

范围扩大、程度加深，水环境治理市场加速释放

——七月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 发改委等四部门发布《关于进一步加快推进中西部地区城镇污水处理有关工作的通知》，中西部地区生态环保领域补短板工作提上日程。

2) 国家发展改革委、生态环境部联合印发的《关于深入推进园区环境污染第三方治理的通知》。今年以来，多起工业生产安全事故引起各方关注，倒逼工业环保第三方治理提速。

3) 财政部印发《水污染防治资金管理办法》，专项资金保障水环境保护。防止资金支持范围主要包括重点流域水污染防治、集中式饮用水水源地保护、良好水体保护、地下水污染防治等几个方向。

4) 水环境治理 PPP 项目加速释放。2019 年 5 月至今，进入招标、发布需求公示、发布资审结果、预中标、中标和流标等阶段的水环境治理 PPP 项目已有 30 余个，总投资达 660 亿，呈现集中释放的态势。

5) 2019 年水处理行业 36 家上市公司一季度营收同比增长 10.1%，净利润同比下降 35.1%。成本与费用的增长压缩了水处理领域上市公司的盈利空间。

6) 环保行业细分领域所处周期差异大，市场空间和技术水平是决定性因素。随着《钢铁行业超低排放改造实施方案》的出台，非电行业尾气治理为大气治理市场和环境监测市场带来新的增量。

7) 市场竞争不规范、技术成果转化率低、过度依赖政府补贴是限制环保行业发展的三个重要因素。

8) 环保行业相关上市公司 80 家，占 A 股总市值 1.11%，年初至今板块表现弱于沪深 300，估值存在进一步修复的空间。

● 投资建议

环保督察维持高压，需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、固废产业链、水环境治理三个领域在未来将维持高景气度。推荐网格化监测龙头先河环保(300137.SZ)，拥有优质运营资产，在手订单充足的瀚蓝环境(600323.SH)，具有丰富流域治理经验、拿单能力强的博世科(300422.SH)。

● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	300137.SZ	先河环保	-3.24	16.7	44
	600323.SH	瀚蓝环境	3.98	17.3	131
	600388.SH	龙净环保	3.09	16.2	132

● 风险提示

治理需求不及预期的风险、政策力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司经营发生合规问题的风险。

环保行业

推荐 维持评级

分析师

周然

☎: (8610) 66568494

✉: [zhouran@chinastock.com.cn](mailto:zhouran@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130518020001

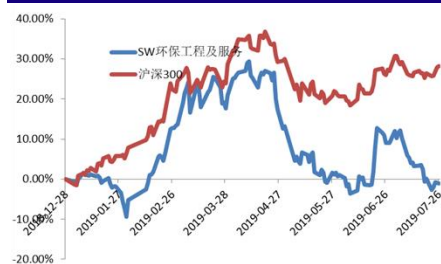
特别鸣谢

严明

✉: [yanming\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:yanming_yj@chinastock.com.cn)

行业数据

2019.07.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

核心组合表现

2019.07.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保】环保工程及服务\_2019 年环保行业中期策略: 垃圾分类政策落地, 固废行业迎来新机遇

【银河环保】行业动态报告\_非电行业超低排放改造开始, 即将带来新的市场增量

## 目 录

<b>一、污染防治仍是 PPP 主力，水环境治理市场加速释放</b> .....	<b>3</b>
(一) 水务市场上半年基本情况 .....	3
(二) 水处理领域向更广泛、更精细的方向发展 .....	4
1. 补短板、治园区，环境治理更具针对性 .....	4
2. 水污染防治资金管理办法出台，重点区域获专项资金支持 .....	5
3. 水环境治理 PPP 项目加速释放，考验水处理企业综合实力 .....	5
(三) 水处理领域上市公司财务分析 .....	6
1. 成本与费用增长压缩盈利空间 .....	6
2. 资产负债率持续增长，债务偿还能力需关注。 .....	7
3. 经营活动现金流好转，保障企业稳定运营 .....	8
4. 杜邦分析 .....	9
<b>二、水环境治理为水处理市场带来新增量</b> .....	<b>9</b>
(一) 环保行业细分子行业所处周期判断 .....	9
(二) 范围扩展、程度加深，水处理领域迎来新发展 .....	9
1. 水资源总量保持稳定，农业用水依然是主要方向 .....	9
2. 水环境指标总体稳中向好，但仍有部分区域污染问题未解决 .....	12
3. 未来水处理行业的发展方向 .....	14
<b>三、水处理行业面临的问题及建议</b> .....	<b>15</b>
(一) 现存问题 .....	15
1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称 .....	15
2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难 .....	15
3. 自身造血能力差，过度依赖政府补贴 .....	16
(二) 建议及对策 .....	16
1. 加强政府监管，维护市场健康 .....	16
2. 培养具有核心竞争力的企业 .....	16
3. 改善商业模式，打造综合化服务 .....	16
<b>四、环保行业在资本市场中的表现</b> .....	<b>16</b>
(一) 环保行业在国民经济中的地位 .....	16
(二) 环保行业估值修复，静待进一步调整回归 .....	17
(三) 年初至今板块表现弱于沪深 300 .....	18
<b>五、投资建议及股票池</b> .....	<b>19</b>
(一) 投资建议 .....	19
1. 看好需求稳定的固废产业链、环境监测、水环境治理 .....	19
2. 投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头 .....	20
(二) 核心组合表现 .....	20

---

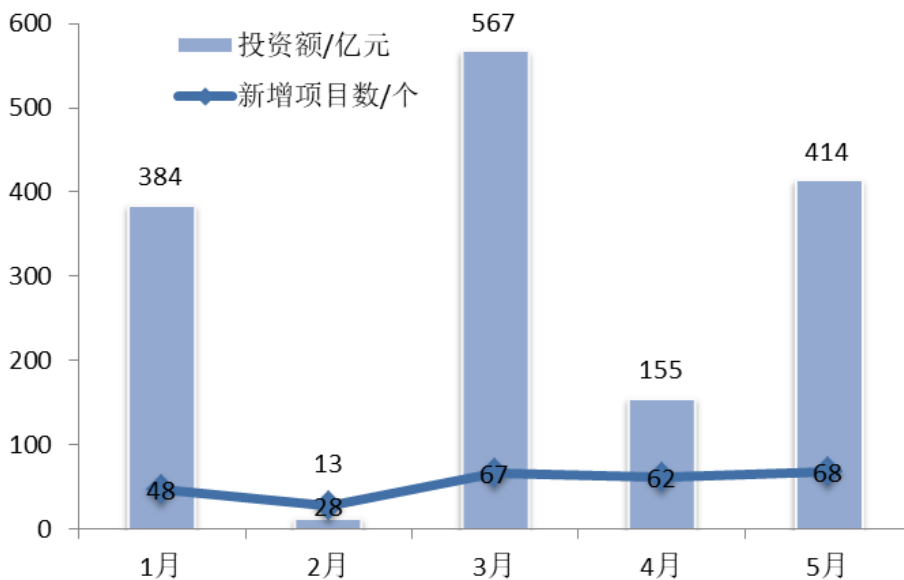
六、风险提示.....	21
七、附录.....	21
(一) 2019年6月新增水务与固废项目清单.....	21
(二) 环保行业涉及的上市公司.....	22

## 一、污染防治仍是 PPP 主力，水环境治理市场加速释放

### (一) 水务市场上半年基本情况

污染防治与绿色低碳项目占项目库比例过半。根据全国 PPP 综合信息平台项目管理库发布的信息，2019 年 5 月管理库净增项目 79 个、投资额 1239 亿元，管理库项目累计 9000 个、投资额 13.6 万亿元。公共交通、供排水、生态建设和环境保护、水利建设、可再生能源、教育、科技、文化、养老、医疗、林业、旅游等多个领域 PPP 项目都具有支持污染防治和推动经济结构绿色低碳化的作用。按照此口径统计，一季度新增污染防治与绿色低碳项目 68 个，投资额 414 亿元，管理库项目中污染防治与绿色低碳项目累计 5039 个，占项管理库的 55.6%；投资额 4.8 万亿元，占项管理库的 35.3%，而已经落地的项目 3083 个、投资额 3 万亿元，绿色环保相关项目建设仍然是目前 PPP 项目的主力。

图 1.2019 年 1-5 月新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模

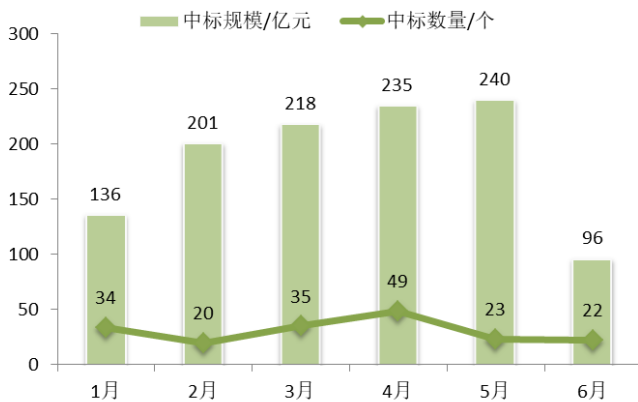


资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，中国银河证券研究院

2019 年 1-6 月社会资本共中标 183 个水务 PPP 项目，投资额总计超过 1126 亿元，其中，包含 71 个市政污水处理项目，32 个水环境项目，36 个村镇污水项目，10 个市政供水项目，10 个管廊项目，23 个其他项目(含原水、节水、中水、水库、污泥等)。

