

# 环保行业

## 2020 年投资策略：焕发新生——融资改善

### 端倪已现，业绩拐点趋势明朗

行业评级

买入

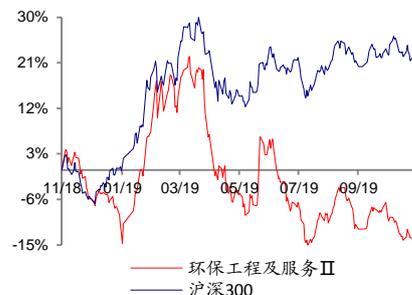
前次评级

买入

报告日期

2019-12-01

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究：

环保行业深度跟踪：关注混改 2019-11-24

公司融资改善，响水爆炸推动危废政策升级

垃圾分类跟踪点评：住建部发布生活垃圾分类标志，垃圾分类成效显著 2019-11-18

环保行业深度跟踪：混改类公司融资条件改善，关注国祯、碧水源等 2019-11-17

联系人：姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

#### 核心观点：

- 2019 年依然跑输，但积极变化不断累积。**2019 年市场对环保行业质疑依旧：环保板块大幅跑输市场（2019 年前 11 月 GF 环保指数跑输沪深 300 19 个百分点，去年年初至今跑输沪深 300 36 个百分点）、机构配置仍处于历史低位。但伴随着国资入股、利率下行及环保需求的不断释放，环保行业正逐渐从估值和融资双杀的困局中走出来，业绩增速逐步转正、负债结构持续优化、现金流情况亦好转。
- 增发新规落地、期待融资改善全面兑现。**今年 10 月证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，旨在强化资本市场服务实体经济功能作用。增发新规的落地将有助于“大订单—再融资”逻辑正向演绎，目前环保行业需求依旧旺盛，叠加再融资的放开有望快速盘活在手订单，提升企业拿单和建设意愿，提升盈利预期。此外今年年中以来，国资入股后部分公司融资改善已初现端倪：中金环境近期发行中票、超短融的利率分别仅为 4.15%、3.64%；东方园林、清新环境等公司债券获国资股东担保，信用条件不断改善。当前市场更关注股权转让后的未来需求、合作推进、订单获取等内容，而忽视了融资条件改善以后企业自身的恢复性增长，低融资成本是民营环保企业从未享有过的，在股权关系稳定的背景下，上述融资便利长期可预期。
- 固废：焚烧电价政策将落地，垃圾分类有望全面推行。**今年 10 月财政部就“关于保障垃圾处理产业健康稳定发展的建议”做出答复，强调一方面将保持已有项目的补贴政策，另一方面引导通过市场化方式对企业予以支持。整体来看焚烧电价政策的落地已呼之欲出，且目前市场的心理影响预期大于实际影响。此外，今年行业的最大热点“垃圾分类”有望全面推行，从“46 城”向全国地级市延伸开去，同时惩罚、激励及收费制度有望不断完善，进而带动全产业链投资加速。
- 焕发新生：关注融资改善+固废新政的投资机会。**（1）宏观因素改善或将更为确定，预期部分 A/B 类公司业绩增速 4 个季度都将向上，回顾我们始终秉承的“大订单——再融资”成长逻辑，再结合当前普遍高企的资产负债率和艰难的融资现状，我们相信站在融资能力恢复的 2020 年看 2021、2022 年，市场会给予此类企业更高的成长预期和估值水平，建议关注国祯环保、碧水源等；（2）受益垃圾分类持续升温，我们认为整个固废产业链（包括环卫、再生资源、垃圾焚烧等）的高景气度在未来几年仍将维持，且固废产业链已经表现出良好的业绩增长、现金流优于工程业务。建议关注固废优质公司，如瀚蓝环境、上海环境等。
- 风险提示。**融资改善政策出台、执行力度不及预期；财务费用增长超预期；EPC 工程结算进度低预期，运营企业补贴无法按时到位，产能利用率不足。

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
国祯环保	300388.SZ	CNY	10.05	2019.10.29	买入	11.05	0.48	0.58	20.92	17.22	14.57	13.63	9.0%	9.9%
碧水源	300070.SZ	CNY	7.51	2019.9.25	增持	8.60	0.43	0.50	17.29	15.10	12.32	10.70	6.8%	7.2%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	17.08	2019.10.28	买入	21.52	1.20	1.44	14.29	11.87	10.11	8.73	13.6%	14.0%
上海环境	601200.SH	CNY	10.86	2019.9.3	买入	11.68	0.55	0.73	19.75	14.84	14.34	11.91	7.9%	9.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

<b>2019年依然跑输，但积极变化不断累积</b> .....	<b>6</b>
质疑依旧，2019年大幅跑输市场、机构配置仍处于历史低位.....	6
2019年以来业绩增速转正、Q3行业现金流显著改善.....	7
<b>增发新规落地、期待融资改善全面兑现</b> .....	<b>10</b>
增发新规落地，“大订单—再融资”逻辑再将启动.....	10
基建政策发力：专项债威力加大，PPP运营逻辑开始演绎.....	12
被低估的“混改”，融资改善+订单支持、长期成长性将修复.....	14
<b>固废：焚烧电价政策将落地，垃圾分类有望全面推行</b> .....	<b>16</b>
焚烧电价政策将落地，心理影响大于实际影响.....	16
垃圾分类有望全面推行，237个地级以上城市已启动垃圾分类.....	17
<b>焕发新生：关注融资改善+固废新政的投资机会</b> .....	<b>21</b>
国祯环保：三峡集团控股加速长江保护布局，轻资产提升运营潜力.....	21
碧水源：业绩拐点已至，三季度起重回快速成长之路.....	24
瀚蓝环境：固废及燃气业务稳健增长，拓张危废业务添动力.....	27
上海环境：市场化拓展加速，期待项目密集投运提振业绩.....	28
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表索引

图 1: 去年年初至今环保指数跑输沪深 300 指数 36 个百分点	6
图 2: 今年 1-11 月环保指数跑输沪深 300 19 个百分点	6
图 3: 环保行业整体估值触底回升, 逐步呈现修复趋势	6
图 4: GF 环保板块前 11 月涨幅全行业靠后 (一级行业)	6
图 5: 2018Q4 广发环保股基金配置比例有所回升	7
图 6: 2017 年起单季度业绩增速呈现下降趋势, 2018Q4 近 5 年来首次下滑	8
图 7: 板块经营性现金流净额大幅提高	8
图 8: 板块投资现金流净额增长 31.6%	8
图 9: 2019Q3 板块筹资现金流净额显著增加	8
图 10: 板块现金净增加额变动反映融资环境	8
图 11: 2019Q3 环保整体资产近五年首次下降	9
图 12: 环保板块长期借款大幅增长 (单位: 亿元)	9
图 13: 类型 A+B 公司 2019Q3 营收占比 62%	9
图 14: 类型 A+B 公司 2018Q3 归母净利润占比 75%	9
图 15: A 类公司往年业绩增长稳健, 2019Q3 业绩承压	10
图 16: 同期基数较大, B 类 2019Q3 业绩增长 18.6%	10
图 17: 环保行业可转债发行阶段统计 (按数量)	12
图 18: 环保行业可转债发行阶段统计 (按金额)	12
图 19: 管理库项目签约金额已超过 9.2 万亿元	14
图 20: 管理库项目落地率不断攀升至 65.3%	14
图 21: 中金环境 2019 年发债类型、规模均增加/亿元	15
图 22: 中金环境 2019 超短融、中票利率大幅下降%	15
图 23: 垃圾焚烧发电价组成结构图	16
图 24: 中央对电价补贴收入约占总收入 19%	17
图 25: 2017 年垃圾电价补贴占再生能源基金补贴 6%	17
图 26: 我国生活垃圾分类制度推进时间轴	17
图 27: 46 座城市垃圾分类管理条例进展情况	18
图 28: 管理条例中包含处罚规定城市占 59%	19
图 29: 最高处罚金额中 10 万元占 44%	19
图 30: 各项激励措施实施占比	19
图 31: 垃圾分类短期刺激前端终端, 中长期刺激末端产能建设	21
图 32: 2019 前三季度营收同比增长 3.65%	22
图 33: 2019 前三季度归母净利润同比增长 10.99%	22
图 34: 公司污水处理能力逐年提高 (万吨/日)	22
图 35: 公司长期应收账款已达 65.1 亿元	22
图 36: 股权变更后, 实际控股股东为国资委	23
图 37: 《芜湖市城区污水系统提质增效 (一期) PPP 项目》公司参与模式图	23
图 38: 历经 PPP 景气、融资环境恶化后, 公司 2019Q3 收入增速重新回正	24
图 39: 公司单三季度业绩增速较 2018 年及 2019H 大幅改善	24

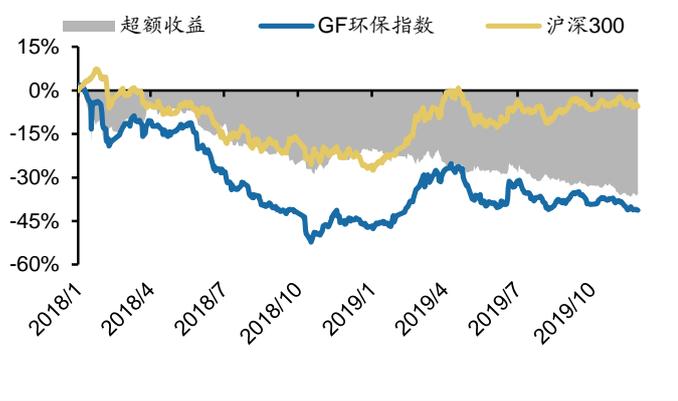
图 40: 中交全资子公司中国城乡成为碧水源第二大股东 .....	26
图 41: 2019 前三季度营收同比增长 19.1% .....	27
图 42: 2019 前三季度扣非归母净利润同比增长 20% .....	27
图 43: 持续高速外延扩张, 预计年内大批项目将竣工 .....	27
图 44: 垃圾焚烧规模稳步提升, 预计 2019 年内新建成产能达 2500t/d .....	28
图 45: 2019 前三季度营收同比增长 19.1% .....	29
图 46: 2019 前三季度扣非归母净利润同比增长 20% .....	29
表 1: 排名居前十基金重仓的广发环保个股 .....	7
表 2: 2018 年以来定增相关政策逐步宽松 .....	10
表 3: 2018 年 1 月 1 日至今非公开发行预案 .....	11
表 4: 2018 年 1 月 1 日至今已完成的非公开发行 .....	11
表 5: 环保上市公司可转债发行及预案发起情况统计 (截至 2019.11.14) .....	11
表 6: 历年固定资产投资项目资本金比例调整变化 .....	13
表 7: 已有多家环保公司公告/完成股权转让 .....	14
表 8: 环保公司国有企业股权转让进度 .....	15
表 9: 多城市发布垃圾分类政策及其推进情况 .....	18
表 10: 垃圾分类将带动 3000 亿建设/购买固废市场空间 .....	20
表 11: 广发环保优选个股 .....	21
表 12: 国祯环保盈利预测及估值 .....	24
表 13: 2017 年以来碧水源新增订单情况梳理 .....	25
表 14: 各报告期期末在手订单统计 (单位: 亿元) .....	25
表 15: 2019 年以来碧水源中标项目情况梳理 .....	25
表 16: 碧水源盈利预测及估值 .....	26
表 17: 瀚蓝环境盈利预测及估值 .....	28
表 18: 上海环境历年经营数据 .....	29
表 19: 公司垃圾焚烧项目列表 (截至 2019.11) .....	30
表 20: 上海环境盈利预测及估值 .....	30

## 2019 年依然跑输，但积极变化不断累积

### 质疑依旧，2019 年大幅跑输市场、机构配置仍处于历史低位

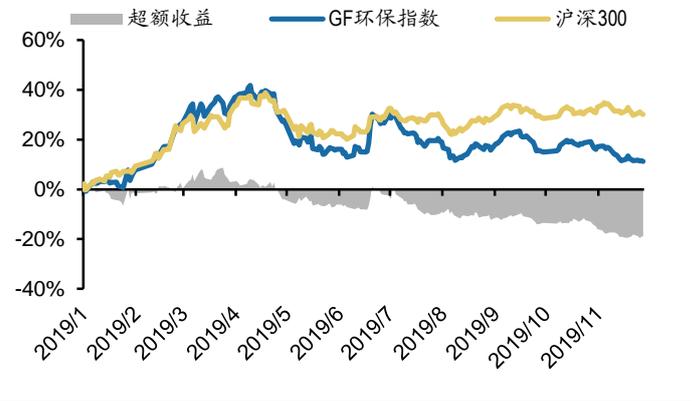
2019年环保行业逐渐从估值和融资双杀的困局中走出来，且伴随着国资入股、利率下行及环保需求的不断释放，今年以来行业经营层面和估值层面均有回暖迹象。考虑到前期融资受限、股权变更后企业经营恢复高速增长尚有缓冲期，2019年前11月GF环保指数上涨11%，仍跑输沪深300 19个百分点，涨幅处于后1/4分位，去年年初至今环保指数跑输沪深300 36个百分点。截至2019年11月28日行业PE整体法估值为18.6倍，仍处于历史最低水平附近。整体来看，融资困难、商业模式被质疑（现金流、回款等）、地方政府还款能力被质疑等多重因素导致市场选择性忽略环保板块，机构配置极低。

