

分析师 王剑辉
电话 010-56511920
邮箱 wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书 S0110512070001

研究助理 万莉
电话 010-56511909
邮箱 wanli@sczq.com.cn

行业数据： 环保公用行业
股票家数(家) 110
总市值(亿元) 7750
流通市值(亿元) 3455
年初至今涨跌幅(%) 6.72

一年内走势图



➤ 投资要点

市场回顾与展望

- 2018年以来，宏观政策调整、经济下行压力加大，资金面紧张，环保监管力度提升以及企业个体风险等因素共同作用，使行业表现落后于大盘。我们认为环保行业最困难的时候已经过去，2019年上半年，我们也看到宏观、微观层面的积极因素正在逐渐积累。
- 宏观层面：要求继续打好污染防治攻坚战，支持国家重点战略。2019年以来，生态环境治理固定资产投资和公共财政节能环保支出均保持20%以上的增速，体现了治理环境的坚定决心。行业层面：围绕蓝天、碧水、净土，政策持续加码，细分领域治理需求仍充分。企业层面：融资是环保公用企业生存发展的关键变量，随着流动性放松、民营及小微企业融资支持、减税降费等政策成效逐步体现，有望在下半年看到基本面的改善。

细分板块机遇

- **监测**：未来监测领域将逐步从空气、水向土壤倾斜，监测区域将逐步由重点区域向全国范围覆盖，监测行业的新增空间短期将来自网络化监测需求提升、监测点位下沉，中长期来源于监测指标和领域的进一步拓展，在行业竞争激烈的背景下，龙头公司有望充分受益。建议关注华测检测、先河环保。
- **垃圾焚烧**：垃圾焚烧板块业绩增长稳定，补贴退坡的可能性较小，垃圾处理费下降风险影响有限，行业总量有望持续提升，精细化运营的步伐加速，在手项目充裕、管理能力突出、打通产业链环节的公司有望胜出。建议关注伟明环保、瀚蓝环境。
- **燃气**：2019年天然气需求端有望继续发力，天然气渗透率还将不断提升，供给端保障能力扩大，油气管网运营机制进一步改革，城燃公司毛利差倾向于缓慢下行，燃气公司业绩增长将以气量提升为主线，布局上游气源的公司更具成本优势，建议关注新天然气。

风险提示

政府投资下滑风险，政策推进不及预期，行业竞争加剧，煤改气不及预期。

目录

前言	5
1 市场回顾与展望	6
1.1 市场表现：环保公用整体表现不佳	6
1.2 业绩表现：板块业绩承压，监测景气度仍较高	8
1.3 回顾与展望：继续关注融资边际改善	11
2 细分板块机遇	15
2.1 监测：点位下沉、网络化需求提升，土壤监测起步	15
2.2 垃圾焚烧：补贴退坡可能性小，处理费下降影响有限	22
2.3 燃气：气量提升是主线，关注上下游顺价	24
3 投资机遇	28
4 风险提示	32

图表目录

图 1: 环保公用 2018 年市场走势	6
图 2: 环保公用 2019Q1 市场走势	6
图 3: 2018 年子板块涨跌幅	7
图 4: 2019Q1 子板块涨跌幅	7
图 5: 2018 年涨幅居前 10 的个股	8
图 6: 2018 年涨幅居后 10 的个股	8
图 7: 2019Q1 涨幅居前 10 的个股	8
图 8: 2019Q1 涨幅居后 10 的个股	8
图 9: 首创环保公用板块营业收入情况	9
图 10: 首创环保公用板块归母净利润情况	9
图 11: 首创环保公用板块营业收入情况	9
图 12: 首创环保公用板块归母净利润情况	9
图 13: 2018 年子板块营业收入增速	10
图 14: 2018 年子板块归母净利润增速	10
图 15: 2019Q1 子板块营业收入增速	10
图 16: 2019Q1 子板块归母净利润增速	10
图 17: 2019 年上半年地方政府专项债发行加速	11
图 18: 生态环保和环境治理业固定资产投资完成额月度累计同比 (%)	12
图 19: 公共财政节能环保支出累计同比 (%)	12
图 20: 2019 年以来环保公用相关政策	13
图 21: 公用事业产业债信用利差 (BP)	14
图 22: 我国环境监测产品年销售量和销售额情况	15
图 23: 环境监测行业龙头销售额及市场占有率	15
图 24: 2017 年我国环境监测仪器产品结构	16
图 25: 2017 年我国环境监测仪器地区销售结构	16
图 26: 环境空气检测点位数	16
图 27: 开展环境空气监测 VOCs 监测工作的城市	17
图 29: 全国农村环境质量监测技术路线	19
图 30: 全国土壤污染状况调查结果	20
图 31: 2017 年全国土壤污染状况详查监测项目	20
图 32: 2017 年全国土壤污染状况详查监测项目	21
图 33: 2016 年和 2020 年生活垃圾处理方式占比 (万吨/日)	23
图 34: 垃圾焚烧公司每吨垃圾发电量变化 (单位: 度)	23
图 35: 天然气消费总量 (亿立方米) 及增速 (%)	24
图 36: 2018 年分部门天然气消费结构	24
图 37: 中国制造业采购经理指数 (PMI)	25
图 38: 天然气产量 (亿立方米) 及增速 (%)	26
图 39: 天然气进口情况 (万吨)	26
图 40: 2018 年中国液化天然气进口来源国	26

图 41：近 5 年来燃气板块毛利率变化 27

前言

近年来，生态文明建设在国民经济中的地位不断提升，上升为关系中华民族永续发展的根本大计。2018年中央经济工作会议强调打好污染防治攻坚战，要坚守阵地、巩固成果。我们对环保行业有以下几点核心判断：

判断一：由于我国生态环境欠账仍较为严重，环境治理需求将长期存在。环境欠账一方面体现于治理面上忽视了应该治理的地方，另一方面体现于治理效果未达到排放标准要求。

判断二：我国环境状况处于修复期，要达到平衡期至少需要30年。美日德大概用了20~30年的时间实现这一转变。我国发展基础薄弱，环境问题更复杂，实现这一转变需要花更长时间。

判断三：环保发展滞后于人们对美好生活的需要。随着人们生活品质的提高，对环境的要求也逐渐提高，同时随着人们的生活变得更加美好，也给环境带来了新的压力。

判断四：起源于意识觉醒，发展依赖理念转变。发达国家大多经历了污染发生-意识觉醒-政策出台-行业发展的路径，理念由被动走向主动治理，由点源治理走向系统化，由无害化走向资源化。

2018年以来，宏观政策调整、经济下行压力加大，资金面紧张，环保监管力度提升以及企业个体风险等因素共同作用，使行业表现落后于大盘。我们认为环保行业最困难的时候已经过去，2019年上半年，我们也看到宏观、微观层面的积极因素正在逐渐积累。

宏观层面要求继续打好污染防治攻坚战，支持国家重点战略。2019年以来，生态环境治理固定资产投资和公共财政节能环保支出均保持20%以上的增速，体现了治理环境的坚定决心。行业层面，围绕蓝天、碧水、净土，政策持续加码，细分领域治理需求仍充分。企业层面，融资是环保公用企业生存发展的关键变量，随着流动性放松、民营及小微企业融资支持、减税降费等政策成效逐步体现，有望在下半年看到基本面的改善。

我们建议关注景气度较高、风险较低的监测板块，运营能力不断提升的固废板块以及以气量提升为主线的燃气领域。

1 市场回顾与展望

1.1 市场表现：环保公用整体表现不佳

2018年，首创环保公用板块整体收跌42.81%（流通市值加权），跑输上证指数（-24.59%）和创业板指（-28.65%）。2018年环保板块经历了深度调整。2019年一季度，首创环保公用板块整体上涨21.44%（流通市值加权），跑输上证指数（+23.93%）和创业板指（+35.43%），2-3月有一波较好的行情，主要受益于两会政策预期升温、融资政策支持力度加大、中美贸易进展积极。

2018年以来，环保公用板块整体跑输大盘。我们认为有几点值得关注的原因：一是宏观环境变化，经济存在下行压力，一定程度影响工业环保需求，环保企业整体收入增速放缓；二是资金面相对紧张背景下，以中小企业居多的环保行业整体受影响较大，行业财务费用率提升明显；三是环保监管力度提升，包括污水处理、垃圾焚烧在内的部分子领域的排放要求提升，环保企业成本端受到一定影响。上述三个方面的因素使环保企业整体业绩不达预期，股价持续修正。另外，包括股权质押在内的企业个体风险也压制了板块表现。

图 1：环保公用 2018 年市场走势

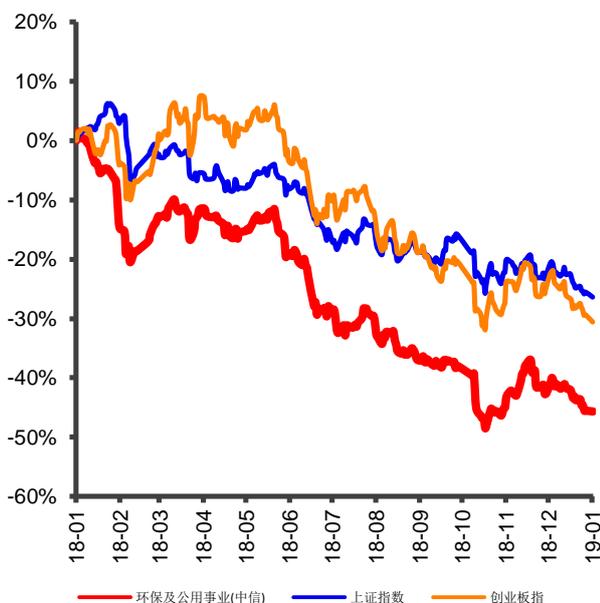
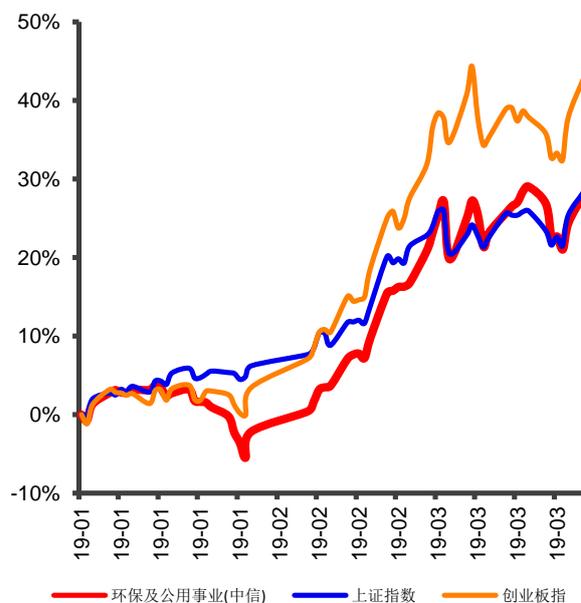


