

增持

——维持

日期：2019年12月05日

行业：环保行业



分析师：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezheng@shzq.com

SAC 证书编号: S0870519080002

证券研究报告/行业研究/年度策略

行业凛冬将尽，布局高景气度子行业

——2020年环保行业投资策略

■ 主要观点

板块业绩有所改善，高景气度及运营类资产表现较好

环保板块分季度来看，归母净利润已连续5季度负增长，2019年第三季度同比下降0.98%，降幅已有所收窄，其中水处理子行业三季度单季度已实现正增长(0.52%)。2019Q3板块现金流有所改善，净现金流为90.09亿元，较上年同期的13.07亿元，有明显提高。细分子行业方面，水处理、固废处理改善较大，考虑运营项目投产后带来的运营收入改善了行业经营性现金流。部分环保企业确认收入会集中在四季度，年报预期现金流或将继续有所改善。

板块估值下调空间有限，环保需求仍在，看好企业业绩修复带来的投资机会

板块估值及相对沪深300溢价率已接近五年的最低位，细分板块方面，土壤修复、水处理、大气治理子行业PE较低。此前细分子行业中水处理和生态园林受PPP清库及融资收紧影响，业绩下滑较严重。2020年是黑臭水体、流域治理等规划的考核时间节点，叠加“长江大保护”的推进，环保市场有望加速释放，需求仍在。部分企业通过调整业务结构，推进EPC或者运营类业务达到净利润增长，随着企业运营项目投产、应收账款回款，行业项目历史包袱正逐步消化，高景气度子板块有望迎来业绩、估值双修复，看好企业业绩好转带来的投资机会。

围绕环保实际需求，积极布局固废处理、长江经济带区域环境治理

1) 垃圾焚烧需求明确，产能仍有较大提升空间，“十三五”期间预计新建处理设施投资额达到1699.3亿元。运营端估算2020年单年度运营端空间达435亿元。前期在手项目的推进叠加补贴退坡可能的倒逼，行业龙头集中度有望提升，垃圾焚烧行业将进入投产大年，单吨垃圾发电量优势突显，具有规模优势、技术优势和丰富运营经验的龙头企业将更具竞争力；2) 餐厨垃圾处理产能扩产需求明确，预估2019/2020餐厨处理市场空间达到814.38亿元/861.14亿元。未来垃圾分类政策的长期推进下看好优质企业受益行业成长带来的业绩弹性；3) “长江大保护”带动区域环保市场释放，加速环保运营类业务市场化，环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力，运营经验丰富的优质企业或将优先受益。

■ 投资建议：评级未来十二个月内，行业评级“增持”

■ 风险提示

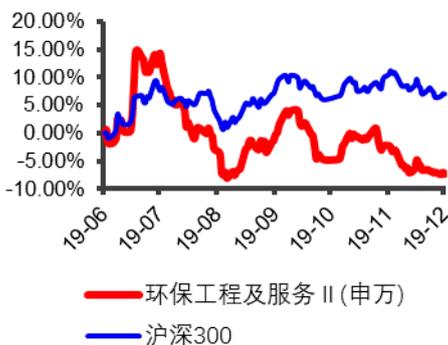
环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
伟明环保	603568.SH	21.40	0.79	0.97	1.15	27.09	22.06	18.61	增持
维尔利	300190.SZ	6.40	0.30	0.43	0.58	21.33	14.88	11.03	谨慎增持
国祯环保	300388.SZ	10.07	0.42	0.55	0.71	23.98	18.31	14.18	增持
碧水源	300070.SZ	7.23	0.40	0.42	0.48	18.08	17.21	15.06	暂未评级

资料来源：上海证券研究所，股价为2019年12月4日收盘价(碧水源EPS采用Wind一致预期)

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

目 录

一、融资环境有望改善，环保推进力度不减	4
1.1 规划时间节点将近，环保市场有望加速释放	4
1.2 财政支持环保行业力度进一步加大	5
1.3 上市企业发债情况：下半年票面利率稍有降低	6
二、政策提振行业景气度，板块估值仍处低位	7
2.1 板块涨幅排名靠后，行情回归基本面	7
2.2 板块估值仍接近5年最低位	9
2.3 公募基金环保持仓同比持续下滑，持仓集中度较高	10
三、业绩回顾：高景气度及运营类资产表现较好	11
3.1 板块净利润降幅有所收窄	11
3.2 资产负债率持续走高，现金流2019Q3有所改善	14
四、布局高景气度子行业	15
4.1 看好“长江大保护”带来的区域环保需求	15
4.2 看好企业业绩修复带来的投资机会	18
4.3 产能加速投放，看好运营类资产——固废处理	19
五、环保行业评级与策略	22
5.1 维持环保行业“增持”评级	22
5.2 投资策略	22
六、重点公司	24
七、风险提示	25

图

图 1 公共财政支出：节能环保：累计值：亿元	6
图 2 2016 年来启迪桑德发行债券票面利率情况 (%)	6
图 3 2019 年年初至 12 月 4 日环保行业走势对比 (%)	8
图 4 环保板块年初至今涨幅靠后 (%)	8
图 5 环保细分子版块年初至 11 月 19 日涨跌幅	9
图 6 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率(2014/12/4-2019/12/4)	9
图 7 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率(2014/12/4-2019/12/4)	9
图 8 基金对环保标的持股比例	10
图 9 2015-2019Q3 环保行业业绩增速 (%)	11
图 10 2017Q1-2019Q3 分季度环保业绩增速 (%)	11
图 11 细分子行业 2019Q3 营收、归母净利润增速 (%)	12
图 12 大气治理子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	12
图 13 水处理子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	13
图 14 固废处理子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	13
图 15 土壤修复行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	13
图 16 环卫子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	13
图 17 环境监测子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%)	13

图 18 园林子行业归母净利润分季度情况 (亿元、%) 13

图 19 2017-2019Q3 环保行业及细分行业期间费率 14

图 20 2017-2019Q3 细分行业分季度财务费率 (%) 14

图 21 环保行业及细分行业资产负债率情况 14

图 22 2017-2019Q3 环保及细分行业分季度 ROE 情况 14

图 23 2015-2019 环保及细分行业应收账款周转天数 15

图 24 环保及细分行业经营性现金流情况 (亿元) 15

图 25 长江流域各省份断面数量 16

图 26 长江经济带管理库累计落地项目及投资额 17

图 27 碧水源 EPC、PPP 新增订单情况 (亿元) 19

图 28 公司垃圾焚烧运营规模: 万吨/日 (2019H1) 20

图 29 公司在建项目垃圾焚烧规模: 万吨/日 (2019H1) 20

图 30 公司吨垃圾发电量: 千瓦时 (2019 年中报) 21

表

表 1 环保行业政策 4

表 2 2019 年上市公司 (部分) 发行债券票面利率情况 7

表 3 环保各细分板块的 PE (截至 11 月 19 日) 10

表 4“长江大保护”相关政策文件 16

表 5 芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目情况 18

表 6 国资与环保企业合作情况 18

表 7 多省出台垃圾焚烧长期专项规划 19

表 8 垃圾分类产业链发展的时间节点 21

一、融资环境有望改善，环保推进力度不减

1.1 规划时间节点将近，环保市场有望加速释放

环保板块前三季度整体业绩持续承压，主要仍是受困于现金流问题，但从行业大方向来看，生态环保明确为重点领域短板，综合相关行业政策，2020年是规划文件的一个重要时间节点，环保各细分子行业市场有望加速释放。

表 1 环保行业政策

政策	2020 年	远期时间节点
农村环境		
《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》	全面建成小康社会的目标如期实现；永久基本农田保护面积不低于 15.46 亿亩。 农村饮用水水源保护： 供水人口在 10000 人或日供水 1000 吨以上的饮用水水源调查评估和保护区划定工作； 农村生活垃圾污水治理： 东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，基本实现农村生活垃圾处置体系全覆盖；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，力争实现 90% 左右的村庄生活垃圾得到治理； 养殖业污染治理： 所有规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到 95% 以上； 种植业污染： 全国秸秆综合利用率达到 85% 以上；	2022：乡村振兴的制度框架和政策体系初步健全 2022：收运处置体系覆盖范围进一步提高，并实现稳定运行
《农业农村污染治理攻坚战行动计划》、《关于建立健全农村生活垃圾收集、转运和处置体系的指导意见》		
大气治理		
《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》	新建项目全部达到超低排放水平，2020 年 10 月底前，京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造；	2022 年：珠三角、成渝、辽宁中部、武汉籍周边、长株潭、乌昌等区域基本完成； 2025 年：2025 年前全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上	
《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	巩固“散乱污”企业综合整治成果，狠抓柴油货车、工业炉窑和挥发性有机物（VOCs）专项整治；建立健全以改善环境空气质量为核心的 VOCs 污	

