

环保行业 2016 年半年报回顾

# 业绩高增彰显景气分化显现 关注 PPP&滞涨及转型个股

2016 年 9 月 2 日

## 投资要点

- 工程设备类：业绩高增彰显景气，分化较为显著。**2016H1 工程设备类环保公司收入及净利润分别增长 30.4%/27.1%。具体来看，大气板块、水板块均增速最快，分别达到 64.9%（神雾环保、三维丝高增速）、49.2%（兴源环境并表高增长）。固废板块业绩增速为 13.1%，节能板块增速为 9.1%，而 3 家监测上市公司整体业绩增速同比下降 15.3%（聚光科技中报增速较低，雪迪龙主业景气度下滑）。整体毛利率为 29.0%，同比降 0.7 个百分点；ROE 同比下降 0.6 个百分点至 3.8%。
- 应收账款持续较快增加，现金流有待下半年改善。**2016H1 工程设备类环保公司应收账款余额为 290.5 亿元，较年初增加 45.4 亿元（或+18.5%），近几年行业整体应收账款随着收入增加而持续增长。中金环境及神雾环保相比年初增幅超过 100%，碧水源（31.9 亿）、启迪桑德（27.9 亿元）、龙净环保（20.4 亿元）及格林美（18.0 亿元）应收账款绝对值较高。2016 年上半年行业经营性现金流净额为-45.0 亿元，而去年同期则为-22.4 亿元，现金流有待下半年改善。
- 水务运营类：中原环保及江南水务表现较好。**2016H1 水务运营公司营业收入及净利润同比增速分别为 22.4%及 12.2%；行业毛利率同比下滑 1.0 个百分点至 39.5%，期间费用率仅小幅上升 0.3 个百分点，致净利率同比降 1.9 个百分点至 20.4%。中原环保因资产并表及营业外收入致业绩同比高增，国中水务因确认投资收益 3,550 万元使得净利润保持较高增速，江南水务由于市政工程收入大幅增加推动业绩高增。
- 持仓分析：机构积极增持龙头白马公司。**截至二季度末，机构投资者在环保板块配置主要方向依然为白马龙头公司，其中持股市值超过 10 亿元的分别为碧水源（50.2 亿元）、启迪桑德（43.2 亿元）、兴源环境（29.5 亿元）、中金环境（28.1 亿元）长青集团（10.9 亿元）及龙马环卫（10.2 亿元）。从 Q2 机构持仓变动情况来看，较大市值公司得到机构投资者积极增持，例如碧水源、中金环境、天壕环境、格林美、神雾环保等，而雪浪环境、国祯环保、重庆水务等公司受到相对较多减持。
- 风险提示：环保制度改革力度低于预期；土地财政吃紧致政府支付意愿或能力下降；环保项目进度慢于预期等。**
- 投资策略：板块配置 PPP、滞涨及转型个股。**目前板块 2016~2017 年 P/E 为 38/27 倍，维持“强于大市”评级。从就板块配置而言，下半年建议关注 3 条主线，一是 PPP 持续推进及短期催化事件（PPP 第三批示范项目推出及相关立法推进），重点推荐碧水源、苏交科、东江环保及龙马环卫；二是股价滞涨而公司近期变化较大的个股，如长青集团（满城项目或于 3 季度投运，融资计划加速）及瀚蓝环境（估值较低，2016~2017 年为 25/20 倍，盈利增长稳定，转型危废及定增引入复星集团重启）；三是其他行业公司转型环保趋势明确且容易存在较大预期差，在具备明确业绩支撑及安全边际情况下，有望迎来良好表现，推荐金圆股份、苏交科、润邦股份。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
碧水源	18.35	1.11	0.74	1.16	1.65	17	25	16	11	1.7	买入
苏交科	24.58	0.56	0.71	0.89	1.10	44	35	28	22	5.0	买入
东江环保	19.07	0.39	0.63	0.60	0.81	49	30	32	24	5.8	买入
龙马环卫	34.13	0.57	0.80	1.06	1.41	60	43	32	24	8.5	买入
瀚蓝环境	14.60	0.48	0.59	0.74	0.86	30	25	20	17	2.5	买入
长青集团	21.18	0.26	0.42	0.92	1.36	81	50	23	16	4.3	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 9 月 2 日收盘价


**强于大市（维持）**

中信证券研究部

**凌润东**

电话：021-20262152

邮件：lingrundong@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

**王海旭**

电话：021-20262124

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

**崔霖**

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

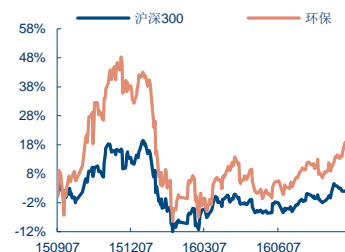
执业证书编号：S1010513080002

**李想**

电话：0755-23835298

邮件：lixiang7@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

**相对指数表现**


资料来源：中信数量化投资分析系统

**相关研究**

- 环保行业周报（20160822-20160826）  
—PPP 事件催化剂有望助推行情持续活跃(2016-08-29)
- 环保行业 2016 年 8 月跟踪报告—水泥窑协同处置危废可期，板块配置兼顾白马与转型(2016-08-22)
- 环保行业重大事项点评—首选 PPP 真龙头，三主线依次布局(2016-08-10)

## 目录

<b>2016 中报回顾：业绩高增彰显景气，分化较为显著</b> .....	1
工程设备类：水处理保持较高增速 .....	1
水务运营类：中原环保及江南水务表现较好 .....	10
<b>持仓分析：机构积极增持龙头白马公司</b> .....	11
<b>风险提示</b> .....	12
<b>投资策略：板块配置 PPP、滞涨及转型个股</b> .....	12

## 插图目录

图 1: A 股分行业 2016H1 业绩增速.....	1
图 2: 工程设备类环保公司整体收入增速.....	2
图 3: 工程设备类环保公司整体净利润增速.....	2
图 4: 2016H1 细分领域收入及增速（万元）.....	2
图 5: 2016H1 细分领域净利润及增速（万元）.....	2
图 6: 2016H1 工程设备类环保上市公司净利润增速.....	2
图 7: 工程设备类环保公司整体利润率.....	5
图 8: 工程设备类环保公司整体费用率.....	5
图 9: 水（工程设备）整体利润率.....	7
图 10: 固废（工程设备及资源化）整体利润率.....	7
图 11: 大气（工程设备）整体利润率.....	7
图 12: 监测（设备）整体利润率.....	7
图 13: 季度末应收账款余额及期间变动（亿元）.....	7
图 14: 2016 上半年应收账款同比变动幅度.....	8
图 15: 2016 上半年应收账款余额（万元）.....	8
图 16: 营业收入、净利润、经营性现金流净额（万元）.....	8
图 17: 2016 上半年净利润与经营性现金流净额（万元）.....	8
图 18: 水务运营整体收入及净利润增速.....	10
图 19: 水务运营整体利润率.....	10
图 20: 2016Q2 期末机构持股市值（万元）.....	11