图 1: 去年年初至今环保指数跑输沪深300指数36个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 今年1-11月环保指数跑输沪深300 19个百分点



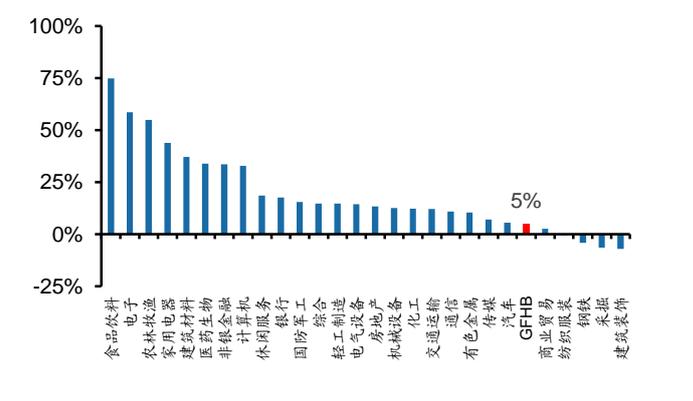
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 环保行业整体估值触底回升，逐步呈现修复趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

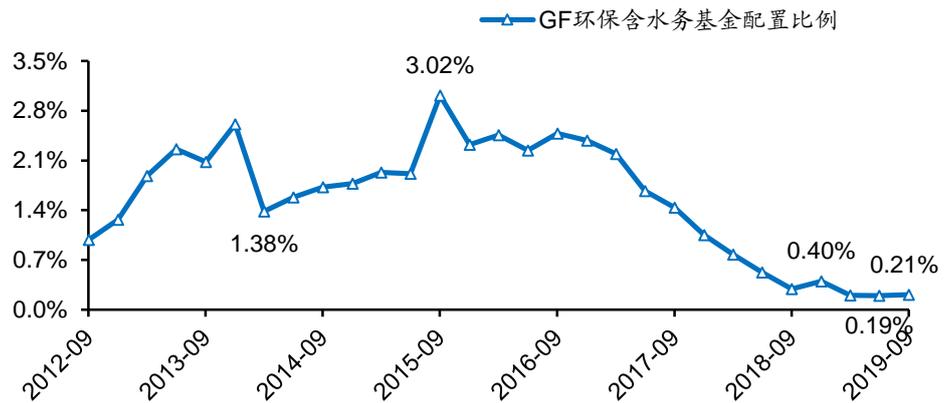
图 4: GF环保板块前11月涨幅全行业靠后(一级行业)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019 年环保股基金配置比例处于近五年历史低位，2019Q3 持仓占比为 0.21% 环比略有抬头。个股持仓方面，基金重仓持股比例在 0.01% 及以上的有 7 家，联美控股持股比例最高为 0.072%，金圆股份持仓比例为 0.031% 位列第二位。

图 5: 2018Q4 广发环保股基金配置比例有所回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。备注: 广发环保股(含水务)共涉及66只个股, 板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径: 偏股型基金(不含指数型)=开放式股票型基金(不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金(不含指数型)

表 1: 排名居前十基金重仓的广发环保个股

排序	重仓前十股票代码	公司简称	2019/9/30	2019/6/30	2019/3/31	2018/12/31	2018/9/30
1	600167.SH	联美控股	0.072%	0.066%	0.019%	0.007%	0.003%
2	000546.SZ	金圆股份	0.031%	0.039%	0.037%	0.058%	0.061%
3	603568.SH	伟明环保	0.019%	0.021%	0.003%	0.024%	0.026%
4	002322.SZ	理工环科	0.019%	0.015%	0.000%	0.000%	0.000%
5	600323.SH	瀚蓝环境	0.016%	0.001%	0.000%	0.005%	0.009%
6	603588.SH	高能环境	0.014%	0.015%	0.000%	0.018%	0.004%
7	002616.SZ	长青集团	0.010%	0.001%	0.021%	0.012%	0.000%
8	000035.SZ	中国天楹	0.006%	0.005%	0.003%	0.003%	0.003%
9	300422.SZ	博世科	0.005%	0.000%	0.002%	0.006%	0.000%
10	601158.SH	重庆水务	0.005%	0.001%	0.000%	0.001%	0.000%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 个股基金配置比例: 重仓股该个股基金配置市值/基金重仓股票投资市值

### 2019 年以来业绩增速转正、Q3 行业现金流显著改善

回顾2018-19年行业表现不佳主要系: “金融去杠杆+PPP整顿”又叠加股权质押危机等问题的宏观背景, 较多企业在高质押、高杠杆、过快扩张等问题上触雷, 尤其工程类公司大订单-再融资的模式在融资环境冲击下被破坏, 拖累整体业绩, 2018年单四季度业绩同比下滑26.6%。2019年以来行业连续三个季度分别实现单季度归母净利润增速12.7%, 5.0%, 8.2%。

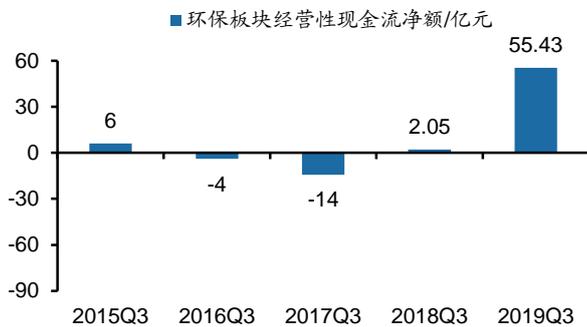
图 6: 2017年起单季度业绩增速整体呈现下降趋势, 2018Q4业绩近5年来首次下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 1) GF环保样本股剔除水务板块、兴源环境、天翔环境、盛运环保、博天环境、津膜科技及部分工程类固废公司; 2) 瀚蓝环境、碧水源为扣非归母净利润, 盈峰环境受同一控制合并影响采用净利润, 其他公司为归母净利润; 3) 2015-2018年收入及业绩使用追溯调整金额

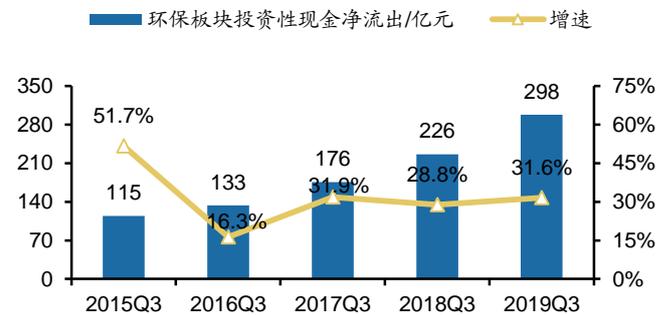
2019年前三季度板块经营现金流大幅改善, 从去年同期2.05亿提升至55.43亿, 系固废、环卫等运营类资产回款良好, 及水处理行业龙头碧水源现金流回正。其次板块2019前三季度投资性现金流净额增速保持30%, 净流出增加72亿元, 较去年同期50亿左右增幅有所提高。筹资活动现金流净额前三季度上升58.4%, 主要系固废和水处理融资增速提升, 其中固废板块筹资活动产生的现金流净额同比增速高达218%。

图 7: 板块经营性现金流净额大幅提高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 板块投资现金流净额增长31.6%



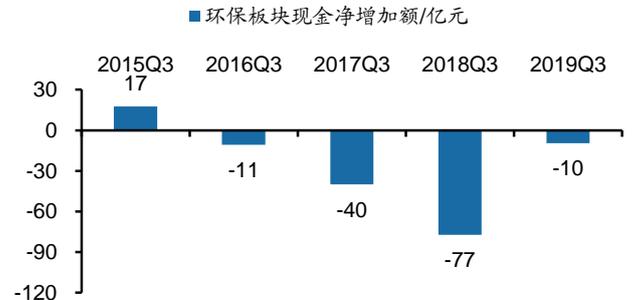
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2019Q3板块筹资现金流净额显著增加



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

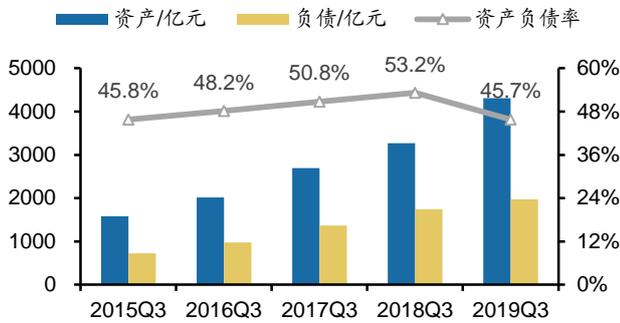
图 10: 板块现金净增加额变动反映融资环境



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

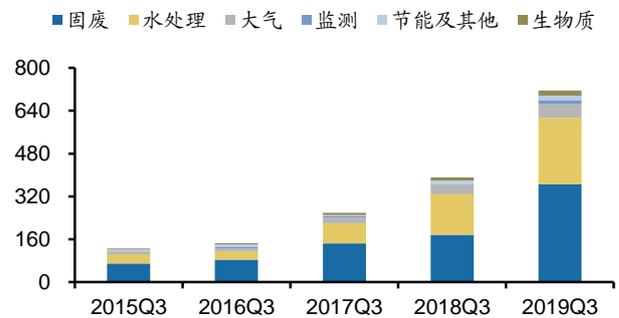
值得关注的是：资产负债率首次下降，负债结构上长期借款大幅增加。截至2019年Q3环保板块整体负债率下降7.5pct至45.7%，其中固废板块较去年同期大幅下降16个pct至39%；水处理行业下降4pct至51%。

图 11: 2019Q3环保整体资产近五年首次下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 环保板块长期借款大幅增长 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

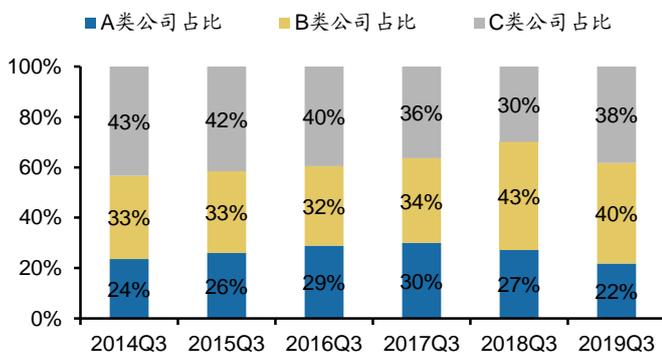
我们于2018年年报总结中提出将板块内个股分为ABC三类:

- A. 有过风险目前以解决 (或即将解决) 的; 如股权质押、融资还款等;
- B. 未出风险, 业绩仍保持不错增长的;
- C. 现有问题尚未完全解除的等。

根据我们的测算, 2019Q1-Q3类型A+B的企业合计已经占到行业营收、利润规模的62%、75%; 建议重点关注A\B类企业基本面的积极变化:

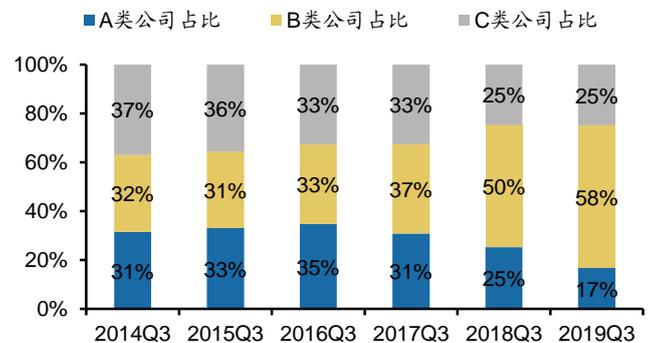
- 目前A类企业股权转让方案均已确定, 并陆续于前三季度完成股东切换, 目前大部分处于业务结构调整蓄力期, 预期未来融资能力较快恢复, 扣除资产或账款减值/计提因素外, 业绩回归正增长确定性增强;
- B类公司大多为固废类及水处理运营类企业, 前三季度依然保持较好增长势头, 整体营收增长11.9%, 业绩同比增长18.6%, 现金流普遍回暖, 符合此前预期。
- C类公司业绩表现平淡, 但展望2020年“增发新规”实行后, 不排除个别公司通过增发、并购重组出现急剧基本面变动的情况。

图 13: 类型A+B公司2019Q3营收占比62%



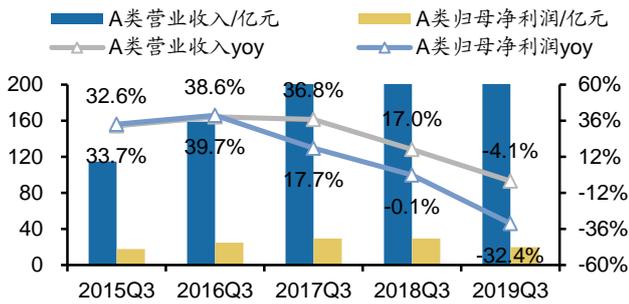
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 类型 A+B 公司 2018Q3 归母净利润占比 75%



