

2020年02月16日

## 地方债限额提前下达环保项目受益, 疫情催化环卫市场渗透率集中度提升 增持(维持)

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

■ **建议关注:** 瀚蓝环境, 洪城水业, 玉禾田, 国祯环保, 维尔利, 深圳燃气, 海螺创业, 长青集团, 上海环境, 中再资环

### 核心观点

■ **新增地方债限额提前下达, 资金环境趋暖环保项目有望受益。** 财政部近期提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元, 其中专项债务限额 2900 亿元, 加上此前提前下达的新增专项债务限额 1 万亿元, 共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 **18480 亿元**, 专项债限额 **12900 亿元**。今年 1 月已发行专项债 **7148 亿元**, 占提前下达额度 **55.4%**。规模大幅度增加叠加发行前置, 专项债的发行将有力支撑促进基建投资, **资金环境趋暖, 环保项目有望受益。**

■ **疫情影响评估: 优质运营基本面扛打, 货币宽松促估值修复加速, 工程设备看复工进度。** 1) **市政运营类公司**经营抗风险能力强, 价值重估逻辑不改。首先从一二级市场估值差, 海外对标, 行业格局变化 3 角度持续看好运营资产价值重估。其次逆周期政策货币政策持续发力, 必要报酬率下降将对市政类 toG 稳定现金流估值水平形成有效支持。**环卫: 疫情催化环卫服务 3000 亿市场渗透率和集中度提升, 建议关注环卫龙头玉禾田, ROE30%, 复合增长 40%, 人力成本占比超 60%, 管理护城河显著; 水务: 民生供水稳定保障且有保底量支撑; 垃圾焚烧: 运营抗风险能力强, 成本影响可控, 可再生能源补贴新政明确补贴及时兑付; 废电拆解: 劳动密集型行业对人员复工依赖度较大, 观察复工节奏; 危废行业: 下游客户开工情况是关键, 初步判断影响无害化业务收入 10%, 新增医废增量弹性 18.36%。** 2) 按当前国家停工时间要求计算, 疫情停工预计影响环保工程公司全年收入 **2.18%**, 影响环保设备公司全年收入 **3.60%**。

■ **可再生能源补贴意见出台, 明确补贴及时兑付。** 1 月 22 日, 国家财政部、发改委、能源局发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》。1) **明确补贴主体责任, 并及时兑付。**《意见》明确电网企业应依法依规收购可再生能源发电量, 及时兑付电价。明确主体责任确保及时兑付将有效缓解垃圾焚烧发电企业的现金流压力。2) **垃圾焚烧环保属性, 完善价格机制体现差异化支持。**垃圾焚烧为当前生活垃圾处理的主要方式, 在垃圾产量不断增长背景下, 具有显著环境治理意义和环保属性。意见提出后续将完善垃圾焚烧发电价格形成机制, 体现差异化支持。3) **简化管理, 电网直接发布清单已纳入目录项目直接列入电网企业补贴清单。**国家不再发布可再生能源电价附加目录, 之前已公布的 1-7 批目录内项目直接列入电网企业可再生能源项目补贴清单。

■ **环保行业估值修复, 关注确定性增量。**我们认为除财政货币环境支持企业融资恢复, 业绩落地等一致预期外, 更需要关注环保行业的价值修复, 本质上是优质企业所具备的**真实可持续的增量**。**水务关注国祯环保、洪城水业:** 有两点未被充分重视: 1) 央企大龙头带来行业格局重构; 2) 一二级市场估值倒挂亟待修复。**固废关注瀚蓝环境、上海环境:** 垃圾焚烧政策真实影响预期差, 对存量业务现金流的支持; **维尔利:** 垃圾分类落地期, 设备最受益; **中再资环:** 再生资源行业出清龙头红利释放。**天然气关注深圳燃气:** 行业改革逻辑的红利绝不是故事。

■ **最新研究: 行业深度报告: 疫情影响评估: 优质运营基本面扛打, 货币宽松促估值修复加速, 工程设备看复工进度; 行业点评: 可再生能源补贴意见出台, 明确补贴及时兑付; 维尔利深度: 有机物处理先锋, 垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海。**

■ **风险提示:** 政策推广不及预期, 利率超预期上行, 财政支出低于预期

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《环保工程及服务行业周报: 优质运营资产长期价值重估, 疫情带来短期催化》2020-02-09
- 2、《环保工程及服务行业周报: 优质运营资产价值重估逻辑不变, 可再生能源新政明确补贴及时兑付》2020-02-02
- 3、《环保工程及服务行业周报: 环保行业估值修复关注确定性增量, 全国环保工作会议部署 2020 年重点工作》2020-01-20

## 内容目录

<b>1. 行情回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1. 板块表现 .....	4
1.2. 股票表现 .....	4
<b>2. 最新研究</b> .....	<b>6</b>
2.1. 环保行业深度报告：疫情影响评估：优质运营基本面扛打，货币宽松促估值修复加速，工程设备看复工进度 .....	6
2.2. 环保行业事件点评：可再生能源补贴意见出台，明确补贴及时兑付 .....	7
2.3. 维尔利深度报告：有机物处理先锋，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海 .....	8
2.4. 东吴证券环保燃气行业 2020 年度策略—变则通：商业模式变化，现金流改善 .....	9
2.5. 深圳燃气深度报告：海气供应能力近半量利齐增，资本开支下降 ROE 回升可期 .....	9
2.6. 海外再生资源龙头成就之路：产业链衍生+外延拓展 .....	10
2.7. 垃圾分类深度报告之二：关于推进节奏和商业模式的测算 .....	11
<b>3. 行业新闻</b> .....	<b>13</b>
3.1. 2019 年污染减排财政支出同比增长 48.6% 环保税收收入 221 亿元同比增长 46.1% .....	13
3.2. 新增地方债额度快速下达 生态环保项目投资将加码 .....	13
3.3. 两部门部署应对疫情能源供应保障工作 .....	13
3.4. 中国天然气需求增速从 8% 降至 6% .....	14
3.5. 新版“限塑令”发布 利好分类回收与焚烧领域 .....	14
3.6. 生态环境部：涉疫情医疗废物基本实现日产日清 .....	14
3.7. 垃圾焚烧发电再迎重大利好 国家启动中长期专项规划 .....	15
3.8. 农业农村部：全面落实农村保洁制度，确保垃圾有人清、厕所有人管、污水不乱倒 .....	15
3.9. 工信部出台 20 条措施支持中小企业复工复产渡过难关 .....	16
3.10. 北京市印发实施污染防治攻坚战 2020 年行动计划 .....	16
3.11. 上海发布《关于进一步加快智慧城市建设的若干意见》：优化城市智能生态环境 .....	16
<b>4. 公司重要公告</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 下周大事提醒</b> .....	<b>22</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

