

轮回后的变革

——环保行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**轮回阵痛，迎接变革**：2018年，环保行业在快速“去杠杆”过程中“很受伤”——不仅遭遇了债务及融资危机，也遭遇了业绩和估值的双杀，SW环保工程及服务指数2018年全年跌幅50.24%，从2015年的最高峰回到2013年初水平。2019年上半年，国家基于宏观经济形势，不断进行政策调整，环保行业经历此前的剧烈变化后，未来的三大趋势也逐渐明晰：**信贷结构性改善、国资渐成投资主力、绿色产业逐渐升级**。

◆**三大趋势引领行业升级**：**信贷结构性改善**：“政策底”后，融资环境改善确定性强，随着财政扩张力度提升，资金向产业传导逐渐顺畅；但信贷并非盲目扩张，而是选择性流向有现金流（如垃圾焚烧细分）和强担保（国资背景）的环保公司。**国资渐成投资主力**：当前，环保民企的投资能力和意愿均出现下降，国资逐渐成为环保行业投资发展的中流砥柱，未来投资模式也将发生明显变化：民企转向EPC和提供技术解决方案，国资逐渐主导PPP和大型投资类环保项目。**绿色产业逐渐升级**：核心在于高质量发展与宏观逆周期调节，有助于排污成本内部化水平提升；环保督察及安监局推动供给侧行业变革及产业升级；循环经济方案加速消费侧更新换代并提升绿色消费水平。

◆**2019年下半年投资策略——结合变革主线，掘金投资机会**。1.垃圾焚烧细分或国资属性的公司具有融资优势，有利于信贷及产能扩张，并提升且维持相对较高的风险偏好；2.国资参股环保民企趋势显著，相较而言，资产及负债端压力较轻的优质资产更受国资青睐，其后续更易整合环保资产、突破细分天花板并提升公司业绩；3.供给侧的产业升级推动环境修复及工业环保治理；消费侧循环经济兴起则推动再生资源行业变革。

◆**维持环保行业“增持”评级**：信贷结构性扩张，资金流向垃圾焚烧行业，推荐：**中国光大国际（H）、绿色动力环保（H）**；“混改”概念推荐：**环能科技**；供给侧改革推荐：**场地修复龙头高能环境、生物质龙头光大绿色环保（H）**、以及工业水处理公司**上海洗霸**；消费侧循环经济推荐**汽车拆解公司天奇股份、家电拆解公司中再资环**。

◆**风险分析**：环保政策因经济下行而执行力度放松；地方政府释放更多债务问题；金融机构对民企及环保支持力度低于预期。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
0257.HK	中国光大国际	7.34	0.70	0.89	1.07	10	8	7	买入
1330.HK	绿色动力环保	3.90	0.28	0.36	0.45	14	11	9	增持
300425	环能科技	5.25	0.20	0.23	0.26	26	22	20	增持
603588	高能环境	9.63	0.49	0.63	0.78	20	15	12	买入
1257.HK	中国光大绿色环保	5.10	0.64	0.76	0.90	8	7	6	买入
603200	上海洗霸	25.50	0.79	1.06	1.19	32	24	21	买入
002009	天奇股份	8.85	0.37	0.50	0.59	24	18	15	买入
600217	中再资环	6.45	0.23	0.29	0.33	28	22	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

注：港股公司股价和EPS单位为港元

增持（维持）

分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

yinzs@ebcn.com

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

wangwei2016@ebcn.com

邵将（执业证书编号：S0930518120001）

021-52523869

shaoj@ebcn.com

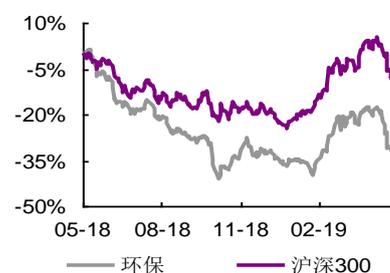
联系人

郝菁

021-52523827

haoqian@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

一场轮回，终点亦起点——环保行业 2019 年投资策略

.....2018-12-26

投资聚焦

研究背景

虽然资本市场对环保行业的关注度已达到冰点，但行业的变化并未休止。我们在 2019 年初的《一场轮回，终点亦起点——环保行业 2019 年投资策略》报告中也明确的提出了投资观点：融资环境致板块估值的提升，市场认知对业绩和现金流越来越重视，以及区域政策经济、混改带来的主题性投资机会。当前，在外部环境不确定性较强，市场情绪逐渐恢复的情况下，环保行业的投资策略更应该契合当前宏观经济及政策变化，并把准行业变化脉搏，挖掘投资机会。本篇报告紧扣“轮回后的变革”这一主题，对 2019 年下半年的环保行业的投资逻辑进行演绎。

我们的创新之处

1. 深入分析了环保行业的“三大变化”，以及其引领出的未来三大趋势：**信贷结构性改善、国资渐成投资主力、绿色产业逐渐升级**；
2. 通过细分行业筹资性现金流监控环保行业信贷扩张方向：信贷选择性流向**有现金流**（如垃圾焚烧细分）和**强担保**（国资背景）的环保公司；
3. 全面梳理了国资进入环保产业的因果过程以及未来趋势：国资将逐渐主导 PPP 和大型投资类环保项目。

投资观点

1. **信贷结构性改善**：信贷并非盲目扩张，而是选择性流向有现金流（如垃圾焚烧细分）和强担保（国资背景）的环保公司，信贷的方向性扩张有利于垃圾焚烧企业的产能扩张，提升并维持市场对其相对较高的风险偏好。
2. **国资渐成投资主力**：资产及负债端压力较轻的优质资产更受国资青睐，其后续更易整合环保资产、突破细分天花板并提升公司业绩。
3. **绿色产业逐渐升级**：供给侧的产业升级推动环境修复及工业环保治理；消费侧循环经济兴起则推动再生资源行业变革。

维持环保行业“增持”评级：信贷结构性扩张，资金流向垃圾焚烧行业，推荐：垃圾焚烧龙头中国光大国际（H）、以及拥有国资背景的绿色动力环保（H）；“混改”概念推荐：中建集团入主的水环境服务供应公司环能科技；供给侧改革推荐：场地修复龙头高能环境、生物质龙头光大绿色环保（H）、以及拥有较强技术能力的工业水处理公司上海洗霸；消费侧循环经济推荐全产业链布局的汽车拆解公司天奇股份、家电拆解龙头中再资环。

目 录

1、 轮回阵痛，迎接变革	4
1.1、 2018年：业绩之殇	4
1.2、 2019年Q1：积极因素	6
1.3、 三大趋势引领三大变革	8
2、 融资环境之变——信贷扩张方向	9
2.1、 融资环境正在逐渐转好	9
2.2、 信贷流向——现金流和强担保	10
3、 投资主体之变——混改成趋势	11
3.1、 国资入主是行业变革所致	11
3.2、 国资的选择——三类环保资产	12
3.3、 政府付费投资类项目——国资主导	13
4、 发展理念之变——绿色产业升级	13
4.1、 供给侧：生产端安全、环保及提质	14
4.2、 消费侧：循环经济及固废产业升级	15
5、 投资建议：维持环保行业“增持”评级	20
5.1、 中国光大国际（H）	20
5.2、 绿色动力环保（H）	21
5.3、 环能科技	24
5.4、 高能环境	25
5.5、 中国光大绿色环保（H）	26
5.6、 上海洗霸	27
5.7、 天奇股份	29
5.8、 中再资环	30
6、 风险提示	31

1、轮回阵痛，迎接变革

1.1、2018 年：业绩之殇

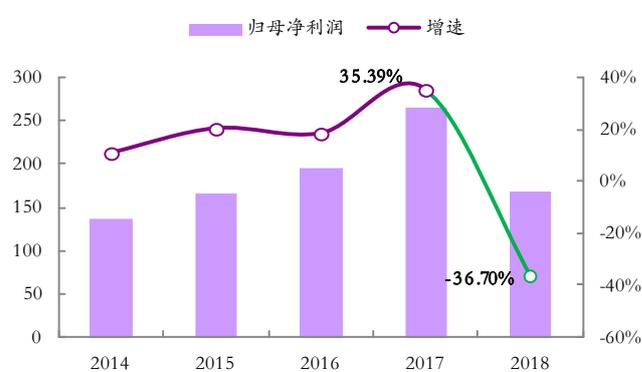
金融周期下行，“去杠杆”造就环保之殇。回顾环保行业 2018 年的营业收入和归母净利润情况，与 2017 年相比可谓经历了“从大起到大落”的过程。我们统计了环保行业 80 家上市公司年报情况，总体营业收入增速从 2017 年的 31.76%（五年最高）滑落到 2018 年的 15.16%（五年最低），归母净利润增速同样从 2017 年的 35.39%（五年最高）大幅滑落到 2018 年的 -36.70%（五年最低）。这其中既有宏观经济增速下行，行业融资环境趋紧的外部因素影响，也有行业本身负债承压和商业模式调整的内部因素阻力。

图 1：环保行业近五年营业收入走势



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 2：环保行业近五年归母净利润走势



资料来源：Wind，左轴：亿元

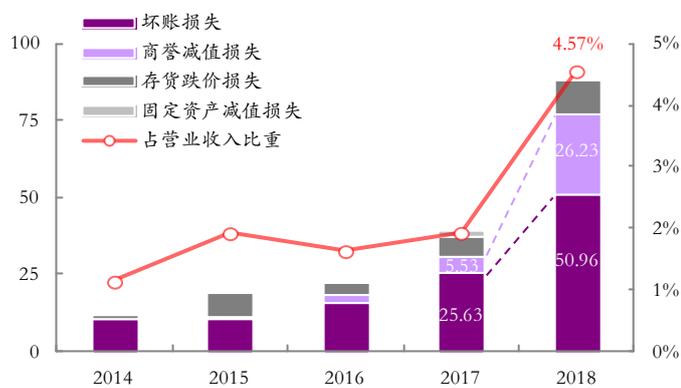
坏账损失和商誉减值显著影响环保公司归母净利润。在营业收入承压的情况下，2018 年环保行业归母净利润增速由正转负的另一个关键性因素便是资产减值损失的大幅增加。2018 年，环保行业的整体资产减值损失从 2017 年的 42.05 亿元同比大幅增长 171%至 2018 年的 114.03 亿元，占营业收入的比重从 2017 年的 1.94%增加 2.63 个 pct 至 2018 年的 4.57%。其中，坏账损失同比+98.82%至 2018 年的 50.96 亿元，商誉减值损失同比+374.30%至 2018 年的 26.23 亿元，是资产减值损失大幅增长的两个重要因素。

环保行业的“加杠杆”加速上行期是 2014-2015 年，PPP 模式的兴起叠加环保治理需求的日益增加，并购浪潮在环保行业兴起，但我国环保行业发展相对较晚，资源、技术等均有较大提升空间，导致当时并购的资产质量参差不齐。2018 年的戴维斯双杀使市场对环保行业的预期达到冰点，不过大幅计提资产减值损失甩掉过去业务负担后也有助于公司缓解未来的业绩压力，轻装前进。

筹资变难，投资力度不减，净现金流流出。在 2018 年融资环境趋紧的情况下，环保行业民企多、中小微企业多，在筹资方面的压力显著增大，筹资性净现金流入从 2017 年的 453.23 亿元同比-24.19%至 343.60 亿元；另一方面，前期需要重投资如从事 PPP 类项目的工程公司，其“订单-投/融资-业绩”的商业模式链条仍需要持续推进，2018 年的投资性净现金流流出仍维

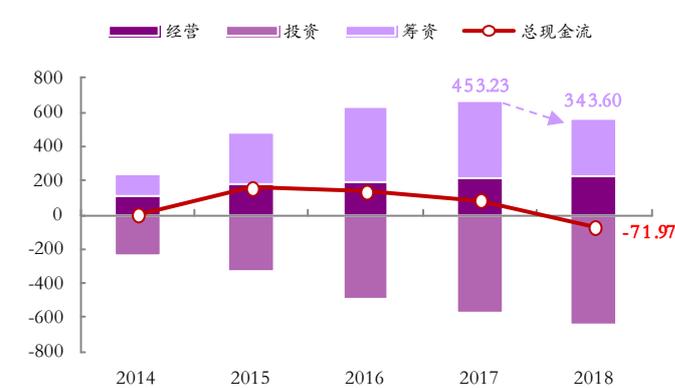
持在高位，在经营性净现金流入保持稳定的情况下，环保行业的净现金流入在近5年内首次由正转负（2018年为-71.97亿元）。筹资变难在另一方面也说明当前环保行业的资产质量仍有待提升，而投资力度的持续则代表我国仍有较为旺盛的环保治理需求。

