

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

回归运营属性, 关注固废产业链

——环保及公用事业行业 19 年下半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019 年 06 月 13 日

公司简称	19EPS	20EPS	19PE	评级
盈峰环境	0.48	0.55	13.65	增持
龙马环卫	0.92	1.1	15.12	增持
瀚蓝环境	1.23	1.42	12.72	增持
兴蓉环境	0.37	0.41	12.11	增持
旺能环境	1.01	1.2	15.30	增持

关键要素:

19 年 1-6 月中信环保指数显著跑输中小板、创业板指数; 机构对环保行业持仓量持续下降, 信心严重不足。19 年第 1 季度环保的外部经营环境相对于 18 年有所改观, 但回款和债务压力仍存, 财务指标尚无显著改善。建议 19 年下半年围绕业绩兑现预期较强、回款相对通畅的环卫服务、生活垃圾焚烧发电等领域展开布局。

投资要点:

- **行业进入调整阶段, 1 季度业绩下滑有所收窄。**在融资收紧、PPP 项目规范化发展、地方财政压力增加的背景下, 行业 18 年面临工程项目建设进度放缓、有息债务增加、回款放缓等问题。19 年 1 季度市场融资环境趋于改善, 项目落地速度存改善预期, 但财务数据改观不明显。
- **环卫服务市场化改革持续推进, 领先企业进入快速扩张阶段。**传统环卫服务由地方环卫部门提供, 面临着劳动力成本上升、运营效率低下等问题。我国的环卫市场转向由社会资本提供阶段, 市场化率逐步提升。19 年 1-4 月我国环卫服务订单持续释放, 延续向好趋势。目前行业参与者过多, 竞争激烈, 盈利能力有所下滑, 但头部企业证券化速度加快, 订单向其聚集助推市场份额扩张。
- **前端垃圾分类不断强化, 生活垃圾焚烧发电企业有望实现强者恒强。**19 年生活垃圾焚烧发电烟气达标排放成为常态, 前端生活垃圾分类减量但对提高热值有积极作用, 行业集中度相对较高, 订单集中强者恒强态势已经形成。行业在利率下行周期和外部不确定因素增加的背景下, 有望实现利润持续增长和估值修复。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**由于 18 年环保公司业绩下滑显著, 采用 PE 估值不能反映板块目前所处历史位置。因此, 采用 PB 估值法。截至 19 年 6 月 12 日, 中信环保指数 PB (LF) 为 1.72 倍, 显著低于历史平均值 3.83 倍, 板块估值较低。投资主线: 1) 自身具备环卫装备制造能力以及经营效率较高的环卫服务公司; 2) 运营效率较高、项目拓展能力强、储备项目充沛、融资渠道丰富的垃圾焚烧发电企业。关注标的: 盈峰环境、龙马环卫、瀚蓝环境、兴蓉环境、旺能环境。

环保及公用事业相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《环保及公用事业行业月报: 细分领域中标数据向好, 固废产业链有望持续受益》 2019-05-20
- 2 《环保及公用事业行业月报: 区域大气治理政策支持力度不减, 关注固废处理项目落地进度》 2019-04-19
- 3 《环保及公用事业行业月报: 融资成本预期改善, 估值修复有望持续》 2019-03-21

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

风险提示: 生活垃圾焚烧发电项目存“邻避”效应, 建设进度不及预期; 排污标准提高, 环保企业本身治污投资增加; 环卫服务市场参与者较多, 竞争趋于激烈; 最低工资上调, 环卫用工成本增加; 应收账款增加, 回款放缓和坏账损失增加风险。

内容目录

1. 19 年行情及业绩回顾	4
1.1. 环保行情前高后低，机构持仓降至冰点	4
1.2. 18 年板块资产质量走弱，净利润同比大幅降低	5
1.3. 关注环卫服务市场化、生活垃圾焚烧发电后半场	7
2. 环卫服务市场化改革持续推进，企业跑马圈地进行时	8
2.1. 市场化改革进行时，市场规模持续扩大	8
2.2. 竞争趋于激烈，环卫服务回款平稳	9
2.3. 领先企业资产证券化加快，19 年业绩持续增长值得期待	11
3. 生活垃圾焚烧发电成长空间犹存	12
3.1. 前端分类逐步强化，达标排放监管趋严	12
3.2. 订单持续释放，补贴电价是否取消不必过于担忧	14
3.3. 行业集中度较高，强者有望恒强	16
4. 投资评级及主线	17
4.1. 维持行业“同步大市”投资评级	17
4.2. 投资主线	18
4.3. 重点关注标的	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 19 年环保（中信）指数触底反弹（至 6.12）	4
图 2: 19 年环保各细分领域涨跌幅对比（至 6.12）	4
图 3: 19Q1 板块基金持仓市值处于低位	5
图 4: 基金持仓市值占股票投资市值比重逐步下降	5
图 5: 19Q1 环保应收账款及周转天数持续增长	5
图 6: 18 年和 19Q1 环保带息债务/股东权益提升	5
图 7: 18 年环保公司营业总收入增速显著下滑	6
图 8: 18 年环保公司归母净利润增速转负	6
图 9: 18 年环保细分领域营收增速情况	7
图 10: 18 年环保细分领域归母净利润增速情况	7
图 11: 16—19 年我国环卫服务市场新签合同总额	8
图 12: 16—19 年我国环卫服务市场首年服务合同情况	8
图 13: 16—18 年环卫服务企业中标家数及同比增速	9
图 14: 18 年我国环卫服务中标合同金额前 20 名情况	9
图 15: 15—18 年玉禾田、侨银环保、新安洁平均 ROE	10
图 16: 15—18 年行业主要公司平均毛利率持续下滑	10
图 17: 15—18 年环卫公司经营活动现金流（亿元）	11
图 18: 15—18 年环卫服务公司收现情况	11
图 19: 15—18 年主要环卫公司营收快速增长（亿元）	12
图 20: 18 年主要环卫服务业务收入同比增速	12
图 21: 我国生活垃圾主要成分（单位：%）	13
图 22: 单位质量垃圾中各组分发电量占比（单位：%）	13
图 23: 我国生活垃圾焚烧处理量持续增长	14

图 24: 我国生活垃圾焚烧占无害化处理比例逐年提高	14
图 25: 19 年 1—4 月垃圾焚烧发电签约量	15
图 26: 19 年新增垃圾焚烧发电项目平均处理单价	15
图 27: 18 年我国生活垃圾焚烧发电企业前十名规模	16
图 28: 19 年 1—4 月中标订单集中在头部企业	16
图 29: 19 年 1-5 月我国公司债到期收益率回落	17
图 30: 19 年生活垃圾焚烧发电企业可转债融资情况	17
图 31: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)	18
图 32: 环保指数 (中信) 历史 PB 变化情况 (倍)	18
表 1: 纳入统计的 78 家环保公司	6
表 2: 18—20 年我国城市和县城道路清扫保洁、垃圾清运、厕所运营市场规模估算	8
表 3: 拟上市环卫服务公司简况	11
表 4: 18 年以来国家层面对垃圾分类的政策	13
表 5: 2012 年之后我国生活垃圾焚烧发电上网电价政策	15
表 6: 重点关注标的投资逻辑	18
表 7: 重点公司估值表	19

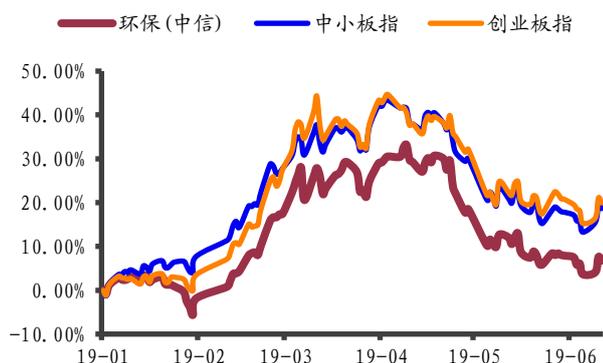
1. 19 年行情及业绩回顾

1.1. 环保行情前高后低，机构持仓降至冰点

触底反弹，中信环保指数显著跑输市场。截至 19 年 6 月 12 日，中信环保指数年内同比上涨 6.74%，显著跑输中小板指数（18.63%）和创业板指数（19.95%）。板块在二级市场股价表现有两个关键事件节点：一是 2019 年 1 月 31 日为 18 年业绩预告的最后期限，部分公司营收增速显著下滑，年末计提大额商誉减值、计提坏账损失准备以及产生大额亏损等利空落地，市场砸出“业绩底”；二是 19 年 4 月下旬业绩较差公司完成 18 年年报发布，而部分公司巨额亏损甚至被实施退市风险警示利空出现，叠加中美贸易争端的不确定性，板块二级市场股价出现明显下跌。综合来看，19 年来板块表现持续弱于市场。18 年去杠杆资金面收紧、PPP 项目规范化发展等因素导致行业进入调整期，其对二级市场股价影响尚未消退。