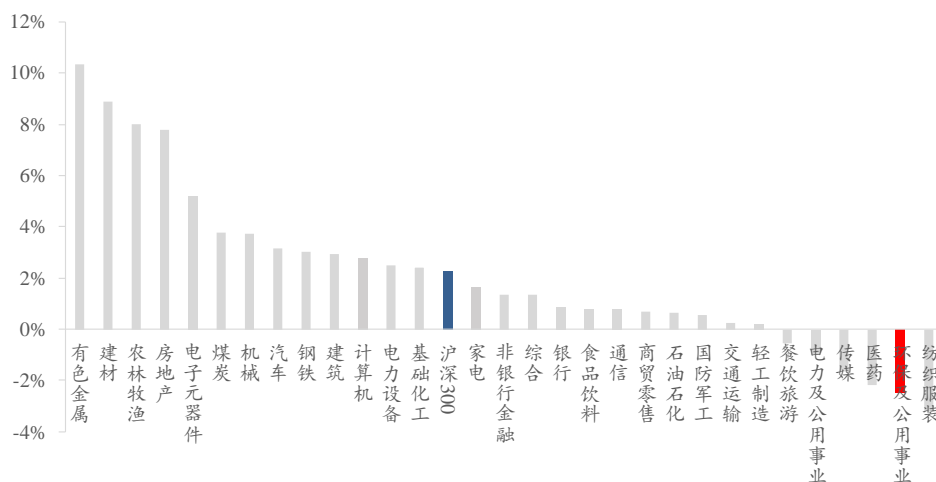
图 1：本周各行业指数涨跌幅比较 .....	4
图 2：环保行业本周涨幅前十标的 .....	4
图 3：环保行业本周跌幅前十标的 .....	5
表 1：公司公告 .....	18
表 2：下周大事提醒 .....	22

## 1. 行情回顾

### 1.1. 板块表现

本周环保及公用事业指数下跌 2.5%，表现弱于大盘。本周上证综指上涨 1.43%，深圳成指上涨 2.87%，创业板指上涨 2.65%，沪深 300 指数上涨 2.25%，中信环保及公用事业指数下跌 2.50%。

图 1：本周各行业指数涨跌幅比较

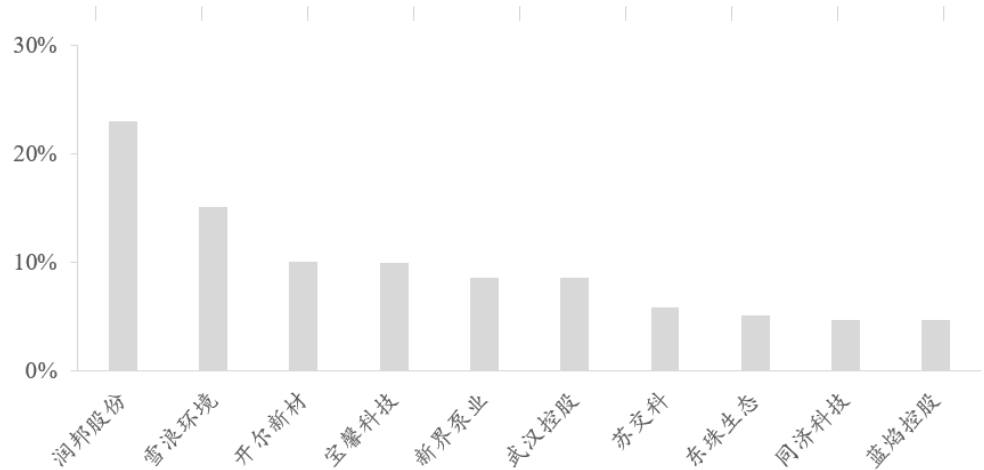


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 股票表现

本周涨幅前十标的为：润邦股份 23.00%，雪浪环境 15.12%，开尔新材 10.05%，宝馨科技 9.96%，新界泵业 8.57%，武汉控股 8.52%，苏交科 5.77%，东珠生态 5.02%，同济科技 4.64%，蓝焰控股 4.63%。

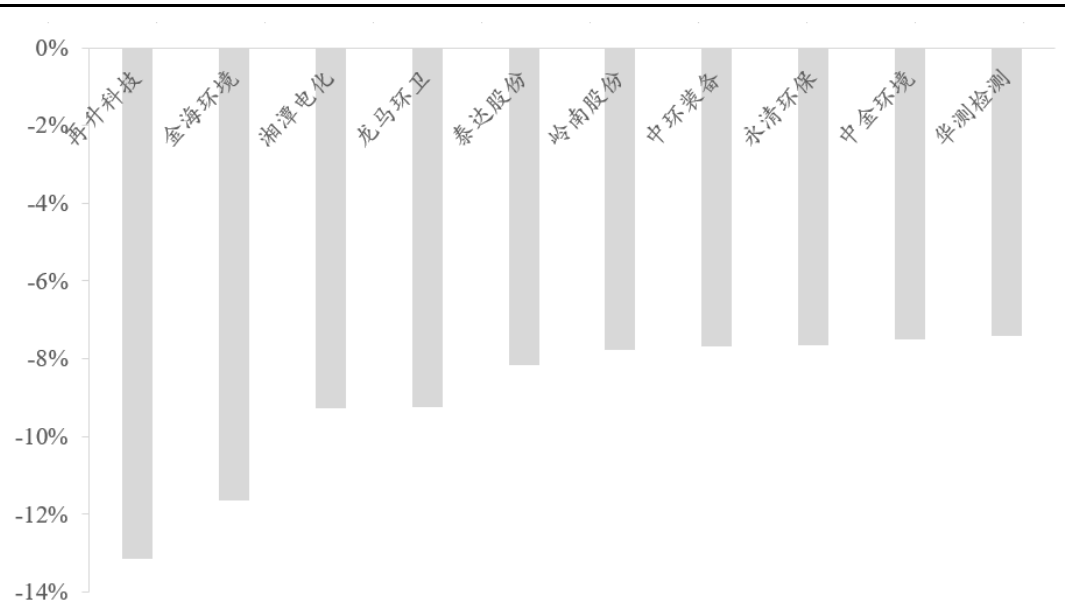
图 2：环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周跌幅前十标的为：再升科技-13.15%，金海环境-11.66%，湘潭电化-9.28%，龙马环卫-9.23%，泰达股份-8.17%，岭南股份-7.79%，中环装备-7.67%，永清环保-7.66%，中金环境-7.52%，华测检测-7.42%。