图 3：环保行业 2018 年资产减值损失情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

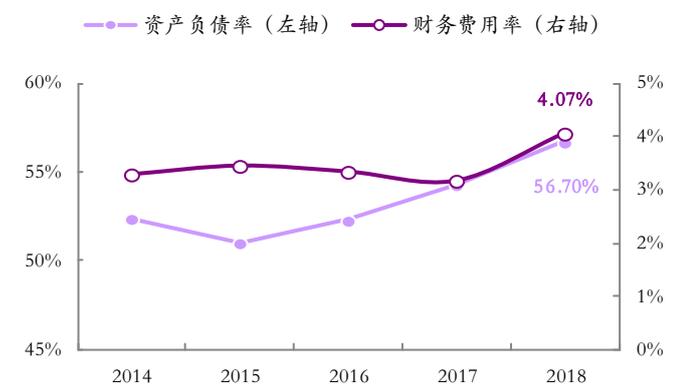
图 4：环保行业现金流情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

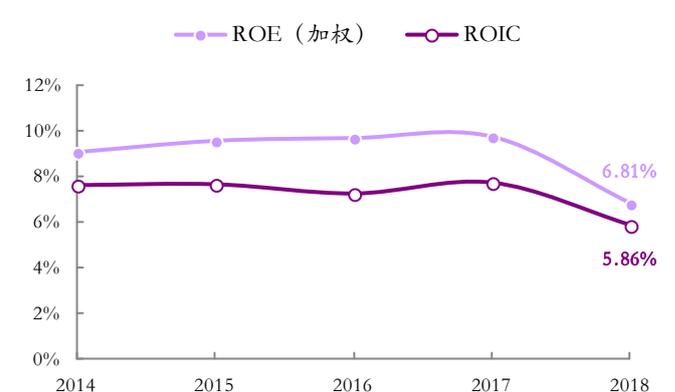
资产负债率&财务费用率持续攀升，ROE 显著下滑。行业的资产负债率自2015年起持续快速攀升，2018年同比+2.39个pct至56.70%，负债端进一步承压；同时，在融资环境趋紧的情况下，财务费用率在2018年也有较为明显的提升，同比+0.88个pct至4.07%。另一方面，环保行业的ROE（加权）以及ROIC指标在“加杠杆”的过程中改善并不明显，在2018年甚至有明显的下滑，说明环保项目的收益利差在逐渐缩小，这对环保资产质量的保障及未来信用进一步扩张却是十分不利的，也增加了债务违约的潜在风险。

图 5：资产负债率&财务费用率走势



资料来源：Wind

图 6：ROE（加权）及 ROIC 走势

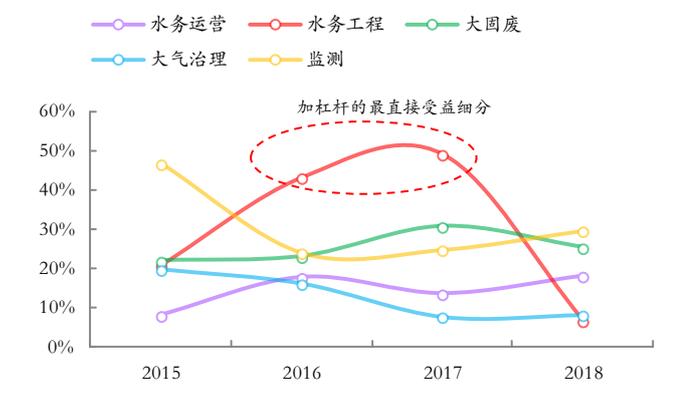


资料来源：Wind

注：因盛运环保、科融环境、天翔环境和盾安环境数据为负，故在统计中去除上述公司数据

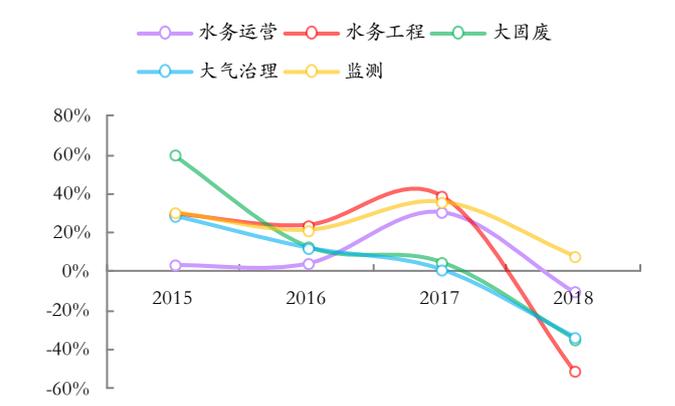
分领域看：环保行业大致可以分为大气治理、水务工程、水务运营、大固废、监测等五个子领域。和我们在2019年年度策略中观察到的趋势一致，运营、设备类（如水务运营、大固废、大气治理、监测等细分）受“去杠杆”影响较小，投资、PPP工程类（如水务工程细分）却是“重灾区”。

图 7：各细分板块营业收入增速



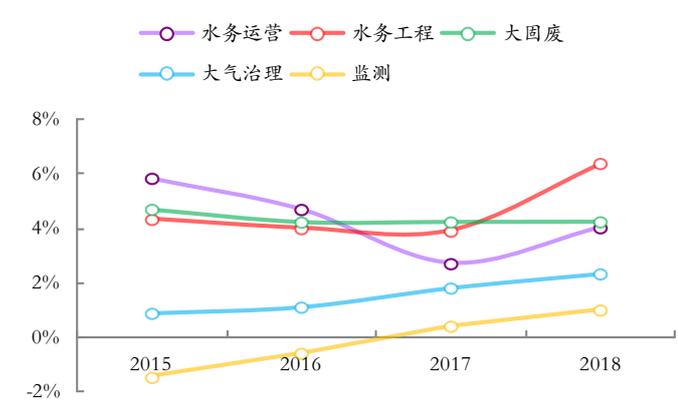
资料来源：Wind

图 8：各细分板块归母净利润增速



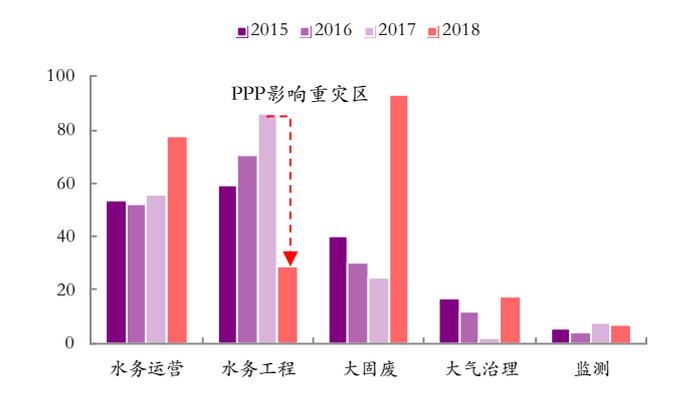
资料来源：Wind

图 9：各细分板块财务费用率



资料来源：Wind

图 10：各细分板块经营性现金流净额

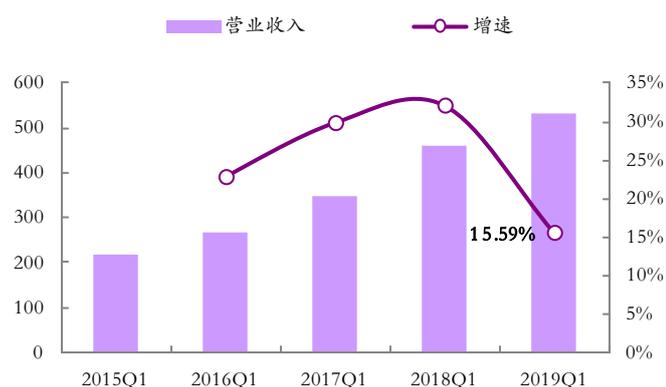


资料来源：Wind，单位：亿元

1.2、2019 年 Q1：积极因素

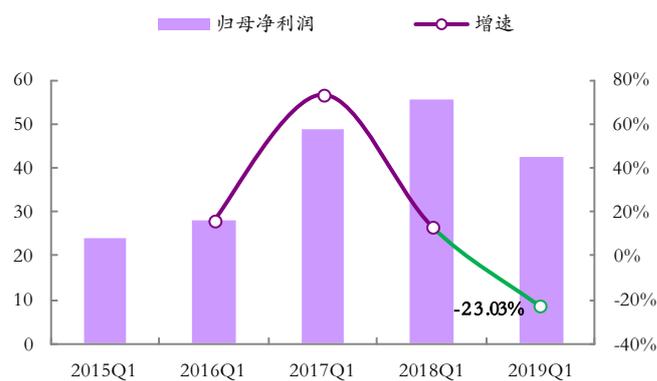
营业收入、归母净利润情况有所改善。2019 年 Q1，营业收入和归母净利润的增速和 2018 年全年相比均有一定程度的改善（2019Q1 营业收入/归母净利润同比增速分别为 15.59%/-23.03%），但在近五年的时间里仍处于最低位。

图 11: 历年 Q1 营业收入情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

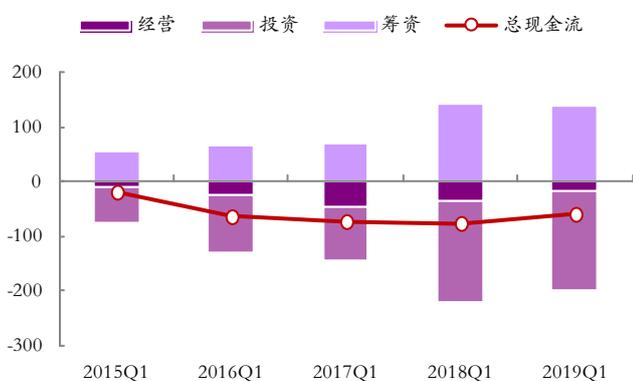
图 12: 历年 Q1 归母净利润情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

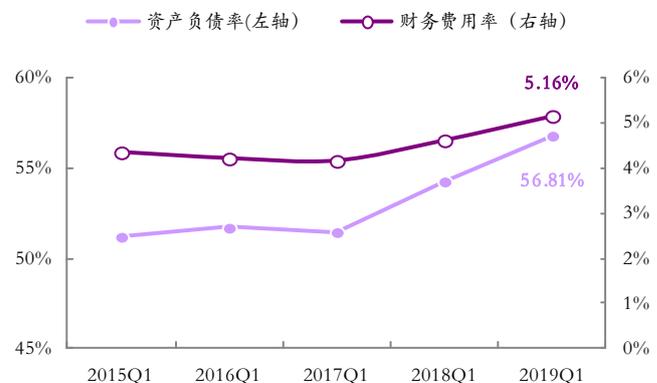
总现金流出收窄, 资产负债率&财务费用率维持高位。2019 年第一季度, 在宏观环境的压力下, 环保公司的更加注重稳健经营和回款, 经营性净现金流出减少, 同时融资环境改善使得筹资压力得到缓解, 投资支出虽维持在高位, 但民企的投资意愿相较之前已有一定程度的减弱, 各因素共同作用使得 2019Q1 的总现金流出和 2018 年全年以及 2018 年 Q1 相比均有一定的收窄。但是, 资产负债率和财务费用率仍维持在相对高位, 也成为制约行业加大扩张的重要因素。