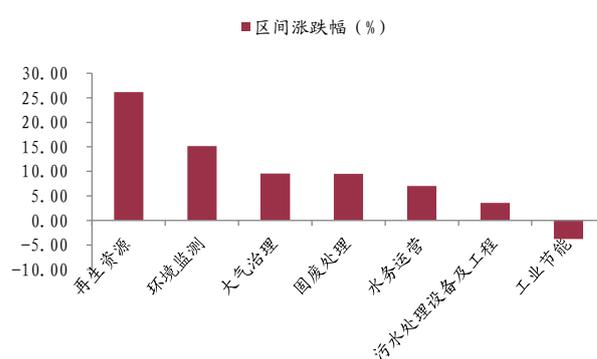
环保细分子行业二级市场股价表现差异较大，再生资源板块领跑。其中，19 年 1-6 月涨幅排名为：再生资源（26.14%）、环境监测（15.18%）、大气治理（9.55%）、固废处理（9.52%）、水务运营（7.03%）、污水处理设备及工程（3.55%）、工业节能（-3.77%）。

图 1：19 年环保（中信）指数触底反弹（至 6.12）



资料来源：Wind，中原证券

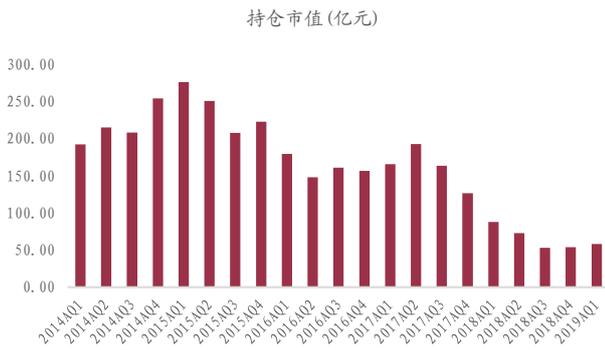
图 2：19 年环保各细分领域涨跌幅对比（至 6.12）



资料来源：Wind，中原证券

机构持仓量持续下滑，市场信心严重不足。机构投资者目前普遍对环保公司持回避态度。这主要体现在持仓市值和相对于标准行业配置比例两个方面。从持仓市值来看，15 年的牛市期，即 15 年 1 季度末，公募基金持有板块（环保公司较为分散，用水利、环境和公共设施管理业样本替代）市值为 276.11 亿元，占股票持仓市值比为 1.47%，相对于标准行业配置比例为 0.81%。15—19 年基金对板块整体持仓市值呈下行趋势。而 19 年 1 季度末，公募基金持有板块市值仅 58.31 亿元，处于近年来低位。与之相应的是，板块持仓占股票投资市值比例和相对于标准配置比例持续下行。尤其是 17 年 4 季度后，相对标准行业配置比例为负数且持续扩大，反映出机构对板块持续低配。

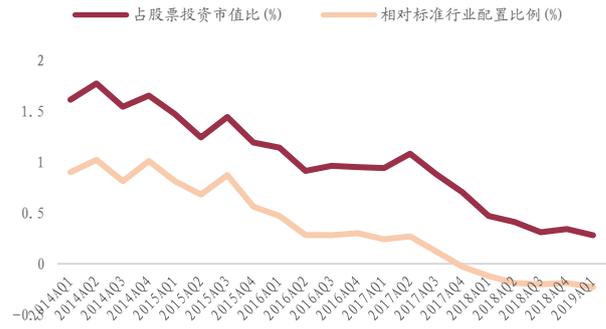
图 3: 19Q1 板块基金持仓市值处于低位



资料来源: Wind, 中原证券

注: 将水利、环境和公共设施管理业作为样本行业

图 4: 基金持仓市值占股票投资市值比重逐步下降



资料来源: Wind, 中原证券

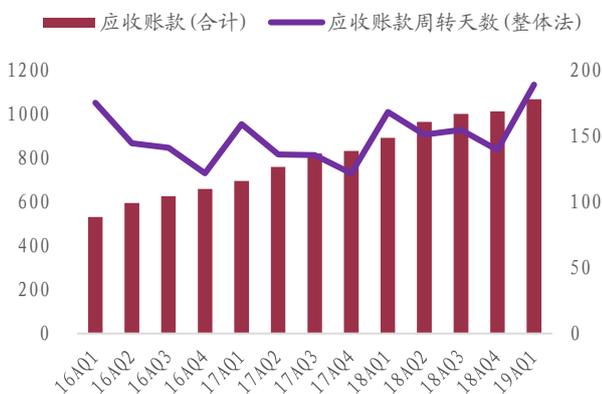
1.2. 18 年板块资产质量走弱, 净利润同比大幅降低

与板块二级市场股价表现不佳, 机构投资者持续低配相应的是行业陷入基本面走弱的窘境。如 18、19 年环保公司融资驱动的商业模式没有大的改观, 工程项目推进放缓, 回款不佳, 债务增长迅速等问题出现。这反映到财务报表上是板块营收增速放缓, 应收账款迅速增长, 有息债务提升, 经营活动现金流走弱, 财务费用增加等。且 19 年 1 季度财务数据改观并不明显。

19 年 1 季度环保公司回款压力和债务压力仍较大。应收账款剧增, 回款放缓是最近两年环保公司普遍面临的经营问题。根据 Wind 的统计数据, 截至 19 年 1 季度末, 板块应收账款余额 1067.61 亿元, 较 18 年末增长 5.42%, 增速同比回落 1.71 个百分点; 1 季度应收账款周转天数 188.96 天, 同比增加 20.78 天。尽管考虑到传统 4 季度为环保公司的回款旺季, 1 季度为业务开拓的淡季, 19 年 1 季度回款周期同比仍有所拉长。从微观企业层面来看, 环保企业加强催收、强化回款考核力度, 增强风险意识并主动减少 PPP 项目订单, 但效果仍需观察。

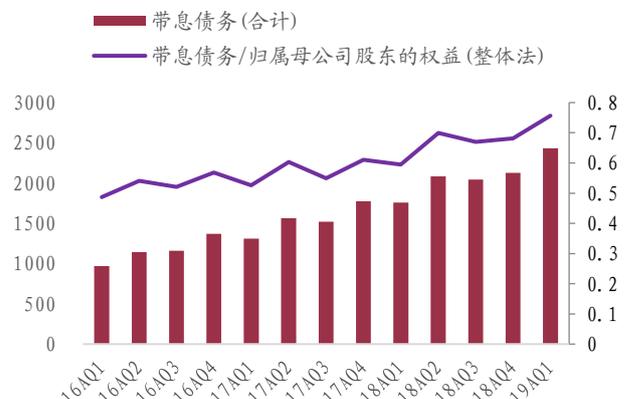
而且 19 年 1 季度环保公司带息债务合计 2431.01 亿元, 占归属于母公司股东的权益比例 0.76 倍, 创近年来新高。与之同时, 板块财务费用率提升至 5.46%, 维持上行趋势。

图 5: 19Q1 环保应收账款及周转天数持续增长



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 18 年和 19Q1 环保带息债务/股东权益提升



资料来源: Wind, 中原证券

19年1季度板块业绩下滑幅度有所收窄。截至19年4月30日，纳入统计的78家环保公司18年实现营业总收入2379.41亿元，同比增长7.78%；归属于上市公司股东的净利润120.92亿元，同比下滑55.62%。板块营收增速五年以来首次跌入个位数增长，而净利润五年来首次负增长，行业快速进入调整期。净利润显著下滑的原因包括工程或服务毛利率下降，销售费用和财务费用率的提升以及企业大幅计提资产减值损失。尤其是18年板块计提183.05亿元资产减值，同比增长183.05%。而坏账、商誉减值、存货跌价占据最主要部分，分别为65.94、24.85、15.41亿元，同比增长135.28%、377.82%和101.11%。