图 3：环保行业本周跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 最新研究

### 2.1. 环保行业深度报告：疫情影响评估：优质运营基本面扛打，货币宽松促估值修复加速，工程设备看复工进度

#### 投资要点

#### ■ 市政运营类公司经营抗风险能力强，价值重估逻辑不改。

首先，市政水务、垃圾运营行业持续稳定，基本面抗风险能力强。因此维持前期观点，从 1) 一二级市场估值差，2) 海外对标，3) 行业格局变化，3 个角度持续看好运营资产价值重估。环保已经不是过去的工程逻辑主导！其次，逆周期政策货币政策持续发力，必要报酬率下降将对市政类 toG 稳定现金流估值水平形成进一步有效支持。

#### ■ 分行业来看：

**垃圾焚烧：**运营项目抗风险能力强，耗材、防护、人员等成本影响可控。近期可再生资源补贴意见出台，明确补贴及时兑付。

**水务：**民生供水稳定保障，且有保底量支撑。

**废电拆解：**劳动密集型行业对人员复工依赖度较大，需观察复工节奏能否在 2 月 10 日如期恢复。

**危废行业：**下游客户开工情况是关键，初步判断影响无害化业务收入 10%。疫情产生医废增量弹性 18.36%，医废标的取决于各公司处理规模占比，湖北区域公司或有主题投资机会。

**环卫服务：**作业量增加后续寻找定价机会。

#### ■ 疫情停工预计影响环保工程类公司全年收入 2.18%，影响环保设备类公司全年收入 3.6%。工程、设备类公司影响取决于开工进度和原料物流供应，考虑到一季度是环保工程、设备类公司的传统淡季，大部分企业历史开工日也在元宵节后，2 月 10 日是否如期复工，会影响判断锚。环保工程企业 Q1 收入占全年收入比例基本低于 16%，按照当前国家停工时间要求计算，预计影响工程类公司全年收入 2.18%；环保设备企业 Q1 收入占全年收入比例基本在 20% 左右，按照当前国家停工时间要求计算，预计影响设备类公司全年收入 3.60%。

#### ■ 建议关注：

1) 优质运营：瀚蓝环境、洪城水业、深圳燃气。

2) 其他核心公司：国祯环保、维尔利、中再资环，含部分工程业务或劳动密集属性，跟踪开工进度，长期逻辑仍然扎实。

### ■ 主题相关：

**润邦股份：**湖北区域医废处置，**聚光科技：**红外体温检测大型设备。

- **风险提示：**疫情影响加剧，行业政策变化风险，财政政策不及预期，货币政策不及预期。

## 2.2. 环保行业事件点评：可再生能源补贴意见出台，明确补贴及时兑付

### 投资要点

- **事件：**1月22日，国家财政部、发改委、能源局发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》。
- **明确补贴兑付主体责任和及时兑付。**《意见》明确电网企业应依法依规收购可再生能源发电量，及时兑付电价，收购电价（可再生能源发电上网电价）超出常规能源发电平均上网电价的部分，中央财政将按照既定的规则与电网企业进行结算。财政部根据年度可再生能源电价附加收入预算和补助资金申请情况，将补助资金拨付到国家电网、南方电网和省级财政部门。电网企业应切实加快兑付进度，确保资金及时拨付。我们认为，明确补贴兑付主体责任，确保补贴及时兑付将有效缓解垃圾焚烧发电企业的现金流压力。
- **垃圾焚烧行业具备环保属性，后续完善价格机制体现差异化支持。**《意见》指出“当前风电、光伏等可再生能源已基本具备与煤电等传统能源平价的条件。垃圾焚烧方面，价格主管部门将根据行业发展需要和成本变化情况，及时完善垃圾焚烧发电价格形成机制。”垃圾焚烧与风电、光伏行业的能源属性不同，其为当前生活垃圾处理的主要方式，在垃圾产量不断增长的背景下，具有显著的环境治理意义和很强的环保属性。因此《意见》提出后续将完善价格形成机制，体现了差异化的支持方式。
- **取消补贴目录，已纳入目录项目直接列入电网企业补贴清单。**《意见》要求简化目录制管理。国家不再发布可再生能源电价附加目录，所有可再生能源项目通过国家可再生能源信息管理平台填报电价附加申请信息。电网企业根据财政部等部门确定的原则，依照项目类型、并网时间、技术水平等条件，确定并定期向全社会公开符合补助条件的可再生能源发电项目清单，并将清单审核情况报财政部、国家发改委、国家能源局。此前，三部委已发文公布的1-7批目录内项目直接列入电网企业可再生能源发电项目补贴清单。
- **以收定支，合理确定新增补贴项目规模。**《意见》指出将根据可再生能源发展规划、补助资金年度增收水平等情况，合理确定补助资金当年支持新增项目种类和规模。财政部将向有关部门公布年度新增补贴总额。国家发改委、国家能源局在不超过年度补贴总额范围内，合理确定各类需要补贴的可再生能源发电项目新增装机规模，并及早向社会公布，引导行业稳定发展。

- **鼓励金融机构信贷支持，推动已列入补贴清单项目资产证券化。**鼓励金融机构按照市场化原则对于符合规划并纳入补贴清单的发电项目，合理安排信贷资金规模，切实解决企业合规的新能源项目融资问题。同时，鼓励金融机构加强支持力度，创新融资方式，加快推动已列入补贴清单发电项目的资产证券化进程。
- **建议关注：**《可再生能源补贴意见》出台，明确了补贴兑付主体责任并要求电网企业及时兑付，后续将完善垃圾焚烧行业价格机制，体现差异化支持。建议关注：**瀚蓝环境、上海环境、伟明环保。**
- **风险提示：**补贴金额下降，补贴兑付不及预期，政策风险