染防治管理体系，实施重点地区、重点行业 VOCs 污染减排，排放总量下降 10% 以上；
在电子、包装印刷、汽车制造等 VOCs 排放重点行业全面推行排污许可制度

水处理

《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》

2019 年底，其他地级城市建成区黑臭水体消除比例显著提高，2020 年底达到 90% 以上。

《水十条》、《重点流域水污染防治规划 (2016-2020 年)》

七大重点流域 III 类水比例达 70% 以上；
城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体高于 93%；
近岸海域水质优良(一、二类)比例达到 70% 左右；
京津冀区域劣 V 类下降 15 个百分点；
新增完成环境综合整治的建制村 13 万个；
全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右；

2030 年：

全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75% 以上；
城市建成区黑臭水体总体得到消除；
城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体为 95% 左右

垃圾分类

《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》

46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；
新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日；
垃圾焚烧产能达 59 万吨/日，焚烧处理占比达 50% 以上

2022 年：各地级市至少有一个区实现垃圾分类全覆盖；

2025 年：全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统；按日本发展经验及相关预测，焚烧占比可达 65% 以上；

远期：垃圾处理呈集约化

环境监测

《生态环境监测质量监督检查三年行动计划 (2018-2020 年)》

对生态环境监测机构、排污单位、运维机构三类主体实行全覆盖检查，其中重点检查京津冀及周边区域、长三角区域、汾渭平原等重点区域和造纸、火电、钢铁、化工、城市污水处理等行业；
2020 年底前，实现土壤环境质量监测点位所有县(市、区)全覆盖。

土壤修复、固废处理

《土壤污染防治法》、《“十三五”生态环境保护规划

受污染耕地安全利用率达到 90% 左右，污染地块安全利用率达到 90% 以上；
全国工业固体废物综合利用率提高到 73%；
2020 年重点行业的重点重金属排放量要比 2013 年下降 10%；

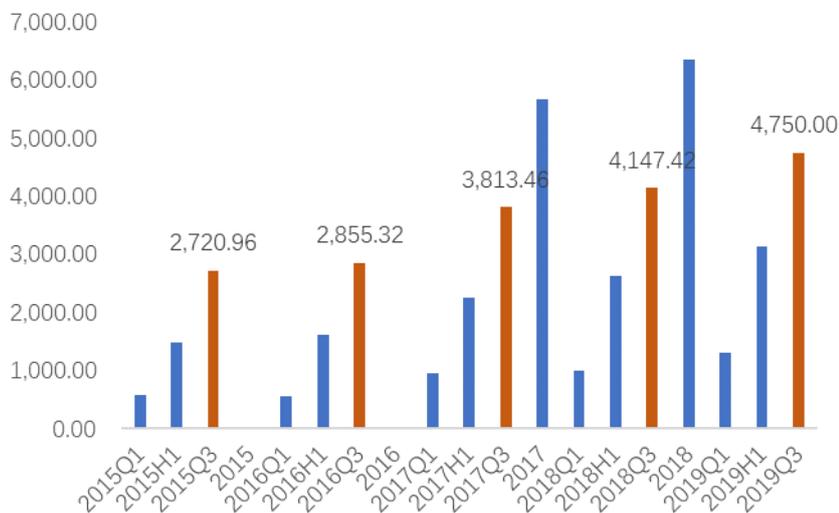
数据来源：政府网站，上海证券研究所

1.2 财政支持环保行业力度进一步加大

2007 年政府将环保支出科目正式纳入国家财政预算以促进环

境污染治理行业的发展。2019 年前三季度公共财政支出达到 17.86 万亿元,同比增长 9.38%。节能环保支出 2015 年以来逐年增加,2019 前三季度节能环保支出 4750 亿元,同比增幅最大,为 14.53%。

图 1 公共财政支出:节能环保:累计值:亿元



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

专项债释放加速, 拉动地方投资。财政部数据显示, 2019 年前三季度全国发行地方政府债券 41,822 亿元, 其中新增地方政府专项债为 21,297 亿元; 前三季度地方政府专项债债券平均发行期限为 8.8 年; 地方政府专项债债券平均发行利率为 3.42%。相较以往, 今年新增地方政府债券进度更快、期限更长, 成本更低。生态环保是专项债券的重点支持领域, 专项债的加速发行有望直接拉动地方投资, 刺激环境治理市场释放。

1.3 上市企业发债情况: 下半年票面利率稍有降低

2016 年以来, 环保企业发行债券利率不断走高, 统计了主要环保上市企业的发债情况, 2016 年-2018 年平均票面利率分别为 3.53%、5.22%、5.39%、6.24%; 从企业来看, 以启迪桑德为例, 2018 年、2019 年票面利率明显高于 2017 年。比较 2019 年来主要企业发行债券情况, 2019 年下半年票面利率有所降低。

图 2 2016 年来启迪桑德发行债券票面利率情况 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 2 2019 年上市公司 (部分) 发行债券票面利率情况

代码	名称	发行时间	债券名称	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率
002310.SZ	东方园林	2019 年 1 月	19 东林 01	5.2	2	7.50%
002310.SZ	东方园林	2019 年 2 月	19 东林 02	7.8	2	7.50%
000826.SZ	启迪环境	2019 年 2 月	19 启迪 G1	6	2.0	6.60%
603588.SH	高能环境	2019 年 3 月	G19 高能 1	6	3	7.00%
300070.SZ	碧水源	2019 年 4 月	19 碧水源 CP001	10	1.0	6.30%
603588.SH	高能环境	2019 年 8 月	G19 高能 2	1.9	3	5.35%
603588.SH	高能环境	2019 年 8 月	G19 高能 3	4.1	3	5.50%
000826.SZ	启迪环境	2019 年 8 月	19 启迪环境 SCP001	5	0.7	5.90%
000826.SZ	启迪环境	2019 年 9 月	公开发行绿色公司债券	5	5.0	6.50%
600008.SH	首创股份	2019 年 11 月	19 首股 Y1	30	3	4.20%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、政策提振行业景气度，板块估值仍处低位

2.1 板块涨幅排名靠后，行情回归基本面

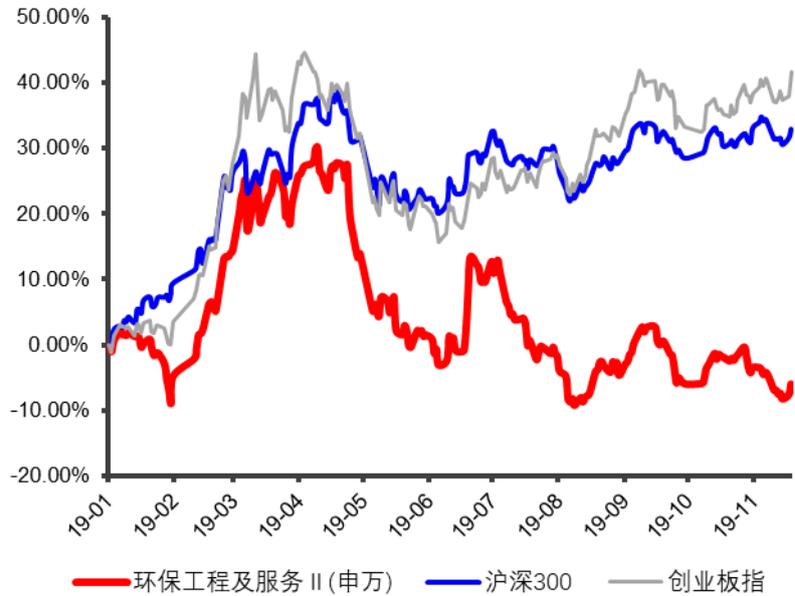
年初以来上证综指上涨 15.41%，创业板指上涨 33.85%，沪深 300 上涨 27.87%，环保工程及服务（申万）指数下跌 8.94%，分别跑输上证综指 24.35pct、创业板指 42.79pct。

年初时受益于融资利好政策，此前受困于现金流问题而跌幅较大的环保板块伴随大盘也出现回暖，环保板块与沪深 300 的涨幅差距缩窄，但企业现金流、业务结构调整带来的影响具有滞后性，板块年报业绩、中报业绩普遍未出现明显改善，大盘回落后，板块与其涨幅差距进一步扩大。但环保板块对政策敏感，7 月份受垃圾分类政策提振，固废处理、环保设备、环卫服务等相关环保题材出现较大涨幅，环保细分板块出现分化，板块行情回归基本面，运营类