图 2：环保公用 2019Q1 市场走势

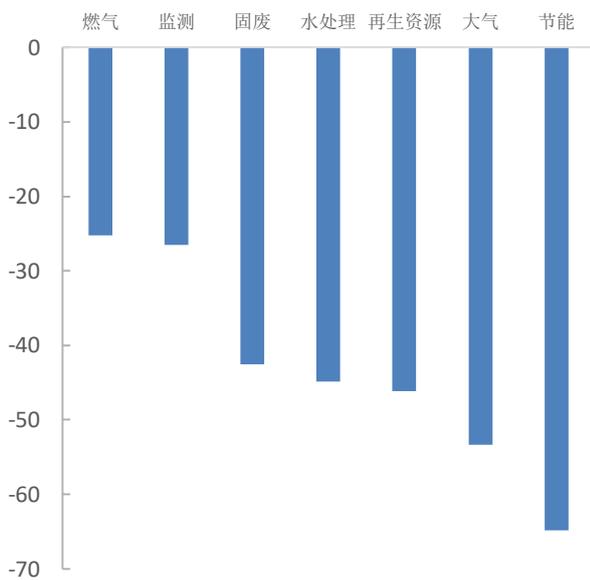


资料来源：Wind、首创证券研发部

资料来源：Wind、首创证券研发部

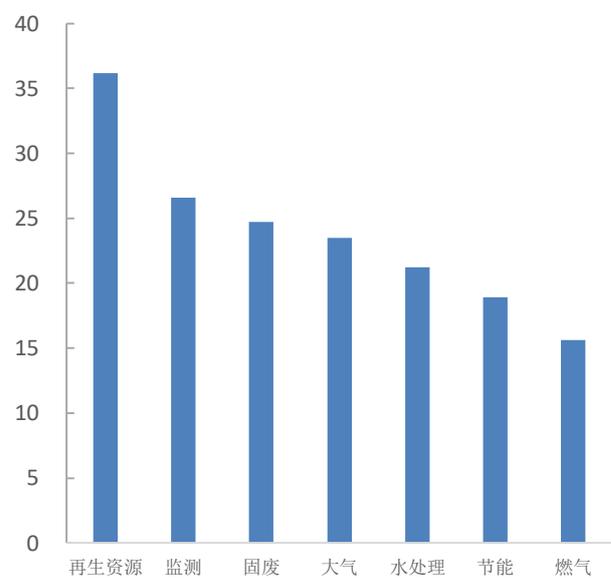
回顾环保公用细分板块走势，2018年子板块中燃气（-25.19%）、监测（-26.47%）和固废（-42.58%）表现超过行业平均水平（-42.81%）。2019Q1子板块再生资源（+36.17%）、监测（+26.57%）、固废（+24.70%）、大气（+23.51%）表现超过行业平均水平（+21.44%）。监测板块表现较好，受益于基本面持续向好，包括大气、水质、土壤在内的下游监测需求不断提升。固废板块业绩增长较为稳定，危废的监管力度持续加大，板块市场表现相当于或者略好于行业平均。

图 3：2018 年子板块涨跌幅



资料来源：Wind、首创证券研发部

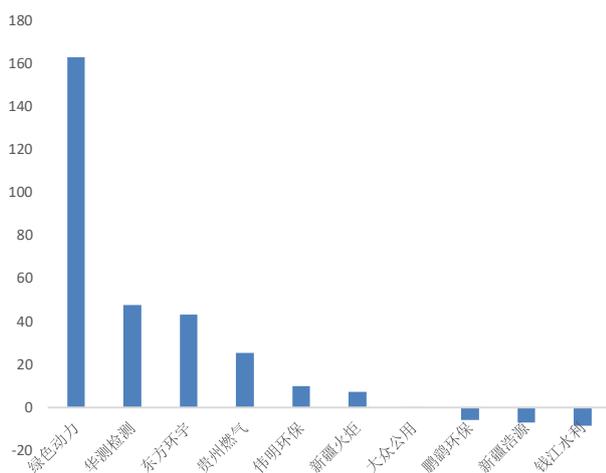
图 4：2019Q1 子板块涨跌幅



资料来源：Wind、首创证券研发部

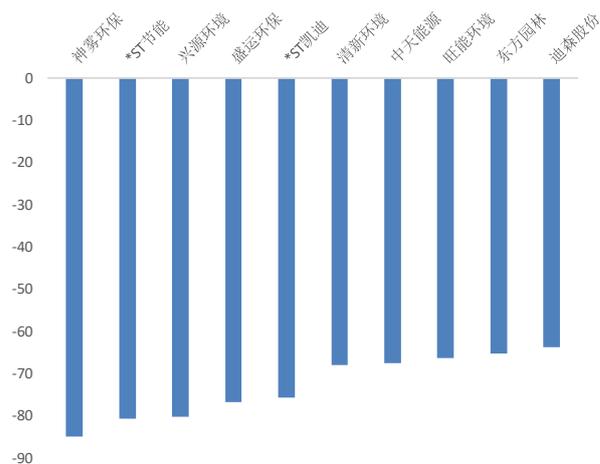
2018年，环保公用板块111家公司仅6只股票实现了正收益，包括3家燃气公司，2家垃圾焚烧公司，以及1家监测公司，分别为：绿色动力（+163%），华测检测（+47%），东方环宇（+43%），贵州燃气（+25%），伟明环保（+10%），新疆火炬（+7%）。2019Q1涨跌幅居前的个股分别为：旺能环境+67%，新界泵业+63%，理工环科+63%，隆华科技+59%，大众公用+59%，大禹节水+56%。

图 5：2018 年涨幅居前 10 的个股



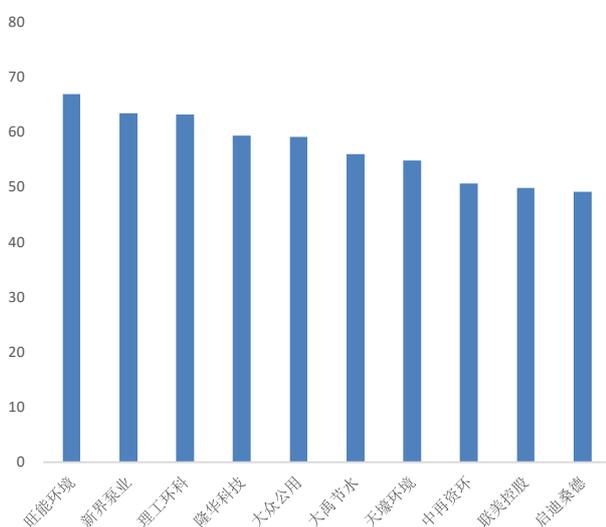
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 6：2018 年涨幅居后 10 的个股



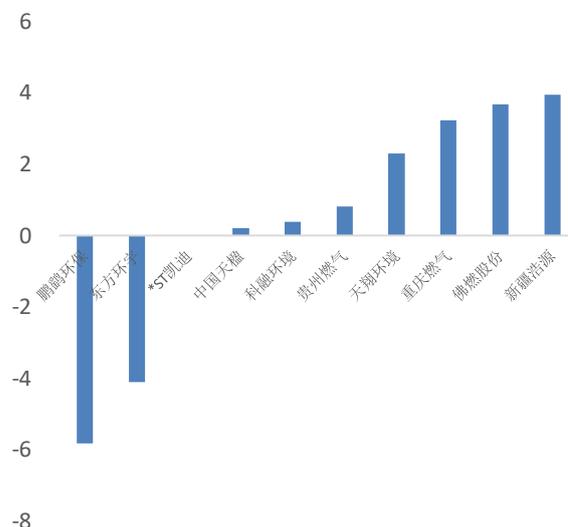
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 7：2019Q1 涨幅居前 10 的个股



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 8：2019Q1 涨幅居后 10 的个股

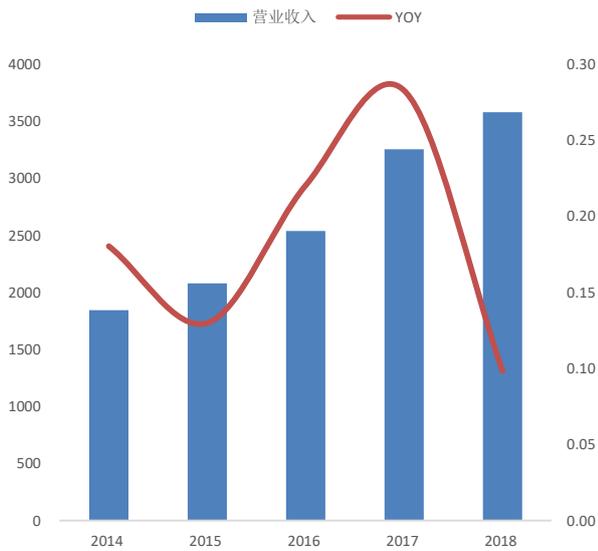


资料来源：Wind、首创证券研发部

1.2 业绩表现：板块业绩承压，监测景气度仍较高

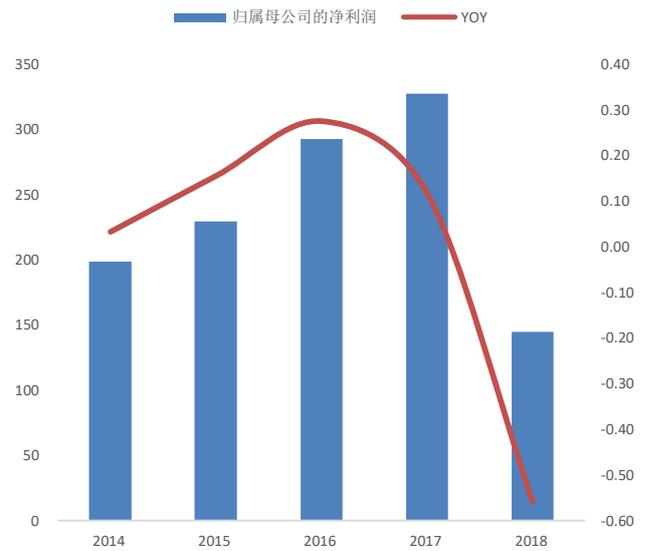
2018环保业绩承压，2019Q1业绩降幅收窄。2018年环保公用板块营收合计3577亿元，同比增长10%，归母净利润合计145亿，同比下降56%，剔除巨亏的*ST凯迪和盛运环保，环保公用板块营收和归母净利润增速分别为11%，-39%。2019年一季度，环保公用板块营业收入838亿元，同比增长9%，归属母公司净利润68亿元，同比下降13%。