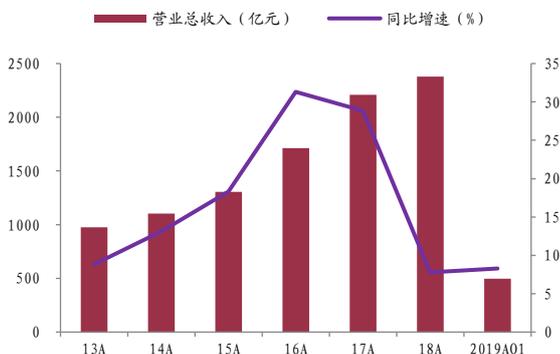
值得一提的是，19年1季度环保公司经营下滑趋势稍有改善。78家公司实现营业总收入497.34亿元，同比增长8.30%；归属于上市公司股东的净利润40.08亿元，同比下滑17.21%。在解决民营企业融资难融资贵政策频出、市场融资环境趋于改善的宏观背景下，19年环保项目落地速度存改善预期，但仍需观察。

表 1: 纳入统计的 78 家环保公司

细分领域	公司名称
大气治理	龙净环保、*ST菲达、*ST科林、远达环保、永清环保、德创环保、雪浪环境、清新环境、龙源技术、三维丝
水务运营	绿城水务、首创股份、创业环保、国祯环保、鹏鹞环保、中原环保、重庆水务、兴蓉环境、武汉控股、洪城水业、渤海股份、江南水务、中山公用、海峡环保、联泰环保、钱江水利、国中水务
水处理设备及工程	碧水源、津膜科技、万邦达、中电环保、博世科、南方汇通、巴安水务、环能科技、中金环境、兴源环境、东方园林、博天环境、天翔环境、上海洗霸、中持股份、中环环保、京蓝科技、久吾高科、清水源、华控赛格
固废处理	上海环境、瀚蓝环境、旺能环境、绿色动力、启迪桑德、中国天楹、东江环保、伟明环保、维尔利、高能环境、盈峰环境、龙马环卫、盛运环保、华光股份、杭锅股份
环境监测	雪迪龙、理工环科、天瑞仪器、先河环保、聚光科技
再生资源	华宏科技、中再资环、格林美、怡球资源
工业节能	神雾环保、首航节能、*ST节能、富春环保、中材节能、天壕环境、三聚环保

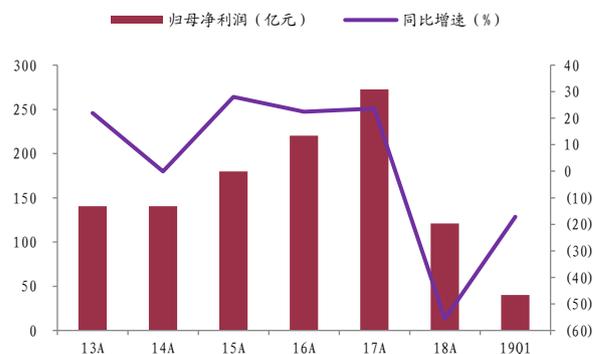
资料来源：中原证券

图 7: 18 年环保公司营业总收入增速显著下滑



资料来源：Wind，中原证券

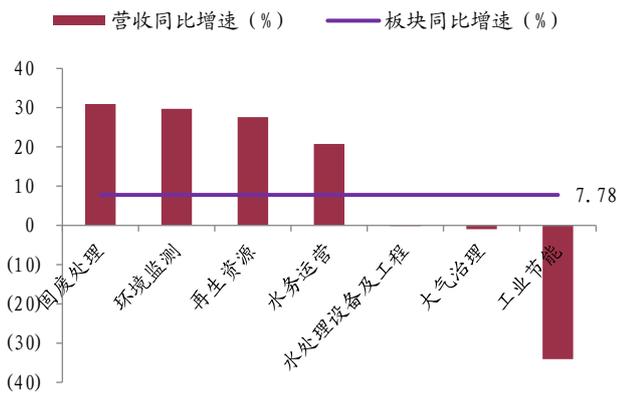
图 8: 18 年环保公司归母净利润增速转负



资料来源：Wind，中原证券

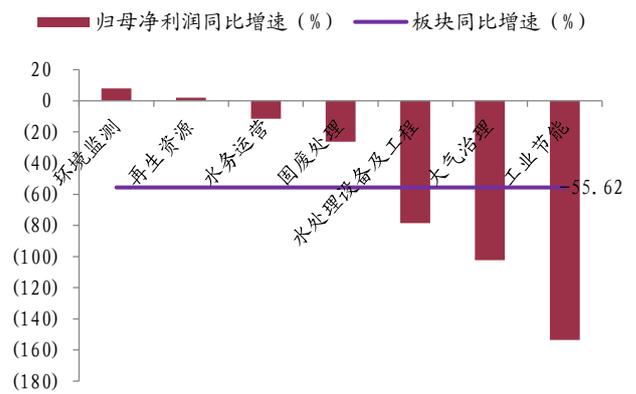
偏运营服务领域抗风险能力更强。值得一提的是，18年由于垃圾焚烧发电、危险废物处理在建项目投运以及上游的环卫服务市场化订单释放，固废处理施工收入和运营收入增长；监测设备行业受益于中央深化环境监测改革提高环境监测数据质量政策落实。监测点位密度增加和点位下沉带来行业新增需求，从而带动监测仪器销售和运维服务发展良好；再生资源板块则受益于拆解物价格坚挺。而以环境工程业务为主的黑臭水体治理工程，火电厂烟气超低排放改造治理工程以及工业节能等领域受宏观融资环境以及PPP政策影响较大，业绩呈现大幅波动。因此，可以发现具备运营服务属性的环保细分领域规模扩大和收入增长的持续性更强。

图 9：18 年环保细分领域营收增速情况



资料来源：Wind，中原证券

图 10：18 年环保细分领域归母净利润增速情况



资料来源：Wind，中原证券

1.3. 关注环卫服务市场化、生活垃圾焚烧发电后半场

19 年下半年，建议关注运营属性较强的细分领域。目前环保行业的外部经营环境相对于 18 年有所改观，但是行业的整体好转仍存在一定的不确定性：

1) 中美贸易面临较大的不确定性，可能影响宏观政策的变动以及市场信心。市场融资环境的好转传递到企业融资成本降低，环境工程项目落地以及业绩的好转仍需观察。

2) 18 年环境工程领域经历频繁“爆雷”，龙头公司出现资金紧张、债务压力剧增等问题，引发市场对环境工程业务模式的重新审视。企业调整经营战略需要时间。

3) 18 年和 19 年以来地方国企或央企承接上市公司的部分股权，甚至控股权能够为企业融资、项目获取提供增信。但公司的盈利能力的提升则依赖自身的产品销售、技术研发、品牌建设、成本控制等多个方面。

因此，我们认为 19 年下半年继续强调企业盈利质量和抗风险能力，选择商业模式清晰、运营属性较强的细分领域龙头企业，如污水处理、生活垃圾焚烧发电、危险废物处理乃至环卫服务领域。尽管其服务价格受政府严格管制致价格弹性不高，但业绩增长确定性较强，现金流充裕等特性在不确定的宏观环境中理应获取估值溢价。

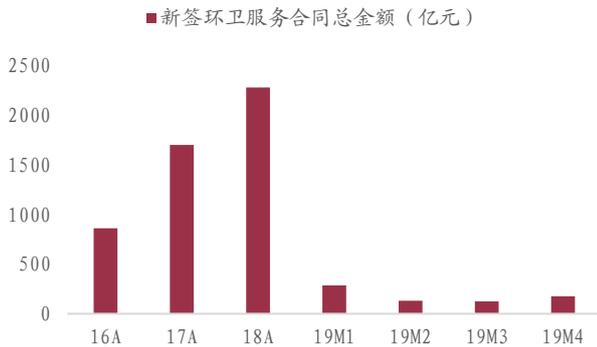
2. 环卫服务市场化改革持续推进，企业跑马圈地进行时

2.1. 市场化改革进行时，市场规模持续扩大

19年上半年我国环卫市场化订单持续释放。目前我国的环卫服务业务包括：城镇道路清扫保洁、城乡垃圾收转运、城镇公厕管理运营、市政公用设施维护、垃圾分类、城市管廊维护等。传统环卫服务由地方环卫部门提供，面临着劳动力成本上升、运营效率低下等问题。目前我国的环卫市场转向由社会资本提供阶段，其市场化率逐步提升。环卫服务上游为环卫装备研发制造业，下游为地方政府。相对于环境工程类盈利模式，环卫服务具备重复服务、年度收费、特许经营等特点。而且客户按月或季度支付服务费，行业内公司经营活动现金流趋于平稳。而且相对于下游垃圾焚烧发电投资运营、垃圾填埋等领域，环卫服务为轻资产运营模式。

