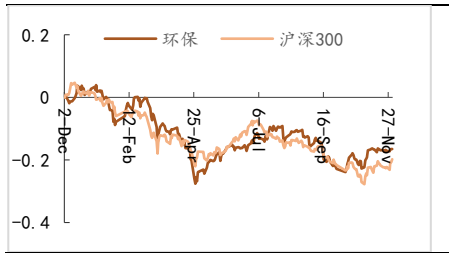


评级：中性

邹序元
首席分析师
SAC 执证编号：S0110520090002
zouxuyuan@sczq.com.cn
电话：86-10-8115 2655

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **历经磨砺，突显运营。**2023 年，环保板块（申万环保指数）的行情呈现窄幅波动状态，总体上与沪深 300 指数表现较为一致。从过去十年的时间维度看，2013-2018 年环保指数明显超越沪深 300 指数，2019-2023 年环保指数落后于沪深 300 指数。转折点发生在 2018-2019 年，“去杠杆”和“地方政府隐性债务”直指环保行业原有的商业模式。过去五年间，环保行业处于底部磨砺阶段，不断探索和优化商业模式。重资产环节的运营效率，轻资产环节的创新效率，逐渐成为焦点。
- **水务：运营时代，现金为重。**我国供水能力与普及率、污水处理能力与普及率不断提升。水务市场进入运营时代，运营效率和现金流状况至关重要。运营高效、技术领先、降本显著的水务公司将脱颖而出。
- **固废：增速放缓，效率为先。**垃圾焚烧发电市场规模增速放缓。这一方面与市场渗透率高企相关，另一方面也是受电价补贴政策调整的影响。在补贴退出、新建产能放缓的背景下，垃圾焚烧发电公司专注运营，缩减资本开支，降本增效，提升现金流水平。如果能够提升现金分红比例，回报股东，则固废公司的估值中枢也有望提升。
- **大气：碳排放权交易与 CCER 助力行业复苏。**自全国性碳排放权交易市场启动运行以来，碳交易量和交易额均持续增长。2023 年 10 月碳排放权交易单价达到 69 元/吨，较 2021 年 10 月单价上涨 68%。全国温室气体自愿减排交易（CCER）通过市场机制控制和减少温室气体排放，是推动实现碳达峰碳中和目标的重要制度创新。全国碳排放权交易与 CCER 交易共同组成我国碳交易体系，助力大气治理行业复苏。
- **创新：科技赋能。**科技创新是环保新时代发展的重要支撑。降本增效，开源展业，为长期发展赋能。这其中既有在各个细分环节上的技术、工艺、设备创新和改良，也有在智慧环保方面的平台化、信息化创新，还有科学仪器方面的品类拓展。
- **投资：运营类资产看分红，细分行业复苏看力度。**环保行业进入运营时代，盈利能力和盈利质量是焦点。考虑到行业平稳运营的状态，并结合估值水平，我们维持对行业“中性”的投资评级。关注运营类资产和细分行业复苏两条投资主线：（1）运营类资产看分红。运营为先，现金为重是行业主题。对于运营类资产的估值，我们注重公司的分红能力。从 DDM 模型出发，重点关注公司盈利的可持续性和稳定性、现金流的可预测性、股息分红的比例和可实现性等维度。推荐瀚蓝环境。（2）细分行业复苏看力度。碳排放权交易和 CCER 对大气治理的需求将有明显的拉动作用。重点跟踪行业复苏的力度，推荐清新环境、雪迪龙。
- **风险因素：**环保政策落地不及预期；地方政府支付能力不及预期；企业现金流低于预期等。

目录

1 复盘：历经磨砺，突显运营	1
2 水务：运营时代，现金为重	2
2.1 政策支持：一如既往	2
2.2 水务市场：普及率高企，资本开支收缩	3
2.3 水价变化：因地制宜	5
2.4 水务经营：现金为重	6
3 固废：增速放缓，效率为先	8
3.1 焚烧市场：增速放缓	8
3.2 关键要素：电价补贴、垃圾处理费与 CCER 的联动	9
3.3 固废经营：运营平稳	10
4 大气：碳排放权交易与 CCER 助力行业复苏	12
4.1 大气治理板块：周期底部	12
4.2 碳排放交易和 CCER 对减排需求的拉动	14
5 创新：科技赋能	17
6 估值：底部区间	17
7 投资：运营类资产看分红，细分行业复苏看力度	20
7.1 投资主线	20
7.2 重点公司	20
8 风险因素	21

插图目录

图 1：2023 年环保及细分板块走势	1
图 2：2013-2023 年环保指数与沪深 300 指数走势	2
图 3：我国供水量状况	4
图 4：我国供水普及率	4
图 5：我国污水处理能力不断提升（万立方米/日）	4
图 6：我国污水处理率	4
图 7：水的生产和供应：城镇固定资产投资同比（新建和扩建）	5
图 8：污水处理：城市市政固定资产投资及变化	5
图 9：36 城市居民生活用水及污水处理价格（单位：元/吨）	5
图 10：水务板块 Q1-3 收入成本状况（亿元）	6
图 11：水务板块 Q1-3 毛利率状况	6
图 12：水务板块归母净利润状况（亿元）	7
图 13：水务板块回报率情况	7
图 14：水务板块期间费用状况（亿元）	7
图 15：水务板块经营性现金流情况（亿元）	7
图 16：水务板块 Q1-Q3 经营性现金流净额状况（亿元）	8
图 17：水务板块资产负债率情况	8
图 18：水务板块应收账款状况（亿元）	8
图 19：垃圾焚烧处理能力增速放缓	9
图 20：固废板块收入成本状况（亿元）	10

图 21: 固废板块毛利率情况.....	10
图 22: 固废板块归母净利润状况 (亿元)	11
图 23: 固废板块盈利能力情况.....	11
图 24: 固废板块期间费用状况 (亿元)	11
图 25: 固废板块经营性现金流净额情况 (亿元)	11
图 26: 固废板块资产负债率情况.....	12
图 27: 固废板块应收账款状况 (亿元)	12
图 28: 大气板块收入成本状况 (亿元)	12
图 29: 大气板块毛利率情况.....	12
图 30: 大气板块归母净利润状况 (亿元)	13
图 31: 大气板块回报率情况.....	13
图 32: 大气板块期间费用状况 (亿元)	13
图 33: 大气板块经营性现金流情况 (亿元)	13
图 34: 大气板块资产负债率情况.....	14
图 35: 大气板块应收账款状况 (亿元)	14
图 36: 中国碳交易市场发展历程.....	14
图 37: 全国碳市场碳排放配额成交量及单价.....	15
图 38: CCER 交易原理.....	15
图 39: CCER 用途.....	15
图 40: 环保行业 PE-Band	18
图 41: 环保行业 PB-Band	18

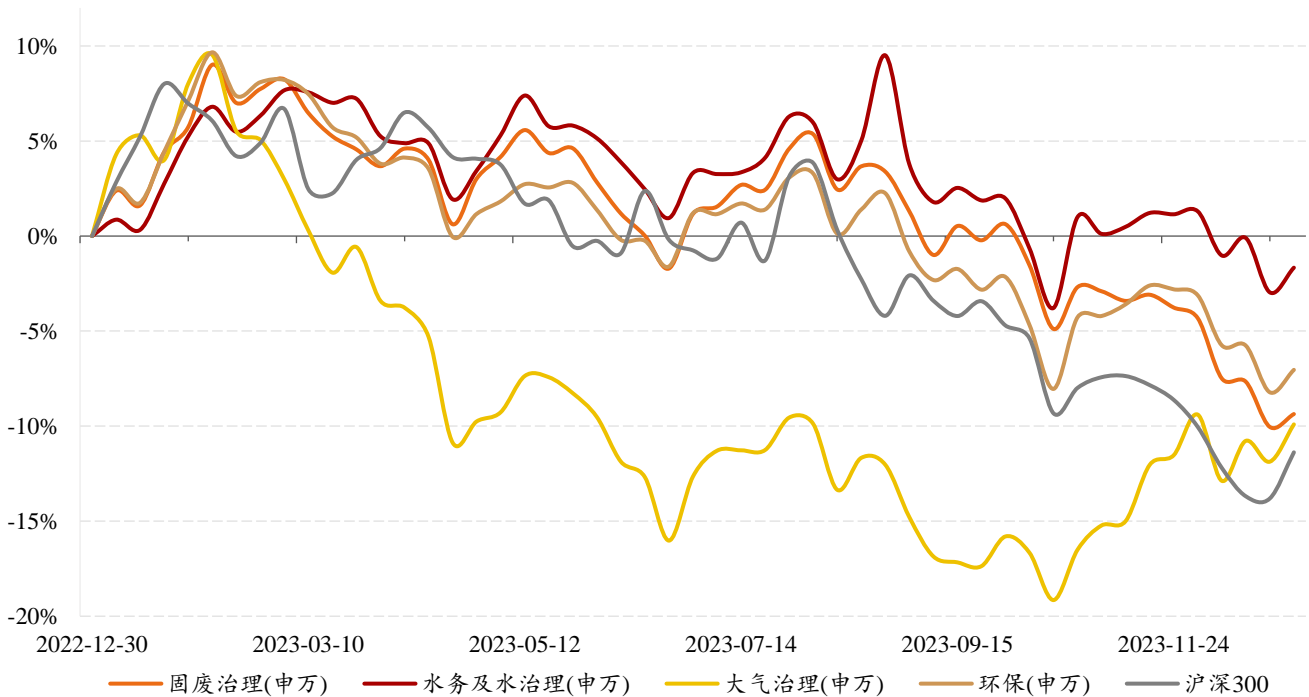
表格目录

表 1: 2023 年以来的水务政策文件.....	3
表 2: 垃圾处理费与 CCER 收入协同对冲补贴退出的方案.....	9
表 3: 2023 年生态环境部关于 CCER 重启的相关政策与公告.....	16
表 4: 分红率与股息率.....	18

1 复盘：历经磨砺，突显运营

环保指数 2023 年的行情呈现窄幅波动状态，总体上与沪深 300 指数的走势较为一致。截至 2023 年 12 月 29 日，环保板块较年初下跌 7.04%，较沪深 300 指数领先 4.34 个百分点。细分板块中，固废板块、水务板块整体走势与环保行业指数基本一致，幅度略有区别。水务板块走势总体优于行业整体；固废板块表现和行业表现较为接近；大气治理板块明显弱于行业整体水平。截至 2023 年 12 月 29 日，固废/水务/大气板块相对于年初分别下跌 9.36%/1.66%/9.91%，分别领先沪深 300 指数 2.01/9.72/1.47 个百分点。