图 9：首创环保公用板块营业收入情况



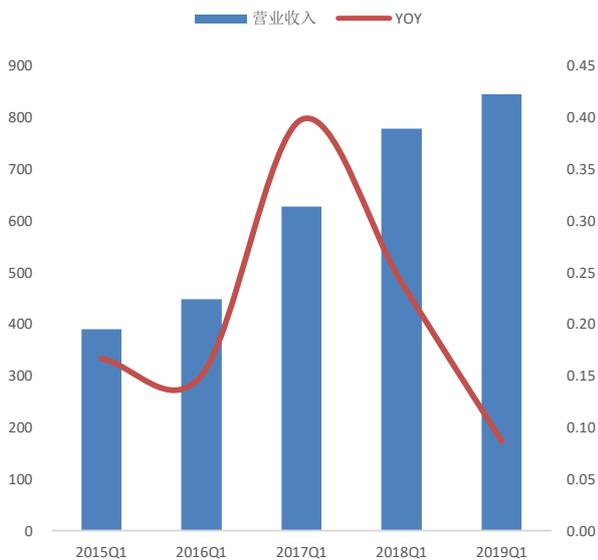
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 10：首创环保公用板块归母净利润情况



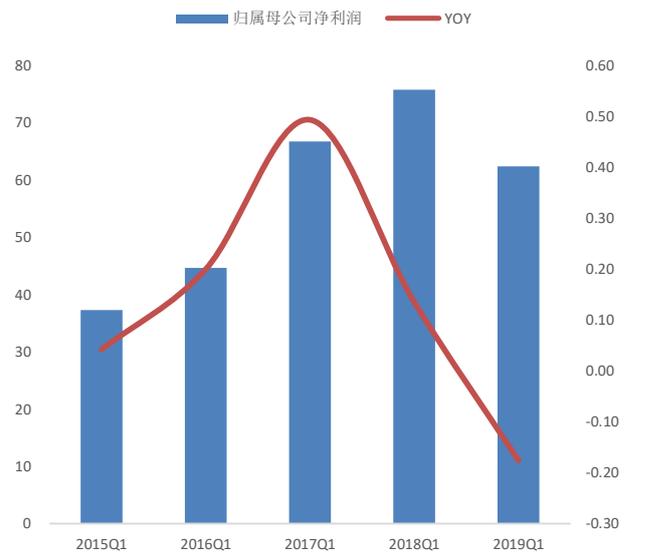
资料来源：Wind、首创证券研发部

图 11：首创环保公用板块营业收入情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 12：首创环保公用板块归母净利润情况



资料来源：Wind、首创证券研发部

子板块业绩分化明显，监测板块增速居前。2018年子板块归母净利润同比增长率分别为：监测42%，固废7%，再生资源-1%，燃气-27%，水处理-41%，大气-129%，节能-138%。2019年子板块归母净利润同比增长率分别为：监测135%，大气58%，固废7%，再生资源-12%，燃气-18%，水务与水处理-20%，节能-116%。

监测板块杠杆率较低，受融资环境影响较小，同时需求端持续发力，因而保持了较高的景气度。对于水务板块而言，融资仍是导致业绩下滑的关键因素。大气板块一季度业绩增速较快主要由于科融环境和中环装备同比扭亏为盈，剔除科融环境投资收益的影响，大气板块业绩同比增长14%。节能板块业绩大幅下滑，主要受神雾节能与神雾环保拖累。燃气行业营收仍保持10%以上的增速，但由于金鸿能源、中天能源等公司受融资收紧影响较大再加上部分城燃公司采购成本上升，行业整体利润有所下滑。

图 13：2018 年子板块营业收入增速

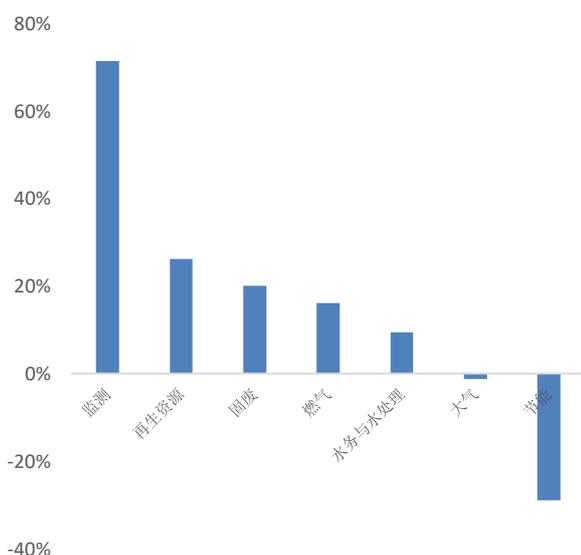
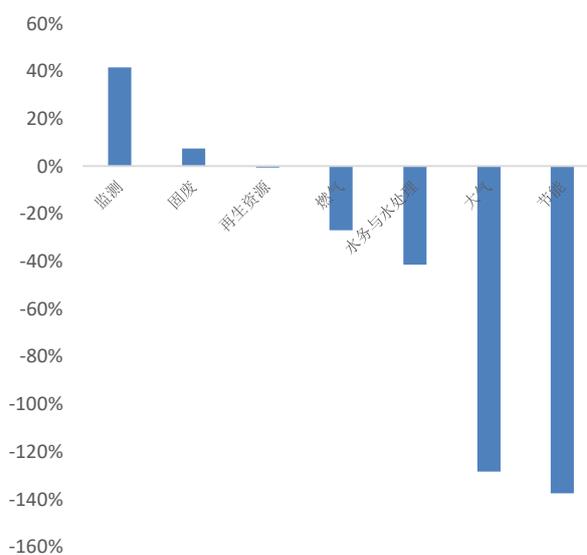


图 14：2018 年子板块归母净利润增速



资料来源：Wind、首创证券研发部

资料来源：Wind、首创证券研发部

图 15：2019Q1 子板块营业收入增速

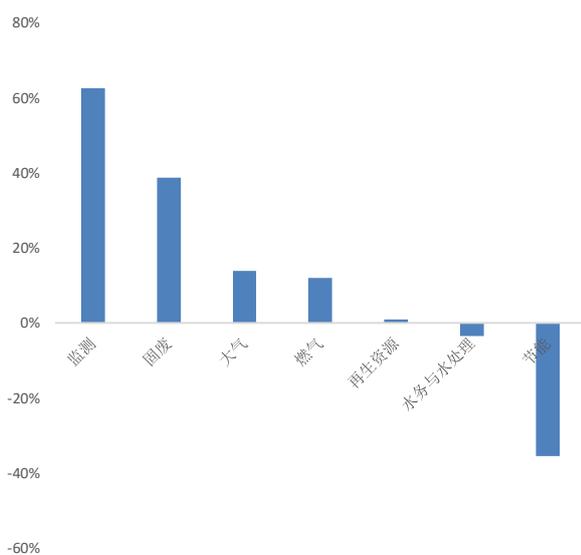
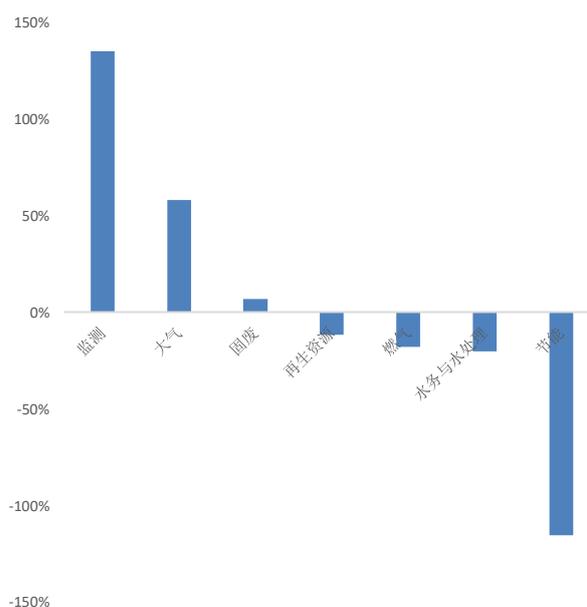


图 16：2019Q1 子板块归母净利润增速



资料来源：Wind、首创证券研发部

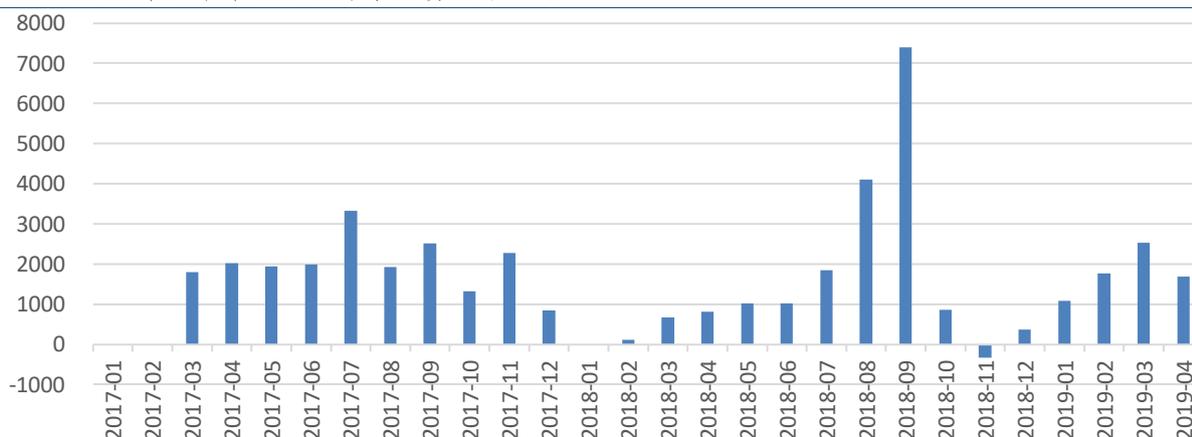
资料来源：Wind、首创证券研发部

1.3 市场展望：继续关注融资边际改善

此前我们也曾强调，2018年以来，宏观政策调整、经济下行压力加大，资金面紧张，环保监管力度提升以及企业个体风险等因素共同作用，使行业表现落后于大盘。我们认为环保行业最困难的时候已经过去，2019年上半年，我们也看到宏观、微观层面的积极因素正在逐渐积累。