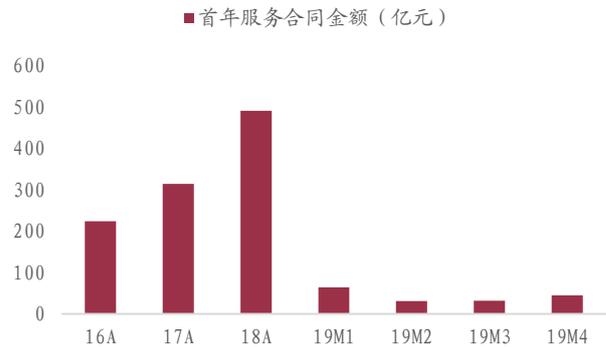
值得关注的是，16、17、18年我国的环卫服务市场新签合同总量和首年服务合同总量呈现快速增长趋势。根据环境司南的统计数据，17—18年新签环卫服务合同总额分别为1701亿、2278亿元，分别同比增长97.56%、33.92%。并且19年1-4月我国环卫服务订单持续释放，合计新签金额720亿元，延续向好趋势。

图 11: 16—19 年我国环卫服务市场新签合同总额



资料来源：环境司南，中原证券

图 12: 16—19 年我国环卫服务市场首年服务合同情况



资料来源：环境司南，中原证券

中长期市场仍有空间。环卫服务中标订单在最近 2 年呈现快速增长趋势，预计后续仍有较大市场空间。一方面，环卫服务市场增量来自于城市、县城道路清扫保洁面积、垃圾清运量以及公厕管理数量的持续增长。其受城镇化率、城乡道路建设规划、垃圾收转运效率等多种因素影响。另一方面，环卫服务市场化率也是市场扩大的重要动力。参考环卫一体化中标合同收费标准和住建部公布的道路清扫保洁、垃圾清运、厕所运营数据，估计到 2020 年我国城市和县城道路清扫、垃圾清运、厕所运营市场容量超过 1700 亿元。

表 2: 18—20 年我国城市和县城道路清扫保洁、垃圾清运、厕所运营市场规模估算

		16A	17A	18B	19E	20E
道路保洁	全国省市道路清扫保洁面积 (亿平方米)	79.49	84.20	88.41	92.83	97.47
	县城道路清扫保洁面积 (亿平方米)	25.06	26.31	27.63	29.01	30.46
	单价 (元/平方米)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
	市场容量 (亿元)	1045.50	1105.13	1160.39	1218.41	1279.33

垃圾清运	城市垃圾清运量(亿吨)	1.95	2.15	2.28	2.42	2.56
	县城垃圾清运量(亿吨)	0.67	0.68	0.69	0.71	0.72
	城市清运收费标准(元/吨)	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
	县城垃圾清运收费标准(元/吨)	35.00	35.00	35.00	35.00	35.00
	市场规模(亿元)	169.70	185.05	195.20	205.94	217.31
厕所运营	城市公厕数量(万所)	12.98	13.61	13.88	14.16	14.44
	县城公厕数量(万所)	4.36	4.58	4.63	4.67	4.72
	城市公厕运营单价(万元)	13.48	13.48	13.48	13.48	13.48
	县城公厕运营单价(万元)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
	市场规模(亿元)	218.57	229.26	233.39	237.60	241.88
合计金额(亿元)		1433.77	1519.44	1588.98	1661.94	1738.51

资料来源：住建部，中原证券

注：参考往年的住建部数据，预计18—20年我国城市和县城道路清扫保洁面积同比增长5%；城市垃圾清运量同比增长6%、县城垃圾清运量同比增长2%；城市公厕数量同比增长2%、县城公厕数量同比增长1%；保守估计服务单价保持不变。

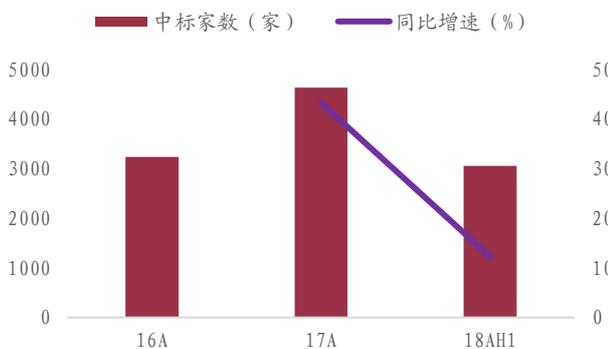
2.2. 竞争趋于激烈，环卫服务回款平稳

参与者过多，19年行业竞争激烈程度无显著改观。环卫服务门槛过低、参与者众多、竞争过于激烈是行业面临的一个问题。16、17、18年上半年中标企业家数分别为3234、4632、3053家。参与方包含专业第三方环卫服务公司、环卫装备公司、园林绿化公司、固废处理公司等。

企业间的竞争体现在资源背景、管理运营经验、服务质量、品牌、资本实力、报价等方面。从18年和19年前4个月中标情况来看，呈现以下几个特征：1) 中标金额前十名企业变化较快，体现出较高的竞争激烈程度；2) 订单有聚集的倾向，18年中标订单CR20达51.97%。前20名公司中的北京环境、玉禾田、中联环境、侨银环保等公司在19年中标继续靠前；3) 专业的第三方环卫服务公司和拥有环卫装备的企业竞争力量明显偏强。

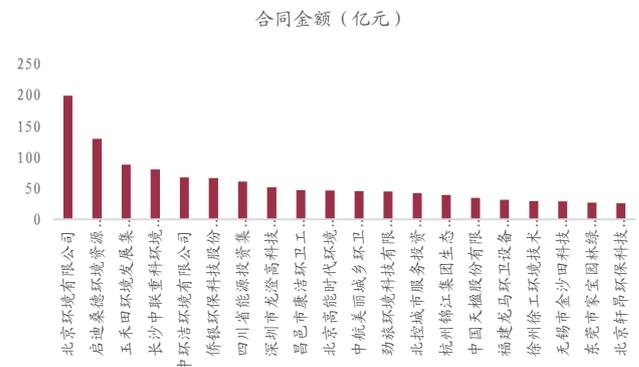
我们认为，专业的环卫服务公司具备丰富的运营管理经验和资源背景优势，其在精细化管理和市场开拓体现较为明显；而环卫设备制造起家的环卫服务公司具备较强的环卫装备制造优势。环卫装备公司对非标设备的采购及运用效率更高。在市场化的趋势下，我们认为这两类优势的企业均有望继续领跑行业，其市场份额持续扩大。

图 13: 16—18 年环卫服务企业中标家数及同比增速



资料来源：环境司南，中原证券

图 14: 18 年我国环卫服务中标合同金额前 20 名情况

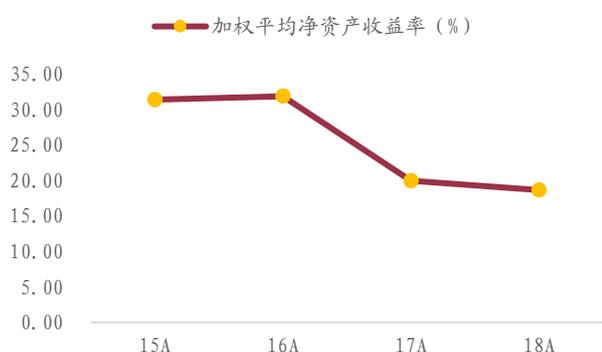


资料来源：环境司南，中原证券

行业盈利能力下滑趋势不减，但中期存改善预期。目前市场对环卫服务行业的担心点在于：在人工成本逐年增长、行业竞争趋于激烈、投标企业相对于地方政府议价能力较弱的背景下，行业增收不增利的窘境可能会持续。这也是压制环卫服务公司估值的重要因素。