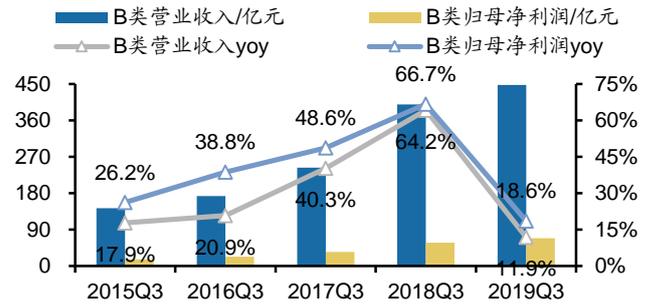
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: A类公司往年业绩增长稳健, 2019Q3业绩承压



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 同期基数较大, B类 2019Q3 业绩增长 18.6%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 增发新规落地、期待融资改善全面兑现

### 增发新规落地, “大订单—再融资” 逻辑再将启动

2019年10月18日证监会正式发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》(自发布之日起施行), 主要修改内容包括: (1) 简化重组上市认定标准, 取消“净利润”指标。(2) 将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月(原为60个月)。(3) 允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。(4) 恢复重组上市配套融资。(5) 丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施, 加大问责力度。增发新规的落地将有助于“大订单—再融资”逻辑正向演绎, 目前环保行业需求依旧旺盛, 若叠加再融资的放开, 有望快速盘活公司在手订单, 提升企业拿单和建设意愿, 加速项目建设进程提升盈利预期。

表 2: 2018 年以来定增相关政策逐步宽松

发布时间	机构/场合	事件	核心内容
2018.6.21	证监会	证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见	拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标, 支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月, 引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。促进创业板公司不断转型升级, 拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。
2018.11.09	证监会	关于修订引导规范上市公司融资行为的监管要求	上市公司再融资不再受18个月间隔限制, 但间隔期原则不少于6个月; 明确使用募集资金用于上市公司补充流动资金和偿还债务的监管要求。
2019.2.14	中办、国办	关于加强金融服务民营企业的若干意见	加快民企IPO、再融资审核进度, 支持多类资金参与化解民企股权质押问题。
2019.6.21	证监会	证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见	拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标, 支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月, 引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。促进创业板公司不断转型升级, 拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。

数据来源: 国务院、人民银行、证监会、财政部等, 广发证券发展研究中心

非公开发行是公司再融资的重要手段，根据我们统计，2018年1月1日至今环保板块已完成10次非公开发行，涉及8家公司，其中7次均在2019年完成，3次在2018年完成；2018年1月1日至今停留在预案阶段的非公开发行有10次，预案公告时间均在2019年6月之后；整体来看，2019年非公开发行情况良好。

**表 3：2018 年 1 月 1 日至今非公开发行预案**

公司名称	预案公告日	方案进度	增发数量 (万股)	预计募集资金 (亿元)	目的
高能环境	2019-11-05	董事会预案	-	-	融资收购其他资产
			13480.31	-	配套融资
绿色动力	2019-10-31	董事会预案	23224.00	23.90	项目融资
天瑞仪器	2019-10-31	董事会预案	9235.20	0.42	配套融资
			2831.44	1.44	融资收购其他资产
博天环境	2019-07-17	董事会预案	-	-	融资收购其他资产
			8332.78	-	配套融资
中再资环	2019-06-18	董事会预案	27773.20	5.24	配套融资
			17385.32	8.81	融资收购其他资产

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**表 4：2018 年 1 月 1 日至今已完成非公开发行**

公司名称	定增股份上市日	进度	增发数量 (万股)	实际募集资金 (亿元)	目的
洪城水业	2019-11-14	已完成	15255.97	8.94	项目融资
中国天楹	2019-10-23	已完成	8,504.09	4.45	配套融资
	2019-02-01	已完成	108,721.49	64.04	融资收购其他资产
博天环境	2019-07-29	已完成	450.38	0.59	配套融资
	2019-07-29	已完成	1,056.52	2.00	融资收购其他资产
国祯环保	2019-07-25	已完成	10,979.00	9.42	项目融资
盈峰环境	2019-01-04	已完成	199,607.33	152.50	融资收购其他资产
首创股份	2018-11-14	已完成	86,483.41	26.90	项目融资
富春环保	2018-04-23	已完成	9,775.00	7.82	项目融资
津膜科技	2018-03-08	已完成	460.94	0.60	配套融资

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**内部融资多元化：转债发行加速，拟发行规模合计达 175 亿元，融资手段优化。**在 2017 年以来直接融资收紧的背景下，因可转债具备“进可攻、退可守”的投资属性，转债融资成为重要的替代选择，环保转债发行持续加速。根据我们梳理，截至 2019 年 11 月 14 日，已有 20 家环保上市公司公开发行可转债预案，拟发行规模总额达 175.04 亿元；其中有 10 家已经完成发行上市，处于存续期内，发行规模合计达 71.67 亿元；1 家已取得批文；尚有 9 家公司仍停留在预案发起阶段。

**表 5：环保上市公司可转债发行及预案发起情况统计（截至 2019.11.14）**

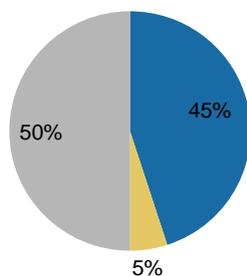
股票代码	公司简称	债券代码	债券简称	进度				发行期限	发行规模 (亿元)
				公开预案	审核通过	获批文	上市		
601200.SH	上海环境	113028.SH	环境转债	2018-05-23	2019-04-15	2019-06-07	2019-07-08	6 年	21.70

603568.SH	伟明环保	113523.SH	伟明转债	2018-08-11	2018-07-24	2018-11-29	2018-12-26	6年	6.70
603588.SH	高能环境	113515.SH	高能转债	2017-06-22	2018-01-16	2018-04-12	2018-08-27	6年	8.40
300388.SZ	国祯环保	123002.SZ	国祯转债	2017-04-25	2017-09-28	2017-11-08	2017-12-25	6年	5.97
300437.SZ	清水源	123028.SZ	清水转债	2018-05-23	2019-01-15	2019-03-19	2019-07-15	6年	4.90
603817.SH	海峡环保	113532.SH	海环转债	2018-04-20	2018-11-20	2018-12-26	2019-04-24	6年	4.60
002658.SZ	雪迪龙	128033.SZ	迪龙转债	2017-05-17	2017-10-28	2017-12-06	2018-01-29	6年	5.20
300422.SZ	博世科	123010.SZ	博世转债	2017-09-16	2018-02-28	2018-04-25	2018-08-14	6年	4.30
300335.SZ	迪森股份	123023.SZ	迪森转债	2018-04-21	2018-09-11	2018-12-15	2019-04-16	6年	6.00
002616.SZ	长青集团			2018-12-22	2019-08-23	2019-11-04		6年	8.00
300190.SZ	维尔利			2019-10-15				6年	9.17
300266.SZ	兴源环境			2017-11-28				6年	12.00
600323.SH	瀚蓝环境			2018-04-27				6年	10.00
300145.SZ	中金环境			2018-05-16				6年	16.95
000546.SZ	金圆股份			2018-05-04				6年	8.46
000035.SZ	中国天楹			2019-11-08				6年	12.00
300262.SZ	巴安水务			2019-11-14				6年	4.25
600388.SH	龙净环保			2019-08-14				6年	20.00
300631.SZ	久吾高科			2019-08-06				6年	2.54

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 环保行业可转债发行阶段统计 (按数量)

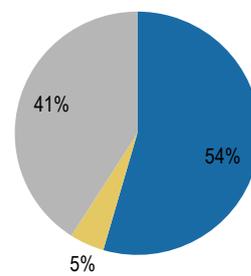
■ 发行可转债预案 ■ 已获批文 ■ 已上市可转债



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 环保行业可转债发行阶段统计 (按金额)

■ 发行可转债预案 ■ 已获批文 ■ 已上市可转债



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 基建政策发力: 专项债威力加大, PPP 运营逻辑开始演绎

专项债提前下达一万亿, 且明确生态环保项目专项债可用作资本金范围。国务院总理李克强 9 月 4 日召开国常会, 要求加快地方政府专项债发行并要求扩大专项债使用范围, 重点用于包括污水垃圾处理、水电气热等基础设施和生态环保项目等基础设施建设领域, 并明确上述领域为专项债可用作项目资本金范围。11 月 27 日财政部发布消息称, 经国务院同意, 近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元, 占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。

环保项目最低资本金比例可降低不超过 5%。11 月 13 日李克强总理主持召开国务院常委会，会议决定完善固定资产投资项目资本金制度，其中指出：1) 对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点；2) 基础设施等项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50% 比例的资本金；3) 强化风险防范，不得拖欠工程款。

此次政策是继 2015 年后再次对最低资本金比例进行调整，也是生态环保项目首次纳入资本金比例下调种类。环保项目作为付费来源相对稳定、绩效考核更为明确的项目，此次政策有望从资金需求端缓解环保企业融资压力。

表 6: 历年固定资产投资项目资本金比例调整变化

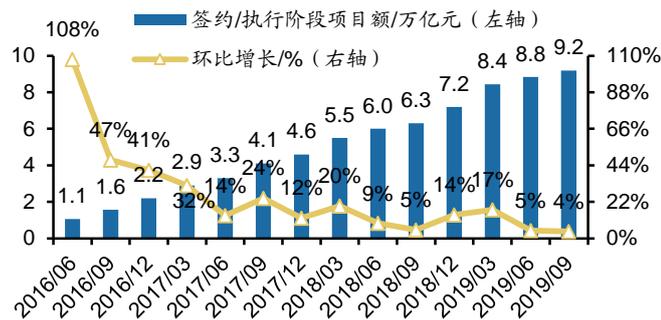
时间	有关文件	核心内容
2004.4.26	《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》	钢铁项目资本金比例由 25% 及以上提高到 40% 及以上；水泥、电解铝、房地产开发项目(不含经济适用房项目)资本金比例由 20% 及以上提高到 35% 及以上
2009.9.27	国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知	钢铁、电解铝项目，最低资本金比例为 40%；水泥项目，最低资本金比例为 35%；煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、玉米深加工、机场、港口、沿海及内河航运项目，最低资本金比例为 30%；铁路、公路、城市轨道交通、化肥（钾肥除外）项目，最低资本金比例为 25%；保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%；其他项目的最低资本金比例为 20%。
2015.9.16	《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	对关系国计民生的港口、沿海及内河航运、机场等领域固定资产投资项目最低资本金比例由 30% 调整为 25%，铁路、公路、城市轨道交通项目由 25% 调整为 20%，玉米深加工项目由 30% 调整为 20%，钢铁、电解铝项目最低资本金比例维持 40% 不变，水泥项目维持 35% 不变，煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目维持 30% 不变。
2019.11.13	国务院常委会	降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。

数据来源：国务院、广发证券发展研究中心

此外，9 月 6 日央行宣布将降准 0.5 个百分点，预计此次降准释放长期资金约 9000 亿元。降准将通过银行传导进而降低贷款实际利率，有利于促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度。自去年 10 月以来政策出台频繁，推动融资环境逐渐改善，伴随更多证据支撑，市场也将逐步认可民企融资环境将不断改善的预期。鉴于目前环保工程类企业在手订单仍十分充裕，我们预期政策叠加效应将在三四季度集中体现。

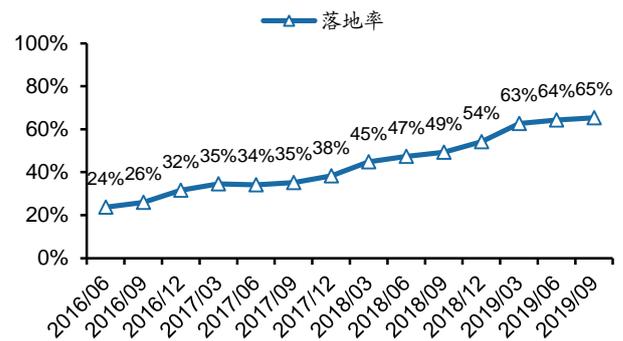
截至 2019 年 9 月末，全国 PPP 综合信息平台管理库项目投资额超过 14 万亿元，落地项目超过投资额 9.2 万亿元，若按建设期 3 年计算，2020 年末将有 3 万亿 PPP 项目进入运营期。推动 PPP 和专项债结合、加快出台 PPP 条例、鼓励保险等长期资金参与等呵护政策正加紧制定，在项目付费、绩效等更为明确、合规的背景下，污水处理、垃圾焚烧等优质 PPP 运营项目有望获得长期资金青睐。