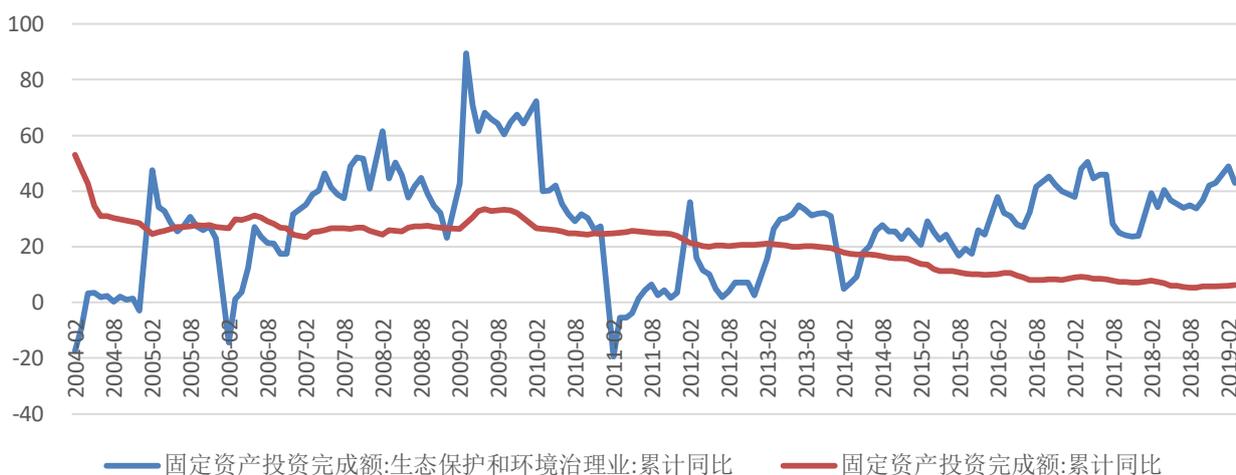
继续打好污染防治攻坚战，支持国家重点战略是重点。去年年底召开的中央经济工作会议强调2019年继续打好污染防治攻坚战。2019年1月召开的全国生态环境保护工作会议，要求聚焦打好污染防治攻坚战标志性战役，2019年生态环保工作首先是要推动经济高质量发展，支持和服务京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区、“一带一路”等国家重大战略实施。2019年以来，生态环境治理固定资产投资和公共财政节能环保支出均保持20%以上的增速，体现了治理环境的坚定决心。

图 17：2019 年上半年地方政府专项债发行加速



资料来源：Wind、首创证券研发部

图 18: 生态环保和环境治理业固定资产投资完成额月度累计同比 (%)



资料来源: Wind、首创证券研发部

图 19: 公共财政节能环保支出累计同比 (%)



资料来源: Wind、首创证券研发部

围绕蓝天、碧水、净土，政策持续加码。全国生态环境保护工作会议提出了要坚决打赢蓝天保卫战、全力打好碧水保卫战、扎实推进净土保卫战。围绕三大保卫战，《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》、《长江保护修复攻坚战行动计划》、《“无废城市”建设试点工作方案》等政策推出，大气治理效果持续巩固，水治理重要性不断提升，固废监管力度更严，气水土相关的监测要求更上一个台阶，细分领域治理需求仍充分。

图 20: 2019 年以来环保公用相关政策

领域	时间	部门	政策	相关内容
固废	2019.1	中央农办、农业农村部等 18 部门	《农村人居环境整治村庄清洁行动方案》	着力解决村庄环境“脏乱差”，实现村庄内垃圾不乱堆乱放，污水乱泼乱倒现象明显减少，粪污无明显暴露，杂物堆放整齐，房前屋后干净整洁，村庄环境干净、整洁、有序，村容村貌明显提升，文明村规民约普遍形成，长效清洁机制逐步建立，村民清洁卫生文明意识普遍提高。
	2019.1	国务院	《“无废城市”建设试点工作方案》	将在全国范围内选择 10 个左右有条件、有基础、规模适当的城市，在全市域范围内开展“无废城市”建设试点。到 2020 年，系统构建“无废城市”建设指标体系，探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。
	2019.1	国家发改委、工信部	《关于推进大宗固体废弃物综合利用产业集聚发展的通知》	要求探索建设一批具有示范和引领作用的综合利用产业基地，到 2020 年，建设 50 个大宗固体废弃物综合利用基地、50 个工业资源综合利用基地，基地废弃物综合利用率达到 75% 以上，形成多途径、高附加值的综合利用发展新格局。
水务与水处理	2019.1	生态环境部、发展改革委	《长江保护修复攻坚战行动计划》	到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%；长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体控制比例达 90% 以上；地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例高于 97%。
	2019.1	——	渤海地区入海排污口排查整治专项行动	渤海入海排污口排查整治将以改善渤海生态环境质量为核心，扎实做好“排查、监测、溯源、整治”四项任务。
大气	2019.4	生态环境部、发改委等 5 部门	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》	要求推动实施钢铁行业超低排放，大幅削减主要大气污染物排放量。对完成超低排放改造的企业，加大税收、资金、价格、金融、环保等政策支持力度。到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造；2025 年底前，重点区域基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。
土壤	2019.1	全国人大	《中华人民共和国土壤污染防治法》	明确土壤污染责任人负有实施土壤污染风险管控和修复的义务，土壤污染责任人无法认定的，土地使用权人应当实施土壤污染风险管控和修复。《土壤污染防治法》于 2019 年 1 月 1 日起施行。
环保综合	2019.1	国家发改委、财政部等 9 部门	《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》	提出到 2020 年，市场化、多元化生态保护补偿机制初步建立，全社会参与生态保护的积极性有效提升，受益者付费、保护者得到合理补偿的政策环境初步形成。到 2022 年，市场化、多元化生态保护补偿水平明显提升，生态保护补偿市场体系进一步完善，生态保护和受益者互动关系更加协调，成为生态优先、绿色发展的有力支撑。
	2019.1	生态环境部、全国工商联	《关于支持服务民营企业绿色发展的意见》	要鼓励民营企业积极参与污染防治攻坚战，帮助民营企业解决环境治理困难，提高绿色发展能力，营造公平竞争市场环境，提升服务保障水平，完善经济政策措施，形成支持服务民营企业绿色发展长效机制。
	2019.2	中共中央、国务院	《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	提出了加大金融政策支持力度，着力提升对民营企业金融服务的针对性和有效性；强化融资服务基础设施建设，着力破解民营企业信息不对称、信用不充分等问题；完善绩效考核和激励机制，着力疏通民营企业融资堵点；积极支持民营企业融资纾困，着力化解流动性风险并切实维护企业合法权益等举措。

	2019.2	最高法、最高检、司法部、生态环境部等	《关于办理环境污染刑事案件有关问题座谈会纪要》	要求各部门正确理解和准确适用刑法和《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》的规定，坚持最严格的环保司法制度、最严密的环保法治理念，统一执法司法尺度，加大对环境污染犯罪的惩治力度。
	2019.2	银保监会	《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	提出持续优化金融服务体系、抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制、公平精准有效开展民企授信业务、着力提升民企信贷服务效率、从实际出发帮助遭遇风险事件的民企融资纾困、推动完善融资服务信息平台、处理好支持民企发展与防范金融风险的关系、加大对金融服务民企的监管督查力度等八个方面。
	2019.3	——	国务院常务会议明确增值税减税配套措施	从2019年1月1日至2021年底，对从事污染防治的第三方企业，减按15%税率征收企业所得税，
燃气	2019.3	中央全面深化改革委员会	《石油天然气管网运营机制改革实施意见》	推动石油天然气管网运营机制改革，要坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。

资料来源：Wind、首创证券研发部

由于对资金高度依赖，融资成为环保公用行业的关键变量。2018年融资紧张是压制行业表现的重要原因，2018年环保公用板块财务费用率整体提升了0.96个pct，2019年一季度提升了0.88个pct，增幅已经有所收窄。公用事业AA+和AA级产业债信用利差自2018年4月底起持续攀升，2018年四季度以来处于持续回落状态。流动性放松、民营及小微企业融资支持、减税降费等政策成效初显，有望在下半年看到基本面的改善。

图 21：公用事业产业债信用利差（BP）



资料来源：Wind、首创证券研发部

2 细分板块机遇

2.1 监测：点位下沉、网络化需求提升，土壤监测起步

监测行业保持较高的景气度，尤其龙头公司的占有率持续提升。根据环保产业协会数据，2017年我国环境监测产品销量同比增长38.5%，销售额增长了1.6%。2017年环境监测行业主要的五家上市公司，聚光科技、先河环保、雪迪龙、中环装备（子公司中节能天融）和盈峰环境（子公司宇星科技），合计销售额31.4亿元，同比增长34.8%，对比行业设备销量的增速，单台设备价格略有下滑。17年前5家上市公司的销售额占全行业的比重由2016年的36.4%提升至2017年的48.1%，市场集中度进一步提升。

图 22：我国环境监测产品年销售量和销售额情况

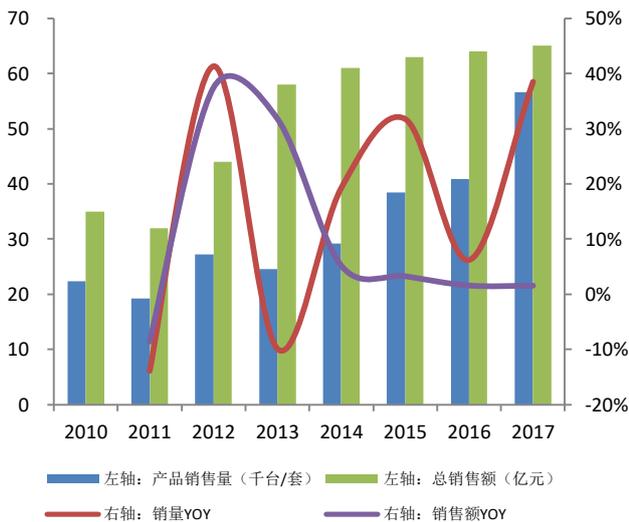
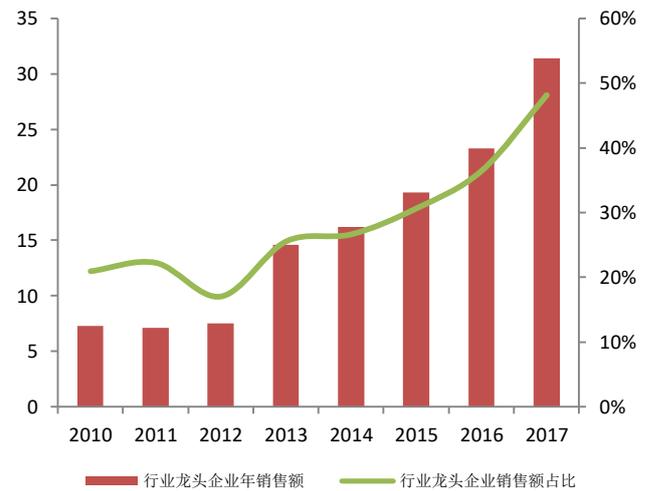