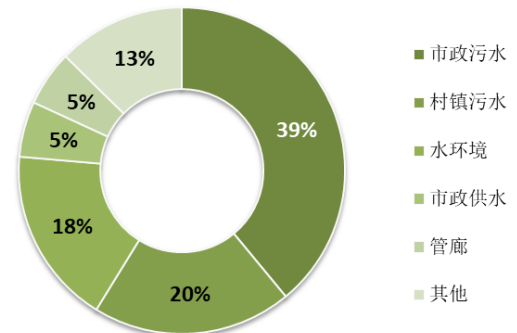
2019 年上半年水务市场总规模达 1140 亿元，其中，2 月、3 月、4 月、5 月的总规模均达到了 200 亿元以上，投资额 20 亿元以上的项目有 10 个。今年上半年水务市场涉及 27 个省份，安徽、河南、广东三省项目数量位于前三甲；备受瞩目的长江经济带 10 省份的水务项目投资额占比全国投资额的 56%。自从去年 6 月初全面打响长江大保护战以来，长江经济带已经构建起了共抓大保护的工作格局，保护和修复长江生态环境由被动执行转变为主动作为。

图 2.2019 年 1-6 月水务项目中标数量及规模



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

图 3.2019 年 1-6 月新增水务项目类型占比



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

## （二）水处理领域向更广泛、更精细的方向发展

### 1.补短板、治园区，环境治理更具针对性

发改委发布等四部门发布通知，加快推进中西部地区污水垃圾处理补短板。7月18日，发改委等四部门发布《关于进一步加快推进中西部地区城镇污水垃圾处理有关工作的通知》，要求加快推进中西部地区生活污水管网建设和改造，推进污水处理提质增效。城镇污水处理厂进水生化需氧量(BOD)浓度低于100mg/L的，要围绕服务片区管网制定“一厂一策”系统化整治方案并梳理建设和改造项目。做好污泥处理处置工作。鼓励以城带乡扩大生活垃圾收集覆盖面，推动跨区域共建共享生活垃圾处理设施。提前做好垃圾焚烧发电厂选点布局和垃圾焚烧飞灰处理处置等。

城镇污水垃圾处理工作是我国城镇化和生态文明建设的重要方面，也是中西部地区经济社会发展重要的民生工程、生态工程、发展工程，可以发挥改善生态环境和满足民生急需的双重效益。近年来，我国城镇污水垃圾处理工作取得积极进展，但区域不平衡现象仍较为突出，中西部地区城镇污水垃圾处理水平仍低于东部地区，面临着建设和运行维护资金短缺、收费机制不完善等问题。

农村生活污水治理指导意见出台，水处理市场迎来新机遇。中央农办、农业农村部、生态环境部等九部门联合印发了《关于推进农村生活污水治理的指导意见》。《意见》提出到2020年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除，运维管护机制基本建立；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，农村生活污水乱排乱放得到有效管控，治理初见成效；地处偏远、经济欠发达等地区，农村生活污水乱排乱放现象明显减少。

农业农村生活污水具有体量小、运营不稳定、自动化程度要求高等特点。因此，对于该领域的治理，首先需要全面摸清现状，在此基础上编制科学的行动方案、选择合理技术模式，加快修订相关标准、完善建设和管护机制，推动生产生活用水的循环利用、农村厕所革命、农村黑臭水体治理等多方面。



**两部委力推园区环境污染第三方治理，启动工业环保治理市场。**国家发展改革委、生态环境部联合印发的《关于深入推进园区环境污染第三方治理的通知》，《通知》明确提出了第三方治理的4项主要任务包括，培育第三方治理新模式、规范合作关系、推动第三方治理信息公开、探索实施限期第三方治理等。本次污染第三方治理主要包括京津冀及周边地区、长江经济带、粤港澳大湾区范围内的园区推行第三方治理。其中京津冀及周边地区重点在钢铁、冶金、建材、电镀等园区开展第三方治理，长江经济带重点在化工、印染等园区开展第三方治理，粤港澳大湾区重点在电镀、印染等园区开展第三方治理。今年以来，多起工业生产安全事故引起各方关注，倒逼工业环保第三方治理提速。该《通知》的出台，也预示着我国工业环保第三方治理市场启动。

## 2. 水污染防治资金管理办法出台，重点区域获专项资金支持

**财政部印发《水污染防治资金管理办法》，专项资金保障水生态环境保护工作推进。**防治资金的支持范围主要包括重点流域水污染防治、集中式饮用水水源地保护、良好水体保护、地下水污染防治等几个方向。财政部负责制定防治资金分配标准、审核防治资金分配建议方案、编制防治资金预算草案并下达预算，组织实施预算绩效管理，指导地方防治资金预算管理等。生态环境部负责指导开展水污染防治工作，研究提出工作任务及资金分配建议方案，开展日常监管和评估，推动开展防治资金全过程预算绩效管理，指导地方做好预算绩效管理各项工作，提高财政资金使用效益。

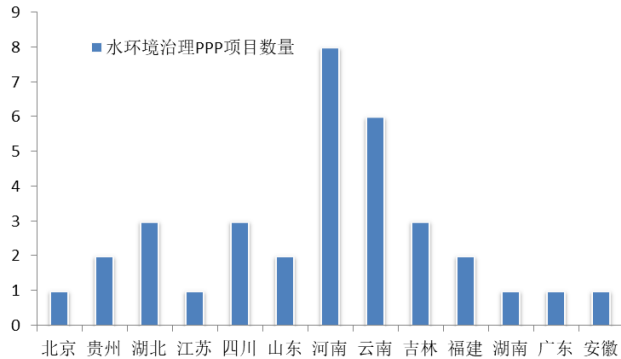
**青岛国林、景津环保成功过会，仍有12家环境企业排队IPO。**景津环保股份有限公司，创立于1988年，是一家集过滤成套装备制造、过滤技术整体方案解决、环保工程总承包及运营于一体的综合环保服务商，自主研发的过滤成套装备包括压滤机、振动离心机、搅拌机、输送机、自动加药机、双驱浓密机、刮泥机、滤饼破碎机等，广泛应用于环保、化工、食品、制药、冶金、选煤、尾矿等固液分离领域。另一家过会的青岛国林环保科技股份有限公司成立于1994年，是集科、工、贸于一体的高新技术企业，专业从事臭氧产生机理研究、臭氧设备设计与制造、臭氧应用工程方案设计与臭氧系统设备安装、调试、运行及维护。历经20余年，国林已成为全国臭氧行业的代表企业，全球臭氧系统供应商。

此外还有重庆三峰、上海太和水环境、侨银环保、海湾环境、同兴环保、江西绿巨人、山东泰和、玉禾田、安徽艾可蓝、上海梅思泰克、圣元环保、南京大学环境规划设计研究院等十二家企业在排队审核阶段，这十二家企业包含环境设计规划、环境治理药剂、环境治理设备、固废处理运营、水处理运营等多个方面。

## 3. 水环境治理PPP项目加速释放，考验水处理企业综合实力

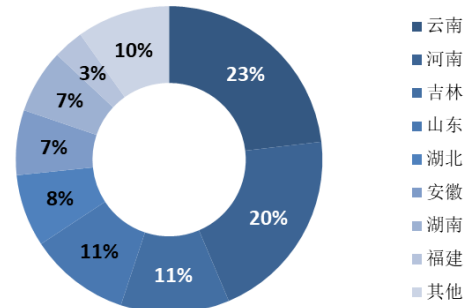
2019年5月至今，进入招标、发布需求公示、发布资审结果、预中标、中标和流标等阶段的水环境治理PPP项目已有30余个，总投资达660亿，呈现出了集中释放的态势。这34个水环境项目分布在13个省份，其中河南共发布了8个水环境治理项目，总投资额135.14亿；云南共有6个水环境治理项目，总投资额152.59亿。两省分别为项目数量、项目投资额度的二二位。

图 4.2019 年 5 月至今各省水环境治理 PPP 项目数量



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

图 5.2019 年 5 月至今各省水环境治理 PPP 项目投资额



资料来源：中国水网,中国银河证券研究院

单个项目来看，有四个总投资额超过 40 亿，分别是吉林松原市海绵城市建设(一期)PPP 项目总投资 44.24 亿元；安徽芜湖市城区污水系统提质增效(一期)PPP 项目总投资 45.1 亿，中标金额高达 90.58 亿(政府付费)。山东泰城水生态环境治理工程 PPP 项目总投资为 57.68 亿；云南大理市洱海流域湖滨缓冲带生态修复与湿地建设工程 PPP 项目总投资约 98.74 亿。