资产明显好于工程类资产。

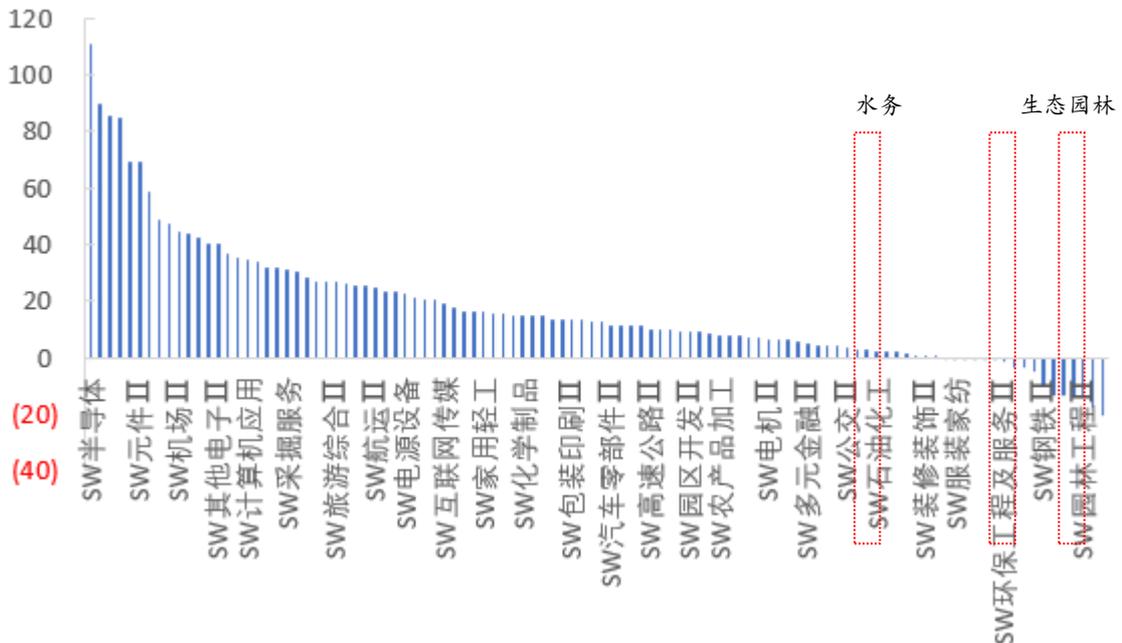
从年初至今，在 104 个申万二级板块中，SW 水务 II、SW 环保工程及服务 II、SW 园林工程 II 涨幅排名分别为 80/104、93/104、101/104。

图 3 2019 年年初至 12 月 4 日环保行业走势对比 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 环保板块年初至今涨幅靠后 (%)

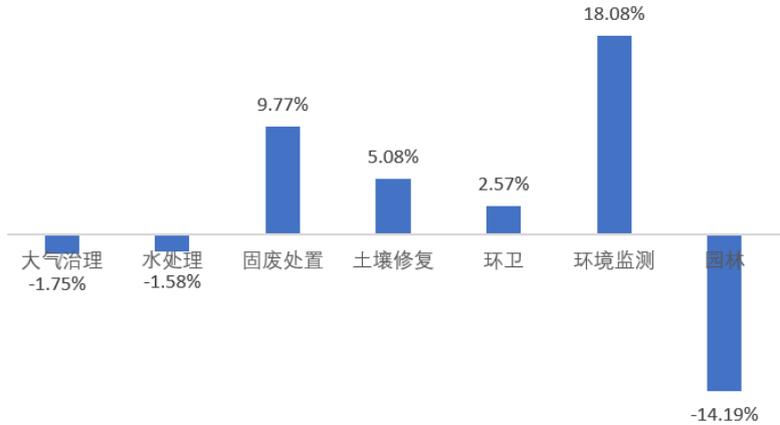


数据来源: Wind, 上海证券研究所

细分子行业涨跌幅方面，我们按主营业务分为大气治理、水处理、固废处置、土壤修复、环卫、环境监测及生态园林子行业。2019 年年初至今环保子行业行情有所分化，业绩稳健、现金流状况良好

的子板块收益率较好，其中环境监测上涨 18.08%，其次为土壤修复固废处置 9.77%，而仍受困于现金流的生态园林工程类板块，跌幅最大，为-14.19%，行情回归基本面。

图 5 环保细分子版块年初至 12 月 4 日涨跌幅

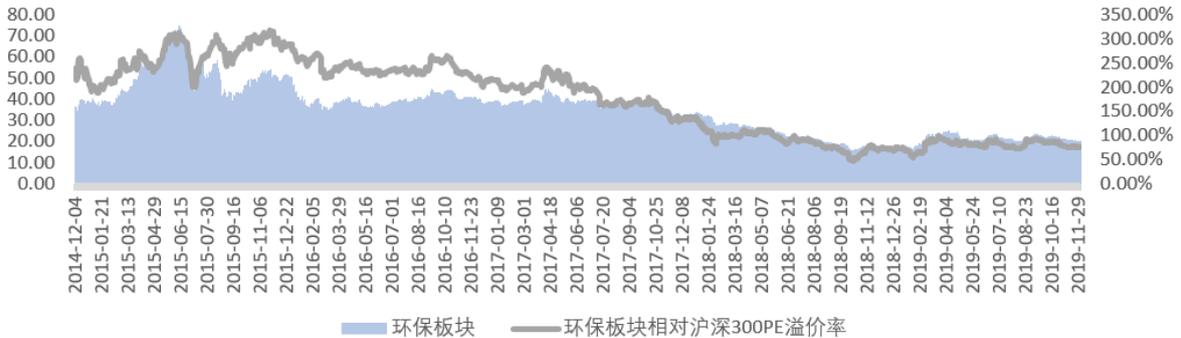


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.2 板块估值仍接近 5 年最低位

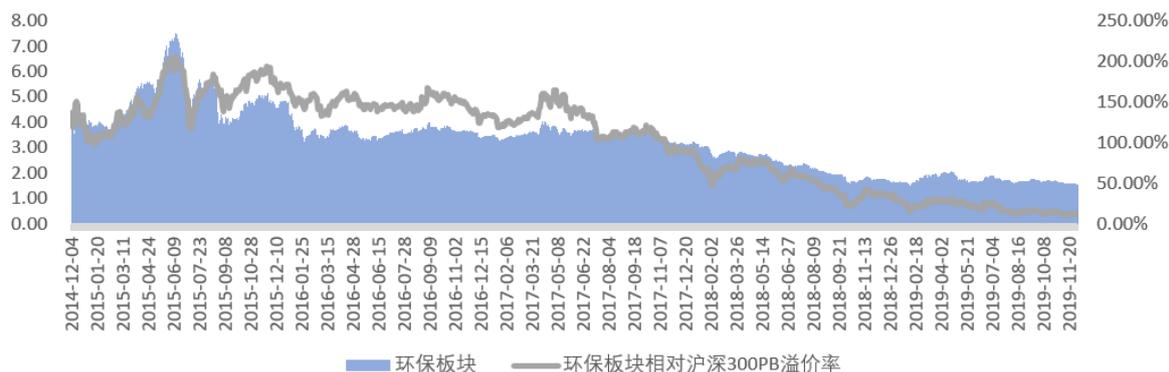
环保板块的估值及相对沪深 300 溢价率 5 年历史最低位为 15.38、48.71%，中值分别为 37.12、169.09%，12 月 4 日，环保板块市盈率为 20.24，相对沪深 300 的估值溢价率为 75.65%。市净率为 1.57(整体法, 剔除负值), 相对沪深 300 的估值溢价率为 11.61%，仍处在历史最低位附近，板块继续下调空间有限。

图 6 环保板块 PE 及相对沪深 300 溢价率 (2014/12/4-2019/12/4)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 环保板块 PB 及相对沪深 300 溢价率 (2014/12/04-2019/12/04)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

细分板块方面, 土壤修复、水处理、大气治理子行业 PE 较低, 为 15.41、18.43、18.69, 生态园林 PE 相对较高考虑企业利润下滑, 每股收益降低所致, 随着企业运营项目投产、应收账款回款, 高景气度子板块有望迎来业绩、估值双修复。

表 3 环保各细分板块的 PE (截至 12 月 4 日)

