

推荐 (维持)

港股环保行业投资策略

—PPP引擎加速，环保市场化砥砺前行

2017年01月23日

投资要点

- **地方政府投融资模式变革，环保PPP引擎加速。**2015年地方政府债务达16万亿，负债率23.6%。高企的债务和43号文的出台迫使地方政府寻求新的投融资模式。PPP将承担起环保基础设施建设投资的重任：1) 财政部PPP项目库中共入库581个生态环保类项目，总投资额5882亿元。目前PPP项目整体落地率只有26%。2017年PPP项目有望加速落地，PPP仍是环保行业最强逻辑；2) 地方国资委通过引入战略投资者、提价、优先承接当地PPP工程、资产注入、股权激励等手段，盘活地方国有公用事业资产，环保市场化程度进一步放开，水务行业有望率先迎来变革潮；3) 国务院成立高规格政府购买服务改革工作领导小组，政府购买服务改革加速推进。PPP全面启动最终将促成建立环境第三方治理的长效机制。看好水务、垃圾焚烧及环卫等环保运营公司崛起。
- **国资民营大融合，反向混改谋求新成长。**资产荒背景下，环保运营资产具备长期稳定盈利前景和相对高回报率，尤其港股环保股估值更加便宜，对国资的吸引力较高。优质民企则出于项目开拓的需要，尤其是大型的PPP订单，正在越来越积极的拥抱国资，也成为一种新的成长模式。国资民营大融合，不但能够增强港股中小民营环保企业的抗风险能力，同时也将开创一种新的长期增长模式。
- **环境税护航，环保第三方治理长效机制将逐渐确立。**2016年底，全国人大常委会表决通过了《环境保护税法》，今后将现行排污费改为环保税，并于2018年1月1日起开征。联系之前的环保部垂改试点工作的开展，政策导向显示出政府主管部门对于环境管理更加结果导向。我们认为，在PPP大潮启动后，“十三五”期间的另一条环保投资主线将是环保第三方治理长效机制的逐渐成形和不断完善。优秀的环保设施运营商的优势将不仅在PPP项目前期，还将在更长的后续运维期间持续得到体现。
- **投资建议：**我们推荐投资者积极关注博大绿泽、粤丰环保、康达环保以及中滔环保。
- **风险提示：**地方政府财政收支恶化，环保投资下行；市场竞争激烈，收益率下滑；在建项目进度低于预期，业绩释放滞后；人民币持续贬值。

《港股环保行业投资策略：成长属性不减，静待估值修复》
-2016.10.18
《港股环保行业2015年业绩综述：保持快速增长，关注PPP及估值修复投资机会》
-2016.04.29

海外环保研究

高级分析师：龙雷
longlei@xyzq.com.hk
SFC: BHZ167
SAC: S0190516020003

目 录

一、道阻且长，港股环保股估值继续探底.....	- 4 -
1.1、环保板块股价表现低迷.....	- 4 -
1.2、股价泥沙俱下，环保板块市场表现不尽如人意.....	- 4 -
1.3、环保股估值继续探底.....	- 5 -
二、地方政府投融资模式变革，环保 PPP 加速推进.....	- 6 -
2.1、地方债务高企，倒逼投融资模式变革.....	- 7 -
2.2、PPP 项目加速落地，成稳增长利器.....	- 9 -
2.3、PPP 革命进一步深化，环保行业主力引擎.....	- 10 -
2.4、港股 PPP 订单迎来爆发,2017 年开始集中业绩兑现.....	- 11 -
三、环境税护航，环保第三方治理长效机制将逐渐确立.....	- 12 -
3.1、环境税起征，环保第三方治理迎来大时代.....	- 12 -
3.2、环保垂直管理制度改革启动，环保监管及执法力度继续强化.....	- 13 -
四、国资民营大融合，反向混改带来新成长.....	- 15 -
4.1、国有资本入股环保民企风潮渐起.....	- 15 -
4.2、资产荒下优质民营环保企业成为国有资本争抢对象.....	- 16 -
4.3、港股民营环保企业联手国有资本谋求新机遇.....	- 18 -
五、推荐标的.....	- 21 -
5.1、博大绿泽（1253.HK）.....	- 21 -
5.2、粤丰环保（1381.HK）.....	- 22 -
5.3、康达环保（6136.HK）.....	- 23 -
六、风险提示.....	- 24 -

图 1、主要港股环保公司历史收入/净利润增长情况（单位：百万港元）	- 4 -
图 2、港股环保指数 2016 年走势	- 5 -
图 3、港股环保股历史 PE (TTM)	- 6 -
图 4、2008 年以来我国固定资产投资和 GDP 增速	- 7 -
图 5、我国历年国债还本付息支出	- 7 -
图 6、2015 年地方政府负有偿还责任的债务	- 8 -
图 7、2015 年各地方政府负债率	- 8 -
图 8、市政公用设施投资投融资模式将发生重大转变	- 9 -
图 9、PPP 项目数量（按回报机制分）	- 10 -
图 10、PPP 项目投资额（按回报机制分）	- 10 -
图 11、PPP 项目落地情况	- 10 -
图 12、历年排污费征收（亿元）	- 13 -
图 13、环保监测监察结构垂直管理	- 14 -
图 14、国有资本入股环保民企渐成趋势	- 16 -
图 15、我国 M2 增速与 GDP 增速缺口持续扩大	- 17 -
图 16、民间固定资产投资与社会固定资产投资累计增长率	- 17 -
图 17、国有工业企业资产回报率持续下滑	- 18 -
图 18、民间与非民间固定资产投资同比增长率	- 18 -
图 19、太原 PPP 项目公司股权结构	- 20 -
图 20、西安 PPP 项目公司股权结构	- 20 -
图 21、康达环保参股河南省中原资产管理有限公司	- 20 -
图 22、粤丰环保与广东省粤财控股签署合作框架协议	- 21 -
表 1、港股环保版块盈利预测及估值	- 6 -
表 2、存量债务的 3 种处理方式	- 9 -
表 3、未来新增债务主要分为 3 大类	- 9 -
表 4、2016 年港股环保公司中标重要 PPP 项目	- 12 -
表 5、排污费转环境税历程	- 13 -
表 6、民营环保公司积极与国有资本开展深度合作	- 19 -
表 7、博大绿泽已签约 PPP 项目	- 19 -
表 8、康达环保已获得 PPP 项目	- 23 -

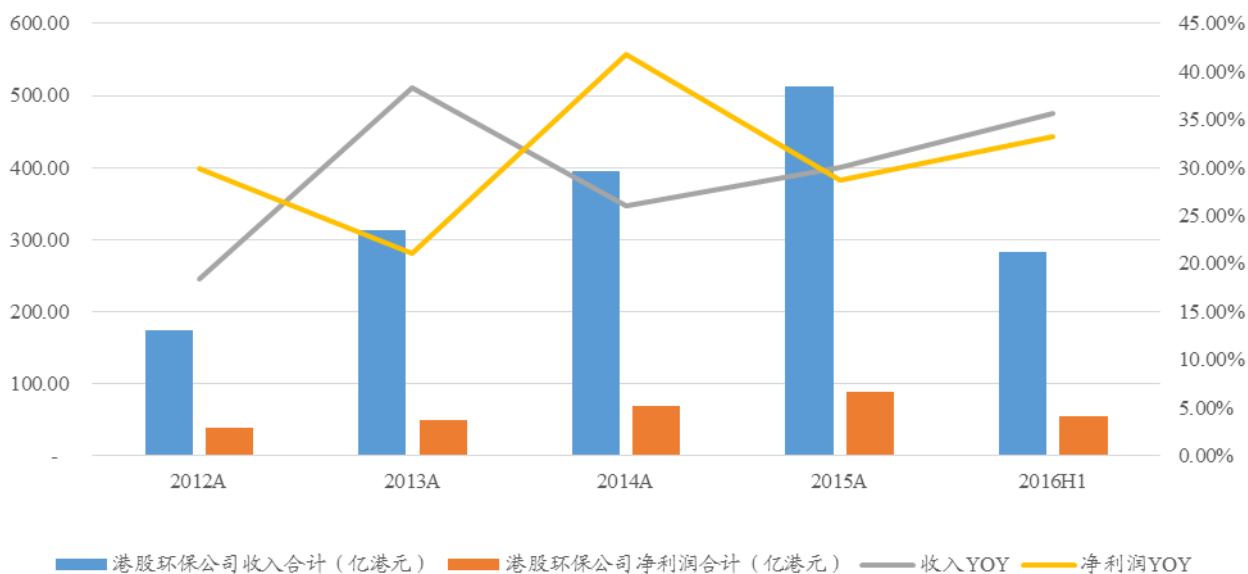
一、道阻且长，港股环保股估值继续探底

回顾 2016 年全年，港股环保版块整体跌幅为 9.66%，与同期恒指成分股相比，相对跌幅为 13.6%，市场表现不尽如人意。但同时 2016 年上半年港股环保股业绩增速仍超过 30%，预计 2016 年全年版块净利润增速仍将维持这一水平，成长属性十分突出。随着股价下行，当前环保板块动态 PE 已接近 15 倍，跌入历史底部区间。在健康的基本面支撑下，港股环保股的投资价值更加凸显。