## 表格目录

表 1: 45 家环保行业样本公司 .....	1
表 2: 水（工程设备）公司收入及净利润增速 .....	3
表 3: 固废（工程设备及资源化）公司收入及净利润增速 .....	3
表 4: 大气（工程设备）公司收入及净利润增速 .....	4
表 5: 监测（设备）公司收入及净利润增速 .....	4
表 6: 节能公司收入及净利润增速 .....	4
表 7: 水（工程设备）公司毛利率 .....	5
表 8: 固废（工程设备及资源化）公司毛利率 .....	5
表 9: 大气（工程设备）公司毛利率 .....	6
表 10: 监测（设备）公司毛利率 .....	6
表 11: 节能公司毛利率 .....	6
表 12: 环保工程设备类公司杜邦分析 .....	9
表 13: 环保工程设备类公司及各细分领域 ROE .....	9
表 14: 水（工程设备）公司杜邦分析 .....	9
表 15: 固废（工程设备及资源化）公司杜邦分析 .....	9
表 16: 大气（工程设备）公司杜邦分析 .....	9
表 17: 监测（设备）公司杜邦分析 .....	9
表 18: 节能公司杜邦分析 .....	9
表 19: 水务运营公司收入及净利润增速 .....	10
表 20: 水务运营公司毛利率 .....	10
表 21: 2016Q2 重点环保公司前十大流通股东中机构持股变动情况 .....	11
表 22: 重点环保上市公司盈利预测、估值及评级 .....	13

## 2016 中报回顾：业绩高增彰显景气，分化较为显著

环保类上市公司 2016 年中报披露完毕，我们选取 45 家典型公司，并分别针对工程设备类（水、固废、大气、监测及节能）、水务运营类环保企业加以分析比较。

表 1：45 家环保行业样本公司

分类	上市公司
水(工程设备)	万邦达、碧水源、中电环保、巴安水务、津膜科技、国祯环保、博世科、环能科技、兴源环境、中金环境
固废(工程设备)	启迪桑德、盛运环保、维尔利、格林美、东江环保、雪浪环境、高能环境、伟明环保、龙马环卫
大气(工程设备)	龙净环保、菲达环保、三维丝、龙源技术、科林环保、神雾环保、永清环保、清新环境
监测(设备)	先河环保、聚光科技、雪迪龙
节能	长青集团、天壕环境、迪森股份、科达洁能、中材节能
水(运营管理)	首创股份、国中水务、瀚蓝环境、洪城水业、创业环保、重庆水务、江南水务、兴蓉环境、绿城水务、中原环保

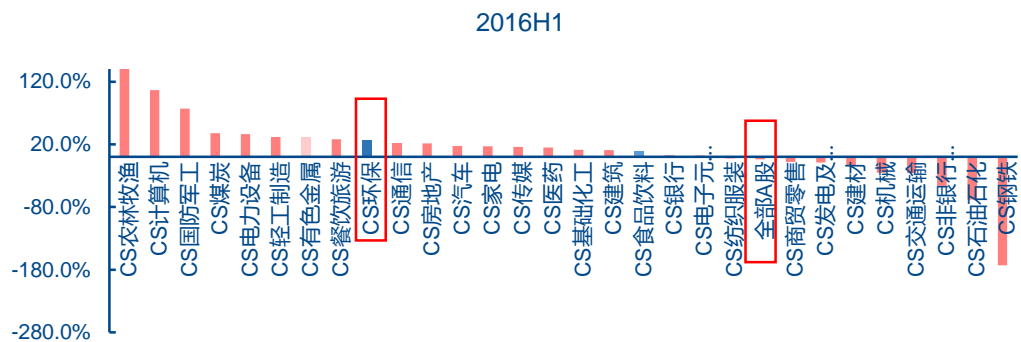
资料来源：中信证券研究部

### 工程设备类：水处理保持较高增速

#### 大气、水处理业绩保持较快增速

2016 年上半年，工程设备类环保公司实现营业收入 326.45 亿元，同比增长 30.4%；归属母公司净利润 37.15 亿元，同比增长 27.1%，同期 A 股全部上市公司净利润增速仅为-3.9%（排名靠前板块为农林牧渔、计算机、国防军工等），环保行业整体景气度较高。

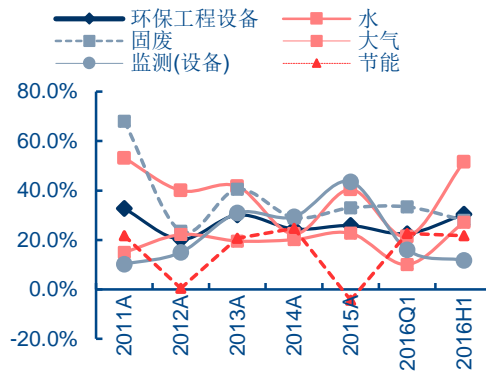
图 1：A 股分行业 2016H1 业绩增速



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

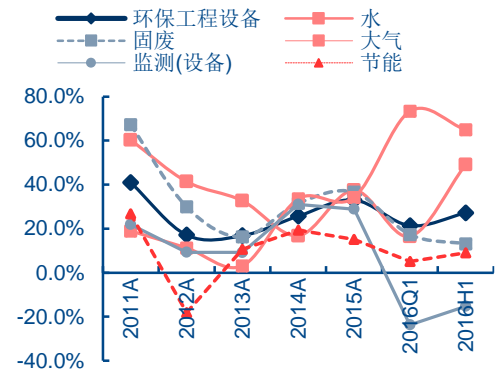
各个细分领域来看，2016 年上半年大气（工程设备）、水（工程设备）均保持 40% 以上业绩增速，分别达到 64.9%（主要是神雾环保、三维丝等增速较高）、49.2%（兴源环境并表业绩高增）。固废（工程设备及资源化）板块业绩增速为 13.1%，节能板块增速为 9.1%，而 3 家监测（设备）上市公司整体业绩增速同比下降 15.3%（聚光科技中报增速较低，雪迪龙因投资收益及主业景气度原因，归母净利润同比降 49.4%）。

图 2：工程设备类环保公司整体收入增速



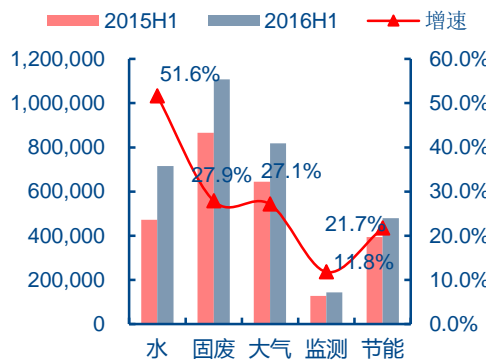
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 3：工程设备类环保公司整体净利润增速



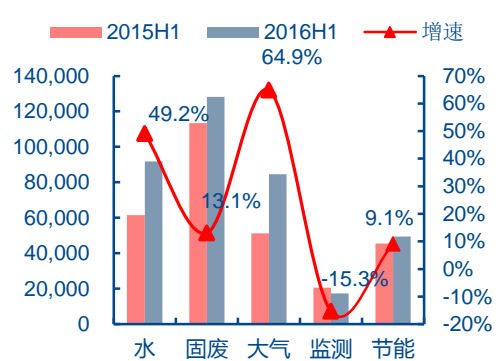
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 4：2016H1 细分领域收入及增速（万元）