图 23：环境监测行业龙头销售额及市场占有率



资料来源：中国环境保护产业协会、首创证券研发部

图 24：2017 年我国环境监测仪器产品结构

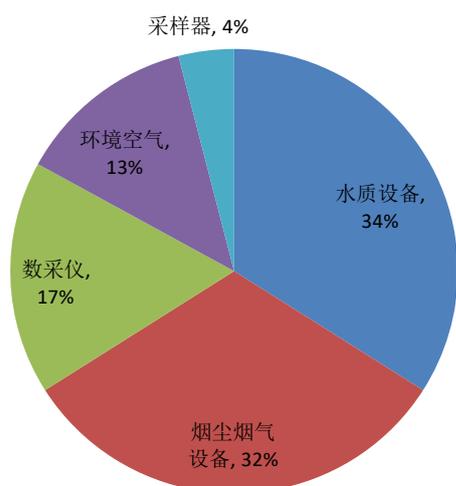
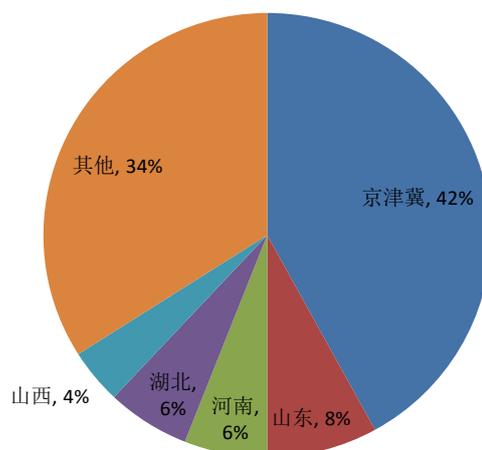


图 25：2017 年我国环境监测仪器地区销售结构

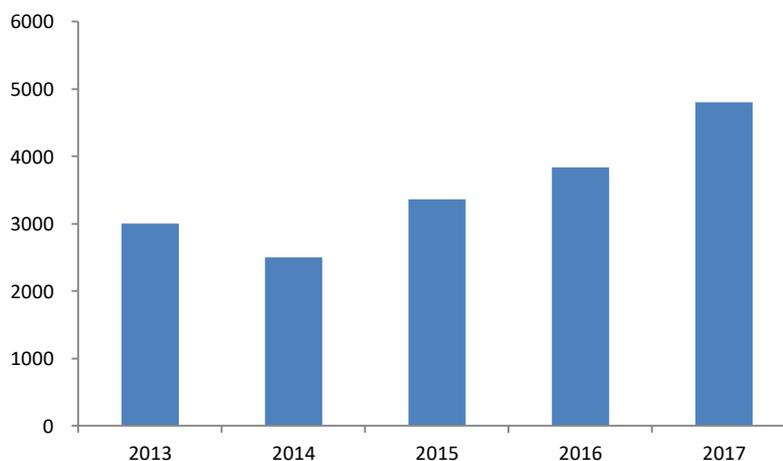


资料来源：中国环境保护产业协会、首创证券研发部

2.1.1 大气监测

大气监测仍是环境监测的重中之重，监测点位下沉持续带来新增需求。根据 2017 中国生态环境状况公报，截止目前，空气质量监测网络包括 338 个地级及以上城市布设的 1436 个国控监测站点和地方建设的省、市、县监测点位近 4000 个。2018 年 7 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求优化调整扩展国控环境空气质量监测站点，加强区县环境空气质量自动监测网络建设，2020 年底前，东部、中部区县和西部大气污染严重城市的区县实现监测站点全覆盖。空气质量要求进一步提升，大气监测是大气治理的主要抓手，未来将进一步向市、县、镇下沉。

图 26：环境空气检测点位数



资料来源：国家统计局、首创证券研发部

重点区域网格化监测需求提升。通过网格化监测可以实现对污染物的实时监控、精准排查和精细化管理。2018年1月，生态环境部印发《大气PM2.5网格化监测点位布设技术指南(试行)》、《大气PM2.5网格化监测技术要求和检测方法技术指南(试行)》、《大气PM2.5网格化监测系统质保质控与运行技术指南(试行)》、《大气PM2.5网格化监测系统安装和验收技术指南(试行)》等文件，为开展大气PM2.5网格化监测提供指导。2018年8月，生态环境部宣布启动“千里眼计划”，对京津冀及周边地区“2+26”城市按照3千米×3千米划分网格，筛选出PM2.5年均浓度较高的3600个网格作为热点网格进行重点监管，并将逐步扩大网格化实施范围，2018年10月起增加汾渭平原11城市，2019年2月起增加长三角地区41城市，实现对重点区域的热点网格监管全覆盖。我们认为网格化管理是精准治霾的新趋势，网格化监测需求提升将带动大气监测相关设备、运维市场持续增长。

VOCs监测带来增量市场需求。2015年8月新修订的《大气污染防治法》首次将挥发性有机物（VOCs）纳入监管范围；2016年12月发布的《“十三五”生态环境保护规划》，划定目标在2020年前，重点地区重点行业挥发性有机物排放量下降10%以上；2018年1月，环保部印发了《2018年重点地区环境空气挥发性有机物监测方案》，确定2018年在污染较重的京津冀及周边、长三角、珠三角、成渝、关中地区、辽宁中南部、武汉及周边城市开展监测，其他地区可参照方案自行开展VOCs监测，其中直辖市、省会城市及计划单列市须开展自行监测，地级城市如已具备在线VOCs监测设备建议开展自行监测。在蓝天保卫战升级，治理日益精细化的背景下，颗粒物污染治理成效显著，而臭氧污染治理还未取得明显效果，VOCs是形成O₃和PM_{2.5}的重要前提物，其治理重视程度有望逐步提升，VOCs监测有望给市场带来增量需求。

图 27：开展环境空气监测 VOCs 监测工作的城市

城市类别	城市名称	合计（个）
直辖市	北京、天津、上海、重庆	4
省会城市及计划单列市	石家庄、太原、沈阳、南京、杭州、济南、郑州、武汉、广州、成都、西安、大连、青岛、深圳、宁波	15
地级城市	廊坊、保定、唐山、邯郸、衡水、邢台、沧州、新乡、鹤壁、安阳、焦作、濮阳、开封、淄博、聊城、德州、滨州、济宁、菏泽、阳泉、长治、晋城（京津冀及周边 22 个）；无锡、徐州、常州、苏州、南通、连云港、淮安、盐城、扬州、镇江、	59

	泰州、宿迁、温州、嘉兴、湖州、绍兴、金华、衢州、舟山、台州、丽水（长三角 21 个）；珠海、佛山、江门、肇庆、惠州、东莞、中山（珠三角 7 个）；抚顺、锦州、营口、盘锦、铁岭、葫芦岛（辽宁中南部 6 个）；鄂州、孝感、黄冈（武汉及周边城市 3 个）	
--	--	--

资料来源：《2018 年重点地区环境空气挥发性有机物监测方案》、首创证券研发部

2.1.2 水质监测

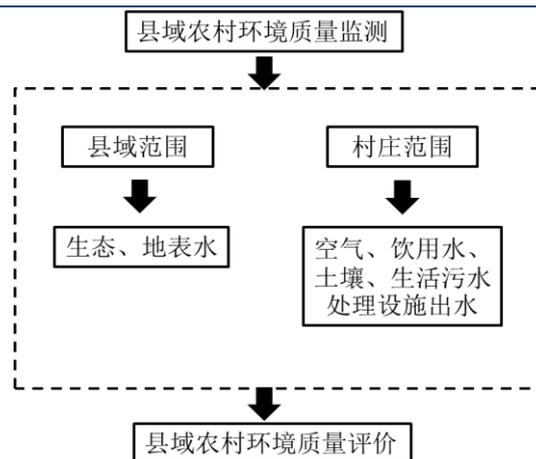
水质监测是水环境改善的支撑性技术，目前基础监测网络已经搭建。地表水水质监测网络方面，国控断面由“十二五”期间的 972 个扩展到 2050 个，国家地表水自动监测站已建成并联网；地下水监测工程建设初步完成，包括 223 个地市级行政区的 5100 个监测点，其中国家级监测点 1000 个；城乡饮用水水质监测实现全国所有地市、县区全覆盖和 85% 的乡镇覆盖，包括 338 个地级及以上城市 898 个在用集中式生活饮用水水源监测断面；污染源监测方面，截止 2016 年底，污染源监督性监测重点企业数达到 2.87 万家，已实施自动监控国家重点监控企业排放口数（水排放口）1.76 万个。

围绕水治理重点攻坚行动，增量需求有望持续释放。2019 年生态环保的重点工作是要打好长江保护修复、渤海环境综合治理、水源地保护等攻坚战行动计划。《长江流域水环境质量监测预警办法（试行）》提出加快建立长江流域自动监测管理和技术体系，完善长江流域国家地表水环境监测网络。《渤海综合治理攻坚战行动计划》要求加快建立与攻坚战相匹配的生态环境监测体系。截止 2017 年饮用水水源地监测点位数达到 4833 个。2019 年召开的全国海洋生态环境保护工作会议要求建立全国海洋生态环境监测网络。我们认为围绕水环境治理重点攻坚行动的监测需求将持续释放。

国控站点建设高峰已过，监测点位下沉值得期待。2019年5月，生态环境部印发《地级及以上城市国家地表水考核断面水环境质量排名方案（试行）》，每季度开展地级及以上城市国家地表水考核断面水环境质量状况及变化情况排名，这将倒逼地级及以下地表水水质监测需求释放。2014年出台的《全国农村环境质量试点监测工作方案》提出力争到2020年，建成较为完善的农村环境监测业务、技术、质量管理和能力保障体系。2018年11月发布的《农业农村污染治理攻坚战行动计划》中亦要求构建农业农村生态环境监测体系。截止2019年1月，全国共有334个地级行政区，2851个县级行政区以及39888个乡级行政区，若监测站点进一步向地方下沉，行业市场空间将继续扩容。