1.1、环保板块股价表现低迷

港股环保股长期保持业绩稳定高速增长，成长属性耀眼。稳定的高成长一直以来是港股环保股十分显著的一大特征，以 13 支港股核心环保股为样本整体观察，2016H1 板块主营收入和净利润同比增速分别为 35.65%和 33.18%。而且从 2012 年以来，环保板块的主营收入和净利润同比增速均保持在 30%左右的水平，且保持稳定，行业的整体成长属性十分突出。

图 1、主要港股环保公司历史收入/净利润增长情况（单位：百万港元）



资料来源：Wind，兴业证券研究所

13 家港股核心环保公司为：中国光大国际、北控水务集团、中滔环保、中国水务、大唐环境、粤丰环保、天津创业环保股份、中国绿地博大绿泽、康达环保、浩泽净水、东江环保、云南水务、绿色动力环保

1.2、股价泥沙俱下，环保板块市场表现不尽如人意

今年以来环保板块受市场因素冲击较大，股价走势表现不及恒指。因受年初股灾及 2015 年以来海外机构频繁针对环保股做空等事件影响，环保股走势不尽如人意。虽然同期恒生指数核心成分已走出股灾中的低谷并录得约 5%的正收益，但环

保指数仍未恢复年初高点，全年相对跌幅达到了 13.6%。

图 2、港股环保指数 2016 年走势



资料来源：Wind，兴业证券研究所

1.3、环保股估值继续探底

一面是收入及利润的稳定高增长，一面是股价长期低迷，基本面与市场表现的背离造成环保板块整体估值水平在经历了 2015 年 5 月的股灾之后便一路下行，目前动态市盈率已接近 15 倍，跌入历史最低区间。

考虑到环保股整体 30% 以上的复合增速，我们认为当前估值水平已存在明显低估。估值的下降主要是由于股灾和做空等非基本面因素冲击引起。“十三五”期间环保行业作为国家战略性新兴产业的地位并没有动摇，根据政府部门预测，“十三五”期间全社会环保投资将有望达到人民币 17 万亿元，年均复合增速 20% 以上。代表环保行业最高水平的优质环保上市公司仍将有望保持高速增长。目前港股环保股的投资价值已十分突出，建议投资者保持积极关注。

表 1、港股环保版块盈利预测及估值

代码	简称	股价(港元)	EPS (港元)			PE			PB
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
1272.HK	大唐环境	3.24	0.27	0.35	0.44	12.08	9.39	7.44	2.53
6136.HK	康达环保	1.88	0.18	0.19	0.25	10.58	9.92	7.55	1.01
6839.HK	云南水务	3.91	0.31	0.38	0.54	12.80	10.26	7.25	0.99
1330.HK	绿色动力环保	3.55	0.25	0.34	0.46	14.26	10.32	7.71	1.25
0855.HK	中国水务	5.50	0.37	0.51	0.58	15.03	10.75	9.57	1.82
1363.HK	中滔环保	1.71	0.11	0.13	0.15	15.11	13.62	11.17	3.00
0371.HK	北控水务集团	5.45	0.28	0.35	0.43	19.33	15.62	12.67	2.84
0257.HK	中国光大国际	9.39	0.47	0.58	0.72	20.19	16.16	12.97	2.40
0895.HK	东江环保	12.76	0.44	0.65	0.75	28.92	19.51	17.04	3.22
1253.HK	中国绿地博大绿泽	1.37	0.06	0.07	0.10	24.22	20.18	13.45	6.52
1381.HK	粤丰环保	3.92	0.14	0.19	0.25	28.82	20.83	15.62	3.04

资料来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券研究所
 注: 公司 EPS 预测来源为 Bloomberg 一致预期

图 3、港股环保股历史 PE (TTM)



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

二、地方政府投融资模式变革，环保 PPP 加速推进

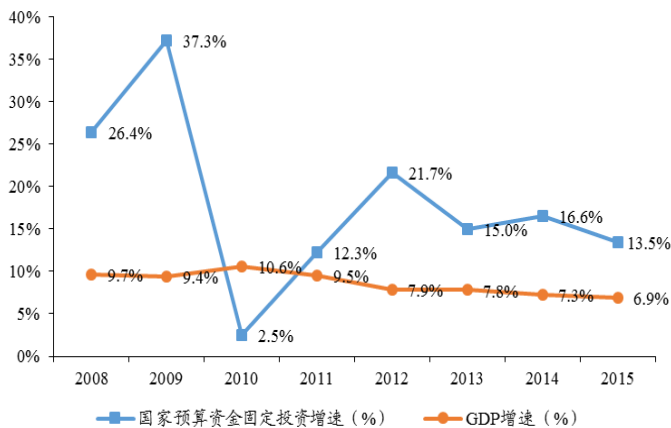
2015 年地方政府债务达 16 万亿，负债率 23.6%。高企的债务和 43 号文的出台迫使地方政府寻求新的投融资模式。PPP 将承担起环保基础设施建设投资的重任: 1) 财政部 PPP 项目库中共入库 581 个生态环保类项目，总投资额 5882 亿元。目前 PPP 项目整体落地率只有 26%。2017 年 PPP 项目有望加速落地，PPP 仍是环保行业强主题; 2) 地方国资委通过引入战略投资者、提价、优先承接当地 PPP 工程、资产注入、股权激励等手段，盘活地方国有公用事业资产，环保市场化程度进一步放开，水务行业有望率先迎来变革潮; 3) 国务院成立高规格政府购买服务改革工作领导小组，政府购买服务改革加速推进。未来政府的角色将由环境服务的提

供者向环境服务的购买者转变，PPP 全面启动最终将促成建立环境第三方治理的长效机制。看好水务、垃圾焚烧及环卫行业专业运营服务公司崛起。

2.1、地方债务高企，倒逼投融资模式变革

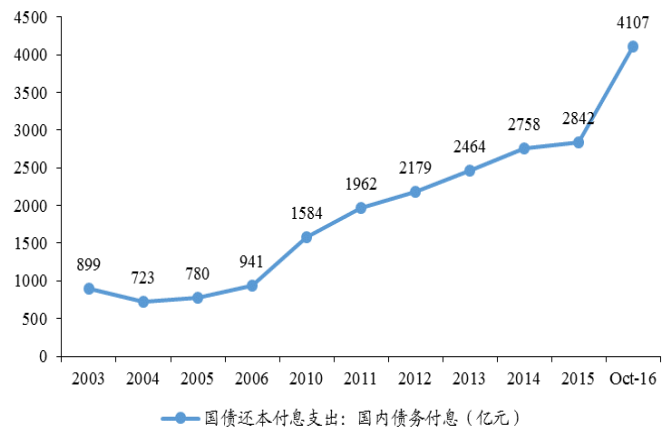
财政扩张抬高赤字水平，地方政府债务高企。2008 年以来，由于政府实施积极的财政政策，政府预算的固定资产投资速度一直远高于 GDP 增速，强财政刺激带来了政府赤字的不断扩张：地方政府债务从 2012 年的 9.62 万亿增加到了 2015 年的 16 万亿。2015 年地方政府负债率达到 23.6%，远超美国地方政府 13%~16% 的负债率上限，也接近加拿大的 25% 上限。近期财政部公布的数据显示：2016 年前 10 个月，全国财政债务付息支出合计 4107 亿元，同比增长 41.2%，创下历史新高，已经远超去年全年总额。