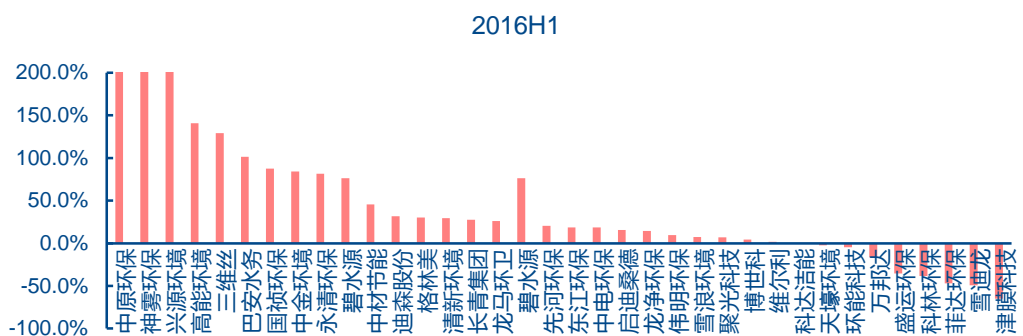
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 5：2016H1 细分领域净利润及增速（万元）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 6：2016H1 工程设备类环保上市公司净利润增速



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

在水（工程设备）方面，2016H1 业绩同比增速分别为 49.2%。兴源环境因中艺生态并表及疏浚和市政污水业务的持续增长，推动业绩大幅提升，营业收入和净利润分别增长 127.7% 和 240.4%；巴安水务由于公司六盘水水城河综合治理二期工程项目及锦州锦凌水库项目、沧州海水淡化项目施工有序开展并完成了一定工程量，推动业绩高增 101.4%；公司水务运营收入增长，运营厂节能降耗显著，营业成本减少等因素使得国祯环保 2016 上半年保持 87.7%。中金环境系子公司中咨华宇完成并表及金山环保拓展污泥及蓝藻业务使得业绩显著提升，2016H1 业绩同比增 85.8%。碧水源受益 PPP 项目逐步贡献业绩，2016 上半年市政与给排水工程、污水处理解决方案等业务均保持强劲增长态势，业绩增速保持在 76.2% 的较

高增速。**中电环保**因市政水处理和新增烟气余热利用业务利润保持增长及环保产业创新及科技服务综合平台实现收益增加利润，业绩维持稳定增长 **18.6%**。**博世科**上半年稳步开拓业务市场，营业收入同比增 **26.0%**，新投研发项目使得管理费用高增（**66.27%**）使净利润增速仅为 **4.2%**。**环能科技**因江苏华大并表助推营业收入增速为 **59.9%**，但因水处理成套设备及配业务毛利率下降，及公司加大人才储备和营销投入致使净利润微降 **4.8%**。**万邦达**由于报告期内公司未签订大额的环保设备销售合同及财务费用的大幅增加等致 **2016H1** 净利润同比降 **16.2%**。**津膜科技** **2016H1** 营业收入实现 **14.0%**增长，因研发投入使得管理费用高增（**+105.43%**）及短期借款利息支出和计提企业债券利息增加使得财务费用高增（**+144.47%**）使得净利润同比降 **65.1%**。

表 2：水（工程设备）公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
兴源环境	132.8%	18.0%	162.0%	127.7%	兴源环境	194.2%	60.3%	252.1%	240.4%
巴安水务	-22.2%	93.7%	-6.2%	70.5%	巴安水务	17.7%	2.4%	59.0%	101.4%
国祯环保	60.2%	2.3%	-18.7%	13.9%	国祯环保	-9.9%	44.2%	13.7%	87.7%
中金环境	16.9%	24.0%	21.2%	43.0%	中金环境	23.7%	44.3%	28.7%	85.8%
碧水源	10.1%	51.2%	54.2%	122.7%	碧水源	12.0%	44.7%	80.4%	76.2%
中电环保	12.3%	0.1%	29.5%	11.3%	中电环保	20.7%	21.0%	31.0%	18.6%
博世科	35.9%	80.0%	30.5%	26.0%	博世科	11.6%	37.5%	2.9%	4.2%
环能科技	0.6%	40.2%	87.6%	59.9%	环能科技	-9.0%	-3.3%	37.6%	-4.8%
万邦达	33.3%	91.5%	-18.8%	-16.9%	万邦达	36.5%	51.2%	-27.5%	-16.2%
津膜科技	37.3%	15.3%	-31.2%	14.0%	津膜科技	6.2%	-38.1%	-80.8%	-65.1%
行业整体	22.4%	40.4%	21.4%	51.6%	行业整体	16.8%	37.4%	16.5%	49.2%

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

固废（工程设备及资源化）方面，**2016H1** 业绩同比增速为 **13.1%**。**高能环境**因工程承包类项目在报告期完工量增加确认收入，推动营业收入高增 **73.9%**；同时因投资玉禾田 **20%** 股权在报告期内确认投资收益使得净利润高增 **140.7%**。因钴镍钨铜回收、电池材料制造、电子废弃物综合利用等各项业务稳步增长推动**格林美** **2016H1** 同比增 **30.2%**。**龙马环卫**由于环卫装备制造行业整体高速发展，产量大幅提升，使得净利润同比增 **26.1%**。**东江环保** **2016H1** 业绩同比增 **18.7%**，工业及市政废物处置及无害化业务均有所贡献。**启迪桑德**因众多固废及环卫 **BOT** 项目陆续进入施工阶段，使得这两部分业务营收分别高增 **447.62%**及 **263.45%**，但其较低毛利率致净利润增速（**15.7%**）落后于收入（**39.4%**）。**伟明环保**垃圾发电项目运营平稳，**2016H1** 同比增 **9.7%**。**雪浪环境**业绩稳健增长，**2016H1** 净利润同比增 **7.2%**，充裕订单支撑下业绩未来有望不断加速。**维尔利** **2016** 上半年业绩较去年同期持平。**盛运环保** **2016** 上半年垃圾发电业务稳健发展，但因输送机械业务收入同比下降 **66.71%**致使上半年净利润同比下降 **35.3%**。

表 3：固废（工程设备及资源化）公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
高能环境	-0.7%	31.2%	71.5%	73.9%	高能环境	-17.3%	-7.9%	-45.5%	140.7%
格林美	12.1%	30.9%	53.1%	45.7%	格林美	46.4%	-26.9%	48.8%	30.2%
龙马环卫	34.4%	29.6%	29.6%	33.9%	龙马环卫	35.0%	16.3%	25.7%	26.1%
东江环保	29.3%	17.4%	-2.1%	4.6%	东江环保	20.8%	32.2%	16.7%	18.7%
启迪桑德	63.0%	45.0%	74.0%	39.4%	启迪桑德	37.3%	15.8%	20.6%	15.7%
伟明环保	25.7%	1.2%	1.1%	-2.0%	伟明环保	30.2%	30.9%	17.9%	9.7%
雪浪环境	1.1%	38.1%	16.1%	25.4%	雪浪环境	-18.0%	22.9%	12.6%	7.2%
维尔利	133.8%	47.7%	17.4%	-12.9%	维尔利	232.6%	25.5%	55.9%	1.8%
盛运环保	3.4%	35.5%	-40.6%	-15.8%	盛运环保	33.8%	216.3%	-83.3%	-35.3%
行业整体	29.0%	33.0%	33.4%	27.9%	行业整体	31.5%	36.6%	17.3%	13.1%

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

大气(工程设备)方面,2016H1 业绩同比增速分别为 64.9%。神雾环保由于新疆胜沃、港原三期、新疆博力拓乌海项目、印尼金光等项目收入增加,2016H1 业绩高增 731.5%。三维丝因收购厦门珀挺 80%股权并表,拓展了海外市场散物料输储系统设计和集成业务,推动业绩高增 129.2%。2016 上半年永清环保大气综合治理业务突飞猛进,报告期内中标多个 EPC 项目(累计中标超过 9 亿元),业绩同比增 81.4%。清新环境业务稳步发展,2016H1 业绩同比增 29.5%。龙净环保业绩呈现持续增长态势,2016H1 增速为 14.3%。传统业务市场需求下降较快使得龙源技术 2016H1 业绩持续大幅下滑,亏损严重。科林环保主业经营未能改善,业绩持续下滑。菲达环保因对神鹰集团担保计提负债增加和子公司受市场环境的影响订单减少(报告期内新订合同同比下降 9.42%),2016H1 业绩同比下降 46.9%