### 2.3. 维尔利深度报告：有机物处理先锋，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海

#### 投资要点

- **多元化发展打造有机废弃物资源化专家。**公司 07 年通过 MBO 脱胎于德商独资企业，继承 WWAG 的先进技术优势，是国内渗滤液行业绝对龙头。公司以打造“有机废弃物资源化专家”品牌形象为目标，并围绕该战略开展了一系列并购，主营业务现已覆盖餐厨厨余垃圾处理、渗滤液处理、沼气处理、工业节能及油气回收等多元有机废弃物资源化领域，沼气工程及厌氧技术处于国内先进水平，各版块之间充分发挥协同效应。19 年前三季度，公司营收同比增长 33.42% 至 17.52 亿元，14-18 年复合增速达 33.47%；19 年前三季度，归母净利润同比增长 43.91% 至 2.28 亿元，14-18 年复合增速达 24.71%。自 18 年以来公司积极加强项目回款，18 年经营活动现金净流入 2.46 亿元，同比大幅增长 277.34%。
- **垃圾分类带动厨余市场增长，餐厨垃圾存在显著产能缺口，有望带来业绩高速增长。**1) **餐厨垃圾：**在加强“地沟油”回流整治&非洲猪瘟防控工作双重因素的驱动下，国家出台多项政策推行餐厨废弃物资源化利用和无害化处理。13-17 年我国餐厨垃圾处理产能复合增速约为 40.35%，但资源利用率依旧较低，17 年仅 15.33%，产能缺口显著。我们预计 2025 年全国餐厨垃圾处理产能有望达到 7.53 万吨/日，资源化利用率提升至 50%，对应 19-25 年新增投资市场空间累计达 282 亿元，2025 年运营市场空间可达 58 亿元。2) **厨余垃圾：**在生活垃圾量日益增长背景下，垃圾分类政策推行将有效促进资源循环利用、实现垃圾减量及环境改善。新政将带动厨余垃圾处理需求加速释放，根据政策要求，我们预计 19-25 年厨余垃圾投资市场空间累计可达 1915 亿元，其中核心设备市场空间可达 364 亿元。2025 年运营市场空间可达 146 亿元。且根据城市推广节奏测算，预计厨余垃圾投资需求或将于 2020 年开始大幅释放，之后每年呈现稳定趋势。**餐厨厨余处理行业方兴未艾，公司有望凭借其预处理端的核心技术及厌氧发酵端的协同优势率先突围。**
- **渗滤液处理市场蕴藏百亿空间，项目经验丰富技术工艺领先。**随着生活垃圾产



量提升及无害化处理需求增加，渗滤液产生量将持续增长，同时在环保督查趋严背景下，渗滤液存量项目提标改造力度也会加大。据测算，我们预计 2025 年全国垃圾渗滤液产量将达到 1.3 亿吨，对应 104 亿元运维空间；2019-2025 年垃圾渗滤液新建+改造项目投资空间总计达 168 亿元。公司从事垃圾渗滤液处理业务十六载，已承接两百余项渗滤液处理工程，项目工程经验丰富；技术上拥有成熟的 MBR+NF/RO 工艺，具备渗滤液处理能耗低、处理设施占地面积小、清液回收率高等竞争优势，在垃圾渗滤液处理领域处于领先地位。

- **盈利预测与投资评级：**公司为垃圾渗滤液处理龙头，餐厨厨余板块受益于垃圾分类政策有望带来业绩高增长，我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.43/0.60/0.76 元，对应 PE 为 15/11/9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推广不及预期，行业竞争加剧，现金流回款风险，项目进展不及预期

## 2.4. 东吴证券环保燃气行业 2020 年度策略—变则通：商业模式变化，现金流改善

三大因素抑制历史表现，现已迎来边际改善，未来增长可期。

- **通过回顾分析，可以认为环保企业过去市场表现不佳主要受以下 3 方面的拖累：**  
1) 政府支付能力不足，2) 融资环境偏紧，3) 商业模式瓶颈。其中第 1、2 项因素影响公司经营业绩，第 2、3 项因素压制公司估值。
- **展望未来：**宏观环境回温+微观主体国企入股，使得因素一财政支付和因素二环保企业融资能力带来边际改善。
- **投资思路：**寻找解决商业模式束缚，摆脱负债率瓶颈内生增长能力更持续的“轻资产化”；寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产。

## 2.5. 深圳燃气深度报告：海气供应能力近半量利齐增，资本开支下降 ROE 回升可期

投资要点

- **报告创新点：**对气源成本下降带来的需求量和毛差进行敏感性分析。**关键结论：**  
1) 气源成本下降超过电厂成本合理区间，毛差翻番！电厂燃料成本降幅达到 0.15 元/m<sup>3</sup>时，电厂毛利率即回升至行业平均水平。当前气源内外价差远高于 0.15 元/m<sup>3</sup>；因此气源成本下降有效促进发电需求同时，LNG 气源对应的电厂毛差翻番大增。预计 LNG 接收站满产后，业绩弹性可达 48.8%。2) 资本开支高峰已过 ROE 回升！随着 LNG 接收站产能利用率提升，ROE 有望回升至 2015 年前 14.13%的

水平。

- **混合所有制下的优质城燃龙头，近3年业绩复合增速达16%。**公司为深圳市属优质城燃龙头，主营管道天然气销售和液化石油气批零。引入业内知名港企中华煤气和民企新希望集团推进混改，叠加两次股权激励完善公司治理机制。18年实现营收127.41亿元，同增15.22%，近3年CAGR16.94%，归母净利润10.31亿元，同增16.24%，近3年CAGR16.05%。低价气源引入对冲上游涨价，Q3单季业绩大增58.33%。
- **海气供应能力占比近半，降本促量利齐升，业绩弹性近50%。**年周转量10亿m<sup>3</sup>的LNG接收站已于今年8月顺利试投产，**预计21年LNG接收站及广东大鹏海气将占深圳地区供应能力的48.14%**。测算接收站20%/50%/100%产能利用率下气源成本为1.95/1.77/1.71元/m<sup>3</sup>，中性情景下电厂的毛利可分别增加79.92%/104.15%/129.27%，毛利率提升5.3/6.9/8.6pct，**达到行业平均水平，大幅提升电厂发电积极性。**而用气成本下降幅度更大，LNG气源满负荷部分电厂毛差（含税）从**0.18元/m<sup>3</sup>增至0.39元/m<sup>3</sup>**。LNG贸易批发业务价差（不含税）高达0.85/1.01/1.07元/m<sup>3</sup>，预计可新增净利润0.46/1.52/3.21亿元。**综合考虑电厂&贸易业务带来的量利齐升，合计贡献净利润0.71/2.41/5.03亿元，占18年公司归母净利润的6.9%/23.4%/48.8%，业绩弹性显著。**
- **城中村改造提升深圳非电客户需求。**A)居民：百万户城中村改造积极推进，预计19-21年可新增25/35/45万居民用户，带来增量用气0.5/0.7/0.9亿m<sup>3</sup>，合计2.1亿m<sup>3</sup>，**占18年深圳非电客户售气量的21.99%**。深圳当前48%天然气渗透率相对较低，长期来看，若25年提升至一线对标城市的87%，结合人口增长至1895万人，预计新增用气需求6.84亿m<sup>3</sup>，是18年深圳非电客户售气量的71.62%。B)工商业：城中村改造协同叠加锅炉改造政策，加快拓展步伐。综上所述，预计深圳非电客户用气增速将从18年的9.66%升至19-21年的11.82%/14.81%/16.71%。
- **预计资本开支高峰度过，ROE回升至前期较高水平。**15年起LNG接收站资本开支加大，ROE中枢从之前的14.13%降至11.4%。随着接收站等固定资产逐步投运，公司ROE有望回升前期较高水平。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司19-21年EPS分别为0.37/0.49/0.62元，对应PE为21/16/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，政策落地不达预期，收购整合不达预期，行业竞争加剧。

