

2016年09月22日

# 百灵天地 (835465)

——环保管家升级环保大平台 业务协同共筑成长

合理价格区间：7.8-9 元

报告原因：首次覆盖

投资要点：

- **百灵天地是一家老牌环境咨询服务公司，2015 年进军环境工程和环境监测领域，向一体化的综合环保平台升级。**公司前身为北京百灵天地环保科技有限公司，2004 年成立，2015 年实现股份制改革，已有 12 年的环境服务经验。原有技术咨询服务业务和综合技术服务为公司业绩贡献主力军，2015 年占比 93.76%。新增环境工程和环境监测业务分别为公司贡献 729 万和 119 万。当前公司凭借丰富的管理经验和深厚的产业背景，横向扩展环保业务领域，平台化发展已具备雏形。
- **监管加强环保咨询服务行业空间将进一步释放，政府大力去除红顶中介将改善竞争业态。**我国环境咨询服务业务起步较晚，与欧美发达国家相比仍处于以单个项目评价为主的初级发展阶段。当前环境问题频发与公众环保意识崛起倒逼政府作为，中央巡视组提出整改意见后国务院和环保部已颁布多项通知和规定来改善行业现状。
- **环境咨询服务市场空间巨大，单建设项目的环评评价市场已达百亿每年。**据环保部统计，近几年年均审批的环评文件约 40 万个，保守估计十三五期间每年约 40 万个项目参与建设项目环评。参照国家计委、环境保护部出台的《关于规范环境影响咨询收费有关问题的通知》，中小型单个项目的收费环境影响报告书约 10 万，环境影响报告表约 2 万元。考虑市场化竞争，以 2.5 万元每个项目的单价保守估计，环境影响评价年市场空间约为 100 亿元。
- **创新层名单终落地，公司为其中唯一一家综合环境服务提供商。**6 月 24 日，全国中小企业股份转让系统公司发布《关于正式发布创新层挂牌公司名单的公告》，满足创新层进入标准的挂牌公司共计 953 家，仅 28 家环保企业进入了创新层，公司位列其中，并且公司是其中唯一一家提供环境技术咨询服务和环境综合技术服务的公司。公司盈利性与创新层其余环保企业相较盈利水平突出。根据近 2 年平均 ROE 和近 2 年平均净利润对公司进行排名，在 28 家创新层环保公司中，公司排名分别为第五名和第八名。
- **受益于新增土壤修复工程与监测业务将和原有环境咨询服务类业务协同，支撑公司业绩长期增长。**2015 年公司新增环境工程和环境监测业务开始贡献业绩，2016-2018 年公司营业总收入预计将达到 1.32、1.82、2.41 亿元，年均复合增速约 21%；净利润分别为 3576、4224、5308 万元，复合增速 21%；EPS 分别为 0.51、0.60 和 0.75 元/股。由于公司为新三板唯一以环境咨询服务为主业，同时开展环境监测和环境工程业务的公司，我们选取了在主板上市并开展咨询服务的博世科及中金环境进行估值比较，结合新三板目前整体的估值水平、新三板与主板两个市场间的估值折价以及标的的稀缺性，给予 17 年的业绩 13-15 倍，对应的目标价是 7.8-9 元。

## 市场数据：

转让方式	做市转让
收盘价 (元)	7.82
每股净资产 (元)	1.96
市净率	3.97
总市值 (百万元)	551.51

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

## 基础数据： 2016 年 06 月 30 日

总股本 (百万)	70.53
可转让股份 (百万)	22.12
净资产 (百万元)	138.91
股东总户数 (户)	28
挂牌日期	2016-01-15
主办券商	申万宏源证券有限公司

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

## 研究支持

高蕾 A0230116070004  
qaolei@swsresearch.com

## 联系人

王璐  
(8621)23297818×7618  
wanglu@swsresearch.com

## 财务数据及盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	127	125	136	132	182	241
同比增长率 (%)	-	-1.57	30.4	-3.67	37.87	32.42
净利润 (百万元)	22	24	30	36	42	53
同比增长率 (%)	-	9.09	25	16.67	17.14	26.19
每股收益 (元/股)	0.31	0.34	0.43	0.51	0.60	0.75
毛利率 (%)	64	62	61	63	61	60
ROE (%)	46	34	26	23	22	21
市盈率	25	23	18	15	13	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 盈利预测及估值

受益于新增土壤修复工程与监测业务将和原有环境咨询服务类业务协同，支撑公司业绩长期增长。2015年公司新增环境工程和环境监测业务开始贡献业绩，2016-2018年公司营业总收入预计将达到1.32、1.82、2.41亿元，年均复合增速约21%；净利润分别为3576、4224、5308万元，复合增速21%；EPS分别为0.51、0.60和0.75元/股。

由于公司为新三板唯一以环境咨询服务为主业，同时开展环境监测和环境工程业务的公司，我们选取了在主板上市并开展咨询服务的博世科及中金环境进行估值比较，结合新三板目前整体的估值水平、新三板与主板两个市场间的估值折价以及标的的稀缺性，给予17年的业绩13-15倍，对应的目标价是7.8-9元。

### 关键假设点

**环境影响评价保守估计市场空间达百亿每年。**据环保部统计，近几年年均审批的环评文件约40万个，保守估计十三五期间每年约40万个项目参与建设项目环评。参照国家计委、环境保护部出台的《关于规范环境影响咨询收费有关问题的通知》，中小型单个项目的收费环境影响报告书约10万，环境影响报告表约2万元。考虑市场化竞争，以2.5万元每个项目的单价保守估计，环境影响评价年市场空间约为100亿元。

**随着新业务的顺利开展叠加环保咨询业务向综合化和一体化发展的大趋势，为公司业务增长形成有力支撑。**预计2016-2018年，公司环境监测有望凭借行业景气行情及前期资源积累持续为公司创收，监测收入预计将达到713、3567、7134万元。此外，公司2016年5月，在土壤修复领域实现业务突破，由于工程业务种类增加，预计2016-2018年公司工程类业务将分别实现1312、2230、2899万元。最后，综合环境咨询服务业务受政策春风，依旧维持创收主力军地位，预期2016-2018年公司相关营业收入将达到5214、6539、8174万元。当前传统项目咨询竞争较为激烈，公司2016年处于新老业务换挡期，传统咨询收入有所下降，未来综合技术服务、检测及工程类项目有望置换传统咨询服务，成为公司新业绩支撑。

### 有别于大众的认识

公司虽为非上市公司，竞争实力强劲，不仅进入环保部委托验收调查和验收监测入库名单，且在细分领域排名靠前，例如公司分别位列采掘行业第二和交通运输行业第十八。

公司较早布局综合环境咨询服务，产业资源积累深厚。公司长期为包括紫金矿业、云南驰宏锌锗和包钢等公司提供咨询服务，与客户建立信任纽带同时树立行业品牌。近年频频赴公司和地方政府提供专项培训服务。今后将凭借中关村智慧环境产业联盟的集群优势，继续扩大服务半径。