表 4: 大气(工程设备)公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
神雾环保	15.0%	303.0%	176.7%	281.2%	神雾环保	-120.0%	497.1%	1420.2%	731.5%
三维丝	4.7%	51.4%	2.8%	30.9%	三维丝	18.4%	17.4%	-29.8%	129.2%
永清环保	40.9%	-14.2%	-0.2%	82.3%	永清环保	1.1%	106.7%	9.6%	81.4%
清新环境	66.9%	77.6%	-19.0%	13.7%	清新环境	50.3%	87.5%	28.1%	29.5%
龙净环保	8.2%	22.6%	18.4%	18.8%	龙净环保	1.5%	20.9%	26.3%	14.3%
龙源技术	18.7%	-48.9%	-53.8%	-42.0%	龙源技术	-11.8%	-128.2%	-30.6%	-37.3%
科林环保	-13.4%	-10.6%	-10.1%	-15.3%	科林环保	-19.7%	156.8%	21.1%	-38.5%
菲达环保	42.0%	21.6%	9.0%	6.3%	菲达环保	39.1%	50.5%	-8.5%	-46.9%
行业整体	20.1%	22.7%	10.1%	27.1%	行业整体	33.6%	34.2%	73.3%	64.9%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

监测(设备)方面,2016H1 业绩同比增速为-15.3%。2016 上半年先河环保订单增加,业绩同比增 20.6%;同时完成 Sunset Laboratory Inc.公司(60%股权)及北京卫家环境的收购,布局了碳气溶胶分析市场和民品净化领域。聚光科技发展稳健,未来 PPP 有望进一步助力。雪迪龙营业收入稍有下滑,且费用增加及投资收益减少,净利润同比下降 49.4%。

表 5: 监测(设备)公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
先河环保	31.6%	42.6%	53.0%	33.8%	先河环保	19.3%	21.0%	46.2%	20.6%
聚光科技	30.8%	49.0%	22.9%	12.0%	聚光科技	21.0%	28.3%	100.9%	6.8%
雪迪龙	25.9%	35.2%	-14.8%	-5.1%	雪迪龙	48.2%	32.2%	-61.1%	-49.4%
行业整体	29.4%	43.6%	16.0%	11.8%	行业整体	31.0%	28.8%	-23.7%	-15.3%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

节能方面,2016H1 业绩同比增速为 9.1%。中材节能因突尼斯 CJO、印度 MYHOME、沙特 YCC 等个别合同额较大的项目集中达到工程进度,按规定结转收入及 BOOT/EMC 项目电费收入较去年同期增加,使业绩同比增 45.4%。长青集团因增加鱼台环保售电量及运营成本逐步降低,2016H1 同比增 27.4%。受制于宏观经济及下游行业景气度不佳,科达洁能基本持平,天壕环境(并表北京华盛推动收入增长 163.6%,但因财务费用增加使得)及迪森股份业绩略有下滑。

表 6: 节能公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
中材节能	43.6%	-9.7%	-1.4%	12.5%	中材节能	17.0%	0.6%	0.2%	45.4%
长青集团	24.0%	15.5%	33.0%	24.5%	长青集团	57.6%	74.6%	33.2%	27.4%
科达洁能	17.2%	-19.5%	10.3%	4.5%	科达洁能	20.5%	21.3%	2.5%	0.0%
天壕环境	37.6%	112.9%	172.3%	163.6%	天壕环境	20.7%	0.3%	0.8%	-2.6%
迪森股份	38.2%	-11.2%	10.1%	-0.6%	迪森股份	-8.2%	-31.5%	-5.1%	-4.9%
行业整体	24.7%	-4.3%	22.6%	21.7%	行业整体	19.3%	15.0%	5.0%	9.1%

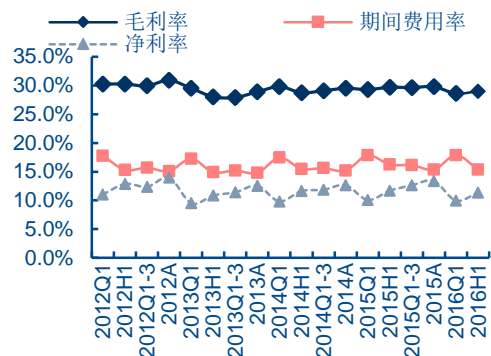
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部



### 毛利率略有下滑，水及固废下滑&大气上升

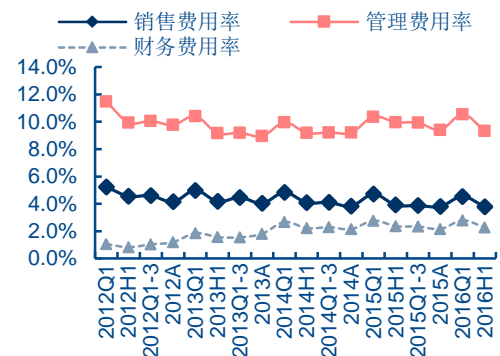
2016 上半年，工程设备类环保公司整体毛利率水平为 29.0%，同比下滑 0.7 个百分点；与此同时，行业期间费用率亦下滑 0.9 个百分点至 15.4%。净利润率下滑 0.3 个百分点至 11.4%。

图 7：工程设备类环保公司整体利润率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 8：工程设备类环保公司整体费用率



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

水（工程设备）方面，2016 上半年行业整体毛利率、净利率分别为 31.8%、12.8%，同比变化-1.2、-0.2 个百分点。**中金环境**因并表中咨华宇，业务延伸至轻资产环评业务，毛利率较高。**环能科技**水处理成套设备及配套业务毛利率下降 10.22%。受行业竞争加剧，**碧水源**各业务板块毛利率均有下滑，特别是久安公司市政工程业务毛利率较低致使公司毛利率同比大幅下降 11.7 个百分点至 25.5%。**国祯环保**毛利率同比上升 7 个百分点，主要是由于 EPC 业务毛利率大幅提升。

表 7：水（工程设备）公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
中金环境	37.1%	38.0%	41.9%	42.2%	42.8%
环能科技	51.2%	52.9%	47.7%	47.4%	42.5%
津膜科技	43.9%	37.8%	31.7%	43.0%	40.3%
中电环保	28.3%	28.4%	32.0%	28.1%	34.5%
国祯环保	38.6%	26.4%	28.9%	36.3%	33.9%
万邦达	26.8%	29.9%	28.2%	32.0%	33.0%
巴安水务	31.6%	40.3%	27.4%	28.0%	31.2%
博世科	35.9%	33.4%	29.1%	30.2%	29.7%
兴源环境	26.1%	27.5%	31.5%	23.1%	28.0%
碧水源	37.2%	39.1%	41.2%	23.7%	25.5%
行业整体	35.6%	35.3%	36.1%	30.8%	31.8%

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

固废（工程设备及资源化）方面，2016 年上半年行业整体毛利率、净利率分别为 28.7%、11.6%，同比变化-2.6、-1.5 个百分点。**伟明环保**垃圾发电运营业务毛利率继续保持 60%以上的高水平。**盛运环保**毛利率提升 13.6 个百分点至 43.4%，主要系焚烧炉业务毛利率大幅提升。**启迪桑德**毛利率下降相对较多，源于业务结构持续调整优化（再生资源、环卫等持续运营占比显著提升）。