图 13: 历年 Q1 现金流情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

图 14: 历年 Q1 资产负债率和财务费用率情况



资料来源: Wind

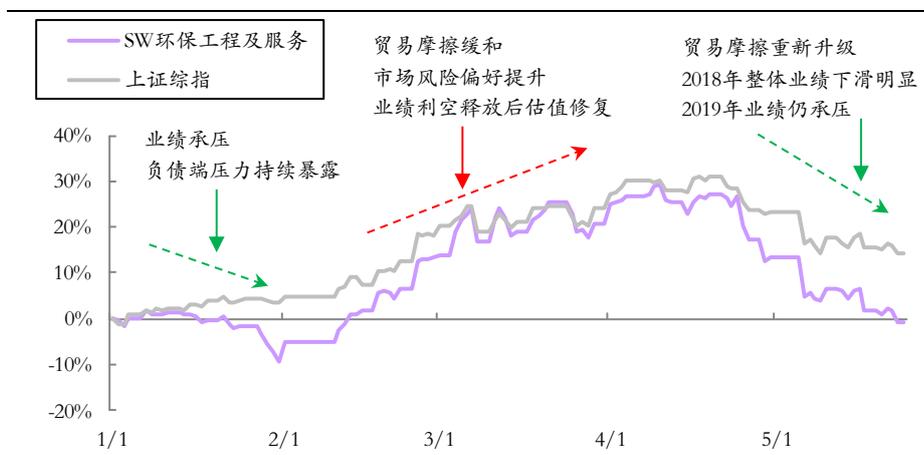
总体来看, 融资环境改善这一积极因素已经出现, 2019 年 Q1 环保行业公司的经营相较 2018 年已有一定程度的改观。2019 年下半年, 我们认为, 在国家重视生态环保大方向不变的基础上, 行业的需求仍在, 随着行业商业模式的进一步优化(运营业务保持稳健, 工程业务以 EPC 和提供解决方案为主), 发展战略的相对明晰(投资类项目由央企牵头, 订单结构从 PPP 转为 EPC), 融资环境逐步改善后行业扩张脚步的恢复, 业绩有望逐步转好。

1.3、三大趋势引领三大变革

我们在《一场轮回，终点亦起点——环保行业 2019 年投资策略》中提出，从 2013 年到 2018 年的五年时间中，环保股轮回的主线要素是“金融周期”，逻辑演绎是：政策（体制改革）——市场（环保需求）——融资（杠杆周期）——发展（业绩释放）。

到了 2019 年年初，随着贸易摩擦形势缓和，宏观经济形势好于预期，中小微企业及民企的融资环境逐步改善，市场风险偏好稳步提升，环保板块也如我们预期般迎来了一定的估值修复。但随着 4 月底环保行业 2018 年年报披露完毕，整体下滑情况明显，2019 年也未有明显改善的驱动因素；同时叠加 4 月底贸易摩擦重新升级，环保板块随市场震荡下行。

图 15：2019 年年初至 5 月 29 日行情复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

下半年看什么？关注行业正在发生的三大变革。我们在 2019 年投资策略中曾提出，2018 年的“政策底”后，行业将迎来三大趋势：一是民企的融资环境改善，估值修复（但报表修复尚需时日）；二是中央/国有企业通过股权及大型项目方式提升参与度；三是排污成本内部化是从体制上解决环保问题的长效法门。而行业经历了在 2019 年上半年的发展后，上述三大趋势不仅得到验证，更进一步演变为行业正在经历，并将持续影响行业未来发展的三大变革：**融资环境之变——信贷仍将持续扩张，但更多是在结构性方面的改善；投资主体之变——国资加大参股力度，主导大型项目；发展理念之变——环保行业与供给和消费侧行业的共生性不断加强。**

表 1：从三大趋势到三大变革

序号	趋势	变革
1	信贷结构性改善	信贷扩张方向并非盲目，更倾向于现金流和强担保
2	国资渐成投资主力	民营企业投资意愿下降，国资通过股权和大项目投资成为主力军
3	绿色产业逐渐升级	排污成本内部化水平提升，推动供给和消费侧行业的高质量发展

资料来源：光大证券研究所

2、融资环境之变——信贷扩张方向

2.1、融资环境正在逐渐转好

2018年11月1日，习主席在民营企业座谈会明确表示“支持民营企业发展是党中央的一贯方针，这一点丝毫不会动摇”；随后，各部委也同步出台支持民营企业发展的政策。从背景上看，金融监管、融资环境恶化，民营企业出现了一系列债务及融资上的问题，我们可以以底线思维去思考：为了不引发大规模的违约风险，降低经济发展活力，国家对前期“去杠杆”政策进行了修正。去年年底，货币政策持续宽松，但向下落实存在困难，资金的传导出现了间歇性的问题，核心原因是融资主体及项目质量的优劣问题。

我国一直在通过政策和财政方面的支持来解决不同企业间融资环境的差异，而普惠金融是其中的重要抓手。2019年4月7日，国务院印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，意在进一步加大对中小微企业的支持力度，《意见》中要求进一步落实普惠金融定向降准政策，意在完善中小企业融资政策，改善中小企业融资贵、融资难的问题。央行已于2019年5月15日起对中小银行实行较低存款准备金率，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款，也进一步落实了《意见》中的要求。

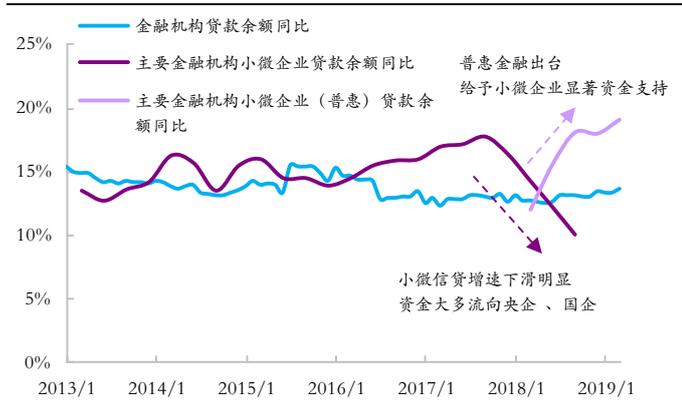
表 2：《关于促进中小企业健康发展的指导意见》解决融资问题相关内容

改善融资问题方法	具体内容
完善中小企业融资政策	<p>进一步落实普惠金融定向降准政策； （注：央行已宣布从5月15日起对中小银行实行较低存款准备金率，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款） 加大再贴现对小微企业支持力度，重点支持小微企业500万元及以下小额票据贴现； 将支小再贷款政策适用范围扩大到符合条件的中小银行（含新型互联网银行）； 将单户授信1000万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格担保品范围</p>
积极拓宽融资渠道	<p>进一步完善债券发行机制，实施民营企业债券融资支持工具； 鼓励设立市场化运作的专项基金开展民营企业兼并收购或财务投资； 引导金融机构对小微企业发放中长期贷款，开发续贷产品</p>
支持利用资本市场直接融资	<p>加快中小企业首发上市进度，为主业突出、规范运作的中小企业上市提供便利；</p>
减轻企业融资负担	<p>加快发挥国家融资担保基金作用，引导担保机构逐步取消反担保，降低担保费率</p>
建立分类监管考核机制	<p>研究放宽小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户额度限制； 加大对基层机构发放民营企业、小微企业贷款的激励力度，提高民营企业、小微企业信贷占比</p>

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

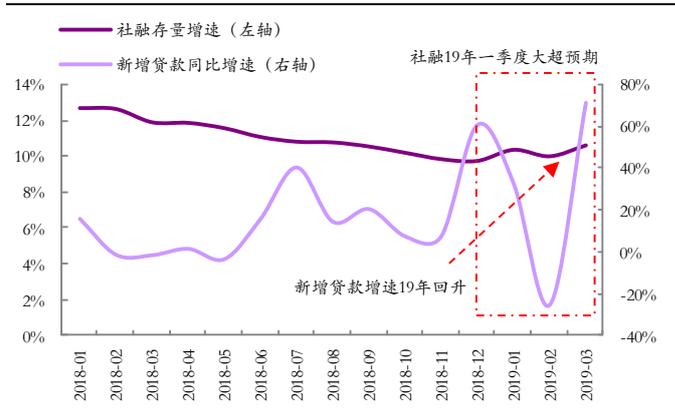
融资环境相对宽松，资金传导也有了明显的改善。2019年初，对经济的逆周期调节是重中之重，整体资金流动性宽松；2019年起民企和中小微企业融资也有了明显改善，尤其是信贷重新扩张，这为企业进一步发展给予了资金保障。

图 16: 普惠金融政策出台改善中小微企业融资情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 社融和对实体发放贷款增速显著改善



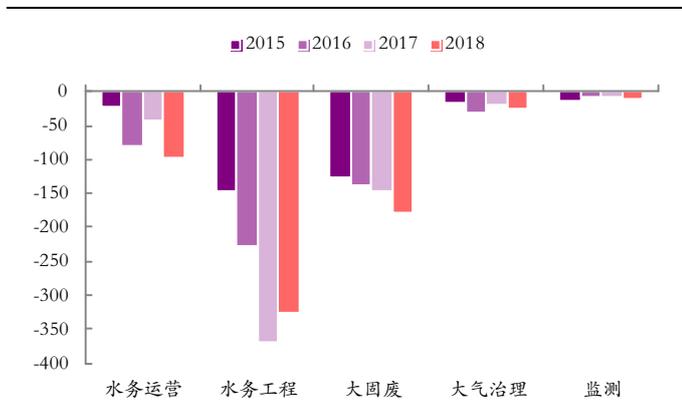
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2、信贷流向——现金流和强担保

“惜贷”和“送贷”的平衡点——银行的选择。虽然我们看到了民企和中小微企业融资环境的逐步改善，但是民营企业资质较低、项目资产质量较差、收益利差较低及经营管理水平等问题依然是掣肘金融机构大力支持的内在顾虑，也是当前货币政策下改善融资环境需着重考虑的核心因素。我们在观察环保行业的信贷流向上，也发现了银行在放贷中考量的重点：**现金流和强担保**。

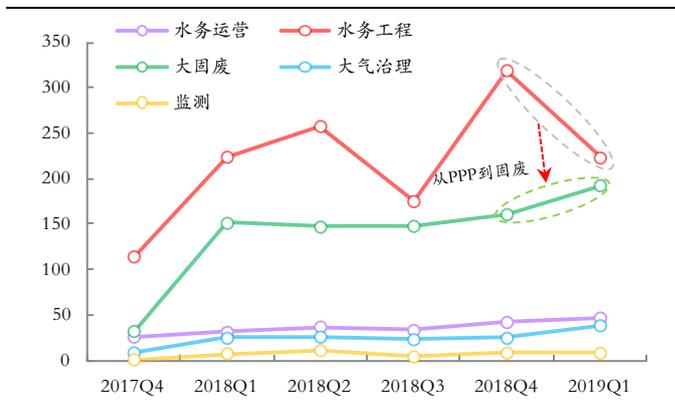
现金流始终是银行放贷时关注的绝对重点。现金流始终是银行评估企业还款能力的重要指标，也是银行决定放贷与否的重要因素。从各板块 2018 年的投资性现金流净流出情况可以看出，2018 年的融资环境趋紧的压力更多的作用在了水务工程（PPP 类）行业，其投资支出受到了较大影响；而进一步观察各板块近一年来单季度筹资活动现金流入的情况，我们发现，在 2019 年信贷开始扩张时，环保行业内部的筹资现金流从水务工程板块流向了固废板块（尤其是垃圾焚烧），**固废板块相比水务工程（PPP）的相对现金流优势也成为了银行投放贷款的重要因素。**

图 18: 各板块投资性现金流情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

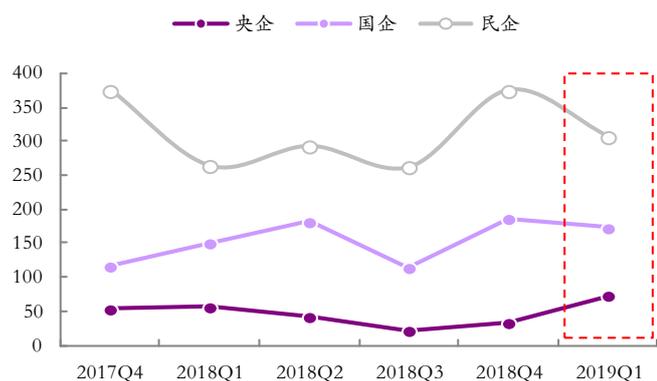
图 19: 各板块单季度筹资活动现金流入情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