图 19: 管理库项目签约金额已超过9.2万亿元



数据来源: 财政部《全国PPP综合信息平台项目库2019三季度》、广发证券发展研究中心

图 20: 管理库项目落地率不断攀升至65.3%



数据来源: 财政部《全国PPP综合信息平台项目库2019三季度》、广发证券发展研究中心

### 被低估的“混改”，融资改善+订单支持、长期成长性将修复

2018年由于融资受阻、质押压力大，多家环保公司通过股权转让等方式引入国资股东，今年年中以来国资入股后融资改善已初现端倪：中金环境近期发行中票、超短融的利率分别仅为4.15%、3.64%；东方园林、清新环境等公司债券获国资股东担保，信用条件不断改善。我们预期未来1个季度更多类似的融资改善案例将出现。

**外部扶持：**国资股东具有区域、资源优势及高信用，整体来看国资入股有望在以下几个层面给上市公司提供支持：（1）增强公司信用，提高公司和项目融资能力，促进融资规模提升及融资成本下降；（2）为公司债权融资及兑付提供担保；（3）利用区域优势和资源背景助力上市公司业务拓张或转型。

表 7: 已有多家环保公司公告/完成股权转让

公司	股权转让情况
三聚环保	1) 2018年6月, 大股东海淀科技股权调整, 海淀国资成为其控股股东; 2) 2019年7月, 间接控股股东海淀国投增持公司总股本0.5%, 增持后占公司总股本的比例为5.74%; 通过其控股子公司海淀科技控制公司总股本29.48%。
中建环能	2018年10月, 大股东环能投资转让27%上市公司股权给中建启明(实控人为国务院国资委)。
东方园林	1) 2018年12月, 实际控制人何巧女及唐凯协议转让总股本5%股权给北京市盈润汇民基金管理中心; 2) 2019年8月, 实际控制人何巧女、唐凯拟向朝阳区国资中心全资子公司朝汇鑫转让公司控股权。协议转公司总股本5%, 并将公司总股本16.8%对应的表决权无条件、不可撤销地委托给朝汇鑫; 3) 2019年9月底, 实际控制人何巧女、唐凯协议转让给朝汇鑫的1.34亿股股份已完成过户登记手续, 登记完成后朝汇鑫持有股份占公司总股本5.00%, 表决权数量占公司总股本21.80%, 成为公司控股股东, 北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会成为公司实际控制人。
中金环境	1) 2018年11月, 公司实际控制人合计转让6.65%股权给无锡市政, 同时将持有的公司12.13%的股票表决权委托给无锡市政行使; 2) 2018年12月, 持股5%以上股东将持有占公司股份总数的7.03%转让给安吉同光; 3) 2019年8月, 无锡市政集团受让沈金浩先生持有的已委托无锡市政集团行使12.13%的股票表决权, 无锡市政集团为上市公司的控股股东, 无锡市国资委为上市公司实际控制人; 4) 2019年10月, 公司持股5%以上股东安吉同光司法划转2.95%股权给宋志栋, 变动后安吉同光持有股份占公司总股本4.08%, 不再为公司5%以上股东。
兴源环境	2019年3月, 转让23.60%股权给新希望投资集团有限公司。
清新环境	2019年4月, 公司实际控制人转让25.31%股权给四川发展国润环境投资公司(实控人为四川省国资委)。

雪浪环境	2019年10月，公司实际控制人杨建平、许惠芬及股东无锡惠智、杨珂和杨婷钰协议转让 20.67% 股本给新苏环保，上述转让事项不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化。
东江环保	2018年10月，公司持股 5% 以上股东张维仰先生将其持有占公司股本总额的 5% 股份协议转让给广晟公司。广晟公司及其下属子公司合计持有总股本的 20.72%，为公司控股股东；张维仰先生持有总股本的 3%，将不再为公司 5% 以上股东。
国祯环保	1) 2018年6月，控股股东国祯集团增持 1.97% 股本，增持后持有股份占公司总股本 39.56%；2) 2019年9月，控股股东国祯集团协议转让 15% 的股份给长江环保集团、三峡资本，转让完成后受让方合计持有公司股份 26.63%，将成为公司第一大股东。
碧水源	公司实际控制人及其他股东转让 10.12% 股权给中国城乡（为中国交建全资子公司）。

数据来源：公司股权转让公告、广发证券发展研究中心

表 8：环保公司国有企业股权转让进度

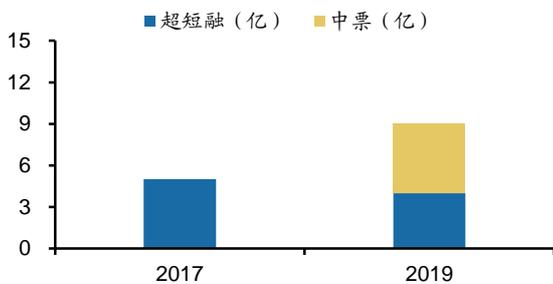
公司	受让方	转让股权比例	转让价格（元/股）	公司公告方案	受让方批准	国资委批准	过户登记
碧水源	中国城乡	10.12%	8.95（交易前 20 日均价）	2019/5/6	2019/6/4		2019/7/18
国祯环保	三峡集团	15%	12.70（溢价）	2019/9/19			
中建环能	中建启明	27%	5.32	2018/10/16	先于 2018/10/16	2018/12/10	2019/1/4
东方园林	朝汇鑫	5%（16.8%投票权）	5.9	2019/8/6		2019/9/12	
中金环境	无锡市政	6.65%	4.42（不低于协议签署前一日收盘价 90%）	2018/11/7		2018/12/6	2018/12/24
	无锡市政	12.13%	4.42（不低于协议签署前一日收盘价 90%）	2019/8/12	先于 2019/8/12	2019/8/15	
清新环境	国润环境	25.31%	9.08（签署日前 60 日均价）	2019/4/30		2019/5/24	2019/7/5

数据来源：公司股权转让公告、广发证券发展研究中心

➤ 国资股东对公司融资规模提升及融资成本下降起到积极作用

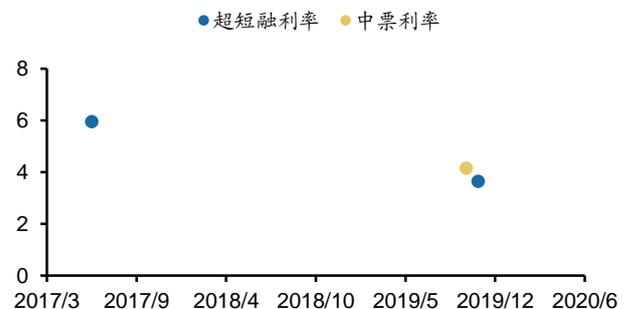
2018 年以来多家环保公司通过股权转让等方式引入国资股东，融资改善的迹象已经显现。以民企切换为国企的中金环境为例：公司 2019 年下半年依次以 4.15% 的利率发行中票 5 亿元、3.64% 的利率发行超短融 4 亿元；历史发债情况中仅 2017 年发行了 5 亿超短融，且利率高达 5.95%，融资改善效果显著。

图 21：中金环境 2019 年发债类型、规模均增加/亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22：中金环境 2019 超短融、中票利率大幅下降%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们以清新环境、东方园林为例来阐述国资进入后对公司债券融资及兑付的担保情况：2019年7月清新环境控制权正式转让给四川发展国润环境投资公司（实控人为四川省国资委），根据清新环境9月发布的公告：为拓宽公司融资渠道，优化债务结构，清新环境拟发行绿色债券，计划募资不超过8亿元，为保证债券的顺利发行，四川发展融资担保股份有限公司将为清新环境提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，清新环境向其支付担保费，担保费按当年担保债券余额的0.5%/年计算。

与清新环境不同的是，东方园林的控股股东则是对存续公司债提供担保。东方园林9月公告：为保障债券持有人利益，北京市朝阳区国有资本经营管理中心拟对“16东林02”和“16东林03”提供无条件的不可撤销的连带责任担保，担保期限为“16东林02”及“16东林03”的存续期及债券到期之日起两年。

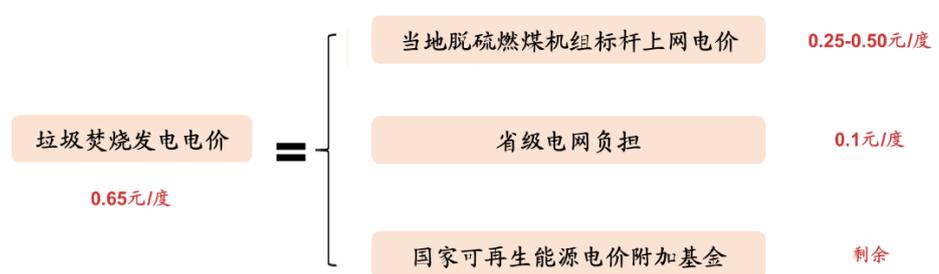
当前市场更关注于股权转让后的未来需求、合作推进、订单获取等内容，而忽视了融资条件改善以后企业自身的恢复性增长，类似中金环境大幅下降的融资成本（同比来看），是民营环保企业从未享有过的，在股权关系稳定的背景下，上述融资便利长期可预期。

## 固废：焚烧电价政策将落地，垃圾分类有望全面推行

### 焚烧电价政策将落地，心理影响大于实际影响

2019年10月财政部发布《对十三届全国人大二次会议第8443号建议的答复》，就“关于保障垃圾处理产业健康稳定发展的建议”做出答复。针对垃圾发电效率与生态效益欠佳的问题，《答复》强调一方面将保持已有项目的补贴政策，另一方面逐步减少新增项目纳入补贴范围的比例，引导垃圾处理费市场化方式对企业予以支持。下一步，财政部拟对再生能源电价附加补助政策进行调整，放开目录管理，由电网企业直接确认符合补贴要求的项目及对应补贴金额。伴随补贴结构调整，垃圾处理费市场化程度将逐步提高，并有望加速推进行业产能整合及利用效率提高。

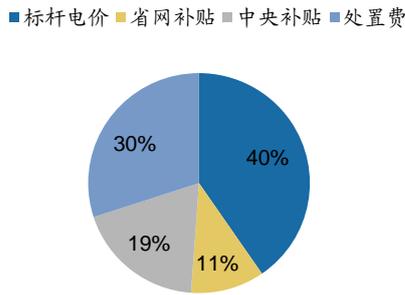
图 23：垃圾焚烧发电电价组成结构图



数据来源：发改委，广发证券发展研究中心

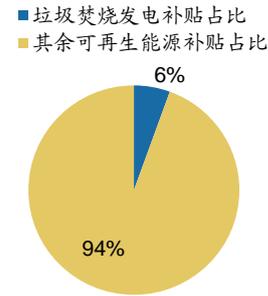
《答复》中说明为推进垃圾处理产业发展，近年中央推出一些列政策，旨在优化布局选址、优化项目管理和完善价格政策。2016至2019年期间，中央财政共拨付可再生资源电价补贴超3万亿元，其中用于生物发电（含垃圾发电项目）378亿元，占比为12%。从收入的角度来看，中央对其补贴只占总收入的19%，补贴政策的收紧对于垃圾发电企业影响较小。

图 24: 中央对电价补贴收入约占总收入19%



数据来源: 固废网, 广发证券发展研究中心

图 25: 2017 年垃圾电价补贴占再生能源基金补贴 6%

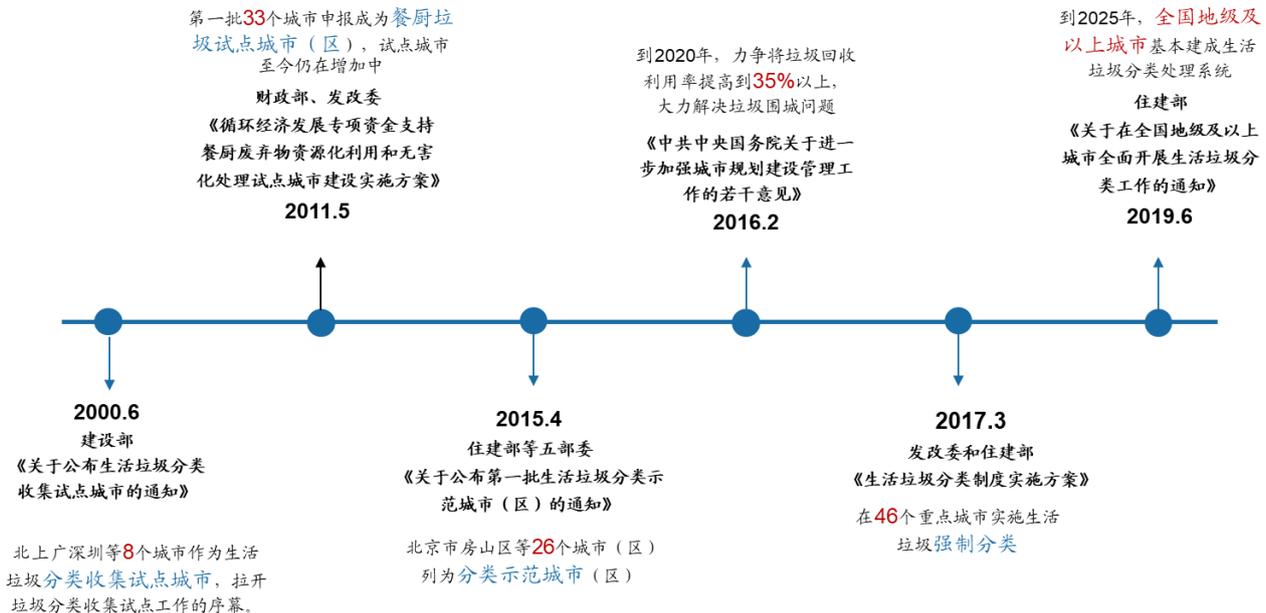


数据来源: 中国产业网, 广发证券发展研究中心

### 垃圾分类有望全面推行, 237 个地级以上城市已启动垃圾分类

自今年 6 月住建部等部委发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》以来, 要求 46 个重点城市 2020 年底前基本建成垃圾分类处理系统, 全国地级及以上城市 2019 年起全面启动垃圾分类, 并于 2025 年底前基本建成, 伴随政策加速落地, 垃圾分类将通过裂化原有垃圾门类, 转运设备需求将迅速释放, 随后固废处置端产能建设也将加速。