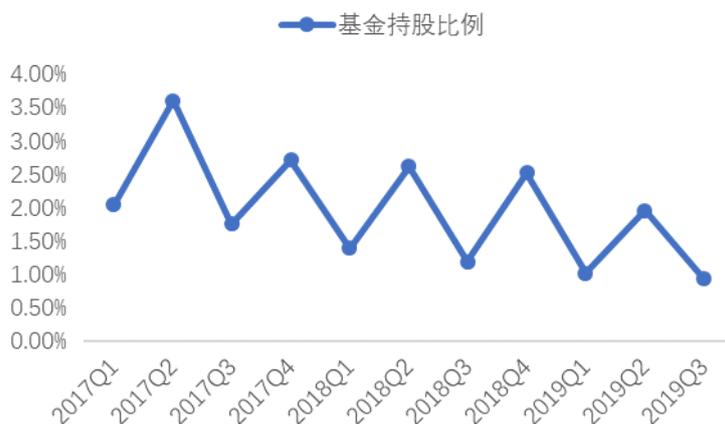
细分板块	PE	相对沪深 300PE 溢价率
水处理	18.43	59.98%
大气治理	18.69	62.24%
固废处置	23.73	105.99%
土壤修复	15.41	33.77%
环卫	20.16	75.00%
环境监测	27.91	142.27%
生态园林	23.25	101.82%
沪深 300	11.52	-

数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 公募基金环保持仓同比持续下滑, 持仓集中度较高

我们对环保板块的股票机构持仓情况进行统计, 2019Q3 公募基金对环保标的持股比例为 0.94% (统计个股持股数量及三季度末总股本), 环比下滑 1.02pct, 但从 2017 年以来数据看, 环保股在 Q3 都会面临减仓, 但同比仍下滑 0.25 pct, 同比来看环保股基金持仓持续下滑, 2019Q3 为 2017 年以来的最低水平。三季度末基金持股市值仅 66.71 亿元, 持仓水平较低。

图 8 基金对环保标的持股比例



数据来源：年报，上海证券研究所

2019Q3 基金重仓持有的环保公用事业行业前十家公司分别是华测检测、东江环保、兴蓉环境、碧水源、伟明环保、瀚蓝环境、铁汉生态、重庆水务、上海环境和首创股份，基金持股总市值合计 53.84 亿元，占基金持环保股总市值的 80.72%，2019Q2 前十占比为 78.86%，行业的持仓集中度有所提升，涉及的细分行业主要为固废危废、污水处理、第三方监测等商业模式较清晰的子行业。

对比 2019Q2，板块中仅有 6 家公司在 2019Q3 获得了基金增持，分别为维尔利、天瑞仪器、联泰环保、绿色动力、富春环保、龙马环卫，获得增持的公司中有 3 家为固废处理企业，1 家环境监测企业，1 家水处理企业，1 家环卫龙头企业。

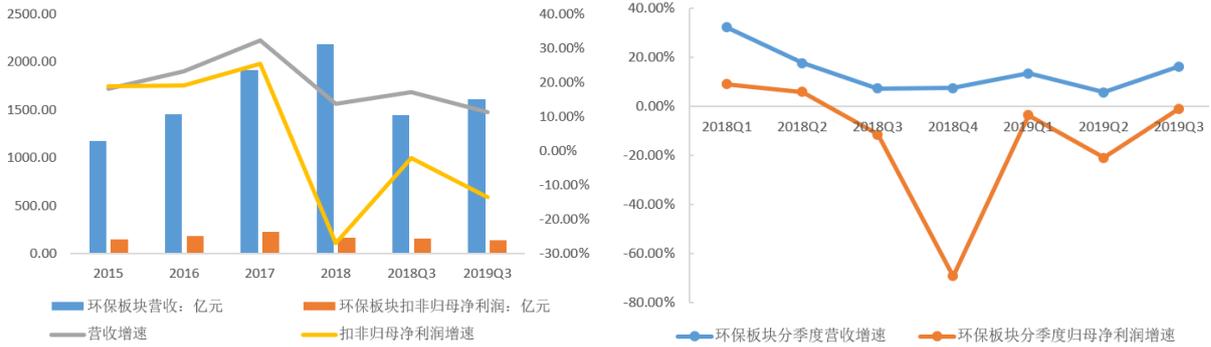
三、业绩回顾：高景气度及运营类资产表现较好

3.1 板块净利润降幅有所收窄

剔除一些大额亏损的企业后我们统计了环保板块 73 家上市企业，板块 2019 年前三季度总计实现营业总收入 1616.14 亿元，去年同期值 1450.40 亿元，同比增长 11.43%，业绩增速仍在较低水平；实现归母净利润 139.68 亿元，同比降低 13.51%。分季度来看，归母净利润已连续 5 季度负增长，相较 2019 年第二季度-20.88% 的增长，2019 年第三季度同比下降 0.98%，降幅已有所收窄。

图 9 2015-2019Q3 环保行业业绩增速 (%)

图 10 2017Q1-2019Q3 分季度环保业绩增速 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

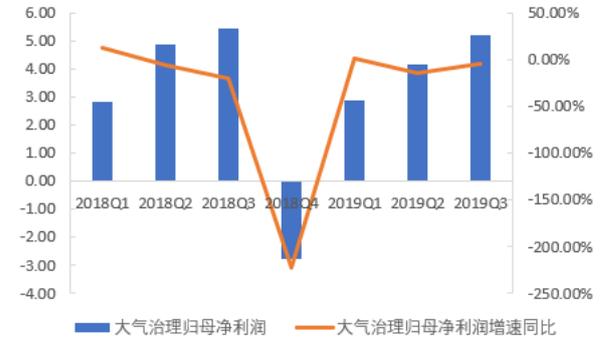
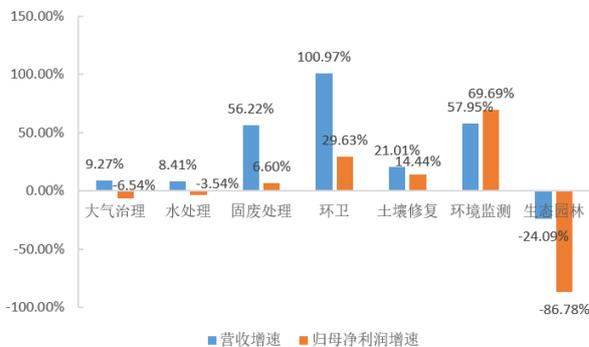
从细分子行业板块来看,前三季度营收规模最大的为水处理(508.71亿元),其次为生态园林(322.25亿元)、环卫(321.77亿元),营收规模最小的为土壤修复(89.20亿元)。从营收增速上看,受垃圾分类政策推动影响,相关板块环卫子板块增速最高(100.97%)、固废处理增速其次(56.22%)。

归母净利润方面,前三季度规模最大的为水处理(64.24亿元),其次为固废处理(39.83亿元)。增速方面,除大气治理(-14.63%)、生态园林(-86.78%)、水处理(-3.54%)外,其他子版块仍保持正向增长,其中增速较高的为土壤修复(29.63%)、受垃圾分类推动的环卫(27.59%)。其中土壤修复归母净利润同比增速基本保持稳定。

分季度来看可以看到生态园林 2019 年以来归母净利润降幅逐步缩窄,水处理子行业虽然前三季度归母净利同比降低,但三季度单季度已实现正增长(0.52%),业绩实际有所改善。环境监测第三季度归母净利润有所下滑,下降 14.49%。受益于垃圾分类,环卫子行业 2019Q2、2019Q3 净利润出现明显增长。土壤修复子行业 2019 年以来保持了较稳定的增速,三季度增长率分别为 32.25%、39.42%、23.61%。

图 11 细分子行业 2019Q3 营收、归母净利润增速 (%)

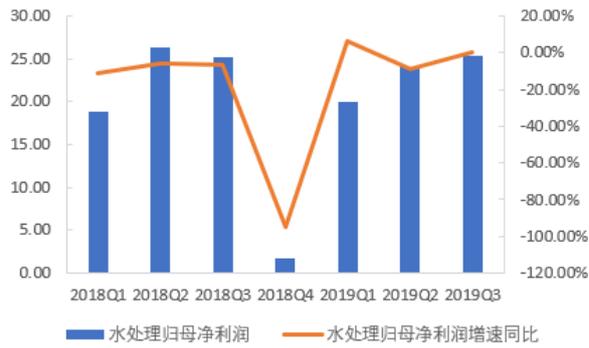
图 12 大气治理子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 水处理子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