图 4、2008 年以来我国固定资产投资和 GDP 增速



资料来源：《中国统计年鉴》，兴业证券研究所

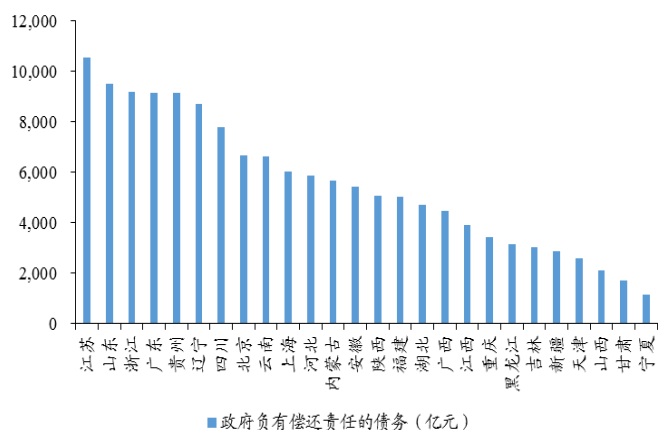
图 5、我国历年国债还本付息支出



资料来源：Wind，兴业证券研究所

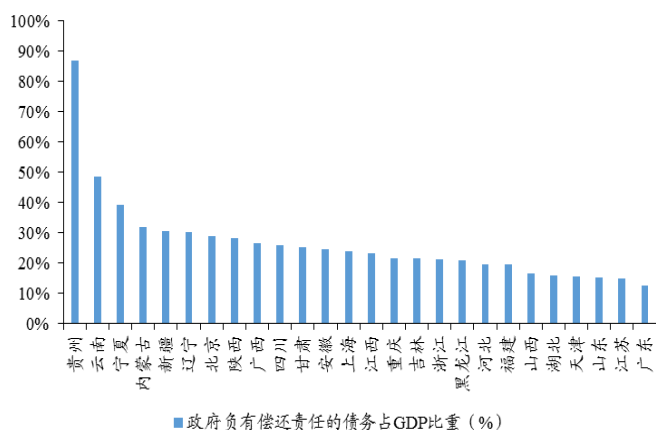
地方政府负债增长迅猛，部分地方负债率已触及红线。从各地方政府的情况来看，过去几年政府债务普遍大幅增加。截至 2015 年底，江苏省地方政府负有偿还责任的债务高达 10556 亿，成为首个破万亿的省份。负债率（债务余额与 GDP 的比率）是衡量经济总规模对政府债务的承载能力或经济增长对政府举债依赖程度的指标。国际上通常以《马斯特里赫特条约》规定 60% 的负债率作为政府债务风险控制标准参考。以此为标准，贵州的负债率早在 2013 年就已经超过“红线”。2013 年 6 月底，贵州的负债率就已达 67%，而到 2015 年底已上升到 87%。此外，云南、宁夏、辽宁等地的负债率也位居前列。如果考虑政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务等或有债务，地方政府的负债率还要更高。

图 6、2015 年地方政府负有偿还责任的债务



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 7、2015 年各地方政府负债率

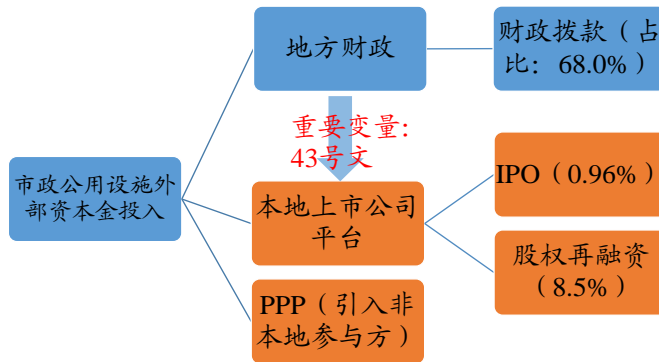


资料来源: Wind, 兴业证券研究所

43 号文加强地方债务管理，地方政府寻求新的投融资模式。2014 年 10 月，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》(俗称“43 号文”)，全面部署加强地方政府性债务管理。对于增量部分，规定：1) **谁来举债**：地方政府可以举债，但只能通过政府及相关部门举债，不得通过企事业单位，融资平台为政府融资的角色将退出历史舞台；2) **举债多少**：对地方政府的举债规模实行限额管理，限额与地区的债务风险、财力状况等有关。3) **举债干什么**：地方政府举借的债务，只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。4) **配套机制**：地方政府债务将作为硬性考核指标，并分类纳入预算管理，硬化预算约束，举债时遵循市场化原则，建立信用评级体系。

地方国资上市公司与 PPP 将承担环保与公用事业基础设施建设的投资重任。43 号文约束地方财政发债投融资能力，迫使地方政府积极寻求新的投融资模式，地方国资上市公司与 PPP 将承担环保与公用事业基础设施建设的投资重任。对于绝大多数没有本地上市公司平台的地方政府而言，引入外来社会资本通过 PPP 模式参与当地的公用事业基础设施投资建设则成为几乎唯一的选择。

图 8、市政公用设施投资投融资模式将发生重大转变



资料来源：《年中国城市建设统计年鉴》，Wind，兴业证券研究所

表 2、存量债务的 3 种处理方式

存量债务类型	债务统计口径	是否纳入预算体系	处理方式
地方政府及其部门举借的债务	相应纳入一般债务和专项债务	纳入一般公共预算和政府性基金预算管理	以地方政府债的形式进行置换
企事业单位举借属于政府应当偿还的债务	相应纳入一般债务和专项债务	纳入一般公共预算和政府性基金预算管理	以地方政府债的形式进行置换
企事业单位举借不属于政府应当偿还的债务	不纳入一般债务和专项债务	不纳入预算管理体系	不直接进行干预，但可以加强指导和督促

资料来源：兴业证券固收团队、兴业证券研究所

表 3、未来新增债务主要分为 3 大类

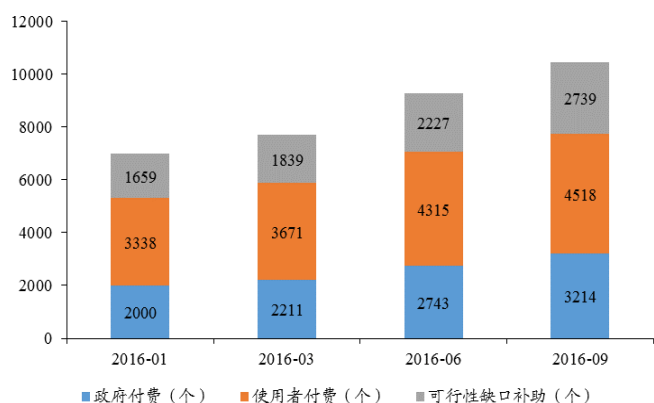
项目类型	举债措施	还款来源	是否纳入预算体系	是否有政府信用作支持
没有收益的公益性事业发展项目	由地方政府发行一般债券融资（类似一般市政债券）	主要以一般公共预算收入偿还	纳入一般公共预算管理	有
有一定收益的公益性事业发展项目	由地方政府通过发行专项债券融资（类似收入市政债券）	以对应的政府性基金或专项收入偿还	纳入政府性基金预算管理	有
PPP 模式项目	可以通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债	投资者或特别目的公司承担偿债责任	将政府与社会资本合作项目中的财政补贴等支出按性质纳入相应政府预算管理	地方政府不承担偿债责任，但纳入预算体系可加强对地方财政风险的管理

资料来源：兴业证券固收团队、兴业证券研究所

2.2、PPP 项目加速落地，成稳增长利器

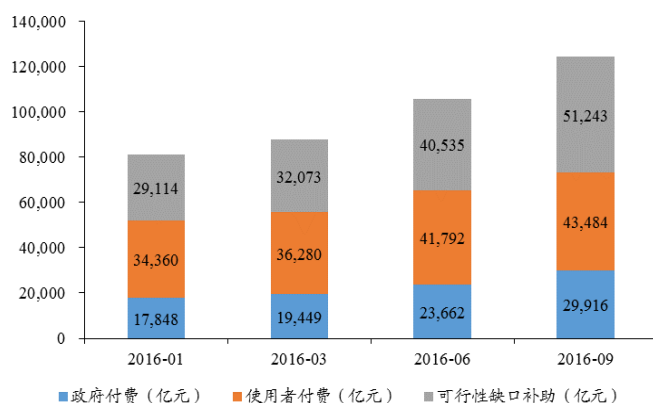
稳增长还需基建发力，PPP 将成稳增长利器。目前我国经济正处于下行周期，叠加供给侧改革和房地产业去库存，为了对冲制造业和房地产投资下滑的影响，需要基建项目发力。考虑到目前地方政府较高的负债率，通过政府来投资基础设施建设的传统模式难以为继，未来 PPP 将成为基础设施建设项目融资的重任。截至 2016 年 9 月，财政部共发布 10471 个 PPP 项目，总投资额达 12.46 万亿元。

