	瀚蓝环境	0.93%	0.37%	-4.70%
	启迪桑德	-2.50%		
18 年 4 月	启迪桑德	3.06%		
	碧水源	2.04%	-2.83%	-4.22%
	国祯环保	12.87%		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资策略: 看好固废和监测, 优选龙头

2018 年, 环保行业经历了艰难的一年。进入 2019 年以来, 环保行业发生了一些积极的变化: ①PPP 项目趋于规范, 利好环保行业中长期持续健康发展; ②融资政策利好频现, 资金情况有望改善; ③国企介入, 环保企业综合实力得到加强。我们认为, 19 年环保企业面临的外部环境在好转, 内部控本增效效果逐步显现, 基本面有望好转, 优质公司业绩增长可持续性较强。继续看好水处理领域优质标的国祯环保、全国性监测龙头聚光科技、管理层改善的固废龙头启迪桑德及动力电池回收优质企业格林美。

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	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
300203	聚光科技	买入	23.44	1.33	1.73	2.17	17.62	13.55	10.80	3.35
300388	国祯环保	买入	9.93	0.51	0.76	1.02	19.47	13.07	9.74	2.58
002340	格林美	买入	4.38	0.18	0.25	0.33	24.33	17.52	13.27	2.09
000826	启迪桑德	买入	10.93	0.45	0.84	1.12	24.29	13.01	9.76	1.40

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