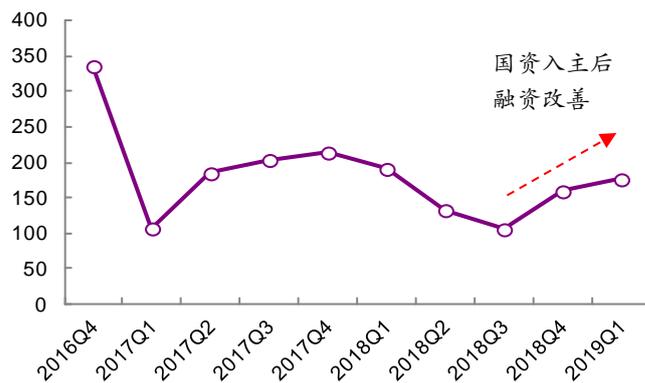
强担保则是银行的另一个关注重点。观察 2017Q4 以来环保行业央企、国企以及民营企业的单季度筹资现金流入情况，我们可以发现在 2019 年第一季度，央企的融资情况持续回暖，国企的融资情况相对稳定，而民企的融资情况虽然较 2018 年前三个季度相比有所改善，但较 2018Q4 的高点则有所下滑。同时，我们也发现“混改”概念的 15 家公司自 2018Q3 以来保持着筹资现金流入的持续增长。上述数据均可以说明，在 2019 年信贷开始扩张时，国资与民企相比有着更强的还款担保能力，也更能获得银行放贷的青睐。

图 20：各类型环保公司单季度筹资现金流入情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：亿元

图 21：“混改”环保公司单季度筹资现金流入情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：亿元

3、投资主体之变——混改成趋势

3.1、国资入主是行业变革所致

为什么会混改？民营企业质押率较高+现金流情况不理想。民营企业利润增长将进一步放缓，且 2019 年债务到期压力依然很大，债务危机后“去杠杆”政策放松，国家的意图是使民营企业不至于发生大规模违约，而央/国企在本轮去杠杆周期中已有效降低负债率，2018 年国资驰援民企现象频出。同时，在 2019 年信贷结构性扩张的背景下，银行的放贷更倾向于有较强担保能力的央/国企，叠加配合国家打好污染防治攻坚战决心，国资驰援环保行业的现象仍在持续，并有进一步升级的可能。

表 3：2018 年至今国企与环保上市公司合作情况汇总

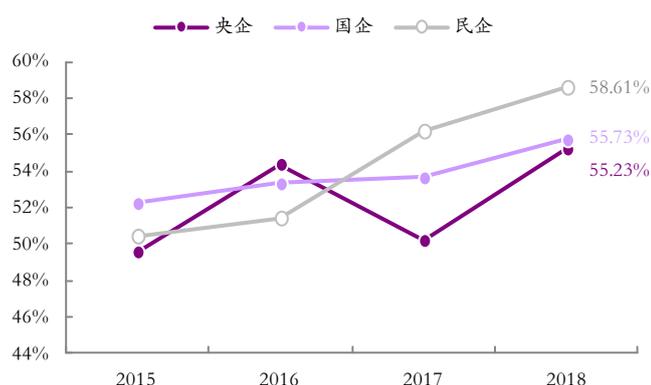
序号	时间	上市公司	合作国企	合作方式
2018 年				
1	5 月	盛运环保	川能集团 (四川省国资)	股权转让
2	8 月	*ST 凯迪	中站华信 (中国舆情战略研究中心)	资产重组
3	8 月	三聚环保	海淀国投 (北京市海淀区国资)	股权转让
4	10 月	环能科技	中建启明 (中建集团)	股权转让
5	10 月	永清环保	金阳投资 (浏阳市国资)	股权转让
6	10 月	天翔环境	四川铁投 (四川省国资)	战略合作框架协议
7	10 月	兴源环境	国资平台两家+中国煤炭地质总局	股权转让
8	11 月	东方园林	盈润汇民基金 (北京市朝阳区国资)	股权转让

9	11月	神雾环保	南昌市政府	产业基金
10	11月	中金环境	无锡市政(无锡市国资)	股权转让
11	11月	美晨生态	潍坊城投(潍坊市国资)	股权转让
2019年				
1	1月	北控水务	长江电力(三峡集团)	股权转让
2	3月	启迪桑德	雄安集团(或雄安新区管委会控股的基金)	股权转让
3	4月	碧水源	中国城乡(中交集团)	股权转让
4	4月	清新环境	国润环境(四川省国资)	股权转让
5	5月	博世科	广西环保产业投资集团(广西自治区国资委)	股权投资、业务合作等

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

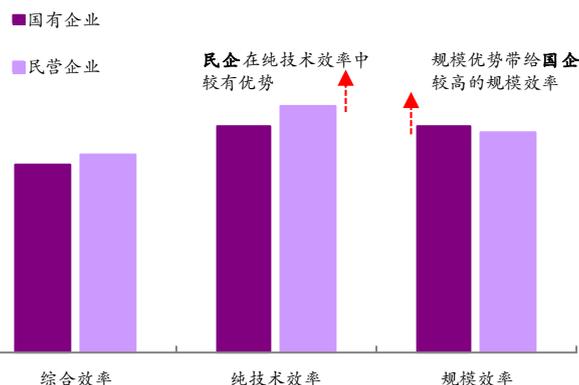
另一方面，2018年起我国经济迈入“后泡沫时代”，生产效率已成为经济增长的重要动力，2019年政府工作报告提出“**加快国资国企改革，积极稳妥推进混合所有制改革**”（2018年政府工作报告中的表述为“推进国资国企改革”），环保行业正在发生的“混改”可以有效“**降杠杆，提效率**”，在国资资金注入后有效降低民企负债压力的同时，国企的规模效率和民企的技术优势可以形成更好的互补，从而提升整体的生产效率。

图 22：环保行业中民企的资产负债率高于央/国企



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：国企的规模效率和民企的纯技术效率可有效互补



资料来源：张涛等. 中国国有和民营制造业企业生产效率对比研究. 数量经济技术经济研究, 2018, 35(06): 78-94

3.2、国资的选择——三类环保资产

回顾已经发生的国资入主的案例，我们认为，国资在股权投资的选择上存在一定的选择顺序：**资产负债端压力较轻的优质资产 > 资产负债端承压的龙头资产 > 存在较严重债务问题的资产。**

第一类资产负债端压力较轻的优质资产即拥有较强的环保技术水平，同时自身业务发展在金融周期下行中并未受到明显影响的上市公司，如**环能科技**、**中金环境**等，国资入主后一方面可以获得较为成熟的环保技术，另一方面也拥有了整合其所有环保资产的优质平台；

第二类资产负债端承压的优质资产即已成为某项细分领域的龙头，但随着业务进一步扩张而在负债端存在较大压力的上市公司，如**碧水源**、**启迪桑德**等，

国资更多是以平等合作的形式入主，资金+技术可以帮助上市公司缓解现有压力，同时帮助其进一步扩张；

第三类存在较严重债务问题的资产即因发展过于激进等问题已严重影响公司生存的上市公司，如**东方园林**、**凯迪生态**等，国资入主的主要任务是完成国家对相关公司“不能死”的要求，未来的发展短期无法预判。

我们认为，**第一类资产负债端压力较轻的优质资产（环能科技、中金环境）在 2019 年下半年/2020 年将迎来一定的投资机会**，一方面因为其本身资产较为优质且无债务压力，国资的入主可以改善公司的财务情况，为公司发展提供有力支撑；另一方面，国资未来有望整合其旗下环保相关业务，从而帮助上市公司突破细分行业天花板，进一步增厚公司业绩。

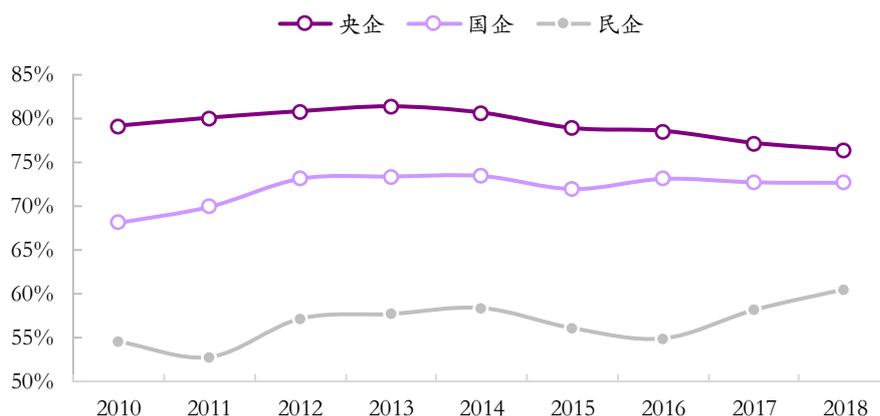
3.3、政府付费投资类项目——国资主导

随着国资入主愈演愈烈，以及融资环境趋紧和 PPP 政策趋严后环保公司的投资方向有所调整，我们认为未来环保行业的投资模式将发生两点变化：

(1) 对于环保民企来说，对于 PPP 项目的投资意愿相对下降后，未来本身以运营业务为主的上市公司仍将保持稳健发展，而以工程业务为主的上市公司将从 PPP 转向 **EPC 和提供技术解决方案**，在订单结构发生变化的同时，订单投资额有望随着融资环境改善而恢复；

(2) 对于环保/建筑类国企来说，在民企加杠杆意愿有限，地方加杠杆空间有限的现状下，为了保障宏观经济稳定发展，短中期央/国企仍将是“加杠杆”和逆周期调节的中流砥柱，**PPP 和大型区域性环保项目将由其投资并主导**，其他环保企业则将通过提供技术和解决方案给予支持。

图 24：建筑及环保企业资产负债率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、发展理念之变——绿色产业升级

发展循环经济是经济发展模式的革命，是传统“资源—产品—废弃物”模式向“资源—产品—废弃物—再生资源”循环发展模式的转变。传统产业链是

开环式发展，由产品到废物的过程反映的正是生产与污染的矛盾，后期必将受到资源环境约束强化的桎梏；而循环经济是闭环式发展，由废弃物到再生资源的过程不仅是变废为宝的过程，更是将外部性环境问题内部化的过程。

4.1、供给侧：生产端安全、环保及提质

响水事件+第二轮中央环保督察开启，生产端环保、安监有望进一步升级。近期由“响水事故”为起点的化工行业安全事故频发，事故发生的表层原因经营不规范，以及监察管控不够彻底，而从宏观角度考虑，**产业结构和布局则是我国宏观经济、供给侧改革面临的深层次问题。**造成安全事故的化工行业是江苏的支柱产业，且化工园区数量江苏位列全国第一。这种产业格局的形成和政治、历史、地理及人文因素密切相关，但当经济发展与安全生产、环境保护发生背离的时候，老百姓日益增长的对美好生活的追求便成为了需要优先考虑的要素；从行业进步的客观角度来看，也同样要求先前粗犷似的生产方式必须要进行调整。**后续事件的发酵情况也正体现了这样的优化方向。**江苏省行政措施逐渐升级：首先启动所有化工企业环境安全隐患排查；其次发布《化工行业整治提升方案（征求意见稿）》；再次，决定彻底关闭响水化工园区。**本次响水事故极有可能开启化工行业新一轮的供给侧改革，叠加即将开启的第二轮中央环保督察，生产端的环保、安检有望进一步升级。**

表 4：响水事件情况梳理

事件	具体内容
发生时间	2019 年 3 月
环保重视程度	未来污染防治力度绝不会因为影响经济发展而有所放缓 第二轮中央环保督察开启之年
发生后领导表态	国家主席习近平对江苏响水天嘉宜化工有限公司“3.21”爆炸事故做出重要指示，“要加强监测预警，防控发生环境污染，严防发生次生灾害”；国务院总理李克强做出批示，“应急管理部督促各地进一步排查并消除危化品等重点行业安全生产隐患，夯实各环节责任”
发生后政策出台	关闭响水化工园区 《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》