### 核心假设风险

业务成长不达预期

## 目录

---

<b>1.专业环保咨询服务公司向综合型环保平台拓展 .....</b>	<b>7</b>
1.1 资深环保咨询服务公司 .....	7
1.2 厚积薄发 积极向平台化拓展 .....	9
1.3 牵头成立产业联盟，树立环保咨询服务行业标杆.....	10
1.3.1 公司积累大量优质客户，成为环保部验收调查和监测入库单位 ..	10
1.3.2 发挥凝聚力，牵头成立中关村智慧环境产业联盟.....	13
<b>2. 监管加强释放行业空间 去除红顶中介改善竞争业态 .....</b>	<b>14</b>
2.1 环保工作将从“末端治理”向“源头预防”升级 .....	14
2.2 环境咨询服务将向综合化发展 环境问题频发倒逼政府作为.....	14
2.2.1 我国环境咨询服务仍处于以项目环评为主的初级阶段 .....	14
2.2.2 利益诉求出现不一致，环评机构有失公允 .....	16
2.3 监管升级，环境咨询服务市场空间将被释放.....	18
2.4 清理红顶中介，竞争业态有望改善 .....	18
2.5 环保咨询服务向以园区为整体的综合评价升级 .....	20
<b>3.创新层中唯一的综合环境咨询服务提供商 .....</b>	<b>21</b>
<b>4.各项业务协同发展 业绩提升可期.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 环保管家服务内容示意图 (单位: 百万元) .....	7
图 2: 公司净利润 (单位: 百万元) 及增速 .....	7
图 3: 截止 2016 年 6 月公司股权结构 .....	7
图 4: “环保管家”的定义 .....	8
图 5: 公司经营框架和思路 .....	9
图 6: 举办 2016 年度紫金矿业集团环保管理知识培训班 .....	11
图 7: 赴国投哈密大南湖电厂开展水土保持专项培训 .....	11
图 8: 公司董事长参加中国网财经专访 .....	13
图 9: 公司获工程咨询优秀单位 .....	13
图 10: 应邀为江苏省 2016 年挥发性有机物污染治理提供培训 .....	13
图 11: 为安徽省涡阳县环保局开展专题培训 .....	13
图 12: 环评利益相关者在环评中的利益诉求 .....	17
图 13: 环评报告调查和编制流程 .....	17
图 14: 新三板创新层环保类公司近两年平均 ROE 排名 .....	21
图 15: 新三板创新层环保类公司近两年平均净利润 (万元) 排名 .....	21
图 16: 公司 2016-2018 年营业收入预测 (百万元) 及增速 .....	22
表 1: 公司董事会成员履历 .....	8
表 2: 公司重要客户名单 .....	10
表 3: 采掘行业验收调查入库单位名单 (按业绩排序) .....	12
表 4: 交通运输行业验收调查入库单位名单 (按业绩排序) .....	12
表 5: 环境影响评价的三种类型 .....	15
表 6: 中美环评的对比 .....	15
表 7: 四次环评风暴 .....	16
表 8: 2015 年清理“红顶中介”相关环评政策一览表 .....	18
表 9: 环保部直属环评机构率先完成脱钩 .....	19
表 10: 2015 年《关于加强化工园区环境保护工作的指导意见》与 2012 年相比的修订内容 .....	20

表 11: 可比公司估值参考 ..... 23

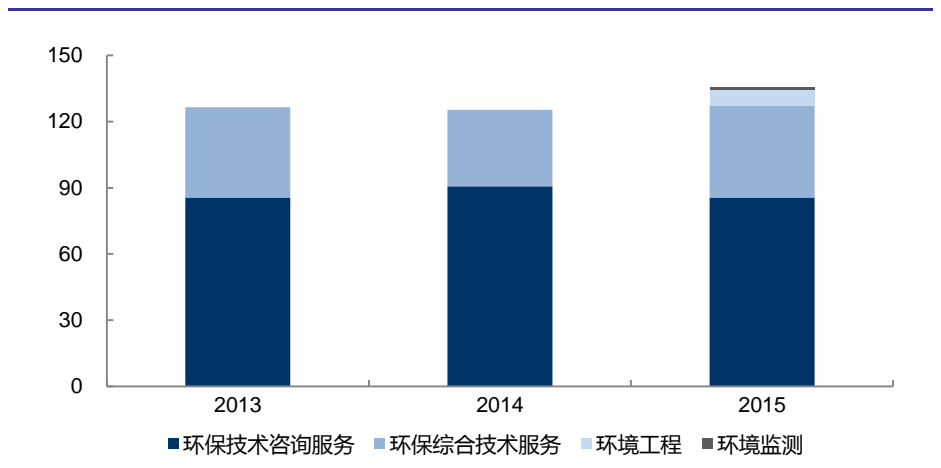
表 12: 公司盈利预测表 (单位: 百万元, 元/股) ..... 23

## 1. 专业环保咨询服务公司向综合型环保平台拓展

### 1.1 资深环保咨询服务公司

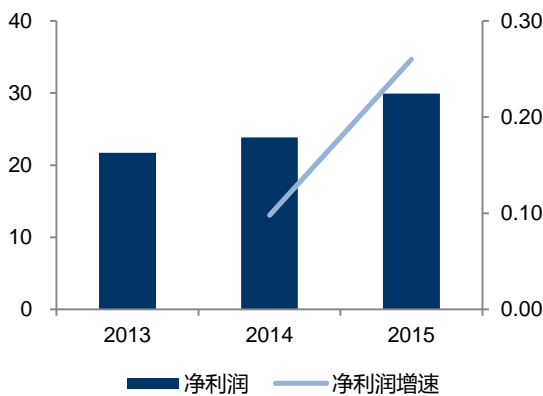
百灵天地为老牌环保咨询服务公司。百灵天地前身为北京百灵天地环保科技有限公司，2004 年成立，2015 年实现股份制改革，已有超过 12 年的环境服务经验。公司近两年收入平稳增长，2013 年-2015 年营业收入分别为 1.27 亿、1.25 亿、1.36 亿，归母净利润分别为 2184 万、2384 万和 3007 万。2015 年公司新增环境工程和环境监测两项新业务，原有环境技术咨询服务和环境综合技术服务仍为业绩贡献的主力军，收入占比约 93.76%，其中 2015 年环保综合技术服务增加近 700 万，增速 20.29%。环境技术咨询服务和环保综合技术服务份额分别高达 63%、30.72%。

图 1：环保管家服务内容示意图（单位：百万元）



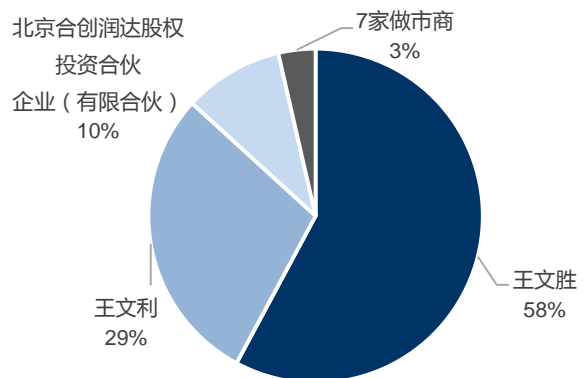
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司净利润（单位：百万元）及增速



资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：截止 2016 年 6 月公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理人具有丰富的管理经验和深厚的环保产业背景，同时给予关键技术人员适当激励机制。公司控股股东王文胜、王文利具有丰富的管理经验，而汪诚文、张建辉分别来自清华环境学院和天津市环境保护科研院，具有环保产业背景。此外，公司薪酬与同行相比具有竞争力，同时采用以岗定薪、以能定级、以绩定奖的激励机制。