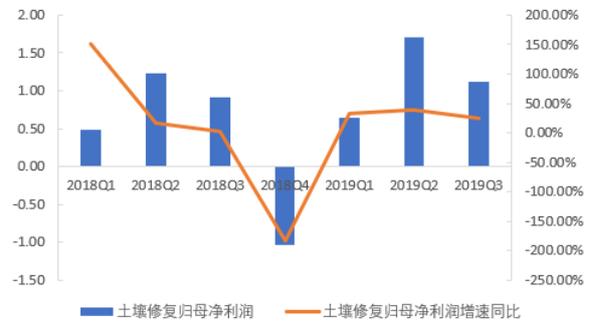
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 固废处理子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 土壤修复行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



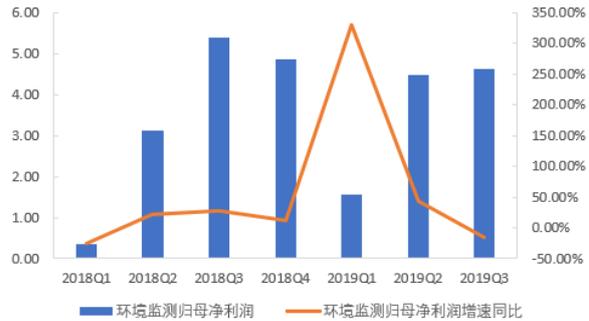
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 环卫子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 环境监测子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 园林子行业归母净利润分季度情况(亿元、%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

板块期间费用率较上年同期上升 0.47pct, 2019Q3 板块整体期间费用率较年初情况有所改善。费用率最高的为环境监测(24.17%), 主要是其销售费用率较高所致。其次为生态园林(18.02%)。2019 三季报显示, 细分板块方面大气治理、固废处理、土壤修复、环卫期间费用率下降, 其余均上升, 其中上升最多的为园林子行业, 费用率上升 3.97pct。水处理子行业同比上升 1.43pct。

财务费用率，板块较上年同期增加 0.58pct。

对细分子行业的财务费用率分季度来看，各细分子行业普遍在一季度财务费用率达到最高，第三季度除生态园林外均环比下降，但生态园林 2019Q3 财务费用率环比基本保持稳定，较年初情况仍有较好改善。

图 19 2017-2019Q3 环保行业及细分行业期间费率

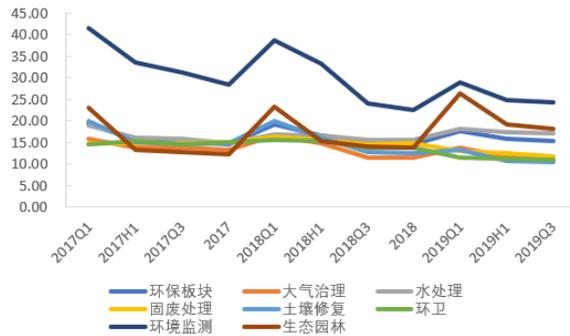
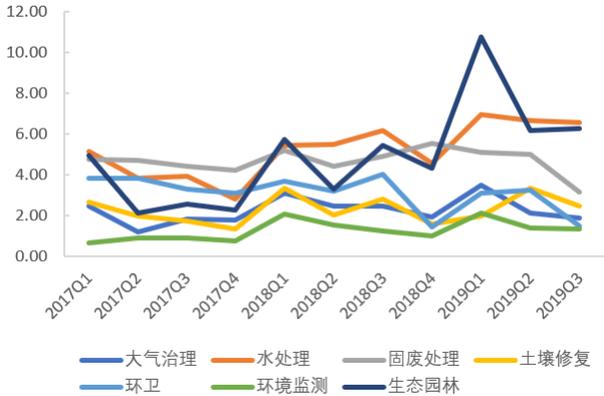


图 20 2017-2019Q3 细分行业分季度财务费率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

净利率端，三季报显示细分板块同比均有所下降。净利率最高的为水处理 (14.22%)，其中固废处理、生态园林净利率下降较多，分别为 5.78pct、5.56pct。分季度来看，大气治理、环境监测、生态园林分别环比增长 1.08pct、0.55pct、1.20pct。

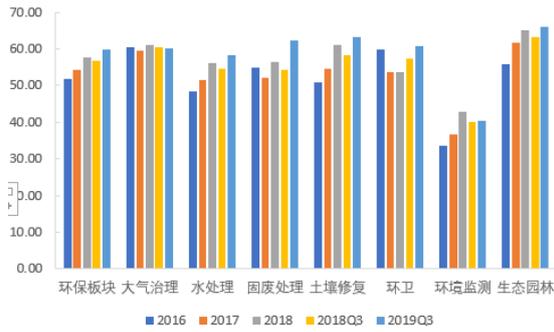
毛利率端环保板块同比略降 2.25pct。大气治理、园林下降较多，分别为 1.41pct、0.72pct。环境监测毛利率最高，且基本保持稳定，为 44.24%。分季度来看，环保板块整体环比略降 0.83pct，基本保持稳定。

3.2 资产负债率持续走高，现金流 2019Q3 有所改善

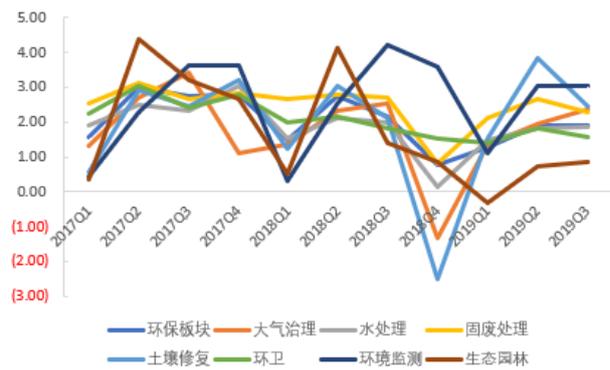
环保企业项目模式主要为 BOT、PPP 项目，企业收入增长依靠资产负债表扩张驱动。资产负债率较高的细分子行业为生态园林 (65.89%)、土壤修复 (63.16%)、固废处理 (62.15%)。环保行业资产负债率 2016 年以来持续走高，2019Q3 资产负债率为 59.85%，同比增长 3.24pct，细分子行业来看，固废处理、土壤修复、水处理子行业资产负债率上升较大，分别为 7.94pct、5.02pct、3.72pct。相对应的 ROE 却有所下滑，板块整体 ROE 同比下降 1.31pct，仅土壤修复、环境监测同比上升。但分季度来看，板块整体环比下滑 0.03pct，各细分行业环比变幅不大，板块整体三季度有所企稳。

图 21 环保行业及细分行业资产负债率情况

图 22 2017-2019Q3 环保及细分行业分季度 ROE 情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

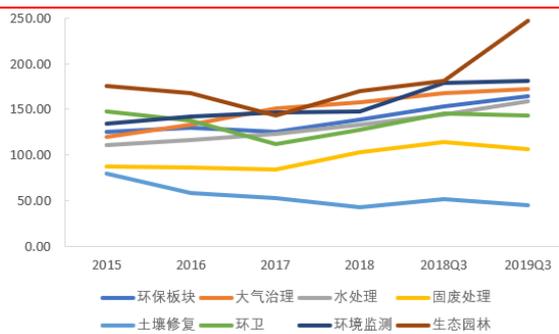


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

环保板块应收账款周转天数 2019Q3 为 164.27, 较上年同期有所增长, 环保类企业通常议价能力较低, 项目回款不及时将进一步增加企业经营压力。细分子行业方面, 最短的为土壤修复 (45.04 天), 主要考虑土壤修复企业项目主要为 EPC, 随工程进度确认收入, 周期较短。同比下降较多的子行业为固废处理, 同比下降 7.31 天, 主要考虑固废企业虽然是重资产, 但主要以运营为主, 回款速度较快, 因此在现金流方面的压力相对较小。

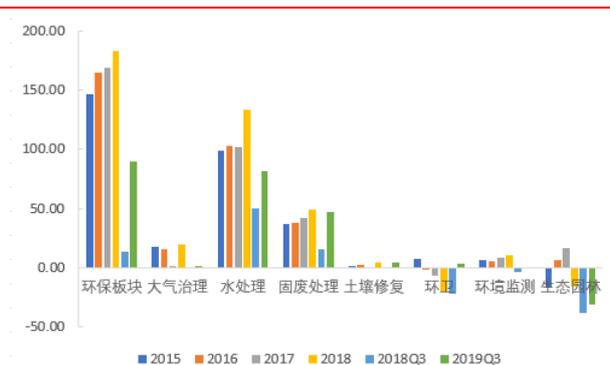
2019Q3 板块现金流有所改善, 净现金流为 90.09 亿元, 较上年同期的 13.07 亿元, 有明显提高。细分子行业方面, 水处理、固废处理改善较大, 其中固废子行业实现经营性现金流 47.46 亿元, 上年同期仅为 15.35 亿元, 考虑固废子行业上年扩张的项目投产后带来的运营收入改善了行业经营性现金流所致。考虑到部分环保企业确认收入会集中在四季度, 年报预期现金流或将继续有所改善。