图 9、PPP 项目数量（按回报机制分）



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

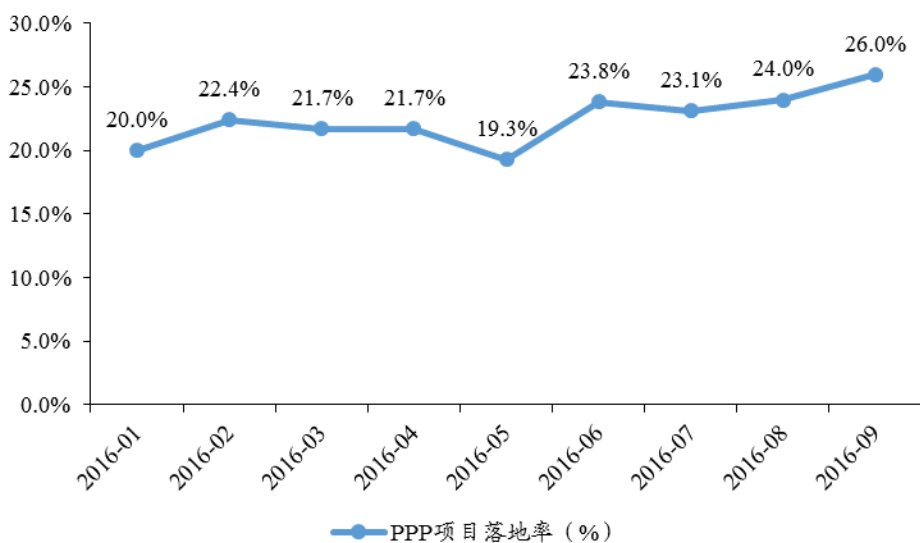
图 10、PPP 项目投资额（按回报机制分）



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

财政部入库总投资 5882 亿元生态环保项目，有望于 2017 年集中落地。截至 2016 年 9 月，财政部 PPP 项目库中共入库 581 个生态环保类项目，总投资额 5882 亿元。目前，PPP 项目整体落地率并不高，只有 26%，2017 年有望进入 PPP 项目集中落地期。我们判断，2017 年 PPP 仍将是环保行业的强主题。

图 11、PPP 项目落地情况



资料来源: 《中国环境统计年鉴》，兴业证券研究所

2.3、PPP 革命进一步深化，环保行业主力引擎

我们在 2016 年初即看好 PPP 模式引入对环保行业发展的革命性意义，半年来环保公司 PPP 订单从无到有，数十亿乃至百亿级的超级订单已经开始涌现，PPP 逻辑进入兑现期。近期 PPP 政策也开始作出一系列调整，对目前出现的一些问题进行了纠偏，以促进今后 PPP 模式更好的发展。“十三五”期间 PPP 革命还将进一步深化，成为持续推动环保行业发展最重要的因素。

从中央政府近期的 PPP 政策中可以明显看到，为了应对 PPP 启动以来出现的一些问题，政策已经在作出积极调整，这也是在为今后 PPP 更好的发展铺平道路。近期财政部出台了《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》和《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》，其中值得关注的有：

推动两个“强制”试点。通知提出为了进一步加大 PPP 模式推广应用力度。在中央财政给予支持的公共服务领域，可根据行业特点和成熟度，探索开展两个“强制”试点。在垃圾处理、污水处理等公共服务领域，项目一般有现金流，市场化程度较高，PPP 模式运用较为广泛，操作相对成熟，各地新建项目要“强制”应用 PPP 模式，中央财政将逐步减少并取消专项建设资金补助。这是对部分 PPP 项目积极性较低的省份施加外在约束，推动 PPP 模式的普及；

越来越强调效率原则。体现在两个方面：第一，鼓励同等条件下优先选择民营资本，促进民间投资，第二，确保公共资金、资产和资源优先用于提升公共服务的质量和水平。这将提高民营资本参与 PPP 的积极性，并提高资金的利用效率。

鼓励民营资本参与 PPP，重点并不仅仅在于缓解预算内财政的资金压力，更重要的是可以解决效率层面的两大问题：

- 1) **投资效率：**相对于国有资本，民营资本更为关注项目的盈利能力，可以剔除投资效率低下的项目；
- 2) **运营效率：**在市场力量约束下，相对于国有资本，民营资本更注重项目运营，可以提高公共服务的质量。

2.4、港股 PPP 订单迎来爆发, 2017 年开始集中业绩兑现

自 2016 年下半年以来，港股 PPP 订单呈现全面爆发的势头。需要重点关注的是，PPP 订单对于中小型环保企业的业绩弹性提升作用十分明显。其中，**中国绿地博大绿泽 (1253.HK)** 作为港股 PPP 的先驱，自 2015 年以来累计已公告 6 个大型的 PPP 市政园林项目，合同总金额已达到 58.3 亿元，相当于公司 2015 年全年收入的 9 倍。国内最大的民营水务集团**康达环保 (6136.HK)** 也在 PPP 大潮中积极把握转型机遇，自 2016 年下半年以来已累计公告 5 个 PPP 水务项目，其中涉及工程的 4 个订单总投资 30.8 亿元（抚河项目公司所占份额待定）。以上绝大部分项目已于 2016 年底开工建设，考虑到 PPP 工程部分的建造周期一般在 2-3 年，2017 年以上公司将集中进入业绩兑现期，投资者可重点关注。

表 4、2016 年港股环保公司中标重要 PPP 项目

时间	上市公司	项目名称	合同金额
2016-04-18	中国光大国际	镇江海绵城市 PPP 项目	26.4 亿元
2016-09-07	康达环保	河南省鹤壁市山城区汤河流域水环境治理项目	EPC 部分 21 亿元
2016-09-14	北控水务集团	北京城市副中心水环境治理（城北片区）PPP 项目	预成交 3 个包，金额分别为 62.7、52.8、35 亿元
2016-09-22	博大绿泽	太原市植物园一期 PPP 项目	23.5 亿元
2016-10-11	中滔环保	玉林市南流江流域环境综合治理与经济协同发展项目	约 100 亿元
2016-11-29	康达环保	江西抚州市抚河流域生态保护及综合治理（一期工程）	总投资 48.14 亿元（公司所占份额待定）

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

三、环境税护航，环保第三方治理长效机制将逐渐确立

2016 年底，全国人大常委会表决通过了《环境保护税法》，今后将现行排污费改为环保税，并于 2018 年 1 月 1 日起开征。联系之前的环保部垂改试点工作的开展，政策导向显示出政府主管部门对于环境管理更加结果导向。我们认为，在 PPP 大潮启动后，“十三五”期间的另一条环保投资主线将是**环保第三方治理长效机制的逐渐成形和不断完善**。优秀的环保设施运营商的优势将不仅在 PPP 项目前期，还将在更长的后续运维期间持续得到体现。

3.1、环境税起征，环保第三方治理迎来大时代

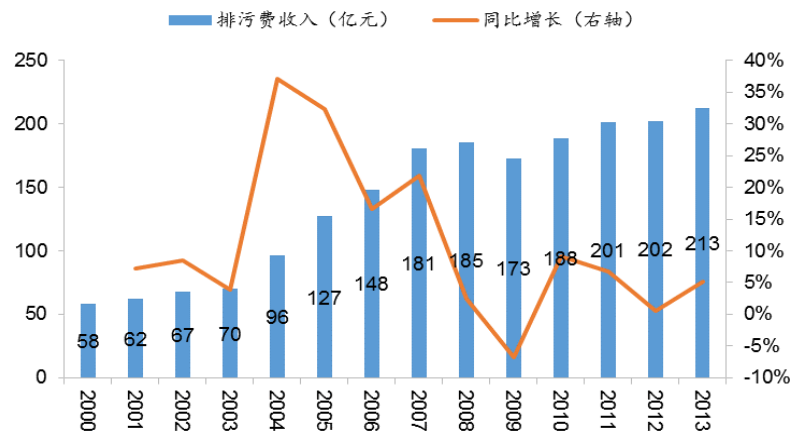
2016 年 12 月 25 日，全国人大常委会表决通过《环境保护税法》，按照“税负平移”原则将现行排污费改为环保税。环境税将于 2018 年 1 月 1 日起开征。环境税是向污染源征收的一种税种，把环境污染、生态破坏的社会成本，内化到生产成本和市场价格中，再通过市场机制来分配环境资源的一种经济手段。此次全国人大通过的《环境保护税法》规定将排污费的缴纳人作为环保税的纳税人，即在中国领域和管辖的其他海域，直接向环境排放应税污染物的企事业单位和其他生产经营者。