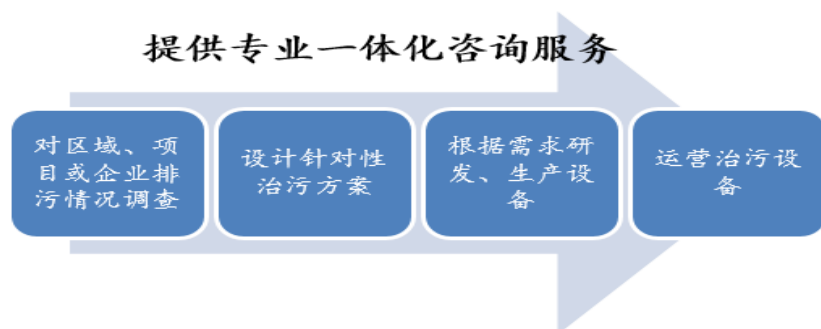
表 1：公司董事会成员履历

姓名	职务	履历
王文胜	董事长兼总经理	北京大学国家发展研究院 EMBA，高级经济师。1994 年 4 月至 2002 年 10 月，就职于徐州市交通局物资供应站，2002 年 10 月至 2004 年 2 月，任江苏百灵环保科技工程有限公司董事长。现任本公司董事长兼总经理，朗润天一执行董事，江苏设计院执行董事兼总经理，镇江监测站董事长，中关村智慧环境产业联盟理事长等。
王文利	董事	北京大学光华管理学院 EMBA、1999 年至 2004 年 1 月，任江苏百灵环保科技工程有限公司经理，2015 年 8 月至今任朗润天一经理。现任公司董事，任期 3 年。
黄健	董事	北京大学国家发展研究院 EMBA。曾就职于工行、北京海洋技术开发公司、北京天音信息咨询公司、湘财证券、信能集团、昆明国际信托投资公司等等并担任要职。现任公司董事。
汪诚文	董事	博士研究生学历，研究员。1996 年 12 月至今，清华大学环境学院，历任讲师，副研究员，研究员，2004 年至 2010 年，担任清华大学环境科学与工程系副主任。2005 年至今，担任清华大学环境学院给排水工程教研所所长，环境影响评价室主任。2009 年至今，担任北京国环清华环境工程设计研究院有限公司院长。现任公司董事。
张建辉	董事	研究生学历，工程师。1997 年 7 月至 2002 年 9 月，就职于天津市环境保护科学研究院，担任项目工程师；2002 年 10 月至 2004 年 1 月，担任江苏百灵环保科技工程有限公司副总经理；现任江苏设计院监事兼总工程师，内蒙古公司执行董事，镇江监测站监事，朗润天一监事。现任公司董事。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司环境咨询服务团队构架完全、资质齐备。当前公司拥有 6 位一级安评工程师、12 位二级安评工程师、11 位三级安评工程师，10 名注册环评工程师，并拥有包括建设项目环境影响评价资质（乙级）、生态验收调查资质、安全评价机构资质（甲级）、水土保持设施验收技术评估资质、工程咨询资质（乙级）、清洁生产、能源审计资质、环境保护监理资质证书、地质灾害评估资质、节能服务资质、华东电网、华中电网、华北电网、南方电网等地的并网安全评价资质、检验检测机构资质认定证书（CMA 资质）等在内的多项资质（资格）。公司具备向工业园区内各类企业提供一体化环保服务和解决方案（即环保管家）的能力。

图 4：“环保管家”的定义



资料来源：环保部，申万宏源研究

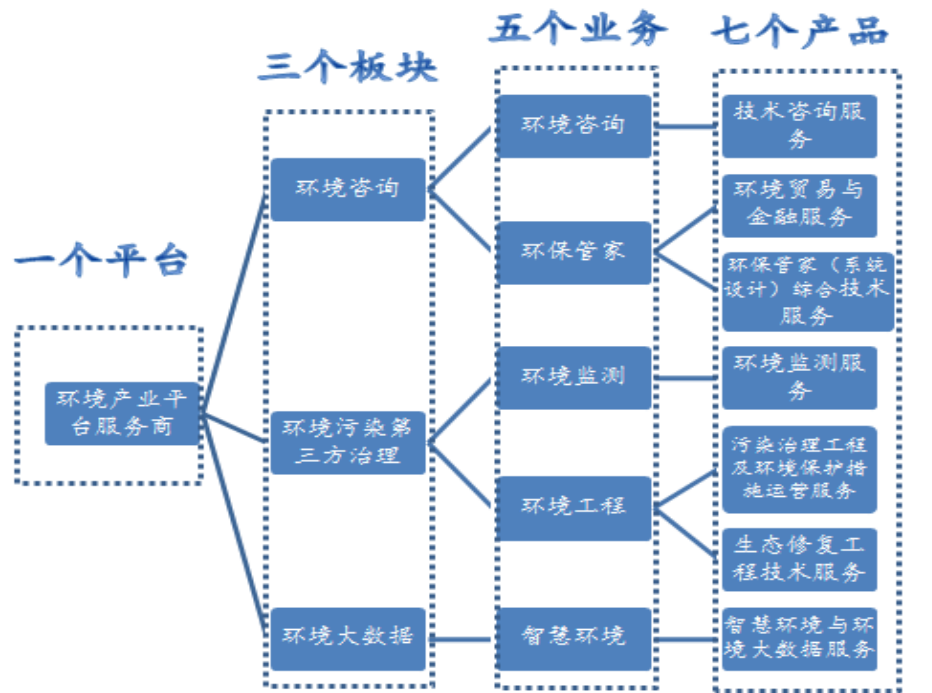


公司环保咨询项目经验充足。截止 2014 年底,公司已经完成建设项目环境保护专项(专题)技术咨询 187 项、建设项目竣工环境保护验收生态影响类技术服务业绩 266 项、安全预评价 269 项、并网安全性评价 184 项、安全验收 147 项、安全标准化 46 项、职业病危害预评价 80 项、职业病控制效果评价 25 项、安全现状评价 11 项、节能评估 9 项、清洁生产 18 项、水土保持方案 111 项、地质灾害预评价 7 项、能源审计 9 项、环境影响评价 94 项、上市公司环保核查 11 项、重点行业环保核查 11 项、可行性研究报告 3 项、环保顾问咨询 30 项、环保设施运营 36 项、脱硫、脱硝设施环保验收 26 项、环境监理技术服务 39 项、风险评估应急预案 34 项、常年环保减排节能技术服务 6 项、方案设计 9 项、其他业绩 37 项。

## 1.2 厚积薄发 积极向平台化拓展

经营思路明确,业务向平台化拓展。公司以“1357”业务体系为战略框架,即一个平台,三个板块,五个业务,七个产品。基于环境产业的平台服务商下面覆盖环境咨询、污染第三方治理和环境大数据三个大的方向,进而衍生出五个方面的主要业务。其中环保管家业务是公司的品牌业务,公司已成为环保部力推的“环保管家”技术服务领跑企业之一。

图 5: 公司经营框架和思路



资料来源: 公司网站, 申万宏源研究

公司“环保管家”业务先发优势明确。“环保管家”是环保部于 2016 年 4 月 15 日在《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》中进行定义的。作为第三方环境治理的升级版,环保管家需要为一个区域、项目或者企业提供定制化的、全产业链的第三方治污服务,对公司的综合能力和专业性均提出了较高的要求。而公司早在 2011 年便试水环保管家服务,服务对象包括最早的企业集团客户,如协鑫集团、华润电力、驰宏锌锗、辽通化工、包钢集团、紫金矿业,以及后来的产业园区,如常熟经开区、镇江经

开区、西宁经开区、徐圩经开区等。在大量的项目经验和客户资源积累下，公司能够更好地迎合未来行业发展模式，在环保咨询服务园区化发展的趋势下增强竞争力。

新增环保工程与环境监测业务有序开展，平台化发展雏形初现。2015 年公司对原有业务进一步延伸，切入环境综合治理、环境监测和环境大数据领域，并且环保工程和环境监测业务分别在当年贡献 729 万和 119 万的营业收入。目前公司已初步形成了“咨询+监测+治理+大数据”的整体业务布局，可以为不同客户定制环境咨询、方案设计、工程总包、监测检测、托管运营、智慧环境服务于一体的环境服务综合解决方案，具备较强的环境领域多元化综合服务能力。

公司以全产业链、全流程服务为目标，打造一体化环保服务公司。公司的战略目标是以环保管家为切入点，以环境监测和环境大数据为依托，向上游环境综合治理方案咨询、工程设计和下游环保设施投资运营和合同环境服务业务领域延伸，逐步构建全产业链、全流程服务的环境综合服务商业模式。