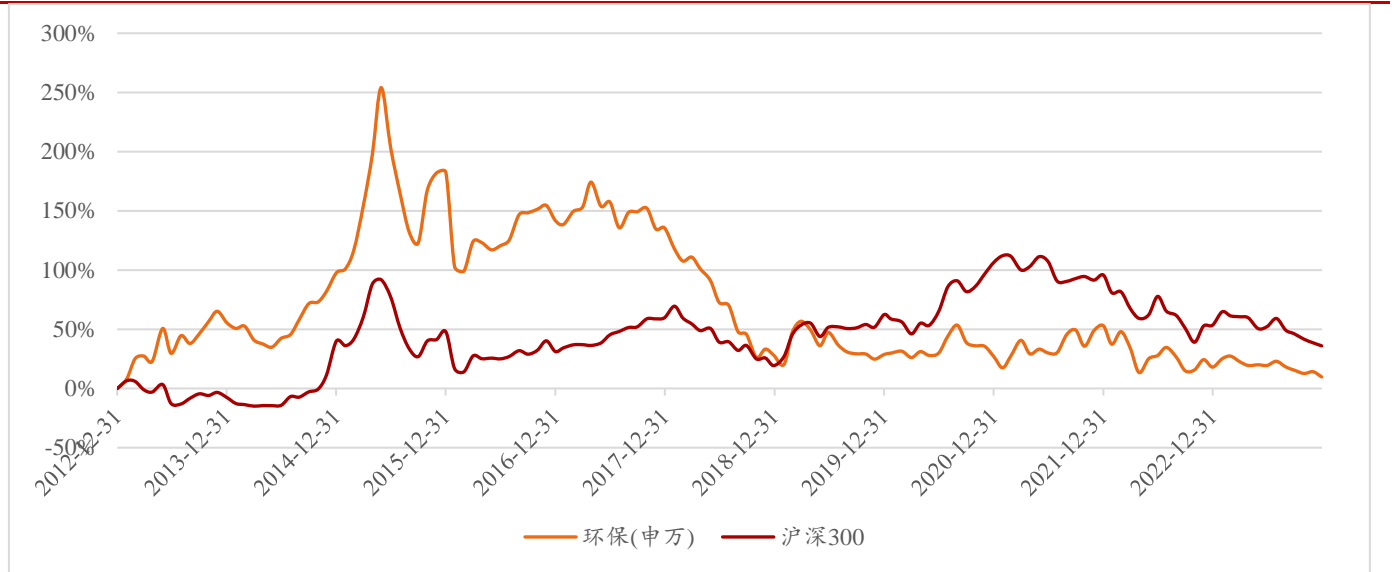
图 1：2023 年环保及细分板块走势



资料来源：Wind，首创证券

从过去较长的时间维度看，2013-2018 年的阶段，环保指数明显超越沪深 300 指数。2019-2023 年的阶段，环保指数落后于沪深 300 指数。转折点发生在 2018-2019 年，“去杠杆”和“处理地方政府隐性债务”直指环保行业原有的商业模式。过去五年间，环保行业处于底部磨砺阶段，不断探索、优化商业模式。

图 2：2013-2023 年环保指数与沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，首创证券

展望 2024 年，环保行业的经营环境正在发生明显的边际变化。一方面是新的政策导向，尤其是影响投建模式的政府和社会资本合作（PPP）新规出台；另一方面是市场渗透率高企，水务、固废等主要细分市场进入存量发展阶段。

PPP 实施近十年来，一定程度上起到了改善公共服务、拉动有效投资的作用，但在实践中也出现了一些亟待解决的问题。为进一步深化基础设施投融资体制改革，2023 年 11 月，国家发展改革委、财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》的通知。《指导意见》总体要求：规范实施政府和社会资本合作新机制，充分发挥市场机制作用，坚决遏制新增地方政府隐性债务，提高基础设施和公用事业项目建设运营水平，确保规范发展、阳光运行。新规下，PPP 项目聚焦使用者付费项目，明确收费渠道和方式，项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任。政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本。新规的政策导向明确，运营能力成为环保企业核心竞争力的体现。

经过十余年的快速发展，我国城市生活居民用水、市政污水处理、垃圾焚烧发电等主要细分市场的普及率已经大幅提升，未来建设增速趋缓。进入存量市场时期，资本开支收缩，越来越多的企业和项目转入运营阶段。运营效率的差距将直接体现在企业的盈利能力上。

环保行业进入新的发展时期，重资产环节的运营效率，轻资产环节的创新效率逐渐成为焦点。投资方面，我们更加关注公司的竞争力和估值水平，并关注细分领域的复苏力度。

2 水务：运营时代，现金为重

2.1 政策支持：一如既往

政策支持对环保行业的可持续发展十分重要。2023 年 7 月，五年一届的全国生态环境保护大会在北京召开。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。会议强调，今后 5 年是美丽中国建设的重要时期，要深入贯彻新时代中

国特色社会主义生态文明思想，坚持以人民为中心，牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，把建设美丽中国摆在强国建设、民族复兴的突出位置，推动城乡人居环境明显改善、美丽中国建设取得显著成效，以高品质生态环境支撑高质量发展，加快推进人与自然和谐共生的现代化。

政策对水务行业的支持是一如既往的。2023年以来，政府出台了一系列的支持和规范政策，对水务基础设施建设、水循环利用、水环境监测以及水处理设备、技术及工艺流程等领域均做出了指引。

表 1：2023 年以来的水务政策文件

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2023 年 1 月	重庆市住房和城乡建设委员会、重庆市发展和改革委员会	关于印发《重庆市城乡建设领域碳达峰实施方案》的通知	提高水资源利用效率，到 2030 年城市建成区平均可渗透面积占比达到 45%，力争到 2030 年城市公共供水管网漏损率控制在 8% 以内，到 2030 年城市平均再生水利用率达 30%。
2023 年 1 月	国家发展改革委、住房和城乡建设部、生态环境部	印发《关于推进建制镇生活污水垃圾处理设施建设和管理的实施方案》的通知	提高生活污水处理能力，合理选择污水收集处理模式；科学规定污水处理规范标准；高质量推进厂网建设。到 2035 年，基本实现建制镇建成区生活污水收集处理能力全覆盖和生活垃圾全收集、全处理。
2023 年 2 月	农业农村部	关于《落实党中央国务院 2023 年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见	统筹推进农村生活污水和垃圾治理。推动农村生活污水治理与改厕有机衔接，加力推进农村生活污水处理，因地制宜探索集中处理、管网截污、分散处置、生态治污等技术模式。
2023 年 2 月	财政部、生态环境部	关于《开展 2023 年农村黑臭水体治理试点工作》的通知	中央财政对纳入支持范围的城市，根据项目投资额和申报治理的农村黑臭水体总面积，给予 2 亿元、1 亿元、5000 万元的分档定额奖励。
2023 年 4 月	四川省生态环境厅等 16 部门	《四川省打好长江保护修复攻坚战实施方案》	到 2025 年，四川省长江流域总体水质保持优良，70% 以上国控断面水质达到 II 类，干流水质稳定保持 II 类，饮用水安全保障水平持续提升，重要河湖生态用水得到有效保障，水生态环境质量明显提升。
2023 年 5 月	中共中央国务院	《国家水网建设规划纲要》	坚持先节水后调水、先治污后通水、先环保后用水，增强流域间、区域间水资源调配能力和城乡供水保障能力。优化农村供水工程布局，强化水资源保护和水质保障，提升农村供水标准和保障水平。
2023 年 6 月	国务院办公厅	关于印发《国务院 2023 年度立法工作计划》的通知	提请全国人大常委会审议矿产资源法修订草案、能源法草案，制定生态环境补偿条例、节约用水条例
2023 年 8 月	国家发展改革委、生态环境部、住房城乡建设部	《环境基础设施建设水平提升行动（2023—2025 年）》	加快补齐城市和县城污水处理能力缺口；结合现有污水处理设施提标升级扩能改造，推进污水资源化利用；提升污泥无害化处理和资源化利用水平。
2023 年 9 月	国家发改委等七部门	《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》	提出“最严格水资源管理制度”，包括严格用水总量和强度双控、强化取水管理、严格节水管理。加强省、市、县三级行政区域用水总量和强度控制指标管理。

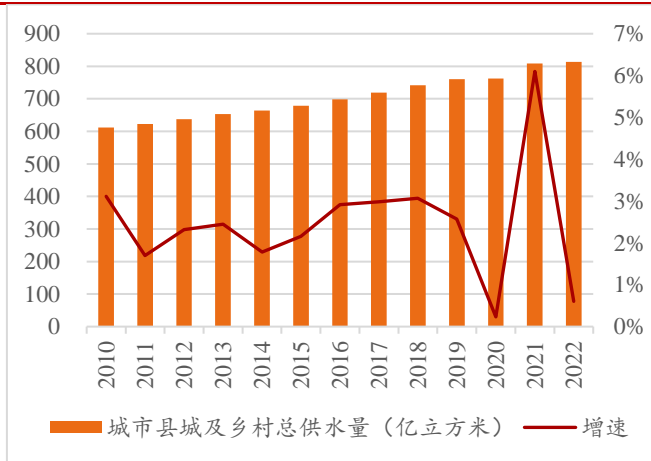
资料来源：国家发改委、农业农村部、财政部、生态环境部、住建部等，首创证券

2.2 水务市场：普及率高企，资本开支收缩

供水能力不断提升

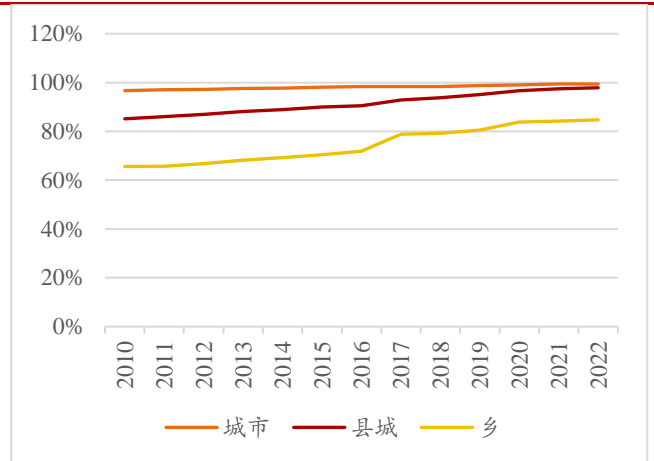
我国供水能力与供水普及率不断提升，运营时代到来。自 2010 年以来，我国全国供水量的年度增速基本维持在 2%-3% 水平。至 2022 年，我国城市以及县城的供水普及率分别达到 99.4%、97.9%。普及率高企。

图 3：我国供水量状况



资料来源：Wind，首创证券

图 4：我国供水普及率

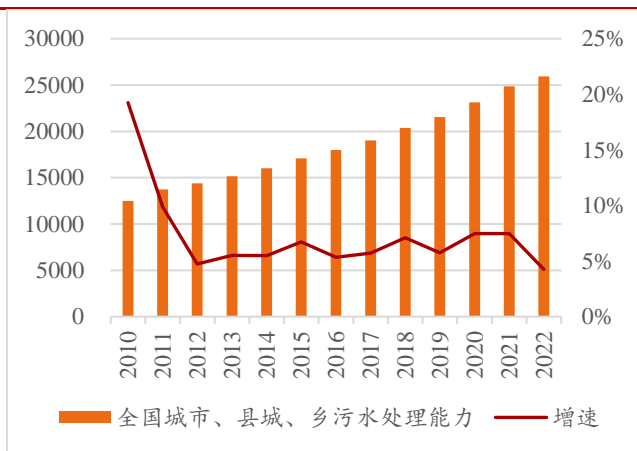


资料来源：Wind，首创证券

污水处理能力同步提升

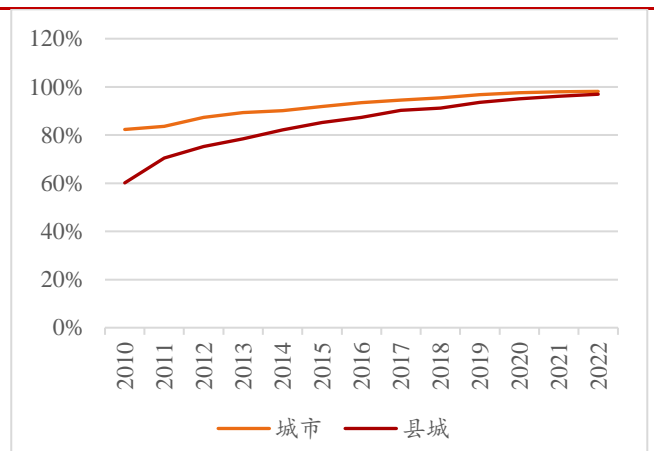
污水处理能力同步提升。2022 年，我国污水处理能力达到 2.6 亿立方米每日。污水处理率方面，我国城市及县城污水处理率稳步增长，截至 2022 年，分别达到 98.1%、96.9%。