环境税机制设计有两大超预期点：**环境税是地方税、“力度不减”原则，极大调动地方政府及环保部门治理环保的积极性。**1) 地方税种，中央不参与分成。现行的财政体制，排污费是实行中央和地方 1: 9 分成；环境保护费改税后，环境税将全部作为地方收入，中央就不再参与分成了。2) 环境税费将按照“力度不减”原则，保障地方环保治理。按照《预算法》规定，税收收入应该纳入一般公共预算管理，一般不与支出挂钩。虽然环境保护税不采取专款专用形式，但不会降低污染防治的治理投入力度。原来由排污费安排的支出纳入同级财政预算，按照力度不减的

原则予以充分保障。

这两方面的机制设计将极大调动地方政府在环境税征收，以及环保部门推动在监测、治理方面的积极性。政府部门对于环境管理更加结果导向，定量排污收税的制度下，谁治理得好、经济成本低，谁获得市场。起征环境税，将驱使环保设施的运维进一步市场化，优秀的环保运营商今后的优势将更加明显。建议投资者重点关注垃圾焚烧运营企业**粤丰环保（1381.HK）**和工业污水及危废处理企业中**滔环保（1363.HK）**。

图 12、历年排污费征收（亿元）



数据来源：环保部、兴业证券研究所

表 5、排污费转环境税历程

时间	事件
1978	《环境保护工作汇报要点》中首次提出向排污单位实行排放污染物的收费制度
1979	《环境保护法(试行)》明确规定：“超过国家规定的标准排放污染物,要按照排放污染物的数量和浓度,根据规定收取排污费”，为我国建立排污收费制度提供了法律依据
1981	全国有 27 个省（自治区）、直辖市逐步开展了排污收费的试点工作
1982.2	国务院发布《征收排污费暂行办法》，对征收排污费的目的、对象、收费标准、排污费管理、排污费使用等内容做出了详细的规定，标志着排污收费制度在我国正式建立
1984	《水污染防治法》规定在征收超标排污费的同时，开征污水排污费
1989	修订后的《环境保护法》第十八条规定：“排放污染物超过国家或者地方规定的污染物排放标准的企、事业单位，依照国家规定缴纳超标准排污费，并负责治理。”
2003	国务院颁布《排污费征收使用管理条例》，是排污费收费制度全面改革的里程碑，在征收对象、收费标准、管理使用等方面均发生了重大变化，明确规定按污染物排放总量和污染物排放标准相结合的方式征收排污费，是我国排污收费制度进一步完善的重要标志
2014.9	国家发展和改革委员会、财政部和环保部联合发布《关于调整排污费征收标准等有关问题的通知》，是自 2003 年《排污费征收使用管理条例》实施之后，国家层面首次提高部分污染物的排污费征收标准。
2016.12	全国人大表决通过《环境保护税法》，环境税 2018 年 1 月 1 日开征。

数据来源：互联网，兴业证券研究所

3.2、环保垂直管理制度改革启动，环保监管及执法力度继续强化

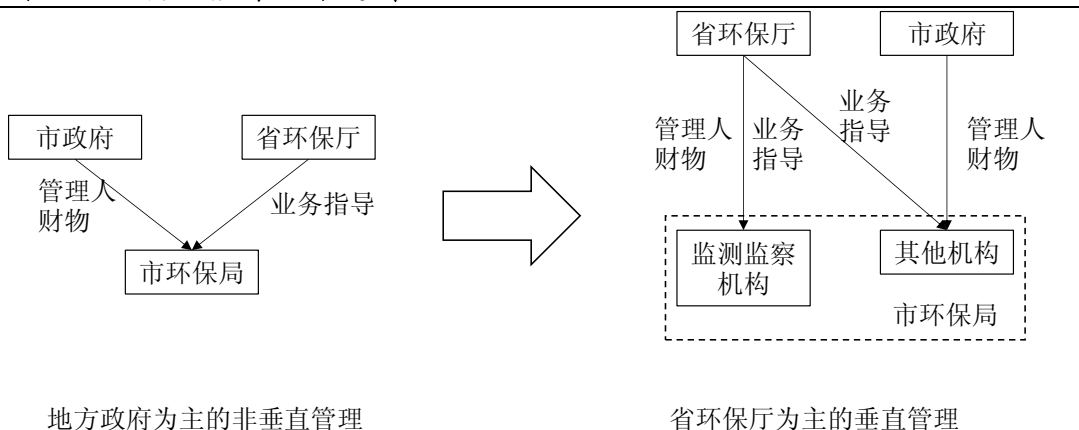
2015 年 10 月十八届五中全会公报和“十三五”规划建议：实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度。主要是为了解决：

1) **现有环保体系致使地方保护主义盛行。**在现行的环保系统中，省环保厅对市环保局有业务指导关系，但市环保局的人财物则属市政府管理。现行以块为主的地方环保管理体制，使一些地方重发展轻环保、干预环保监测监察执法，使环保责任难以落实，有法不依、执法不严、违法不究现象大量存在。

2) **垂直管理增强环境执法权威性和有效性。**省级环保部门直接管理市（地）县的监测监察机构，承担其人员和工作经费，县级环保局不再单设。环保执法垂直管理增强环境执法的统一性、权威性、有效性。在遏制不住一些地方以牺牲环境换取经济增长的大背景下，只有上收权力，从省级层面统筹协调执法力量，才能有效遏制地方保护主义。

2016年9月，《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》发布，根据意见，市级环保局长人选将由省级环保厅局提名，县级环保局将由市级环保局直接管理。此外各省份环境质量将实行省级监测、省级考核，有效避免监测数据干扰。这是十八大以来，我国第五个引入“省以下垂直管理”的领域，也是近年来环保系统的最大规模改革，涉及全国环保部门人员约18万人。

图 13、环保监测监察结构垂直管理



数据来源：兴业证券研究所

在启动垂直管理制度改革之前，在最严环保法实施大背景下，各地严打环保行业违规，环保监管及执法力度不断得到加强。1) **两高司法解释：**2013年6月，两高司法解释出台，明确污染刑事案件处理法则。2) **最严环保法：**今年1月，史上最严的新环保法正式实施，采取了很严格的措施，监管手段出了硬招，查封、扣押措施加强，对于不认真履行法律职责的官员，特别是市长、副市长、县长、副县长，可以采取引咎辞职的制度。

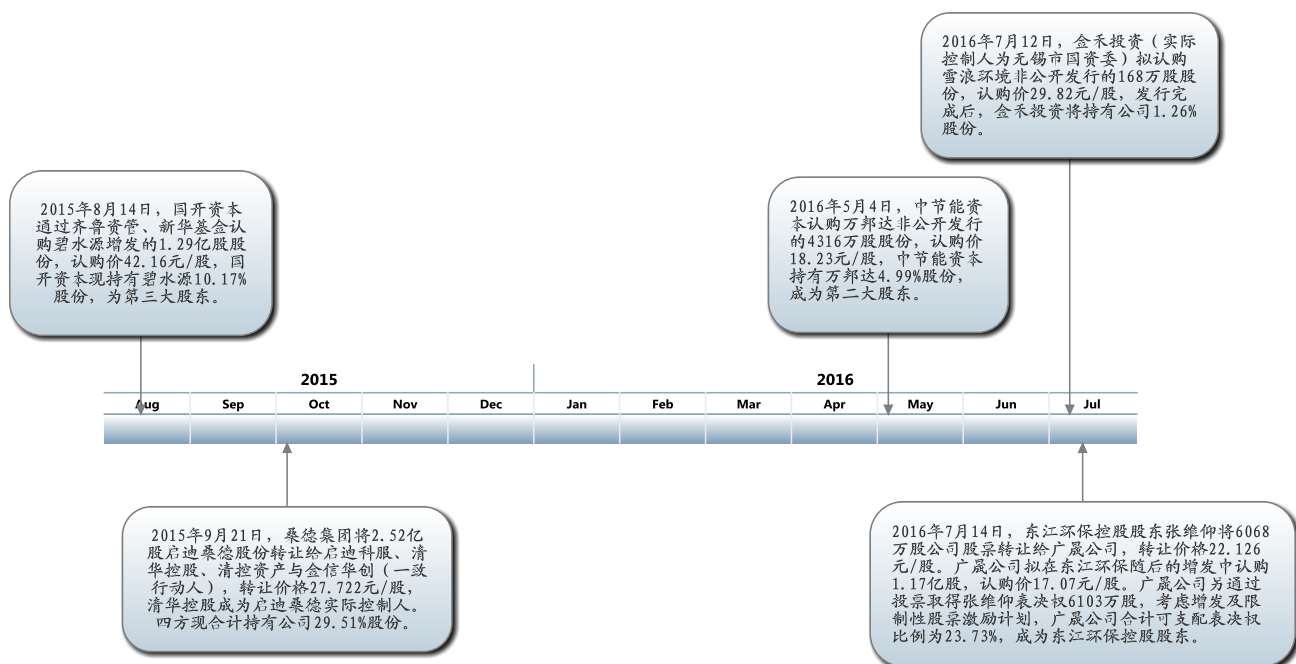
四、国资民营大融合，反向混改带来新成长

当前资产荒背景下，环保运营类资产具备长期稳定的盈利前景和相对高回报率，尤其港股环保股估值更加便宜，对国有资本的吸引力较高。优质民企则出于项目开拓的需要，尤其是为了获取大型的 PPP 订单，正在越来越积极的与国资联手，也成为一种新的发展模式。国资民营大融合，不但能够增强港股大多数中小民营环保企业的抗风险能力，同时也有望开创一种长期的增长模式。