环境税+排污许可证，倒逼企业加大污染源监测投入。2018年1月1日开始实施的《中华人民共和国环境保护税法》，规定纳税人安装使用符合国家规定和监测规范的污染物自动监测设备的，按照污染物自动监测数据计算，纳税人未安装使用污染物自动监测设备的，按照监测机构出具的符合国家有关规定和监测规范的监测数据计算。2016年11月出台的《控制污染物排放许可制实施方案》提出到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，并要求企事业单位应依法开展自行监测。我们认为在环境税开始实施、排污许可证覆盖面逐步扩大的背景下，企业污染源监测需求将持续提升。

图 28：全国农村环境质量监测技术路线



资料来源：《全国农村环境质量试点监测工作方案》、首创证券研发部

2.1.3 土壤监测

我国土壤环境状况形势严峻。根据2014年4月环保部和国土资源部首次发布了《全国土壤污染状况调查公报》显示，总的点位超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。在各种土地利用类型中，重污染企业用地、工业废弃地以及工业园区的土壤点位超标率是最高，分别为36.3%、34.9%以及29.4%。从污染物类型来看，以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点位数占全部超标点位的82.8%。

图 29：全国土壤污染状况调查结果

土地利用类型	土壤点位超标率	主要污染物
耕地	19.40%	镉、镍、铜、砷、汞、铅、滴滴涕、多环芳烃
林地	10.00%	砷、镉、六六六、滴滴涕
草地	10.40%	镍、镉、砷
未利用地	11.40%	镍、镉
重污染企业用地	36.30%	——
工业废弃地	34.90%	锌、汞、铅、铬、砷、多环芳烃
工业园区	29.40%	镉、铅、铜、砷、锌、多环芳烃
固体废物集中处理处置场地	21.30%	无机污染为主、垃圾焚烧和填埋场有机污染严重
采油区	23.60%	石油烃、多环芳烃
采矿区	33.40%	镉、铅、砷、多环芳烃
污水灌溉区	26.40%	镉、砷、多环芳烃

资料来源：全国土壤污染状况调查公报、首创证券研发部整理

土壤监测标准体系逐步完善。土壤环境监测是土壤污染防治工作的基础。我国自“六五”和“七五”时期就已开展土壤监测，早期主要针对农业土壤背景值调查、全国土壤环境背景值调查、土壤环境容量调查。基于此，我国首次制定并发布了《土壤环境质量标准》（GB-15618-1995）。2016年环境监测系统开展了土壤环境质量监测，监测指标除了镉、汞、铅、砷、铬、铜、锌和镍8种污染物外，还监测Ph等理化指标和多环芳烃等。2017年启动的全国土壤污染状况详查，针对不同土壤层的样品，制定了有区别的测试指标，并增加了元素可提取态的监测，土壤监测标准体系日趋完备。

图 30：2017年全国土壤污染状况详查监测项目

样品类型	土壤理化指标	无机污染指标	有机污染指标
表层土壤	pH	以往的 镉、汞、铅、砷、铬、铜、锌和镍（总量及可提取态）	多环芳烃

表层土壤（与农产品协调采）	pH、有机质、机械组成、阳离子交换量	镉、汞、铅、砷、铬、铜、锌和镍（总量及可提取态）	多环芳烃
深层土壤	pH、有机质	镉、汞、铅、砷、铬、铜、锌、镍等 52 项	——
农产品	——	镉、汞、铅、砷、铬、铜、锌和镍	——

资料来源：《我国土壤中主要元素监测技术及难点》、首创证券研发部

土壤监测市场刚刚起步，有望步入快速发展期。目前，国家土壤环境监测网已经初步建设，包含生态环境部的38880个监测点位、农业农村部的40061个监测点位，和自然资源部1000个监测点位。根据“土十条”的要求，2020年底前，要实现土壤环境质量监测点位所有县(市、区)全覆盖。2019年1月1日起，《土壤污染防治法》将正式施行，土壤环境数据是打好净土保卫战的基础和重要保障，土壤污染防治监测有望先行。初步估算2019-2020年土壤监测点位下沉以及设备运营的市场空间在100亿以上。

图 31：2017 年全国土壤污染状况详查监测项目



资料来源：中国环境监测、首创证券研发部

我们认为未来监测领域将逐步从空气、水向土壤倾斜，监测区域将逐步由重点区域向全国范围覆盖，监测行业的新增空间短期将来自监测点位下沉、网络化监测需求提升，中长期来源于监测指标和领域的进一步拓展，在行业竞争激烈的背景下，龙头公司有望充分受益。

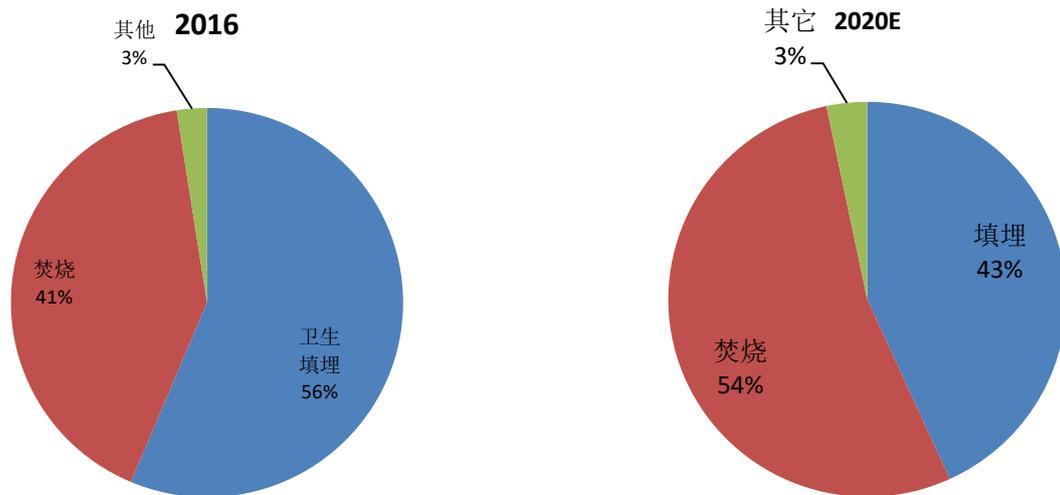
2.2 垃圾焚烧：补贴退坡可能性小，处理费下降影响有限

垃圾焚烧商业模式清晰，板块业绩增长稳定。垃圾焚烧发电企业收入主要来源于上网电费和垃圾处理费，这两项收入较好地保障了行业的盈利能力。2018年垃圾焚烧板块营业收入127亿元，同比增长9.6%，2018年归属母公司的净利润30亿元，同比增长28.4%。与此同时，环保公用板块营收和归母净利润增速分别为11%，-39%。垃圾焚烧行业业绩表现优于整个行业。

目前市场对垃圾焚烧行业主要的疑虑在于补贴退坡和垃圾处理费下降的可能性。生活垃圾焚烧发电项目标杆上网电价分基础电价、省补、国补三部分。目前执行统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元，基础电价是当地脱硫燃煤发电机组标杆上网电价，高出的部分实行两级分摊，当地省级电网负担每千瓦时0.1元，即“省补”，其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决，即“国补”。垃圾处理费与处理规模、电厂投资、飞灰、渗滤液处理要求等因素有关，一般在60-240元/吨，近年来，由于竞争环境日趋激烈，平均垃圾处理费有所下降。我们倾向于认为补贴退坡的可能性较小，垃圾处理费下降风险影响有限。

- 对于补贴退坡的风险，我们认为目前仍不具备退坡的条件，原因有二：（1）区别于新能源汽车、光伏、风电等行业，垃圾焚烧发电具有民生属性，若不及时处理垃圾，可能危害公众身体健康，因此，监管层考虑补贴调整将比其他行业更慎重；（2）尽管垃圾焚烧行业逐步步入成熟，但是生活垃圾清运量持续提升，垃圾处置结构由填埋为主向焚烧为主转移，区域上还存在较大的不平衡，因此行业空间仍未饱和，当前产能仍是不足的，未来总量还将持续提升。

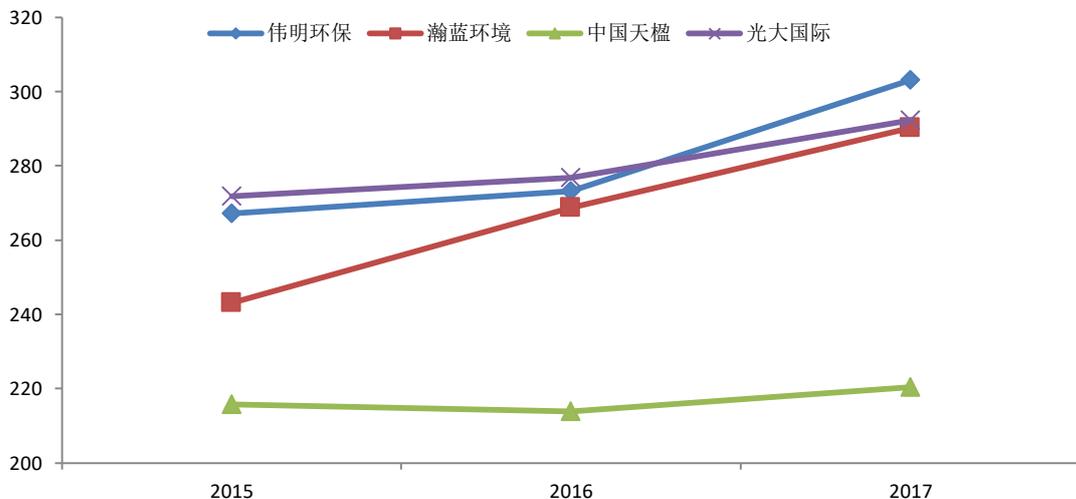
图 32：2016 年和 2020 年生活垃圾处理方式占比（万吨/日）



资料来源：2016 年城市建设统计年鉴、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、首创证券研发部