表 8：固废（工程设备及资源化）公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
伟明环保	66.0%	66.5%	66.1%	66.4%	65.9%
盛运环保	32.7%	37.1%	30.2%	49.5%	43.4%
维尔利	36.8%	35.2%	34.1%	43.1%	38.0%
东江环保	30.5%	32.5%	32.4%	35.2%	36.5%
雪浪环境	32.5%	31.0%	33.9%	36.4%	35.4%
龙马环卫	33.5%	32.8%	31.2%	35.2%	31.9%
启迪桑德	35.2%	34.5%	30.5%	26.6%	29.9%
高能环境	34.1%	31.9%	29.4%	27.9%	27.0%
格林美	16.6%	18.6%	17.1%	17.6%	15.5%
<b>行业整体</b>	<b>29.9%</b>	<b>31.4%</b>	<b>28.8%</b>	<b>29.4%</b>	<b>28.7%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

大气(工程设备)方面, 2016 年上半年行业整体毛利率、净利率分别为 25.7%、10.3%，同比变化+1.4、+2.4 个百分点。火电超低排放改造领域, **清新环境**核心技术驱动毛利率同比提高 3.3 个百分点。业务结构优化、电石改造项目顺利推进等因素助**神雾环保**毛利率不断改善。而由于细分领域景气度持续不佳, **龙源技术**毛利率水平较低。

表 9：大气（工程设备）公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
清新环境	36.2%	34.0%	39.0%	38.4%	38.3%
三维丝	33.4%	34.1%	28.3%	35.1%	33.1%
神雾环保	18.2%	24.9%	28.9%	31.1%	33.1%
科林环保	20.4%	22.7%	22.3%	24.7%	26.4%
龙净环保	21.2%	23.3%	22.9%	23.5%	23.4%
龙源技术	30.5%	24.2%	20.7%	19.2%	20.7%
永清环保	19.8%	16.4%	23.2%	23.6%	20.1%
菲达环保	16.0%	15.5%	16.7%	19.4%	16.9%
<b>行业整体</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.8%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.3%</b>	<b>25.7%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

监测（设备）方面, 2016 年上半年行业整体毛利率、净利率分别为 47.4%、12.1%，同比变化+1.0、-3.9 个百分点。具体来看, **先河环保**、**聚光科技**三家公司均有不同程度小幅提升, **雪迪龙**基本持平。

表 10：监测（设备）公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
聚光科技	49.1%	45.7%	48.0%	46.1%	48.9%
雪迪龙	45.7%	48.5%	50.1%	43.4%	46.1%
先河环保	50.8%	48.4%	49.3%	46.5%	45.6%
<b>行业整体</b>	<b>48.3%</b>	<b>47.1%</b>	<b>48.8%</b>	<b>45.5%</b>	<b>47.4%</b>

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

节能方面, 2016 年上半年行业整体毛利率、净利率分别为 25.5%、10.3%，同比变化+0.1、-1.2 个百分点。收入结构变化等因素使得**迪森股份**毛利率提高 4.5 个百分点。**长青集团**厨电及户外取暖产品毛利率改善, 加之生物质发电收入占比显著增加, 共同助推毛利率同比提升 3.9 个百分点。**天壕环境**受北京华盛并表、EMC 下游客户景气度欠佳等因素影响, 毛利率持续下滑。

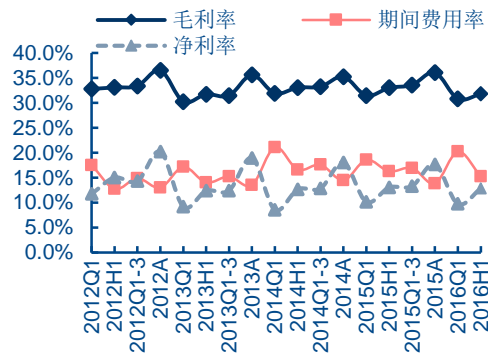
表 11：节能公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
迪森股份	29.3%	27.5%	31.2%	34.0%	34.9%
长青集团	20.2%	22.4%	25.6%	28.6%	28.0%
科达洁能	23.5%	23.8%	22.8%	23.2%	24.9%
中材节能	20.0%	25.5%	24.0%	27.2%	24.2%

天壕环境	52.2%	46.7%	26.5%	19.6%	20.1%
行业整体	24.2%	25.4%	24.5%	24.9%	25.5%

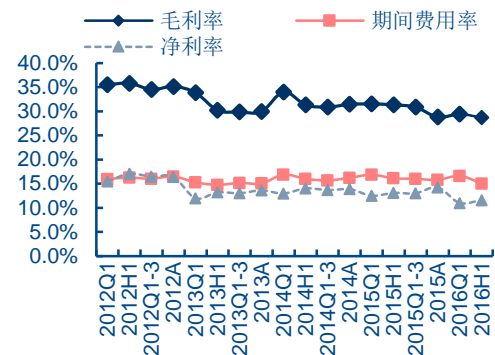
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 9: 水(工程设备)整体利润率



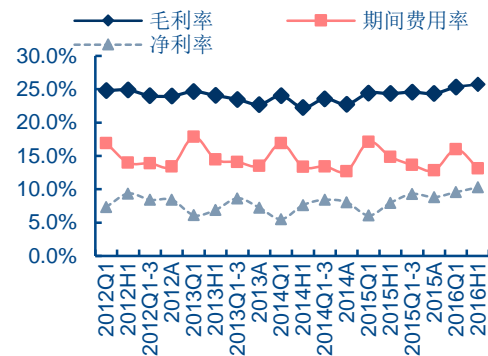
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 10: 固废(工程设备及资源化)整体利润率



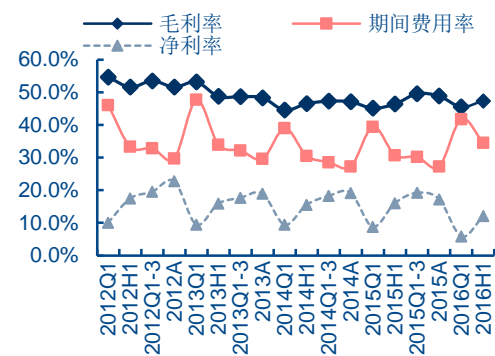
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 11: 大气(工程设备)整体利润率



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 12: 监测(设备)整体利润率

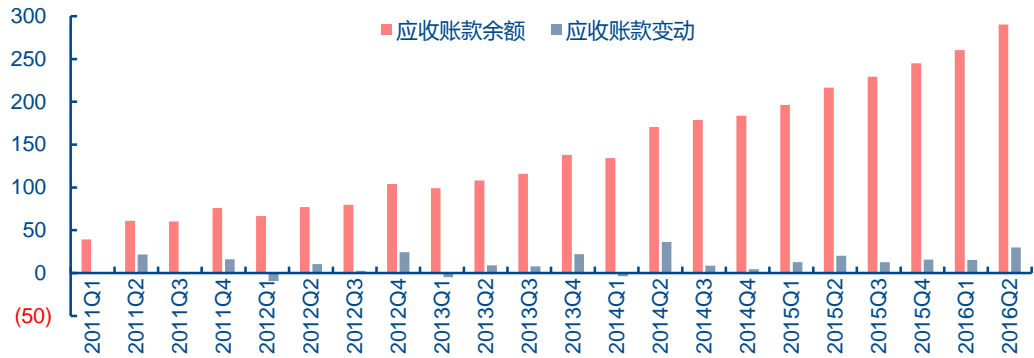


资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

### 应收账款持续较快增加, 现金流有待改善

截至 2016 上半年末, 工程设备类环保公司应收账款余额为 290.5 亿元, 较年初增加 45.4 亿元 (或+18.5%), 而 2015 年中报较 2015 年初增加 33.1 亿元 (或+18.0%), 近几年行业整体应收账款随着收入增加而持续增长。具体公司层面, 中金环境 (工业及市政污水投资运营收入增加)、神雾环保 (新疆圣雄、山东德辰等项目办理工程结算) 相比年初增幅超过 200%。从绝对额角度看, 碧水源 (31.9 亿)、启迪桑德 (27.9 亿元)、龙净环保 (20.4 亿元) 及格林美 (18.0 亿元) 相对较高。