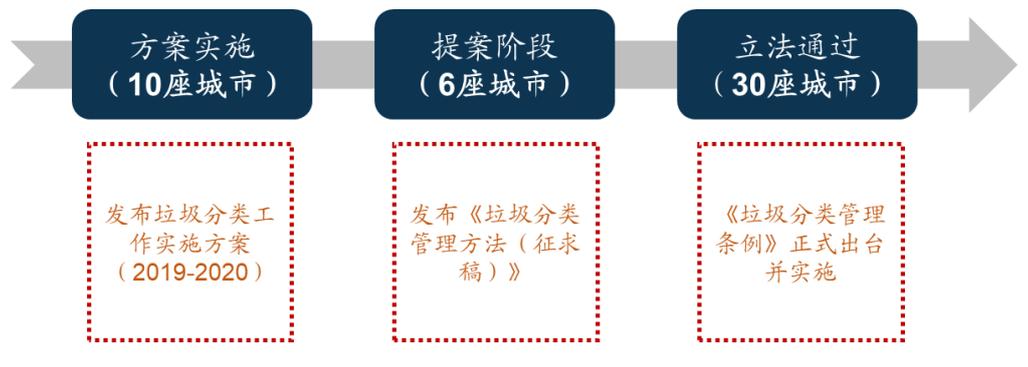
图 26: 我国生活垃圾分类制度推进时间轴



数据来源: 国办、发改委、住建部等、广发证券发展研究中心

截止至 11 月份, 46 个重点城市均已启动垃圾分类相关工作计划, 并已有 30 个城市正式颁布、实施垃圾分类有关管理条例。除已通过立法阶段的 30 个城市外, 包括合肥、武汉以及拉萨在内的 6 座城市也已发布相关管理条例的征求意见稿, 处于提案阶段。根据住建部政策要求, 垃圾分类将推广至全国地级及以上城市, 市场空间将迎来进一步释放。

图 27: 46座城市垃圾分类管理条例进展情况



数据来源：各省市政府官网归纳，广发证券发展研究中心

表 9: 多城市发布垃圾分类政策及其推进情况

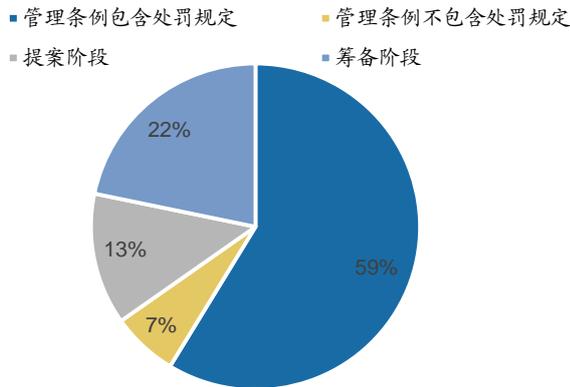
城市	分类方式	垃圾分类工作最新推行进展
上海	可回收物、有害垃圾、湿垃圾、干垃圾	2019年7月1日开始实施《生活垃圾管理条例》，个人混合投放垃圾，最高可罚200元；单位混装混运，最高可罚5万元。截至2019年5月，上海全市居住区生活垃圾分类投放点已经改造完成约1.03万个，其中静安、长宁、杨浦、松江、崇明和奉贤六区已经全面完成改造任务。上海全市60%的垃圾投放点已经完成了容器、标示和收运体系的规范配套。2019年7月起至8月底，上海230家生活垃圾收集运输单位和20多家垃圾中转处置单位，将纳入生活垃圾分类全覆盖检查的范围，重点检查收集、运输、处置环节是否符合法规规定。目前“绿色账户”已发卡500多万张，“大分流、小分类”体系正在完善。
广州	可回收物、餐厨垃圾、有害垃圾、其他垃圾	2018年7月开始实施《广州市生活垃圾分类管理条例》，当前已在6个行政区推行整区垃圾分类工作，创建600个样板居住小区，50个农村生活垃圾分类示范村。
深圳	废弃玻璃、废弃金属、废弃塑料、废弃纸类、废旧织物、大件垃圾、年花年桔、有害垃圾、厨余垃圾、餐厨垃圾、果蔬垃圾、绿化垃圾、其他垃圾	2015年开始实施《深圳市垃圾分类和减量管理办法》，截至2019年6月，深圳大力推行“集中分类投放+定时定点督导”的住宅区垃圾分类模式，全市805个住宅小区已设置2348个集中分类投放点，涉及48万户167万居民。楼层撤桶、垃圾处理费随袋征收也在推进。
北京	可回收物、厨余垃圾和其他垃圾	将《北京市生活垃圾管理条例》修订工作列入2018-2020年立法规划，截至2019年6月，全市30%的街道、乡镇已创建100个垃圾分类示范片区；2019年示范片区覆盖率将达60%，2020年将达90%。部分街道目前建立了绿色生活驿站，除了收集厨余垃圾，还收集可回收物和有害垃圾，按重计价，现金支付。街道还采用购买服务方式进行大件垃圾就地处置，将旧沙发、园林树枝等处理为颗粒原料，数据同步上传到垃圾排放登记系统，基本实现了生活垃圾分类收集、分类运输和闭环管理，垃圾减量效果明显。
贵阳	可回收物、有害垃圾、易腐垃圾、其他垃圾	到2019年底，全市生活垃圾回收利用率达到20%以上，有害垃圾分类回收率达到50%以上，易腐垃圾集中与分散综合处置率及农贸市场易腐垃圾分类处理率达50%以上，创建80个生活垃圾分类示范片区，党政机关、企事业单位、学校强制分类实现全覆盖，全市范围内生活垃圾分类制度覆盖率达到60%以上。建立生活垃圾分类大数据管理云平台，生活垃圾分类前端感知能力和中后端监管管控能力得到提升。
福州	有害垃圾、易腐垃圾、可回收物、大件垃圾、其他垃圾	8月1日起全面启动生活垃圾分类执法行动。未按规定分类投放拒不改正的，对个人处50元以上200元以下的罚款，对单位处5千元以上5万元以下的罚款；拒不改正者违规信息将被纳入社会信用信息共享平台。
重庆	易腐垃圾、可回收物、有害垃圾、其他垃圾	2020年，城市建成区内50%的街道（镇）和全市30%的行政村开展生活垃圾分类示范，建成10个市级农村生活垃圾分类示范区县、2500个示范村，主城区城市生活垃圾回收利用率达到35%，基本建成城市生活垃圾分类处理系统。2022年，基本建成全市生活垃圾分类处理系统。
杭州	可回收物、易腐垃圾、有害垃圾、其他垃圾	未分类投放生活垃圾，拒不改正的，对个人处200元以下罚款，对单位处500元以上5000元以下罚款。对违反规定的垃圾收集、运输单位将被处以5000元以上3万元以下罚款，情节严重的，处3万元以上10万元以下罚款，管理责任人处以500元以上5000元以下，情节严重的，处5000元以上3万元以下罚款。新增信用处罚，违反规定受到的行政处罚，依法构成不良信息的，记入个人、单位的信用档案。

数据来源：各地《生活垃圾分类管理条例》等、广发证券发展研究中心

已有27座城市设定具体惩罚措施，最高罚款达50万。以上海为例，根据2019年7月正式实施的《上海市生活垃圾管理条例》规定：分类端，个人混合投放垃圾最高可罚200元，单位混装混运最高则可罚5万元；处置端，未保持生活垃圾处置设施、设备正常运行，影响生活垃圾及时处置的企业最高可罚50万元。随着加入立法及行政

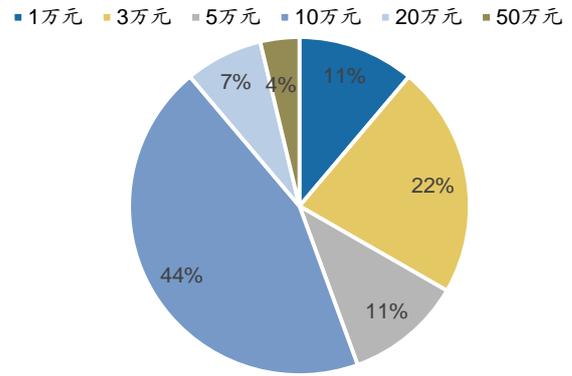
处罚普及，垃圾分类制度刚性逐步增强。

图 28: 管理条例中包含处罚规定城市占59%



数据来源：公开信息整理，广发证券发展研究中心

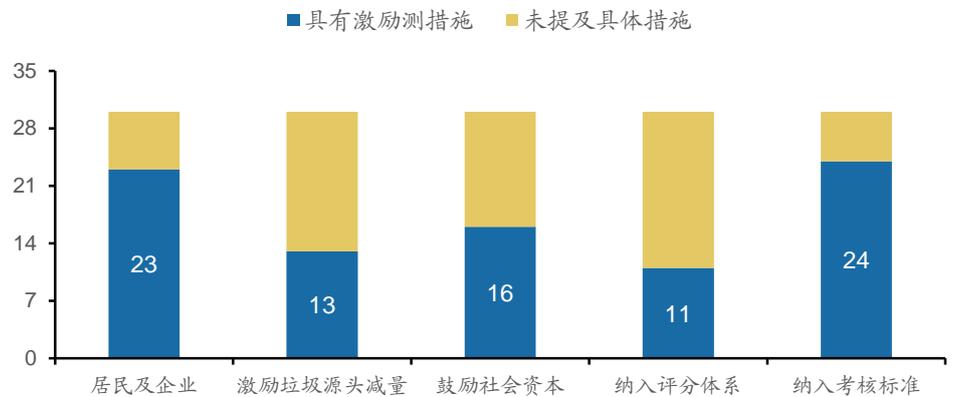
图 29: 最高处罚金额中10万元占44%



数据来源：公开信息整理，广发证券发展研究中心

设立激励措施，过半已实施条例明确鼓励社会资本参与垃圾分类体系建设。激励目标对象以居民、企业以及政府为主，其中16座城市对于鼓励社会资本参与设定具体支持方案。未来垃圾分类将通过政府和社会资本合作、投资补助、政府购买服务、特许经营、承包经营、租赁经营等方式，进一步加强鼓励和引导社会资本参与生活垃圾源头减量和分类投放、收集、运输、处置以及回收利用等。

图 30: 各项激励措施实施占比



数据来源：广发证券发展研究中心

根据上海市规划建设方案反推全国地级市布局，并依据以下逻辑进行市场空间测算，随着项目投产及设备加速释放，垃圾分类将带动3000亿建设/购买固废市场空间。

- 1) 根据上海市2018年发布的《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020年）》中提出的2020年实现生活垃圾分类全覆盖的要求，统计各类产能、设备对应的人均需求量；
- 2) 以国家统计局公布的2017年城市常住人口数据为依据，计算46个重点城市及全国地级市常住人口数量，并根据各类产能人均需求测算理论总需求量；
- 3) 垃圾处置产能、转运设备整体完成建设率根据《行动计划》产能布局节奏假设为60%，转运设备保有量结构参考龙马环卫销量数据并计算各分类设备已完成建设率；
- 4) 垃圾处置产能单价及各类设备购买价格根据上市公司中标公告合同及定期报告披露数据均值进行假设。