15—18 年主要环卫服务公司加权平均净资产收益率从 31.39% 下滑到 18.66%，平均毛利率从 27.83% 下滑到 19.86%。由于人力成本占环卫服务成本的 70%，因此，人员工资逐年上涨是毛利率下降的重要因素。我们认为，人工成本增加侵蚀环卫服务公司盈利能力不大可能长久存在：1) 环卫服务业务偏公用事业属性，政府对服务费控制较为严格，盈利水平不高；2) 在长期的环卫一体化 PPP 合同中约定，从第 3 年开始环卫服务公司可以申请地方政府进行公式调价和评审调价；3) 环卫服务机械化率提升和智慧环卫系统使用有助于实现规划清扫路径、增强人员管理、降低油耗等，从而实现降本增效。

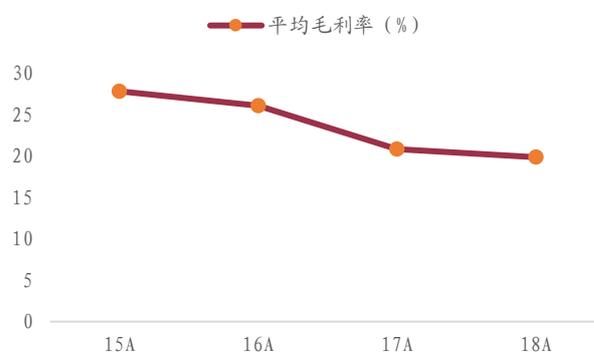
图 15: 15—18 年玉禾田、侨银环保、新安洁平均 ROE



资料来源：公司招股书，中原证券

注：侨银环保为 18 年年化加权平均净资产收益率

图 16: 15—18 年行业主要公司平均毛利率持续下滑

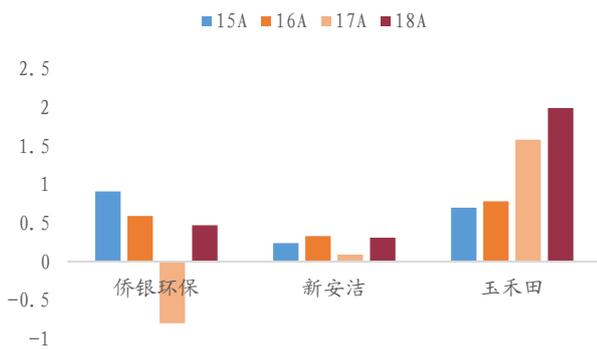


资料来源：Wind，公司招股书，中原证券

注：样本为启迪桑德、龙马环卫、北控城市资源集团、侨银环保、新安洁、玉禾田的环卫服务业务，其中侨银环保 18 年毛利率采用 18 年上半年毛利率。

运营服务属性较强，现金流相对充裕凸显抗风险能力。 环卫服务公司客户为地方政府，受地方财政支付影响较为明显。这与重资产类型、受融资驱动的环境工程类项目存显著差异。目前地方政府按月或者季度支付环卫服务费用。尽管相关行业领头公司处于业务开拓期，但收现比维持较高水平，经营活动产生的现金流较为平稳。尽管部分地区存在财政支付偏紧的风险，但是环卫服务作为民生工程，其拥有大量的低收入员工对社会的稳定性有重要意义。因此，可以预期环卫服务行业的回款仍有望保持平稳。

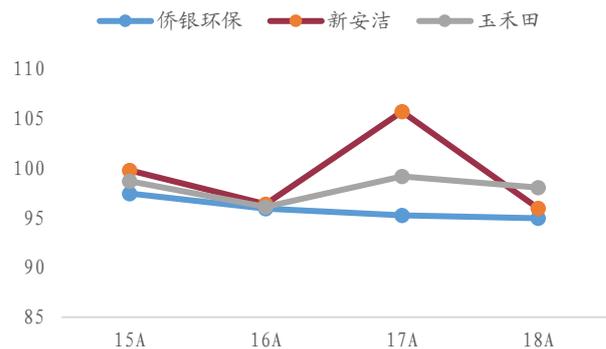
图 17: 15—18 年环卫公司经营活动现金流 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 中原证券

注: 主要采取样本为环卫服务业务占比较高公司, 侨银环保采取的是 18 年上半年经营活动产生的现金净流量

图 18: 15—18 年环卫服务公司收现情况



资料来源: Wind, 公司招股书, 中原证券

2.3. 领先企业资产证券化加快, 19 年业绩持续增长值得期待

头部企业资产证券化加速, 为扩大业务版图增添实力。除了盈峰环境、龙马环卫、启迪桑德、中国天楹等上市环保公司之外, 19 年拟上市的环卫服务公司包括玉禾田、侨银环保、北控城市资源集团 (港股)、香港庄臣控股 (香港)。其中, 侨银环保和玉禾田拟募集资金用于环卫服务项目建设和智慧环卫项目建设。环卫服务企业通过 IPO 方式筹资, 有利于丰富融资渠道、增加资本实力, 拉开与竞争对手的距离。

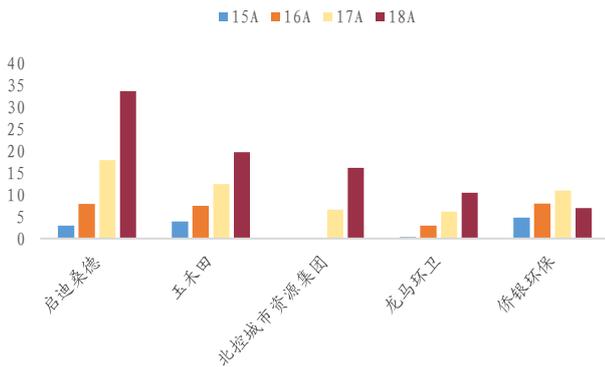
表 3: 拟上市环卫服务公司简况

最新招股书/聆讯材料披露时间	拟上市地点	拟上市企业名称	公司主营业务	资金用途
2019.1.4	深交所	侨银环保	城乡环境卫生一体化管理服务, 包括城乡环卫清洁、生活垃圾处理、市政环卫工程和其他环卫服务	2.84 亿元用于侨银环保城乡环境服务项目, 0.47 亿元用于智慧环卫信息化系统平台升级项目
2019.4.12	深交所	玉禾田	物业清洁和市政环卫	7.75 亿元用于环卫服务运营中心建设项目, 1.02 亿元用于智慧环卫建设项目, 2 亿元用于流动资金项目
2019.5.2	港交所	北控城市资源集团	环境卫生服务和危险废物处理	—
2019.2.8	港交所	香港庄臣控股	环境卫生服务, 包括楼宇清洁服务、公园及康乐中心清洁、街道清洁、院校清洁及其他清洁服务	—

资料来源: 中国证监会, 香港联交所, 中原证券

19 年领先企业已经步入规模快速提升阶段。从环卫服务企业的经营成果来看, 15-18 年主要环卫服务企业收入体量快速增长。其中, 18 年启迪桑德、玉禾田、北控城市资源集团、龙马环卫营业收入分别为 33.63 亿元、19.71 亿元、16.13 亿港元、10.43 亿元, 分别同比增长 88.09%、58.57%、143.66%、70.42%。这与近 2 年我国环卫服务市场订单快速释放和合同执行较快有关。考虑到 18 和 19 年新签环卫服务合同情况, 可以预期 19 年行业领先公司仍有望保持收入高增。

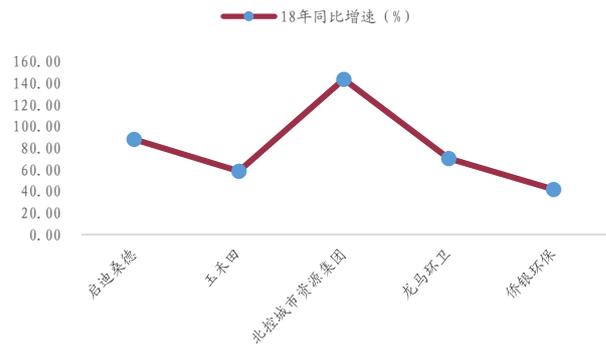
图 19: 15—18 年主要环卫公司营收快速增长 (亿元)