## 2.6. 海外再生资源龙头成就之路：产业链衍生+外延拓展

核心观点

- **废电拆解行业4年5倍空间稳定可见，被忽略的消费属性。**废弃电子产品报废量

被低估，从静态拆解量/销量可看 4 年 5 倍空间，比消费品更稳定。

■ **拆解行业商业模式预期差较大，基金制度有待完善。**（1）拆解行业具有刚性，补贴放缓落后企业面临出清。补贴的放缓及兑付周期的延长使部分资金状况较差的企业被淘汰出局，让出市场份额。补贴发放的恢复体现了拆解行业具有刚性。（2）对标海外发达国家，行业本质为生产者延伸责任制，我国基金制度仍有待完善。（3）随着基金制度的不断完善、补贴标准动态调整且差异化趋势下，我国拆解行业商业模式及现金流有望改善，龙头企业将优先获益。

■ **海外再生资源龙头成就之路，产业链衍生+外延拓展。**通过对标美国固废巨头 WM 及澳洲金属及电子产品回收商 SIMS 成长之路，总结对我国再生资源行业发展的借鉴：（1）结合产业背景采取内生外延发展战略，国内企业与海外龙头战略目标相似，仍处于成长期。国内龙头中再资环目前亦已外延并购为发展战略，未来可借鉴海外公司，严格收购标准，通过内生产能扩张+优质收购兼并不断壮大。（2）打造收运&再利用&再循环一体化产业链，持续加强收运/再循环环节，拓展再利用业务。随着国内废电处理基金的扩容，国内再生资源企业可加强回收体系，降低收运成本，提升拆解产能，开展电子产品再利用环节，以此增厚利润空间，完善电子回收循环一体化产业链。

■ **关注废电拆解龙头中再资环，三大优势助力份额提升。**（1）拆解行业具有资质壁垒，资质优势凸显。共有 5 批 109 家资质企业且备案企业数不再增加。公司资质企业 10 家占比 9.17%且大产能企业数在行业中占优。（2）强大渠道带来成本优势，龙头护城河固化。2019H1 公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约 9%，利润率优势逐步扩大相对于 2014 年（高于同行 0.24%）升高 9 个百分点。在 16 年拆解基金标准调整后实现逆势扩张，份额不断提升至 22%。补贴标准动态调整且差异化趋势下龙头份额有望进一步提升，当前产能利用率不足 60%业绩弹性大。（3）股东实力雄厚，资金优势抵御行业不确定性。实控人供销总社 3A 级信用评级，资金优势渡过补贴放缓。（4）外延并购持续推进，切入危废领域，发挥协同改善现金流。

■ **风险提示：**产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，政策落地不达预期，收购整合不达预期，行业竞争加剧。

## 2.7. 垃圾分类深度报告之二：关于推进节奏和商业模式的测算

■ **引言：**全市场最早发布的第一篇垃圾分类报告，基于垃圾分类政策梳理，进行了垃圾分类产业链的市场空间详细测算及相关公司分析，详情请见 2019 年 6 月 24 日报告《垃圾分类深度研究：一件小事？垃圾分类的产业大机遇》。在当前时点，我们需要对基本面可持续性进行更深入的探讨。本文希望落实到商业模式角度可行性，即：1、针对财政投入增加程度&居民付费模式可行性进行了量化分析 2、判断行业的推广进度及产业链年化释放节奏，3、得出具体公司受益程度的量化测算。4、另

外，本文也就垃圾分类对垃圾焚烧设施影响进行了客观评价。

■ **垃圾分类下新增财政投入 643 亿/年或居民户均付费 27 元/月，垃圾分类习惯养成后比新增费用有望减轻 61pct。** 1) **财政投入**：特许经营模式下垃圾分类带来的初始投入由企业承担，政府需承担厨余垃圾带来的运营费用，且不同城市财政承受能力不一（以上海、南充为例）。至 25 年，中性情景下（50%垃圾分类率）全国地级市厨余垃圾年运营费用为 **643 亿/年**（包括终端处理+环卫清运+垃圾分类服务），占 18 年全国财政支出 0.29%；上海市年运营费用为 **21 亿/年**，占 18 年上海财政支出 0.26%；南充市年运营费用为 **5 亿/年**，占 18 年南充财政支出 0.95%。2) **居民付费**：全国地级市总户数 1.95 亿，若以上运营费用全部分摊到居民端则户均月费用 **27.30 元/月**。3) **垃圾分类习惯的养成将有效缓解新增财政投入&居民付费压力**。假设居民自主分类率达到 100%、前端分类服务费用降为 0。则财政投入方面，全国地级市厨余垃圾年运营费用为 **250 亿/年**，比未形成垃圾分类习惯前下降 **61.05pct**，占 18 年全国财政支出 0.11%；上海市年运营费用为 **11 亿/年**，下降 **50.88pct**，占 18 年上海财政支出 0.13%；南充市年运营费用为 **1 亿/年**，下降 **86.85pct**，占 18 年南充财政支出 0.13%。**居民付费方面**，户均月费用为 **10.63 元/月**，比未形成垃圾分类习惯前下降 **61.05pct**。

■ **2020 年垃圾分类产业链空间快速释放，后 5 年新增市场保持稳定。** 1) **垃圾分类政策推广进度**：依据各城市已推行的垃圾分类政策及各城市生活垃圾清运量及处置规模等属性保守预测 2019-2025 年各城市垃圾分类推行进度。2) **产业链年化市场释放节奏**：全产业链投资需求于 2020 年开始大幅释放，之后每年新增市场保持稳定。**厨余垃圾总投资市场空间**：1915 亿。19 年投资额 81 亿，20-25 年稳定在 305 亿左右。**厨余垃圾处理核心设备市场空间**：**364 亿**，19 年核心设备市场空间为 15 亿，20-25 年稳定在 58 亿左右。**厨余垃圾运营市场空间**：**643 亿/年**（包括终端处理+环卫清运+垃圾分类服务），其中 19 年终端处理&环卫清运&垃圾分类服务市场空间分别为 6 亿/年、4 亿/年、11 亿/年，20-25 年匀速递增（约+148%），至 25 年分别达到 **146 亿/年、104 亿/年、392 亿/年**。

■ **垃圾分类相关公司受益弹性测算。** 1) **维尔利**：19-25 年，厨余处理核心设备市场预计带来的收入年均弹性达 **50.35%**、利润年均弹性达 **71.58%**。2) **龙马环卫**：至 2025 年，环卫清运服务市场预计带来的收入弹性达 **15.14%**、利润弹性达 **15.45%**；垃圾分类服务市场预计带来收入弹性达 **56.98%**；利润弹性达 **58.12%**。