资料来源：各政府网站及各新闻网站，光大证券研究所整理

哪些环保细分行业有望受益？**场地修复，危废。**

场地修复行业：化工园区关停后的再利用有望带动市场空间放量

4 月 5 日，盐城市宣布关停响水化工园区；4 月 27 日，江苏省发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，提出压减沿江地区、环境敏感区域、园区外、规模以下等化工生产企业数量，压减化工园区（集中区）数量，提高产业准入门槛等要求；山东省各市、区已陆续发布关于拟“关闭淘汰一批”化工生产企业名单（超 1000 家）。截止 2017 年底，**全国重点化工园区多达 601 家**（中国石化联合会化工园工作委员会数据），遍布全国 31 个省市，在江苏、山东率先对化工企业“动刀”之后，其他沿海省份有可能同样加严对化工园区的管制，而最有效的手段便是化工企业的迁出。**各地对关停后的化工园区场地的再利用，有望推动场地修复市场空间放量**

危废行业：环保执法与制度完善仍将是危废处置需求释放的关键推力

环保执法和制度完善将推动处置需求的提升：

- (1) 新增危废中瞒报、漏报行为减少，非法转移和倾倒途径被切断，大量危废回归正规化途径；
- (2) 大量超期贮存和历史遗留被发现，进入当地政府整治方案后，进而提升处置需求；
- (3) 区域性危废规范化处置需求提升、且供给仍相对不足，将推动危废处置价格维持高位。

响水事故的发生将持续推动上述逻辑延续，**且有望进一步提升危废处置的第三方占比**：根据《2018 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据显示，2017 年拥有危废经营许可证单位的实际危废处理量为 2252 万吨，第三方处置占比仅为 32%，未来随着监管趋严，自行处置不规范企业的危废处置产能将转移至第三方企业，进一步推升危废第三方处置的占比。

图 25：一张图看懂“响水事故”相关受益标的



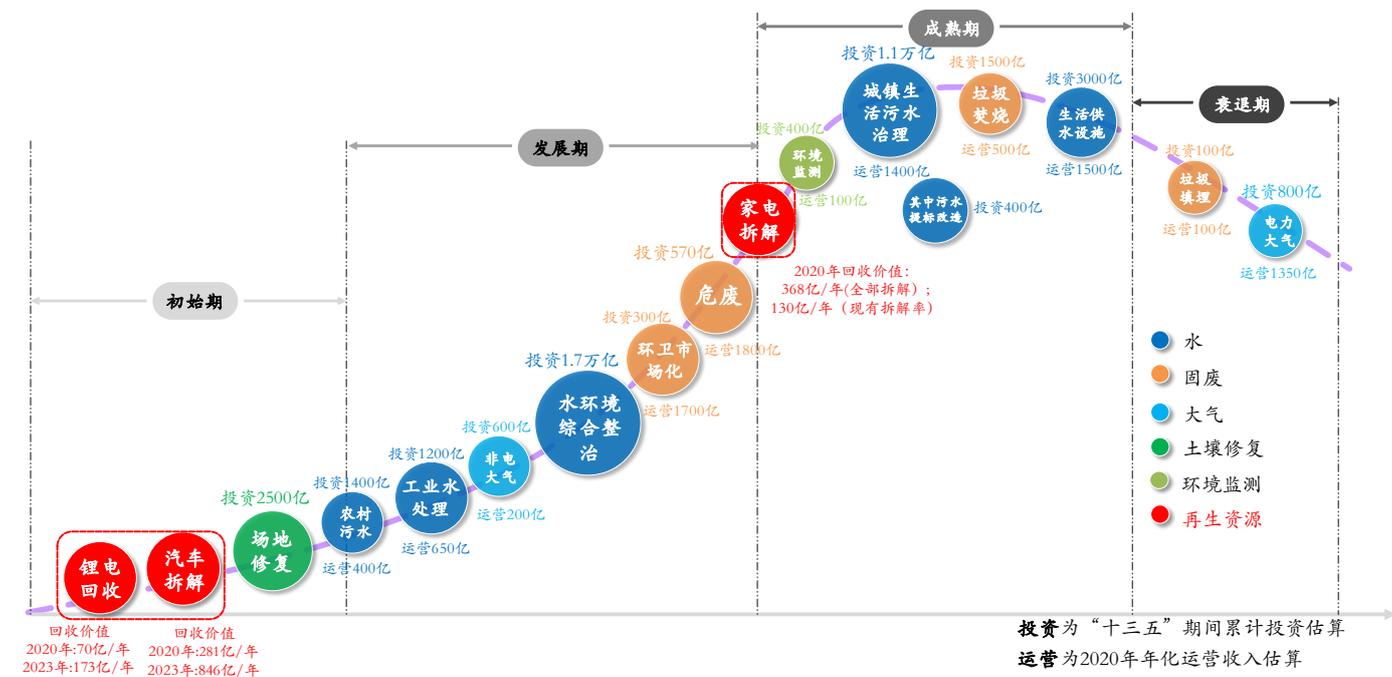
资料来源：光大证券研究所

4.2、消费侧：循环经济及固废产业升级

2019 年政策加速消费侧更新消费市场、加快循环经济方案的落实。消费在国民经济和社会发展中发挥着基础性作用，从年初的《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》到两会的“减税方案”，再到《报废机动车回收管理办法》的最新出台，有关部门正着重

深化消费侧结构性改革。推动汽车、家电、消费电子的更新消费市场、完善回收政策以及发展循环经济，不仅对宏观经济逆周期调节发挥重要作用，也对推动消费侧循环经济产业升级具有重要意义。我们认为，在相关政策的持续落地，以及产业结构进一步调整升级的情况下，**汽车拆解和锂电回收**细分领域有望迎来新的投资机会。

图 26：环保行业细分领域生命周期图谱



资料来源：《<水污染防治行动计划>对环保产业拉动效应的定量分析研究》（吴舜泽、徐顺青等）、光大证券研究所预测

注：锂电回收、汽车拆解、家电拆解市场空间详见《黯淡“再生”，灿烂涅槃——消费侧循环经济及固废产业升级专题研究》，其他细分市场空间详见《寻找环保板块的安全边际——环保行业 2018 年下半年投资策略》

汽车拆解：报废高峰渐行渐近，五大总成再制造放开打破僵局

中国经济经过多年快速发展，居民财富快速积累，汽车行业也经历了蓬勃发展，汽车保有量快速增加；另一方面，资源环境约束因素，使汽车尾气减排以及新能源汽车的需求越来越迫切。我们认为，随着快速增长时期积累的**车辆将达到报废期**，环保因素、新能源汽车逐渐崛起，进一步加速老旧车辆更新换代，政策推动非法拆解车辆流入正规报废渠道等三方面因素的共同作用，我国汽车报废即将迎来高峰期，也给汽车拆解行业带来广阔的市场空间。根据我们在《黯淡“再生”，灿烂涅槃——消费侧循环经济及固废产业升级专题研究》报告中的测算，**汽车拆解市场规模将从 2020 年约 281 亿元/年攀升到 2025 年规模达 846 亿元/年。**

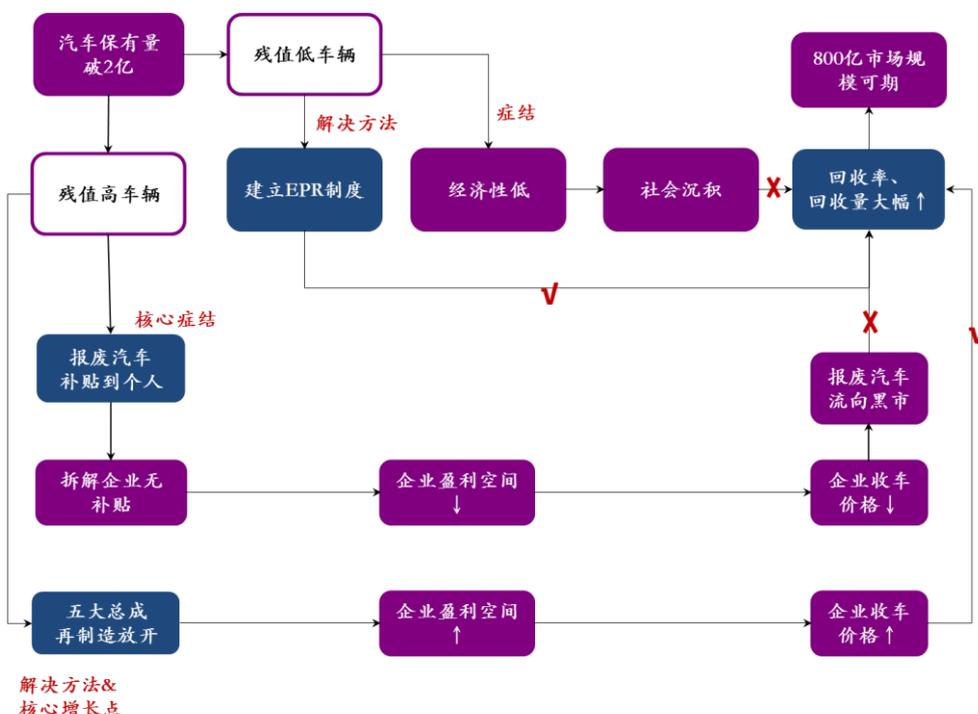
图 27：2025 年中国汽车拆解市场规模预计超 800 亿元/年



资料来源：光大证券研究所测算；2017-2025 年数据无统计值，均为测算值

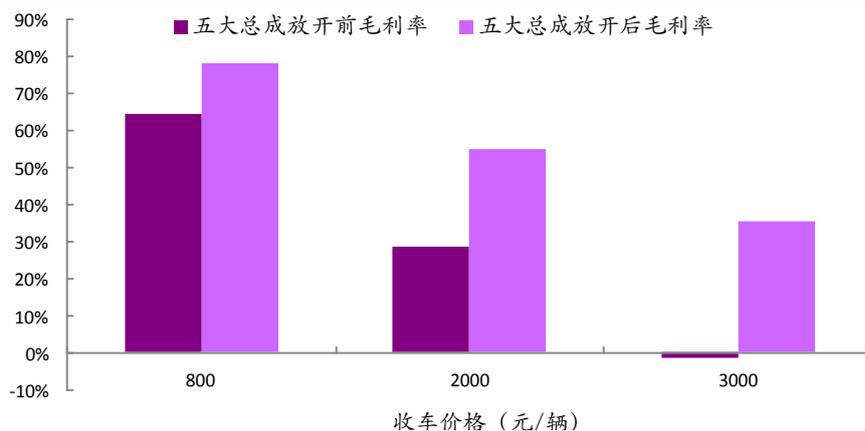
市场规模扩张的催化剂和盈利模式突破的核心在于五大总成再制造、再利用的放开。汽车拆解行业核心症结在于：先前，报废汽车的补贴直接给到个人车主，拆解企业仅依靠废金属销售获利，盈利空间有限，只能压低收车费用，致使车源大量流向非正规渠道。今后五大总成再制造放开有望打破行业僵局。我们认为，现阶段的行业核心变化在于五大总成再制造、再利用的放开，对于打通汽车“回收—拆解—再制造”盈利产业链条，具有非常重大意义。

图 28：现阶段核心变化—五大总成再制造放开



资料来源：光大证券研究所

图 29：五大总成再制造放开前后拆解企业毛利率对比



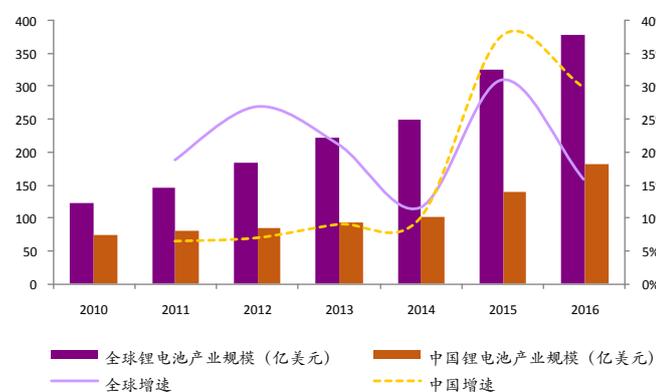
资料来源：何钊《影响报废汽车拆解项目的经济性因素分析》，光大证券研究所测算

《报废机动车回收管理办法》即将于 2019 年 6 月 1 日实施。除了明确五大总成再利用、再制造的放开之外，进一步提出了**报废汽车回收企业总量控制取消，生产者责任义务的明确，市场化定价收购价格等要求**，叠加**4S 店在汽修领域的垄断逐渐打破**等潜在因素的推动，正规汽车拆解企业的盈利能力将进一步提升，长期利好行业发展，汽车零部件制造商、再生服务商、汽车拆解服务商将在这过程中充分受益。