### 1.3 牵头成立产业联盟，树立环保咨询服务行业标杆

#### 1.3.1 公司积累大量优质客户，成为环保部验收调查和监测入库单位

公司积累大量优质客户，为后续业务开展打好根基。公司的大客户包括全球有色金属企业第 12 位、全球黄金企业第 3 位的紫金矿业、拥有已探明的世界特大型单体钼矿山之一的大兴安岭金欣矿业有限公司、我国最早从氧化铅锌矿中提取锆用于国防尖端工业建设的云南驰宏锌锆股份有限公司、世界稀土工业的发端和最大的稀土科研、生产基地包头钢铁有限公司、以及独创了我国具有自主知识产权的“白银炼铜法”的白银有色集团股份有限公司等等。公司通过常年持续的优质服务，与客户之间建立了良好的信任，并时常应邀为客户进行环保知识培训，为后续业务的开展打好根基。

表 2: 公司重要客户名单

序号	客户名称	客户所在行业地位
1	紫金矿业集团股份有限公司	公司是一家以黄金及金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，上海和香港两地上市公司，位居 2015《福布斯》全球有色金属企业第 12 位、全球黄金企业第 3 位，2016《财富》中国企业 500 强第 78 位，利润指标在百强矿业和金属企业中最高。
2	大兴安岭金欣矿业有限公司	公司拥有黑龙江省大兴安岭松岭区岔路口钼铅锌多金属矿，该矿是目前已探明的世界特大型单体钼矿山之一，工业钼金属储量为 178 万吨，并富含铅、锌、金、银、镓、铼等有价金属。
3	广西华银铝业有限公司	被中铝网评为中国氧化铝行业 2007 年度“十佳厂商”。
4	盘锦港建设有限公司	盘锦港集团有限公司的成立将吸引集装箱船公司来港开设集装箱直航航线，大大提升盘锦在辽宁沿海经济带乃至环渤海经济圈的战略地位，确保盘锦港早日实现建设亿吨大港的目标。

- |    |                       |  |
|----|-----------------------|--|
| 5  | 江苏大唐国际吕四港发电有<br>限责任公司 | 吕四港电厂地处“长三角”负荷中心，位于千年古镇——南通启东吕四港镇，经营中国大唐集团公司及有关企业中由国家投资形成并由中国大唐集团拥有的全部国有资产。  |
| 6  | 云南驰宏锌锗股份有限公司          | 一个采用烟化法富集技术处理低品位共生矿、难选矿，和唯一能同时处理铅锌氧化矿和铅锌硫化矿的企业。公司产品包括铅、锌、锗三大系列 20 余个品种。是我国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业，为我国国防、航空、科技事业的发展作出了重大贡献。                                     |
| 7  | 包头钢铁（集团）有限公司          | 中华人民共和国成立后最早建设的钢铁工业基地之一。是中国主要钢轨生产基地之一、无缝钢管生产基地之一、华北地区最大的板材生产基地，是世界稀土工业的发端和最大的稀土科研、生产基地。  |
| 8  | 白银有色集团股份有限公司          | 是中国“一五”时期 156 个重点建设项目之一，也是中国西部重要的大型有色金属生产基地，曾创造了铜硫产量、产值和利税连续 18 年居全国第一的骄人业绩，独创了我国具有自主知识产权的“白银炼铜法”。中国企业 500 强第 275 位，全国有色行业排名第 12 位。                              |
| 9  | 新浦化学（泰兴）有限公司          | 公司现有年产 75 万吨离子膜烧碱装置、年产 50 万吨氯乙炔装置、年产 32 万吨苯乙烯装置、年产 18.5 万吨硝基苯装置、年产 13 万吨苯胺装置和自备热电厂。产品品质水准已获得国际肯定。公司目前已经通过 ISO9001 质量认证及 ISO14001 环保体系认证，OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证。 |
| 10 | 张家港沙洲电力有限公司           | 沙洲电厂一期工程为国家“十五，期间的重点建设工程，建设规模为超临界燃煤发电机组及相应的烟气脱硫设施，配套建设煤码头一座。   |
| 11 | 国电天津北塘热电有限公司          | 公司技术和研发实力雄厚，是国家 863 项目的参与者，并被政府认定为“高新技术企业”。  |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：举办 2016 年度紫金矿业集团环保管理知识培训班



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 7：赴国投哈密大南湖电厂开展水土保持专项培训



资料来源：公司网站，申万宏源研究

2016 年 2 月 26 日，公司进入环保部委托验收调查和验收监测入库单位名单，彰显服务专业性。入库企业可以依照环保部有关政策规定承担环保部建设项目竣工环境保护验收调查和验收监测工作。百灵天地的产品质量和服务能力得到国家环境主管部门的认可，将有利于公司进一步开拓环境服务业务市场，增强百灵天地的业务能力、品牌影响力和资本

市场实力。按照业绩进行排名，公司分别列采掘行业第二和交通运输行业第十八。此外，公司还成为内蒙古自治区政府采购网入库单位和广东省中小企业公共服务平台第一批入库企业。

**表 3：采掘行业验收调查入库单位名单（按业绩排序）**

序号	名单
1	北京欣国环环境技术发展有限公司
2	<b>北京百灵天地环保科技股份有限公司</b>
3	中材地质工程勘察研究院有限公司
4	中煤科工集团北京华宇工程有限公司
5	南京国环科技股份有限公司
6	环境保护部南京环境科学研究所
7	北京市环境保护科学研究院
8	北京中油建设项目劳动安全卫生预评价有限公司
9	环境保护部环境发展中心
10	青岛中油华东院安全环保有限公司
11	北京国寰环境技术有限责任公司
12	安徽省环境科学研究院
13	北京中环博宏环境资源科技有限公司
14	中国环境科学研究院

资料来源：环保部，申万宏源研究

**表 4：交通运输行业验收调查入库单位名单（按业绩排序）**

序号	名单
1	交通运输部天津水运工程科学研究所
2	交通运输部环境保护中心
3	交通运输部公路科学研究所
4	中海环境科技（上海）股份有限公司
5	中国铁道科学研究院
6	北京欣国环环境技术发展有限公司
7	南京国环科技股份有限公司
8	青岛中油华东院安全环保有限公司
9	中交第二航务工程勘察设计院有限公司
10	环境保护部环境发展中心
11	长安大学
12	环境保护部南京环境科学研究所
13	交通运输部水运科学研究所
14	北京中咨华宇环保技术有限公司
15	中国环境科学研究院
16	安徽省环境科学研究院
17	中铁第五勘察设计院集团有限公司
18	<b>北京百灵天地环保科技股份有限公司</b>
19	北京国寰环境技术有限责任公司

- 20 北京中环博宏环境资源科技有限公司
- 21 北京市环境保护科学研究院
- 22 北京中油建设项目劳动安全卫生预评价有限公司
- 23 中国电建集团贵阳勘测设计研究院有限公司
- 24 环境保护部华南环境科学研究所

资料来源：环保部，申万宏源研究

### 1.3.2 发挥凝聚力，牵头成立中关村智慧环境产业联盟

公司立志深耕环保领域，做环保管家开路人。经过多年环保领域钻研，公司已经获得优秀工程咨询优秀单位、中关村高新技术企业等殊荣，同时董事长王文胜先生成为中国环保产业协会第四任理事会理事，具有较好的行业地位和品牌优势。此外，公司作为资深环保咨询服务公司，经常应邀为地方政府进行环保专项培训。当前公司仍立志深耕环保领域，做“环保管家”业务的开路人。