图 13: 季度末应收账款余额及期间变动 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 14: 2016 上半年应收账款同比变动幅度

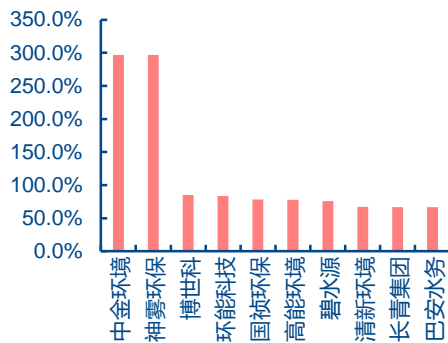
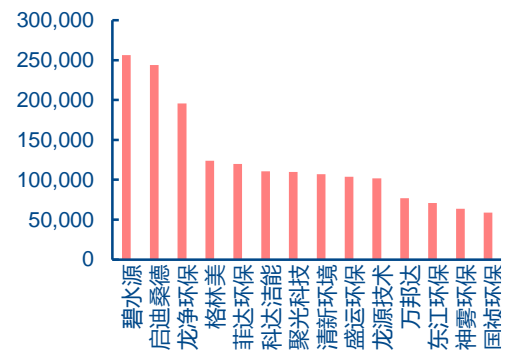


图 15: 2016 上半年应收账款余额 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

现金流方面, 2016 年上半年行业经营性现金流净额为-45.5 亿元, 而去年同期则为-23.5 亿元, 现金流有待下半年改善。具体公司来看, 雪迪龙、迪森环保、科林环保等经营性现金流净额与净利润匹配情况较好(但利润规模均相对较小), 碧水源、神雾环保、启迪桑德、格林美(产能扩张+拆解补贴应收款增加)等现金回笼有待下半年改善。

图 16: 营业收入、净利润、经营性现金流净额 (万元)

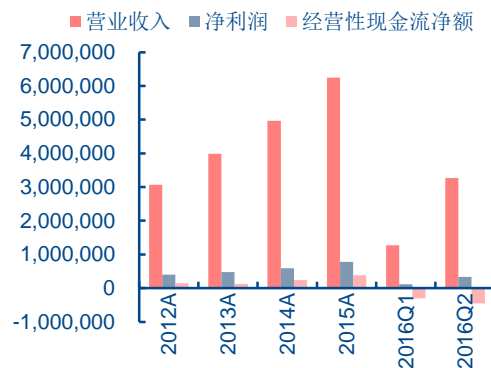
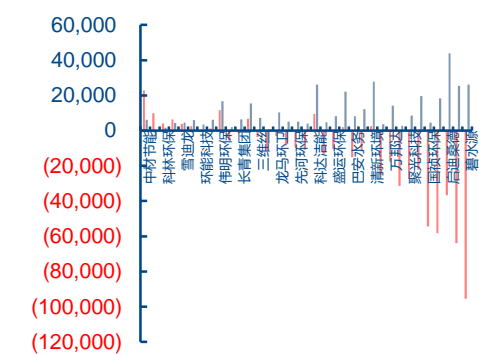


图 17: 2016 上半年净利润与经营性现金流净额 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

### 净利润率下降致行业 ROE 有所回落

2016 年上半年, 工程设备类环保上市公司 ROE 同比下降 0.6 个百分点至 3.8%。具体来看, 主要是净利润率下降 0.6 个百分点至 11.5%, 而资产周转率及权益乘数基本持平。

表 12: 环保工程设备类公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	10.8%	9.8%	10.1%	10.3%	9.7%	3.8%
净利率	14.5%	14.2%	12.8%	13.0%	13.8%	11.5%
资产周转率	0.43	0.40	0.44	0.41	0.36	0.17
权益乘数	1.72	1.71	1.82	1.92	1.92	1.99

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

从具体细分领域来看, 水(工程设备)2016 年上半年 ROE 下降 1.1 个百分点至 2.8%; 固废(工程设备及资源化)下降 1.2 个百分点至 4.2%; 大气上升 1.4 个百分点至 4.9%; 监测(设备)ROE 同比下降 0.9 个百分点至 3.3%; 节能领域 ROE 上升 1.2 个百分点至 6.0%。

表 13: 环保工程设备类公司及各细分领域 ROE

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
环保工程设备	10.8%	9.8%	10.1%	10.3%	9.7%	3.8%
水(工程设备)	9.5%	11.3%	13.4%	12.0%	9.3%	2.8%
固废(工程设备及资源化)	13.8%	11.1%	11.3%	10.8%	10.5%	4.2%
大气(工程设备)	7.4%	7.5%	6.7%	8.6%	9.4%	4.9%
监测(设备)	10.5%	8.6%	8.7%	10.4%	11.5%	3.3%
节能	15.5%	9.3%	9.0%	8.9%	8.2%	6.0%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 14: 水(工程设备)公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	9.5%	11.3%	13.4%	12.0%	9.3%	2.8%
净利率	20.5%	20.8%	20.3%	19.0%	18.4%	12.8%
资产周转率	0.33	0.38	0.41	0.39	0.32	0.14
权益乘数	1.39	1.43	1.61	1.63	1.59	1.61

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 15: 固废(工程设备及资源化)公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	13.8%	11.1%	11.3%	10.8%	10.5%	4.2%
净利率	15.9%	17.0%	14.2%	14.4%	14.9%	11.9%
资产周转率	0.43	0.34	0.40	0.36	0.32	0.16
权益乘数	2.02	1.95	2.01	2.07	2.17	2.22

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 16: 大气(工程设备)公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	7.4%	7.5%	6.7%	8.6%	9.4%	4.9%
净利率	9.3%	8.5%	7.0%	8.1%	8.9%	10.5%
资产周转率	0.45	0.47	0.47	0.45	0.45	0.19
权益乘数	1.78	1.89	2.03	2.33	2.35	2.52

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 17: 监测(设备)公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	10.5%	8.6%	8.7%	10.4%	11.5%	3.3%
净利率	23.9%	22.7%	19.0%	19.4%	18.0%	12.6%
资产周转率	0.35	0.32	0.38	0.42	0.46	0.18
权益乘数	1.24	1.18	1.20	1.27	1.39	1.43

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 18: 节能公司杜邦分析

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
ROE	15.5%	9.3%	9.0%	8.9%	8.2%	6.0%
净利率	13.7%	11.1%	9.7%	9.7%	11.8%	10.3%
资产周转率	0.58	0.49	0.52	0.50	0.39	0.31
权益乘数	1.96	1.70	1.77	1.84	1.76	1.91