4.1、国有资本入股环保民企风潮渐起

国有资本入股环保民企风潮渐起。1) **国开行入股碧水源：**2015 年 8 月 14 日，国开行旗下子公司国开资本以 54.34 亿元通过“齐鲁碧辰 2 号定增集合资产管理计划”和“新华基金-民生银行-碧水源定增 1 号资产管理计划”认购了碧水源 10.48% 股份，成为碧水源第三大股东。此举是国开行第一次股权投资水务领域，也是国有资本注资民营环保企业的首例。2) **“清华系”控股启迪桑德：**随后的 9 月 21 日，启迪桑德原控股股东桑德集团将其持有的 2.52 亿股公司股份协议转让给“清华系”成员启迪科服、清华控股、清控资产与金信华创（一致行动人），转让价格 27.722 元/股，清华控股成为公司实际控制人。该案涉及金额总计 69.9 亿元，创造了环保界最大的并购案。3) **广晟公司成为东江环保实际控制人：**2016 年，东江环保大股东张维仰转让 6068 万股股份给广晟公司（广东省国资公司），同时承诺将其持有的 6103 万股股份表决权亦完全按照广晟公司指示投票。因此，广晟公司获得东江环保共计 1.22 亿股表决权，占总股本的 13.7%，成为实际控制人。

图 14、国有资本入股环保民企渐成趋势



注 1：国开资本认购碧水源增发股份经除权除息调整后为 3.18 亿股，认购价 17.07 元/股；

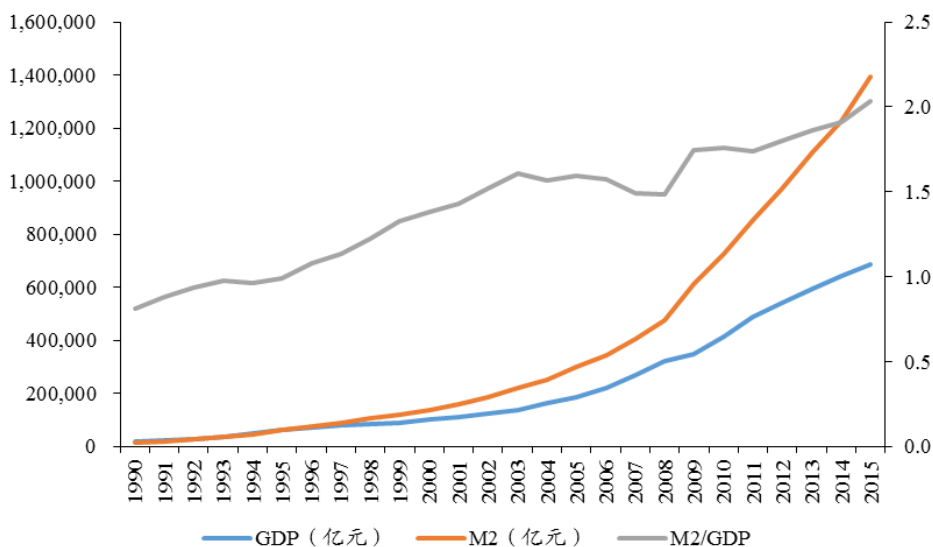
注 2：启迪桑德于 2016 年 4 月发布非公开发行预案，拟向启迪投资、启迪绿源、西藏清控、金信灏海和启迪金控等十名对象发行 3.42 亿股，发行价格 27.74 元/股，启迪投资、启迪绿源、西藏清控、金信灏海和启迪金控均为控股股东启迪科服的关联方及一致行动人，合计认购 2 亿股。

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

4.2、资产荒下优质民营环保企业成为国有资本争抢对象

经济下行叠加货币超发导致资产荒。我国 M2 增速一直维持在两位数，2009 年一度攀升至 28.4%。M2 的高增长一定程度上推动了 GDP 的增长，GDP 高速增长又产生了更多的货币需求以吸纳 M2 的增长。2008 年以来，M2 增速和 GDP 增速之间的缺口开始走扩，M2/GDP 比值从 1.5 增长到 2，反映出 M2 对经济的刺激作用越来越小。由于经济增长无法支撑起如此高的货币需求，造成货币超发。宽松的货币政策推升了资产价格，加上经济增速放缓，各类资产的投资回报率大幅降低。

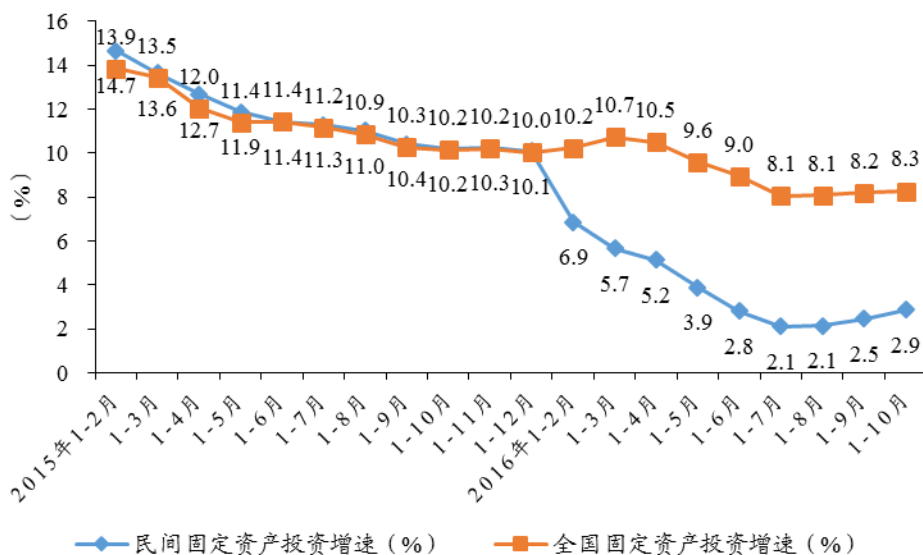
图 15、我国 M2 增速与 GDP 增速缺口持续扩大



资料来源：Wind，兴业证券研究所

民间投资需求不振，同比出现负增长。我国出现的产能过剩以及制造业成本的大幅度上升，造成投资环境的明显弱化，投资机会迅速减少。货币信用的快速过度扩张，又形成巨大的资产泡沫，全社会资产投资回报率显著下降。民间投资出现断崖式下滑：2016 年以前，民间投资增速一直高于全社会固定资产投资增速。进入 2016 年后，6 月份，民间投资当月同比增速下滑至-0.01%，进入负增长区间。

图 16、民间固定资产投资与社会固定资产投资累计增长率

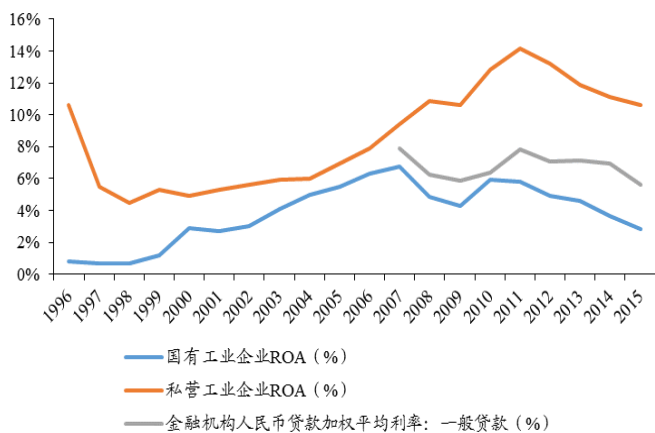


资料来源：Wind，兴业证券研究所

国有企业资产回报率持续下行，国有资本寻求高回报投资机会。资产回报率下降在国有企业上体现的更为明显，随着我国经济进入下行周期，国有企业由于承担了较高的债务并且面临过剩产能的压力，其资产回报率越来越低。2015 年国有工业企业资产回报率仅为 2.9%，远低于民营工业企业的 10.6%和金融机构人民币贷