■ **垃圾清运量增长背景下，垃圾分类未对垃圾焚烧设施产生明显影响。**经测算，生活垃圾清运量&焚烧比例提升带来的垃圾焚烧增量与垃圾分类带来的垃圾焚烧减量的对冲差额将从 19 年 **1.37 万吨/日**逐步扩大至 25 年 **4.27 万吨/日**，表明垃圾焚烧增量增速高于焚烧减量，垃圾分类未对垃圾焚烧量产生明显影响，未来垃圾焚烧市场空间仍有望进一步增长。

■ **风险提示**：政策推广不及预期、行业竞争加剧、项目进展不达预期、成本上升

### 3. 行业新闻

#### 3.1. 2019 年污染减排财政支出同比增长 48.6% 环保税收入 221 亿元同比增长 46.1%

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%。其中，全国环境保护税收入 221 亿元，同比增长 46.1%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，有力支持了稳增长和保民生等重点领域投入。各级财政部门优化支出结构，重点增加了对脱贫攻坚、“三农”、科技创新、生态环保，以及教育、卫生等民生重点领域的投入。其中，2019 年全年节能环保支出 7444 亿元，同比增长 18.2%，其中污染减排、可再生能源支出，分别增长 48.6%、38.3%。

数据显示，2019 年，我国实施了更大规模减税降费政策，相关税收收入同比下降或增幅明显回落。而与生态环境资源相关税种增长较大，其中，资源税 1822 亿元，同比增长 11.8%，而环境保护税收入 221 亿元增长更大，同比增长 46.1%。

数据来源：

<http://www.h2o-china.com/news/302927.html>

#### 3.2. 新增地方债额度快速下达 生态环保项目投资将加码

为了加快地方政府债券发行使用进度，财政部近期提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 18480 亿元。据统计，今年 1 月共发行专项债 7148 亿元，其中用于农林水利、污水垃圾处理等生态环保项目 1015 亿元，已超过去年全年的 534 亿元。

数据来源：

<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20200212/1042369.shtml>

#### 3.3. 两部门部署应对疫情能源供应保障工作

国家发展改革委、国家能源局日前召开电视电话会议，就应对疫情能源供应保障工作进行再动员再部署，要求着力保障煤电油气供应。

会议要求，要突出保供重点，细化各项措施，进一步明确保供工作方向目标，着力保障湖北省武汉市等疫情严重地区以及其他中心城市，着力保障疫情诊治定点医疗机构、重点物资生产企业和集中隔离的酒店、社区等重点部位，着力保障民生取暖用能。

在煤炭供应上，统筹疫情防控和煤矿生产，加快组织煤矿复工复产。优化调运组织

和产运需衔接，做好疫情严重地区、京津冀以及东北等地区的煤炭供应，给予煤炭运输绿色通道支持，严禁以各种名义设卡设限，影响煤炭正常流通。在油气供应上，科学组织生产，强化产运销衔接，有序投放市场资源，保持合理库存水平，畅通油气运输通道，科学合理安排加油站、加气站运行。

数据来源：

[https://mp.weixin.qq.com/s/sfK8tVd\\_yvYcuGRTF3qEdg](https://mp.weixin.qq.com/s/sfK8tVd_yvYcuGRTF3qEdg)

### 3.4. 中国天然气需求增速从 8% 降至 6%

国际能源咨询公司 IHS 马基特亚太区电力、天然气、煤炭和可再生能源董事总监周希舟 6 日表示，新型冠状病毒疫情将影响中国的天然气和电力需求。如果商业活动在 2 月底恢复正常，政府随后出台刺激性措施，预计中国 2020 年天然气需求将为 3210 亿立方米，低于疫情前预期的 3270 亿立方米，增长率将从 8% 降至 6%。

周希舟认为，由于中国天然气供应来源增多，LNG 合同预计将受到一定挤压。受疫情影响，预计 2020 年中国 LNG 需求量将增长 250 万吨(约合 35 亿立方米)，低于疫情爆发前预期的 440 万吨的增幅。

数据来源：

[https://mp.weixin.qq.com/s/6T0Sj\\_g2WGwqv3J\\_gl3sqg](https://mp.weixin.qq.com/s/6T0Sj_g2WGwqv3J_gl3sqg)

### 3.5. 新版“限塑令”发布 利好分类回收与焚烧领域

发改委与生态环境部日前发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确按照“禁限一批、替代循环一批、规范一批”的思路，推进三项主要任务。一是对超薄购物袋、超薄地膜等塑料制品的生产、销售与使用进行有计划的禁止与限制。二是研发推广绿色环保塑料制品及替代产品。三是加强塑料废弃物分类回收清运，规范塑料废弃物资源化利用和无害化处置并开展专项清理。

在垃圾处理端，发改委指出，一是要结合生活垃圾分类，做好塑料垃圾分类收集；二是要推进分类处理。实现高质量、规范化的资源化利用和能源化利用，减少填埋量；三是要统筹开展重点领域、重点区域塑料垃圾的专项清理。

数据来源：

<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20200210/1041390.shtml>

### 3.6. 生态环境部：涉疫情医疗废物基本实现日产日清

生态环境部称，目前全国 31 个省（自治区、直辖市）358 个地市医疗废物处置设施运行平稳，医疗废物，尤其是涉疫情医疗废物，基本实现了“日产日清”。2 月 11 日全国医疗废物处置能力为 5435 吨/天，比疫情发生前增加 532 吨/天，平均运行负荷率为 48.6%。目前湖北省具备的医疗废物处置能力已经较疫情发生前翻了一番，由 180 吨/天提高到 373.3 吨/天。在各方共同努力之下，武汉市等重点城市医疗废物运输能力不足问题也得到了较好解决。

数据来源：<http://www.h2o-china.com/news/303181.html>

### 3.7. 垃圾焚烧发电再迎重大利好 国家启动中长期专项规划

日前，国家发改委发布《关于贯彻落实促进非水可再生能源发电健康发展若干意见，加快编制生活垃圾焚烧发电中长期专项规划的通知》。《通知》要求，各地必须严格按照《关于进一步做好生活垃圾焚烧发电厂规划选址工作的通知》加快组织编制生活垃圾焚烧发电中长期专项规划，必须单独编制，于 2020 年 3 月 31 日前编制完成。不得与其他生物质发电规划联合编制，专项规划截止时间为 2030 年。国家可再生能源电价附加补贴资金优先用于列入专项规划的项目。