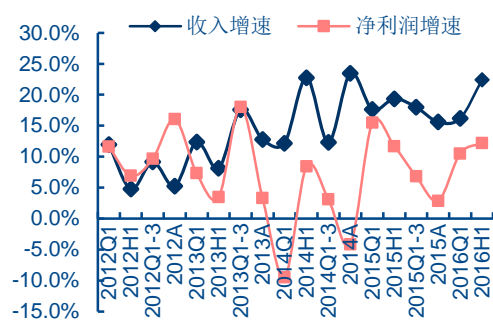
资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

### 水务运营类: 中原环保及江南水务表现较好

2016 年上半年, 水务运营公司营业收入及净利润同比增速分别为 22.4%、12.2%, 业绩保持平稳增长; 行业毛利率同比下滑 1.0 个百分点至 39.5%, 而期间费用率小幅上升 0.3 个百分点, 致净利率同比降 1.9 个百分点至 20.4%。

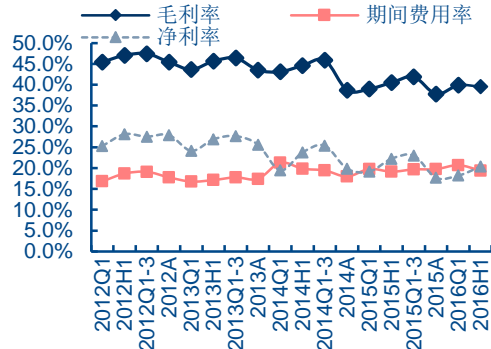
具体公司来看, 中原环保因资产并表及营业外收入致业绩同比高增, 国中水务因确认投资收益 3,550 万元使得净利润保持较高增速, 江南水务由于市政工程收入大幅增加推动业绩高增, 此外绿城水务因营业成本和财务费用大幅增加, 使得净利润增速低于收入。

图 18: 水务运营整体收入及净利润增速



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

图 19: 水务运营整体利润率



资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 19: 水务运营公司收入及净利润增速

收入增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1	净利润增速	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
中原环保	17.9%	-10.4%	-50.7%	22.3%	中原环保	10.8%	54.6%	-83.8%	1653.3%
国中水务	22.1%	-34.1%	-35.1%	-34.5%	国中水务	5.2%	-178.5%	-169.2%	66.4%
江南水务	28.0%	14.2%	38.1%	55.9%	江南水务	21.8%	52.0%	53.4%	51.9%
瀚蓝环境	143.2%	37.8%	5.8%	3.6%	瀚蓝环境	32.0%	30.5%	30.7%	38.4%
洪城水业	22.0%	11.7%	-15.1%	89.9%	洪城水业	49.0%	27.8%	-22.7%	30.9%
创业环保	4.5%	5.8%	1.3%	-3.2%	创业环保	9.3%	7.3%	34.8%	30.5%
首创股份	32.1%	26.3%	91.1%	66.9%	首创股份	1.5%	-12.1%	106.4%	23.0%
兴蓉环境	12.7%	12.4%	8.9%	-3.4%	兴蓉环境	0.9%	9.7%	17.7%	7.9%
重庆水务	3.4%	8.5%	9.9%	8.8%	重庆水务	-22.8%	7.0%	-4.7%	-13.7%
绿城水务	7.7%	14.7%	14.8%	5.1%	绿城水务	16.8%	0.8%	22.8%	-22.1%
行业整体	23.5%	15.6%	16.2%	22.4%	行业整体	-4.2%	2.9%	10.5%	12.2%

资料来源: Wind 资讯, 中信证券研究部

表 20: 水务运营公司毛利率

累计毛利率	2013A	2014A	2015A	2016Q1	2016H1
创业环保	60.4%	59.3%	62.1%	62.4%	60.1%
江南水务	55.0%	55.5%	57.8%	49.6%	53.5%
重庆水务	50.3%	45.2%	45.3%	46.2%	47.8%
绿城水务	45.1%	47.5%	48.8%	48.9%	47.4%
兴蓉环境	48.0%	44.2%	42.3%	43.5%	45.0%
中原环保	29.4%	31.8%	28.5%	26.9%	41.0%

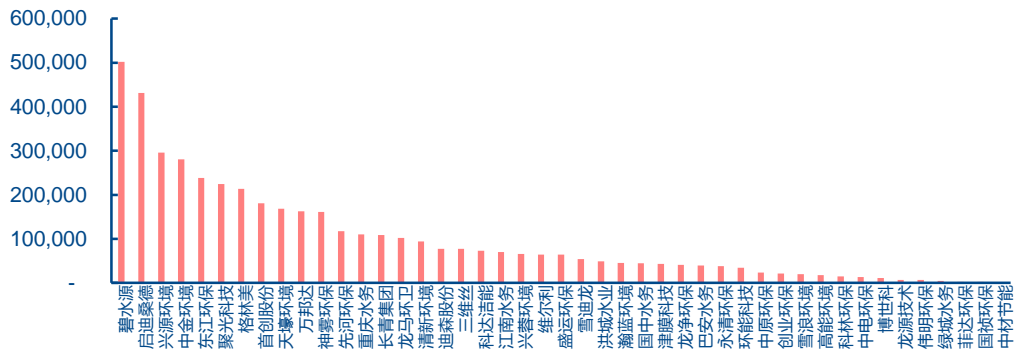
首创股份	39.7%	30.7%	32.3%	38.6%	36.5%
国中水务	47.0%	49.7%	32.3%	33.1%	34.2%
瀚蓝环境	38.5%	31.1%	31.5%	32.7%	34.0%
洪城水业	32.3%	33.7%	31.3%	32.9%	26.1%
行业整体	43.5%	38.7%	37.8%	39.9%	39.5%

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

## 持仓分析：机构积极增持龙头白马公司

截至 2016 年二季度末，根据 WIND 对各家环保上市公司机构投资者明细的统计，机构投资者在环保板块配置主要方向依然为白马龙头公司，其中持股市值超过 10 亿元的分别为碧水源（50.2 亿元）、启迪桑德（43.2 亿元）、兴源环境（29.5 亿元）、中金环境（28.1 亿元）、聚光科技（22.5 亿元）、格林美（21.4 亿元）、首创股份（18.1 亿元）、天壕环境（16.8 亿元）、万邦达（16.2 亿元）、神雾环保（16.1 亿元）、先河环保（11.7 亿元）、重庆水务（11.0 亿元）、长青集团（10.9 亿元）及龙马环卫（10.2 亿元）。从 Q2 机构持仓变动情况来看，较大市值公司得到机构投资者积极增持，例如碧水源、中金环境、天壕环境、格林美、神雾环保等，而雪浪环境、国祯环保、重庆水务等公司受到相对较多减持。