资料来源: Wind, 公司招股书, 中原证券

注: 北控城市资源单位为港币, 侨银环保为 18 年上半年营收

图 20: 18 年主要环卫服务业务收入同比增速



资料来源: Wind, 公司招股书, 中原证券

注: 侨银环保为 18 年上半年营收增速

因此, 19 年下半年建议关注自身具备环卫装备制造能力以及管理高效的环卫服务公司。
具体标的: 盈峰环境、龙马环卫。

3. 生活垃圾焚烧发电成长空间犹存

3.1. 前端分类逐步强化, 达标排放监管趋严

我们认为 19 年生活垃圾焚烧发电烟气达标排放是常态、前端分类减量但对提高热值有积极作用、行业集中度相对较高强者恒强态势已经形成; 行业在利率下行周期和外部不确定因素增加的背景下, 有望实现利润持续增长和估值修复, 但也需考虑股权融资的稀释作用。

前端垃圾分类执行力度得到强化, 对后端焚烧处理影响有一定的不确定性。19 年 6 月 3 日, 习总书记对生活垃圾分类工作作出重要指示, 强调实行垃圾分类, 形成长效机制、推动习惯养成, 为可持续发展做贡献。从政策法律制定来看, 17 年 3 月住房城乡建设部印发《生活垃圾分类制度实施方案》, 要求基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系。国家层面和地方政府层面在垃圾分类工作的政策推出不断。其中 18 年初印发的《加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》要求在 2020 年前 46 个城市基本建成生活垃圾分类处理系统, 在进入焚烧和填埋设施之前, 可回收物和易腐垃圾的回收利用率合计达到 35% 以上; 2035 年前, 46 个重点城市全面建立城市生活垃圾分类制度, 垃圾分类达到国际先进水平。

18、19 年来重庆、上海、太原、合肥、福建等省市出台并实施生活垃圾分类管理办法, 通过宣传、鼓励以及处罚措施对生活垃圾分类、收集、运输、处理进行规范。尽管居民的生活垃圾分类意识需要长时间培养并且分类的配套设施需要完善, 但生活垃圾分类的发展趋势不可扭转。那么是否对后端的生活垃圾焚烧产生不利影响?

预计有两个方面的影响: 1) 能进入生活垃圾焚烧发电厂的生活垃圾总量减量。生活垃圾中含水量较高的厨余垃圾占比近 59%, 而干垃圾和湿垃圾分离后能入库垃圾总量减少; 另外, 不可焚烧的金属制品、玻璃、砖瓦、灰土等也将从总量中分离。2) 生活垃圾分类之后导致入库垃圾热值有所提升, 从而引起单吨垃圾焚烧发电量增加。

因此，前端生活垃圾分类后是否会降低焚烧发电厂入库垃圾量，降低产能利用率是影响生活垃圾焚烧发电盈利能力的关键因子。从已投运的生活垃圾焚烧发电厂高产能利用率和后续二期、三期扩建需求来看，生活垃圾入库量较为充足，大幅度减量的概率不大；但仍需后续验证。其二，生活垃圾焚烧发电厂单位入库垃圾上网电量提升，有利于盈利能力的提升。

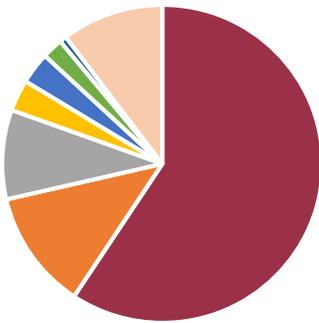
表 4：18 年以来国家层面对垃圾分类的政策

时间	政策或者文件名称	简要内容
2018.1	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	加快推进北京、天津、上海等 46 个重点城市生活垃圾分类工作。
2018.7	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)(征求意见稿)》	国家推行生活垃圾分类制度，地方各级人民政府应做好分类投放、分类收集、分类运输、分类处理体系建设，采取符合本地实际的分类方式，配置相应的设施设备，促进可回收物充分利用，实现生活垃圾减量化、资源化和无害化。
2018.7	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	全面建立覆盖成本并合理盈利的固体废物处理收费机制，完善城镇生活垃圾分类和减量化激励机制，加快建立有利于促进垃圾分类和减量化、资源化、无害化处理的激励约束机制，探索建立农村垃圾处理收费制度。
2018.6	《住房城乡建设部办公厅关于印发城市生活垃圾分类工作考核暂行办法通知》(建办城函【2018】304号)	住房城乡建设部负责每季度对城市生活垃圾分类工作进行考核，考核内容主要包括引导居民自觉开展生活垃圾分类、加强生活垃圾分类配套体系建设、强化组织领导和工作保障等工作进展情况及取得的成效
2019.6	国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)》	草案强化工业固体废物产生者的责任，完善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类投放、收集、运输、处理系统。

资料来源：互联网，中原证券

图 21：我国生活垃圾主要成分(单位：%)

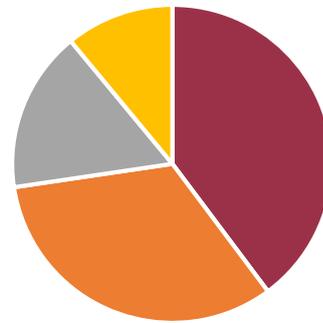
■ 厨余 ■ 塑料 ■ 纸类 ■ 玻璃 ■ 织物 ■ 木材 ■ 金属 ■ 其他



资料来源：前瞻产业研究院，中原证券

图 22：单位质量垃圾中各组分发电量占比(单位：%)

■ 其他 ■ 厨余 ■ 织物 ■ 木材



资料来源：前瞻产业研究院，中原证券

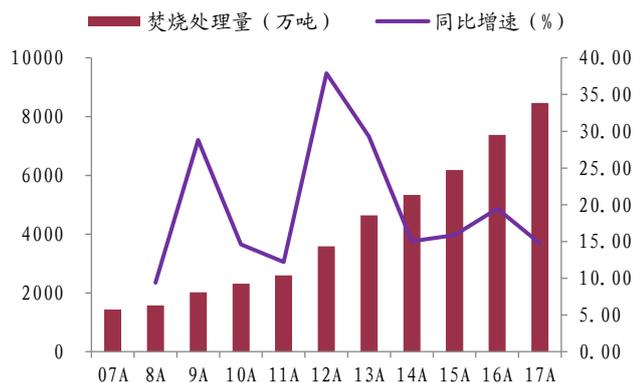
烟气治理达标排放成常态，有利于减少“劣币逐良”。垃圾焚烧发电企业既是治污企业，也是排污企业，政府对其监管主要体现在污染物排放方面。我国生活垃圾烟气排放执行《生活垃圾焚烧污染控制标准》(GB18485-2014)。19 年 3 月生态环境部印发《生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据用于环境管理的规定(试行)》(征求意见稿)，对颗粒物、氮氧化物、二氧化硫、氯化氢、一氧化碳超标排放进行限定，推动垃圾焚烧发电厂达标排放。19 年 4 月生态环境部表示要与发改、税务等部门联动，对超标排放的生活垃圾焚烧发电厂采取核减电价补贴，限制享受增值税“即征即退”的政策措施。电费补贴和税收优惠政策一旦取消将会显著影响企业的盈利能力。违法成本的大幅度提高，有利于减少低价中标扰乱市场行为，鼓励企业以效率取胜。

3.2. 订单持续释放，补贴电价是否取消不必过于担忧

生活垃圾焚烧处理占比接近政策目标。在减少原生生活垃圾填埋量和在建生活垃圾焚烧发电厂进入运营阶段的背景下，我国生活垃圾处理量逐年增长，且处理比例呈现提高趋势。根据住建部的统计数据：17年我国建成的生活垃圾焚烧发电厂 286 座，焚烧处理能力 29.81 万吨/日，焚烧处理量 0.85 亿吨，焚烧处理占比 40.24%。由于官方统计数据存在较长的滞后性，我们做粗略估计，按照 7% 的无害化处理量增速，15% 的焚烧处理量增速估计，18 年我国生活垃圾无害化处理量 2.25 亿吨，焚烧量 0.97 亿吨，占比 43.24%。