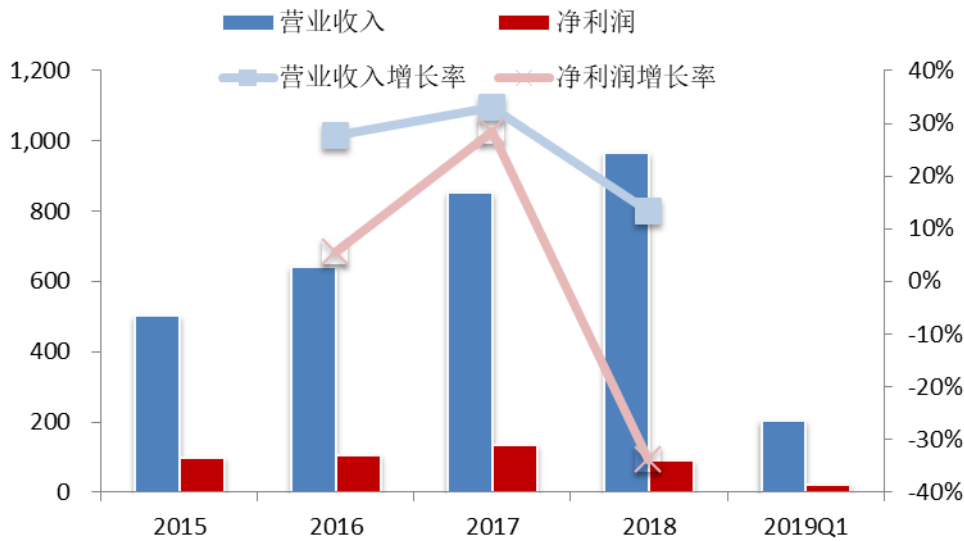
水环境治理项目涉及范围极广，治理手段也相对复杂，对于项目承接单位的设计规划、工程建设、项目运营等能力都有较高的要求。随着大量的水环境治理 PPP 项目释放，未来具有综合实力的水处理企业将持续受益。

### (三) 水处理领域上市公司财务分析

#### 1. 成本与费用增长压缩盈利空间

我们共统计了 36 家水处理相关的环保上市公司第一季度业绩表现(36 家水处理上市公司列于第七章附录的第二部分)，2019Q1 水处理领域上市公司营业收入共计 204.01 亿元，较去年同期增长 10.1%；实现净利润共计 22.55 亿元，同比下降 35.1%。今年一季度营业成本较去年同期相比增长约 13.6%，高于当期营业收入增速，此外一季度行业费用率较去年同期增加了 1.76pct，成本与费用两者叠加压缩了水处理领域上市公司的盈利空间。

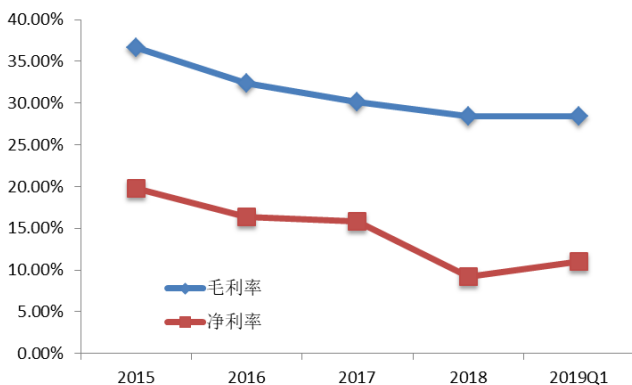
图 6.2015-2019 Q1 水处理行业上市公司营业收入与净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

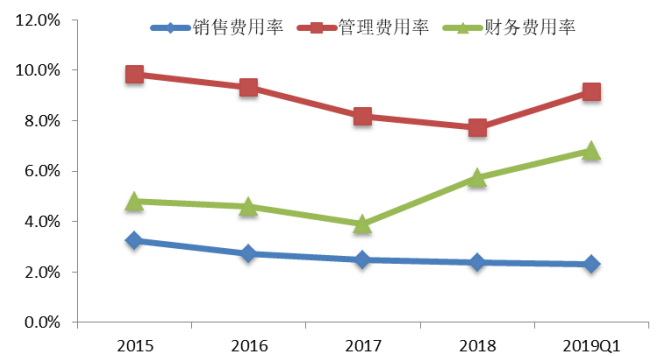
2019Q1 水处理领域上市公司的毛利率为 28.44%，同比减少 2.22pct，主要是营业成本的增长所致；净利率 11.05%，同比下降 7.7pct。本期销售费用率/管理费用率(含研发)/财务费用率分别为 2.31/9.15/6.83%。其中，管理费用率(含研发)/财务费用率同比增加 0.42/1.42pct，销售费用率略微下降 0.08pct，费用的增长在一定程度上挤压了行业盈利空间，但是一季度净利率相较 2018 年底的 9.23% 依然有较大增长，这是因为 2018 年年末水处理相关的 36 家上市公司计提了约 42 亿元的资产减值损失，导致行业整体盈利水平大幅下降。随着资产减值风险的充分释放，水处理领域上市公司盈利能力将持续好转。

图 7. 2015-2019 Q1 环保上市公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 2015-2019 Q1 水处理行业上市公司费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

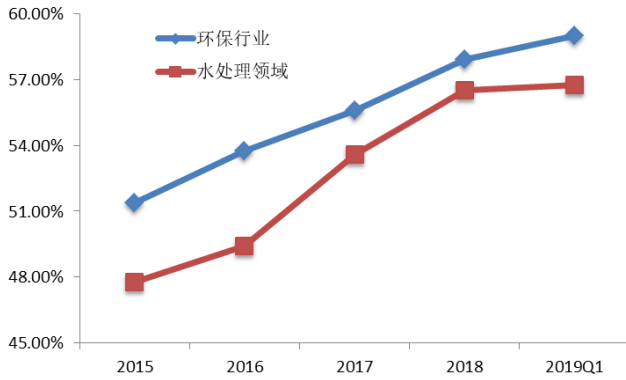
## 2. 资产负债率持续增长，债务偿还能力需关注。

2019Q1 水处理领域上市公司的资产负债率为 56.73%，略低于环保行业平均 58.97% 的资产负债率。一季度是订单签订、开工建设的高峰，需要很高的资金投入，而水处理大部分是市政项目，回款周期也相对较长，两者叠加导致行业资产负债率持续升高。从偿债能力来看，水处理企业 2018 年现金流利息保障倍数为 2.04，比去年同期下降 44%，经营活动现金流的减少



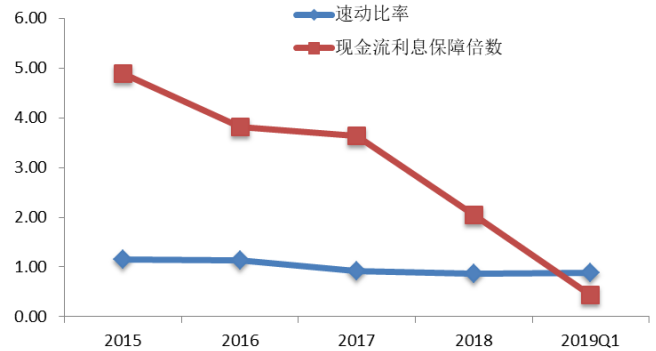
与利息费用的增长对水处理领域企业的长期债务偿还能力造成了一定的影响。2018 年水处理企业的平均速动比率为 0.89，企业的短期债务偿还能力较弱，行业短期债务压力值得关注。

图 9.2014-2018 环保上市公司资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10.2014-2018 环保上市公司偿债能力

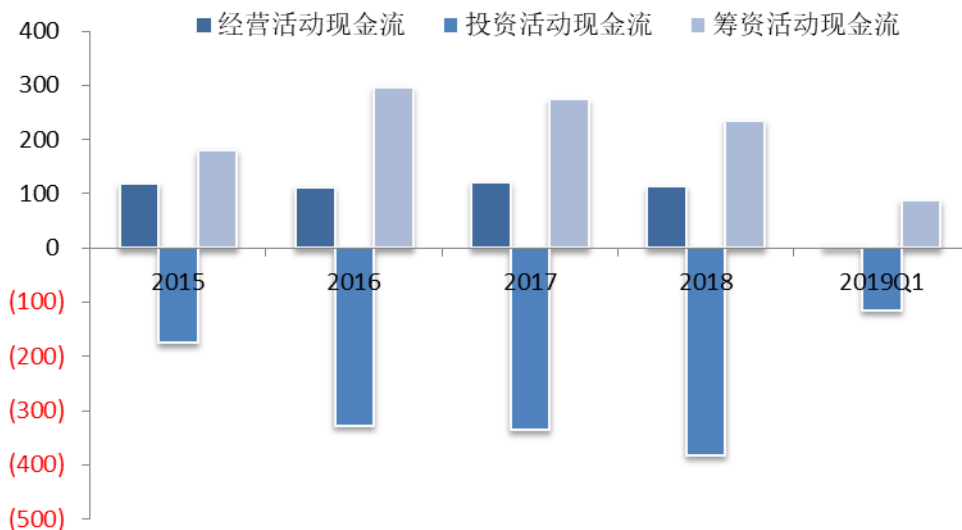


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3.经营活动现金流好转，保障企业稳定运营

2019Q1 环保行业上市公司经营活动现金流为 6.19 亿元，去年同期经营活动现金流净额为 -23.35，经营性现金流大幅增长；投资活动现金流流出同比增加 24%；筹资活动现金流与去年同期相比降低 19.3%。通常情况下环保企业一季度为订单签订高峰，也会带来大量的投资需求，在筹资能力还未明显改善的情况下，企业采取各种手段积极回款，保障持续稳定的经营。随着未来越来越多支持中小企业、环境治理企业的政策出台，未来行业内企业的融资环境将得到进一步改善。

图 11.2015-2019Q1 环保上市公司现金流情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 4.杜邦分析