电池回收：新能源消费后端潜在市场，即将来临的风口

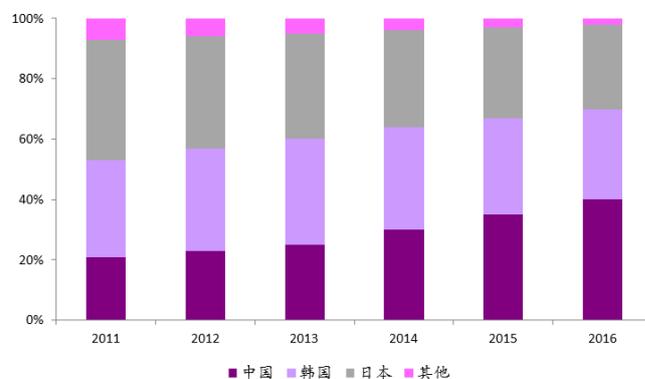
新能源汽车的兴起快速增加了锂电池的使用量和报废量，也带动我国的锂电池产业规模迅速扩大。2016 年，全球锂电池产业规模 378 亿美元，同比增长 16%，增速受全球电动车市场低迷影响而有所下滑；而中国锂电池产业规模 1280 亿元，同比增长 30%，维持了高速增长态势。从产业结构看，中国锂电池产业规模居全球首位，占比 40%，随后是韩国、日本，分别占据 30%、28%的市场份额。

图 30：全球及中国锂电池产业规模



资料来源：《锂离子电池产业发展白皮书 2017》

图 31：全球锂电池产业结构（按区域分）



资料来源：《锂离子电池产业发展白皮书 2017》

锂电回收产业兴起在即。锂电池产业规模的迅速壮大是锂电回收产业发展的基础，而锂电原材料依赖进口使得回收材料是重要的替代品，锂电逐步进入大规模报废期，以及回收锂电具有可观的经济性等多重因素共同推动锂电回收产业有望成为消费侧循环经济的下一个风口。

表 5：锂电回收处理企业收益成本估算

每处理 1 吨电池收入				
项目		金额	备注	
锂、钴等金属		3.29	回收率 80%	
合计		3.29		
每处理 1 吨电池成本				
项目	每吨废电池消耗量	单价	金额	备注
原材料（废电池，吨）	1	1.4	1.4	
辅材料（吨）	0.3	0.1	0.03	
能耗（电力，度）	1000	0.00008	0.08	
能耗（水，吨）	1	0.0004	0.0004	
工资及附加			0.05	
生产设备维修			0.0225	占设备的 3%
固定资产折旧			0.075	按 10 年计提
合计			1.66	
收益测算（万元）				
项目		金额	备注	
销售收入		26324.98	8000 吨/年	
生产成本		13263.20	8000 吨/年	
管理费用		30		
财务费用		15		
销售费用		526.50	销售额的 2%	
合计总成本		13834.70		
营业税金及附加		2476.90		
利润总额		10013.38		
所得税		3304.42	不考虑税收优惠政策	
税后利润		6708.97		
净利润率		25.49%		
毛利率		49.62%		

资料来源：《常州金创博凡能源新材料有限公司 8000 吨/年废锂电池金属全封闭清洁回收工艺及其应用项目可行性报告》，光大证券研究所测算；单位：万元

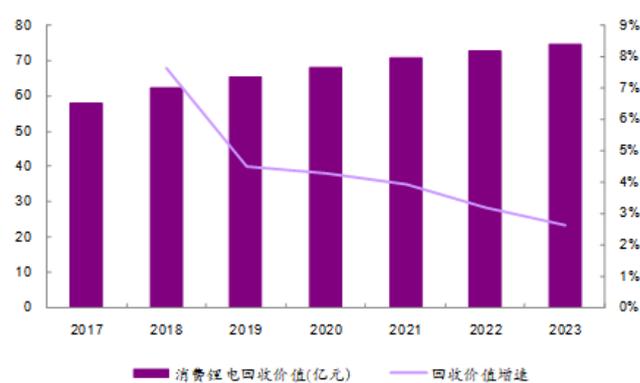
根据我们在《黯淡“再生”，灿烂涅槃——消费侧循环经济及固废产业升级专题研究》报告中的测算，到 2020 年，预计三类锂电总报废量 42 万吨，其中新能源汽车动力锂电 21 万吨，消费锂电 18 万吨，电动自行车锂电 3.18 万吨；2020 年，中国新能源汽车报废动力锂电回收价值 70 亿元/年、消费锂电为 68 亿元/年，2023 年动力锂电为 173 亿元/年、消费锂电为 75 亿元/年。

图 32：新能源汽车锂电池市场空间



资料来源：光大证券研究所，2019-2023 年为测算值

图 33：中国消费锂电市场空间



资料来源：李健等《废旧手机锂电池回收利用效益分析》，Wind，光大证券研究所测算，2017-2023 年均均为测算值

同时，未来随着动力电池全生命周期追溯体系建立，行业规范化与信息透明化发展，梯次利用有望大范围推广，将进一步推动锂电回收行业的发展。锂电制造商、电池拆解商、金属回收商将充分受益。

5、投资建议：维持环保行业“增持”评级

环保行业在经历了过去五年的发展轮回后，目前正在发生并将持续影响行业未来发展的三大变革将在 2019 年下半年带来一定的结构性投资机会：

- 1. 信贷扩张方向：**银行更青睐现金流好，强担保的上市公司，资金结构性流向固废（垃圾焚烧行业）以及国资属性的公司，推荐中国光大国际（H）、绿色动力环保（H）；
- 2. 混改成趋势：**央/国企控股进展愈演愈烈，资产负债端压力较轻的优质资产更受国资青睐，其本身资产的稳健发展，叠加未来国资整合环保业务后帮助上市公司突破细分行业天花板的预期有望进一步增厚公司业绩，推荐环能科技。
- 3. 循环经济发展：**环保行业在供给和消费侧的共生性正逐步显现，供给侧推荐受益于“响水事件”的场地修复行业龙头高能环境，短期“量增”“价升”逻辑随着环保、安监力度加强有望延续的危废行业公司（同时是生物质龙头）光大绿色环保（H），以及工业水处理公司上海洗霸；消费侧推荐五大总成再制造放开后市场放开，盈利能力显著改善的汽车拆解行业的全产业链布局公司天奇股份，以及家电拆解龙头中再资环。

5.1、中国光大国际（H）

◆**投运项目稳步增长，龙头地位稳固。**公司在宏观经济增速下行的背景下仍保持了稳定的项目建设和投运，2018 年共有 15 个项目建成投运（13 个垃圾焚烧发电、2 个填埋场渗滤液处理），同时共有 20 个项目于年内开工。截止 2018 年底，公司共有 56 个垃圾焚烧发电项目投运，日处理垃圾规模已达 4.66

万吨，另有 21 个在建的日处理规模 2.465 万吨) 和 16 个筹建的垃圾焚烧发电项目 (日处理规模 1.585 万吨)，垃圾焚烧龙头地位稳固。

◆**市场持续拓展，技术研发加速推进。**公司维持了强劲的市场开拓力度，2018 年共取得 58 个新项目，签署 6 个补充协议，新承接 9 个环境修复服务，涉及总投资额达 237.09 亿元，保持了公司的龙头地位。科技研发始终是公司发展的核心驱动力，2018 年共获授权专利及软件著作权合共 212 项，完成新产品开发 4 项，首台光大自主研发的 850 吨/日 (国内最大容量) 炉排炉成功下线，彰显公司在垃圾焚烧发电技术领域的领先地位。

◆**集团力挺，战略重视，生态资源板块扬帆起航。**公司作为光大集团“四三三”战略的头号工程，2018 年新组建生态资源板块，主要致力于拓展生活垃圾分类、城乡环境综合治理等业务，高度契合 2019 年政府工作报告中对我国环保行业未来发展方向的要求，未来与环保能源和绿色环保板块的有机融合将助力公司打通固废全产业链，实现固废资源最大化利用和利润最大化获取。

◆**维持“买入”评级。**维持公司 2019-21 年净利润预测 54.76/65.63/78.16 亿港元，对应 2019-21 年 EPS 为 0.89/1.07/1.27 港元，当前股价对应 PE 分别为 8/7/6 倍。公司作为垃圾焚烧行业龙头，项目储备丰富、现金充裕、增长动力强劲。在相对较弱的经济形势下，运营类资产确定性高，将持续获得市场青睐，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**项目进度不及预期，原材料价格波动，电价政策调整。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万港币)	20,043	27,228	33,913	41,436	48,690
营业收入增长率	43%	36%	25%	22%	18%
净利润 (百万港币)	3,510	4,319	5,476	6,563	7,816
净利润增长率	26%	23%	27%	20%	19%
EPS (摊薄, 港元)	0.78	0.70	0.89	1.07	1.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	18%	15%	14%	13%	11%
P/E	13	10	8	7	6
P/B	1.5	1.3	1.1	0.7	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 29 日

5.2、绿色动力环保 (H)

◆**从外资到国企，国内领军垃圾焚烧企业。**公司最早成立于 2000 年，由道斯香港和道斯贸易共同出资设立；2005 年北京国资公司出资 3000 万元认购公司 1575 万港元的增资从而控股，公司属性由外商独资变更为国资。深耕垃圾焚烧 15 年，公司是国内垃圾焚烧发电行业内首家 A+H 上市的环保公司。公司以 BOT 特许经营业务的方式为主，从事循环经济与可再生能源产业。公司业务范围包括生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护以及技术顾问业务。作为最早从事垃圾处理产业化的企业，公司多年来为城市垃圾处理提供解决方案，已运营项目遍布全国 15 个省市。

◆**投运项目稳健运营，在手项目推进顺利。**截止2018年12月31日，公司共运营15个垃圾焚烧发电项目（日处理能力达1.35万吨），另有一个垃圾填埋项目（日处理量450吨）和一个秸秆发电项目（日处理量700吨），全年共处理生活垃圾469.18万吨（同比+29.56%），实现上网电量13.98亿度（同比+38.76%），均创公司历史新高。公司共有11个项目在建（总日处理能力1.18万吨），2019年已有密云和汕头2个项目投产，计划将有博白、章丘、安顺项目二期、汕头项目二期等4个项目投产，2019年新增日处理垃圾量将达5250吨，在手项目的顺利推进将给公司业绩带来稳健增量。

◆**市场拓展力度不减，并购成绩喜人。**2018年公司先后中标惠州项目二期、登封项目、石首项目以及海宁扩建项目，总日处理规模达7550吨，较好的丰富了公司项目储备。此外，公司在2018年成功收购了博海昕能（垃圾焚烧+垃圾转运）以及绿益环境服务（危废）两家公司，拓展公司业务至垃圾焚烧运营上游的垃圾转运，以及危废处理行业，进一步丰富了公司在固废处理领域全产业链的拓展。

◆盈利预测、估值与评级

关键假设：公司主营业务包括运营业务（收入包括电费、垃圾处理费、供汽收入以及其他），BOT及BT业务（按公司各项项目的完工百分比确认长期应收款，长期应收款再按实际利率法确认利息收入），以及秸秆发电业务。运营业务中，垃圾焚烧运营（电费收入和垃圾处理费收入）是公司的主要收入来源，假设公司在建项目推进顺利，我们预计19-21年公司垃圾处理产能可达1.77/2.58/3.23万吨/日，带动公司垃圾焚烧运营收入稳步增长；另外假设公司供汽和其他业务收入保持稳定，19-21年分别维持在1000万元/1000万元水平；BOT及BT业务与公司在建项目的推进和投运高度相关，预计19-21年公司在建项目推进顺利，该项营业收入的增速保持在20%的水平；秸秆发电业务是公司2017年宁河秸秆发电项目投运后的新收入来源，18年产能利用率已达99%，预计19-21年该项目产能利用率将维持在100%水平，吨上网电量保持在450度/吨水平，电价维持在0.3844元/度水平，未来三年给公司持续贡献近4000万的营业收入。但需要注意的是，由于该项目尚未进入国补目录，未来是否进入仍存在不确定性，在秸秆收运成本不变的情况下，秸秆发电的毛利率仍将维持在-100%左右的水平。