**表 10: 垃圾分类将带动 3000 亿建设/购买固废市场空间**

分类	地域	总需求量	已建设/保有率	新增量	处置/购买价格	处置/购买收入	已完成
干垃圾焚烧		垃圾焚烧产能 (吨/日)			垃圾焚烧产能单价 (万元/吨/日)	建设费用 (亿元)	建设率
	46 重点城市	238710	143226	95484	60	572.90	60%
	全国地级市	524243	314546	209697		1258.18	
		干垃圾转运车 (辆)			干垃圾转运车单价 (万元/辆)	购买费用 (亿元)	
	46 重点城市	37009	22835	14174	28	39.69	62%
	全国地级市	81280	50150	31130		87.16	
湿垃圾/餐余垃圾		湿垃圾处理产能 (吨/日)			湿垃圾处理产能单价 (万元/吨/日)	建设费用 (亿元)	
	46 重点城市	64766	38860	25906	100	259.06	60%
	全国地级市	142237	85342	56895		568.95	
		餐余垃圾转运车 (辆)			餐余垃圾转运车单价 (万元/辆)	购买费用 (亿元)	
	46 重点城市	8512	3115	5397	30	16.19	37%
	全国地级市	18694	6841	11853		35.56	
		湿垃圾专用集装箱 (个)			集装箱单价 (万元/个)	购买费用 (亿元)	
	46 重点城市	1665	0	1665	20	3.33	0%
全国地级市	3658	0	3658	7.32			
可回收垃圾		回收网点数量 (个)			回收网点单价 (万元/个)	购买费用 (亿元)	
	46 重点城市	74018	35283	38735	3	11.62	48%
	全国地级市	162560	77487	85073		25.52	
		中转站数量 (个)			中转站建设单价 (万元/个)	建设费用 (亿元)	
	46 重点城市	1943	1063	880	30	2.64	55%
全国地级市	4267	2334	1933	5.80			
有害垃圾		危废处理产能 (吨/日)			危废处理产能单价 (万元/吨/日)	建设费用 (亿元)	
	46 重点城市	31126	18675	12450	365	454.44	60%
	全国地级市	68357	41014	27343		998.01	
		有害垃圾专用车 (辆)			专用车单价 (万元/辆)	购买费用 (亿元)	
	46 重点城市	148	0	148	30	0.44	0%
全国地级市	325	0	325	0.98			
46 重点城市合计						<b>1360.32</b>	
全国地级市合计						<b>2987.48</b>	

数据来源:《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划(2018-2020年)》,广发证券发展研究中心

从行业市场空间来源来看预计仍将以政府付费为主,但效仿发达国家居民支付的垃圾处理费将增加,整体市场空间落实概率较大。目前上海市采用绿色账户正向激励机制,以“自主申领、自助积分、自由兑换”为方向,一是通过拓展绿色账户覆盖面,完善绿色账户积分规则等,发挥绿色账户在促进干湿分类、可回收物回收方面的激励作用;二是通过推动“两网融合”体系建设坚持“线下线上相结合”原则,拓展绿色账户可回收物管理功能,将各区可回收物信息接入绿色账户平台;三是鼓励社会第三方再生资源企业将信息接入绿色账户平台,逐步实现全市可回收物信息统计科学化。

图 31: 垃圾分类短期刺激前端终端, 中长期刺激末端产能建设



数据来源: 各省市官网归纳, 广发证券发展研究中心

## 焕发新生: 关注融资改善+固废新政的投资机会

基于估值触底、现金流改善及对行业主流公司 (A+B类) 基本面的积极预期, 我们坚定看好行业“拐点论”: 伴随股权转让+政策红利带来的融资条件改善和自身业务结构调整, 我们坚信预计未来几个季度业绩增速均较为亮眼, 行业景气度进一步反转是大概率事件。

从投资建议来看主要分为两条主线: (1) 宏观因素改善或将更为确定, 预期部分A/B类公司业绩增速4个季度都将向上, 回顾我们始终秉承的“大订单——再融资”成长逻辑, 伴随“股东混改”+“增发新规”的推进, 我们相信站在融资能力恢复的2020年看2021、2022年, 市场会给予此类企业更高的成长预期和估值水平, 建议关注国祯环保、碧水源等; (2) 受益垃圾分类持续升温, 建议关注固废板块优质公司, 如瀚蓝环境、上海环境等。

表 11: 广发环保优选个股

证券简称	收盘价 元/股	EPS (元/股)			PE/倍			市值 亿元	推荐逻辑
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
国祯环保	10.05	0.51	0.48	0.58	17.30	20.92	17.22	67	在手订单充裕, 受益融资向好弹性品种
碧水源	7.51	0.40	0.43	0.50	19.75	17.29	15.10	238	加快与中交集团深度合作, 期待后续资源整合效应
瀚蓝环境	17.08	1.14	1.20	1.44	12.28	14.29	11.87	131	固废+燃气驱动显著, 扩张危废业务增添动力
上海环境	10.86	0.82	0.55	0.73	16.13	19.75	14.84	99	市场化拓展加速, 期待项目密集投运提振业绩

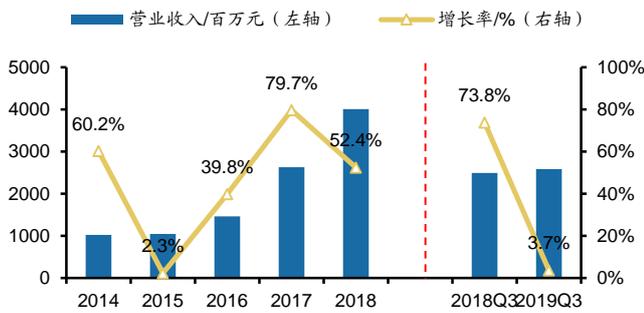
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 备注: 股价截至 2019/11/29

### 国祯环保: 三峡集团控股加速长江保护布局, 轻资产提升运营潜力

2018年公司营业收入40.1亿元, 净利润2.81亿元; 公司聚焦于水污染治理领域, 秉承“投资/建设+运营”的发展模式, 2015年以来公司业绩增速均超40%, 主要系工程订单增多及项目陆续投产运营。以2018年年报来看, 运营收入11.8亿元, 占比29.6%, 毛利达到4.4亿元, 占比50%:

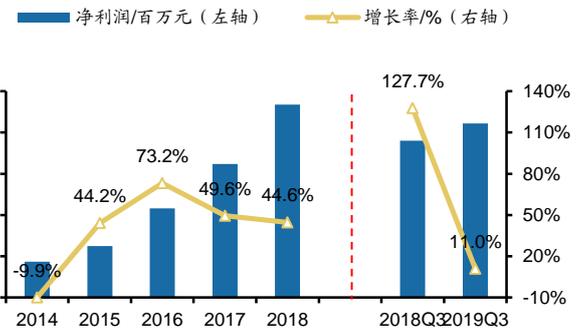
- 运营业务方面，2014年至2018年运营业务收入复合增长率达20.9%，2019年上半年也维持增速同比增长20.0%。毛利率相对稳定，在37%-45%之间波动。
- 工程业务近几年增长相对更快，2018年对主营业务收入贡献率超60%。2019年三季度公司收入增速下滑，也是主要系工程设备业务主动放缓所致。工程业务近两年毛利率保持在15-17%之间。

图 32: 2019前三季度营收同比增长3.65%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 33: 2019前三季度归母净利润同比增长10.99%

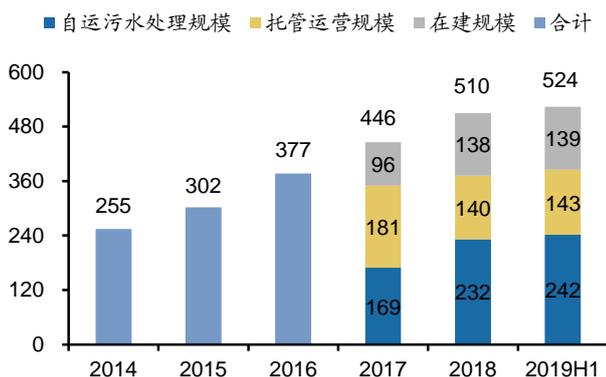


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

公司秉承“投资/建设+运营”模式，污水处理规模由2015年初300万吨/日提升至当前524万吨/日，其中并购+新建是主要的产能扩张方式。截至2019年第三季度，公司长期应收账款已增加至65.1亿元，无形资产维持在7个亿。

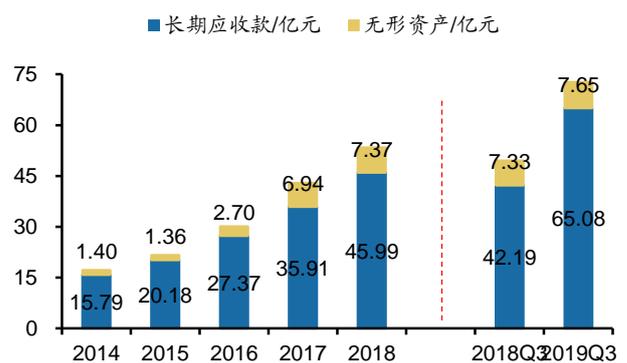
公司对于运营类项目资产主要确认为长期应收款还是无形资产，以是否规定基本水量条款进行区分。若公司在项目运营期内有权利向服务的对象收取确定金额的资金，则计入长期应收款科目。若合同未规定基本水量条款，项目公司有权利收取费用但收取的费用金额不确定，公司将特许经营权初始投资成本确认为无形资产。

图 34: 公司污水处理能力逐年提高 (万吨/日)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

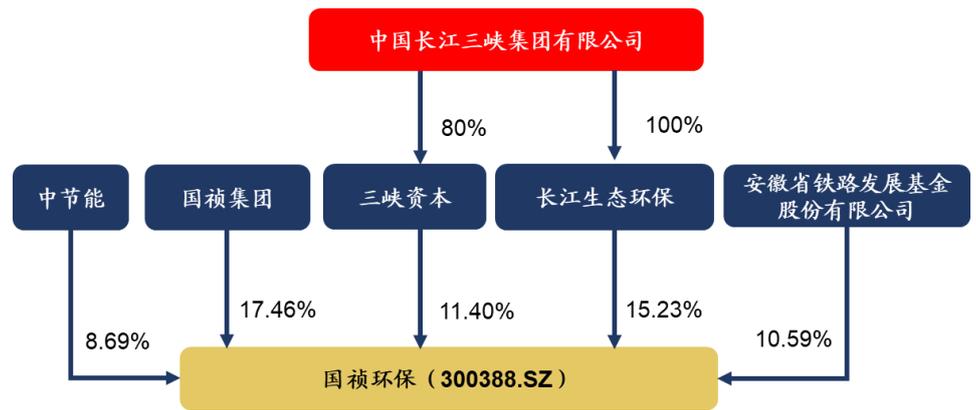
图 35: 公司长期应收账款已达65.1亿元



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三峡集团收购国祯集团持有的15%公司股权，实现间接控制。根据最新公司发布的《详式权益变动报告书》，国祯集团拟转让合计15%公司股份至长江环保集团（三峡集团全资子公司）和三峡资本（三峡集团控股子公司），转让价格12.70元/股。历经2019年7月公司向长江环保集团、三峡资本等定增融资及此次股权受让后，长江环保集团和三峡资本合计持有公司26.63%股份，对公司实现间接控制。

图 36: 股权变更后, 实际控制股东为国资委

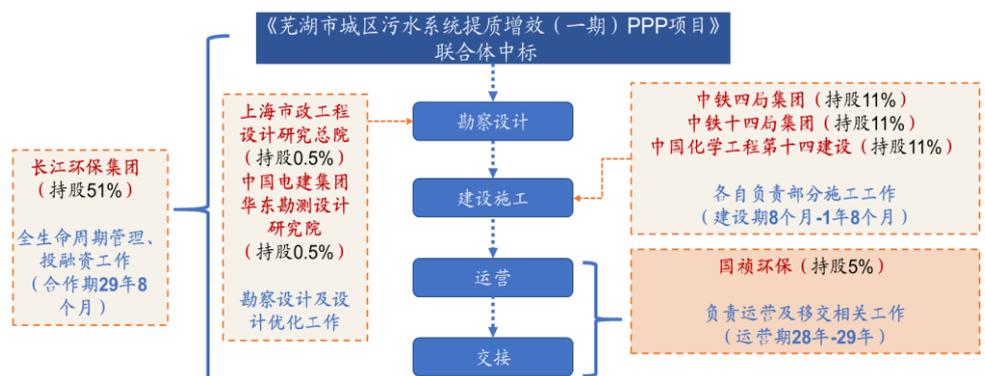


数据来源: 《详式权益变动报告书》, 广发证券发展研究中心

根据公司公告, 长江环保集团承诺将支持国祯环保参与长江大保护工作, 优先支持国祯环保在长江环保集团主导的长江大保护项目中开展智慧水务、管网检测及修复等运维服务, 未来三年内国祯环保每年承担不低于长江环保集团主导的新增项目中**30%的运维服务保障职能**。目前三峡集团现与12省市达成战略合作协议, 长江治理项目正加速落地。根据长江生态环保集团官网信息, 长江环保集团现已与长江流域5省市以及上海、重庆直辖市达成了《共抓长江保护合作框架协议》, 已落地规划投资金额达321.31亿元。截至2019年9月份, 今年签订城市治理规划数量占总数的三分之二, 项目签订时间间隔逐渐缩短, 治理订单正加速落地。