2018年水处理领域上市公司的净资产收益率ROE为5.78%，同比减少3.97pct。根据杜邦分析，ROE变化主要受权益乘数、销售净利率和总资产周转率三者影响，其中，权益乘数同比增长9.4%，水处理行业杠杆增加，负债率升高；销售净利率同比大幅减少6.61pct，该领域上市公司的盈利能力下滑明显；总资产周转率同比减少1.98pct，资产利用效率也在变差。销售净利率的大幅下降是该领域ROE下降的主要原因。随着资产减值风险的充分释放以及企业主动减少各项费用支出，未来销售净利率将进一步提升，ROE也将逐步回到原有水平。

表 1.环保行业上市公司杜邦分析

	ROE	权益乘数	销售净利率	总资产周转率
2016	8.98%	2.08	16.39%	26.37%
2017	9.75%	2.23	15.84%	27.61%
2018	5.78%	2.44	9.23%	25.63%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、水环境治理为水处理市场带来新增量

### （一）环保行业细分子行业所处周期判断

我们统计了环保相关的80家上市公司，按照主营业务拆分成5大板块9个细分领域，选取产值增速、毛利率、行业集中度、技术成熟度等指标判断细分领域所处的周期。通过以下指标可以看出，环保行业不同领域成长性差异较为明显。所处周期的分化主要是由治理的难易、居民对污染的感知程度、污染的严重程度等多方因素影响的。

表 2.环保细分领域所处生命周期判断

板块	细分领域	技术成熟度	行业集中度	毛利率	18年营收增速	所处阶段
大气	火电烟气治理	成熟	较高	21%	-18%	成熟期
	非电烟气治理	不成熟	较低			萌芽期
水	工业水处理	不成熟	较低	27%	12%	成长期
	市政污水处理	成熟	较高			成长期
	农村农业污水处理	不成熟	较低			成长期
固废	生活垃圾处理	成熟	较高	22%	13%	成长期
	危险废物	不成熟	较低			成长期
	土壤修复	不成熟	较低			萌芽期
节能	节能	较成熟	较高	50%	-1%	成长期
环境监测	监测行业	不成熟	较低	34%	79%	成长期

资料来源：Wind，中国产业信息网，中国银河证券研究院

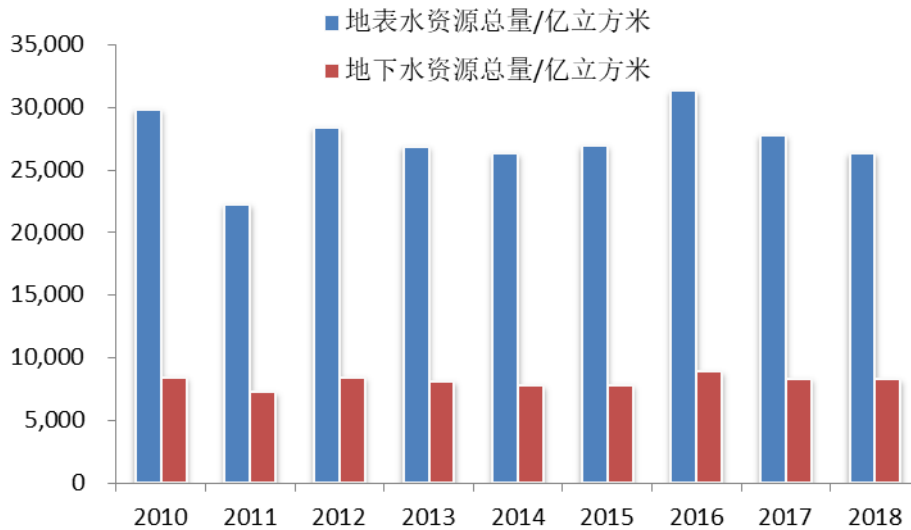
### （二）范围扩展、程度加深，水处理领域迎来新发展

#### 1.水资源总量保持稳定，农业用水依然是主要方向

水资源总量，主要由地表水资源量和地下水资源量两部分组成。地表水包括各种液态的和

固态的水体，主要有河流、湖泊、沼泽、冰川、冰盖等，是人类生活用水的重要来源之一，也是各国水资源的主要组成部分。地下水是指赋存于地面以下岩石空隙中的水，狭义上是指地下水表面以下饱和含水层中的水。2018年，全国水资源总量27462.5亿立方米，与多年平均值基本持平。其中，地表水资源量26323.2亿立方米，地下水资源量8246.5亿立方米，地下水与地表水资源不重复量为1139.3亿立方米。

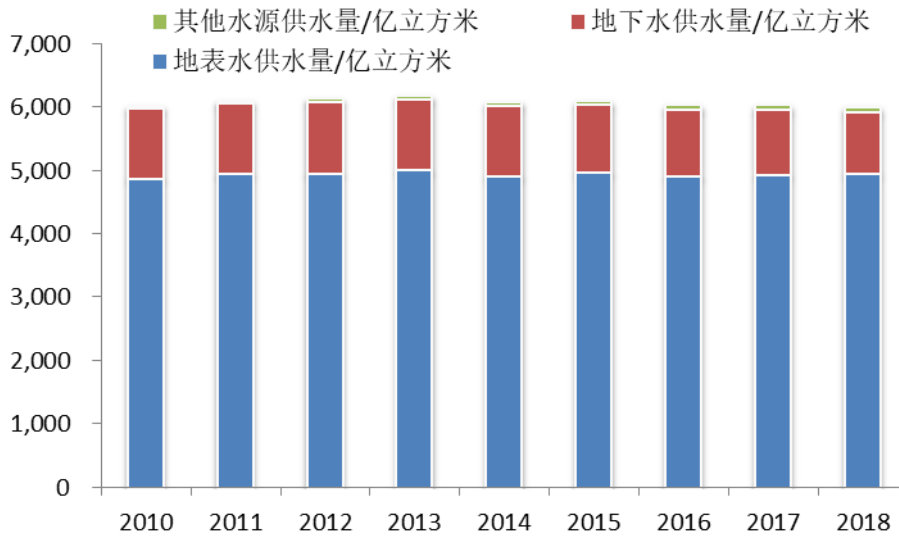
**图 12.2010-2018 我国地表水与地下水资源量**



资料来源：国家统计局，水利部，中国银河证券研究院

根据国家统计局公布的数据，从2010年至今，全国供水总量基本维持在6000-6200亿立方米之间，地表水占供水比例保持平稳，地下水占供水比例逐年降低，其他水源供水占总供水比例有所上升，其他水源主要指海水，除了淡水资源特别缺乏的海岛、船舶等外，一般不以海水为生活饮用水源，在沿海地区，海水可作为某些工业用水的水源。2018年全国供水总量达6015.5亿立方米，其中，地表水源供水量4952.7亿立方米，占供水总量的82.3%；地下水源供水量976.4亿立方米，占供水总量的16.2%；其他水源供水量86.4亿立方米，占供水总量的1.5%。随着地下水水资源开采的

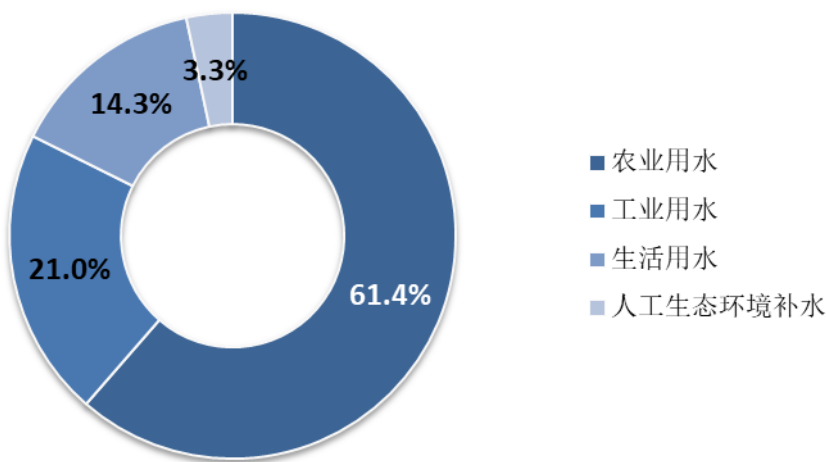
**图 13.2010-2018 全国各类水源供水量**



资料来源: 国家统计局, 水利部, 中国银河证券研究院

2017年全国用水总量为6015.5亿立方米。其中,生活用水859.9亿立方米,占总用水量的14.3%;工业用水1261.6亿立方米,占用水总量的21.0%;农业用水3693.1亿立方米,占用水总量的61.4%;人工生态环境补水200.9亿立方米,占用水总量的3.3%。

图 14.2018 年全国水资源使用占比



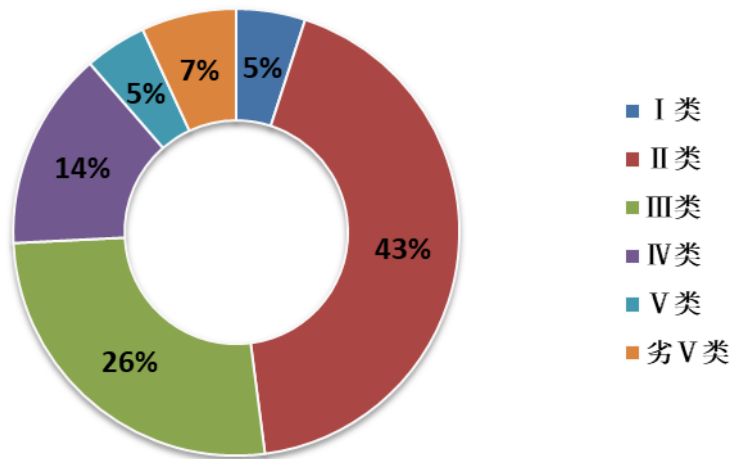
资料来源: 国家统计局, 水利部, 中国银河证券研究院

与2017年相比,总用水量减少27.9亿立方米,其中农业和工业用水分别减少73.3和15.4亿立方米,生活和生态环境补水则分别增加21.8和39亿立方米,农业用水依然是我国主要的水资源利用方式。此外,2018年全国好水总量3207.6亿立方米,耗水量为53.3%,全国废污水排放总量为750亿吨,与2017年相比,两个指标均无明显变化。