数据来源：

<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20200213/1042565.shtml>

### 3.8. 农业农村部：全面落实农村保洁制度，确保垃圾有人清、厕所有人管、污水不乱倒

国务院联防联控机制 11 日下午召开新闻发布会，介绍加强农村疫情防控有关情况。农业农村部农村社会事业促进司副司长何斌在会上介绍，目前正在组织各地扎实推进农村人居环境整治。

一是深入开展村庄清洁行动：村庄清洁行动是农村人居环境整治的基础性工作，目标就是村庄的干净整洁。二是扎实推进农村厕所革命：确保今年底东部地区、中西部城近郊区等有基础、有条件的地区基本完成农村户用厕所无害化改造，持续改善农民群众的如厕环境。三是全面加强农村生活垃圾治理：生活垃圾应定点堆放，有条件的地区最好能够做到日产日清，无法及时清运的也要封闭管理，如果具备一定条件要及时进行消毒。四是着力引导农民养成卫生习惯：重点普及卫生厕所知识、日常保洁知识、卫生防疫知识，引导农民群众树立健康卫生理念、养成健康生活方式，提高自我防护意识和能力。

数据来源：

<http://www.h2o-china.com/news/303012.html>

### 3.9. 工信部出台 20 条措施支持中小企业复工复产渡过难关

据工信部官网消息，工信部 9 日印发《关于应对新型冠状病毒肺炎疫情帮助中小企业复工复产共渡难关有关工作的通知》，明确将采取全力保障企业有序复工复产，进一步加强对中小企业的财政扶持、金融扶持、创新支持和公共服务，进一步加强统筹协调等六方面 20 条措施，帮助广大中小企业坚定信心，实现有序复工复产，渡过难关。

数据来源：

<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20200210/1041320.shtml>

### 3.10. 北京市印发实施污染防治攻坚战 2020 年行动计划

《北京市污染防治攻坚战 2020 年行动计划》具体包含蓝天、碧水、净土三大保卫战，坚持问题导向、目标导向，工程减排与管理减排并举、污染防治和生态扩容两手发力。

行动计划设定 2020 年空气质量目标任务为尽最大努力改善空气质量，全市、各区细颗粒物（PM2.5）年均浓度、三年滑动平均浓度力争继续下降；水环境质量目标任务为推进水环境质量改善，地表水国家考核断面达到或优于 III 类水体断面比例稳定达到 24% 以上，劣 V 类水体断面比例稳定下降到 28% 以内；土壤环境质量目标任务为保障土壤环境安全，全市及各区受污染耕地安全利用率、污染地块安全利用率均达到 90% 以上。

行动计划将各区政府、各部门和各单位污染防治工作成效纳入绩效考核，实施严格的考核问责。同时进一步强化社会共治，充分调动全社会支持、参与生态环境保护工作的积极性和主动性；加大信息公开力度，及时曝光环境违法行为，主动接受社会监督。

数据来源：

[http://www.mee.gov.cn/ywdt/dfnews/202002/t20200214\\_764014.shtml](http://www.mee.gov.cn/ywdt/dfnews/202002/t20200214_764014.shtml)

### 3.11. 上海发布《关于进一步加快智慧城市建设的若干意见》：优化城市智能生态环境

智慧城市是城市能级和核心竞争力的重要体现，是上海建设具有全球影响力的科技创新中心的重要载体。《意见》十三条指出，要优化城市智能生态环境。加强对水、气、林、土、噪声和辐射等城市生态环境保护数据的实时获取、分析和研判，提升生态资源



数字化管控能力。积极发展“互联网+回收平台”，完善生活垃圾全程分类信息体系，实现全程数字化、精细化、可视化管控。推动气象数据与城市运行应用联通，提升气象精准预测、预防能力。

数据来源：

<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20200214/1043414.shtml>

#### 4. 公司重要公告

表 1: 公司公告

类型	日期	公司	事件
异常波动	2.10	高能环境	公司连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，经自查，确认不存在应披露而未披露的重大信息。
	2.10	雪浪环境	公司连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，经自查，确认不存在应披露而未披露的重大信息。
	2.10	武汉控股	公司连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，经自查，确认不存在应披露而未披露的重大信息。
	2.11	泰达股份	公司日均换手率连续一个交易日（2 月 11 日）与前五个交易日日均换手率的比值超过 30 倍，且连续三个交易日的累计换手率超过 20%，经自查，确认不存在违反信息公平披露的情形。
限制行权	2.10	高能环境	公司《激励计划》本次限制行权期为 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 3 月 17 日，在此期间全部激励对象将限制行权。
对外捐赠	2.10	龙马环卫	公司将向疫情较重及急需消杀环卫装备的区域或单位捐赠价值合计人民币 500 万元的环卫专用设备、防疫物资及现金，用于支持新冠肺炎疫情防控工作。
	2.14	蒙草生态	公司通过采购各类防疫物资及现金形式向内蒙古自治区各疫情地区捐赠近 800 万元，首批 410 万元现金、10 吨消毒液、1000 套防护服、1000 副护目镜、5 万支专用口罩等已捐赠疫情防控一线。比 0.24%，占总股本比 0.14%，总成交额 394.77 万元。
子公司事项	2.10	岭南股份	根据东莞市公共资源交易网发布的东莞市运河综合整治寒溪水常平中心区段工程 EPC+0 招标工程中标公示，公司控股子公司岭南水务集团有限公司与东莞市水利勘测设计院有限公司作为联合体为上述项目的第一中标候选人，项目估算总投资 82,151.47 万元。
	2.11	泰达股份	子公司泰达环保为二级子公司大连泰达环保向国开行申请的 500 万元融资提供连带责任保证，期限 1 年。
诉讼进展	2.10	盛运环保	合肥兴泰科技小额贷款有限公司、中国长江动力集团有限公司、江西跃启实业有限公司、北京市文化科技融资租赁股份有限公司对公司提起的诉讼法院均已一审判决。备查文件：《民事判决书》(2019)皖 0104 民初 8429 号《民事判决书》(2019)鄂 0192 民初 2058 号《民事判决书》(2018)沪 01 民初 681 号《民事判决书》(2019)京 03 民初 188 号。
风险提示	2.10	盛运环保	一、净资产为负，公司股票可能存在被暂停上市的风险；二、公司存在最近三年连续亏损导致暂停上市的风险；三、公司被债权人申请重整导致存在与持续经营相关的重大不确定性。