- 对于垃圾处理费下降的风险，我们认为影响有限，原因有三：
- （1）当前，垃圾焚烧发电厂的投资主体仍较为分散，随着行业趋于规范，环保标准更严，无法达标或改造不经济的焚烧厂将面临淘汰或重建，行业市场集中度有望进一步提升，龙头的竞争环境有望好转；（2）随着垃圾分类的大力推广，后端再生资源环节的价值将逐步凸显，打通资源利用将成为大势所趋，将一定程度对冲处理费下行的风险；（3）环保成本提升、技术进步、垃圾热值提升等因素共同促进企业的运营水平提升，从而更有力地应对风险。

图 33：垃圾焚烧公司每吨垃圾发电量变化（单位：度）



资料来源：公司公告、首创证券研发部

我们认为垃圾焚烧板块业绩增长稳定，补贴退坡的可能性较小，垃圾处理费下降风险影响有限，行业总量有望持续提升，精细化运营的步伐加速，在手项目充裕、管理能力突出、打通产业链环节的公司有望胜出。

2.3 燃气：气量提升是主线，关注上下游顺价

天然气消费量维持稳定较快增长，煤改气是主要驱动力。2018年我国天然气表观消费量2803亿立方米，同比增长18.1%，高于2017年增速3个百分点。2019年一季度天然气消费量为770亿立方米，同比增长13.8%，与去年同期相比，增速有所回落。从区域上看，中东部天然气消费增速较快，西部相对缓慢，环渤海地区天然气增长主要受煤改气驱动，长三角地区则主要是天然气发电拉动的。从用气结构来看，城市燃气占比35.8%，比重有所下降，工业燃料和发电的天然气分别占比33%和22%，占比持续提升。

图 34：天然气消费总量（亿立方米）及增速（%）

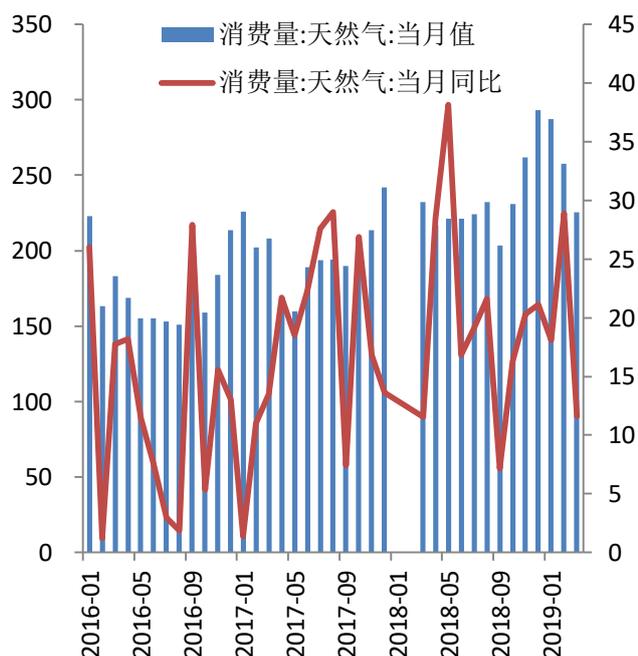
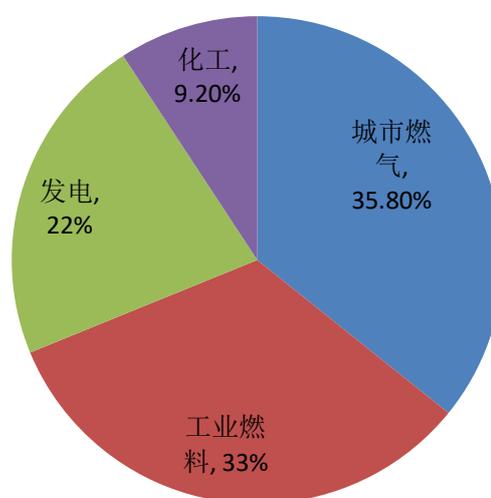


图 35：2018 年分部门天然气消费结构



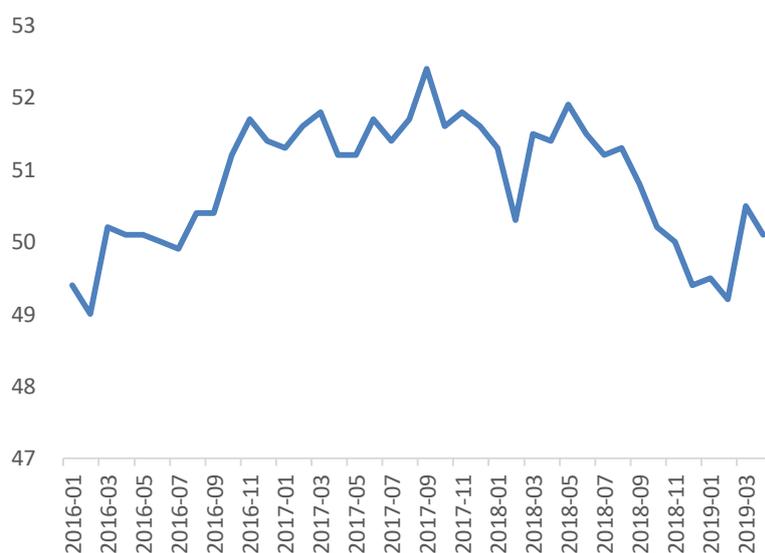
资料来源：Wind、首创证券研发部

资料来源：《2018 国内外油气行业发展报告》、首创证券研发部

我们认为2019年天然气消费量增速有望维持10%以上的增长，但增速倾向于回落：

- **“煤改气”稳步推进，天然气渗透率持续提升。**根据《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》，2019/2021年北方地区清洁取暖率将分别达到50%/70%，《能源生产和消费革命战略》和《天然气发展“十三五”规划》提出了力争2020年，2030年天然气占一次能源消费比重分别达到10%和15%左右的目标，基于此，天然气需求端还将持续发力。
- **国内经济存在下行压力，或影响工业端天然气消费量。**2019年政府工作报告提出，2019年中国经济增长目标在6.0%-6.5%，充分考虑了2019年经济现实，有适度回调。2019年4月制造业PMI为50.1%，预期50.5%，较3月份回落0.4%，呈现出一定程度走弱。我们认为经济下行压力将一定程度影响天然气消费。

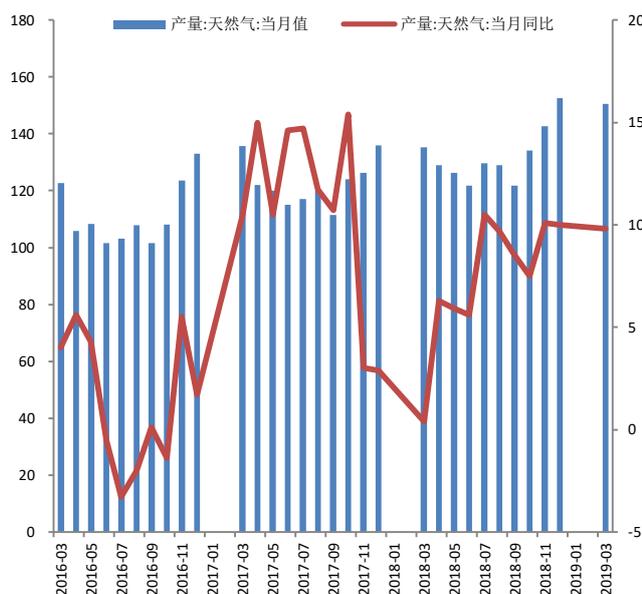
图 36：中国制造业采购经理指数（PMI）



资料来源：Wind、首创证券研发部

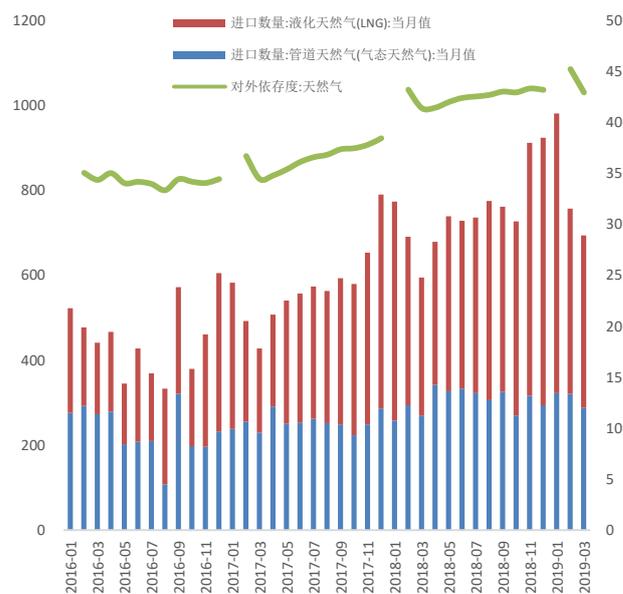
天然气产量持续提升，供应保障能力不断扩大。国家统计局数据显示，2018年我国天然气勘探开采利用力度不断加大，全年生产天然气1610亿立方米，同比增长7.5%，增速比上年放缓1个pct，2019年一季度生产天然气439.8亿立方米，同比增长9.4%，增速同比提升6.1个pct，国产常规气平稳上产。与此同时，进口气保持快速增长，我国2018年进口天然气也达9039万吨，同比增长31.9%，2019Q1进口天然气2427万吨，同比增长17.8%，对外依存度不断提升。

图 37: 天然气产量(亿立方米)及增速(%)



资料来源: Wind、首创证券研发部

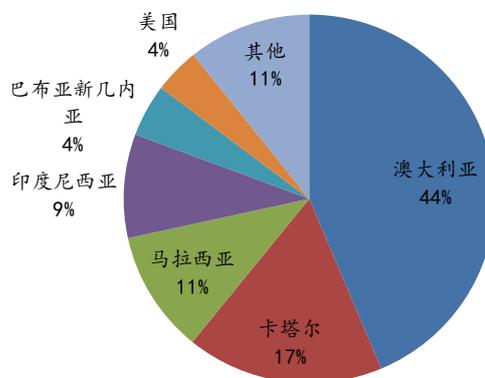
图 38: 天然气进口情况(万吨)



资料来源: Wind、首创证券研发部

天然气进口受中美贸易战影响较小。2018年,美国成为世界第一大油气生产国,对全球油气市场的影响力显著增强。由于中美贸易战升级,财政部5月13日发布公告称,将于2019年6月1日0时起对美液化天然气(LNG)进口关税提高至25%。从我国LNG的进口结构来看,来自美国的LNG占比较少,2018年中国进口美国LNG占中国LNG进口份额的4%,占美国出口量的12%。海关总署数据显示,2019年前2个月,中国进口美国LNG20.2万吨,占LNG进口总量1.8%。2019年3月,未从进口美国LNG。关税提高至25%对我国LNG保供能力影响较小。