图 23 2015-2019 环保及细分行业应收账款周转天数



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 24 环保及细分行业经营性现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、布局高景气度子行业

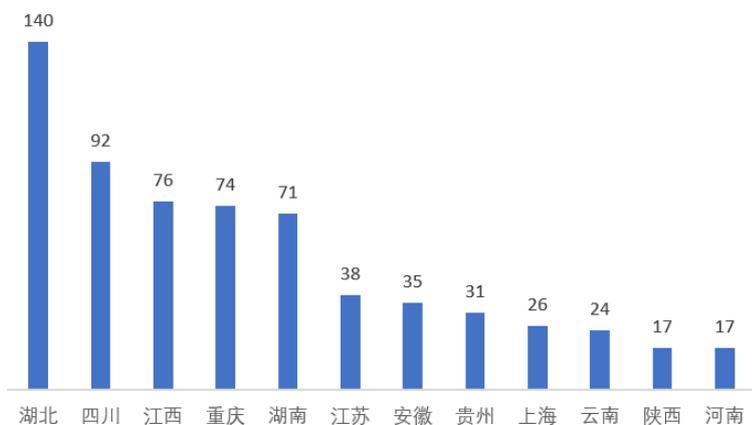
4.1 看好“长江大保护”带来的区域环保需求

“长江大保护”中的长江流域指青海、西藏、四川、云南、重

庆、湖北、湖南、江西、安徽、江苏、上海 11 个省、市，支流延伸至的贵州、甘肃、陕西、河南、广西、广东、浙江、福建 8 个省、自治区的部分地区，总计 19 个省级行政区。而长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州等 11 个省市，两者概念有所区别，但长江经济带人口和生产总值均超过全国的 40%，且流域种国控断面较多集中在经济带区域，我们认为长江经济带城市或将优先受益“长江大保护”的政策推动。

按照《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，长江流域现有国控断面为 648 个，其中湖北、四川、江西的国控断面数量最多。

图 25 长江流域各省份断面数量



数据来源：《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，上海证券研究所

政策面上，“长江大保护”先后开展了工业污染专项整治、长江入河排污口专项整治等 5 项专项行动，政策推动力强。

表 4 “长江大保护”相关政策文件

时间	政策	部门	内容要点
2018.07	《长江保护修复攻坚战行动计划》	工信部、发改委、环境保护部等	全面推进绿色制造，减少工业发展对生态环境的影响，实现绿色增长
2018.09	《共抓长江水生态保 护力推美丽长江 建设行动方案 (2018-2022 年)》	水利部、农业农村部	共同推动尽快启动实施一批重大水生态修复项目
2018.11	《关于加快推进长江 经济带农业面源污染 治理的指导意见》	发改委、环境保护部、农业农村部等	加快推进长江经济带农业农村面源污染治理
2019.03	生态环境部与三峡集团签署了《长江大保护战略合作协议》	-	双方将通过人才、技术、资金和市场等方面深度合作，共建国家长江生态环境保护修复联合研究中心（以下简称长江研究中心），探索产学研用合作新模式，推动项目研发、工程实践、成果推

广和平台建设。

2019.05	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资项目管理暂行办法》	发改委	投资重点用于支持有利于长江经济带生态优先、绿色发展，对保护和修复长江生态环境、改善交通条件具有重要意义的长江经济带绿色发展项目，最高可获 60% 的补助
2019.11	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	中共中央 国务院	到 2025 年，跨界区域、城市乡村等区域板块一体化发展达到较高水平，在科创产业、基础设施、生态环境、公共服务等领域基本实现一体化发展，全面建立一体化发展的体制机制。

数据来源：政府网站 上海证券研究所

PPP 项目库中，截至 2019Q3 累计长江经济带项目总数 4145 个，投资额 7.3 万亿，其中投资前三位的省份是贵州、云南、浙江。管理库累计长江经济带落地项目总数 2713 个，投资额 4.8 万亿元，其中落地项目投资额前三位为浙江（7505 亿元）、云南（7455 亿元）、贵州（7202 亿元）。

图 26 长江经济带管理库累计落地项目及投资额



数据来源：Wind 上海证券研究所

《关于推动三峡集团在长江经济带共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》确立了三峡集团的骨干作用，按发改委要求至 2020 年，三峡集团规划每年投入长江大保护项目规模 300 到 500 亿元、带动社会资金 3000 到 5000 亿元。

从三峡集团已经落地的 77 亿的九江市中心城区水环境综合治理项目和 44 亿的芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目，可以看到“长江大保护”相关项目特点：1) 治理模式方面，立足城乡一体化，推进项目厂网一体，污水处理提质增效，提高系统效能；2) 管理模式上企业建管，政府监督，项目中运营部分(污水厂、污水管网运营)交由其他社会资本方；3) 商业模式方面，盘活存量，带动增量。

表 5 三峡集团芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目情况

项目名称	芜湖市城区污水系统提质增效(一期)项目	
存量资产	朱家桥、城南、滨江、城东、高安污水处理厂及其涉及的污水泵房、污水管网等资产,以及大龙湾污水处理厂涉及的污水泵房、污水管网等	
项目内容	污水处理厂提标改造	朱家桥污水处理厂一期、二期提标改造工程、三期扩建工程、城南污水处理厂提标改造工程、滨江污水处理厂一期一阶段提标改造工程、扩建工程⑤新建大龙湾污水处理厂
	污水处理厂新建	大龙湾污水处理厂
	委托运营	城东污水处理厂和高安污水处理厂
	存量管网排查与整治	建成区内市政道路雨污水管网进行混接排查
	污水管网及泵站完善	
项目模式	TOT+BOT+ROT+OM	
金额(亿元)	43.7	

数据来源: 项目信息公众号 上海证券研究所

“长江大保护”项目内容多,项目体量大,有望刺激区域环保投资。对上市企业而言,积极参与“长江大保护”,有利于扩充自身的市场份额,打造品牌知名度。

以三峡集团承接的项目为例,项目运营部分通常由其他社会资本方实施,环保运营类业务市场化加速。年初以来,国资入股环保企业频现,随着推进大尺度的区域环保项目的趋势明显,环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力。运营经验丰富的优质企业或将优先受益。

表 6 国资与环保企业合作情况

时间	股票代码	上市公司	所属子行业	国资	交易情况
2019.01	0371.HK	北控水务	水处理	三峡集团	三峡集团和北控集团签署《共抓长江大保护深化合作协议》,长江生态环保集团和北控水务集团签署《共抓长江大保护业务合作协议》
2019.04	002573.SZ	清新环境	大气治理	国润环境	国润环境取得公司 25.31% 股份,并取得控制权。
2019.05	300070.SZ	碧水源	水处理、生态工程	中交集团	中交集团受让碧水源公司 320,762,323 股,占公司总股本 10.18%,成为第二大股东,实控人未变。
2019.06	BWM.SG	锦江环境	垃圾焚烧	浙能集团	浙能集团收购锦江环境 29.79% 股份,并成为锦江环境的第一大股东。
2019.07	300388.SZ	国祯环保	水处理	三峡集团和中节能	三峡集团受让公司 15% 股份,成第一大股东