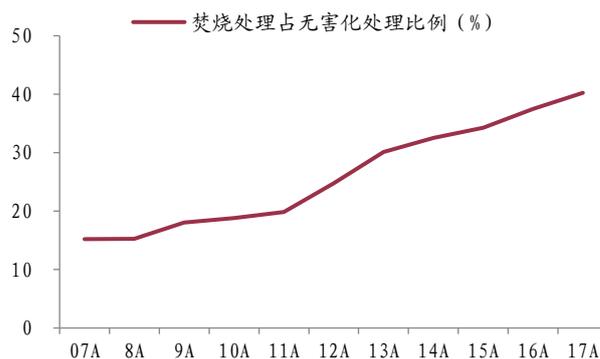
而根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，到 2020 年底，我国垃圾焚烧处理能力有望达到 59.14 万吨/天；同时，焚烧处理占无害化处理比例有望提升到 50%，东部地区提升到 60%。考虑到目前国内的生活垃圾焚烧发电公司拥有大量的在建和筹建项目，部分领先企业在建和筹建项目规模超过已运营规模。因此，可以判断，19 年我国的生活垃圾焚烧处理市场已经进入下半场。原有项目产能扩张、向中西部区域以及县级城市下沉构成主要的新增需求。前期项目的甄别能力和运营效率成为影响后期运营期盈利的重要因素。

图 23: 我国生活垃圾焚烧处理量持续增长



资料来源：住建部，中原证券

图 24: 我国生活垃圾焚烧占无害化处理比例逐年提高



资料来源：住建部，中原证券

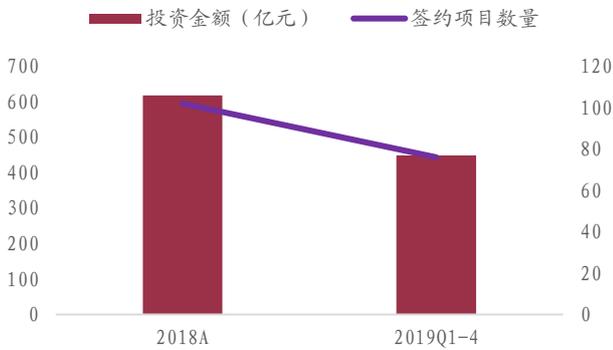
19 年新签约项目量增价稳。19 年上半年，我国生活垃圾焚烧发电市场延续 18 年景气向上趋势，开局良好。

首先，从量的角度来看，据中国固废网统计，19 年 1—4 月我国进入招标、发布资格预审、预中标、中标和签约的生活垃圾焚烧发电项目达 76 个，总设计处理能力 8.46 万吨/年，总投资金额 448.54 亿元，延续 18 年规模扩大趋势。其次，项目分布特征显示：河南、河北、山东等区域释放垃圾焚烧项目数量较多，部分项目单体规模较大，且多为首次建设生活垃圾焚烧发电厂；江浙等经济发达地区原有生活垃圾焚烧发电厂产能饱和，产生二期、三期扩建需求。

从处理单价来看，压制行业发展的低价中标现象有所缓解。低价竞标是前几年市场中一些企业的竞争策略，这类企业通过低价获取 BOT 或者 BOO 合同之后，后续再跟地方政府讨价还价或者降低污染物治理投资来保证项目的盈利。生活垃圾焚烧设施建设成本，如焚烧炉排、烟气治理系统等设备购置和土建成本，较为透明。在环保排放政策趋严的背景下，考虑到烟气治

理投资刚性，低价中标项目逐渐减少。19年前4月已公布处理价格的39个垃圾焚烧项目平均处理价格为69元/吨，延续底部回升的趋势。我们认为，在烟气达标排放政策严格执行，垃圾焚烧处理工艺技术成熟且处理设备成本难以大幅降低的背景下，未来中标价格有望回升。

图 25: 19 年 1—4 月垃圾焚烧发电签约量



资料来源：中国固废网，中原证券

图 26: 19 年新增垃圾焚烧发电项目平均处理单价



资料来源：中国固废网，中原证券

生活垃圾焚烧发电上网电价补贴取消可能性不大。随着可再生能源基金资金缺口加大和光伏电站平价上网的推进，投资者担心生活垃圾焚烧发电上网电价补贴取消，从而给企业的盈利形成负面影响。目前国内的生活垃圾焚烧发电上网电价政策主要执行以下两个文件，其中，“可再生能源电价附加”即国补，是市场的疑虑所在，是影响盈利预期的因素。上网电价中 280 度电以内按照 0.65 元/度标准执行：其中，超过当地燃煤电价部分省网分摊 0.1 元，其余部分由可再生能源电价附加解决，该部分在 0.15 元左右。我国的生活垃圾焚烧发电上网电费收入占垃圾焚烧发电企业总收入的 2/3，补贴占比相对较高。补贴下调导致发电企业盈利显著下滑的可能性不大，出于以下考虑：

其一，生活垃圾焚烧发电吨投资成本相对刚性。一方面，焚烧设备和烟气净化设备技术成熟，技术进步导致成本降低幅度有限。这与光伏组件价格不断降低导致投资成本降低不可相提并论；另一方面，企业达标排放所需环保设施投资具备刚性。

其二，属于民生工程，企业盈利受政府管制。签订的 BOT 或 BOO 特许经营协议对生活垃圾处理费以及调价有着严格的约束，因此，投资回报率被控制在公用事业领域的合理水平。部分协议约定通过调整处理费等其他方式覆盖政策风险。

表 5: 2012 年之后我国生活垃圾焚烧发电上网电价政策

时间	部门	文件名称	简要内容
2012. 3. 28	国家发改委	《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知（发改价格（2012）801 号）	以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价；垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决

2012.3.14 财政部、发改委、《关于印发可再生能源电 为可再生能源发电项目接入电网系统而发生的工程投资和运行维护费用，按照上网电量
国家能源局 价附加补助资金管理暂行 给予补贴，补贴标准为：50 公里以内每千瓦时 1 分钱，50-100 公里每千瓦时 2 分钱，
办法的通知》(财建 100 公里及以上每千瓦时 3 分钱
[2012]102 号)

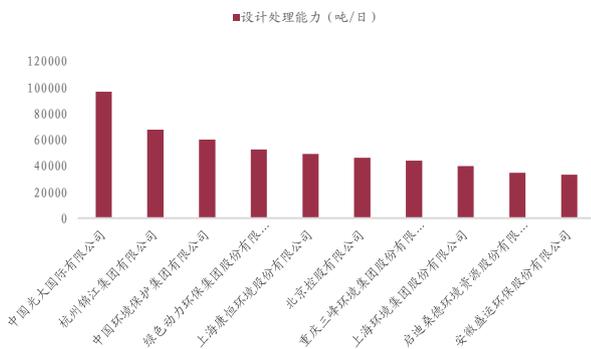
资料来源：国家发改委网站，中原证券

3.3. 行业集中度较高，强者有望恒强

生活垃圾焚烧发电竞争格局已定，19 年新增项目集中在行业领先企业。我国的生活垃圾焚烧发电企业竞争已经集中到头部企业间的竞争。目前行业的第一梯队包括央企、国企以及上市公司。据中国固废网的数据，截至 18 年 10 月底，前 10 大垃圾焚烧发电企业处理规模 52.37 万吨/天，合计市场占有率估计超过 50%。像中国光大国际、杭州锦江集团、中国环境保护集团、绿色动力环保集团等公司设计处理能力均超过 5 万吨/日，行业呈现群雄并起的格局。

另一方面，中标合同的集聚效应非常明显。国内的生活垃圾焚烧发电技术较为成熟，竞争要素集中在前端的项目获取能力上，如机械炉排炉、电控设备、烟气治理等核心设备是自制还是外购，土建是否外包、运营管理效率等不构成差异化竞争核心条件。从项目的中标情况来看，19 年前 4 月新增生活垃圾焚烧发电项目主要集中在光大国际、康恒环境、三峰环境、中国环保集团等头部企业。因此，可以预期行业集中度在 19 年下半年持续提升，龙头企业继续领跑。