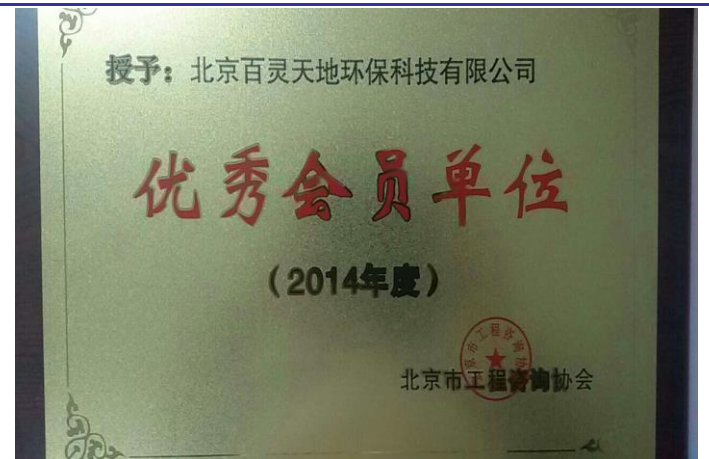
图 8：公司董事长参加中国网财经专访

图 9：公司获工程咨询优秀单位

#### 专访百灵天地王文胜：深耕环保领域 做“环保管家”开路人



资料来源：公司网站，申万宏源研究



资料来源：公司网站，申万宏源研究

图 10：应邀为江苏省 2016 年挥发性有机物污染治理提供培训

图 11：为安徽省涡阳县环保局开展专题培训



资料来源：公司网站，申万宏源研究



资料来源：公司网站，申万宏源研究

公司牵头成立中关村智慧环境产业联盟，发挥集群优势，扩大服务半径。产业联盟以中关村的资源整合与协同创新平台为定位，是中关村的环境商业协作组织和行业研究机构，是地方政府、国家级开发区、大型企业集团、跨国公司、国内外金融机构的智慧环境产业顾问，是中关村智慧环境产业和区域创新合作的领跑者之一，具有开放性、公众性、权威性、可持续的智慧环境产业联盟发展组织。中关村智慧环境产业联盟现有成员企业 200 余家，均来自于环境规划设计、工程建设、监测检测、设备成套、环境贸易和金融、生态修复治理与生态保护、节能节水、再生资源利用、智慧能源投资运营、环境大数据、信息软件、智慧城市、城市管理、污水处理、产业基金、创投资本、生物健康等全产业链的中关村知名企业、学术机构和行业组织，覆盖地区已由中关村扩大到京津冀、长三角、珠三角等地区。

## 2. 监管加强释放行业空间 去除红顶中介改善竞争业态

### 2.1 环保工作将从“末端治理”向“源头预防”升级

环保应从注重“末端治理”向“源头预防”的升级。1930 年的比利时马斯河谷事件开始的八大自然公害事件，使人类开始真正重视环境问题，意识到“亡羊补牢”式的环保弊端，必须转变生产方式，应该以“预防为主”——通过人们对环境问题以及环境科学的掌握来预测自身行为可能产生的有害后果。环境影响评价（EIA，即 Environmental Impact Assessment）是在 1964 年加拿大召开的国际环境质量评价会议上第一次被提出，其是指对规划和建设项目实施后可能造成的环境影响进行分析、预测和评估，提出预防或者减轻不良环境影响的对策和措施，进行跟踪监测的方法与制度。环评标志着环境保护理念从“末端治理”向“源头治理”转变，也标志环境咨询服务的开始。

### 2.2 环境咨询服务将向综合化发展 环境问题频发倒逼政府作为

#### 2.2.1 我国环境咨询服务仍处于以项目环评为主的初级阶段

环境影响评价按照评价对象大体分为三类：建设项目环评、规划环评和战略环评。其中建设项目环评是指按照一定的评价目的，针对建设项目可能对环境造成的影响进行分析、预测和评估，把建设项目对环境各要素的影响综合起来，提出相应的对策或者替代方案，并跟踪监测的制度。但其欠缺对整体环境和其他项目的了解和控制，而且忽略了建设项目可能带来的间接影响，所以往往只能达到表面的控制污染的效果。

规划环境影响评价是指在政策法规制定之后，项目实施之前，对有关规划实施后的资源环境可承载能力进行科学评价与估计，提出相应的对策或者替代方案，并跟踪监测的制

度。与建设项目环评相比，规划环评的评价对象更加宏观，解决了其在评价范围上、介入时间上和环境累计影响上的许多问题，优越性更强。

战略环评是指在公共决策的最早且最佳阶段，由法定的评价单位遵循法定程序对政策、规划、计划、立法以及其替代方案可能造成的环境影响进行科学评价和估计，确保决策中环境、政治、社会和经济等因素能够得到综合考虑的系统、完整的过程。战略环境影响评价是对未实施的政策、规划和计划进行系统环境影响评价的过程，其目的在于使环境影响在最早且最佳阶段能够与经济和社会等因素一起得到充分考虑。**战略环评是最具有客观性、正确性和科学性的环境影响评价。**

表 5: 环境影响评价的三种类型

比较对象	建设项目环境影响评价	规划环境影响评价	战略环境影响评价
评价对象	建设项目	规划	法律、法规、政策、规划、计划
目的	达标排放	环境保护	可持续发展
介入时间	法律、法规、政策、计划实施后；项目选址之后	规划制定初期	法律、法规、政策、规划、计划制定初期
累积影响	不考虑累积影响	考虑规划范围内的累积影响	考虑战略活动带来的全面的累积影响
间接影响	不考虑间接影响	考虑规划范围内的间接影响	考虑相关各个因素引发的综合影响
评价结果	客观程度不高	客观程度较高	具有客观性、正确性、科学性

资料来源:《中华人民共和国环境影响评价法》,《关于规划环境影响评价加强空间管制、总量管控和环境准入的指导意见(试行)》,申万宏源研究

我国环境咨询服务处于以项目环评为主的初级阶段。我国自 1979 年开始实行环境影响评价制度,2002 年出台了《中华人民共和国环境影响评价法》,于 2003 年 9 月 1 日起正式实施。直到 2016 年 2 月,环保部印发了《关于规划环境影响评价加强空间管制、总量管控和环境准入的指导意见(试行)》,推动规划环评“落地”。美国、日本、加拿大、德国等国环评体系建设较早,现在多以战略环评为主,而我国的环评则以项目环评为主,处于环评的初级阶段,同时评价的客观性和规范性都有待加强。

表 6: 中美环评的对比

比较对象	中国	美国	异同
评价对象	1. 建设项目环境影响评价 2. 规划项目环境影响评价	1. 对环境质量有明显改变的提案、立法建议及申请批准条约 2. 对环境质量有较大改变的行为,包括了由政府出资或部分政府投资的工程行为,新增制定或者修正过的政府决定、法规条例、区域政策、制度等	同: 1. 均通过立法方式来对评价对象做出规定 2. 均包含了具体的建设项目,美国的为有联邦政府出资的建设项目,我国的为一般性建设项目。 异: 评价对象界定模糊且未制定出相应的法律依据。
评价内容	《环境影响评价法》中对评价内容做出详细规定,具体包含了项目概况、项目周围环境现	1. 建议中提出的各类型方案 2. 供选方案引起的环境改变,简化为分析数据提供给决策者、评论者和参与项目	同: 均要对评价对象概况、所处环境的现状、影响分析及保护措施方面进行说明