图 39: 2018年中国液化天然气进口来源国

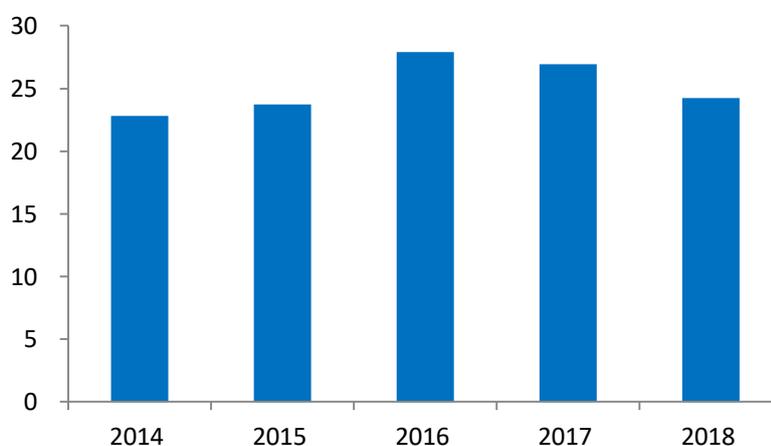


资料来源: Wind、首创证券研发部

油气管网运营机制进一步改革，管网基础设施建设有望提速。组建国家石油天然气管网公司，重塑油气市场机制。2019年3月，发改委报告表示，深化石油天然气体制改革，组建国家石油天然气管网公司，推动油气干线管道独立，实现管输和销售分开。国家管网公司将整合中石油、中石化、中海油等主要油气企业的管道资产，亦有望向社会资本开放，这将重塑市场供求机制，同时目前的门站价是将出厂价和管输价捆绑测算的，管网公司成立，将促使管输价从门站价中剥离出来，重构天然气市场价格机制。

城燃公司毛利差收窄，关注上下游顺价。2018年5月国家发改委出台《关于理顺居民用气门站价格的通知》，明确自6月10日起理顺居民用气门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接，自此之后，各省市陆续调整终端销售价格，居民用气价格有所提升，工商业用气价格有所下调。总体来看，城燃公司的毛利差有所收窄，我们认为在降低实体经济成本、上下游价格机制未完全厘清的背景下，城燃公司毛利差倾向于缓慢下行，但这并不意味着行业估值将因此受较大影响，销量提升有望支撑行业维持合理的估值中枢。

图 40：近 5 年来燃气板块毛利率变化



资料来源：Wind、首创证券研发部

2019年天然气需求端有望继续发力，天然气渗透率还将不断提升，供给端保障能力扩大，油气管网运营机制进一步改革，城燃公司毛利差倾向于缓慢下行，燃气公司业绩增长将以气量提升为主线，布局上游气源的公司更具成本优势，建议关注受益于气量提升、向上游延伸的公司。

3 投资机遇

监测：未来监测领域将逐步从空气、水向土壤倾斜，监测区域将逐步由重点区域向全国范围覆盖，监测行业的新增空间短期将来自网络化监测需求提升、监测点位下沉，中长期来源于监测指标和领域的进一步拓展，在行业竞争激烈的背景下，龙头公司有望充分受益。建议关注华测检测、先河环保。

垃圾焚烧：垃圾焚烧板块业绩增长稳定，补贴退坡的可能性较小，垃圾处理费下降风险影响有限，行业总量有望持续提升，精细化运营的步伐加速，在手项目充裕、管理能力突出、打通产业链环节的公司有望胜出。建议关注伟明环保、瀚蓝环境。

燃气：2019年天然气需求端有望继续发力，天然气渗透率还将不断提升，供给端保障能力扩大，油气管网运营机制进一步改革，城燃公司毛利差倾向于缓慢下行，燃气公司业绩增长将以气量提升为主线，布局上游气源的公司更具成本优势，建议关注受益于气量提升、向上游延伸的公司。建议关注新天然气。

➤ 华测检测

公司作为国内的民营综合性检测服务平台，已经发展成为集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，业务覆盖工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大领域，在全国已建立130多个实验室。公司下游领域众多，业务面广泛，经过多年的布局，业务逐渐进入收获期。

业务开拓取得积极成效，业绩保持快速增长态势。2018年公司实现营业总收入26.78亿元，同比增长26.43%，归母净利润2.66亿元，同比增长98.74%。2019Q1归母净利润同比增长287%，公司业绩维持高增长态势，主要受益于检测市场需求持续增长及推行精细化管理，运营效率持续提升。

2018年6月公司引入职业经理人，原SGS集团全球执行副总裁申屠献忠接任公司总裁，公司有望引入国际先进的管理理念，增强业务在国际范围的影响力。

随着包括环境监测在内的市场需求提升，公司作为行业龙头有望充分受益。建议关注。

➤ 先河环保

公司是起家于河北省的环境监测仪器生产企业，已发展成为集环境监测、治理、服务为一体的集团化公司，业务涵盖生态环境监测装备、运维服务、社会化检测、环境大数据分析 & 决策支持服务、VOCs治理、农村分散污水处理等领域。

受益于监测需求放量，业绩稳步增长。2018年公司实现营业总收入13.74亿元，同比增长31.75%，归属母公司的净利润2.64亿元，同比增长40.33%。2019Q1营业收入2.57亿元，同比增长10.77%，2019Q1归母净利润2371.90万元，同比增长22.27%。公司开发了生态环境网格化精准监控及决策支持系统，业务拓展到17个省100多个市县。

战略布局逐步落地，有望带来新的增长点。公司水质监测业务进展顺利，先后中标国家地表水站项目，四川自贡水环境监控系统、以及重庆水站、新疆水站等项目。另外，农村分散污水处理、黑臭水体治理以及VOCs在线监测业务均有项目在推进中，有望带来新的增长点。

目前，公司PE(TTM)17.1，建议关注。

➤ 伟明环保

公司主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域，是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。

业绩持续超预期，现金流稳定。2018年实现营收15.47亿，同比增长50.29%；实现归母净利润7.40亿，同比增长46.01%。2019Q1营收同比增长48.83%，实现归母净利润同比增长30.56%。公司超过60%的收入来自项目运营，运营部分毛利率约67%，为公司提供稳定的现金流。

在手订单进展顺利。永强一期完成提标技改，并调增垃圾处置费。温州餐厨项目投入试生产。樟树项目、临海项目二期、玉环项目二期、嘉善项目二期完成项目核准和环评批复，全面进入建设阶段。瑞安、玉环、永康餐厨项目年内也进入建设阶段。

订单拓展进展顺利保障未来增长。2018年完成临海项目二期、紫金、奉新、双鸭山、婺源、嘉善二期、龙泉和文成项目签约，收购苍南宜嘉项目并实施技改。2019年以来取得莲花项目、永丰项目，签署东阳项目补充协议，中标福建省闽清项目。为公司未来垃圾焚烧处理规模进一步扩张打下良好基础。

目前公司PE (TTM) 21.6倍，建议关注。

➤ 瀚蓝环境

瀚蓝环境是佛山市南海区国资委旗下领先生态环境服务商，主营供水、污水、固废、燃气四大业务。2018年，公司实现营业收入48.48亿元，同比增长15.38%，归母净利润8.76亿元，同比增长34.23%。

大固废想象空间广阔，危废业务有望成为新发力点。公司拥有固废全产业链，借助战投国投电力深厚的业务根基，全国业务的承接能力具备提升空间，同时公司建成产业园地理位置优越，具备衍生新业务的可能性。2018年11月，下属全资子公司瀚蓝固废以3.7亿元收购宏华环保100%股权，并投资赣州信丰危废项目，继佛山危废项目后，公司危废业务再下一城，目前赣州项目已签署处置合同近6000万元，2019年危废业务有望成为新的增长点。

公用事业安全边际高，布局氢能前景可期。公司分步对燃气发展实现100%控制，增强了区域垄断优势，受益于清洁能源政策，燃气下游市场进一步打开。公用事业现金流较好，安全边际高，为公司业务发展提供强大后盾。2018年公司投入少量资金进入氢能领域，在南海区建设加氢站，布局未来新型能源，佛山市南海去提出，力争2022年投入运营22座以上加氢站，完善氢能产业基础设施，公司作为南海区的公用事业龙头，有望从中受益。

目前公司PE15.4，建议关注。

➤ 新天然气

新疆城市燃气特许经营商，区域规模优势明显。公司经营区域包括乌鲁木齐市米东区、高新区、阜康市、五家渠市、库车县、焉耆县、博湖县及和硕县等8个市（区、县）。截至2018年12月，运营管道长度达1029公里，拥有调配站22座、加气站21座。在管道燃气的基础设施方面具有较为明显的区域规模优势。

短期受财务费用影响，业绩稳中向好。2018年实现营业收入16.32亿元，同比增长60.58%，归属母公司的净利润3.35亿元，同比增长26.88%。2019Q1实现营业收入6.95亿元，同比增长110.99%，主要由于亚美能源并表，实现归母净利润7723万元，同比增长4.79%，受气价成本提升及财务费用影响。

收购亚美能源，拓宽成长空间。2018年下半年公司以现金约25亿元完成对亚美能源50.5%股份的收购。截至2018年底，潘庄区块的证实储量（1P）和证实+概算储量（2P）分别为45.93亿立方米和59.32亿立方米，马必区块的证实储量（1P）和证实+概算储量（2P）分别为12.23亿立方米和186.01亿立方米，随着产能释放，公司业绩有望提升。

目前公司PE(TTM)17.2，建议关注。

4 风险提示

政府投资下滑风险。2019年预计将推行大规模的减税，较大幅度增加地方专项债的规模，若政府收入明显下滑，发债不及预期，可能将一定程度影响政府环保投资。

政策推进力度不及预期。环保行业是典型的政策驱动型行业，对政策依赖程度高。国家或地方政府的产业政策、财税政策、土地政策、PPP政策调整等都将在一定程度上影响企业的经营情况。

行业竞争加剧。一些有实力的央企公司进军环保行业，如葛洲坝、中国石化、中国铁建等，对环保企业构成一定冲击，另一方面，由于环保行业的巨大生命力，小微资本也将持续注入行业。

煤改气不及预期。煤改气是长期发展方向，但由于天然气成本相对较高，可能使下游用户推进政策的积极性不强，从而造成燃气需求不及预期。

分析师简介

王剑辉，环保行业分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现