图 27: 18 年我国生活垃圾焚烧发电企业前十名规模



资料来源：中国固废网，中原证券

注：截至 18 年 10 月底，包括运营、在建和筹建产能

图 28: 19 年 1—4 月中标订单集中在头部企业



资料来源：中国固废网，中原证券

市场融资环境改善，有利于项目落地。我国生活垃圾焚烧发电项目建设资金 30%左右来源于资本金，70%来源于银行信贷。信贷的发放进度和利率高低对项目建设进度和融资成本产生重要影响。19 年 1-4 月我国社融规模增加 9.54 万亿，同比提升 0.6 个百分点；4 月末社融规模存量 209.68 万亿元，同比增长 10.4%，呈现反弹趋势。19 年 1-5 月我国 AAA 级公司债到期收益率平均值 3.68%，同比降低 133 个 BP；AA 级公司债到期收益率 4.21%，同比降低 135 个 BP。19 年市场融资环境相对于 18 年大有改观。

19 年生活垃圾焚烧发电企业通过多种方式融资，如康恒环境拟通过四通股份重组上市（现已终止），重庆三峰拟 IPO 融资，伟明环保、上海环境、旺能环境通过发行可转换公司债券进

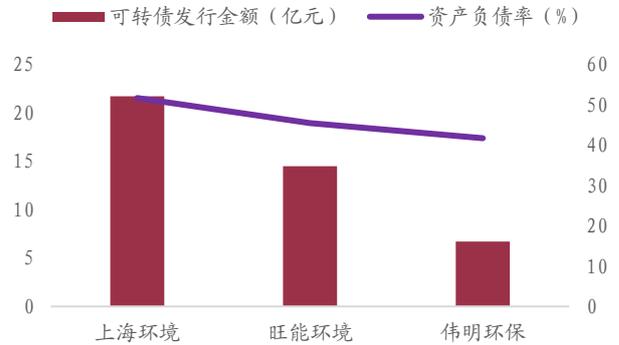
行项目投资。我们认为 19、20 年为生活垃圾焚烧发电企业项目产能集中投放期，具备丰富融资渠道、较低融资成本的头部领先企业投运规模有望持续增加，带来运营收入的稳健增长。

图 29: 19 年 1-5 月我国公司债到期收益率回落



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 19 年生活垃圾焚烧发电企业可转债融资情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

19 年下半年，建议运营效率较高、项目拓展能力强、储备项目充沛、融资渠道丰富的垃圾焚烧发电领先企业。建议关注瀚蓝环境、兴蓉环境、旺能环境等。

4. 投资评级及主线

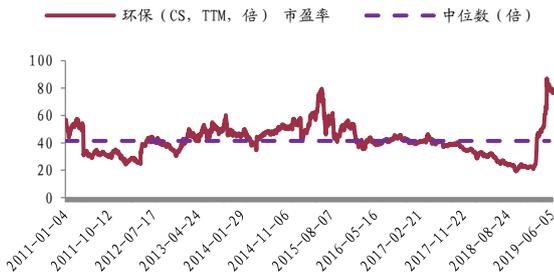
4.1. 维持行业“同步大市”投资评级

18 年以来环保行业在去杠杆、PPP 项目规范化发展、经济下行压力加大的背景下，板块进入调整期。行业经历工程项目融资困难、建设进度放缓、毛利率降低、财务费用增加、资产减值计提等一系列问题，甚至部分环境工程类公司接连“暴雷”，产生巨额亏损。我们认为，板块在很大程度上已经实现了风险暴露，基本面进一步走弱的概率不大。

19 年 4 月后中美贸易争端的不确定性成为影响市场预期的重要因素，A 股市场股票出现较大幅度的下跌。而环保上市公司中属于中小创板块的居多，二级市场股价跟随市场跌幅较大。环保主要细分领域虽有政策支持、中标订单释放以及融资环境好转等改善因素驱动，但行业在产业链中缺乏定价力，预计二级市场股价很难超越市场平均水平。

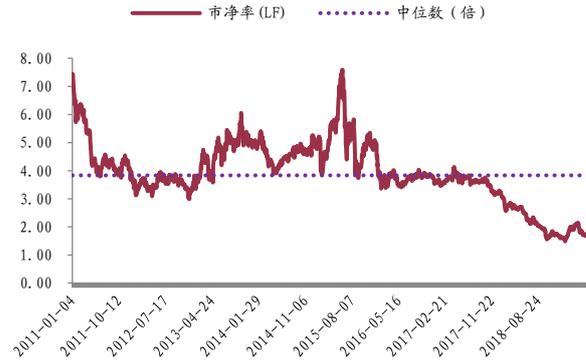
截止到 19 年 6 月 12 日，环保（中信）指数 PE(TTM)为 78.48 倍，相对于中小板指数 PE(TTM)比值为 3.32 倍，接近历史高位水平。由于环保行业上市公司 18 年净利润下滑显著，分母调整致 PE 数值显著变大。因此，PE 估值明显不能反映客观情况。因此，采取 PB 估值以判断目前估值所处历史位置。截至 19 年 6 月 12 日，中信环保指数 PB(LF)为 1.72 倍，仍显著低于历史平均值 3.83 倍，估值优势仍存在。因此，维持板块“同步大市”投资评级。

图 31: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 环保指数 (中信) 历史 PB 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

4.2. 投资主线

- 1) 自身具备环卫装备制造能力以及管理高效的环卫服务公司。
- 2) 运营效率较高、项目拓展能力强、储备项目充沛、融资渠道丰富的垃圾焚烧发电企业。

4.3. 重点关注标的

建议关注: 盈峰环境、龙马环卫、瀚蓝环境、兴蓉环境、旺能环境。

重点公司投资逻辑:

表 6: 重点关注标的投资逻辑

公司代码	公司名称	投资逻辑
000967.sz	盈峰环境	1) 在我国环卫机械化率提升、下游市场化运营形成的定制化需求增加以及产品技术升级背景下, 中联环境作为国内环卫装备行业龙头企业有望受益于市场集中度提升。2) 中联环境装备技术优势、销售网络优势及地方政府资源优势明显, 有利于环卫服务业务开拓
603686.sh	龙马环卫	公司短期面临环卫装备市场竞争趋于激烈、产品毛利率降低以及应收账款增加, 经营活动现金流走弱等问题。但受环卫服务机械化率提升对设备需求的拉动影响, 环卫服务业务的快速拓展以及“智慧环卫”系统的降本增效能力, 公司具备成长预期
600323.sh	瀚蓝环境	1) 公司固废项目异地扩张迅速, 19、20 年有望迎来产能集中投放期, 从而带动业绩增长; 2) 公司收购宏华环保 100% 股权, 并投资赣州信丰项目, 布局危险废物处理领域, 构成潜在利润增长点; 3) 公司具备良好的经营活动现金流量, 支撑固废业务资本支出
000598.sz	兴蓉环境	1) 公司积极整合成都市中心城区和成都周边及省内其他城市供排水资源, 奠定水务规模扩张基础; 2) 预计随着万兴环保发电厂二期工程、大林环保发电厂的运营以及隆丰发电厂产能利用率提升, 垃圾焚烧发电收入有望持续增长; 3) 公司经营活动现金流较为充裕, 融资成本低有利于提高项目盈利水平
002034.sz	旺能环境	1) 公司在建和筹建的垃圾焚烧发电项目充沛, 并于 19、20 年迎来投产高峰期; 2) 公司经营活动现金流较为充裕, 盈利质量高; 3) 相对于同等规模生活垃圾处理公司, 公司市值偏低

资料来源: 中原证券

表 7: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价(元, 6.12)	EPS (元)		每股净资产 (19AQ1)	PE(倍)		PB(19AQ1)	投资评 级
				2019E	2020E		2019E	2020E		
盈峰环境	31.63	11.47	6.55	0.48	0.55	4.65	13.65	11.91	1.41	增持
龙马环卫	2.99	2.97	13.91	0.92	1.10	7.91	15.12	12.65	1.76	增持
瀚蓝环境	7.66	7.66	15.65	1.23	1.42	7.86	12.72	11.02	1.99	增持
兴蓉环境	29.86	29.86	4.48	0.37	0.41	3.52	12.11	10.93	1.27	增持
旺能环境	4.17	2.59	15.45	1.01	1.20	8.90	15.30	12.88	1.74	增持

资料来源: 中原证券

5. 风险提示

- 1) 生活垃圾焚烧发电项目存“邻避”效应, 建设进度不及预期;
- 2) 排污标准提高, 环保企业本身治污投资增加;
- 3) 环卫服务市场参与者较多, 竞争趋于激烈;
- 4) 最低工资上调, 环卫用工成本增加;
- 5) 应收账款增加, 回款放缓和坏账损失增加风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。