	2.11	*ST 美丽	2018年5月30日,公司、深圳五岳乾坤投资、深圳盛世泰富园林投资、丁熊秀和蒋文受到证监会立案调查。公司尚未收到针对上述立案调查事项的结论性意见,如触及重大违法强制退市情形,公司股票交易将被实行退市风险警示。
债务违约	2.10	盛运环保	公司因资金周转困难,致使部分到期债务未能清偿,共计484,097.61万元。
账户冻结情况	2.10	盛运环保	截至目前,公司累计被冻结账户121户,累计申请冻结金额316,825.45万元,累计冻结账户账面余额4,453.12万元,公司被冻结银行账户尚无新的解冻情况。
清欠解保进展	2.10	盛运环保	(1)前期公司与蔡远远、严林、龚赛钢之间的民间借贷纠纷案件(涉案金额合计14,812万元),人民法院均已驳回起诉,公司暂无需承担担保责任;(2)国投泰康信托有限公司一亿元借款因执行完开晓胜所提供的相关担保物,相关借款已经归还完毕,公司提供的担保责任相应解除,无需再承担担保责任,公司已计提的预计负债相应冲减。(3)公司已召开涉及违规担保债权人的沟通会,部分债权人同意解除违规担保,支持公司司法重整,其余债权人暂未表达意见,具体事项正在协调中能否落实存在不确定性。
超短期融资券兑付	2.11	瀚蓝环境	公司19年第二期超短期融资券到期兑付日为2020/2/25,本计息期债券利率:2.80%,发行总额5亿元。
提供担保	2.11	碧水源	公司为二级子公司商河商通向工行申请的贷款提供担保,担保金额不超过21200万元,担保期限15年。
发行债券	2.11	碧水源	公司拟面向合格投资者公开发行总额不超过人民币20亿元(含20亿元)的固定利率债券,债券面值100元,平价发行,债券期限不超过3年。
注销子公司	2.11	依米康	公司通过议案同意注销参股子公司四川康为嘉。
子公司增资	2.11	金海环境	公司拟以自有资金750万美元对金海科技增资,以自有资金150万美元对日本金海增资。增资完成后,公司仍分别持有金海科技、日本金海100%股权。
业绩快报	2.11	长青集团	本年度公司实现营业收入249,797.03万元,同比增长24.45%,营业利润为40,710.46万元,同比增长89.78%,归属于上市公司股东的净利润29,561.16万元,同比增长77.21%。
募集资金	2.12	高能环境	公司拟发行股份及支付现金购买阳新鹏富40%的股权和靖远宏达49.02%的股权,并向不超过10名特定对象非公开发行股份募集配套资金。相关主体在自查期间不存在禁止交易的行为。
现金管理	2.12	雪迪龙	公司将3000万元闲置资金存为结构性存款,存款利率与3MUSDLibor利率挂钩,起止息日2020/2/12-2020/5/14,保证100%本金偿还。存续期满,收益一次性支付。
	2.14	龙马环卫	为提高资金使用效率,公司对2019年度部分闲置募集资金进行现金管理,委托理财受托方为招商银行,委托理财金额3,000万元,委托理财期限32天

限售股解禁	2.12	海峡环保	本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股，分别为福州水务投资持有的 2.59 亿股、全国社保基金转持的 1103 万股。共计 2.7 亿股锁定期即将届满，将于 2020/2/20 起上市流通。
	2.13	中建环能	公司股东李华、胡登燕合计持有公司股份 1202.30 万股，占公司总股本比例为 1.78%，本次可解除限售股份数量为 1202.30 万股，占公司总股本比例为 1.78%。本次限售上市流通日为 2020 年 2 月 19 日。
信用评级	2.12	博天环境	新世纪评级对公司“G16 博天”进行跟踪评级，公司主体信用等级为 BBB 级，列入负面观察名单，债项由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，债项信用等级为 AAA 级。
权益变动	2.12	再升科技	融京汇聚于 2020/2/11 通过集中竞价的方式减持公司股份 10.76 万股，减持比例 0.02%，减持价格区间为 11.91-12.10 元。融京汇聚持有的公司无限售流通股由 3514 万股变为 3503 万股，持股比例由 5% 变为 4.98%。
买卖股票	2.12	泰达股份	公司监事陈翀女士的父亲陈锦楠先生于 2020/2/11 买入公司股票 900 股，购买均价 9.53 元/股。不存在违规交易。
股权质押	2.13	金圆股份	公司控股股东金圆控股将其持有的公司部分股份办理了股票质押业务，本次质押数量为 1200 万股，占其所持股份 5.17%，占公司总股本 1.68%。本次质押后，控股股东累计质押数量为 1.69 亿股，占其所持股份的 72.76%，占公司总股本 23.61%。
项目中标	2.13	中国天楹	公司境外全资子公司 Urbaser, S. A. U 收到中标通知，确定成为西班牙埃斯特雷马杜拉自治区多个区域的固废处理厂综合运营维护以及固废运输的中标单位。
公司收购	2.13	首创股份	公司下属子公司汇安环保以 12.63 亿元价格获得大连恒基新润水务有限公司 100% 股权。
累计新增借款	2.13	博天环境	截至 2020 年 1 月 31 日，公司合并口径未经审计借款余额为 52.60 亿元，较 2019 年末新增借款 3.24 亿元。新增借款占 2019 年末未经审计净资产的 20.25%~23.68%，超过净资产比例的 20%。
大宗交易	2.13	博天环境	以 6.91 元/股的价格成交 57.13 万股，占流通股比 0.24%，占总股本比 0.14%，总成交额 394.77 万元。
	2.14	华测检测	以 14.66 元/股的价格成交 200 万股，占流通股比 0.13%，占总股本比 0.12%，总成交额 2932 万元。
	2.14	新天然气	以 26.32 元/股的价格成交 172 万股，占流通股比 0.77%，占总股本比 0.77%，总成交额 4527 万元。

对外投资	2.14	龙马环卫	公司全资子公司龙马环境投资设立控股子公司涿州龙环环保科技有限公司和揭阳龙马环卫环境工程。涿州龙环环保科技有限公司注册资本500万元，龙马环境出资300万元，持股比例为60%；揭阳龙马环卫环境工程注册资本1000万元，龙马环境出资600万元，持股比例为60%。
债券付息	2.14	新奥股份	公司于2016/2/25发行的16新奥债，将于2/25开始支付自2019/2/25至2020/2/24期间利息。
监事会主席辞职	2.14	重庆水务	公司监事会主席张承胜先生由于到龄退休申请辞去公司第四届监事会主席、监事职务。
营业执照	2.14	三维丝	近日，公司完成全资子公司中创芯净(厦门)科技有限公司的登记设立并取得营业执照。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

## 5. 下周大事提醒

表 2: 下周大事提醒

日期	证券简称	事件
2/17 (周一)	博天环境	限售股份上市流通
2/20 (周四)	海峡环保	限售股份上市流通

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**风险提示:** 政策推广不及预期, 利率超预期上行, 财政支出低于预期

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