伴随三峡集团入股, 公司业务模式向轻资产转型。轻资产运营模式下, 公司将不再接手前期项目建设, 专注后期运营业务。以《芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP项目》为例, 作为联合体一员, 公司仅持股5%负责90亿水处理项目中后期运营与交接工作, 前期高投入的建设项目将由联合体中另余三家公司负责。借助轻资产模式, 公司在获得高质运营项目同时资金投入也有望大幅降低。长期来看, 通过“少股、专运营”的轻资产方式, 能够有效缓解BOT类订单前期工程建设带来的资金压力, 公司资产负债结构也有望逐步优化。

图 37: 《芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP项目》公司参与模式图



数据来源: 关于联合体中标的公告, 广发证券发展研究中心

表 12: 国祯环保盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入/百万元	2,628	4,006	4,469	5,288	6,100
增长率(%)	79.7%	52.4%	11.5%	18.3%	15.3%
净利润(百万元)	194	281	322	391	474
增长率(%)	49.6%	44.6%	14.7%	21.4%	21.3%
EPS (元/股)	0.64	0.51	0.48	0.58	0.71
市盈率 (P/E)	37.45	17.30	20.92	17.22	14.21

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 股价截至 2019/11/29

**风险提示:** 订单执行情况低于预期; 融资环境恶化导致公司财务费用多于预期; 工业水处理及乡镇污水业务拓展低于预期。

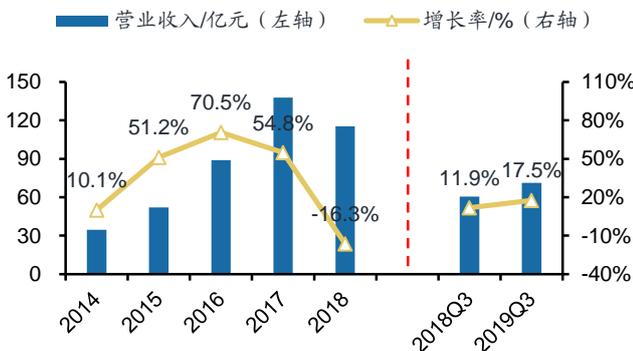
### 碧水源: 业绩拐点已至, 三季度起重回快速成长之路

2017年末以来, 伴随PPP清库、地方债务清理等一系列因素, 行业融资环境逐步趋紧, 公司前期获取的项目订单受项目质量差异和业务模式前期垫资等影响, 公司融资压力逐步出现, 导致融资—订单一再融资模式受阻, 收入业绩也进入下行区间。

在发展的低谷时期, 公司通过三重改善以提振收入业绩:

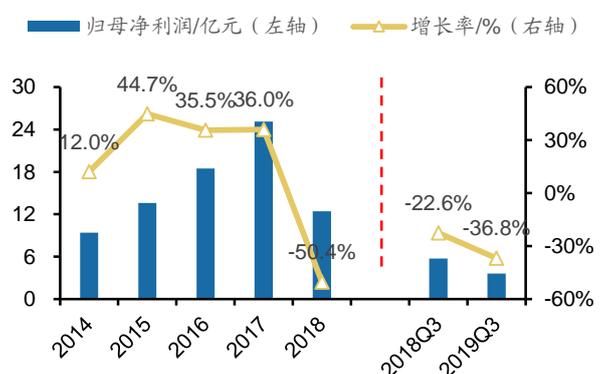
- 1) 优化自身业务结构, 改善项目回款:** 整理筛选在手项目优化项目质量提振收入及业绩, 同时加快项目施工及结算回款进度改善现金流;
- 2) 通过引入战略投资者寻求发展空间:** 中交集团于2019年7月18日入股碧水源, 持股比例为10.12%, 并派驻董事+财务总监, 改善公司业务模式;
- 3) 公司寻求新业务发展方向:** 公司控股从事城市照明工程和运营业务的子公司良业环境, 于2017-2018年分别贡献净利润3.48、5.51亿元, 并于2019年6月公告良业环境拟港股上市, 目前已获中国证监会批复。历经上述改善措施, 公司2019年三季度重新实现收入增速回正, 且单三季度扣非归母净利润同比增长79.82%, 成效显著。

图 38: 历经PPP景气、融资环境恶化后, 公司2019Q3收入增速重新回正



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 39: 公司单三季度业绩增速较2018年及2019H大幅改善



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

经过2018年以来的梳理，公司当前在手无形资产逐步进入运营期，污水运营利润+膜更换利润将稳步提升。截至2019年三季度公司无形资产达308.5亿元，长期股权投资55.37亿元，合计贡献运营收入8.17亿元，占收入比11.5%（去年同期为10.3%）。不同于工程施工企业“存货-应收账款”的结算模式，公司大量污水运营资产将逐步进入运营期，运营利润和膜更换利润随之也将稳步提升。

截至三季度末公司工程类在手订单153.85亿元，运营类处于施工期订单345.93亿元，合计499.78亿元。期末公司在手运营项目47个，贡献运营收入8.17亿元，同比增长31%。

**表 13: 2017 年以来碧水源新增订单情况梳理**

	2017		2018		2018Q3		2019Q3	
	项目数 (个)	项目金额(亿 元)	项目数 (个)	项目金额(亿 元)	项目数 (个)	项目金额(亿 元)	项目数 (个)	项目金额(亿 元)
EPC	176	320.99	162	162.16	137	173.36	85	78.37
TOT	3	23.44	1	4.32	1	4.32	-	-
PPP	65	340.28	32	153.85	32	185.71	8	10.09

数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心

**表 14: 各报告期期末在手订单统计（单位：亿元）**

	2016	2017	2018	2018Q3	2019Q3
EPC 期末在手订单	69.08	221.75	159.75	248.42	153.85
TOT 期末未完成投资额	-	19.2	-	-	-
PPP 期末未完成投资额	155.45	396.87	416.57	476.28	345.93
合计	<b>224.53</b>	<b>637.81</b>	<b>576.32</b>	<b>724.70</b>	<b>499.78</b>

数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心

**表 15: 2019 年以来碧水源中标项目情况梳理**

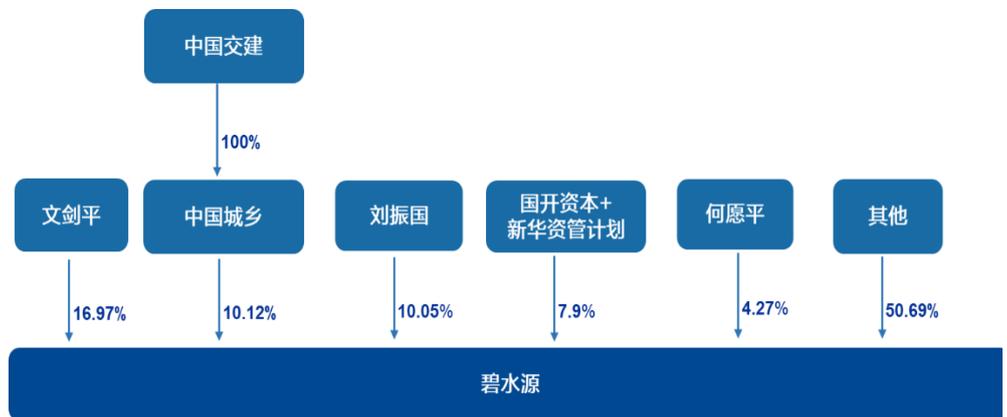
中标时间	项目名称	项目金额/亿元	信息来源
2019/10/10	哈尔滨市城镇污水处理项目整体招商特许经营人采购项目第二标段	51.34	公司公告
2019/7/30	重庆市“永川区镇级污水处理厂提标改造工程和跳蹬河污水处理工程（EPC 总承包）	-	公司官网
2019/7/30	甘肃省庆阳市华池县的精准扶贫农村安全饮水保障——氟超标井水首期项目	-	公司官网
2019/7/4	福建省“漳州市东墩污水处理厂（二期）工程（EPC）总承包项目	4.10	公司官网
2019/3/5	河南省焦作市城乡一体化示范区村镇污水综合治理工程（EPC+O&M）项目	2.65	公司官网
2019/2/13	定州市城市双修工程	30.00	公司官网
2019/1/7	长沙暮云污水处理厂(扩建)工程	-	公司官网

数据来源：公司官网、公司中标公告、广发证券发展研究中心

中交全资子公司中国城乡成为碧水源第二大股东。根据2019年5月6日公司公告，中交旗下中国城乡已受让10.18%股份成为碧水源第二大股东，并向碧水源派驻董事+财务总监。根据公司公告，中国城乡控股为中交集团全资子公司，下辖三家城乡市政设计院和中交城乡开发建设有限公司，主营业务为基础设施项目建设投资。中国城乡控股的城乡水务、城乡能源、城乡生态环境、城乡综合发展、城乡产业发展五大

领域专业板块与碧水源的业务有较大协同效应。中国城乡控股作为中交系布局生态环保板块的子公司，与碧水源后续在项目合作及未来走出去将发挥积极作用。

图 40: 中交全资子公司中国城乡成为碧水源第二大股东



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**业务协同效果显著:** 根据2019年10月10日公司公告, 公司与中交旗下中国城乡等子公司的联合体预中标哈尔滨市城镇污水处理项目第二标段, 项目运营期限30年, 合作期内污水处理服务费收入总额约51.34亿元。公司未来将与联合体各方成立项目公司, 并持有项目公司51%股权。联合体各方按比例负责本项目的资金筹措工作, 项目总投资约11.12亿元, 其中公司将投资约5.67亿元。此次中标项目将全部采用碧水源自主研发的MBR技术, 共计处理规模27.5万吨/日, 项目落成后将加速推进哈尔滨市的城镇污水处理, 改善周边流域的水环境质量。

此次联合中标表明公司和中交集团的业务协同效应初显。根据公司官网信息显示, 目前在碧水源与中交集团中国城乡的协同效应下, 有近百个环保项目正在落实, 协同意向项目近千亿元, 后续将为碧水源带来可观的新增订单和持续性的稳定盈利。

表 16: 碧水源盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入/百万元	13,767	11,518	12,646	13,934	15,454
增长率(%)	54.8%	-16.3%	9.8%	10.2%	10.9%
净利润(百万元)	2,509	1,245	1,375	1,574	1,984
增长率(%)	36.0%	-50.4%	10.5%	14.5%	26.1%
EPS (元/股)	0.80	0.40	0.43	0.50	0.63
市盈率 (P/E)	21.73	19.75	17.29	15.10	11.98

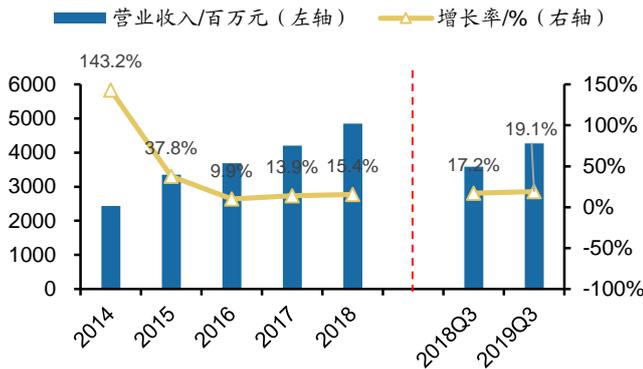
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 股价截至 2019/11/29

**风险提示:** 融资环境改善不及预期; 订单、项目落地速度低于预期; 良业环境本次拟发行 H 股上市存在一定不确定性。

瀚蓝环境：固废及燃气业务稳健增长，拓张危废业务添动力

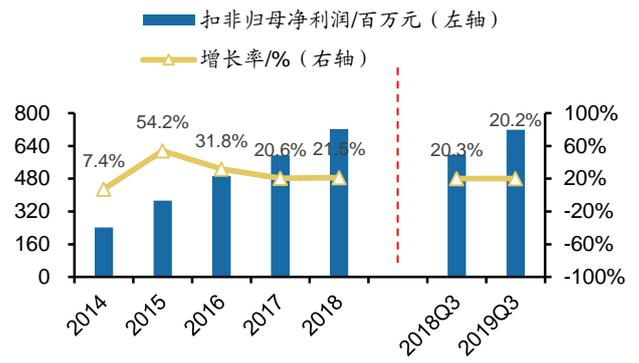
受益于新增固废项目投产，扣非业绩保持高速增长。公司2019前三季度公司实现营业收入42.69亿元（同比+19.05%，下同），扣非归母净利润7.19亿元（+20.18%，2018年同期公司非经常性收益主要系处置富矿收益）。报告期业绩增长主要系新增固废项目投产（2018年以来新增投产大连、廊坊、顺控环投等项目）、江西赣州危废项目于本年度投入运营等因素所致。