我们预计公司19-21年营业收入分别为14.64/18.93/23.56亿元，同比增长38.77%/29.27%/24.50%，毛利率分别为56.02%/56.37%/56.72%。

表6：绿色动力环保主营业务盈利预测表

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	784.84	1055.06	1464.10	1892.66	2356.42
YOY%	18.1%	34.43%	38.77%	29.27%	24.50%
运营业务	617.77	812.56	1176.90	1555.84	1960.06
电费收入	496.67	694.63	1009.13	1332.75	1668.04
垃圾处理费收入	72.98	97.03	147.77	203.09	272.03
供汽收入	10.41	10.00	10.00	10.00	10.00
其他收入	37.71	10.90	10.00	10.00	10.00
BOT及BT业务	167.07	206.74	248.09	297.70	357.24
秸秆发电业务		35.76	39.11	39.11	39.11

营业成本 (百万元)	326.31	468.61	643.95	825.84	1019.87
运营业务	326.31	386.87	564.91	746.80	940.83
BOT 及 BT 业务	0	0	0	0	0
秸秆发电业务		81.74	79.04	79.04	79.04
毛利率 (%)	58.42%	55.58%	56.02%	56.37%	56.72%
运营业务	47.18%	52.39%	52.00%	52.00%	52.00%
BOT 及 BT 业务	100%	100%	100%	100%	100%
秸秆发电业务		-128.56%	-102.09%	-102.09%	-102.09%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

我们预计公司 19-21 年净利润分别为 3.56/4.41/5.67 亿元, 对应 EPS 分别为 0.31/0.38/0.49 元 (即 0.36/0.45/0.57 港元)。考虑到公司的核心业务为垃圾焚烧处理, 我们选择垃圾焚烧处理公司中国光大国际 (H) 和粤丰环保 (H) 作为可比公司。可比公司 2019 年 PE 均值为 9 倍, 公司 2019 年 PE 为 11 倍。公司作为唯一一家 A+H 上市的垃圾焚烧公司, 国资背景可以带给其对外扩张优势, 也有助于提升公司对垃圾处理价格的议价权, 在电价补贴取消预期存在时可享受一定的估值溢价, 给予公司 2019 年 12 倍 PE, 对应目标价 4.32 港元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (港元)	EPS (港元)				PE (X)				CAGR	PEG (2019)	市值 (亿港元)
	2019/5/29	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
中国光大国际	7.35	0.86	0.89	1.07	1.23	9	8	7	6	12.67%	0.65	451.51
粤丰环保	3.59	0.31	0.35	0.41	0.51	12	10	9	7	18.05%	0.57	88.13
平均值						10	9	8	7	15%	0.61	269.82
绿色动力环保	3.91	0.28	0.36	0.45	0.57	14	11	9	7	27.59%	0.39	106.92

资料来源: 绿色动力环保 (H) 数据为光大证券研究所预测、其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

◆风险提示: 在建项目投产不及预期, 融资环境恶化影响公司扩张。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	784.84	1,055.06	1,464.10	1,892.66	2,356.42
营业收入增长率	18.14%	34.43%	38.77%	29.27%	24.50%
净利润 (百万元)	206.48	272.77	355.52	440.75	566.63
净利润增长率	-10.61%	32.11%	30.33%	23.97%	28.56%
EPS (港元)	0.21	0.28	0.36	0.45	0.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.25%	9.56%	11.50%	12.48%	13.82%
P/E	19	14	11	9	7
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 29 日

5.3、环能科技

◆**设备销售增长稳健，费用管控较为理想。**2018 年公司传统业务表现稳健：传统主业的磁分离水处理设备销售稳步增长，配套的水体净化运营服务翻倍增长，两项业务营业收入同比分别+29.9%/104.2%至 4.02/3.45 亿元；公司于 2015 年收购的江苏华大已完成 2015-17 年业绩承诺，其离心机及配套销售业务 2018 年仍维持了较好的增长态势，营业收入同比+34.6%至 2.85 亿元；市政投资运营和市政工程建设业务推进顺利，营业收入同比分别+44.1%/13.8%至 0.82/0.67 亿元。公司费用管控较为理想，2017 年起随着公司规模扩大，营运资金需求增大，流动资金贷款增加致使利息支出有一定程度的增加，但公司期间费用率仍较好的维持在 25%左右（2018 年为 24.91%）。2019 年一季度，公司实现营业收入 1.90 亿元，同比增长 35.34%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 76.48%，国资入主后经营持续向好。

◆**中建启明入主靴子落地，未来有望增厚公司业绩。**环能科技于 2018 年 10 月 16 日发布公告，其控股股东环能投资与中建启明签署股份转让协议，拟转让 1.83 亿股股份给中建启明，每股转让价格 5.32 元（较公司停牌前价格溢价 22%），合计转让价款为 9.73 亿元。截止 2019 年 1 月 13 日，公司已按照转让协议约定质押共 3385 万股给中建启明，同时解除了华泰、中信建投、以及华西证券的所有质押股份（共 16900 万股）。

中建启明入主一方面可以有效降低质押风险，环能投资的质押占总股本比例将由 25%下降至 5%，且存在平仓风险的华泰/中信建投证券的质押股份都将解除质押，被平仓风险降低；另一方面，公司有望利用中建集团的技术、产品、专业团队和资金实力，有效改善公司的财务状况，缓解现有现金流压力。更重要的是，在中建集团旗下的中建装饰集团已入选第四批国企混改试点企业后，未来集团有望进一步加大混改力度，整合其旗下环保业务，在帮助公司突破细分行业天花板的同时，利用集团的平台优势嫁接新的项目资源，进一步增厚公司业绩。

◆**维持“增持”评级：**维持公司 2019-21 年净利润预测 1.58/1.78/1.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.23/0.26/0.29 元，当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍。考虑到公司已有设备销售业务稳步推进，而中建集团的入主有望帮助公司突破细分行业天花板，未来给予公司业绩新的增量，**维持“增持”评级。**

◆**风险提示：**公司原有业务发展低于预期，股权转让后业务整合时间过长影响未来发展，质押股权被平仓风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	811.20	1,185.76	1,391.46	1,584.04	1,757.25
营业收入增长率	66.22%	46.17%	17.35%	13.84%	10.94%
净利润（百万元）	92.41	137.36	158.36	178.10	196.07
净利润增长率	32.90%	48.64%	15.29%	12.47%	10.08%
EPS（元）	0.14	0.20	0.23	0.26	0.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.27%	8.82%	9.20%	9.58%	9.77%
P/E	38	26	22	20	18
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

5.4、高能环境

◆**各项业务加速推进，运营服务占比提升。**2018 年公司三大核心主业加速推进，环境修复/生活垃圾处理/危废处置业务营业收入同比分别增加 68.55%/154.53%/89.12%至 12.95/9.48/11.62 亿元。2018 年公司危废处置产能已达 52.47 万吨/年（无害化 5.14 万吨/年、资源化 47.34 万吨/年），同时泗洪县垃圾焚烧项目投产，共同推动公司运营服务营业收入占比超 30%，运营服务回款周期短的特点助力公司经营性净现金流稳步提升。2019 年一季度，公司实现营业收入 6.84 亿元，同比增长 36.83%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 76.71%，主要系开工项目确认收入的大幅增长。

◆**市场开拓力度加大，新增订单金额翻倍。**公司持续加大各业务的市场开拓力度，2018 年全年新增订单同比+146.44%至 78.45 亿元，其中：环境修复板块新增订单 20.79 亿元，大额订单（5000 万元以上）占比达 69.26%；危废处置板块新增订单 14.07 亿元，产能超 30 万吨/年；生活垃圾处理板块新增订单 38.17 亿元，在手垃圾焚烧处理规模已达 0.88 万吨/日。“响水”事件促使江苏省提出减少化工园区数量要求，关停后的化工园区场地再利用，将推动场地修复市场空间放量，公司作为场地修复绝对龙头，订单数量有望实现新突破。

◆**可转债+绿债+经营性净现金流转好，现金充裕保障公司发展。**公司先后成功发行 8.4 亿可转债以及 6 亿元绿色公司债券（第一期），经营性现金流净额同比+217%至 3.22 亿元，2019 年一季度末公司在手现金达 10 亿元，较好地保障公司未来发展。

◆**维持“买入”评级：**维持公司 2019-21 年的净利润预测 4.16/5.15/6.14 亿元，预计公司 2019-21 年的 EPS 分别为 0.63/0.78/0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 15/12/10 倍。公司危废、垃圾焚烧业务稳步扩张，作为龙头将受益于化工园区关停带来的场地修复市场空间增量，业绩增长确定性高，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**场地修复资金流入受阻，并购形成商誉较多未来存在减值风险，发生经营负面事件从而对相关公司产生不良影响。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,305.24	3,762.25	4,898.04	6,315.33	7,527.83
营业收入增长率	47.34%	63.20%	30.19%	28.94%	19.20%
净利润（百万元）	191.95	324.62	416.31	514.87	613.96
净利润增长率	22.66%	69.12%	28.25%	23.67%	19.25%
EPS（元）	0.29	0.49	0.63	0.78	0.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.78%	12.07%	13.36%	14.35%	14.79%
P/E	33	20	15	12	10
P/B	2.9	2.4	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

5.5、中国光大绿色环保 (H)

◆**生物质/危废业务稳步增长，环境修复业务实现突破。**2018年，公司各项目稳步推进，**生物质业务**：绵竹、灌云等多项目竣工投产，目前共运营22个生物质综合利用项目，运营项目上网电量近100%增长，带动项目建设、运营收入快速增长（分别+30%、91%），板块营业收入增速达47%。**危废业务**：常州、新沂等四项目投产，项目建设收入翻五倍增长，带动板块营业收入增速达107%。公司风电光伏业务表现平稳，**环境修复业务板块**自2017年成立环境修复管理中心以来实现新突破，2018年完工2项目，实现营业收入1.18亿港元，未来有望成为公司新的业绩增长点。

◆**市场拓展势头强劲，技术研发有序推进。**公司维持了强劲的市场开拓力度，2018年共取得24个新项目（8个生物质综合利用，7个危废/固废处置，9个环境修复），收购2家环保公司（危废公司江苏佳源90%股权，环境修复公司上田环境修复88%股权），在保持公司在生物质业务领域领先地位的同时，持续提升公司在危废和环境修复领域的影响力和市占率。技术始终是公司的核心竞争力，2018年成功申报两个国家科技部2018年重点研发计划项目，共持有专利及软件著作权共25项。

◆**维持“买入”评级。**维持公司2019-21年净利润预测15.77/18.66/21.67亿港元，对应2019-21年EPS为0.76/0.90/1.05港元，当前股价对应PE分别为7/6/5倍。公司生物质龙头地位稳固，市场开拓和项目建设均顺利推进；危废业务受益于政策支持及环保督察，“量价”齐升短中期延续；环境修复业务逐步壮大，未来有望贡献新的增量，**维持“买入”评级。**

◆**风险提示：**项目进度不及预期，原材料价格波动，电价政策调整。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万港币）	4,581	7,002	9,087	11,194	13,039
营业收入增长率	53%	53%	30%	23%	16%
净利润（百万港币）	954	1,325	1,577	1,866	2,167
净利润增长率	52%	39%	19%	18%	16%
EPS（摊薄，港元）	0.52	0.64	0.76	0.90	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	15%	15%	16%	17%	18%
P/E	10	8	7	6	5
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

5.6、上海洗霸

◆**化学水处理领先公司，水处理全产业链综合发展。**公司成立于1994年，并于2017年上市，是以化学水处理技术为基础，为客户提供专业水处理技术服务、风管清洗服务、以及整体解决方案的服务商。通过多年努力，公司已从传统的民用水处理逐步发展至钢铁冶金、石油化工、制浆造纸、汽车电子、及市政环境等五大水处理领域，持续为宝钢集团、中石油等各领域的大型企业提供水处理技术服务。2019年一季度公司实现营业收入1.46亿元，同比增长86.46%；实现归母净利润0.19亿元，同比增长47.53%，主要系乐亭EPC项目确认收入的大幅增长。