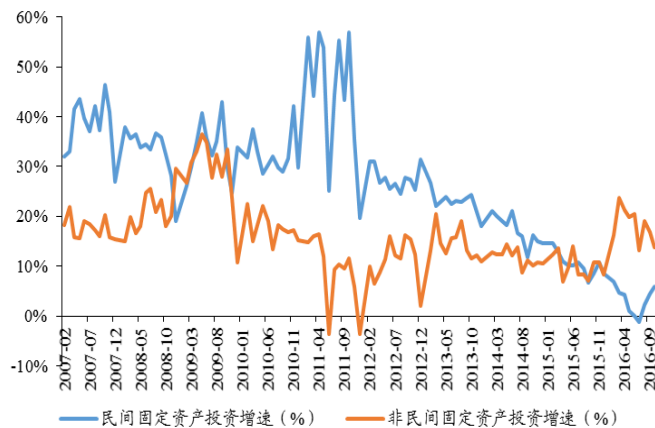
款加权平均利率（一般贷款）的 5.6%。国有企业手握大量低效和无效资产，国有资本亟待进入投资效率更高的领域。

图 17、国有工业企业资产回报率持续下滑



资料来源: Bloomberg, Wind, 兴业证券研究所

图 18、民间与非民间固定资产投资同比增长率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

优质民营环保企业备受国资青睐。民间固定资产投资降低，为维持全社会固定资产投资总量，非民间投资（以国资为主）就必须提高。非民间投资的陡然提速，除了一部分进入传统产业，更多的冗余资金则会寻求新资产、价值资产。这个过程中，优质的民营企业将成为国资追逐的热点。环保行业作为七大战略新兴产业之首，从中央到地方的各大国资集团都在积极布局，未来更多的优质民营环保企业将受到国有资本的追逐。

4.3、港股民营环保企业联手国有资本谋求新机遇

相较于 A 股上市公司，港股民营环保企业相对更便宜，估值对国有资本而言更具吸引力。而随着近几年国内环保市场的快速发展和港股市场再融资功能弱化，民营环保企业也更愿意同国资开展合作，以便在项目获取和融资方面借助国资背景获得一定优势。2015 年底以来，便有绿地集团增持博大绿泽、国开金泰资本拟入股中滔环保、康达环保入股中原资产、粤丰环保与粤财控股建立战略合作等多项事件发生。

表 6、民营环保公司积极与国有资本开展深度合作

时间	上市公司	事件
2015-10-27	中滔环保	与国开金泰资本签订股份认购协议，拟引入国开金泰作为战略投资者，认购完成后国开金泰将持有公司 4.57% 股份（协议已于 2016 年 12 月 31 日过期失效）
2016-09-21	博大绿泽	引入国有企业绿地集团作为第二大股东，占其总股本的 25.08%；并更名为中国绿地博大绿泽
2016-09-01	康达环保	以 4.5 亿元收购河南省财政厅下属中原资产 15% 股权，成为其 6 个主要股东之一
2016-10-12	东江环保	广晟公司入主，实际控制人变为广东省国资委
2017-01-04	粤丰环保	与广东省粤财控股旗下中银粤财基金及粤财国际签订战略合作协议，双方将就拓展广东省内垃圾焚烧项目、项目融资、成立产业基金等多个方向开展合作

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 案例 1：中国绿地博大绿泽（1253.HK）

作为港股 PPP 的先驱，中国绿地博大绿泽上市后便主动引入绿地集团作为战略投资者，绿地通过数次增持和大股东股份转让，目前已持有公司 25.08% 的股份，成为第二大股东。依托绿地集团在基础建设领域和地方政府方面的丰富资源，合作也为博大绿泽带来了丰厚的回报。公司 2016 年中标的两大 PPP 项目：太原项目和西安项目均是绿地集团旗下公司组成联合体中标，项目公司也是与绿地关联企业共同设立。这两个 PPP 项目总投资金额 35.2 亿元，均为省会城市项目，且已列入财政部第三批 PPP 示范项目，属于十分优质的 PPP 项目。截止 2016 年底这两个项目均已动工开建，预计 2017-2018 年即将快速兑现业绩。

表 7、博大绿泽已签约 PPP 项目

编号	PPP 项目名称	合同金额（亿元）	工程进度
1	黑龙江肇东	3	
2	河南禹州	5	已开工，预计 2017 年竣工
3	四川乐山	10	预计 2017 年开工
4	山西太原	23.5	已成立 PPP 项目公司
5	陕西西安	11.7	已成立 PPP 项目公司
6	福建泉州	5.13	已中标

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 19、太原 PPP 项目公司股权结构

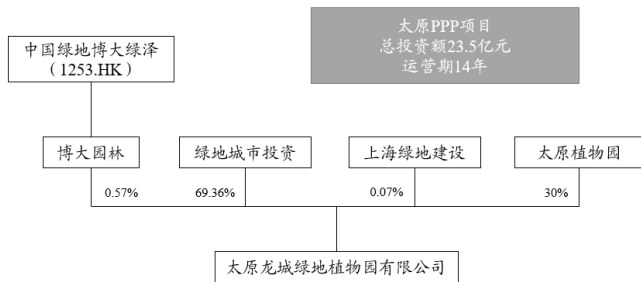
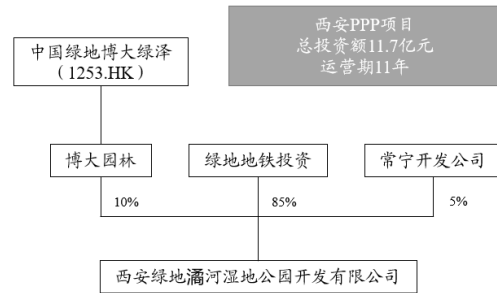


图 20、西安 PPP 项目公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

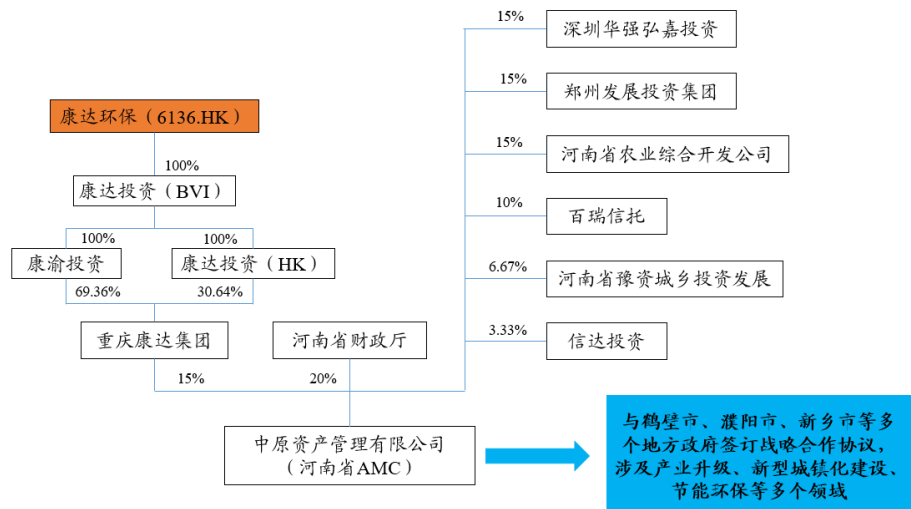
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 案例 2: 康达环保 (6136.HK)

2016 年 9 月 14 日，康达环保以价格 4.5 亿元获得中原资产 15% 股份，成为其主要股东之一。中原资产是河南省财政厅下属资产管理平台，目前已与鹤壁市、濮阳市、新乡市等地方政府签署了战略合作协议，涉及产业升级、新型城镇化建设以及节能环保基础设施等多个领域。

康达环保与中原资产未来将主要通过共同发起成立环保产业基金的方式开展合作。此外，入股中原资产等同提前为公司锁定河南省内大量潜在的环保 PPP 项目，预计 2017 年开始逐渐有项目落地。