图 20：2016Q2 期末机构持股市值（万元）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

表 21：2016Q2 重点环保公司前十大流通股股东中机构持股变动情况

上市公司	2016Q2 期末持股 (万股)	占总股本比例	2015Q1 期末持股 (万股)	占总股本比例	持股变动 (万股)	期间交易均价 (元)	持股变动对应市值 (万元)
碧水源	33,745	10.9%	17,844	5.7%	15,901	23.4	372,714
中金环境	12,834	19.2%	5,012	7.5%	7,823	26.2	204,850
天壕环境	17,967	23.2%	8,405	10.9%	9,562	18.9	180,855
格林美	24,392	8.4%	6,263	2.2%	18,130	9.9	179,501
神雾环保	7,815	7.7%	1,802	1.8%	6,014	27.2	163,801
首创股份	46,560	9.7%	24,344	5.0%	22,216	6.3	139,904
兴源环境	7,062	13.9%	3,571	7.0%	3,492	39.3	137,375
万邦达	8,917	10.3%	1,417	1.6%	7,500	17.9	134,372
启迪桑德	14,128	16.5%	10,708	12.5%	3,420	30.5	104,166
东江环保	13,765	15.8%	8,630	9.9%	5,135	17.0	87,432
龙马环卫	2,805	10.3%	361	1.3%	2,444	34.9	85,284
江南水务	8,978	9.6%	4,059	4.3%	4,919	15.7	76,996
聚光科技	8,515	18.8%	6,555	14.5%	1,959	25.4	49,785
永清环保	2,853	4.4%	1,008	1.6%	1,846	24.6	45,425
先河环保	7,918	23.0%	5,215	15.1%	2,703	14.2	38,464
长青集团	5,246	13.8%	3,557	9.4%	1,689	20.7	35,019
三维丝	4,270	11.4%	2,277	6.1%	1,994	15.9	31,795

上市公司	2016Q2 期末持股 (万股)	占总股本比例	2015Q1 期末持股 (万股)	占总股本比例	持股变动 (万股)	期间交易均价 (元)	持股变动对应市值 (万元)
瀚蓝环境	3,554	4.6%	1,046	1.4%	2,508	12.4	30,979
龙净环保	3,249	3.0%	1,495	1.4%	1,754	13.0	22,866
雪迪龙	3,110	5.1%	1,859	3.1%	1,251	17.6	22,070
迪森股份	4,676	12.9%	3,313	9.2%	1,363	15.7	21,428
维尔利	3,710	9.1%	2,589	6.3%	1,121	18.0	20,222
兴蓉环境	12,429	4.2%	9,494	3.2%	2,935	5.5	16,203
科林环保	768	4.1%	105	0.6%	663	19.0	12,609
津膜科技	2,383	8.6%	1,734	6.3%	650	17.2	11,199
高能环境	659	2.0%	411	1.2%	247	39.5	9,775
科达洁能	4,307	6.1%	3,799	5.4%	508	15.6	7,916
环能科技	1,086	6.1%	858	4.9%	227	31.9	7,241
中电环保	1,476	2.9%	840	1.7%	636	11.4	7,232
巴安水务	2,603	7.0%	2,237	6.0%	366	15.0	5,496
博世科	340	2.7%	213	1.7%	127	32.5	4,110
国中水务	10,085	6.9%	9,288	6.4%	797	4.9	3,920
盛运环保	7,945	6.0%	7,592	5.8%	352	8.8	3,109
清新环境	5,577	5.2%	5,434	5.1%	143	17.7	2,529
创业环保	2,717	1.9%	2,604	1.8%	113	8.1	910
绿城水务	343	0.5%	277	0.4%	66	13.7	909
菲达环保	196	0.4%	143	0.3%	53	13.7	726
洪城水业	3,773	8.6%	3,746	8.5%	27	13.1	354
中材节能	31	0.1%	10	0.0%	21	11.9	254
龙源技术	845	1.6%	830	1.6%	15	8.2	125
伟明环保	278	0.4%	289	0.4%	-11	31.8	-359
中原环保	1,665	6.2%	1,735	6.4%	-71	14.1	-1,000
重庆水务	17,093	3.6%	17,636	3.7%	-542	7.0	-3,778
国祯环保	99	0.3%	341	1.1%	-242	22.1	-5,342
雪浪环境	552	4.6%	820	6.8%	-268	33.3	-8,935

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

## 风险提示

- 环保制度改革力度低于预期；
- 土地财政吃紧等因素或导致政府支付意愿或能力下降；
- 环保项目进度低于预期等。

## 投资策略：板块配置 PPP、滞涨及转型个股

目前环保板块 2016~2017 年 P/E 平均为 38/27 倍。考虑到我国生态文明体制改革逐步落地有望持续释放制度红利、环保产业景气上行且格局将不断优化、上市公司订单饱满且成长性明确等因素，维持行业“强于大市”评级。

从环保上市公司 2016 年中报业绩来看，行业景气度继续得到验证（特别是 PPP 项目较多的水务相关领域），2016 年在手订单执行进度确定性有望进一步提高。就板块配置而言，我们建议重点关注三条主线：



- 稳投资压力下 PPP 主线仍有望持续，未来催化剂主要在于订单落地及业绩持续兑现，受益最为明显的当属具备技术、资金、整合等多方面优势的龙头公司，继续推荐**碧水源**、**苏交科**、**东江环保**、**龙马环卫**，关注中金环境、兴源环境等；短期关注 PPP 带来板块性催化事件，如**第三批财政部示范项目出台**（四季度有望公布）及**PPP 相关立法推进**（2016 年 7 月国务院明确由国务院法制办牵头，结束了发改委及财政部关于 PPP 立法纷争，给 PPP 顺利推进扫清法规障碍）。
- 股价滞涨而公司近期变化较大个股，如**长青集团**（满城项目或将 3 季度投运，融资计划加速）及**瀚蓝环境**（估值较低，2016~2017 年为 25/20 倍，盈利增长稳定，转型危废及定增引入复星集团重启）。
- 其他相关行业公司转型环保趋势明确且容易存在较大预期差，在具备明确业绩支撑及安全边际情况下，有望阶段性迎来股价良好表现，继续推荐**金圆股份**、**苏交科**、**润邦股份**。

表 22：重点环保上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	评级
		15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E		
碧水源	18.35	1.11	0.74	1.16	1.65	17	25	16	11	1.7	买入
苏交科	24.58	0.56	0.71	0.89	1.10	44	35	28	22	5.0	买入
东江环保	19.07	0.39	0.63	0.60	0.81	49	30	32	24	5.8	买入
龙马环卫	34.13	0.57	0.80	1.06	1.41	60	43	32	24	8.5	买入
天壕环境	9.60	0.36	0.20	0.36	0.48	27	48	27	20	1.6	买入
华控赛格	9.80	0.00	0.11	0.32	0.42	3379	87	31	23	16.4	买入
环能科技	32.74	0.29	0.56	0.80	1.08	113	58	41	30	5.4	买入
长青集团	21.18	0.26	0.42	0.92	1.36	81	50	23	16	4.3	买入
雪浪环境	36.37	0.42	0.65	1.05	1.39	87	56	35	26	6.1	买入
启迪桑德	33.39	1.10	0.98	1.30	1.63	30	34	26	20	4.1	买入
聚光科技	29.33	0.55	1.00	1.35	1.79	53	29	22	16	5.6	买入
华西能源	11.06	0.27	0.33	0.56	0.71	41	34	20	16	2.8	买入
瀚蓝环境	14.60	0.48	0.59	0.74	0.86	30	25	20	17	2.5	买入
润邦股份	12.53	-1.06	0.33	0.49	0.61	-12	38	26	21	2.4	增持
雪迪龙	16.71	0.43	0.54	0.66	0.78	39	31	25	21	6.4	增持
清新环境	17.99	0.48	0.69	0.92	1.11	37	26	20	16	6.4	增持
龙净环保	12.78	0.52	0.61	0.69	0.76	25	21	19	17	3.8	增持
科达洁能	8.34	0.39	0.44	0.49	0.53	22	19	17	16	1.4	增持
金圆股份	10.82	0.44	0.55	0.64	0.71	25	20	17	15	3.5	

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 9 月 2 日收盘价

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### 一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

### 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；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%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；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

#### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。