## 2.水环境指标总体稳中向好，但仍有部分区域污染问题未解决

根据生态环境部发布的《2018 中国生态环境状况公报》，2018 年，全国地表水监测的 1935 个水质断面（点位）中，I~III类比例为 71.0%，比 2017 年上升 3.1 个百分点；劣V类比例为 6.7%，比 2017 年下降 1.6 个百分点。2018 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河七大流域和浙闽片河流、西北诸河、西南诸河监测的 1613 个水质断面中，I类占 5.0%，II类占 43.0%，III类占 26.3%，IV类占 14.4%，V类占 4.5%，劣V类占 6.9%。与 2017 年相比，I类水质断面比例上升 2.8 个百分点，II类上升 6.3 个百分点，III类下降 6.6 个百分点，IV类下降 0.2 个百分点，V类下降 0.7 个百分点，劣V类下降 1.5 个百分点。

图 15.2018 年全国流域总体水质情况



资料来源：生态环境部，中国银河证券研究院

2018 年，监测水质的 111 个重要湖泊（水库）中，I类水质的湖泊（水库）7 个，占 6.3%；II类 34 个，占 30.6%；III类 33 个，占 29.7%；IV类 19 个，占 17.1%；V类 9 个，占 8.1%；劣V类 9 个，占 8.1%。主要污染指标为总磷、化学需氧量和高锰酸盐指数。监测营养状态的 107 个湖泊（水库）中，贫营养状态的 10 个，占 9.3%；中营养状态的 66 个，占 61.7%；轻度富营养状态的 25 个，占 23.4%；中度富营养状态的 6 个，占 5.6%。

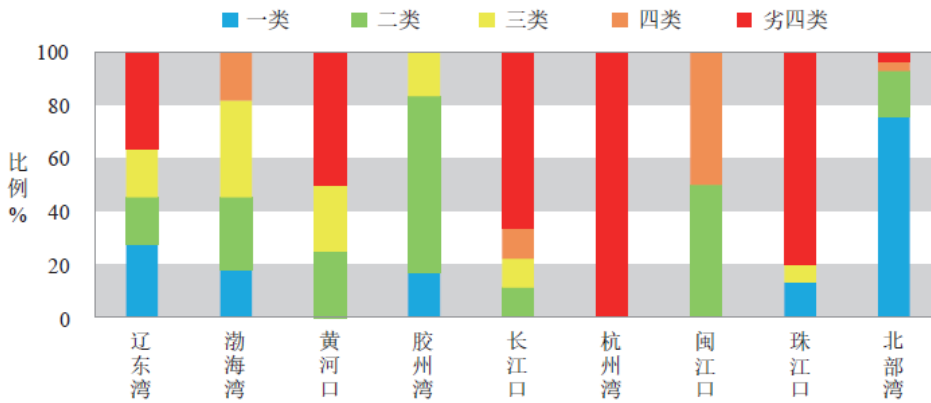
**地下水重金属污染亟待解决。**2018 年，全国 10168 个国家级地下水水质监测点中，I类水质监测点占 1.9%，II类占 9.0%，III类占 2.9%，IV类占 70.7%，V类占 15.5%。超标指标为锰、铁、浊度、总硬度、溶解性总固体、碘化物、氟化物、“三氮”（亚硝酸盐氮、硝酸盐氮和氨氮）和硫酸盐，个别监测点铅、锌、砷、汞、六价铬和镉等重（类）金属超标。全国 2833 处浅层地下水监测井水质总体较差。I~III类水质监测井占 23.9%，IV类占 29.2%，V类占 46.9%。超标指标为锰、铁、总硬度、溶解性总固体、氨氮、氟化物、铝、碘化物、硫酸盐和硝酸盐氮，锰、铁、铝等重金属指标和氟化物、硫酸盐等无机阴离子指标可能受到水文地质化学背景影响。

**2018 年，全国近岸海域水质总体稳中向好，水质级别为一般。**监测的 417 个点位中，优良（一类、二类）海水比例为 74.6%，三类为 6.7%，四类为 3.1%，劣四类为 15.6%。与 2017 年相比，优良海水比例上升 6.7 个百分点，三类下降 3.4 个百分点，四类下降 3.4 个百分点，



劣四类持平。

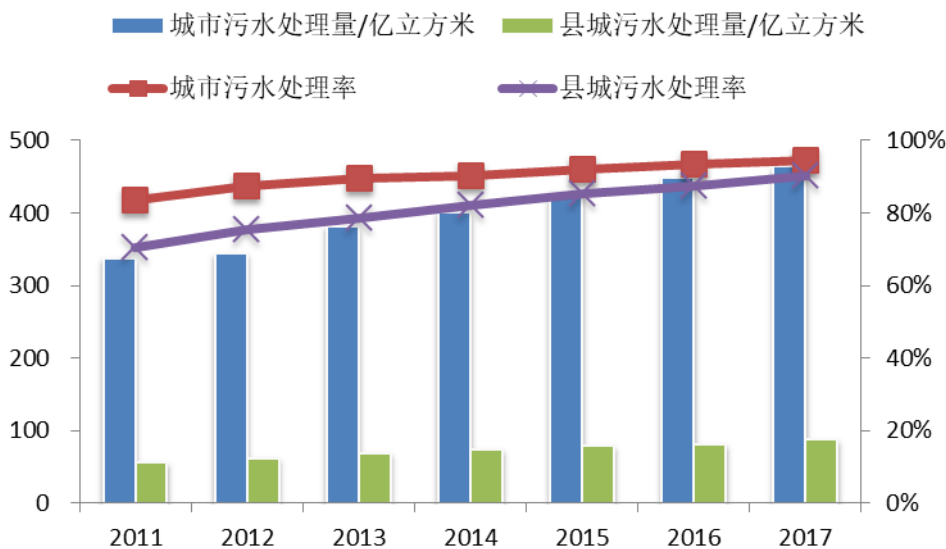
图 16.2018 年全国流域总体水质情况



资料来源：《2018 中国生态环境状况公报》，中国银河证券研究院

9 个重要河口海湾中，北部湾近岸海域水质优，胶州湾近岸海域水质良好，辽东湾、渤海湾和闽江口近岸海域水质差，黄河口、长江口、杭州湾和珠江口近岸海域水质极差。与 2017 年相比，北部湾水质好转，黄河口和辽东湾水质变差，其他重要河口海湾水质基本保持稳定。监测的 194 个入海河流水质断面中，无 I 类，II 类占 20.6%，III 类占 25.3%，IV 类占 26.8%，V 类占 12.4%，劣 V 类占 14.9%。主要污染指标为化学需氧量、高锰酸盐指数和总磷。

图 17.2016 年污水处理率与 2020 年目标污水处理率对比



资料来源：2016 年城乡建设统计年鉴，中国银河证券研究院

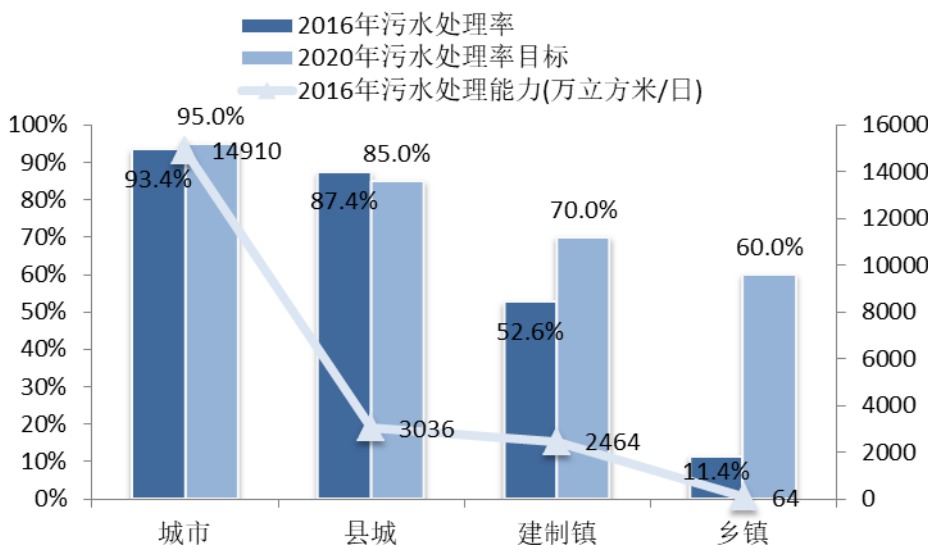
**城市/县城污水处理市场趋于饱和。**根据 2016 年的中国城乡建设统计年鉴，全国城市污水处理能力为 14910 万立方米/日，处理率已达 93.4%，与 2020 年设定处理目标相差无几；全国县城污水处理能力为 3036 万立方米/日，处理率为 87.4%，已经提前完成 2020 年污水处理率的目标。但《水污染防治行动计划》提到“要加快城镇污水处理设施建设与改造，现有城镇污