<p>状、工程分析、影响分析、影响预测、保护措施、监测建议及结论。</p>	<p>3. 供选方案和提出相应措施最终形成的环境后果。</p>	<p>异：美国规定了评价内容包括替代方案。即决策者及参与其中的公众能更科学、全面地了解评价对象，以达到行为最优化。</p>
<p>评价程序</p> <p>环境影响文件的编制和审批对评价对象进行了分类管理，在环境影响评价制度实践中主要依据《建设项目环境保护分类管理名录》分类管理，根据目录的规定来判断建设项目对环境的影响程度，如建设项目或规划方案没有被列入，对此将由省级环境行政管理部门给出环保意见，上报上级环境保护主管部门认定。</p>	<p>固定流程规范标准</p>	<p>同：1. 重视环境影响的调查、分析和研究。</p> <p>2. 以环境影响评价报告的编制为重点。</p> <p>3. 把公众参与作为环境影响评价的重要组成。</p> <p>异：1. 程序：美国的环境影响评价程序有固定的流程，规范的标准，易于编制和控制。而中国的环境影响评价程序因评价对象分类，实行不同的评价程序，在具体操作中应避免重复环评，以及重视环评对象的合理分类及监督。</p> <p>2. 程序完整性：中国环境影响评价要求审批机构进行环境影响评价后跟踪评价</p>

资料来源：中国知网，申万宏源研究

## 2.2.2 利益诉求出现不一致，环评机构有失公允

环评问题频频发生，公众环保意识提升倒逼政府监管升级。2005 年至今，爆发了四次大型的环境影响评价事故。而 2012 年短短四个月内，发生了的三起环境群体性事件——什邡市反对钼铜项目事件、启东市反对王子造纸厂排海工程事件和宁波市反对 PX 项目事件，公众环保意识的提升倒逼政府监管升级。

表 7：四次环评风暴

	时间	事项
第一次	2005. 1. 18	环保总局宣布叫停金沙江溪洛渡水电站等 30 个违法水电开工项目
第二次	2006. 2. 7	环保总局对 9 省 11 家布设在江河水边的环境问题突出的企业实施挂牌督办，对 127 个投资共约 4500 亿元的化工石化类项目进行环境风险排查
第三次	2007. 1. 10	环保总局通报了投资 1123 亿元的 82 个严重违反环评和三同时制度的钢铁、电力、冶金等项目，并首次使用了区域限批的办法，对唐山市、吕梁市、莱芜市、六盘水市等四个城市及国电集团等 4 家电力企业处以制裁
第四次	2008. 7. 3	环保总局对长江、黄河、淮海、海河四大流域部分水污染严重、环境违法问题突出的 6 市 2 县 5 个工业园区实施流域限批

资料来源：环保部网站，申万宏源研究



利益诉求驱动环评机构违规操作，行业亟待整顿。先前政府对我国环评行业的监管不到位，部分不规范的环评单位铤而走险、弄虚作假，使环评报告通过，以期赚取利润。据环保部门的统计数据显示，在全国 1100 多家具有资质的环评机构中，422 家有过违法、违规案底，占比超过 1/3。这些负面现象严重的影响了环评报告的公正性，行业的不规范现象亟待改善。

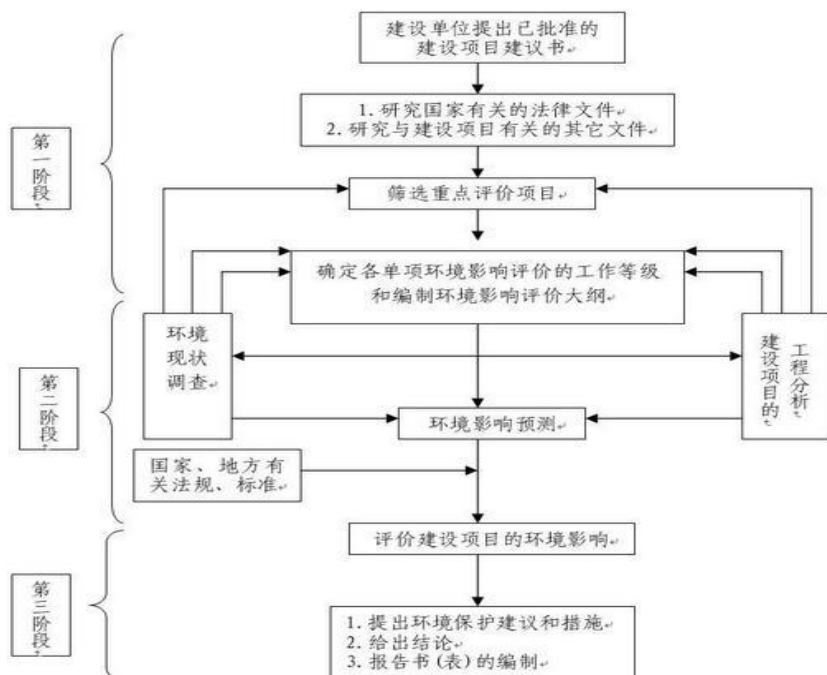
图 12：环评利益相关者在环评中的利益诉求

利益相关者		利益诉求
政府	中央政府	经济和环境协同发展
	地方政府	偏重经济的全面发展
	国家环保部门	环境保护
	地方环保部门	部门收益、环境保护
企业		利润最大化
环评机构		利润最大化
公众	社会居民	知情权、参与权、 环境保护、环境 公正
	环保组织	
	大众媒体	

资料来源：中国知网，申万宏源研究

环评报告编制流程复杂，专业而严格的监管是保证环评客观公正的前提。以项目环评为例，建设方必须委托提供环评机构进行调查，然后根据出具相应的环境影响评价报告书或者报告表，并送往相应的环保行政主管部门进行审批。由环保行政主管部门根据相应的规定召集专家委员会评审，最后环保行政主管部门做出审批结论。

图 13：环评报告调查和编制流程



资料来源：环境影响评价技术导则，申万宏源研究

## 2.3 监管升级，环境咨询服务市场空间将被释放

**中央巡视组督导，国务院和环保部推动监管升级。**2015年2月9日，中央第三巡视组向环保部党组反馈目前环评存在以下问题：一是未批先建、擅自变更等环评违法违规现象大量存在，背后隐藏监管失职和腐败问题；二是有的领导干部及其亲属违规插手环评审批，或者开办公司承揽环评项目牟利；三是环评技术服务市场“红顶中介”现象突出，容易产生利益冲突和不当利益输送；四是环评机构资质审批存在“花钱办证”现象，后续监管不到位；五是把关不严、批而不管、越权审批不仅导致污染隐患，而且加大权力寻租空间；六是地方环保部门环评审批中腐败问题易发。为落实中央巡视组的意见，国务院和环保部发布了多项通知和规定来规范环评审批行为，推进环评审批制度改革。

环境咨询服务市场巨大，仅建设项目环评价市场保守估计市场空间已达百亿每年。据环保部统计，近几年年均审批的环评文件约40万个，保守估计十三五期间参与环评的建设项目数有每年40万个。参照国家计委、环境保护部出台的《关于规范环境影响咨询收费有关问题的通知》，中小型单个项目的收费环境影响报告书约10万，环境影响报告表约2万元。考虑市场化竞争和估算的保守型，以2.5万元每个项目的单价计费，环境影响评价年市场空间约为100亿元。

## 2.4 清理红顶中介，竞争业态有望改善

2015年来，环保部实施一系列环评改革，其中主要包括：清理红顶中介、禁止违规插手环评审批、提升环评资质壁垒等。

**清理“红顶中介”，环评市场竞争中将国退民进。**我国以前环评机构主要包括环保部门下设机构、其他部门下设机构、大学下设机构、社会民营机构。根据《环境影响评价法》，为建设项目环境影响评价提供技术服务的机构，不得与负责审批建设项目环境影响评价文件的环境保护主管部门或其他有关审批部门存在任何利益关系，而政府部门所属的环评机构并不独立。针对环评过程中“红顶中介”产生利益输送的问题，环保部在2015年底及2016年初出台了诸如《全国环保系统环评机构脱钩工方案》等一系列清理“红顶中介”的政策性文件。据环保部公布的名单，环保系统需脱钩的环评机构为359家，约占环评机构总数的32%，涉及4000多名环评工程师。2015年底，环保部控股或参股的8家环评机构已率先完成脱钩，并且全国各地完成了140家环评机构的脱钩工作，2016年初至今又有56家红顶中介脱钩，目前还余有150余家尚未脱钩，预计年底前将全部完成。