图 41：2019前三季度营收同比增长19.1%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

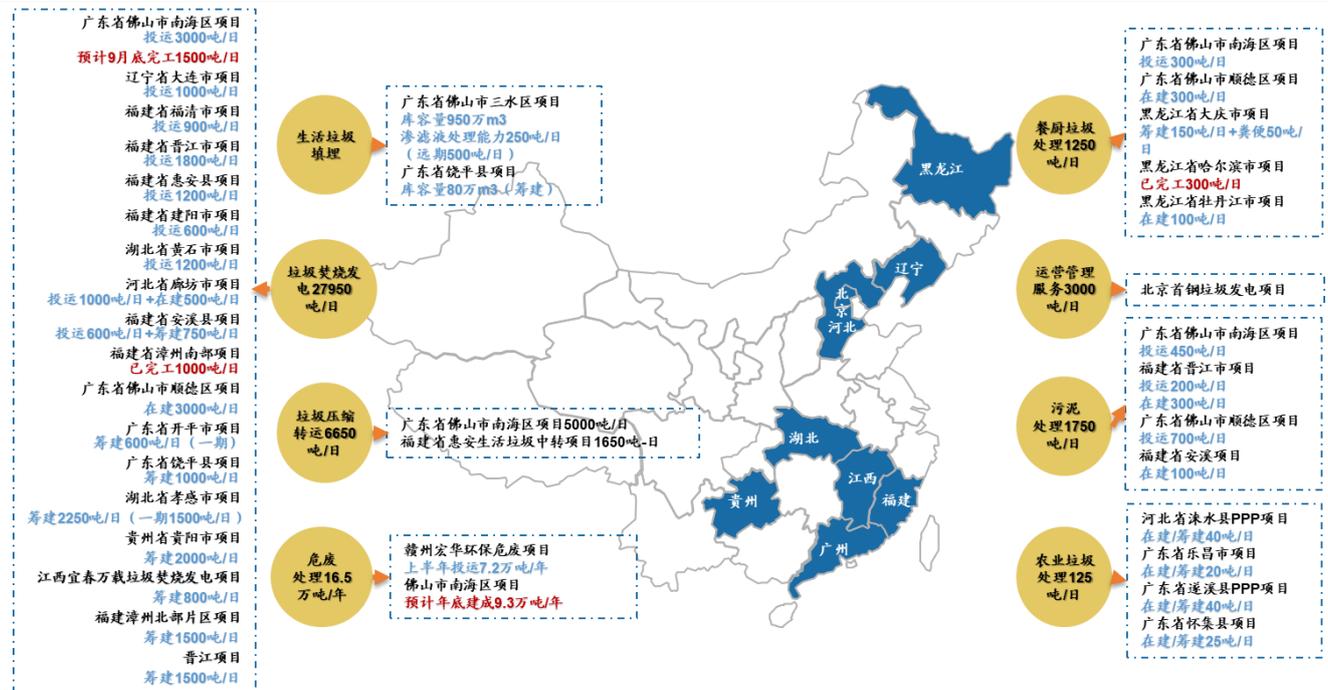
图 42：2019前三季度扣非归母净利润同比增长20%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

根据公告统计目前公司垃圾焚烧在运产能达 1.13 万吨/日，在建及筹备超 1.2 万吨/日（不含盛运）；据中报披露 2019 年内漳州南部 1000 吨/日、南海三期 1500 吨/日及佛山危废项目均将完工。

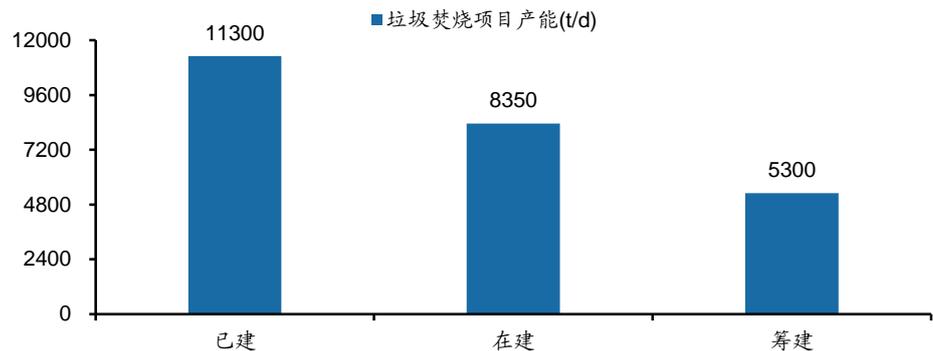
图 43：持续高速外延扩张，预计年内大批项目将竣工



数据来源：定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

公司拟签署部分项目《资产转让协议》，涉及产能规模4300吨/日。近日公司公告披露继2019年6月与盛运环保签署《垃圾焚烧发电项目投资合作框架协议》后，近期拟与盛运环保及淮安中科环保签署部分项目《资产转让协议》，涉及济宁二期（800吨/日）、宣城市二期（1000吨/日）、海阳项目（500吨/日）、乌兰察布（1200吨/日）、淮安二期（800吨/日）5个项目的特许经营权，合计产能达4300吨/日，其中前四个项目盛运环保有权按双方约定原则在2021年4月30日之前享有回购权，以上《协议》尚需盛运环保内部有权决策机构批准后生效。在垃圾分类的大背景下，公司有望向前端垃圾分类及收运环节发展，在现有项目所在地探索相应业务，实现与后端协同。

图 44：垃圾焚烧规模稳步提升，预计2019年内新建成产能达2500t/d（2019.10）



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

表 17：瀚蓝环境盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入/百万元	4,202	4,848	5,466	6,238	7,034
增长率(%)	13.9%	15.4%	12.7%	14.1%	12.8%
净利润(百万元)	652	876	916	1,103	1,319
增长率(%)	28.2%	34.2%	4.6%	20.3%	19.6%
EPS (元/股)	0.85	1.14	1.20	1.44	1.72
市盈率 (P/E)	18.74	12.28	14.29	11.87	9.92

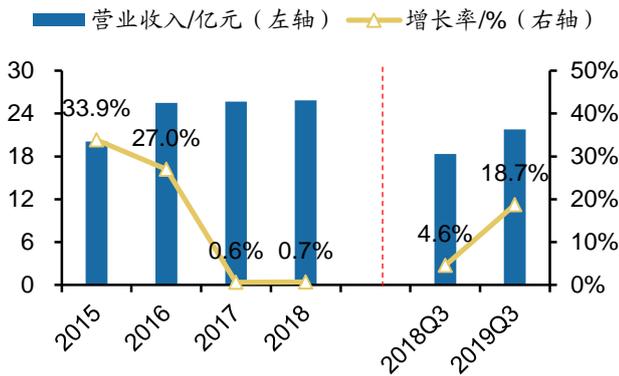
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：股价截至 2019/11/29

**风险提示：**水厂建设进度低于预期，固废项目建设进度不达预期；新建项目资产回报率下滑；燃气下游需求不达预期；燃气采购价格大幅上涨。

### 上海环境：市场化拓展加速，期待项目密集投运提振业绩

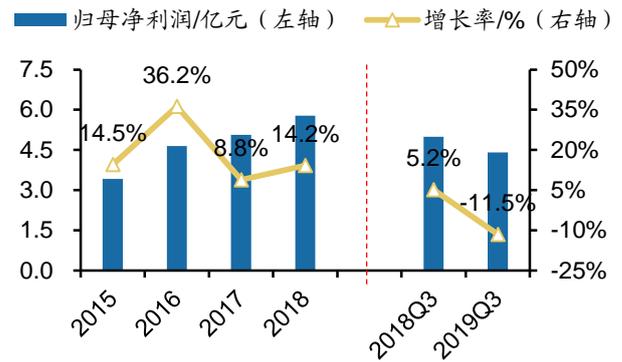
上海环境是城投控股吸收合并阳晨B股（主要是上海和成都的污水处理资产）后，将城投控股原有的环保资产（主要是垃圾焚烧资产）和阳晨B股资产合并分立而形成的分立主体，与2017年3月上市。公司2大业务板块为固废处置（包括垃圾焚烧、垃圾中转）和污水处理（主要在上海和成都两地），同时积极推进“2+4”战略，即加强两大传统业务的同时，积极开拓污泥处置、危废医废、餐厨垃圾处置和土壤修复。公司2019年三季度公司收入21.8亿元，同比增长18.7%。

图 45: 2019前三季度营收同比增长19.1%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 46: 2019前三季度扣非归母净利润同比增长20%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

截至2019年中报, 公司运营生活垃圾焚烧项目11个, 合计规模1.56万吨/日。上半年共计入厂垃圾322.20万吨, 同比增长3.15%; 垃圾焚烧上网电量9.54亿千瓦时, 同比增长4.44%, 其中2017年底投运的洛阳项目上网电量同比增长24%。上半年公司填埋垃圾134.38万吨, 老港沼气发电项目上网电量5,184万千瓦时, 中转垃圾68.35万吨, 处理污水17,951.62万吨。

2018年公司共计入厂焚烧垃圾637万吨, 同比增长12%, 垃圾焚烧上网电量19.43亿千瓦时, 同比增长15%。2019年上半年共计入厂垃圾322.20万吨, 同比增长3.15%; 垃圾焚烧上网电量9.54亿千瓦时, 同比增长4.44%。

表 18: 上海环境历年经营数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
投运规模(吨/日)	7500	8550	10550	14050	15550	15550
垃圾处置量(万吨)	209.49	279.2	358.87	544.37	569.74	637.16
增速		33%	29%	-	5%	12%
发电量(亿千瓦时)	6.49	10.30	13.95	18.53	20.18	23.17
上网电量(亿千瓦时)	5.07	8.01	11.57	15.49	16.95	19.43
增速		58%	44%	34%	9%	15%
吨发电量(千瓦时)	309.71	369.03	388.74	340.37	354.16	363.64
吨上网电量(千瓦时)	242.17	287.03	322.45	284.59	297.45	304.95
自用电率	21.81%	22.22%	17.05%	16.39%	16.01%	16.14%

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

公司在手垃圾焚烧及其他固废垃圾处置项目稳步推进, 其中威海垃圾焚烧项目(1050吨/日)和蒙城垃圾焚烧项目(700吨/日)进展较快, 有望2019年年底投运。项目拓展方面, 公司新增眉岱、威海扩建两个垃圾焚烧项目合计规模1000吨/日, 新增嘉定湿垃圾处置530吨/日、嘉定建设垃圾处置1500吨/日。公司在建项目1.08万吨/日, 拟建项目0.34万吨/日, 合计在手垃圾焚烧规模2.97万吨/日。

表 19: 公司垃圾焚烧项目列表 (截至2019.11)

项目	地点	总投资 (亿元)	日处理规模 (吨/日)	状态	垃圾处理费 (元/吨)
江桥焚烧项目	上海市嘉定区	9.54	1500	运营	207.8
威海焚烧项目	山东省威海市	3.28	700	运营	45
青岛焚烧项目	山东省青岛市	6.98	1500	运营	61
金山焚烧项目	上海市金山区	4.66	800	运营	78.9
老港焚烧项目 (委托运营)	上海浦东老港基地	14.57	3000	运营	
漳州焚烧项目	福建省漳州市	4.16	1050	运营	61
南京焚烧项目	江苏省南京市	10.72	2000	运营	76
松江焚烧项目	上海市松江区	21.19	2000	运营	280.5
奉贤焚烧项目	上海市奉贤区	6.47	1000	运营	207.36
崇明焚烧项目	上海市崇明区	3.76	500	运营	133.55
洛阳焚烧项目	洛阳市高新区	8.12	1500	运营	52
太原焚烧项目	太原市经济技术开发区	7.75	1800	在建	61
成都宝林焚烧项目	四川省成都市		1500	在建	
威海文登焚烧项目	山东省威海市	4.57	700	在建	52
蒙城县焚烧项目	安徽省蒙城县	3.14	700	在建	
奉化项目	宁波市奉化区	6.5	1200	在建	75
金华市第二生活垃圾焚烧发电项目 (一期)	金华市	14.85	2250	在建	90
晋中市市城区项目	山西省晋中市	7.3	1200	在建	115
福州市红庙岭项目	福州晋安	8.2	1200	在建	73
上海老港垃圾焚烧二期 (委托运营)	上海市	36	6000		
新昌县眉岱垃圾焚烧厂	浙江绍兴市	3.29	500	拟建	
威海市扩建项目	山东威海市	3.08	500		
合计			35700		

数据来源: 公司中标公告, 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

表 20: 上海环境盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入/百万元	2,566	2,583	2,897	3,722	4,615
增长率 (%)	0.6%	0.7%	12.2%	28.5%	24.0%
净利润(百万元)	506	578	502	669	821
增长率 (%)	8.8%	14.2%	-13.1%	33.1%	22.8%
EPS (元/股)	0.72	0.82	0.55	0.73	0.90
市盈率 (P/E)	34.63	16.13	19.75	14.84	12.08

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 股价截至 2019/11/29

**风险提示:** 垃圾焚烧项目建设进度低于预期; 新建项目资产回报率下滑, 电价补贴下调风险。

## 风险提示

融资改善政策出台、执行力度不及预期；财务费用增长超过预期；EPC工程结算进度低于预期，运营企业补贴无法按时到位，产能利用率不足。

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 焱：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。