数据来源: Wind 上海证券研究所

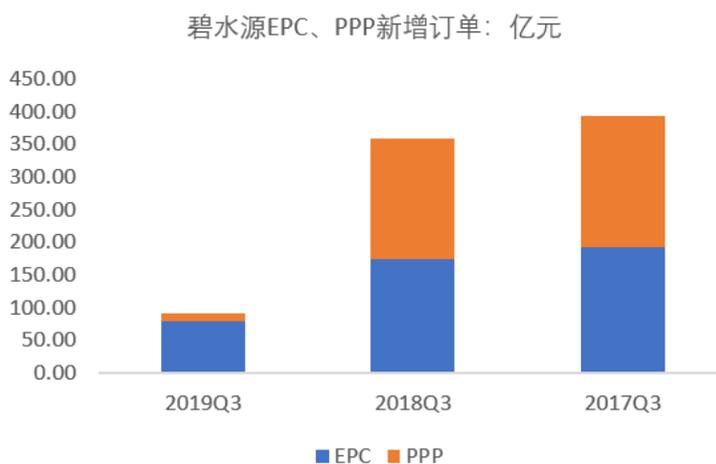
4.2 看好企业业绩修复带来的投资机会

此前细分子行业中水处理和生态园林受 PPP 清库及融资收紧影响较大,第三季度来看生态园林子板块归母净利润降幅有所缩窄,水处理子行业恢复正增

长，考虑一方面是项目历史包袱出清，一方面是调整业务结构，通过推进 EPC 或者运营类业务达到净利润增长。

以碧水源为例，2019 年以来公司新增订单从以往的 EPC 与 PPP 并重转向以 EOC 为主，订单结构发生变化。虽然新增订单金额有所减少，但 EPC 模式下采取总价合同，工期较短，最终价格和工期均具有更大程度的确定性。碧水源第三季度的业绩恢复，或受益于结构调整后项目推进顺利，叠加此前历史包袱逐步消化，看好高景气度子行业中，企业业绩修复带来的投资机会。

图 27 碧水源 EPC、PPP 新增订单情况 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

4.3 产能加速投放，看好运营类资产——固废处理

固废处理企业前期需要投资建设处理厂，属于重资产但由于其项目一旦投入运营，便能够带来稳定的处理费，项目盈利模式清晰，且盈利保障力度较大，企业通常现金流相对充裕。

垃圾焚烧需求明确：焚烧产业快速发展，设施数量和处理能力逐年增长，已为我国生活垃圾处理的主流工艺。国家发布了多项利好政策予以刺激和扶持，多省相继推出了地区生活垃圾设施建设规划，对焚烧设施的建设、任务目标等方面做出明确要求。

垃圾焚烧市场空间工程端按《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，2020 年垃圾焚烧处理能力须达到 59.14 万吨/日，“十三五”期间预计新增城市生活垃圾焚烧发电项目 529 个，新增装机规模 1022 万千瓦，新建处理设施投资额达到 1699.3 亿元。运营端我们此前估算 2018-2020 三年运营端收益达 1074.39 亿元，其中 2020 年单年度运营端空间达 435 亿元，垃圾焚烧处理市场仍有较大增长空间。

表 7 多省出台垃圾焚烧长期专项规划

省份	文件	规划情况	
		2020	远期

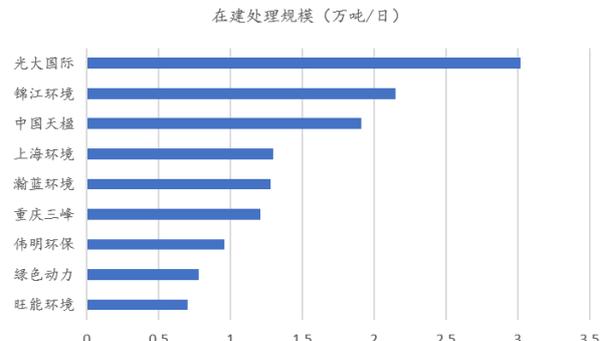
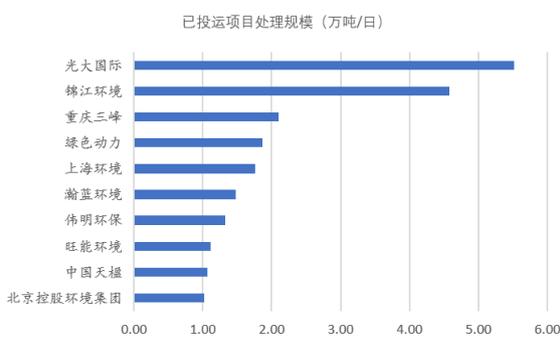
云南	云南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (2019-2030 年)	预计新增生活垃圾焚烧处理能力 9250 吨/日、装机规模 18.45 万千瓦	2030 年：预计新增生活垃圾焚烧处理能力 15450 吨/日、装机规模 30.15 万千瓦。
河北	河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (2018-2030 年)	新增垃圾焚烧处理能力 61800 吨/日	2025 年：新增垃圾焚烧处理能力 13500 吨/日。
河南	河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (2018-2030 年)	新增处理能力 5.1 万吨/日、装机容量约 100 万千瓦	2030 年：新增处理能力 2.4 万吨/日、装机容量约 50 万千瓦。
四川	四川省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划		2030 年：日处理生活垃圾达到 7.105 万吨
海南	海南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (2018-2030 年)	2023：无害化处理能力达到 1.25 万吨/日，焚烧处理占比达到 90%	2030：无害化处理能力达到 1.74 万吨/日，焚烧处理占比 100%
安徽	安徽省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划 (2019-2030 年)	焚烧处理能力达到 4.45 万吨/日，新增垃圾焚烧处理能力 2.24 万吨/日，焚烧处理占比 60% 以上	新增垃圾焚烧处理能力 1.85 万吨/日，无害化处理率达到 95%。
江苏	江苏省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划	总投资约 201.22 亿元	总投资约 184 亿元

数据来源：政府官网 上海证券研究所

垃圾焚烧行业龙头集中度有望提升：近期财政部对垃圾发电补贴问题的人大提案进行回复，明确提出拟对已有项目延续现有补贴政策，逐步减少新增项目纳入补贴范围的比例，垃圾焚烧处理原本“电价+垃圾处理费”双补贴模式可能出现电价补贴的退坡。

前期在手项目的推进叠加补贴退坡的倒逼，垃圾焚烧行业将进入投产大年，已有项目仍延续现有补贴政策也利好现有垃圾发电规模较大的龙头企业。统计当前主要垃圾处理企业，目前已投运项目垃圾处理规模最大的为光大国际（5.52 万吨/日）。对比在建规模/已投运规模，比例较大的为中国天楹（1.79）、瀚蓝环境（0.86）、伟明环保（0.73）、上海环境（0.73），若项目按预期推进，能为公司带来较大的业绩弹性。补贴标准中提到垃圾焚烧吨发电量平均为 280 度/吨，但由于焚烧、运营技术的不同，头部企业往往高于该值，针对可能面临的电价补贴退坡，单吨垃圾发电效率优势突显。

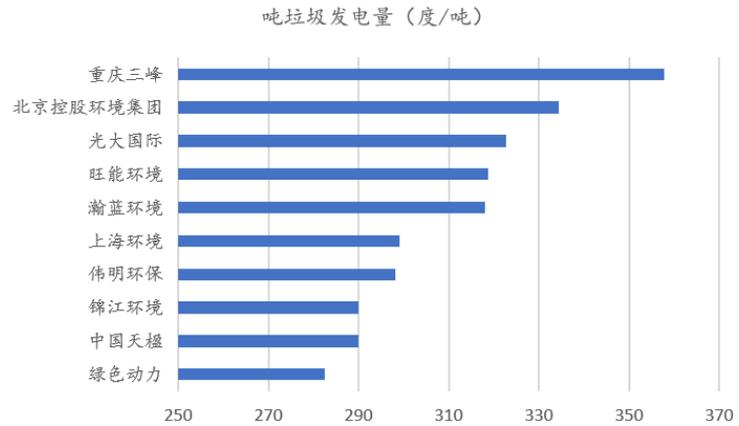
图 28 公司垃圾焚烧运营规模：万吨/日（2019H1） 图 29 公司在建项目垃圾焚烧规模：万吨/日（2019H1）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

图 30 公司吨垃圾发电量：千瓦时（2019 年中报）



数据来源：年报，上海证券研究所

餐厨垃圾处理加速扩产：受益于垃圾分类政策推动，垃圾分类试点城市由 2015 年的 26 个扩展到 2017 年的 46 个，覆盖范围不断扩大。垃圾分类的实施将对垃圾处理产业链造成一系列影响，垃圾分类核心在干垃圾与湿垃圾（餐厨垃圾）的分离，未来垃圾分类政策的长期推进下，我们看好餐厨垃圾处理产能的加速投放带来的市场机会。

《通知》对城市垃圾分类的推行做出明确规划，结合《“十三五”全国城镇生活垃圾焚烧处理设施建设规划》，我们可以给出相关规划目标的时间节点：

表 8 垃圾分类产业链发展的时间节点

规划时间	垃圾处理前、中端：分类与收运	垃圾处理终端
2020 年	46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统	新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日；垃圾焚烧产能达 59 万吨/日，焚烧处理占比达 50% 以上。
2022 年	各地级市至少有一个区实现垃圾分类全覆盖	-
2025 年	全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统	按日本发展经验及相关预测，焚烧占比可达 65% 以上；