表 8：2015 年清理“红顶中介”相关环评政策一览表

发布时间	政策名称	政策要点
2016.4	《关于推进环保系统环评机构脱钩工作相关要求的通知》	目前尚有150余家环评机构未完成脱钩，必须在2016年12月31日前全部完成脱钩。省级及以下环保系统环评机构自脱钩时限到期前3个月起，不得再承接新的建设项目环评文件编制委托
2016.2	《关于规划环境影响评价加强空间管制、总量管控和环境准入指导意见	规划环评应充分发挥优化空间开发布局、推进区域环境质量改善以及推动产业升级的作用，将空间管制、总量管控和环境准入作为评价成果的重要内容

	(试行)》	
2015.3	《环境影响评价机构资质管理廉政规定》	防止环境影响评价机构资质审查中出现“花钱办证”、“收钱办证”等行为，进一步加强环境影响评价机构资质管理廉政建设
2015.3	《关于进一步加强环境影响评价违法项目责任追究的通知》	各级环境保护部门应当严格依法对存在“未批先建”、“擅自实施重大变动”等环评违法行为的建设项目实施行政处罚

资料来源：环保部，申万宏源研究

表 9：环保部直属环评机构率先完成脱钩

序号	机构名称	原属单位	变更事项
1	环保部华南环境科学研究院	环保部	注销建设环评影响评价资质
2	中晟环保科技开发有限公司	环保部	法定代表人变更、住所变更、环保系统环评机构脱钩更名
3	南京国环环境科技发展股份有限公司	环保部南京环境科学研究所	法定代表人变更、住所变更、环保系统环评机构脱钩更名
4	北京中环博宏环境资源科技有限公司	中国环境科学研究院环境影响评价中心	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更
5	中环联（北京）环境保护有限公司	中华环保联合会	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更
6	北京中科尚环境科技有限公司	齐齐哈尔环科所	法定代表人变更
7	中绿实业有限公司	环境保护对外合作中心	注销建设环评影响评价资质
8	北京国襄环境技术有限责任公司	中日友好环境保护中心	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更

资料来源：环保部，申万宏源研究

**整顿违规机构，市场将向正规环评企业倾斜。**环保部 2015 年 3 月 24 日印发《关于严格廉洁自律、禁止违规插手环评审批的规定》，明令禁止暗示、默许、说情、打招呼、批示、强令等 6 类插手环评审批的行为，防止环境影响评价机构资质审查中出现“花钱办证”、“收钱办证”等行为，建立全过程、全覆盖的建设项目环评信息公开机制，进一步加强环境影响评价机构资质管理廉政建设。同年 4 月 29 日公布的《中共环境部党组关于中央巡视整改情况的通报》，对 2012 年以来 117 批次环评资质审批、648 项建设项目环评、729 个竣工环保验收有关情况已全面开展专项清理工作。

**过程监管、事后整治双管齐下。**环保部 2015 年底发布《建设项目环境保护事中事后监督管理办法》、《建设项目环境影响后评价管理办法》等，对一些特别重大、复杂、敏感项目在运行一段时间后，要求建设单位对其实际环境影响及生态环境保护措施的有效性进行验证与评价，加强了对环评的“过程严管”和“后果严惩”。**惩罚力度加大，企业违规成本提升。**2016 年 7 月 2 日，新修订的环评法出台，要求对未批先建的罚款金额由 5-20 万元变更为项目投资总额的 1-5%。相较旧版最大惩罚力度 2%大幅提升。此外，环保部印发了《关于进一步加强环境影响评价违法责任追究的通知》，对情节严重的环评违法行为，移送纪检监察机关，追究相关人员责任。而对规划环评，环保部提出了党政领导干部责任追究的原则要求，并正在抓紧制定《规划环境影响评价责任追究实施办法》。

## 2.5 环保咨询服务向以园区为整体的综合评价升级

环保咨询服务将从以单个项目为对象向以园区为整体进行升级。2016年4月15日环保部发布《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》，提出鼓励有条件的工业园区聘请第三方专业环保服务公司作为“环保管家”，向园区提供监测、监理、环保设施建设运营、污染治理等一体化环保服务和解决方案。

专业的第三方环保管家服务可以为企业提升治污效率，节约治理成本。2016年4月14日，环保部全面落实差别化排污收费政策。企业超标或超总量排放污染物的，除依法实施其他处罚外，还要加一倍征收排污费。同时存在超标和超总量排污的，加两倍征收排污费。企业生产工艺装备或产品属于淘汰类的，要加一倍征收排污费。企业污染物排放浓度低于排放限值50%以上的，减半征收排污费。由于环保管家可以提供定制方案并实现专业化运营，可以为企业提升治污效率，降低治污成本。根据浙江环保厅出具的《浙江省环保设施运营社会化和专业化情况调研报告》，专业第三方接管治污企业的废水、废气、垃圾处理项目后，达标排放率可达70~80%以上，甚至到90%以上。普遍比治污企业自己运营提升30~50%的达标率，而处理费用则节约10~20%的成本。

政策推动工业园区环境治理升级，“环保管家”市场将被释放。当前部分园区存在布局不合理、项目准入门槛低、环保基础设施建设滞后、化学品环境管理体系不完善、环境风险隐患突出、园区管理不规范等问题。环保部早在2012年由此颁发了《关于加强化工园区环境保护工作的意见》规范园区管理，而2015年又发布了《关于加强工业园区环境保护工作的指导意见》，其中删除了提交年度报告的要求，而是通过建立一体化的环境监测体系对园区环境进行连续监测。此外还增加了对噪音整治、环境基础设施完善并支持鼓励企业开展绿色供应链管理，评估发布环境友好指数，让环保领跑园区和企业。

表 10：2015 年《关于加强化工园区环境保护工作的指导意见》与 2012 年相比的修订内容

减少的条款	新增的条款
执行年度报告制度(园区管理机构每年应将本园区环境管理情况报告报送当地环境保护主管部门。各省级环境保护主管部门应于次年 1 月底前将辖区内园区环境管理和运行情况年度报告上报环境保护部。)	1 大力整治噪声污染问题
	2 完善环境公共基础设施
	3 建设园区一体化环境监测、监控体系
	4 鼓励企业开展绿色供应链管理
	5 支持环保领跑园区和企业
	6 评估发布工业园区环境友好指数
	7 畅通公众沟通渠道

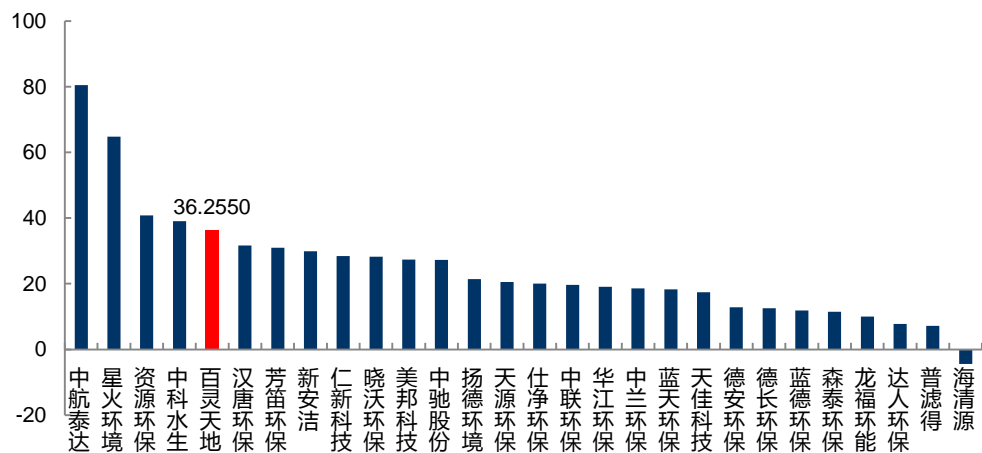
资料来源：《关于加强化工园区环境保护工作的指导意见》，申万宏源研究

### 3.创新层中唯一的综合环境咨询服务提供商

创新层名单终落地，公司为其中唯一一家综合环境服务提供商。6月24日，全国中小企业股份转让系统公司发布《关于正式发布创新层挂牌公司名单的公告》，满足创新层进入标准的挂牌公司共计953家，仅28家环保企业进入了创新层，公司位列其中，并且公司是其中唯一一家提供环境技术咨询服务和环境综合技术服务的公司。