图 5：我国污水处理能力不断提升（万立方米/日）



资料来源：Wind，首创证券

图 6：我国污水处理率

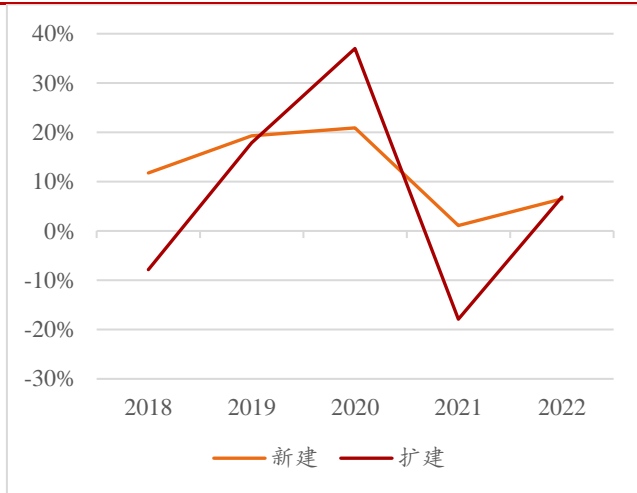


资料来源：Wind，首创证券

资本开支收缩

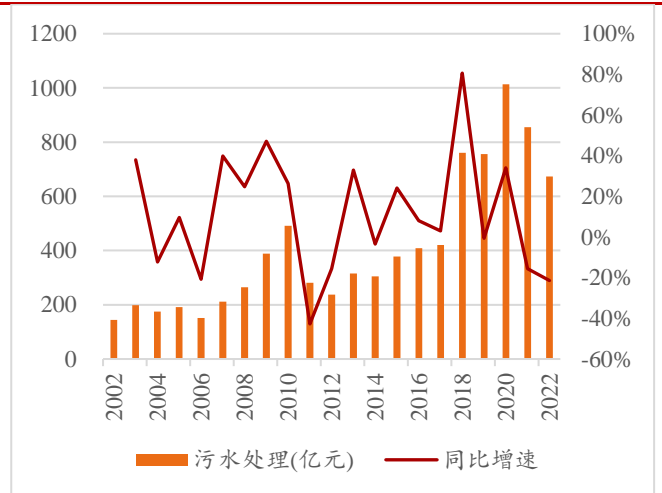
在普及率高企的情景下，固定资产投资增速放缓。在水的生产和供应方面，2021-2022 年城镇水生产和供应（新建）的固定资产投资完成额同比增长 1%和 7%；城镇水生产和供应（扩建）的固定资产投资完成额同比增长-18%和 7%，增速明显下降。在污水处理方面，城市市政污水处理固定资产投资完成额在 2021-2022 年分别同比增长-16%和-21%，降幅明显。

图 7: 水的生产和供应: 城镇固定资产投资同比(新建和扩建)



资料来源: Wind, 首创证券

图 8: 污水处理: 城市市政固定资产投资及变化



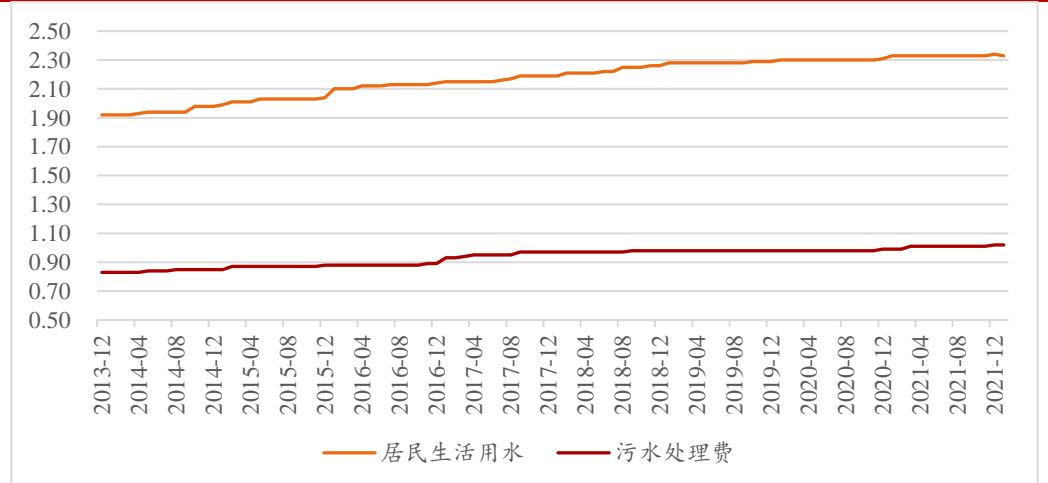
资料来源: Wind, 首创证券

2.3 水价变化: 因地制宜

水价稳中有升, 变化平缓

过去八年间, 水价稳中有升。36 城市居民生活用水价格从 2014 年 1 月的 1.92 元/吨, 小幅上涨至 2022 年 1 月的 2.33 元/吨。36 城市居民污水处理费价格从 2014 年 1 月的 0.83 元/吨, 小幅上涨至 2022 年 1 月的 1.02 元/吨, 变化平缓。

图 9: 36 城市居民生活用水及污水处理价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 首创证券

水务运营的盈利能力对水价变化的敏感性高

水务运营公司的净利润对水价变化是非常敏感的。我们以重庆水务为例, 进行净利润对水价的敏感性分析。根据年报披露, 重庆水务 2022 年污水处理结算水量 14.79 亿立方米, 污水处理服务收入 42.55 亿元, 单位均价 2.88 元/立方米; 2022 年自来水销售量 6.43 亿立方米, 自来水销售收入 17.5 亿元, 单位均价 2.72 元/立方米。公司 2022 年净利润 19.19 亿元。假设污水处理费价格、自来水销售价格均上涨 0.1 元/立方米, 则公司营业收入增加 2.12 亿元, 净利润增厚 1.77 亿元 (考虑所得税税盾因素), 增幅 9.2%。

政策支持水价的动态调整，但秉承“因地制宜”的原则

最新的水价指导政策是2021年10月，国家发改委、住建部修订印发的新版《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》。《管理办法》和《监审办法》的核心是：“制定城镇供水价格，以成本监审为基础，按照“准许成本加合理收益”的方法，先核定供水企业供水业务的准许收入，再以准许收入为基础分类核定用户用水价格。供水企业供水业务的准许收入由准许成本、准许收益和税金构成。”《管理办法》对供水企业准许成本、准许收益和税金进行了详尽说明，并对调价监管周期进行了规范。

《管理办法》第十三条规定，“城镇供水价格监管周期原则上为3年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，价格调整幅度较大的，可以分步调整到位。建立供水价格与原水价格等上下游联动机制的，监管周期年限可以适当延长。”

需要重视的是，《管理办法》强调了水价调整的“因地制宜”。第十三条明确规定，“具体价格监管周期年限由定价部门结合当地实际明确。”在实际操作中，本条规定的影响十分广泛和普遍。

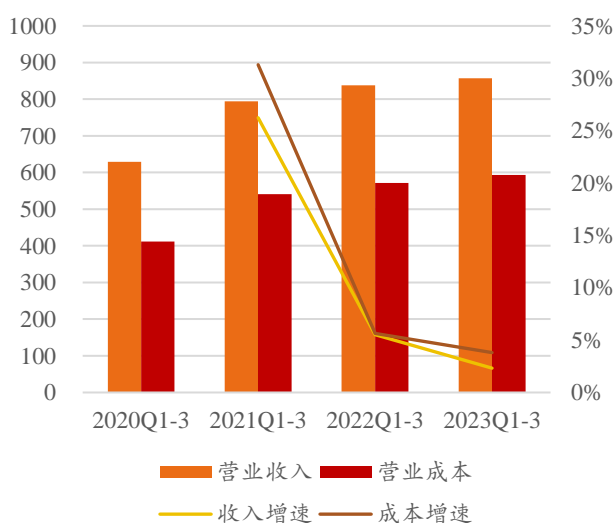
基于2021年出台的《管理办法》，并考虑到三年的调价监管周期，预计2024年将进入全面评估水价的阶段。虽然受制于当地经济社会发展水平和用户承受能力等因素，水价调整很难全面、全部、及时落地。但在政策支持下，分地区的水价调整将持续推进，水价有望延续“稳中有升”的趋势。

2.4 水务经营：现金为重

从上市公司角度观察，水务板块（申万环保二级指数）的经营数据较为平稳，符合存量时代，效率为先，现金为重的特征。板块营业收入小幅增长，成本上升，净利润同比小幅下降，现金流状况稳健。

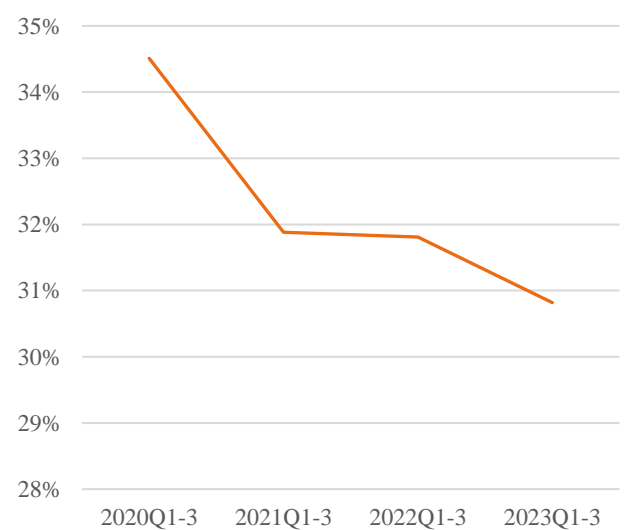
收入方面：2023年前三季度水务板块营业收入857.37亿元，同比增长2.32%，营业成本592.31亿元，同比增长3.66%。毛利率为30.91%，较去年同期下降0.89个百分点。

图 10：水务板块 Q1-3 收入成本状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 11：水务板块 Q1-3 毛利率状况



资料来源：Wind，首创证券

盈利能力方面：2023年前三季度，板块归母净利润111.17亿元，同比下降7.71%。

净利率为 14.02%，较去年同期下降 2.33 个百分点；ROE 为 4.90%，较上年同期下降了 0.80 个百分点。

图 12：水务板块归母净利润状况（亿元）

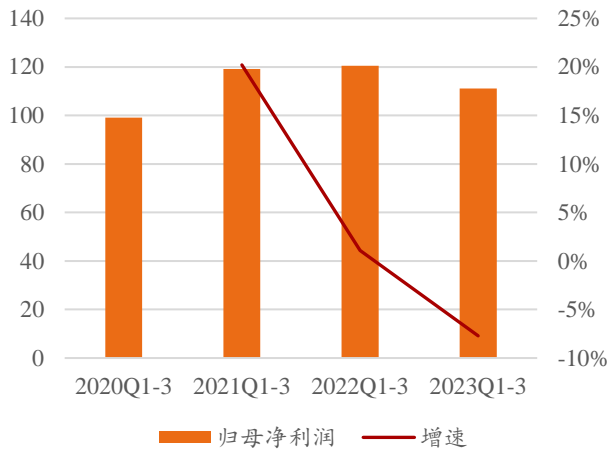
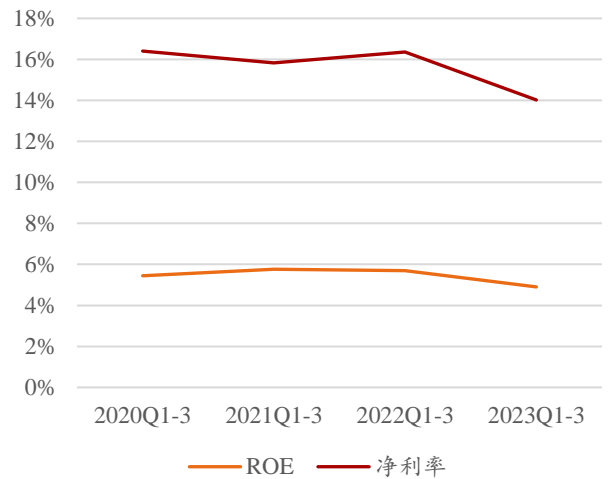