数据来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾焚烧处理设施建设规划》 上海证券研究所

受益于垃圾分类，餐厨垃圾产能持续扩产，处理市场逐步释放。

餐厨垃圾产生量日益增大，参考前瞻产业研究院统计数据，2018 年全国餐厨垃圾产生量达到 10800 万吨，同比增长达到 8.30%，按 2015-2018 复合增速 4.46% 保守估计，2019 年/2020 年餐厨垃圾产生量达到 11282 万吨/11785 万吨。

截至 2015 年，餐厨垃圾处理率仅为 11.63%，部分经济发达城市如深圳处理率可达到 50% 以上，处理率很低，随着城市垃圾分类的推广实施，分离出的湿垃圾亟需处理。“十三五”规划中要求力

争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，即 2020 年按规划预计达到 6.46 万吨/日，全年处理能力约为 2357.9 万吨。按“十三五”规划餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿，但这个处理能力相对餐厨垃圾产生量而言仍然不够。

我们此前研究中按未来能够覆盖 50% 的餐厨垃圾来估算，2020 年全年处理能力将需要达到 5892.37 万吨，按“十三五”中工程投资/新增产能预估餐厨垃圾工程吨投资为 1461.45 元/吨，2020 年市场空间达到 861.14 亿元。

运营类资产固废处理景气度上行，垃圾焚烧、餐厨处理产能有望加速放量，垃圾焚烧行业整合下龙头企业市场份额进一步提升，我们看好相关企业的业绩确定性。

五、环保行业评级与策略

5.1 维持环保行业“增持”评级

环保板块业绩分化明显，高景气度及运营类资产仍有较好表现。此前受 PPP 清库、融资成本提升影响较大的细分子行业生态园林、水处理板块分季来看，第三季度均有改善，水处理子行业第三季度已实现归母净利润正增长。经营活动性现金流方面水处理、固废处理改善较大，考虑到部分环保企业确认收入会集中在四季度，预计年报现金流或将继续好转，看好相关企业的业绩、估值修复行情。环保行业受政策影响较深，政策大方向上环保仍是刚需，从行业大方向来看，生态环保明确为重点领域短板，2020 年是多项环保细分领域规划文件的一个重要时间节点，细分子行业市场有望加速释放。当前时间节点下，环保板块估值仍接近 5 年历史低位，板块估值下调空间有限，围绕政策热点积极布局高景气度子行业如固废处理、长江经济带区域环境治理，看好优质运营类资产及估值修复标的投资机会，维持环保行业“增持”评级。

5.2 投资策略

我们认为环保仍为刚需，多项环保规划的阶段时间节点将近，细分子行业市场有望加速释放。围绕环保实际需求，积极布局高景气度子行业如固废处理、长江经济带区域环境治理，追求成长确定性，看好优质运营类资产及估值修复标的投资机会：

“长江大保护”带来的区域环保需求：

1) **区域环保市场释放：**以三峡集团为例，其按发改委要求至 2020 年，三峡集团规划每年投入长江大保护项目规模 300 到 500 亿元、带动社会资金 3000 到 5000 亿元，切实拉动区域环保市场投资。

2) **环保运营类业务市场化有望加速：**以三峡集团承接的项目

为例，项目运营部分通常由其他社会资本方实施。“长江大保护”市场竞争中，国资企业平台优势明显。

年初以来，国资入股环保企业频现，随着推进大尺度的区域环保项目的趋势明显，环保企业借助国资平台有望加强自身市场竞争力，运营经验丰富的优质企业或将优先受益。

环保规划时间节点将近，部分企业有望业绩估值双修复：

此前细分子行业中水处理和生态园林受PPP清库及融资收紧影响较大。但结合相关环保规划，2020年是黑臭水体、流域治理等规划文件的考核时间节点，叠加“长江大保护”的推进，环保市场有望加速释放，需求仍在。从三季报情况来看，第三季度水处理子行业归母净利润恢复正增长，行业项目历史包袱正逐步消化，且部分企业通过调整业务结构，推进EPC或者运营类业务达到净利润增长，看好高景气度子行业中，企业业绩估值双修复的投资机会。

垃圾焚烧需求明确：

1) **产能仍有较大提升空间：**焚烧产业快速发展，多省相继推出了地区生活垃圾设施建设规划，对焚烧设施的建设、任务目标等方面做出明确要求。2020年垃圾焚烧处理能力须达到59.14万吨/日，“十三五”期间预计新建处理设施投资额达到1699.3亿元。运营端估算2018-2020三年运营端收益达1074.39亿元，其中2020年单年度运营端空间达435亿元，垃圾焚烧处理市场仍有较大增长空间。

2) **行业龙头集中度有望提升：**前期在手项目的推进叠加补贴退坡的倒逼，垃圾焚烧行业将进入投产大年，单吨垃圾发电量优势突显，对比已投运垃圾处理规模和在建规模，具有技术优势和丰富运营经验的龙头企业将更具竞争力。

餐厨垃圾处理产能扩产需求明确：

未来垃圾分类政策的长期推进下，我们看好餐厨垃圾处理产能的加速投放带来的市场机会。餐厨垃圾处理产能持续扩产，处理市场逐步释放。保守估计，2019年/2020年餐厨垃圾产生量达到11282万吨/11785万吨，2019/2020餐厨处理市场空间达到814.38亿元/861.14亿元。看好优质企业受益行业成长带来的业绩弹性。

六、重点公司

伟明环保 (603568.SH): 垃圾焚烧头部企业, 公司前三季度实现营业收入 15.38 亿元, 同比增长 31.43%; 扣非归母净利润 7.28 亿元, 同比增长 28.20%, 在手项目推进有序。公司综合竞争实力强劲, 新订单不断落地, 2019Q3 公司新签合同及中标项目带来 4700 吨/日的生活垃圾处理能力增量。垃圾焚烧行业维持高景气度, 公司在手订单充足, 垃圾焚烧在建规模/已投运规模比例较高, 若项目按预期推进, 能为公司带来较大的业绩弹性。公司围绕垃圾处理进行上下游产业链布局, 环卫清运和设备销售业务方面, 2019Q3 新签 7 项合同, 业务覆盖区域主要为浙江、四川、湖南, 有望成为未来整体业绩新的增长点。

维尔利 (300190.SZ): 餐厨垃圾处理龙头企业, 公司深耕有机废物处理细分领域, 技术+市场优势明显, 主营业务为垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理等污染治理业务。公司前身为垃圾渗滤液技术服务德资企业, 受益于技术引进和自主研发, 公司现已拥有成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤等核心技术及核心设备。随着垃圾分类政策持续推进, 餐厨垃圾处理市场有望加速释放, 公司在手订单充足, 拿单能力强劲, 上半年新中标餐厨及城市固废处理项目工程订单合计 4.10 亿元、垃圾渗滤液处理项目工程及运营订单合计 9.75 亿元, 未来业绩有保障。

国祯环保 (300388.SZ): 三峡集团入股成为公司第一大股东, 根据股权转让协议, 未来三年内公司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, 快速带来轻资产的运营项目, 助力公司轻资产转型。看好公司与三峡合作后带来的运营业务增量。公司前三季度的运营收入为 9.95 亿元, 同比增长 13.32%, 运营收入占比达 38.55%, 同比增长 3.27pct, 公司运营业务稳定增长, 业务结构比重进一步提升。新增工程类 (EPC、EP) 订单 21.14 亿元, 未确认收入的在手订单金额为 39.75 亿元。特许经营类订单 (BOT、O&M) 前三季度新增 6.22 亿元, 处于施工期的订单, 除已完成的投资额外还有 32.30 亿元未完成, 在手订单充足, 随着运营端占比提升, 毛利率有望提升进而增厚利润, 看好公司未来业绩成长。

碧水源 (300070.SZ): 公司是我国领先的膜法水处理企业, 具

备成熟的”MBR+DF”双膜工艺。水环境相关规划于2020年的考核时间将近，叠加污水处理提标改造的推进，公司膜处理技术具有一定竞争优势。公司第三季度单季度实现营业收入35.5亿元，同比增长61.9%，实现归母净利3.36亿元，同比增长61.7%，前三季度实现经营性现金流12.38亿元，同比增长210.67%，业绩有所恢复，主要考虑公司调整了业务结构，由PPP转向为EPC模式，项目推进速度加快所致。公司历史项目包袱逐步消化，中交集团子公司中国城乡入股公司，成为公司二股东，持股10.2%，公司有望借助中交集团平台获得更多订单。

七、风险提示

环保政策推进不及预期的风险；宏观信贷政策变化的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师承诺

熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。