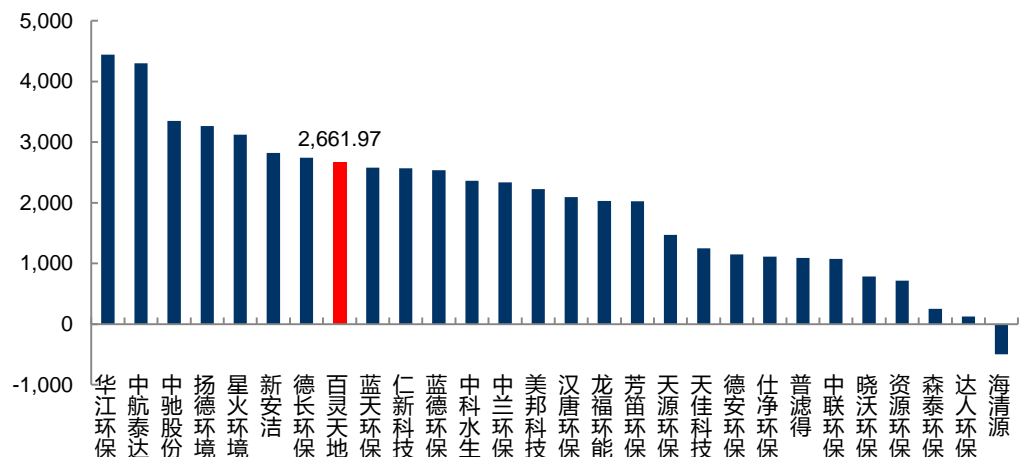
公司盈利性与创新层其余环保企业相较盈利水平突出。《分层管理办法》要求创新层挂牌公司具有较好的盈利性、成长性，其中根据近2年平均ROE和近2年平均净利润对公司进行排名，在28家创新层环保公司中，百灵天地排名分别为第五名和第八名。

图 14：新三板创新层环保类公司近两年平均 ROE 排名



资料来源：choice，申万宏源研究

图 15：新三板创新层环保类公司近两年平均净利润（万元）排名



资料来源：choice，申万宏源研究

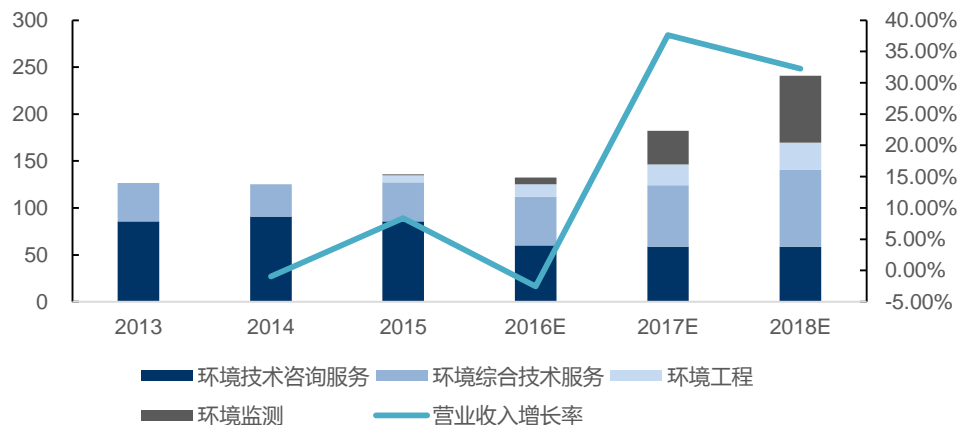
新三板优质资源将向创新层企业倾斜，转板制度在进行研究。办法还就创新层设置了维持标准，明确了挂牌公司的层级划分和调整机制，来保持创新层的活力。此外，全国股转公司将针对创新层和基础层挂牌公司采取差异化制度安排，在更好地满足中小微企业的差异化需求同时降低投资者信息收集成本。有关新三板企业转板上市的制度证监会仍在研究中。在4月1日的例行新闻发布会上，证监会新闻发言人张晓军指出，新三板公司转板上市前提是挂牌公司必须符合证券法规定的股票上市条件，在公司规范经营、财务报告真实性等方面要达到相应要求。

## 4.各项业务协同发展 业绩提升可期

受益于新增土壤修复工程与监测业务将和原有环境咨询服务类业务协同，支撑公司业务长期增长。2015年公司新增环境工程和环境监测业务开始贡献业绩，在以环保平台为战略的发展模式下，2016-2018年公司营业总收入预计将达到1.32、1.82、2.41亿元，年均复合增速约21%。此外，团队精细化管理和收入规模优势下，预计公司在2016-2018年净利润分别为3576、4224、5308万元，复合增速21%。

随着新业务的顺利开展叠加环保咨询业务向综合化和一体化发展的大趋势，为公司业务增长形成有力支撑。预计2016-2018年，公司环境监测有望凭借行业景气行情及前期资源积累持续为公司创收，监测收入预计将达到713、3567、7134万元。此外，公司2016年5月，在土壤修复领域实现业务突破，由于工程业务种类增加，预计2016-2018年公司工程类业务将分别实现1312、2230、2899万元。最后，综合环境咨询服务业务受政策春风，依旧维持创收主力军地位，预期2016-2018年公司相关营业收入将达到5214、6539、8174万元。当前传统项目咨询竞争较为激烈，公司2016年处于新老业务换挡期，传统咨询收入有所下降，未来综合技术服务、检测及工程类项目有望置换传统咨询服务，成为公司新业绩支撑。

图 16: 公司 2016-2018 年营业收入预测 (百万元) 及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.51、0.60 和 0.75 元/股。由于公司为新三板唯一以环境咨询服务为主业，同时开展环境监测和环境工程业务，我们选取了在主板上市并开展咨询服务的博世科及中金环境进行估值比较，结合新三板目前整体的估值水平、新三板与主板两个市场间的估值折价以及标的的稀缺性，给予 17 年的业绩 13-15 倍，对应的目标价是 7.8-9 元。

表 11：可比公司估值参考

代码	简称	评级	总市值	PE			PB
				15A	16E	17E	
300422.SZ	博世科	买入	48.60	112	79	52	12.5
300145.SZ	中金环境	增持	185.00	66	36	26	2.2

资料来源：WIND，申万宏源研究

表 12：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	127	125	136	132	182	241
二、营业总成本	101	96	102	92	134	180
其中：营业成本	45	48	54	49	71	97
营业税金及附加	2	1	2	1	2	3
销售费用	9	7	7	7	9	12
管理费用	45	39	38	37	51	68
财务费用	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
资产减值损失	1	2	3	(1)	3	4
加：公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	27	29	34	40	48	60
加：营业外收入	0	0	1	1	1	1
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	27	29	35	41	49	61
减：所得税	6	5	5	6	7	8
五、净利润	22	24	30	36	42	53
少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净利润	22	24	30	36	42	53
六、基本每股收益	0.44	0.48	0.59	0.51	0.60	0.75
全面摊薄每股收益	0.31	0.34	0.43	0.51	0.60	0.75

资料来源：公司公告，申万宏源研究