◆**技术研发是公司发展的核心动力。**公司始终将水处理技术进步和研发能力提升作为公司发展的重要战略，研发费用近三年持续增长至2018年的2080万元，占营业收入比重维持在5%以上，研发人员占比维持在10%以上；截至2018年底，公司及子公司在水处理化学品和工艺技术领域已拥有发明专利、新型实用专利超过40项，较好地支撑了公司业务市场的持续开拓。

◆**轻资产运营，现金流良好，公司扩张有保障。**公司的传统主业是轻资产运营模式的专业水处理服务和整体解决方案提供，2018年资产负债率仅为18.27%（2019Q1上升至20.40%），在同行业属较低水平；同时，公司近三年经营性现金流入持续增长，总现金流持续流入，2019Q1末在手现金3.54亿元，较低的负债水平和优秀的现金流表现支撑公司进一步开拓EPC工程业务，将给公司未来的扩张和业绩的增长带来有力保障。

◆盈利预测、估值与评级

关键假设：公司主营业务行业包括民用、石油化工、汽车制造、钢铁冶金、制浆造纸、以及其他等分行业。民用行业是公司发家之本，近年来订单和营业收入均稳步增长，我们预计19-21年民用行业的营业收入增速将维持在8%以上，毛利率有望随污水排放标准的升级提升至50%水平；石油化工行业，公司和中石油、中石化等龙头企业保持良好的合作，随着未来我国进一步加大油气行业的开发力度，预计19-21年公司在石油化工行业的营业收入增速将达15%/20%/20%；汽车制造行业，公司的收入主要来源于和上汽的合作，由于其四地整车厂项目规定按汽车产量结算，20年汽车行业进入补库存周期后产量将逐步回暖，预计19-21年公司在汽车制造行业的营业收入增速为10%/15%/15%；钢铁冶金行业是公司业绩增长的重要来源，乐亭EPC项目（3.7亿）将给公司业绩带来显著增量，预计18-20年该项目按20%/60%/20%确认收入，同时未来将持续贡献运营收入，叠加公司和宝武集团未来有更多合作机会，预计21年该行业营业收入增速维持在10%，毛利率也将逐步回升至30%的运营水平；制浆造纸行业，在海南金海项目合同到期后并未续签，同时随着造纸水处理行业的萎缩，公司在制浆造纸行业的重心已逐步转移，预计19-21年公司在制浆造纸行业的营业收入增速仍将持续下滑（-10%/-5%/0%）；其他收入主要包括非洲埃塞麦克雷、厦门海绵城市等项目，厦门海绵城市完工后确认收入将显著提升公司其他收入。

我们预计公司19-21年营业收入分别为6.63/7.99/8.92亿元，同比增长60.22%/20.57%/11.66%，毛利率分别为37.5%/37.2%/37.3%。

表 8：上海洗霸营业收入盈利预测表

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	300.91	413.61	662.67	798.98	892.11
YOY%	1.88%	37.45%	60.22%	20.57%	11.66%
民用	93.78	101.78	110.43	119.26	128.80
石油化工	74.39	84.62	97.31	116.78	140.13
汽车制造	75.12	83.50	91.85	105.63	121.48
钢铁冶金	38.48	82.17	244.17	318.17	349.99
制浆造纸	19.13	15.74	14.16	13.46	13.46
其他		45.79	104.73	125.68	138.25
营业成本 (百万元)	173.6	255.6	414.2	502.0	559.7
民用	55.20	51.49	55.21	59.63	64.40
石油化工	39.88	49.22	58.39	70.07	84.08
汽车制造	39.05	47.81	53.28	61.27	70.46
钢铁冶金	26.10	64.32	170.92	222.72	244.99
制浆造纸	13.33	15.12	13.60	12.92	12.78
其他		27.68	62.84	75.41	82.95
毛利率 (%)	42.3%	38.2%	37.5%	37.2%	37.3%
民用	41.14%	49.41%	50.0%	50.0%	50.0%
石油化工	46.39%	41.84%	40.0%	40.0%	40.0%
汽车制造	48.02%	42.75%	42.0%	42.0%	42.0%
钢铁冶金	32.17%	21.72%	30.0%	30.0%	30.0%
制浆造纸	30.29%	3.95%	4.0%	4.0%	5.0%
其他		39.56%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们预计公司 19-21 年净利润分别为 1.07/1.21/1.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.06/1.19/1.32 元。考虑到公司的核心业务为工业水处理，我们选择工业水处理公司巴安水务、中金环境、南方汇通、环能科技作为可比公司。可比公司 2019 年 PE 均值为 24 倍，公司 2019 年 PE 为 24 倍。公司工业水处理技术领先，较低的资产负债率和良好的现金流表现一方面可保障公司 EPC 工程项目的持续扩张，另一方面在当前市场风险偏好下可享受一定的估值溢价，给予公司 2019 年 26 倍 PE，对应目标价 27.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE (X)				CAGR	PEG (2019)	市值 (亿元)
	2019/5/29	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
巴安水务	7.09	0.18	0.29	0.35	-	39	24	20	-	-	-	47.51
中金环境	4.87	0.22	0.31	0.36	0.40	22	16	14	12	22.05%	0.71	93.67
南方汇通	7.76	0.21	0.23	0.25	0.27	37	34	31	29	8.74%	3.86	32.75
环能科技	5.25	0.21	0.23	0.26	0.29	25	23	20	18	11.72%	1.95	35.52
平均值						31	24	21	20	14%	2.17	
上海洗霸	25.50	0.79	1.06	1.19	1.32	32	24	21	19	18.67%	1.29	25.83

资料来源：上海洗霸数据为光大证券研究所预测、其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

◆**风险提示：**在建项目投产不及预期，融资环境恶化影响公司扩张。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	300.91	413.60	662.67	798.98	892.11
营业收入增长率	1.57%	37.45%	60.22%	20.57%	11.66%
净利润（百万元）	57.51	80.08	107.24	121.00	133.81
净利润增长率	-2.97%	39.25%	33.92%	12.84%	10.59%
EPS（元）	0.57	0.79	1.06	1.19	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.09%	10.74%	12.57%	12.84%	12.87%
P/E	45	32	24	21	19
P/B	3.6	3.5	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

5.7、天奇股份

◆**汽车拆解全产业链布局的汽车拆解龙头公司。**天奇股份成立于1997年，精耕装备制造领域二十余年，2004年在深交所上市。公司是一家致力于为规模化产品的全生命周期提供智能化装备解决方案及服务的企业，其产品涉及汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统、基于工业4.0技术的远程诊断技术的智能装备系统等。公司目前致力将“工业4.0”相关技术应用于汽车制造生产线，打造智能化汽车生产装备，并重点布局汽车拆解领域，是汽车拆解全产业链布局的第一股。2019年一季度公司实现营业收入6.91亿元，同比减少11.75%；实现归母净利润0.37亿元，同比减少48.05%，主要系2018年一季度高基数所致。

◆**智能装备板块为立业之本，受益于新能源汽车行业高速发展。**公司深耕汽车自动化装备业务领域，主要承接众多知名汽车厂商的汽车制造自动化系统业务并与其保持良好的关系。2017年起，公司在提升整体业务水平的同时，开始从传统的总包项目管理模式向EPC工程总承包模式转变，并取得了较好的效果。2018年宏观经济形势趋紧，原材料价格上涨，影响了智能装备板块的盈利水平，但公司仍持续加大市场开拓的力度，2018年汽车自动化装备业务新签订单15.33亿元。未来随着新能源汽车行业的进一步发展，新增的自动化系统业务需求将打开公司智能装备板块市场天花板。

◆**循环产业板块为增长之源，五大总成再制造放开意义重大。**公司主要通过收购方式布局汽车拆解行业，积极延伸和打通产业链。目前，公司拥有三家汽车拆解厂：宁波回收、白城东利和欧保天奇；两拆解设备公司：力帝环保、天奇蓝天；一家交易平台：永正嘉盈。随着五大总成再制造、再利用的放开，公司在汽车领域“回收—拆解—再制造”的盈利链条打通，公司作为我国唯一一家汽车拆解全产业链布局的上市公司，具备先发优势和渠道优势，未来该板块有望成为公司盈利的最主要来源。

◆**维持“买入”评级：**维持公司2019-21年净利润预测1.87/2.20/2.67亿元，对应2019-21年EPS为0.50/0.59/0.72元，当前股价对应PE分别为18/15/12倍。未来新能源汽车行业加速发展，公司自动化系统需求有望迎来新一波高峰，同时公司作为我国唯一一家汽车拆解全产业链布局的上市公司，具备先

发优势和渠道优势，《报废机动车回收管理办法》出台后，五大总成再制造的进一步放开有望提升公司的盈利能力，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**五大总成再制造放开低于预期，行业竞争激烈集中度难以提升，融资环境恶化影响公司产能扩张。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,458.33	3,502.76	3,935.58	4,841.82	5,530.75
营业收入增长率	0.88%	42.49%	12.36%	23.03%	14.23%
净利润（百万元）	84.77	138.45	186.76	220.19	266.55
净利润增长率	-18.45%	63.33%	34.89%	17.90%	21.06%
EPS（元）	0.23	0.37	0.50	0.59	0.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.29%	6.62%	8.28%	9.00%	9.94%
P/E	39	24	18	15	12
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月29日

5.8、中再资环

◆**大股东实力雄厚，构建全国性再生资源回收网络。**大股东中再生背靠中华全国供销合作总社。中再生为我国最大的专业性再生资源回收利用企业和行业领军企业，公司目前在全国23个省（区、直辖市）初步建立了七大区域回收网络，建立了11个大型国家级再生资源产业示范基地、3个区域性集散交易市场、70多家分拣中心和5000多个回收网点，渠道优势尽显。公司2019年一季度实现营业收入6.77亿元，同比增长19.05%；实现归母净利润0.87亿元，同比增长35.08%，维持了较好的增长态势。

◆**经营稳健，集团优质资产持续注入。**1) 公司主营废弃电器电子产品的回收与拆解处理，2018年产能2084万台，实际拆解1617.91万台。2) 作为供销总社下属唯一一家再生资源上市公司平台，集团内部优质资源逐渐向公司集中。2018年8月，公司宣布以7.11亿元购买中再生持有的中再环服100.00%股权，实现公司业务多元化，同时助力供销总社再生资源行业转型升级，并承诺2018年、2019年和2020年标的资产实现的经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于人民币4662/7055/8576万元。（2018年中再环服实现扣非归母净利润4961.41万元，完成2018年业绩承诺）

◆**维持“增持”评级。**维持公司2019-21年净利润预测4.04/4.62/5.22亿元，对应2019-21年EPS为0.29/0.33/0.38元，当前股价对应PE分别为22/19/17倍。前期，因行业及政策原因，家电拆解补贴拖欠，导致公司应收账款增加较快，进而使估值压制；当前政策逐渐调整，未来补贴下发可能性提高，同时以奖优罚劣模式更有利于处理标准较高龙头企业。我们认为，鉴于公司经营稳定，未来现金流改善，背靠供销总社，改革力度持续，公司估值有望进一步提升，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**家电补贴基金发放如果依然不到位，需持续关注公司业务开展及财务状况变化。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,338.20	3,135.96	3,500.70	3,804.49	4,067.80
营业收入增长率	64.26%	34.12%	11.63%	8.68%	6.92%
净利润（百万元）	217.59	316.14	404.47	462.43	521.51
净利润增长率	45.49%	45.29%	27.94%	14.33%	12.78%
EPS（元）	0.16	0.23	0.29	0.33	0.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.94%	22.31%	22.20%	20.24%	18.59%
P/E	41	28	22	19	17
P/B	3.2	3.8	3.0	2.4	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 29 日

6、风险提示

- 1、系统性风险：**贸易摩擦升级，政策调整频繁致使市场风险偏好降低。
- 2、政策风险：**环保政策因经济下行而执行力度放松；地方政府债务释放更多债务问题；金融机构对民企及环保支持力度低于预期；PPP 规范化政策出台进度低于预期。
- 3、经营风险：**环保公司出清、整合速度低于预期；环保项目招标、执行进度低于预期；部分环保公司流动性、财务情况出现问题。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