图 21、康达环保参股河南省中原资产管理有限公司



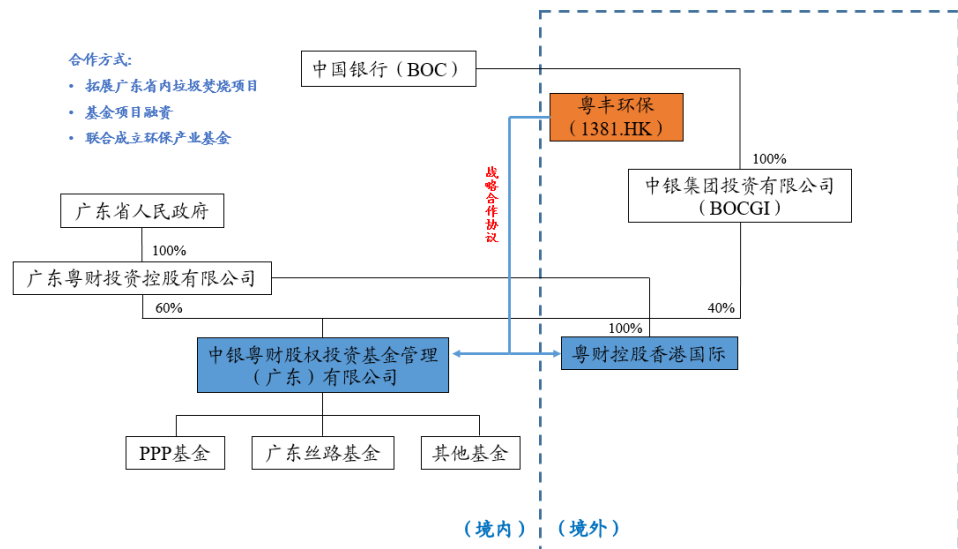
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 案例 3: 粤丰环保 (1381.HK)

粤丰环保 2017 年 1 月 4 日公告, 与中银粤财基金及粤财国际签署战略合作协议, 双方今后将在多个领域开展深度合作: 1) 拓展广东省内的垃圾焚烧项目; 2) 通过中银粤财基金旗下基金为垃圾焚烧项目融资; 3) 联合成立环保产业基金。

此次战略合作主要在粤丰环保和粤财投资控股之间展开, 粤财投资控股是广东省省级资产管理平台, 在省内具有丰富的地方政府资源, 未来可为粤丰环保在广东省内拓展垃圾焚烧项目提供较大的优势。同时此次合作采取的是粤财旗下基金及境外平台同时与粤丰签约, 合作方式在境内境外两个维度同时进行, 是港股民营上市公司与国资合作方式的又一次创新。

图 22、粤丰环保与广东省粤财控股签署合作框架协议



资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

五、推荐标的

5.1、博大绿泽 (1253.HK)

博大绿泽是一家高速成长的中型园林企业。公司主要承接优质市政园林项目, 近 5 年来收入和净利润复合增速分别达 37% 和 68%, 2015 年收入为人民币 6.23 亿元, 净利润 1.51 亿元。

园林市场需求高达 4000 亿元, 企业成长空间巨大。2015 年我国园林市场总投资约为 4000 亿元, 未来市政园林投资仍将稳定保持两位数增长, 至 2020 年将达到 6000 亿元, 且市场集中度低, 企业成长空间大。

园林 PPP 时代来临，园林企业迎来跨越式发展机遇。 PPP 将成为“十三五”期间园林项目主流模式，相对于 BT 能有效减轻企业负担，实现可持续健康发展。园林 PPP 均为大型市政项目，质地较好，利润率高，园林企业将迎来跨越式发展机遇。

博大绿泽内部管理水平一流，外有绿地战略支持。 博大绿泽毛利率净利率均处于业内领先水平，公司管理效率高，股权激励到位，人均产出居园林类上市公司首位。引入绿地作为战略投资者将极大增强公司的项目资源。

估值及投资建议： 我们预计 2016-1018 年股东应占净利润分别为 2.06/2.89/4.06 亿元，同比增速 37.0%/40.1%/40.7%。综合考虑公司体量和未来较高的业绩弹性，我们给予公司 2016 年 25 倍 PE，目标价 1.85 港元，“买入”评级。

风险提示： 新增 PPP 订单不达预期；地方政府财政恶化致项目延误；大项目增加导致收入波动变大；人民币持续贬值。

5.2、粤丰环保（1381.HK）

垃圾焚烧在排放提标和邻避运动的推动下将迎来升级改造热潮。 新排放标准实施和愈演愈烈的邻避运动使 2014 年之前已投运的 218 座生活垃圾焚烧厂大部分需要进行升级改造，尤其是约占总数 40% 的循环流化床机组和部分低效炉排炉机组，刺激行业进行深度整合。我们预计改造市场所需投资将达到“十三五”期间垃圾焚烧行业总投资的 20% 左右，即约 200 亿元。

垃圾焚烧增量市场竞争激烈，升级改造存量市场成为新蓝海。 垃圾焚烧新项目招标投标竞争激烈程度加剧，中标价格已远低于合理成本区间。升级改造技术难度大、市场门槛高，企业有充分议价空间，避免了招投标所带来的恶性竞争，项目后期盈利更有保障。

改造经验丰富商业模式灵活，粤丰环保将成最大受益者。 粤丰环保旗下已有多个垃圾焚烧厂成功实施大型技改，东莞粤丰和科伟技改后自用电率低至 12%，为国内领先水平。东莞粤丰更被评为“AAA 级”项目，为官方最高评价。公司作为民营企业机制灵活，目前其通过收购获得的项目总规模达 6850 吨/日，通过收购资产进行技改提效的扩张模式已十分成熟。

估值及投资建议：粤丰环保目前已投运处理量 7600 吨，项目储备高达 18340 吨，我们认为公司在垃圾焚烧升级改造市场拥有巨大的潜力，未来每年新增订单有望达到 4000 吨左右。预计粤丰环保 2016-2018 年净利润增速 28.8%/54.7%/34.3%，2017 年 EPS0.27 港元，按 18 倍 PE 估值，“买入”评级，目标价 4.90 港元。

风险提示：新增项目不达预期，规模扩大导致管理水平下降，人民币值。

5.3、康达环保（6136.HK）

核心观点：康达环保是国内民营市政污水处理的领军企业。公司长期专注于二三线城市的中小型市政污水处理项目，具备良好的市场基础。地方债务危机倒逼 PPP 模式出台，将有望激活中小城镇及农村污水处理市场，水务领域开启新的万亿蓝海。未来随着 PPP 模式的大规模普及，康达环保的先发优势将通过渠道下沉得到充分体现，公司新项目增速有望迎来拐点。

PPP 新政引擎启动，全面激活基层水务市场。PPP 模式能够减轻政府举债压力，提高基建资金的利用效率。我们认为 PPP 的优点将对基层政府的水务基础设施建设产生更加显著的推动作用。发改委公布的 PPP 项目库显示，水务 PPP 项目在环保项目中占比近 7 成，且多为区县一级基层政府的市政水务项目。因此，在新政推动下，沉寂已久的基层水务市场将有望被全面激活。

表 8、康达环保已获得 PPP 项目

项目名称	合约金额（亿元）	公告日期	项目工期
广东省郁南县整县生活污水处理捆绑 PPP 项目	5.02	2016-08-04	2016 年 9 月底前开工，2017 年底前建成
山东省乳山市城区供排水 PPP 项目	5.49	2016-08-18	2016 年 8 月开工
河南鹤壁市山城区汤河流域水环境治理 PPP 项目	21.00	2016-09-07	总工期 6 年，2016 年 9 月开工

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

深耕中小城市污水处理市场，渠道下沉开拓水务蓝海。康达环保进入市政环保水务市场已有逾 20 年，公司长年深耕二三线城市的市政污水处理市场，旗下污水处理规模达 287.9 万吨/日，是国内最大的民营水务公司之一。PPP 新政下，随着水务市场渠道重心下沉，公司在基层水务市场的多年积累将转化为其独有的先发优势。目前公司已获得广东省郁南县和山东乳山两个 PPP 项目，逻辑得到初步验证。预计公司将继续发挥在基层渠道的优势获取更多小城镇及农村地区的水务 PPP 项目，新增项目及 ROE 有望双双回升。

投资建议：我们预测公司 2016/2017/2018 年归属母公司净利润分别为 2.85/4.19/5.77 亿元，目标价 2.10 港元，维持“增持”评级。

风险提示：基建投资增速下滑，PPP 项目竞争激烈，人民币持续贬值。

六、风险提示

1. 地方政府财政收支恶化，环保投资下行；
2. 部分细分市场竞争激烈，收益率下滑；
3. 在建项目进度低于预期，业绩释放滞后；
4. 人民币持续贬值。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司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, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。