水处理设施要因地制宜进行改造，2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求。建成区水体水质达不到地表Ⅳ类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。”

### 3.未来水处理行业的发展方向

根据以上内容我们可以归纳出目前中国水环境存在以下几点问题,同样也是未来的水处理发展方向。

图 18.2016 年污水处理率与 2020 年目标污水处理率对比



资料来源：2016 年城乡建设统计年鉴，中国银河证券研究院

**乡镇水处理将成为未来几年市政污水处理的主要增量市场。**根据 2016 年的中国城乡建设统计年鉴，全国建制镇污水处理能力为 2464 万立方米/日，处理率为 52.6%，根据规划到 2020 年底建制镇的污水处理率要到达 70%；2016 年乡镇污水处理能力仅为 64 万立方米/日，污水处理率也才仅仅 11.38%，根据规划到 2020 年底乡镇污水处理率要达到 60%。因此，未来中国市政水处理市场将以建制镇和乡镇补足处理能力为主，预计到 2020 年底，建制镇与乡镇合计将新增污水处理能力超过 1000 万立方米/日。

此外，目前我国大部分城镇已有水厂的污水处理能力只能达到一级 B 标准，无法满足未来水质要求。因此需要在已有的处理设施上，通过进一步设计、建设施工等，提升污水处理能力，使出水达到要求，提标改造为行业提供了新的发展动力。

**流域污染影响居民生活，治理迫在眉睫。**我国一些城市周围的湖泊，大多处于富营养化，许多湖泊已经丧失供水、旅游、水产等功能，这也极大地影响到人类的生存环境。在我国的七大水系中，只有珠江、长江总体水质比较好，松花江为轻度污染，黄河、淮河为中度污染，辽河、海河为重度污染，河流污染相当的严重。流域治理在已经引起了诸多关注。

流域综合治理是一项复杂又艰巨的任务，需要综合考虑经济、社会、生态、环境等诸多因素。经过多年探索，世界各国已发展出多样化的流域治理模式，主要以 4 个典型阶段为主：协调流域水资源利用为主的单一目标治理阶段；流域水土资源综合利用为主的多目标治理阶段；环境治理于保护为主的流域一体化治理阶段；人与自然和谐为主的流域治理综合新阶段。当前

我国的流域治理，要针对不同区域的生态经济特征，因地制宜的确定治理目标，根据社会经济情况、国家生态需求进行适度治理。

**地下水形式严峻，污染容易修复难。**地下水污染是人类的生产生活活动产生的污染物渗入地下、引起地下水化学成分、物理性质和生物学特性发生改变而使地下水质量下降的现象。地表以下地层复杂，地下水流动极其缓慢，因此，地下水污染具有过程缓慢、不易发现和难以治理的特点。地下水一旦受到污染，即使彻底消除其污染源，也得数十年、乃至数百年才能使受污染的地下水水质得以复原。

目前对地下水污染修复可大致分为两类：异地处理和原位修复。北京师范大学水科院程莉蓉介绍，异地处理是将受污染的地下水抽出运走进行处理。原位修复则是在受污染的区域采取物理隔绝或生物化学等方式对地下水体进行处理。物理隔绝是通过构筑墙体将污染水体封闭起来，防止其进一步扩散。生物化学处理包括往地下注入气体、微生物、化学试剂等对水体进行修复。尽管采用了多项先进技术，但从国内外实践来看，目前没有哪种技术能将被污染后的地下水完全修复到污染之前的状态，而地下水修复过程漫长，需要几十年甚至上百年，由此带来的高成本将会影响后续稳定运营。

### 三、水处理行业面临的问题及建议

#### （一）现存问题

##### 1. 竞争秩序混乱，市场信息不对称

目前全国专营环保的企业数量在4万家左右，其中90%以上是50人以下的小微公司，而兼营环保的企业数量则有15-20万家。行业集中度较低，大部分企业没有形成专业的分工体系和完整的产业链。市场竞争秩序混乱，招投标领域乱象丛生，低价中标现象普遍，造成了不少的“垃圾工程”和“半拉子工程”。而混乱的市场秩序也打击了企业的创新动力，很多项目存在“重投资，轻技术”的现象，对先进技术形成挤出效应。此外，市场信息不对称，缺乏公正客观的获取技术、市场、信用等信息的渠道，环境治理需求方极易被各种错误信息误导，也阻碍先进技术推广和优质企业发展。

##### 2. 技术缺乏超前性，科研成果转化难

我国环保产业在技术能力上与国际同行相比基本处于同一梯队，但技术供给水平却仅能勉强满足国家现阶段污染防治要求的一般水平，造成这种现象的原因主要有三点。

第一，环境科技基础研究与应用基础研究与发达国家存在较大差距，核心理论、方法、技术多源于发达国家，技术创新总体上处于跟跑状态，原创性、特有性技术不多，形成的专利、核心产品和技术标准等重大创新成果较少。特别是支撑生态环境质量改善的应用基础研究不够。

第二，我国环保产业创新的超前性较差。多数环保企业将工艺设计作为研发重点，技术创新能力有限，预研能力严重不足，难以在下一轮竞争中取得对环保产业发达国家的技术优势。知识产权保护不力也是影响企业研发积极性和创新超前性的重要因素。

第三，科技成果转化难。大量科技成果形成于科研机构，由于体制机制及配套政策等原因，

难以在企业实现产业化应用。缺乏鼓励环境科技创新和新技术推广应用的针对性政策，技术研发与转移、成果转化、推广应用等技术创新链关键环节缺失，影响了创新成果的推广应用。

### 3.自身造血能力差，过度依赖政府补贴

环保项目普遍带有公益性，盈利能力不强，不同项目的投资回报机制和盈利渠道差异较大，往往不能依靠最终用户买单，部分项目对政府投资、付费和补贴依赖度较高，政府有限的财力制约了环保产业的进一步发展。有的细分领域对财政补贴高度依赖，随着我国补贴政策取向的变化，相关企业将面临盈利模式重大调整的难题。

## (二) 建议及对策

### 1.加强政府监管，维护市场健康

加大政府宏观管理和政策引导力度，制定和完善环保政策法规，鼓励发展先进、经济、高效的环保技术、工艺和装备，限制和淘汰落后生产力，促进环保产业市场健康快速发展。进一步制定鼓励环保产业发展的税收政策，提高企业排污收费标准，调动其治理污染的积极性，加建立和完善城市污水、垃圾处理的收费制度，以合理化的定价方式满足污染治理设施建设和运营的需求。

### 2.培养具有核心竞争力的企业

环保企业要建立技术研发中心，搞好环保技术的研究、开发和应用。环保管理是发展环保企业的保证，环保管理要求的各个层次、各个领域、各个方面、各个过程时时处处体现环保。生产环保商品，争取环保认证是企业被认可的标志。企业应生产“安全、节能、无公害”的环保商品，施行环保包装，争取环保认证，组建环保企业集团是环保企业实现规模效益的重要途径，通过政府引导，遵循市场经济规律，以资本运营为纽带，通过联合、兼并和资产重组，组建环保集团企业，实现资源优化配置

### 3.改善商业模式，打造综合化服务

整合环保产业链，将环保咨询、环保技术、环保设备、环保工程、环保服务等整合到一个统一的产业集团中，这样一方面可以增强企业技术实力和资本运作能力，另一方面也可以促使企业树立良好的品牌形象，积累丰富的市场运作经验以有效地利用资本、技术和人才等社会资源。环保产业集团的建立，可以解决环保产业市场不规范的问题。

## 四、环保行业在资本市场中的表现

### (一) 环保行业在国民经济中的地位

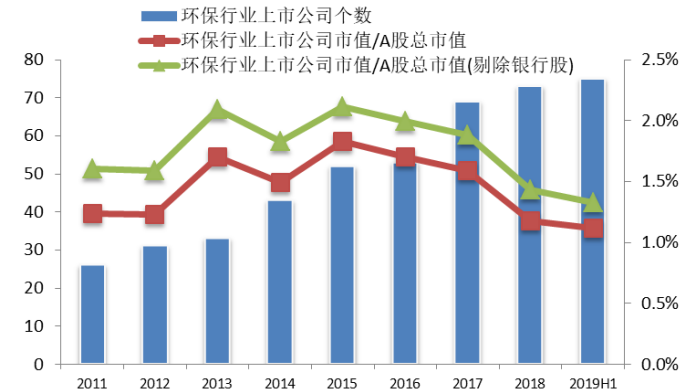
**环境保护在我国经济社会转型中具有重要意义。**资源环境的制约是当前我国经济社会发展面临的突出矛盾，解决环境问题是我国经济社会转型的重要步骤。加快发展环保产业对拉动投资和消费，形成新的经济增长点，推动产业升级和发展方式转变，促进节能减排和民生改善，实现经济高质量、可持续发展具有重要意义。

图 19.环保行业上市公司市值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20.2010-2019Q1 环保上市公司个数与市值占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