图 23：水务板块回报率情况



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

期间费用率方面：前三季度板块销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率与去年同期比相对稳定。2023 年前三季度板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 1.54%/6.78%/6.09%/1.74%，分别较去年同期变化-0.14/0.14/0.68/0.1 个百分点。

经营性现金流净额小幅下滑。2023 年前三季度，水务板块实现经营性现金流净额 86.23 亿元，同比减少 5.08%。

图 34：水务板块期间费用状况（亿元）

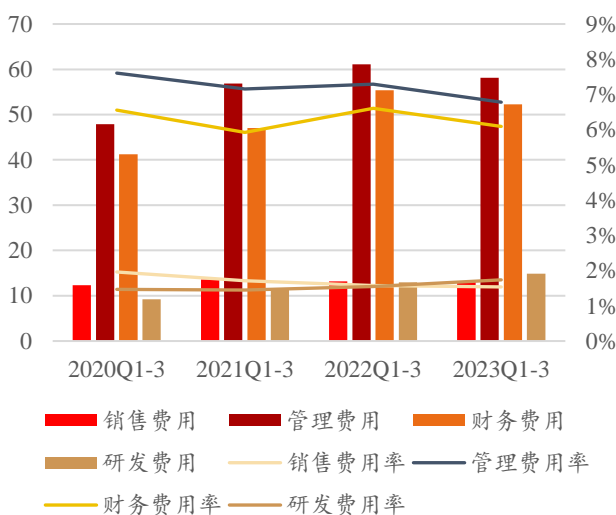
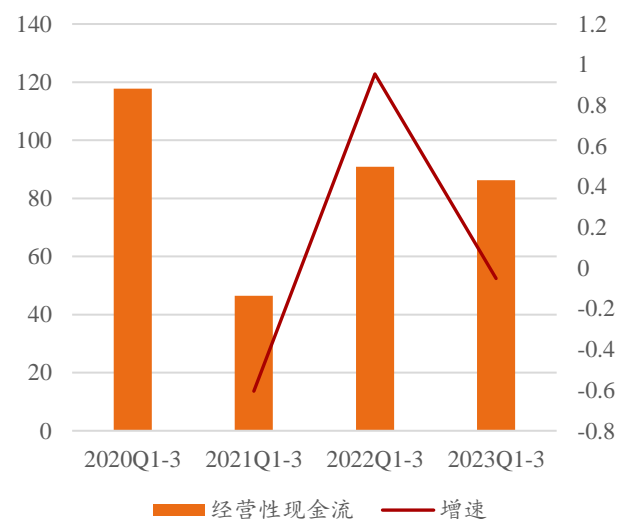


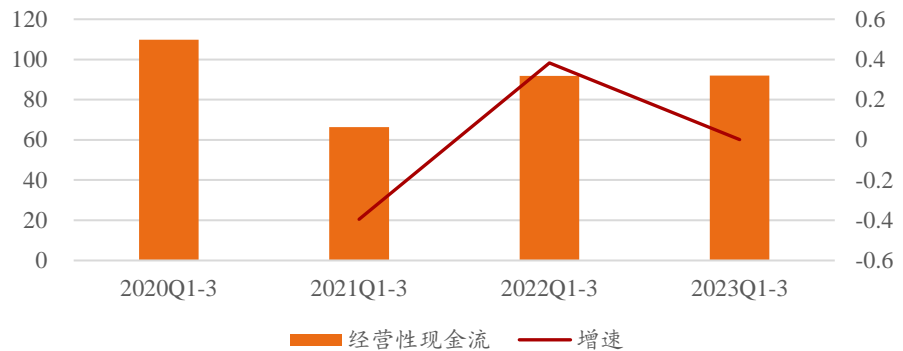
图 45：水务板块经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

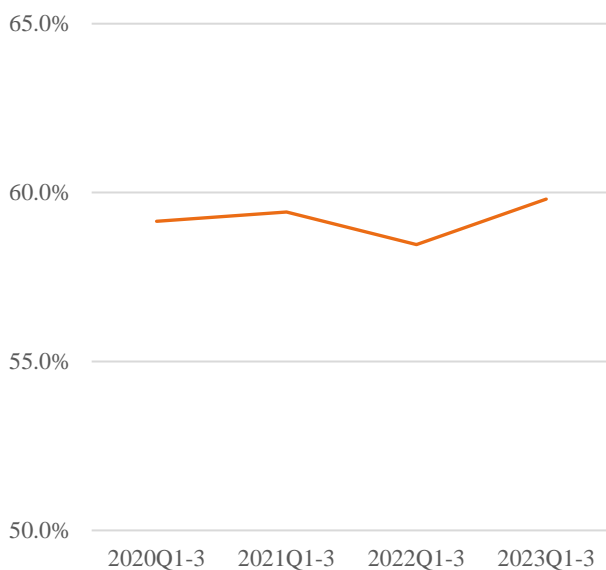
图 56: 水务板块 Q1-Q3 经营性现金流净额状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

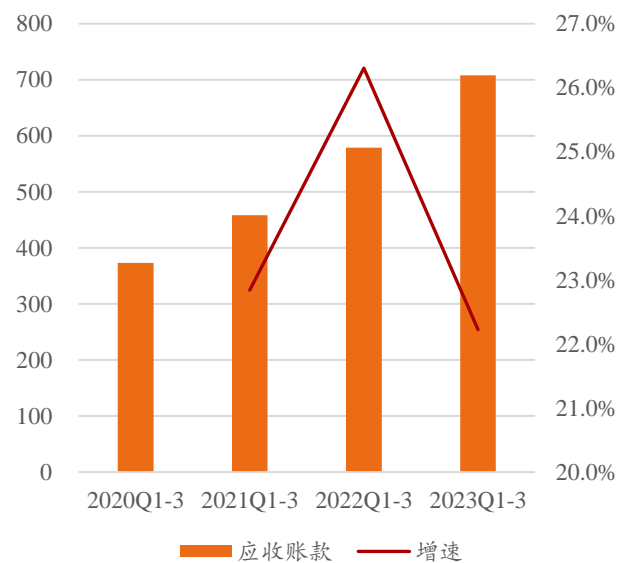
资产负债率基本维持不变。截止 2023 年三季度末, 板块资产负债率为 59.8%, 同比增长 0.62 个百分点。应收账款方面, 2023Q1-3 板块应收账款为 707.65 亿元, 同比增长 22.22%。

图 17: 水务板块资产负债率情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 68: 水务板块应收账款状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

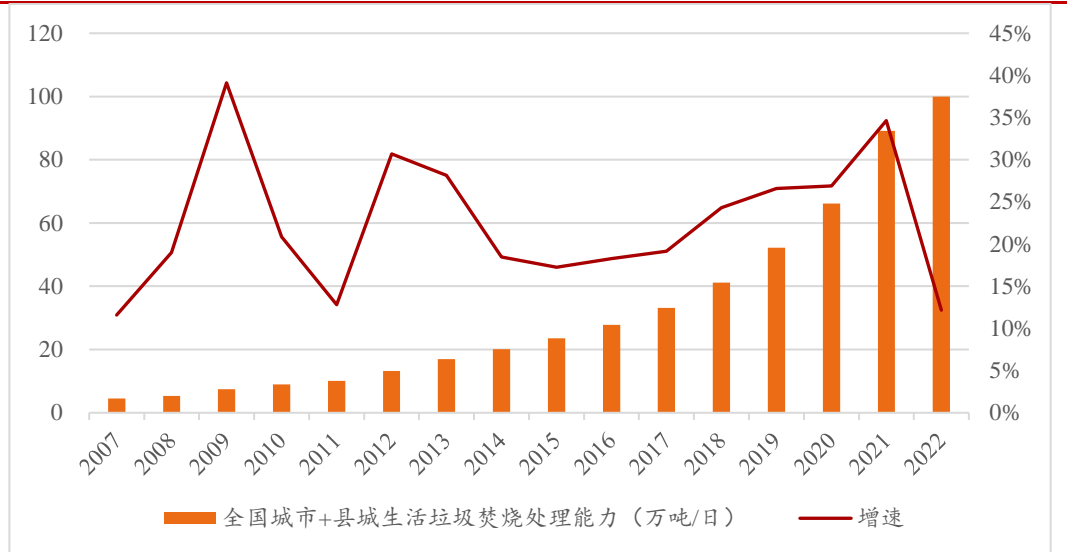
综上, 我国水务行业大规模建设阶段已过, 进入存量及结构性发展阶段。运营提质增效、管理降本增利、财务保持稳健是行业发展的重心。

3 固废: 增速放缓, 效率为先

3.1 焚烧市场: 增速放缓

垃圾焚烧发电是市政固废处理的主要形式。我国垃圾焚烧市场在 2011 年至 2021 年的十年间实现了跨越式发展。全国城市与县城的垃圾焚烧处理能力由 2011 年的 10 万吨/日, 增长至 2021 年的 89 万吨/日, 处理能力增长 7.8 倍。2022 年, 垃圾焚烧处理能力为 100 万吨/日, 同比增长 12%, 增速放缓。

图 19：垃圾焚烧处理能力增速放缓



资料来源：Wind，首创证券

增速放缓一方面与市场渗透率快速提高相关，另一方面也与电价补贴政策的变化相关。根据国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发的《生物质发电项目建设工作方案》，总体思路即“以收定补、央地分担、分类管理、平稳发展”。其中，中央分担的补贴部分逐年调整，并于 2022 年年底有序退出。补贴退坡直接影响垃圾焚烧发电的盈利能力，因此，发电规模的增长告一段落。

3.2 关键要素：电价补贴、垃圾处理费与 CCER 的联动

垃圾焚烧发电的收入由垃圾处理费、上网电价收入和碳减排交易收入（CCER）三部分要素构成。在电价补贴确定性退出的背景下，垃圾处理费的变化和 CCER 的重启将明显影响到垃圾焚烧发电的盈利能力。

垃圾处理费与 CCER 价格的变动，对冲补贴退出的影响。我们对垃圾焚烧发电项目的收入进行测算。在其他条件不变的情况下，上网电价（含补贴/不含补贴）、垃圾处理费、CCER 影响收入的关系如下。

关键假设：

(1) 上网电价：在 2021 年以前，垃圾焚烧发电享受国家可再生能源基金的补贴。补贴后，上网电价为 0.65 元/kwh。补贴退出后，垃圾焚烧发电执行煤电基准电价，平均为 0.4 元/kwh。

(2) 吨垃圾碳减排量为 0.25 吨二氧化碳（新版 CCER 方法学待公布），吨垃圾发电上网电量 300kwh。

计算得到，上网电价、垃圾处理费单价与 CCER 交易价格的关联性如下表。假设三要素为，无补贴上网电价 0.4 元/kwh、垃圾处理费 120 元/吨、CCER 交易价格 100 元/吨时，与垃圾焚烧发电厂补贴退坡前的收入水平相当（原方案为含补贴上网电价 0.65 元/kwh，垃圾处理费 70 元/吨，无 CCER）。

表 2：垃圾处理费与 CCER 收入协同对冲补贴退出的方案

		方案 1	方案 2	方案 3	方案 4	方案 5	方案 6	方案 7
焚烧项目	上网电价							
收入组成	(元/kwh)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

垃圾处理费 (元/吨)	70	80	90	100	110	120	130
CCER 交易 价格 (元/ 吨 CO2)	300	260	220	180	140	100	60
总计	每种方案等价于“0.65 元/kwh+70 元/吨垃圾”营收水平						

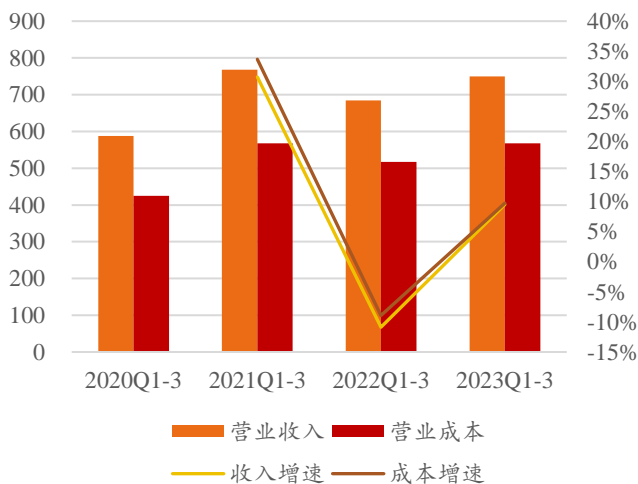
资料来源：首创证券

3.3 固废经营：运营平稳

从上市公司角度观察，固废板块（申万环保二级指数）收入小幅上升，毛利率稳定，盈利稳中向好。

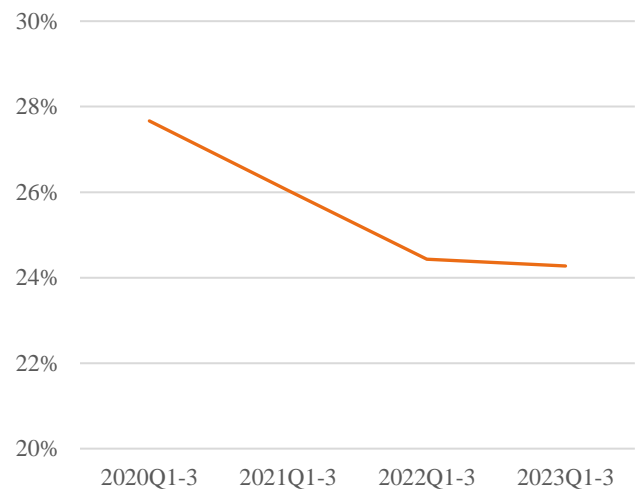
收入方面：2023 年前三季度，板块营业收入 749.3 亿元，同比增长 9.51%，板块营业成本为 567.43 亿元，同比增长 9.74%。板块毛利率为 24.27%，较去年同期下降 0.16 个百分点。

图 20：固废板块收入成本状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

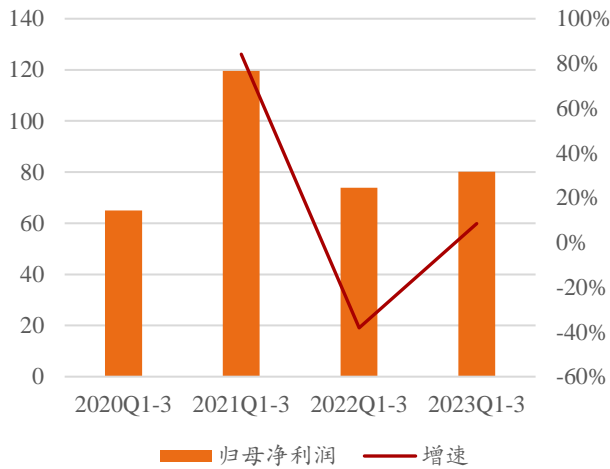
图 21：固废板块毛利率情况



资料来源：Wind，首创证券

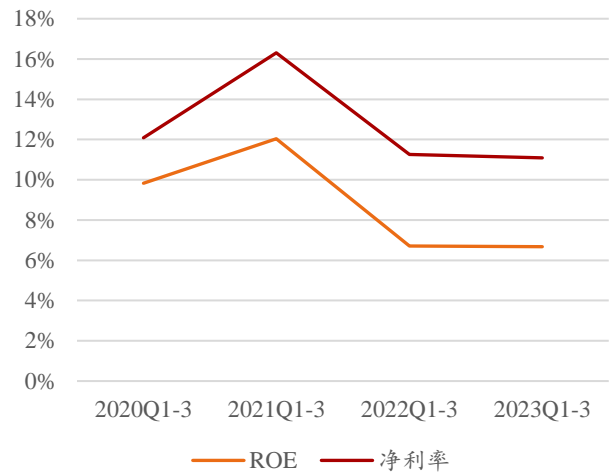
归母净利润方面，从整体数据来看，2023 年前三季度板块归母净利润 80.17 亿元，同比增长 8.45%。板块回报率方面，前三季度，ROE 为 6.67%，较上年同期下降 0.04 个百分点；净利率为 11.09%，较去年同期下降 0.17 个百分点。

图 22：固废板块归母净利润状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 23：固废板块盈利能力情况

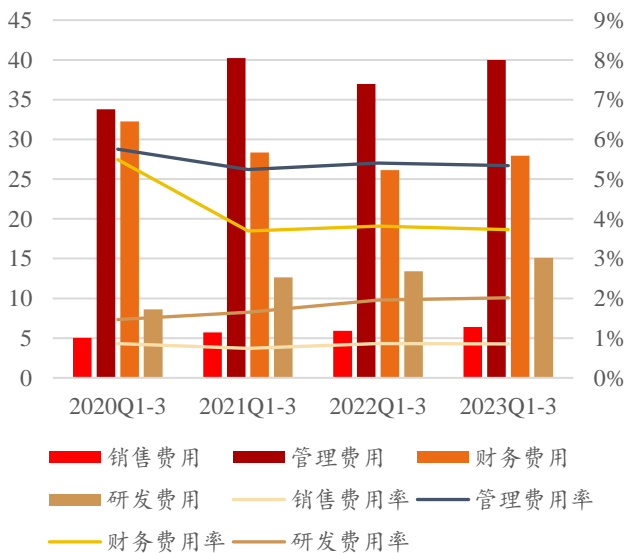


资料来源：Wind，首创证券

期间费用方面，前三季度板块销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率与去年比相对稳定。2023 年前三季度板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.85%/5.34%/3.73%/2.01%，分别较去年同期实现变化-0.01/-0.07/-0.09/0.05 个百分点。

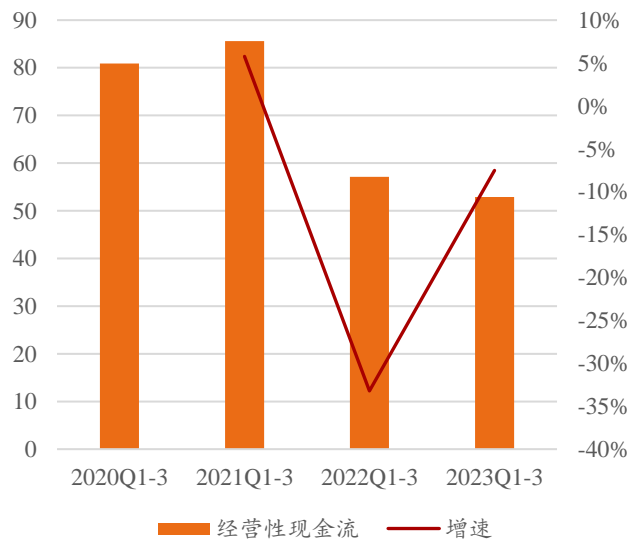
经营性现金流方面，2023 年前三季度板块经营性现金流净额继续下滑，但下滑幅度减小。

图 24：固废板块期间费用状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 25：固废板块经营性现金流净额情况（亿元）

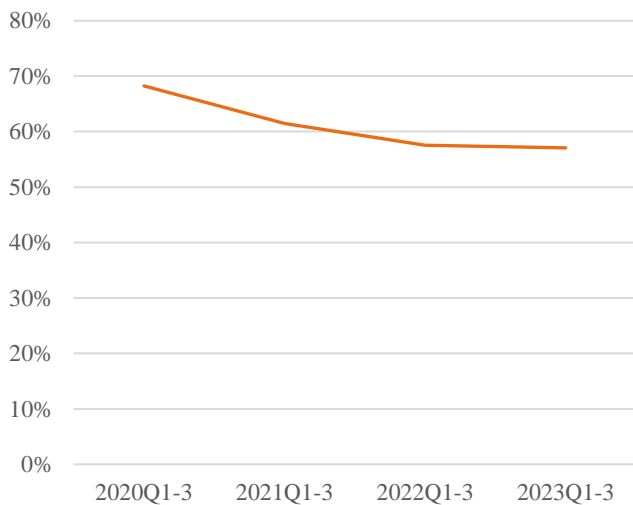


资料来源：Wind，首创证券

资产负债率方面，固废板块资产负债率基本维持不变。截止 2023 年三季度末，板块资产负债率为 57.07%，同比下降 0.44 个百分点。

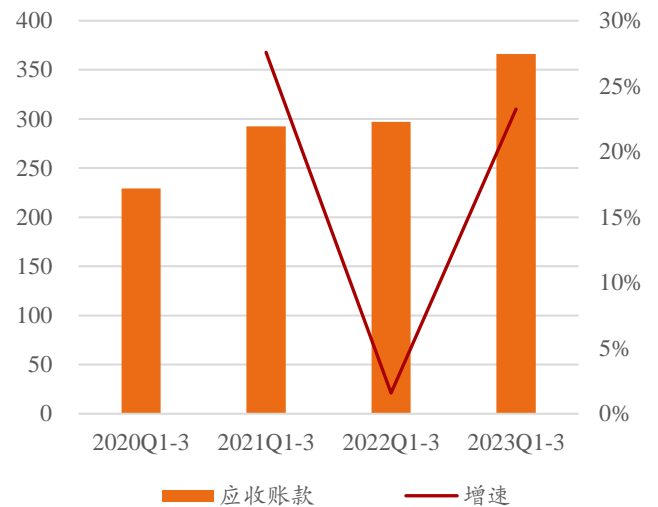
应收账款方面，固废板块应收账款呈不断上升趋势。板块前三季度应收账款 366.10 亿元，同比增长 23.25%。

图 26: 固废板块资产负债率情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 27: 固废板块应收账款状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

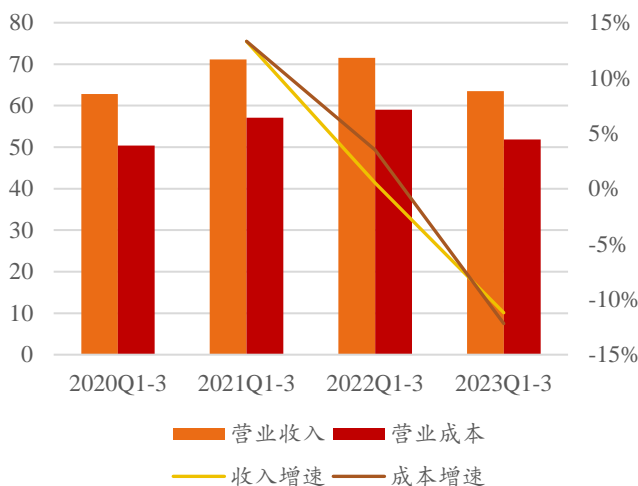
4 大气: 碳排放权交易与 CCER 助力行业复苏

4.1 大气治理板块: 周期底部

2023 年, 大气治理板块呈现出收入利润双降的周期下行特征。

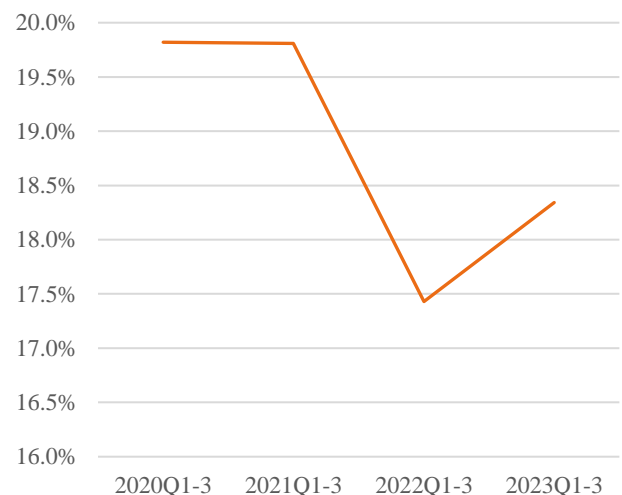
收入方面, 大气板块 2023 年前三季度营业收入 63.51 亿元, 同比下降 11.21%, 板块营业成本为 51.86 亿元, 同比下降 12.19%。板块毛利率为 18.34%, 较去年同期上升 0.91 个百分点。

图 28: 大气板块收入成本状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

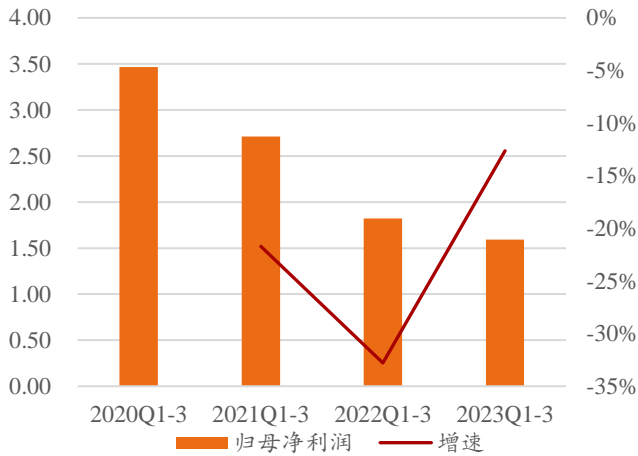
图 29: 大气板块毛利率情况



资料来源: Wind, 首创证券

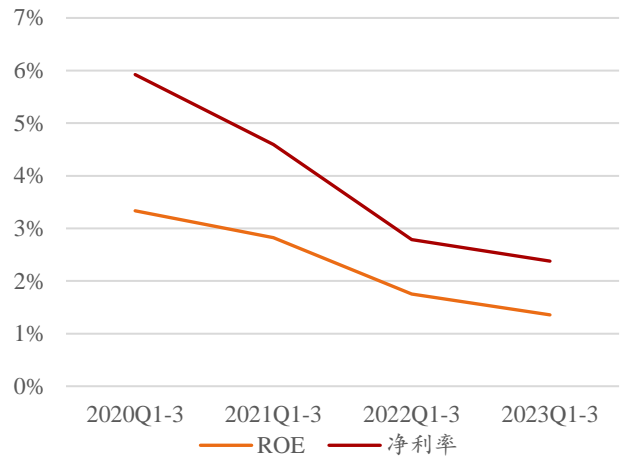
归母净利润方面, 从整体数据来看 2023 年前三季度板块归母净利润 1.59 亿元, 同比下降 12.63%。板块回报率方面, 净利率及 ROE 基本保持不变, 2023 年前三季度, 板块净利率为 2.38%, 较上年同期下降 0.4 个百分点; ROE 为 1.36%, 较上年同期下降 0.4 个百分点。

图 30: 大气板块归母净利润状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 31: 大气板块回报率情况

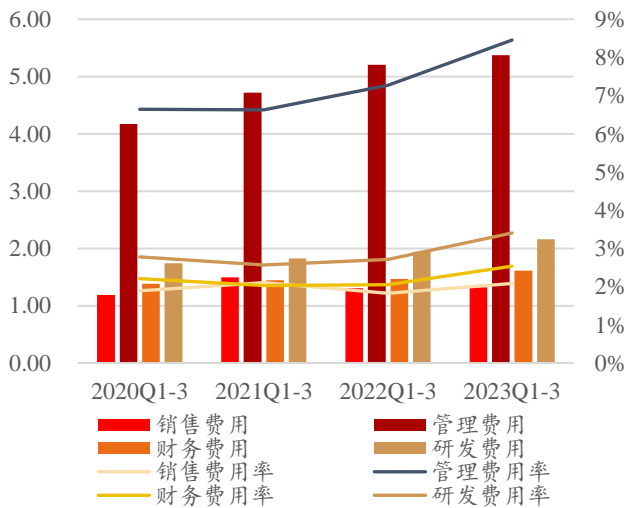


资料来源: Wind, 首创证券

期间费用方面,前三季度板块销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率与去年比相对稳定。2023 年前三季度板块销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.08%/8.46%/2.54%/3.4%,分别较去年同期实现上升 0.25/1.18/0.48/0.69 个百分点。

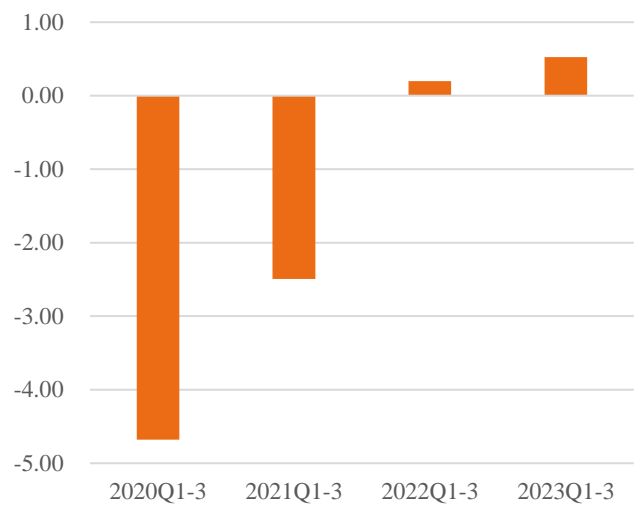
经营性现金流小幅增长,但绝对值仍偏低。经营性现金流方面,板块 2023 年前三季度经营性现金流 0.52 亿元,同比增长 164.25%。从经营性现金流净额的绝对值看,大部分公司的绝对值较小,经营性现金流/营业收入不足 10%。

图 32: 大气板块期间费用状况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

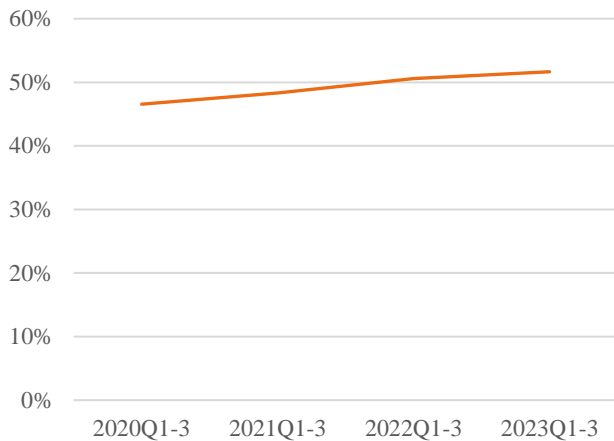
图 33: 大气板块经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

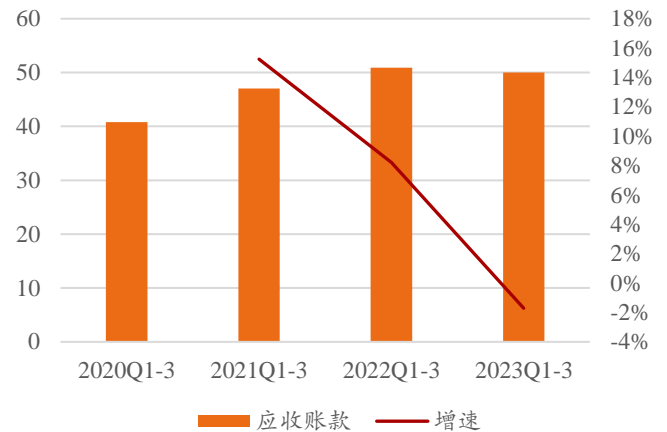
资产负债率及应收账款相对稳定。截止 2023 年三季度末,大气板块资产负债率为 51.66%,同比上升 1.07 个百分点;应收账款 50.04 亿元,同比下降 1.71%。应收账款虽小幅下降,但是占营业收入比重仍然较高,2023Q1-3 板块应收账款/营业收入高达 79%。

图 34：大气板块资产负债率情况



资料来源：Wind，首创证券

图 35：大气板块应收账款状况（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

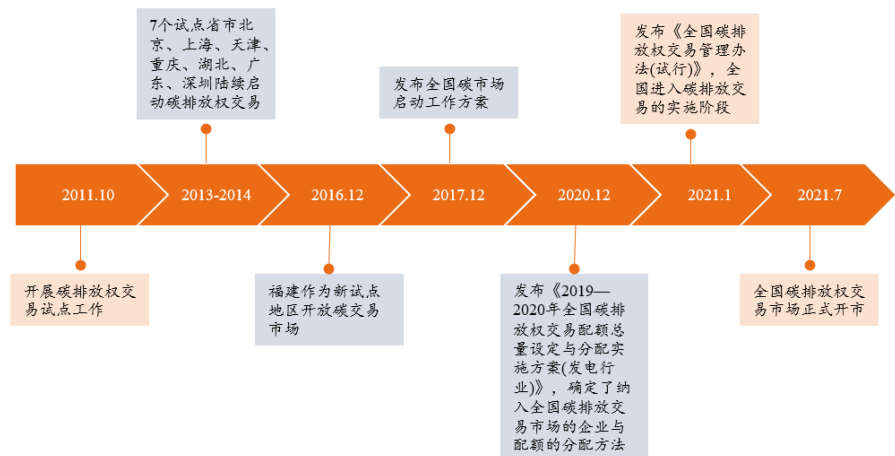
4.2 碳排放交易和 CCER 对减排需求的拉动

4.2.1 碳排放权交易

我国碳排放交易市场始于 2011 年的试点碳市场。2011 年 10 月，按照“十二五”规划纲要关于“逐步建立碳排放交易市场”的要求，中国在北京、天津、上海、重庆、湖北、广东、深圳两省五市，分别启动了碳排放权交易试点工作，并于 2013 年-2014 年陆续开市。2016 年，福建省作为又一新的试点地区。

我国在 2020 年 11 月 20 日颁布了《2019—2020 年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案(发电行业)》，确定了纳入全国碳排放交易市场的企业与配额的分配方法；同时，在 2021 年 1 月 5 日颁布了《全国碳排放权交易管理办法(试行)》，全国进入碳排放交易的实施阶段；2021 年 7 月，启动发电行业全国碳排放权交易市场的交易。

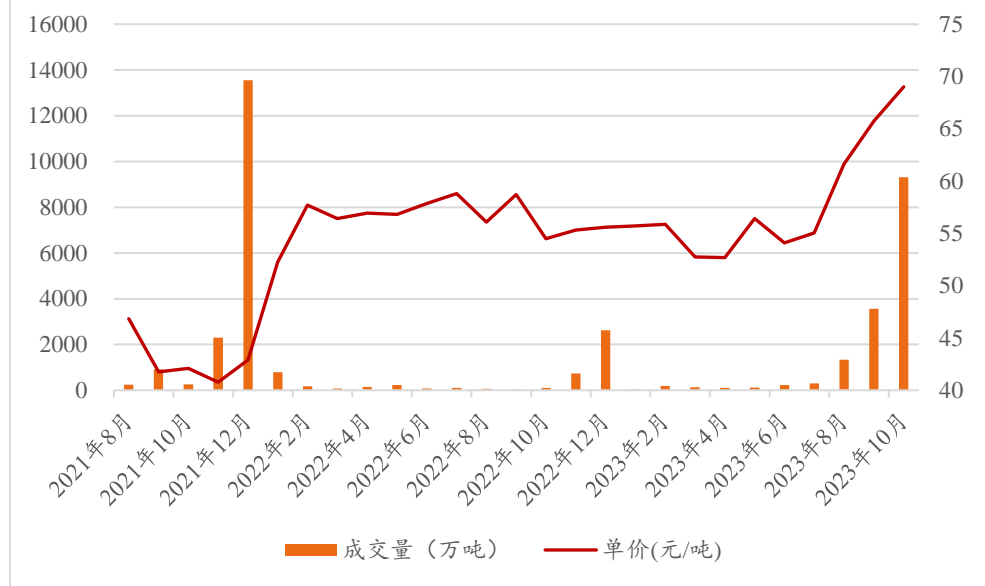
图 36：中国碳交易市场发展历程



资料来源：公开资料整理，首创证券

自 2021 年 7 月 16 日全国性碳排放权交易市场启动运行以来，碳交易量和交易额均增长。2023 年 1-10 月，全国碳排放权交易量达到 1.53 亿吨，交易额 102 亿元。碳排放权交易单价持续上升，2023 年 10 月，碳排放权交易单价达到 69 元/吨，较 2021 年 10 月单价（42 元/吨）上涨 64%。

图 37：全国碳市场碳排放配额成交量及单价



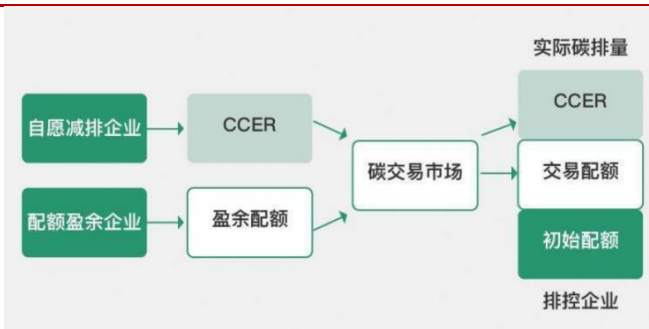
资料来源：Wind，首创证券

4.2.2 CCER 重启

中国核证自愿减排量 (CCER)，指对我国境内可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目的温室气体减排效果进行量化核证，并在国家温室气体自愿减排交易注册登记系统中登记的温室气体减排量。不同于全国碳排放权交易市场的强制属性，温室气体自愿减排交易体系遵循自愿的原则，通过鼓励温室气体自愿减排行为，推动我国碳达峰碳中和目标的实现。

在全国碳/地方碳市场机制下，企业可购买 CCER 可抵扣部分碳配额的清缴，且 CCER 市场价格一般低于碳配额，可降低控排企业履约的成本；同时，CCER 也可用于抵消碳排放，在实现活动、会议、工厂、产品碳中和等领域也有广泛应用。

图 38：CCER 交易原理



资料来源：中国大唐集团，首创证券

图 39：CCER 用途



资料来源：中国大唐集团，首创证券

2012 年出台的暂行办法首次提出对温室气体自愿减排交易采取备案管理制度，并首次提出 CCER 的概念。2015 年自愿减排项目正式启动交易，但由于交易机制不完善以及履约周期未到清缴节点时供给普遍大于需求的原因，使得存量 CCER 项目交易量较少，最终在 2017 年 3 月，国家发改委发布公告暂停 CCER 项目和减排量备案申请。截至 2021

年9月30日，自愿减排交易累计成交量超过3.34亿吨二氧化碳当量，成交额逾29.51亿元。

当前我国CCER项目存量已难以满足配额清缴需求，因此CCER市场亟需重启以匹配现有需求。为规范全国温室气体自愿减排交易及相关活动，2023年9月，生态环境部、市场监管总局联合发布了《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》。

《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》是保障全国温室气体自愿减排交易市场有序运行的基础性制度。《办法》对自愿减排交易及其相关活动的各环节作出规定，明确了项目业主、审定与核查机构、注册登记机构、交易机构等各方权利、义务和法律责任，以及各级生态环境主管部门和市场监督管理部门的管理责任。

温室气体自愿减排交易中最重要是三要素：唯一性、额外性和保守性。唯一性，是指项目未参与其他温室气体减排交易机制，不存在项目重复认定或者减排量重复计算的情形。额外性，是指作为温室气体自愿减排项目实施时，与能够提供同等产品和服务的其他替代方案相比，在内部收益率财务指标等方面不是最佳选择，存在融资、关键技术等方面的障碍，但是作为自愿减排项目实施有助于克服上述障碍，并且相较于相关项目方法学确定的基准线情景，具有额外的减排效果，即项目的温室气体排放量低于基准线排放量，或者温室气体清除量高于基准线清除量。保守性，是指在温室气体自愿减排项目减排量核算或者核查过程中，如果缺少有效的技术手段或者技术规范要求，存在一定的不确定性，难以对相关参数、技术路径进行精准判断时，应当采用保守方式进行估计、取值等，确保项目减排量不被过高计算。

表 3：2023 年生态环境部关于 CCER 重启的相关政策与公告

时间	政策/文件/会议	主要内容
2023.3	《关于公开征集温室气体自愿减排项目方法学建议的函》	建立完善的温室气体自愿减排项目方法学体系，全面提升方法学的科学性、适用性和合理性，向全社会公开征集温室气体自愿减排项目方法学建议
2023.7	关于公开征求《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》意见的通知	组织对《温室气体自愿减排交易管理办法》进行了修订，编制形成了《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》（征求意见稿），并向社会公开征求意见
2023.8	8月新闻发布会	力争今年年内尽早启动全国温室气体自愿减排交易市场，有效发挥市场机制对控制温室气体排放、促进绿色低碳技术创新的重要作用
2023.9	《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》	《管理办法》是规定自愿减排交易市场基本框架的统领性文件，应在前期工作的基础上，继续稳妥有序推进自愿减排交易市场建设相关工作

资料来源：生态环境部，Wind，首创证券

全国温室气体自愿减排交易对环保行业有着重大意义。温室气体自愿减排交易是通过市场机制控制和减少温室气体排放，推动实现碳达峰碳中和目标的重要制度创新。全国温室气体自愿减排交易市场与全国碳排放权交易市场共同组成我国碳交易体系。自愿减排交易市场启动后，各类社会主体可以按照相关规定，自主自愿开发温室气体减排项目，项目减排效果经过科学方法量化核证并申请完成登记后，可在市场出售，以获取相应的减排贡献收益。启动自愿减排交易市场有利于支持林业碳汇、可再生能源、甲烷减排、节能增效等项目发展，有利于激励更广泛的行业、企业和社会各界参与温室气体减排行动，对推动经济社会绿色低碳转型，实现高质量发展具有积极意义。

5 创新：科技赋能

科技创新是推动环保行业发展的重要支撑，为企业长期发展赋能。这其中既有在各个细分环节上的技术、工艺、设备创新和改良，也有在智慧环保方面的平台化、信息化创新，还有科学仪器方面的进口替代。

在环保运营方面，向各个细分环节要效率、要利润是业内共识。技术、工艺、设备的创新和改良均可实现降本增效的目标。以“CREATE 好氧颗粒污泥”技术为例。城市产生的污水通过管网输送到污水处理厂，在污水厂集中进行污染物去除，实现水质净化。当下，污水处理已从快速发展期逐渐进入了精细化运营、提质增效和高质量发展阶段。“CREATE 好氧颗粒污泥”通过在一个反应器中利用特有的运行方式实现污泥的颗粒化，颗粒污泥分层结构中不同功能的微生物协同处理从而达到同步脱氮除磷去除有机物效果。与传统污泥技术相比，好氧颗粒污泥可减少 50% 以上的建设用地，降低土建、设备投资成本 30% 以上；同时沉降性能更佳，可降低 20% 以上的运行成本，并有效降低 30% 以上的碳排放。占地面积小、低能耗和低药耗等显著优势非常适合对传统的反应池进行改造，从而实现对原有污水处理系统的原地扩容及新建项目，在土地价值昂贵的地方具有非常高的经济价值。

在智慧环保方面，信息技术、算法技术的应用，提高运营效率，提高盈利能力。以“ASmart 污水厂智慧决策与评估平台”为例。“ASmart”以生物建模技术为核心，可根据不同水厂条件定制化设计，可配置曝气决策和控制、加药决策和控制、内外回流决策和控制、排泥决策和控制、能效管理、知识库、专家库、进水风险预警等模块。投入使用后，该平台可帮助水厂降低综合生产成本 10%-40%，挖掘运行潜力 10%-30%，同时降低水厂运行管理人员的劳动强度。

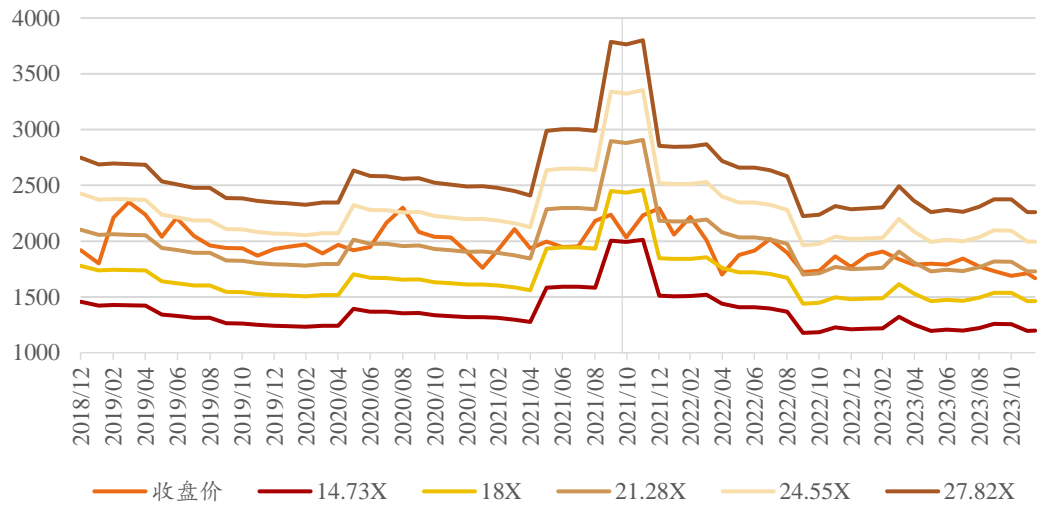
在科学仪器方面，环保监测设备公司凭借多年的技术积累与实践，正在将环境监测业务横向拓展，开发出更多的科学仪器。以雪迪龙为例。公司依托环境监测设备研发，自主研发制造的色谱分析仪、飞行时间质谱仪、二次离子转移飞行时间质谱、傅立叶红外分析仪、红外气体分析仪、紫外分析仪、XRF 重金属分析仪、气体纯度分析仪、甲醛分析仪、三维皮托管流量计、比例稀释器、湿度发生校准仪、颗粒物发生校准仪等核心分析仪器，均可应用于环境监测、工业过程分析、材料检测、新能源等科学研究领域。经过常年的实践，公司积累了大量的案例，并形成了良好的示范项目。