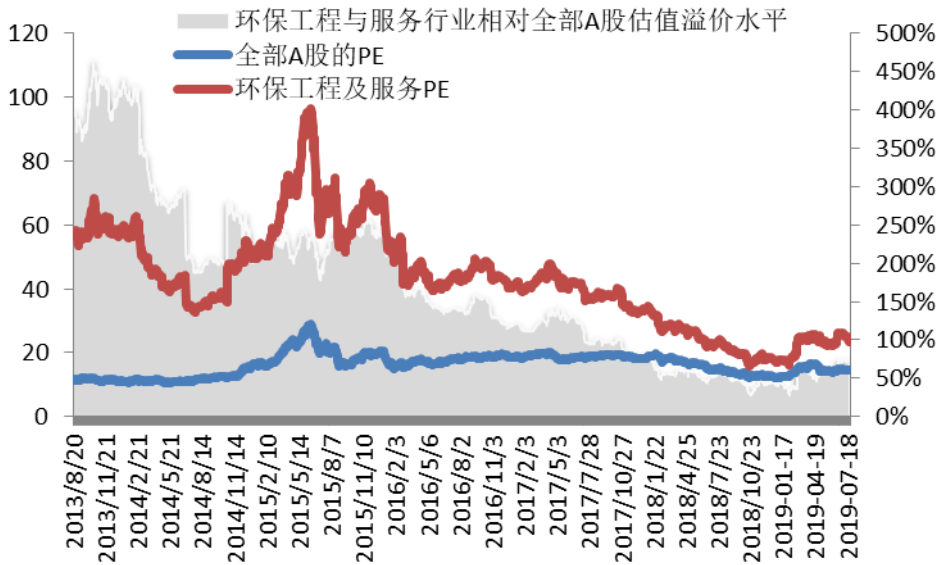
环保上市公司个数逐年增加，市值占比有所下降。从2010年“十二五”规划开始，生态环保在国家战略中的地位愈发重要，行业相关上市公司从2011年的26家增长到2019H1的75家，总市值从最初的2021亿到最高7110亿，然而由于金融去杠杆、PPP规范化以及个别环保民企债务违约等多重因素的影响，2018年环保行业上市公司总市值几乎腰斩，年末总市值仅为4156亿元，是2017年末的58%。2019年以来，随着情绪的升温和基本面的改善，前两季度我国环保行业相关上市公司总市值较2018年末增长了24%，达到了4919亿人民币，占A股总市值的1.11%，剔除银行股后占A股总市值的1.33%。由于未来治理需求依然存在，监管力度也维持高压，随着资金面好转，市场情绪的修复，预计未来环保行业将从2018年的低潮中恢复，维持稳定增长。

## （二）环保行业估值修复，静待进一步调整回归

截止到2019年07月26日，环保工程及服务行业动态市盈率为23.9X，全部A股动态市盈率为14.8X，环保工程与服务行业相对全部A股溢价水平为62.0%。今年以来环保板块估值逐渐修复，从年初的18X到当前的24X左右。随着新的环境治理需求不断释放，行业盈利能力开始好转。未来板块估值有望进一步修复，回归合理区间。

图 21.环保工程及服务板块估值及溢价水平





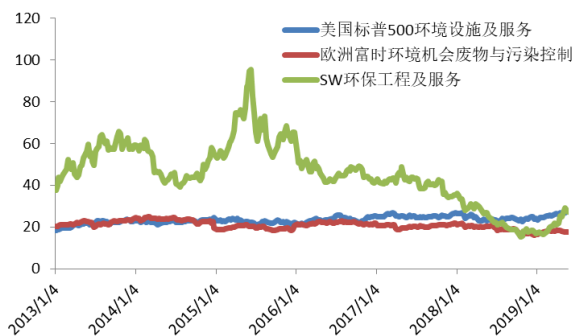
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国环保板块动态 PE 高于欧洲低于美国。以 2019 年 7 月 26 日收盘价计算，国内环保板块的动态市盈率为 23.9 倍，同期美国环保板块动态市盈率为 27.33 倍，欧洲环保板块动态市盈率 17.78 倍。以 SW 环保工程及服务对各国板块的环保板块 PE 的溢价率计算，国内相对美国环保板块溢价率较历史平均水平低 109.4%，当前值为-18.0%，历史均值为 91.4%。国内相对欧洲环保板块溢价率较历史平均水平低 89.0%，当前值为 26.0%，历史均值为 115.4%。

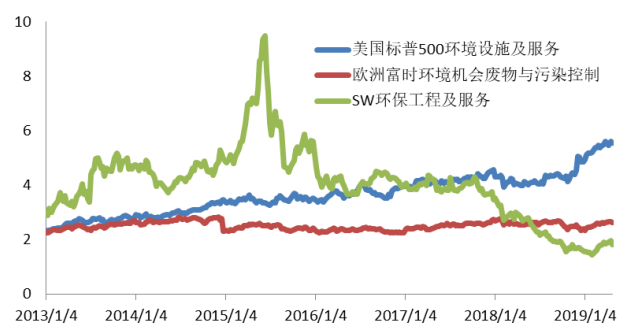
我国环保板块 PB 目前低于欧洲与美国。以 2019 年 7 月 26 日收盘价计算，国内环保板块的 PB 为 1.60 倍，同期美国环保板块动态 PB 为 5.73 倍，欧洲环保板块动态 PB 为 2.49 倍。以 SW 环保工程及服务对各国板块的环保板块 PB 的溢价率计算，国内相对美国环保板块溢价率较历史平均水平低 81.6%，当前值为-72.1%，历史均值为 9.5%。国内相对欧洲环保板块溢价率较历史平均水平低 95.2%，当前值为-35.7%，历史均值为 59.5%。

图 22. 美国、欧洲、中国环保板块 PE 比较

图 23. 美国、欧洲、中国环保板块 PB 比较



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院



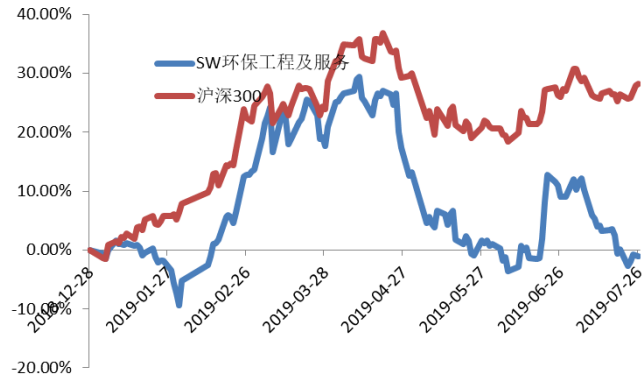
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

### （三）年初至今板块表现弱于沪深 300

2019 年年初至今，沪深 300 上涨 28.16%，环保工程与服务行业指数下跌 1.09%，目前环

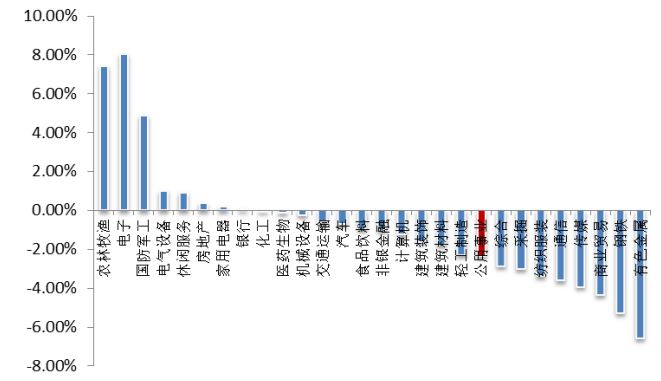
保工程及服务板块走势弱于大盘。在 A 股 28 个一级行业中，公用事业板块本月下跌 2.34%，涨跌幅在 28 个行业中排第 20 位。在二级行业公用事业中，SW 环保工程及服务II下跌 9.93%，SW 水务II下跌 2.44%，跌幅排名相对靠前。

图 24.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

### (一) 投资建议

#### 1.看好需求稳定的固废产业链、环境监测、水环境治理

**垃圾分类政策落地，固废产业链多个细分领域将迎来机遇。**随着垃圾分类相关政策的出台，固废处理领域热度空前。全新的分类要求，也将带来环卫装备的更新换代，未来契合分类要求的环卫车以及环卫设备的需求仍将维持在较高的水平。垃圾焚烧发电也将迎来重大变革。当前我国生活垃圾中，湿垃圾占比和含水率双高，增加了后去分类处理的难度。实行干湿分类后，一方面可以提高末端的分选效率，另一方面也会提升垃圾的热值，进而增加单位垃圾的发电量，提升垃圾焚烧企业盈利能力。可回收垃圾资源化领域也会因为垃圾分类精细化、标准化而受益，非正规资源回收渠道的生存空间将进一步被压缩，从事资源回收的企业也能逐渐掌握主动权，未来行业空间有望不断释放。

**环境监测需求维持高位，智慧环保是未来发展趋势。**环境监测是环保工作开展的基础，也是环境物联网的传感器端口。伴随着各领域环境监测体系建设完成，监测数据分析应用将成为接下来的投资重点。环境物联网系统或环境大数据分析系统，可以为地方政府提供实时环境决策、环境质量预警和环境应急管理方案提供等服务，随着各地环境监测能力提升和数据分析需求显现，环境大数据业务快速发展值得期待。大型环境监测仪器生产商具备系统搭建和大数据分析能力，能够率先受益于环保物联网建设，抢占市场制高点。

**水环境治理 PPP 项目加速释放，利好具有综合实力的水处理企业。**5 月至今的三个月间，全国进入招标、发布需求公示、发布资审结果、预中标、中标和流标等阶段的项目已有 30 余个，总投资达 660 亿，市场呈现出集中释放的态势。由于水环境治理项目涉及范围极广，治理手段复杂，单个项目的投资规模巨大，对于项目承接单位的资金、设计规划、工程建造、项目