展望 2024 年，科技创新为实体发展赋能，降本增效，开源展业，有望成为环保行业新的成长曲线。

6 估值：底部区间

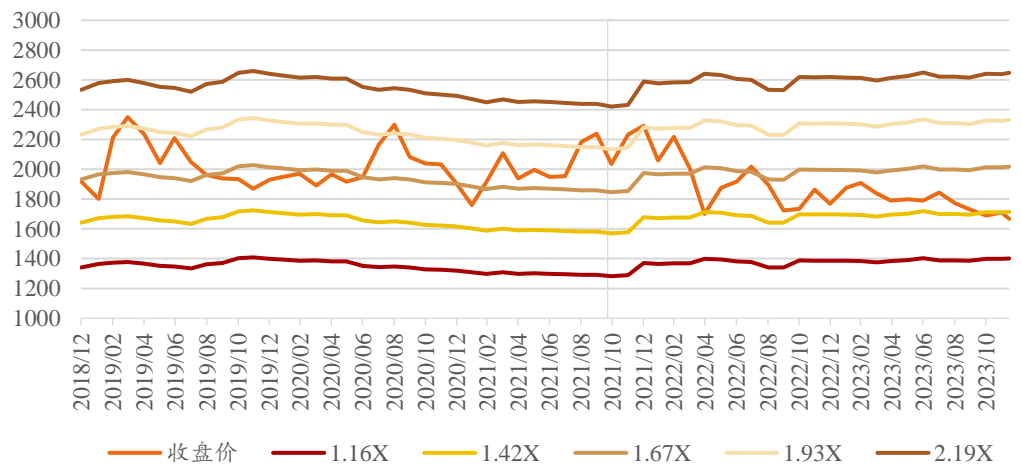
过去 5 年间，环保行业指数窄幅波动，估值水平也处于稳态。从市盈率角度看，2019 年 1 月至 2023 年 11 月环保行业基本处于 18-21 倍 PE 的区间。盈利无明显增长，估值倍数基本稳定，指数表现平淡。从市净率角度看，2019 年 1 月至 2023 年 11 月环保行业的 PB 估值中枢从 1.7 倍下降至 1.5 倍。考虑到分红因素，PB 估值水平平稳。展望 2024 年，水务、固废等主要细分领域均进入存量市场时代，运营为先，预期盈利变化平稳，预计 PE/PB 估值中枢仍将保持稳定。

图 407: 环保行业 PE-Band



资料来源: Wind, 首创证券

图 41: 环保行业 PB-Band



资料来源: Wind, 首创证券

在运营为主的背景下，我们重点考察公司的分红能力和股息率情况。在市值超过 50 亿的行业样本公司中，有 28 家公司在 2022 年度公告分红，并在 2023 年实施。28 家公司算术平均的分红比例为 38%，股息率为 2.6%；中位数的分红比例为 30%，股息率为 2.2%。目前的股息率不及沪深 300 指数的股息率水平（3.2%）。

从 DDM 估值模型的基本原理出发，我们关注分红比例和盈利可持续性两个方面。在环保行业进入存量时代的背景下，缩减资本开支规模，提高分红比例的可能性提升。运营为主的商业模式使公司盈利的可持续性和可预测性提升。这两个方面均对环保行业的估值提升起到积极作用。

表 4: 分红率与股息率

2023/12/8	证券简称	总市值 (亿元)	股息率	年度现金分红比例 (2022)
603568.SH	伟明环保	291	0.9%	15%
601158.SH	重庆水务	276	4.7%	68%

600008.SH	首创环保	197	4.8%	30%
002266.SZ	浙富控股	186	1.7%	21%
300070.SZ	碧水源	182	0.6%	15%
000598.SZ	兴蓉环境	165	2.0%	21%
000967.SZ	盈峰环境	155	2.3%	83%
600388.SH	龙净环保	152	3.1%	57%
600323.SH	瀚蓝环境	136	1.3%	16%
000035.SZ	中国天楹	127	-	-
601827.SH	三峰环境	127	2.9%	33%
603279.SH	景津装备	126	4.6%	69%
603588.SH	高能环境	109	0.7%	11%
000685.SZ	中山公用	107	3.0%	30%
601200.SH	上海环境	103	1.1%	22%
600461.SH	洪城环境	98	4.9%	50%
003039.SZ	顺控发展	94	0.7%	29%
300203.SZ	聚光科技	78	-	-
301175.SZ	中科环保	76	1.1%	38%
600874.SH	创业环保	76	2.6%	30%
601330.SH	绿色动力	74	1.8%	22%
002573.SZ	清新环境	73	2.0%	32%
300779.SZ	惠城环保	69	-	-
000544.SZ	中原环保	68	2.2%	34%
603291.SH	联合水务	66	0.5%	23%
301109.SZ	军信股份	65	5.7%	79%
002034.SZ	旺能环境	64	3.4%	30%
600217.SH	中再资环	63	-	-
002645.SZ	华宏科技	62	1.9%	29%
300815.SZ	玉禾田	58	3.9%	38%
300210.SZ	森远股份	56	-	-
300055.SZ	万邦达	55	-	-
301030.SZ	仕净科技	54	-	-
600817.SH	宇通重工	53	3.9%	53%
002658.SZ	雪迪龙	53	4.7%	87%
002672.SZ	东江环保	51	-	-
算术平均			2.6%	38%
中位数			2.2%	30%

7 投资：运营类资产看分红，细分行业复苏看力度

7.1 投资主线

环保行业进入运营时代，盈利能力和盈利质量是焦点。考虑到行业平稳运营的状态，并结合估值水平，我们维持对行业“中性”的投资评级。关注运营类资产和细分行业复苏两条投资主线：

(1) 运营类资产看分红。运营为先，现金为重是行业主题。对于运营类资产的估值，我们注重公司的分红能力。从 DDM 模型出发，重点关注公司盈利的可持续性和稳定性、现金流的可预测性、股息分红的比例和可实现性等维度。推荐瀚蓝环境。

(2) 细分行业复苏看力度。碳排放权交易和 CCER 对大气治理的需求将有明显的拉动作用。重点跟踪行业复苏的力度，推荐清新环境、雪迪龙。

7.2 重点公司

瀚蓝环境：“瀚蓝模式”日臻完善，行稳致远助估值提升

综合环境服务商。公司专注于环境服务产业，“固废处理为拓展核心、水务能源协同发展”的“一体两翼”业务格局日趋完善。

公司经营稳健，瀚蓝模式日臻完善。公司经营稳健，营业收入稳健增长，盈利能力突出。公司在固废处理领域，已形成集前端环卫一体化、中端转运及后端处理的纵向全链条发展模式，具备对标“无废城市”建设、提供固废处理全产业链综合服务能力。

固废业务：核心驱动力。固废业务是公司的核心驱动力。固废业务布局日趋完善，产能扩张有序推进，盈利能力突出。近期最大的亮点是，运营类固废业务的利润贡献占比持续提升，实现高质量、可持续的发展。

能源业务：关键转折期。受气源采购成本飙升影响，2021-2022 年，公司能源业务板块盈利不佳。随着顺价政策落地以及能源价格恢复平稳，公司能源业务的业绩有望迎来反转，实现正收益。

水务业务：稳定现金流。公司水务业务稳步发展，产能及收入平稳提升，同时通过产能利用率提升及信息化发展实现降本增效，为公司的整体发展提供稳定的现金流支撑。

盈利预测与估值分析。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 13.8/15.8/17.5 亿元，分别同比增长 20.7%/14.6%/10.6%。公司 2023-2025 年动态市盈率分别为 10 倍、9 倍、8 倍。与同类型公司相比较，公司市盈率估值更具吸引力。从股息率角度看，公司处于行业中值水平。随着公司不断提升运营类业务的利润贡献，且不断加强应收账款的回款与管理，我们预计公司的分红能力和股息率水平有望提升。

投资建议。“瀚蓝模式”日臻完善，在全产业链综合环境服务体系下，公司业务发展更加均衡和稳健。全产业链不同环节的纵向协同和不同细分领域间的横向协同能力持续提升。同时，随着能源价格逐渐平稳，公司能源业务进入转折期，有望贡献正收益。从估值角度看，公司运营类资产利润贡献占比的提升，分红能力提高，未来股息率有较大提升空间。公司行稳致远，估值位于历史底部区间，维持“买入”的投资评级。

雪迪龙：从环境监测到科学仪器，公司重归成长曲线

业务拓展：从环境监测到科学仪器，工业服务再延伸。公司主要从事各种分析仪器、监测设备的研发制造，信息化软件平台的开发应用，减污降碳协同管控、细颗粒物与臭氧协同管控、水质监测与风险预警、噪声污染、工业过程控制优化与智能制造、园区环境智慧化管控服务、科研能力提升等各类解决方案的提供及服务。

业态升级。公司业务围绕“端+云+服务”的模式展开，以分析仪器、监测设备等作为感知层终端，可提供真、准、全的监测数据，数据采集子站和仪器物联网两个基础软件平台作为网络层，实现数据快速、可靠、安全地采集、传输、存储、计算、分析等，最后通过数据挖掘、数据分析、数据增值等方式，支撑提升应用层各类综合解决方案的精准实施，通过“端+云+服务”的模式为客户提供一站式服务，助力环保、能源、制造等各个行业的数字化建设、改造升级及创新应用等。

经营拐点出现，公司有望重归成长曲线。公司处于重要的业务拐点期，有望重归成长曲线。（1）环境监测业务：政策方面，“建立煤电容量电价机制”有助于市场需求的恢复；业主支付能力方面，“规范实施政府和社会资本合作（PPP）新机制”是重要的投融资方式。（2）气体分析仪器业务：国内 CCER 的重启将带动相关需求。（3）系统改造及运维、节能工程改造业务是环境监测、气体分析仪器业务的延伸。当环境监测业务和气体分析业务的市场需求出现趋势性增长时，改造运维和节能工程的业务需求也会相应增长。（4）工业过程分析是长期积累的 know-how 的体现。公司基于气体分析仪器领域的研发和创新优势，长期培育工业过程分析业务。此业务板块有望伴随新兴产业的扩张和国产化而迎来增长。（5）公司经营模式的改善：轻资产且现金流改善的业务模式为公司可持续发展奠定基础。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 10.8/14.6/19.6 亿元，分别同比变化-28.5%/36%/33.7%。归母净利润分别为 1.9/2.5/3 亿元。公司 2023-2025 年动态市盈率分别为 28.2/21/17.4 倍。估值具有吸引力。我们维持对公司“买入”的投资评级。

8 风险因素

环保政策落地不及预期。政策对环保行业的影响是明显的。未来一个阶段，碳排放权交易和 CCER 对大气治理和碳排放监测的需求预计将有较为明显的拉动作用。但是碳排放权交易的价值和 CCER 的价值受政策约束，因此存在环保政策落地不及预期的风险。

地方政府支付能力不及预期。地方政府支付能力对环保企业的订单、收入、现金流有较重要的影响。近期综合化债方案的落地，对环保行业产生实质性的利好。但是，地方政府支付能力仍然存在不及预期的风险。

企业现金流低于预期：运营为先、效率为重的时期，企业现金流状况对企业价值评估存在较大影响。由于企业发展策略、资本开支策略存在不确定性，因此，企业现金流存在低于预期的风险。

分析师简介

邹序元，分析师，英国埃克塞特大学金融与投资专业硕士，14 年证券研究经验，5 年证券投资经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。北京首创生态环保集团股份有限公司（首创环保）为我司控股股东关联方公司，本报告中涉及首创环保的相关信息均基于公开信息描述，不涉及任何投资分析或建议，首创证券股份有限公司及分析师个人也无权代表首创环保发布任何信息或提供任何保证。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现