运营等能力均有较高的要求，具有综合实力的水处理企业有机会在水环境治理中掌握主动权。

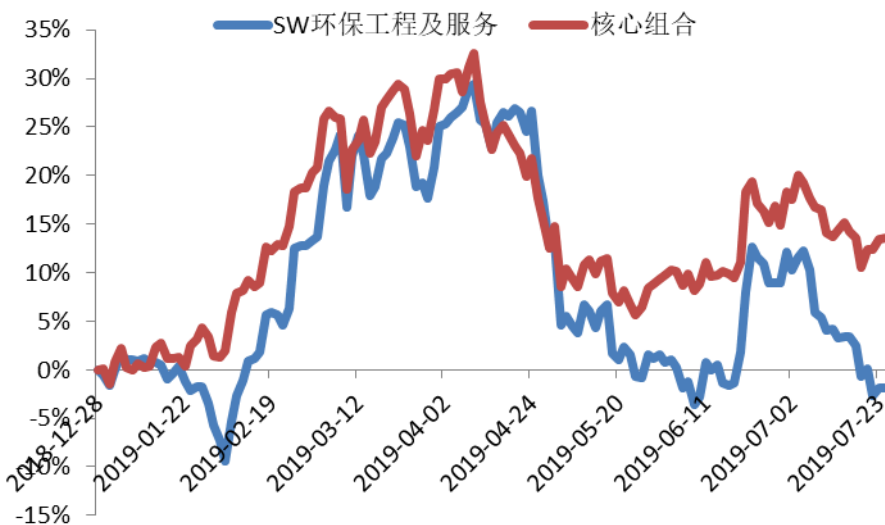
## 2.投资策略：寻找技术水平领先、运维经验丰富的细分领域龙头

环保督察维持高压，需求持续提振，板块向上的估值修复弹性较大。结合当前需求来看，环境监测、流域治理、垃圾分类三个领域在未来将维持高景气度。推荐网格化监测龙头先河环保(300137.SZ)；深耕环卫装备多年，市场占有率高的龙马环卫(603686.SH)；拥有优质运营资产、具有垃圾收集转运分类业务的瀚蓝环境(600323.SH)、上海环境(601200.SH)；再生资源回收利用龙头中再资环(600217.SH)；具有丰富流域、黑臭水体等水环境治理经验，拿单能力强的博世科(300422.SZ)。

### (二) 核心组合表现

2019 年年初至 7 月 26 日，SW 环保工程及服务板块下跌 1.09%，沪深 300 上涨 28.16%，核心组合上涨 16.61%，跑赢行业指数 17.7pct，跑输沪深 300 指数 11.55pct。本月，SW 环保工程及服务板块下跌 9.23%，沪深 300 上涨 0.86%，核心组合上涨 2.07%，跑赢行业指数 11.3pct，跑赢沪深 300 指数 1.21pct。

图 26.年初至今核心组合表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 3.核心组合表现及推荐理由

证券代码	证券名称	推荐理由	月涨幅%	累计涨跌幅% 入选至今	相对收益率% 入选至今
300137.SZ	先河环保	网格化监测龙头，未来环境监测市场空间巨大，业绩增长确定。	-3.24	-1.10	
600323.SH	瀚蓝环境	在手订单充足，运营收入稳定，危废处置能力持续扩张，未来成长可期。	3.98	25.10	

600388.SH 龙净环保 非电烟气治理龙头，深耕领域多年，在火电烟气改造基本完成，非电市场开启的情况下，有望持续增长 3.09 25.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

治理需求不及预期；政策力度不及预期；行业竞争加剧；公司发生合规问题。

## 七、附录

### (一) 2019年6月新增水务与固废项目清单

表 4.2019年6月新增水务与固废项目

项目类型	中标单位(牵头人)	项目名称	投资总额(万元)
水务	三峡基地发展有限公司	湖北秭归县流域治理 PPP 项目	174970
	中设设计集团股份有限公司	江苏泰州市海陵区村庄生活污水治理工程 PPP 项目	98121
	长江生态环保集团有限公司	宜昌市主城区污水厂网、生态水网共建项目一期 PPP 工程项目	95609
	信开水环境投资有限公司	贵州贵阳南明河水环境综合整治系统提升工程 PPP 项目	91907
	华油慧博普科技股份有限公司	秦汉新城人居环境提升改造(农村生活污水治理)二期工程 PPP 项目采购	82000
	北京碧水源科技股份有限公司	云南省大理州弥渡县河库水系连通规划减排截污治污 PPP 项目	37375
		黑龙江绥化市北郊污水处理工程及绥化市经开区(国家及)污水处理工程 PPP 项目	37288
	山西建筑工程集团有限公司	运城市姚暹渠(运三高速-禹西路段)水环境综合治理 PPP 项目	49948
	安徽美自然环境科技有限公司	颍上县乡镇污水处理厂网一体化建设沙南片区 PPP 项目	48169
	新疆中智达环保科技有限公司	奎屯市住房和城乡建设局奎屯市污水处理改扩建(二期)及配套工程 PPP 项目	37013
	辽宁宏源市政工程有限公司	北票市城乡规划局北票市污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	34099
	安徽安泽环境科技有限公司	宿州市埇桥区农村污水治理工程 PPP 项目	31177
	蒙晟建设有限公司	内蒙古牙克石市尾水生态综合利用工程 PPP 项目	29199
	山西黄河水务生态环保控股有限公司	天津市农村生活污水综合利用 PPP 项目	21181

大禹节水集团股份有限公司	云南省大理州弥渡县河库水系连通规划高效节水(一期)PPP项目	19500
湖南湘新水务投资有限公司	岳阳市君山区乡镇污水处理厂 PPP项目	17425
博天环境集团股份有限公司	湘阴县第三污水处理厂及其配套管网工程建设 PPP项目	16414
广东新环环保产业集团有限公司	阳江市城市管理和综合执法局阳江市城南污水处理厂二期扩建及提标改造工程 PPP项目	9881
	阳江市城北污水处理厂扩容提标工程 PPP项目	7500
武陟县城市建设投资开发有限责任公司	武陟县第三污水处理厂 PPP项目	12801
交口县嘉欣科技有限公司	交口县住房保障和城乡建设管理局交口县第二污水处理厂建设工程 PPP项目	11057
安乡县城市建设投资开发有限责任公司	安乡县城西污水处理厂、黄山头污水处理厂经营采购权	-
总计	20 家	22 个
		962634

资料来源：中国水网，中国银河证券研究院

## (二) 环保行业涉及的上市公司

表 5. 报告所统计的水处理行业公司

细分领域	所含公司
水处理	世纪星源、东旭蓝天、华控赛格、中原环保、兴蓉环境、渤海股份、中山公用、南方汇通、万邦达、碧水源、中电环保、巴安水务、兴源环境、津膜科技、天翔环境、国祯环保、博世科、环能科技、久吾高科、鹏鹞环保、中环环保、首创股份、武汉控股、国中水务、钱江水利、洪城水业、新奥股份、创业环保、重庆水务、江南水务、绿城水务、上海洗霸、博天环境、联泰环保、海峡环保、中持股份

资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 插图目录

图 1.2019 年 1-5 月新增污染防治与绿色低碳项目数量及规模 .....	3
图 2.2019 年 1-6 月水务项目中标数量及规模 .....	4
图 3.2019 年 1-6 月新增水务项目类型占比 .....	4
图 4.2019 年 5 月至今各省水环境治理 PPP 项目数量 .....	6
图 5.2019 年 5 月至今各省水环境治理 PPP 项目投资额 .....	6
图 6.2015-2019 Q1 水处理行业上市公司营业收入与净利润 .....	6
图 7.2015-2019 Q1 环保上市公司毛利率与净利率 .....	7
图 8.2015-2019 Q1 水处理行业上市公司费用率 .....	7
图 9.2014-2018 环保上市公司资产负债率 .....	8
图 10.2014-2018 环保上市公司偿债能力 .....	8
图 11.2015-2019Q1 环保上市公司现金流情况 .....	8
图 12.2010-2018 我国地表水与地下水资源量 .....	10
图 13.2010-2018 全国各类水源供水量 .....	10
图 14.2018 年全国水资源使用占比 .....	11
图 15.2018 年全国流域总体水质情况 .....	12
图 16.2018 年全国流域总体水质情况 .....	13
图 17.2016 年污水处理率与 2020 年目标污水处理率对比 .....	13
图 18.2016 年污水处理率与 2020 年目标污水处理率对比 .....	14
图 19.环保行业上市公司市值比较 .....	17
图 20.2010-2019Q1 环保上市公司个数与市值占比 .....	17
图 21.环保工程及服务板块估值及溢价水平 .....	17
图 22.美国、欧洲、中国环保板块 PE 比较 .....	18
图 23.美国、欧洲、中国环保板块 PB 比较 .....	18
图 24.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今) .....	19
图 25.环保工程及服务相对沪深 300 表现(年初至今) .....	19
图 26.年初至今核心组合表现 .....	20

## 表格目录

表 1.环保行业上市公司杜邦分析 .....	9
表 2.环保细分领域所处生命周期判断 .....	9
表 3.核心组合表现及推荐理由 .....	20
表 4.2019 年 6 月新增水务与固废项目 .....	21
表 5.报告所统计的水处理行业公司 .....	22

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周然，电力等公用事业兼新能源行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn