

推荐 (维持)

项目资金落地，市政环保泰来

2018年08月05日

环保/电力周报第140期(2018/08/04)

上证指数 2740

行业规模

		占比%
股票家数(只)	146	4.1
总市值(亿元)	18978	4.0
流通市值(亿元)	13763	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.3	-10.8	-17.8
相对表现	4.0	11.6	-6.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《环保/电力周报第 139 期 (2018/07/30) — 不要管有没有钱下来, 要管事情要不要做》2018-07-30
- 2、《环保/电力周报第 138 期 (2018/07/22) — 融资改善信号到来, 建议防守转入进攻》2018-07-28
- 3、《环保/电力周报第 137 期 (2018/07/13) — 环保最新策略: 弹弹弹!》2018-07-15

朱纯阳

010-57601855

zhucy3@cmschina.com.cn

S1090515060001

张晨

010-57601866

zhangchen2@cmschina.com.cn

S1090513100003

研究助理

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn

上周, 公用事业板块全面下跌, 环保、水务、电力、燃气板块分别下跌 6.60、5.48、1.76、1.70 个百分点。水务、电力、燃气板块涨幅均大于沪深 300 指数及创业板指数, 环保板块涨幅小于沪深 300 指数, 大于创业板指数。上周, 东江环保、福能股份、兴蓉环境、新疆浩源分别在环保、电力、水务、燃气子行业中涨幅第一。

□ **【上周工作及本周工作计划】** 上周工作: 路演, 调研, 完成盈峰环境深度报告《并购中联环境, 环境综合龙头隐现》、博世科点评报告《中标环卫项目, 取得环卫及全领域布局双突破》; 本周工作: 路演, 调研, 准备碧水源、东方园林等公司的半年报点评报告等。

□ **【短期观点-每周更新—项目资金落地，市政环保泰来】**

上周五, 铁汉生态斗门项目获得珠海农发行首笔“生态环境与保护建设”贷款; 昨天, 启迪桑德获得农发行首笔供应链贷款 5000 万支持雄安新区建设。之前我们讨论过市政环保公司左侧和右侧的区别, 左侧是指环保市政项目因为资金缺乏处于停工状态, 这种状态下股价的下跌是合理现象, 由于市政环保项目的停滞是不合理且必然不可长期持续, 所以目前是左侧; 右侧标志是对应的项目拿到银行贷款, 目前此时已经看到个别公司拿到项目贷款, 此时如果还在纠结, 那未免不够敏感。当然其他公司及公司的其他项目贷款情况仍需要进一步观察, 未来如果能持续看到贷款投放, 就能看到对应股价明显向上。

资金政策整体变化回顾:

6月24号, 央行降准: 7月5号起, 下调存款准备金率 0.5 个百分点, 以支持债转股项目;

7月17号, 银保监会召开疏通货币政策传导机制, 做好民营企业和小微企业融资服务座谈会;

7月18号, 央行窗口指导银行, 对 AA+及以上信用债投资评级按 1:1 比例给予 MLF 资金, AA+以下评级按 1:2 给予, 必须为产业类, 金融债不符合;

7月23号, 国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极, 稳健的货币政策要松紧适度;

7月24号之后, 专项债开始各地发放; 专项债有四个方向: 土地储备, 收费公路, 轨道交通, 棚改专项债。这四个方向是没有环保方向, 但专项债的发放整体是可以缓解政府资金压力, 进而对政府未来实施环保项目具有帮助;

7月31日, 政治局召开会议, 要求的是稳, 其中第一条是保证经济平稳, 第二条是补短板, 环保是属于短板之一 (当然很多人对短板也有不同理解)。但是从整体行业间来讲, 环保是短板, 基建是过长的板, 所以补短板应该是有环保的方向的变化。

同时，和我们建筑首席分析师的交流中发现，信用利差在建筑行业近期有明显下降，我们看到的是积极的信号的产生，我们认为此时对环保公司股价以及环保公司未来的资金要有明确乐观的预期。

表 1：重点公司 2018 业绩预期 20180804

证券代码	证券简称	总市值1 (亿元)	归属母公司股东的净利润 (亿元)							业绩同比增速 (%)				PE估值 18PE	
			2017Q1	2017H	2017	2018Q1	2018H (预告下限)	2018H (预告上限)	2018E	2018Q1	2018H (增速下限)	2018H (增速上限)	2018E		
300070.SZ	碧水源	390.66	0.86	3.21	22.69	1.52	3.37	4.33	34.1	77.6%	5%	35%	50.3%	11.5	扣非后
002310.SZ	东方园林	401.61	-0.37	5.86	22.86	0.03	7.70	37.0	108.1%	31.4%		61.9%	10.9	扣非后	
300422.SZ	博世科	48.92	0.16	0.53	1.47	0.61	1.00	1.15	3.0	270.8%	88%	117%	104.5%	16.3	
000826.SZ	启迪桑德	229.04	2.10	4.93	12.51	3.01	6.70	17.0	43.2%	35.9%		35.9%	13.5		
300203.SZ	聚光科技	122.18	0.15	1.01	4.49	0.36	1.52	1.83	6.0	141.4%	50%	80%	33.7%	20.4	
603686.SH	龙马环卫	70.57	0.64	1.27	2.60	0.77	1.55	3.4	19.8%	21.8%		30.7%	20.8		
300145.SZ	中金环境	88.86	0.92	2.50	5.91	1.22	3.12	3.62	8.5	32.1%	25%	45%	43.9%	10.5	
002672.SZ	东江环保	128.34	1.04	2.20	4.73	1.21	2.60	6.0	16.8%	18.1%		26.1%	21.5		
300137.SZ	先河环保	51.14	0.13	0.49	1.88	0.19	0.74	0.84	2.7	47.2%	50%	70%	43.5%	18.9	

※总市值截至2018年8月3日收盘价

- **【个股推荐及推荐顺序-最新更新】**我们当前的推荐和推荐排序为：博世科、碧水源、盈峰环境、聚光科技、先河环保、龙马环卫、东江环保、瀚蓝环境。
- **【一周行业要闻】**

国家能源局近日发布《关于做好城镇生活垃圾焚烧发电项目运行监测评价工作有关要求的通知》。监测评价内容包括：1、项目发电情况。包括装机容量、发电量、上网电量、供热量、发电设备平均利用小时数、焚烧线累计运行小时数等。2、项目垃圾处理情况。项目进厂垃圾量和化石燃料消耗折合标煤量等。3、项目获得国家补贴资金情况。项目获取的(或应获取的)国家可再生能源电价附加补贴资金和累计实际获得国家可再生能源电价附加补贴资金，以及地方政府支付(或应支付)垃圾处理费等。4、行业总体运行情况。在以上项目监测内容的基础上，对行业运行情况进行分析评价，分析行业发展质量和效益，研究存在的问题和困难，提出对策措施。

四部委发布《关于扩大中央财政支持北方地区冬季清洁取暖城市试点的通知》。近日，财政部、生态环境部、住房城乡建设部、国家能源局联合下发《关于扩大中央财政支持北方地区冬季清洁取暖城市试点的通知》。文件中提到：“2+26”城市奖补标准按照《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》执行。张家口市比照“2+26”城市标准。汾渭平原原则上每市每年奖补3亿元。按照去年发布的《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》，“2+26”城市“试点示范期为三年，中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定，直辖市每年安排10亿元，省会城市每年安排7亿元，地级城市每年安排5亿元。”而现在，试点的“2+26”城市增加了张家口市，标准也是每年5亿元。而汾渭平原原则上每市每年奖补3亿元。

生态环境部于7月27日通报2018年上半年(1—6月)全国地表水环境质量状况。通报指出，2018年上半年，2050个国家考核断面(1940个国家地表

水评价断面, 110 个为入海河流断面) 全部采用采测分离模式开展监测, 其中, 1940 个国家地表水评价断面中, 实际开展监测的断面 1925 个, 其余 15 个断面因断流、交通阻断等原因未开展监测。总体水质状况。2018 年上半年, 1940 个国家地表水评价断面中, 水质优良 (I ~ III 类) 断面比例为 70.0%, 劣 V 类断面比例为 6.9%。主要污染指标为化学需氧量、总磷和氨氮。

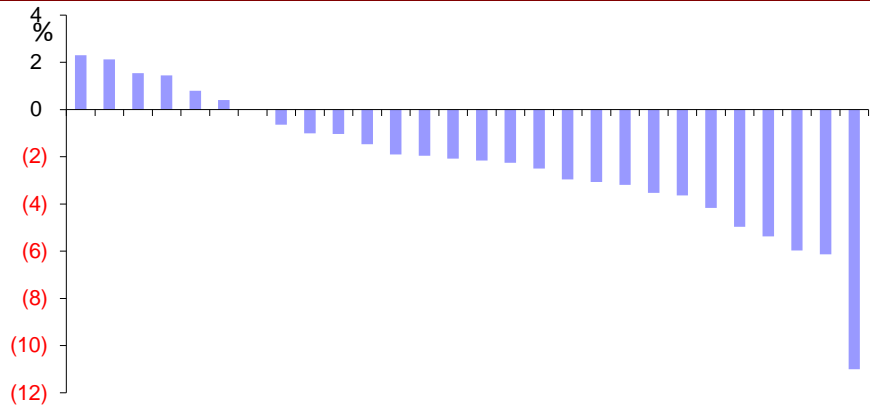
**农业农村部关于深入推进生态环境保护工作的意见。**为贯彻落实《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》和全国生态环境保护大会精神, 农业农村部日前出台关于深入推进生态环境保护工作的意见, 全面部署农业生态环境保护工作。

**生态环境部通报“清废行动 2018”1308 问题整改进展情况和完成督办要求的部级挂牌督办问题。**生态环境部于 2018 年 7 月上旬, 组织开展了“清废行动 2018”核查“回头看”, 抽调全国环保系统精兵强将, 组成 11 个检查组, 对 1308 个问题整改情况逐一进行现场核实, 督促各地进一步明确“清理、溯源、处罚、问责”四项工作标准, 加大整改力度, 严格落实督办要求。目前, 现场核查工作已经结束, 1249 个问题达到四项督办要求 (占比 95.5%), 其中, 111 个部级挂牌督办问题中, 达到四项督办要求的 101 个 (占比 91%)。从各省完成整体情况看, 上海、浙江整改完成比例为 100%, 江苏、安徽、湖北、湖南、云南五省完成比例均达到 95% 以上。目前, 尚有 59 个问题未达到督办要求, 主要原因是部分点位属于历史遗留问题, 固体废物堆存数量大、整治周期长, 或因长江汛期已至, 暂停现场处置等。生态环境部将紧盯剩余问题整改进展, 压实地方整改责任, 对整改工作不力的, 将视情况采取约谈、问责。

- **【风险提示】**政策落实低于预期、项目进展低于预期、大盘系统性风险等。证券投资风险较大, 本报告主要供机构投资者参考, 个人投资者如参考报告进行投资, 请认真阅读末页风险提示和评级说明。



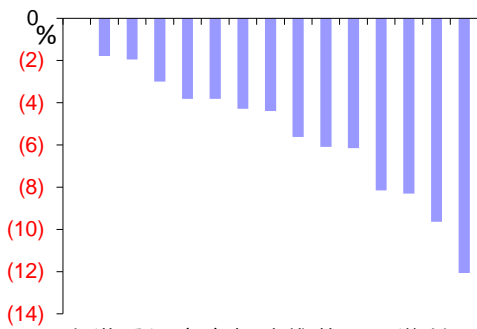
图 3: 电力行业各公司上周涨跌幅比较



福能股份 桂冠电力 三峡能源 华能国际 皖能电力 广核集团 国电电力 川投电力 内蒙电力 深能电力 建投能源 华电国际 大唐发电 海电能源 泽润电力 新电股份 山能电力 山能股份 赣能股份 涪陵电力 鲁能电力 国电股份 华能电力 内蒙电力 深能电力 建投能源 华电国际 大唐发电 海电能源 泽润电力 新电股份 山能电力 山能股份 赣能股份 涪陵电力 鲁能电力 国电股份 华能电力

资料来源: wind,招商证券(截至 8 月 3 日收盘价)

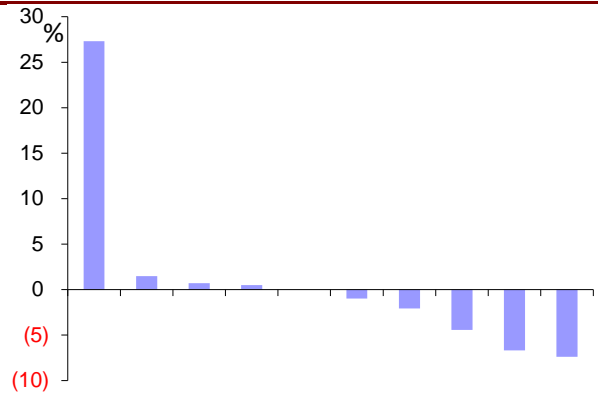
图 4: 水务行业各公司上周涨跌幅比较



兴蓉环境 洪城水务 重庆水务 江南水务 中原水务 中绿水务 武汉水务 钱江水务 首创水务 国创水务 巴安水务 渤海水务 国创水务 海业环保 业环环保 业环环保 业环环保 业环环保

资料来源:wind,招商证券(截至 8 月 3 日收盘价)

图 5: 燃气行业各公司上周涨跌幅比较



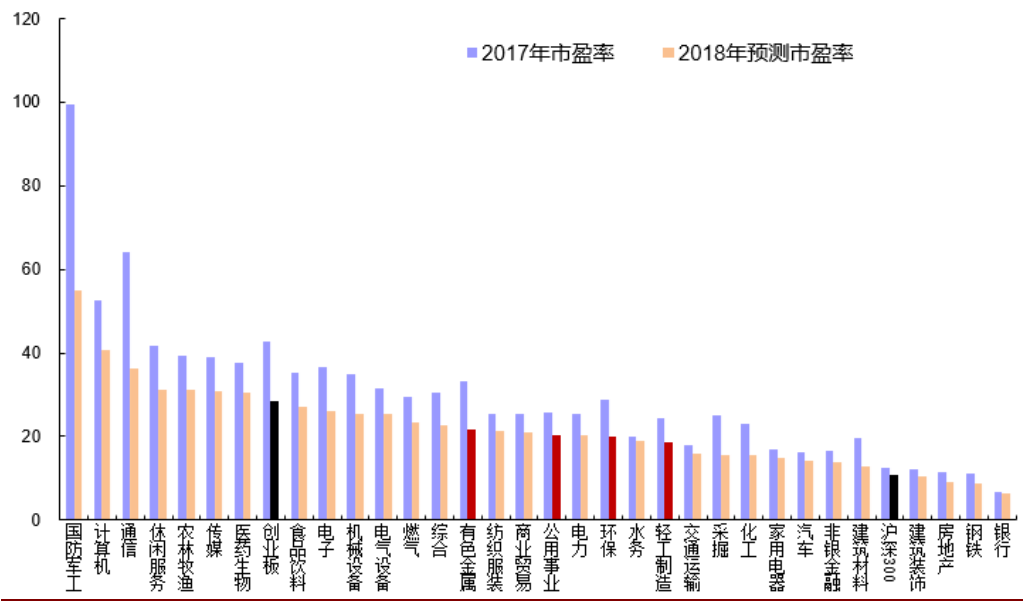
新疆浩源 陕天然气 百川能源 深圳燃气 金鸿控股 长春燃气 国新能源 重庆燃气 中天燃气 大通燃气

资料来源:wind,招商证券(截至 8 月 3 日收盘价)

### 3、上周环保电力板块估值分析

燃气行业的估值在所有板块中居第 13 位，电力居第 19 位，环保居第 20，水务居第 21 位。

图 6:各行业及环保电力各子行业估值比较



资料来源:wind,招商证券(截至8月3日收盘价)

## 二、下周环保电力板块主要事件提醒

表 1: 上市公司大事提醒

公司名称	时间	重要事项
华西能源	2018/8/06	股东大会现场会议登记起始
启迪桑德	2018/8/06	中报预计披露日期
富春环保	2018/8/06	股东大会现场会议登记起始
浙能电力	2018/8/06	股东大会现场会议登记起始
东方能源	2018/8/06	股东大会现场会议登记起始
浙能电力	2018/8/06	股东大会召开
浙能电力	2018/8/06	股东大会互联网投票起始
国投电力	2018/8/06	分红股权登记
国投电力	2018/8/07	分红除权
国投电力	2018/8/07	分红派息
东方能源	2018/8/07	股东大会互联网投票起始
东方能源	2018/8/07	股东大会召开
铁汉生态	2018/8/07	中报预计披露日期
铁汉生态	2018/8/07	股东大会互联网投票起始
东方园林	2018/8/07	中报预计披露日期
华测检测	2018/8/07	股东大会互联网投票起始
富春环保	2018/8/07	股东大会互联网投票起始
瀚蓝环境	2018/8/07	股东大会现场会议登记起始
中天能源	2018/8/07	限售股份上市流通
华西能源	2018/8/08	股东大会互联网投票起始
瀚蓝环境	2018/8/08	中报预计披露日期
铁汉生态	2018/8/08	股东大会召开
华测检测	2018/8/08	股东大会召开
华西能源	2018/8/08	股东大会互联网投票起始
新天然气	2018/8/08	中报预计披露日期
富春环保	2018/8/09	中报预计披露日期
三维丝	2018/8/09	股东大会现场会议登记起始

公司名称	时间	重要事项
华西能源	2018/8/09	股东大会召开
申能股份	2018/8/09	分红股权登记
国投电力	2018/8/09	股东大会现场会议登记起始
申能股份	2018/8/10	分红除权
申能股份	2018/8/10	分红派息
龙源技术	2018/8/10	中报预计披露日期
巴安水务	2018/8/10	股东大会现场会议登记起始
伟明环保	2018/8/11	中报预计披露日期
重庆水务	2018/8/11	中报预计披露日期
三维丝	2018/8/12	股东大会互联网投票起始

资料来源:WIND,招商证券

### 三、近期研究成果

#### (一) 盈峰环境 (000967.SZ) —— 并购中联环境，环境综合龙头隐现

##### 事件：

公司拟发行股份收购中联环境 100% 股权，切入环卫行业，中联在环卫设备领域处于绝对龙头，在环卫服务领域排名市场前十，技术、资金、渠道优势兼备，环卫为难得的较长成长性及较好现金流兼具行业，长期成长持续看好。同时，此次并购也标志着公司环保业务版图进一步完善，形成“监测+治理（污水、VOC 废气、土壤修复、垃圾焚烧）+环卫”的较长互补产业链条，“高端装备制造+环境综合服务商”战略值得期待。按照并购后的合计计算，公司当前总市值排名环保业内第五，且业绩确定性强，弹性空间充足，环境综合龙头隐现，“强烈推荐-A”评级。

##### 评论：

##### 1、强强联合，重大资产重组又塑新龙头。

2018 年 7 月 17 日，盈峰环境 (SZ.000967) 发布重大资产重组报告书，公司拟通过发行股份的方式购买长沙中联重科环境产业有限公司 100.00% 股权，中联环境 100% 股权的交易价格为 152.5 亿元，盈峰环境向宁波盈峰等 8 名股东发行的股票总股数为 1,996,073,294 股，发行价格为 7.64 元/股。此次并购完成后，上市公司将进一步完善环保产业，巩固行业龙头地位，大幅提高盈利能力。

##### (1) 重组基本方案。

2018 年 7 月 17 日，上市公司与中联环境、宁波盈峰、中联重科、弘创投资、粤民投盈联、绿联君和、宁波盈太、宁波中峰、宁波联太签署了《发行股份购买资产协议》。根据《资产评估报告》，中联环境在评估基准日（2018 年 4 月 30 日）按收益法评估的评估价值为 152.74 亿元。经盈峰环境与宁波盈峰等 8 名股东协商一致，确定中联环境 100% 股权的交易价格为 152.50 亿元。

本次交易由上市公司以发行股份方式支付，发行价格 7.64 元/股、交易价格 152.50 亿元测算，向宁波盈峰等 8 名股东发行的股票总股数为 1,996,073,294 股。交易对方出售中联环境股权的交易价格及支付情况如下：

表 1、交易对方出售中联环境股权的交易价格及支付情况

序号	交易对方	持有中联环境 股权比例 (%)	获取对价	
			金额 (万元)	股票数量 (股)
1	宁波盈峰	51	777,750.00	1,017,997,382
2	中联重科	20	305,000.00	399,214,659
3	弘创投资	15.5517	237,163.79	310,423,813
4	粤民投盈联	4	61,000.00	79,842,931
5	绿联君和	3.4483	52,586.21	68,830,113
6	宁波盈太	2.0497	31,257.92	40,913,514
7	宁波中峰	2.011	30,667.75	40,141,033

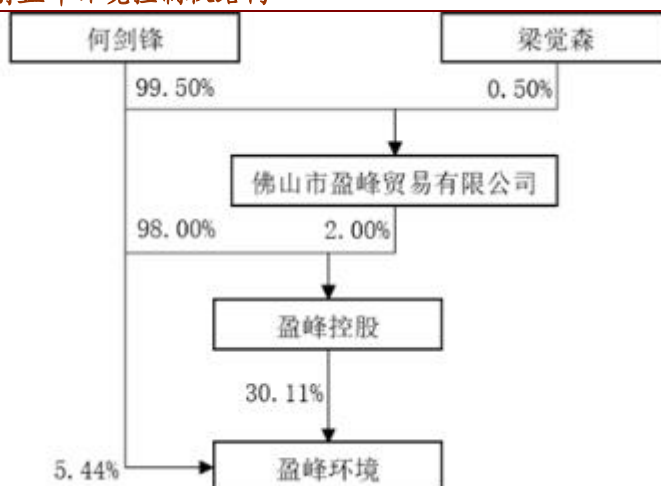
8 宁波联太	1.9393	29,574.32	38,709,849
合计	100	1,525,000.00	1,996,073,294

资料来源：公司公告、招商证券

(2) 交易前后股东结构。

截至 2018 年 4 月 30 日，何剑锋直接持有公司股份 6,351.4690 万股，占公司总股本的 5.4426%；此外，何剑锋同时通过盈峰控股间接持有公司 30.1064%的股份。何剑锋直接和间接合计持有公司 35.5490%的股份，为公司的实际控制人。本次交易完成后，何剑锋直接及间接（通过盈峰控股及宁波盈峰持有）合计持有上市公司股权比例为 45.2995%，仍为上市公司的实际控制人，且持股比例进一步提高，公司控制权未受影响。中联重科持有上市公司 12.6211%的股权，为上市公司第二大股东。

图 1、交易前盈峰环境控制权结构



资料来源：公司公告、招商证券

本次交易完成前后，盈峰环境股东持股结构变化情况如下表：

表 2、交易前后盈峰环境股东持股结构变化情况

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后	
		持股数 (万股)	股权比例 (%)	持股数 (万股)	股权比例 (%)
1	盈峰控股	35,133.83	30.106	35,133.83	11.108
2	ZG 香港	10,955.67	9.388	10,955.67	3.4636
3	太海联	7,205.66	6.1746	7,205.66	2.2781
4	何剑锋	6,351.47	5.4426	6,351.47	2.008
5	宁波盈峰	-	-	101,799.74	32.184
6	中联重科	-	-	39,921.47	12.621
7	弘创投资	-	-	31,042.38	9.814
8	粤民投盈联	-	-	7,984.29	2.5242
9	绿联君和	-	-	6,883.01	2.1761
10	宁波盈太	-	-	4,091.35	1.2935
11	宁波中峰	-	-	4,014.10	1.2691
12	宁波联太	-	-	3,870.98	1.2238
合计		59,646.63	51.112	259,253.96	81.963

资料来源：公司公告、招商证券

### (3) 盈利承诺及补偿措施。

宁波盈峰等 8 名交易对方承诺：若标的公司股权交割于 2018 年完成的，则中联环境在 2018 年度、2019 年度、2020 年度承诺净利润（即“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润”）分别为不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元；若标的公司股权交割于 2019 年完成的，则中联环境在 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度承诺净利润（即“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润”）承诺净利润分别不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元、18.34 亿元。

收购对价对应 2018 年业绩预期，PE 为 15.3 倍，收购估值合理。

中联环境在利润承诺期内实现的累计净利润数未达到承诺累计净利润数的，则由宁波盈峰等 8 名股东按照补偿顺位及其相对持股比例向盈峰环境优先进行股份补偿，即盈峰环境将以总价人民币 1 元的价格回购应补偿的股份数量并注销该部分回购股份。股份不足以补偿的，应以现金进行补偿。

在触及业绩承诺补偿或减值测试补偿时，首先由第一顺位补偿义务人按本次交易前其在标的公司相对持股比例履行股份补偿义务。当第一顺序补偿义务人根据协议约定获得的全部股份不足以补偿时，不足部分由第二顺序补偿义务人按本次交易前其在标的公司相对持股比例履行补偿义务。

表 3、盈利承诺补偿义务人和补偿顺序

序号	补偿顺序	补偿义务人	补偿方式
1	第一顺位	宁波盈峰、宁波盈太、宁波中峰、宁波联太	股份补偿+
2	第二顺位	中联重科、弘创投资、粤民投盈联、绿联君和	现金补偿

资料来源：公司公告、招商证券

标的公司控股股东宁波盈峰及核心管理团队的持股平台宁波盈太、宁波中峰、宁波联太，以其获取的全部股份对价对标的公司的整体业绩承诺实现第一顺位的利润补偿责任，同时，在《发行股份购买资产协议》中也对核心管理团队的任职期限、竞业禁止进行了详细约定，因此对标的公司核心管理团队实现业绩承诺能够形成较强激励和约束作用。

### (4) 资产规模及盈利能力显著增强。

根据备考合并利润表，本次交易后上市公司资产、营业收入和净利润提升幅度较大，截至 2018 年 4 月 30 日资产情况，公司重组完成后，资产总额增长 212.6%，2017 年度营业收入、归属净利润较重组前分别增长 130.9%、205.8%，基本每股收益增长 15.6%（如表 4）。同时，重组后，2017 年度公司的毛利率将提升 4.64 个 pct，净利率提升 2.30 个 pct（如表 5），显著增强盈利能力。

本次交易前后上市公司主要财务数据比较如下：

表 4、方案实施前后公司主要财务数据变化（单位：万元）

项目	2018 年 4 月 30 日/2018 年 1-4 月			2017 年 12 月 31 日/2017 年度		
	交易前	交易后	增厚比例	交易前	交易后	增厚比例

资产总额	835,369.90	2,611,016.52	212.6%	814,664.90	2,416,997.34	196.7%
负债总额	388,837.30	1,232,096.13	216.9%	369,644.37	1,057,947.39	186.2%
归属于母公司所有者权益	434,350.15	1,366,528.20	214.6%	433,616.96	1,347,429.74	210.7%
营业收入	151,278.29	338,246.13	123.6%	489,838.90	1,131,267.25	130.9%
营业利润	10,149.21	32,406.56	219.3%	40,367.07	126,715.11	213.9%
利润总额	10,012.78	31,889.11	218.5%	41,041.65	127,847.62	211.5%
归属于母公司所有者的净利润	7,026.56	25,391.82	261.4%	35,265.66	107,855.17	205.8%
基本每股收益 (元/股)	0.06	0.09	50.0%	0.32	0.37	15.6%

资料来源：公司公告、招商证券

本次交易对上市公司盈利能力的影响如下：

表 5、方案实施前后公司盈利能力变化

项目	2018 年 1-4 月			2017 年度		
	交易前	交易后	增长	交易前	交易后	增长
毛利率 (%)	15.4	22.04	6.64	19.26	23.9	4.64
净利率 (%)	4.76	7.56	2.80	7.21	9.51	2.30

资料来源：公司公告、招商证券

#### (5) 标的公司资产重组历程。

长沙中联重科环境产业有限公司原名长沙中联重科环卫机械有限公司。中联机械由中联重科于 2012 年 2 月 27 日出资设立。2016 年 3 月，公司由长沙中联重科环卫机械有限公司正式更名为长沙中联重科环境产业有限公司。至此，中联环境仍为中联重科全资子公司。

2017 年，为进一步集中资源和优势发展核心主业，中联重科将环卫业务部门的业务和资产注入全资子公司中联环境，并出售中联环境 80% 的股权，交易对价为 116 亿元，对应中联环境整体估值水平为 145 亿元，对应中联环境 2016 年模拟净利润的 19.2 倍。2017 年 5 月 21 日，中联重科与盈峰控股、弘创投资、粤民投盈联和绿联君和签署了《股权转让协议》，以人民币 116 亿元的价格向受让方合计转让中联环境 80% 的股权，其中 51% 的中联环境股权由盈峰控股受让，价格为人民币 73.95 亿元；4% 的中联环境股权由粤民投盈联受让，价格为人民币 5.8 亿元；21.5517% 的中联环境股权由弘创投资受让，价格为人民币 31.25 亿元；3.4483% 的中联环境股权由绿联君和受让，价格为人民币 5 亿元。2017 年 6 月 27 日，中联重科召开 2016 年年度股东大会审议通过《公司关于出售长沙中联重科环境产业有限公司控股权暨关联交易的议案》。

2017 年 9 月 26 日，中联环境召开股东会并作出决议，同意弘创投资将持有中联环境 2.0497% 的股权以 3.009549 亿元的价格转让给宁波盈太，同意将持有中联环境 2.0110% 的股权以 2.952727 亿元的价格转让给宁波中峰，同意将其所持中联环境 1.9393% 的股权以 2.847450 亿元的价格转让给宁波联太，交易对价由双方协商确定。宁波盈太、宁波中峰和宁波联太均为公司核心管理团队的持股平台。2017 年 9 月 26



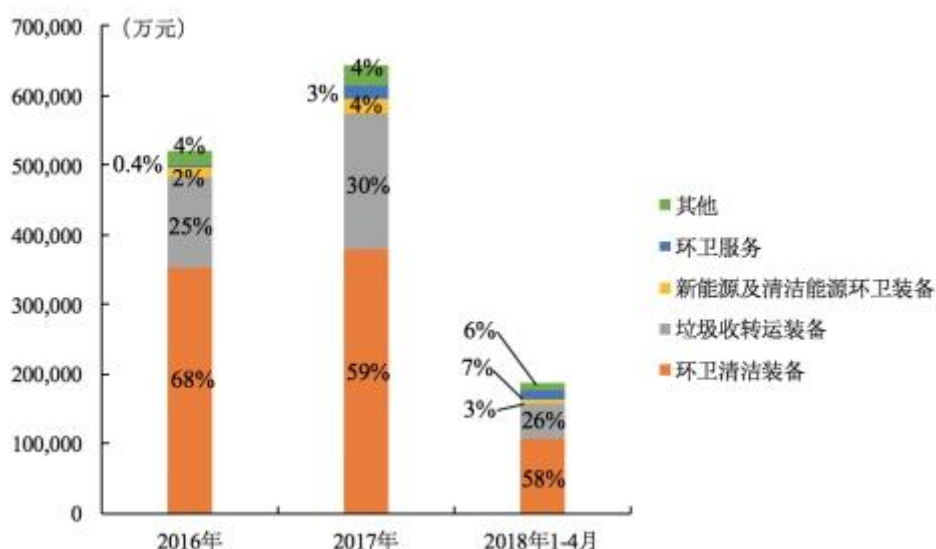
中联环境 2016、2017 和 2018 年 1-4 月分别实现营业收入 52.04 亿、64.27 亿和 18.72 亿元，对应归属净利润分别为 6.89 亿、7.59 亿和 2.08 亿。

公司营业收入主要由环卫装备及环卫服务两部分构成。

其中，环卫装备销售是标的公司最重要的利润来源。2017 年，环卫装备占公司总营收的 93%，其中环卫清洁装备占比 59%，垃圾收转运装备占比 30%，新能源及清洁能源环卫装备占比 4%。

自 2016 年起，中联环境积极向环卫服务领域拓展业务，2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月占营业收入比重分别为 0.44%、2.81%和 6.95%，占比提升迅速，2017 年比 2016 年大幅增长 695.37%。

图 4、中联环境主营收入及占比



资料来源：公司公告、招商证券

(2) 环卫装备绝对龙头，量价均远超可比公司。

i. 市占率第一，量价均超可比公司

中联环境依托较强的科研实力、领先的环境装备生产制造能力和较为完善的全国营销网络，建构了国内较为完善的环卫装备产品线，产品行业占有率连续 15 年排名全国第一。

中国汽车技术研究中心数据显示，2016-2017 年中联环境整体环卫车辆辆数占市场总量比重分别为 16.50%和 13.71%，远超过第二名龙马环卫 7.39%和 5.85%的市占率。

表 6、2016-2017 中联环境产品市占率

市占率	2016 年	2017 年
环卫清洁类	23.79%	15.62%
垃圾收转类	10.51%	11.72%
环卫车辆总计	16.50%	13.71%

资料来源：公司公告、招商证券

公司总体的产销量、平均销售单价和销售收入情况如下，2018 前四个月产量已接近龙马环卫全年产量。公司 2016、2017 年平均装备价格分别为 32.5、32.1 万元，龙

马环卫 2016、2017 年的平均装备价格分别为 23.5、30.0 万元，与中联环境仍存在一定差距。

表 7、公司产销量、平均销售单价和销售收入情况

类别		产量(台、套)	销量(台、套)	销售收入(万元)	平均销售单价(万元)
2018 年 1-4 月	环卫清洁装备	4,118	2,843	108,506.89	38.17
	垃圾收转运装备	2,953	2,131	49,155.30	23.07
	新能源及清洁能源环卫装备	99	117	4,767.44	40.75
	合计	7,170	5,091	162,429.63	31.91
2017 年度	环卫清洁装备	10,187	9,717	378,168.60	38.92
	垃圾收转运装备	8,915	8,384	195,211.53	23.28
	新能源及清洁能源环卫装备	475	482	23,035.22	47.79
	合计	19,577	18,583	596,415.36	32.09
2016 年度	环卫清洁装备	9,104	9,393	353,839.39	37.67
	垃圾收转运装备	5,504	5,620	130,774.71	23.27
	新能源及清洁能源环卫装备	240	274	12,414.55	45.31
	合计	14,848	15,287	497,028.65	32.51

资料来源：公司公告、招商证券

此外，从环卫装备业务的营业收入规模来看，2017 年中联环境环卫装备营业收入为 59.64 亿元，而 2017 年龙马环卫、启迪桑德、航天晨光环卫装备业务收入分别为 24.32 亿、17.88 亿、7.70 亿元，中联环境收入规模远大于同行业可比上市公司，且高于上述三者之和，行业龙头优势显著。

表 8、可比公司环卫装备业务收入规模比较情况

公司	2016 年(万元)	2017 年(万元)
龙马环卫	189,180.45	243,153.06
启迪桑德	79,315.42	178,778.95
航天晨光	70,407.64	77,039.15
上述同行业上市公司平均值	112,967.84	166,323.72
上述同行业上市公司合计数	338,903.51	498,971.16
中联环境	497,028.65	596,415.36

资料来源：公司公告、招商证券

ii 技术行业领先，创造新的增长点

**研发能力是公司的一大核心优势。**中联环境为高新技术企业，前身早在 1996 年便涉足环卫装备的研发、生产和销售，并在 2010 年成立城市公共装备技术研究院，过往丰富的行业经验使得中联环境具备良好的技术底蕴及扎实的技术基础。截至 2018 年 4 月 30 日共取得专利授权 609 项，并牵头制订了多项国家、行业、地方标准，拥有省级研究中心，曾获得“湖南省十大知识产权领军企业”称号，并荣获中国机械工业科学技术奖、湖南省科学技术进步奖、华夏建设科学技术奖等奖项。

**现阶段，中联环境在环卫装备及环卫服务领域所掌握的技术均位居行业前沿。**环卫装备领域，公司拥有行业内完善的环卫装备产业链型号，可满足全国各地的大部分环卫装备需求，亦成功掌握了**新能源环卫装备开发、环卫智慧作业机器人开发、无人驾驶环卫装备开发**等多项行业领先技术。在环卫服务领域，中联环境已掌握**智慧环卫云平台**的开发及应用等技术，有效提升环卫服务的运营效率和作业质量。

图 5、中联环境四大领先技术



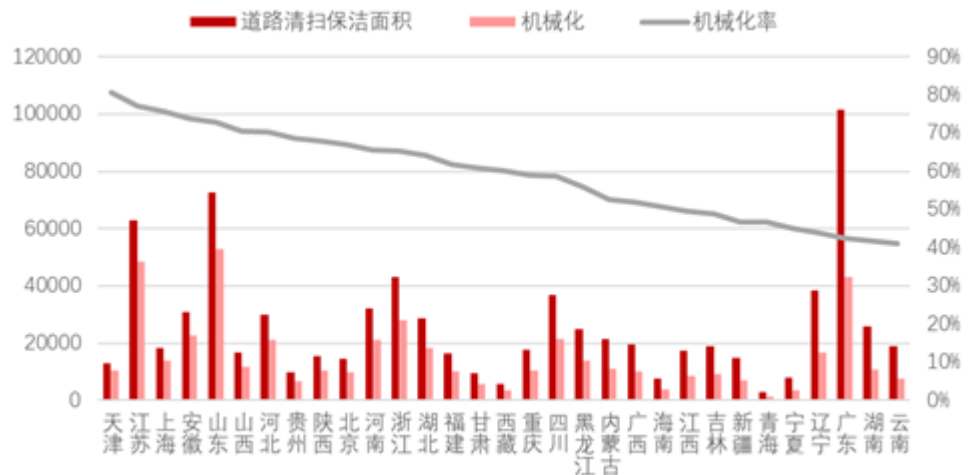
资料来源：公司公告、招商证券

研发优势一方面将有效保证旗下产品及服务具备强有力的市场竞争力，支撑其业务的持续发展。另一方面，通过降低环卫人员劳动强度、提高环卫整体作业效率、降低环卫行业管理成本、提升环卫行业整体经济效益，将加快环卫行业机械化、智能化的步伐。

iii 政策+人口结构，驱动市场持续高增

机械化率的持续提升是环卫设备销量增长的主要推动力。2018年7月3日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，其中提及：1、道路清扫机械化率：2020年底前，地级及以上城市达70%以上，县城60%以上，重点地区显著提高；2、重点区域新增和更新公交、环卫等车辆使用新能源或清洁能源的占比达80%。据统计，2016年，全国城市环卫机械化率59.7%，县城环卫机械化率50.7%，均存在10%以上的提升空间，环卫机械化装备市场加速在即。分省市看，机械化率最高的城市是天津，达到81%。其次为江苏、上海、安徽、山东等省份，而机械化率最低的云南，机械化率只有40%。整体上看，东部发达地区环卫机械化率更高。而发达国家城市环卫机械化率可达80%，与之相比，我国环卫产业机械化水平仍有较大发展空间。

图 6、2016 年各省市道路机械化清扫情况



资料来源：城乡建设统计年鉴、招商证券

此外，我国城乡劳动力的成本提升、人口老龄化趋势、道路面积的增长以及城镇居民对环卫清洁效果要求的提高，共同助推环卫产业机械化的发展趋势。根据全国老龄人口委员会预测，到2020年我国老年人口将达到2.48亿，老龄化水平达到17.17%，将加大环卫服务领域的劳动力短缺压力。根据《中国专用汽车行业月度数据服务报告》统计，2016年国内一台大型环卫清扫车加上两名司机轮班一年的清扫成本为72万元，较人工清扫传统模式节约成本28.7%。因此，劳动力成本提升、未来老龄化趋势成为提高环卫机械化率成为环卫发展的必要要求。

随着政府推出的“双创城市”“美丽乡村建设”“蓝天保卫战”等一系列环保政策的落地实施，必然会刺激释放更多市场空间。

预计未来三年内，环卫装备市场将维持20%以上的行业增速，中联环境作为技术见长的龙头将显著受益。

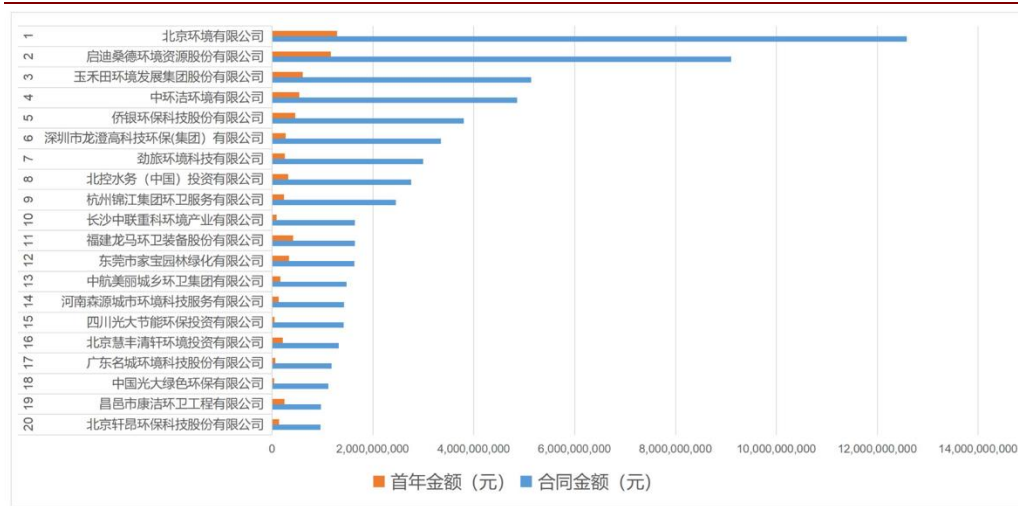
(3) 环卫服务在手订单充足，持续稳定增长确定性强。

i 合同额排名前十，平均年限较长

中联环境自2015年转型以来，其环卫服务业务量亦不断提升。通过统计易标通及环境司南数据显示，中联环境2016至2018年5月份城乡环卫一体化PPP项目中标数量及合同总金额排名均为行业前十。

从2018年上半年中标情况来看，中联环境合同总金额占行业总金额1.6%，首年金额占行业首年总额0.4%，位列第十。中标项目数量3个，均为PPP项目，PPP项目数位于第四。根据中标总额和首年金额，测算得公司中标项目平均年限18年。

图 1、2018 上半年合同金额 Top20 企业



资料来源：环境司南、招商证券

表 9、前十名企业中标金额信息

序号	中标公司	合同金额 (元)	首年金额 (元)	重点市场	项目数量	省份	PPP	垃圾分类
1	北京环境	12,584,232,673	1,289,239,715	全国	18	11	5	是
2	启迪桑德	9,107,681,850	1,166,931,235	全国	41	16	6	是
3	玉和田	5,139,772,987	611,332,706	全国	15	8	4	
4	中环洁	4,859,100,957	540,098,048	全国	6	3	2	

5	侨银环保	3,797,396,249	462,849,817	全国	24	7	2	是
6	深圳龙澄	3,353,569,736	268,962,981	全国	10	5	2	
7	劲旅环境	2,998,309,124	253,022,261	安徽/江西	7	3	2	
8	北控水务	2,762,012,183	322,313,799	全国	16	12	2	
9	锦江环卫	2,453,403,703	235,659,165	全国	7	4	1	
10	中联环境	1,643,794,959	91,305,827	贵州/湖南	3	2	3	

资料来源：环境司南、招商证券

根据公司官网及公告相关信息统计，2016 年至今公司新中标环卫服务项目总金额约 77.4 亿元，年化合同金额约 4 亿元，平均合作年限接近 20 年。充足的在手订单，较长的平均合作年限，确保了公司环卫服务业务的长期稳定增长。

表 10、中联环境环卫服务订单统计

项目	日期	项目总金额 (亿元)	合同期限	年化合同金额 (万元)
石门县城乡环卫一体化 PPP 项目	2016 年 5 月	7.85	20 年	3926.00
江西省定南县镇村生活垃圾清运项目	2016 年 5 月	0.93	27 年	345.00
娄底市城市生活垃圾中转站提质改造及运营管理特许经营项目	2016 年 10 月	4.00	20 年	2000.00
中方县农村生活垃圾收运一体化 PPP 项目	2016 年 12 月	3.59	29 年	1237.93
张家界市永定区生活垃圾收运工程 PPP 项目(一期)	2017 年 1 月	2.88	14 年	2057.00
慈利县城乡环卫一体化 PPP 项目(一期)	2017 年 2 月	5.59	20 年	2795.00
江西省会昌县乡镇(村)生活垃圾清运项目	2017 年 3 月	0.45	5 年	900.00
安化县城乡环卫一体化垃圾收运体系 PPP 项目	2017 年 4 月	4.20	25 年	1680.00
花垣县城乡环卫一体化 PPP 项目	2017 年 5 月	2.70	27 年	1000.00
贵州省黔西县城乡生活垃圾收运系统 PPP 项目	2017 年 6 月	2.10	15 年	1400.00
湖南省隆回县环境保护局农村垃圾收运试运营项目	2017 年 6 月	0.17		3300.36
汉寿县城乡环卫一体化 PPP 项目(一期)	2017 年 7 月	1.57	20 年	747.62
扶绥县农村垃圾收镇运 PPP 项目协议	2017 年 7 月	4.80	30 年	1600.00
湖南省耒阳市农村生活垃圾收运一体化试运营项目	2017 年 8 月	0.02		
云南省姚安县智慧城乡环卫一体化 PPP 项目	2017 年 9 月	9.29	30 年	3071.00
宁远县城乡环卫一体化——农村生活垃圾收转运 PPP 项目	2017 年 11 月	1.43	10 年	1361.90
湖南省怀化市洪江区城乡环卫一体化 PPP 项目	2017 年 11 月	3.20	30 年	1067.00
广西壮族自治区上思县城乡环卫一体化试运行	2017 年 12 月	0.04		
广东省汕头市潮南区生活垃圾压缩转运 PPP 项目	2017 年 12 月	6.90	15 年	4451.60
广东省连平县城乡环卫一体化 PPP 项目	2018 年 1 月	8.32	25 年	3200.00
凯里市生活垃圾收运系统二期工程 PPP 项目	2018 年 4 月	7.37	19 年	3876.79
<b>合计</b>		<b>77.40</b>		<b>40017.20</b>

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

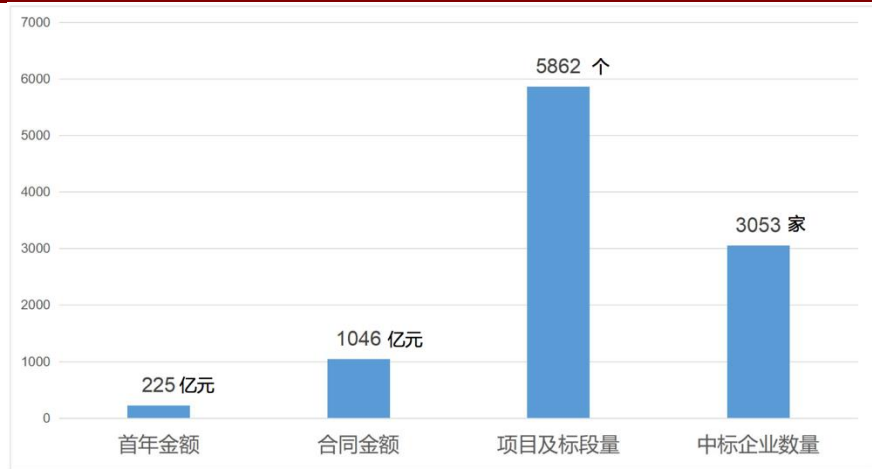
ii 环卫服务市场空间广阔，装备优势推动公司服务市场扩张。

目前我国环卫服务市场化率仅为 20%-30%左右，发达国家市场化率约为 80%，我国环卫行业市场化率尚有较大提升空间。

2018 上半年，全国共开标环卫市场化项目/标段 5862 个，合同总金额 1046 亿元，已超过 2016 年全年新签项目合同金额，新签项目首年金额也高达 225 亿，中

标企业数量超过 3000 家。无论从招投标项目数量、合同金额和新签项目首年金额等均创历史新高，呈现高景气度现状。

图 2、2018 上半年市场化订单概况



资料来源：环境司南、招商证券

根据《2016 年城乡建设统计公报》，2016 年年末，全国城市道路清扫保洁面积 79.5 亿平方米，其中机械清扫面积 47.5 亿平方米，机械清扫率 59.7%。全年清运生活垃圾、粪便 2.17 亿吨，比上年增长 5.3%。公共厕所 12.98 万座。全国县城道路清扫保洁面积 25.1 亿平方米，其中机械清扫面积 12.7 亿平方米，机械清扫率 50.7%。全年清运生活垃圾、粪便 0.71 亿吨，比上年减少 0.8%。公共厕所 4.36 万座。在建制镇、乡和镇乡级特殊区域建成区内，铺装道路面积 29.8 亿平方米，公共厕所 15.2 万座。

以六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目（清扫保洁：1.09 元/月/平方米；收运：95 元/吨），昆明市五华区环卫一体化 PPP 项目（道路清扫保洁一级道路：14.45 元/平米/年；二级道路：9.95 元/平米/年；三级道路：7.85 元/平米/年；四级道路：6.58 元/平米/年；垃圾清运：143.25 元/吨；公厕运营管理：12.55 万元/座/年）等环卫项目为参考，假设城市道路清扫保洁价格 10 元/平米/年，垃圾清运 100 元/吨，公厕运营管理 12 万元/座/年，县城、乡镇服务单价假设递减。

以近三年城市道路清扫保洁面积、生活垃圾清运量、公厕总数平均增速作为参考，可测算得 2018 年预计清扫面积、清运量、公厕总数。预计 2018 年环卫服务市场空间接近 2000 亿元/年。若假设保持同样的增速至 2020 年，服务单价两年内增长 10%，则 2020 年环卫服务市场空间将达 2400 亿元/年。

表 11、环卫市场空间测算

区域	项目	2016 清扫面积/清运量	增速假设	2018 年清扫面积/清运量	单价 (元/平米或元/吨或万元/座)	2018 市场规模预计 (亿元)
城市	道路清扫面积 (亿平米)	79.5	7%	91.02	10	910.20
	垃圾、粪便清运量 (亿吨)	2.17	5%	2.39	100	239.24
	公共厕所数量 (万座)	12.98	2%	13.50	12	162.05
县城	道路清扫面积 (亿平米)	25.1	7%	28.74	8	229.90

敬请阅读末页的重要说明

区域	项目	2016 清扫面积/ 清运量	增速假设	2018 年清扫面积/ 清运量	单价 (元/平米或元/吨或 万元/座)	2018 市场规模预计 (亿元)
	垃圾、粪便清运量 (亿吨)	0.71	5%	0.78	70	54.79
	公共厕所数量 (万座)	4.36	2%	4.54	10	45.36
乡镇	道路铺装面积 (亿平米)	29.8	7%	34.12	6	204.71
	垃圾、粪便清运量 (亿吨)	-				
	公共厕所数量 (万座)	15.20	2%	15.81	8	126.51
<b>合计</b>						<b>1972.76</b>

资料来源：2016 年城乡统计年鉴，公司公告，招商证券

预期未来几年，我国环卫市场化率有望加速提高，同时将伴随行业集中度的提升，在政府关系积累、资本、管理经验、品牌、成本协同等方面具有较强优势的环卫企业，有望抓住本轮市场化释放机遇，享受到行业整体高速增长下所带来的成长红利。

公司在装备领域所积累的技术、渠道优势，实际控制人所具备的资本优势，将帮助公司在未来环卫服务市场的竞争中脱颖而出，占据龙头地位，市占率提升空间值得期待。

### (3) 维持高毛利率低费用率，盈利能力较强。

技术优势为公司带来了高单价和高毛利，管理优势为公司带来了低费用率和高净利，规模领先的前提下，公司的盈利能力同样保持着行业领先的位置。

#### i 毛利率分析

2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月中联环境综合毛利率水平分别为 28.11%、27.39%、27.38%，维持在稳定较高水平。

选取同行业的龙马环卫，以及启迪桑德、航天晨光相关业务板块毛利进行对比。2016 年至 2017 年，中联环境毛利率水平与同行业可比公司对比情况如下表所示：

表 12、可比公司环卫业务毛利率比较

公司简称	2017 年度(%)	2016 年度(%)
龙马环卫	26.88	30.88
启迪桑德	17.08	17.61
航天晨光	22.04	22.89
平均	22	23.79
中联环境	27.39	28.11

资料来源：公司公告、招商证券

启迪桑德环卫服务业务板块主要包括毛利率较低的环卫业务运营服务，故其毛利率水平与同行业可比公司相比较低。航天晨光的环卫设备板块主要涉及压缩式垃圾车、吸污车等基本环卫设备，与中联环境、龙马环卫相比，航天晨光在环卫服务市场化、资源投入、战略合作、服务水平上存在一定的差距，故其毛利率水平较低。中联环境毛利率较高于同行业上市公司平均值，与行业主要企业之一龙马环卫较为接近。

分业务来看，环卫装备板块，2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月公司环卫装备平均毛利率分别为 28.63%、28.14%和 28.17%，毛利率相对较高，主要原因是公司

生产的环卫装备具有制造工艺复杂、专用性强、技术性高等特点，附加值较高。

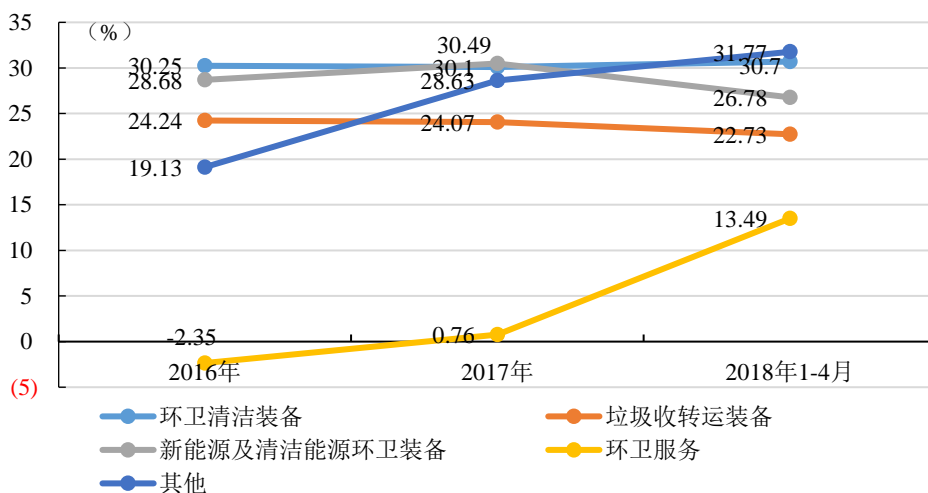
其中，公司环卫清洁装备 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月毛利率分别为 30.25%、30.10%和 30.70%，在报告期内保持相对稳定，毛利率一直维持 30%以上的水平。

公司垃圾收转运装备 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月毛利率分别为 24.24%、24.07%和 22.73%，由于垃圾收转运装备内垃圾车产品原材料成本上涨，毛利率略有下降。

公司新能源及清洁能源环卫装备 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月毛利率分别为 28.68%、30.49%和 26.78%，由于新能源及清洁能源环卫装备内产品销售结构的变化，毛利率略有波动。

自 2016 年起，公司向环卫服务领域拓展业务，由于 2016 年至 2017 年环卫服务运营项目处于项目建设期，前期投入成本大，但环卫服务销售收入金额较小，导致 2016 年至 2017 年的环卫服务毛利率为负值或数值较小。2018 年以来，标的公司的部分环卫服务运营项目已进入运营期，取得稳定的销售收入，其毛利率为 13.49%。

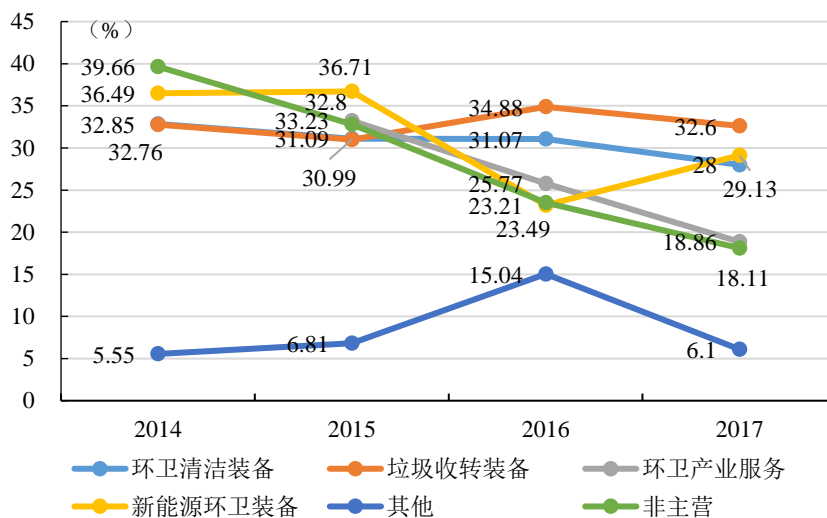
图 3、中联环境分业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

龙马环卫与公司业务板块拆分基本一致，因次分业务进行毛利率的比对如下。

图 4、龙马环卫分业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

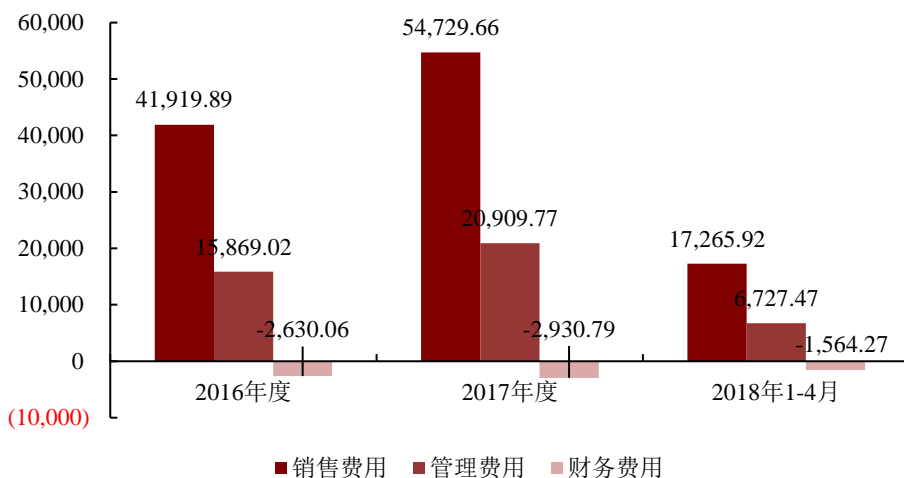
龙马环卫同样呈现出了装备板块毛利率有所下降的趋势，且下降幅度高于中联环境。其实，2016年清洁装备毛利率高于中联环境，而2017年清洁装备毛利率显著低于中联环境。垃圾收转装备维持在30%以上，显著高于中联环境22%-24%的毛利率水平。新能源环卫装备与中联环境一样呈现出毛利率波动较大的特征。龙马环卫环卫服务业务毛利率逐年下降，且下降幅度较大，但始终远高于中联环境环卫服务的毛利率。

总的来看，中联环境毛利率与龙马环卫水平接近，2017年公司已超过龙马环卫的毛利率水平，体现出更为稳定的盈利能力。

### ii 期间费用及净利率分析

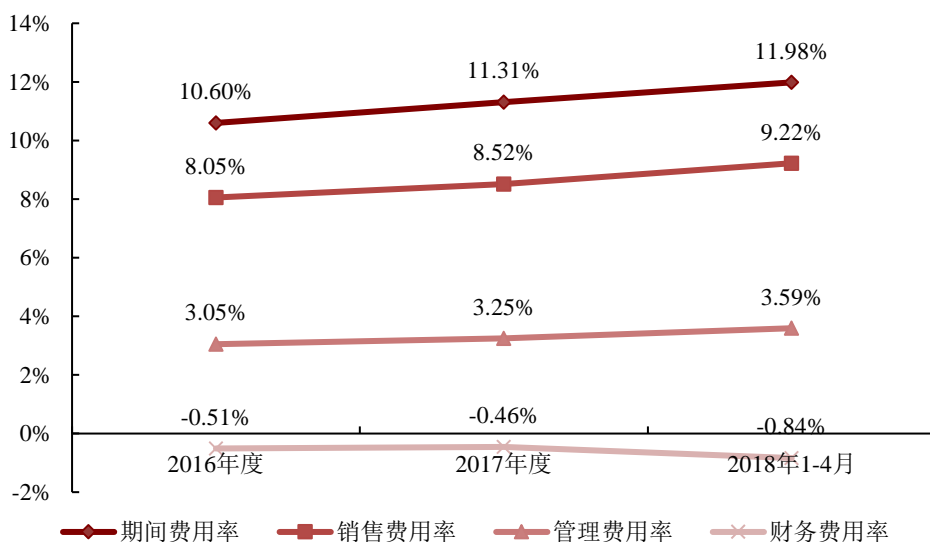
16年以来，公司期间费用率呈现小幅上升的趋势，主要来自销售费用率上升的影响，推测可能与客户结构从政府部门逐渐向第三方环卫服务机构转变有关。

### 5、公司近年期间费用情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 6、公司近年期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

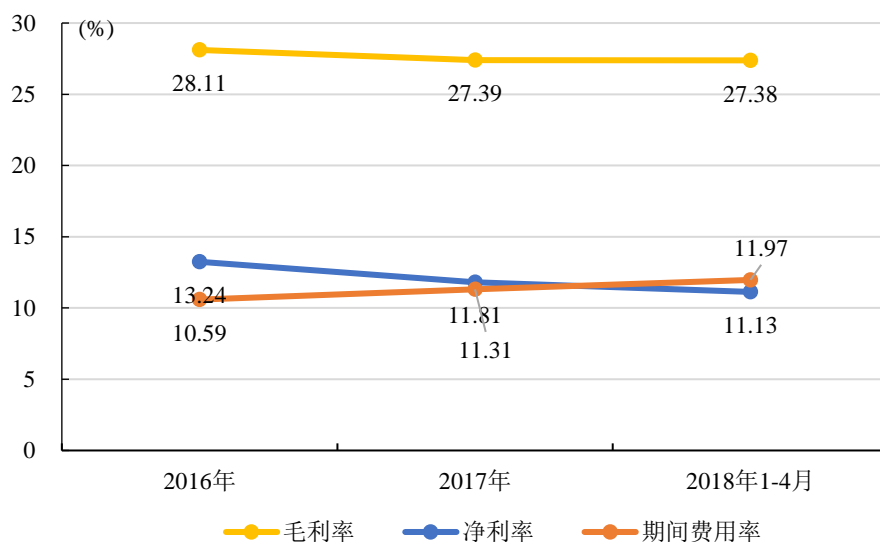
销售费用主要由工资福利保险及住房公积金、运输及装卸费和代理费等构成，随着业务规模增长而增长，2016年、2017年和2018年1-4月占营业收入比重分别为8.05%、8.52%和9.22%，呈小幅上升趋势。

管理费用主要由工资福利保险及住房公积金、折旧及摊销费和技术开发费等构成。其中，标的公司作为技术推动型企业，持续大力投入新产品、新技术研发，技术开发费是管理费用的主要构成，2016年、2017年和2018年1-4月占管理费用的比重分别为29.81%、42.27%和24.09%，管理费用占营业收入比重分别为3.05%、3.25%和3.59%，保持基本稳定。

财务费用始终为负，且有所降低，主要是利息收入增加、实现融资收益增加及手续费减少所致，也体现出了公司较好的现金状况。

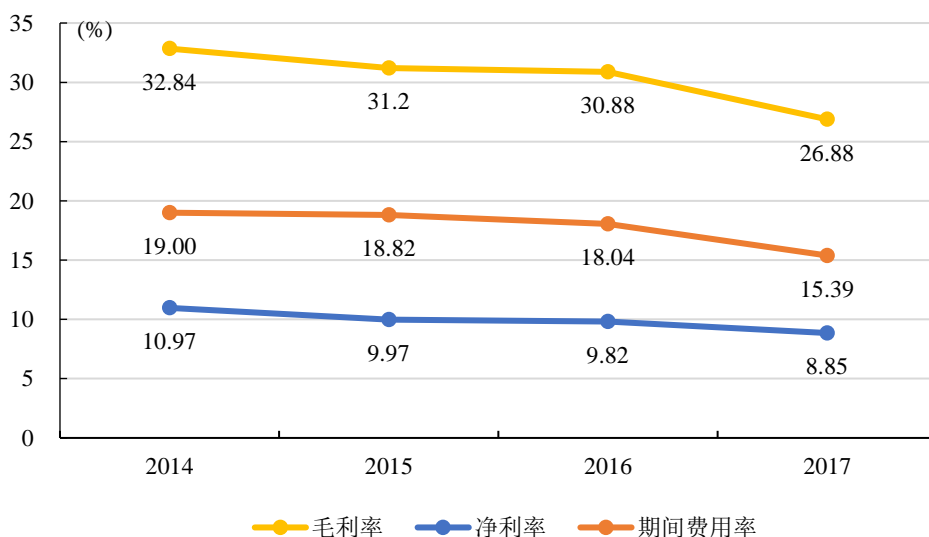
对比中联环境和龙马环卫的毛利率、净利率、期间费用率情况可以发现，两者虽然毛利率接近，但中联环境净利率显著高于龙马环卫，费用率水平显著低于龙马环卫，体现出更好的盈利能力。其原因可能是中联环境主要销售模式为直销，而龙马环卫的主要销售模式为代理商经销，经销模式期间费用率相对更高。

图 7、中联环境毛利率、净利率及期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 8、龙马环卫毛利率、净利率及期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

(4) 现金回流及资金周转改善，资产负债率提升资源配置能力。

2016-2017 年，公司收现比呈上升趋势，现金流已有所改善。目前由于融资租赁公司可追保理模式的存在，部分回款进入筹资性现金流，对公司经营性现金流造成一定影响，未来公司将协商取消可追保理，现金流有望进一步改善。

i 资金周转及现金回流能力

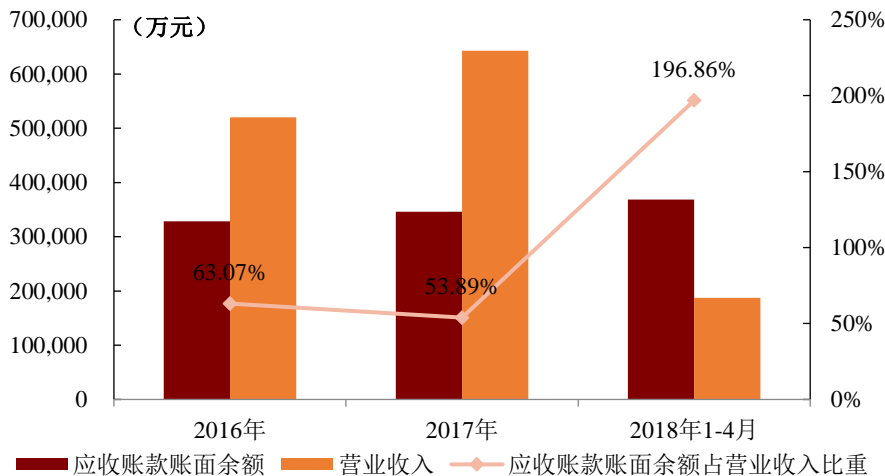
应收账款坏账风险较低，2017 年占营收比重下降，周转率有所提升。2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月，公司应收账款账面价值分别为 309,725.25 万元、324,799.41 万元和 345,230.10 万元，占资产总额的比例分别为 48.36%、33.31% 和 29.98%。应收账款余额分别为 328,246.20 万元、346,341.28 万元和 368,468.41 万元，其中，1 年以内应收账款占比分别为 92.6%、89.6%、87.3%，1-2 年应收账款占比分别为 6.26%、7.69%、10.42%，账龄结构中，1 年以内占比有逐渐减少趋势，1-2 年占比有增加趋势。总的来说，账龄处于正常水平，95%以上的应收账款账龄在两年以内，应收账款的坏账风险较低。从应收账款占营业收入比重来看，处于相对较高水平，2017 年，占比同比有所下降。应收账款周转率相对较低，基本处于正常水平，2016 年至 2017 年呈现提升态势，应收账款周转情况向好。

表 13、公司应收账款余额变动及周转情况

项目 (单位: 万元)	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
应收账款账面余额	328,246.20	346,341.28	368,468.41
营业收入	520,428.50	642,674.01	187,168.35
应收账款账面余额占营业收入比重	63.07%	53.89%	196.86%
应收账款周转率	1.82	1.91	0.52

资料来源：公司公告、招商证券

图 9、公司应收账款余额变动及周转情况



资料来源：公司公告、招商证券

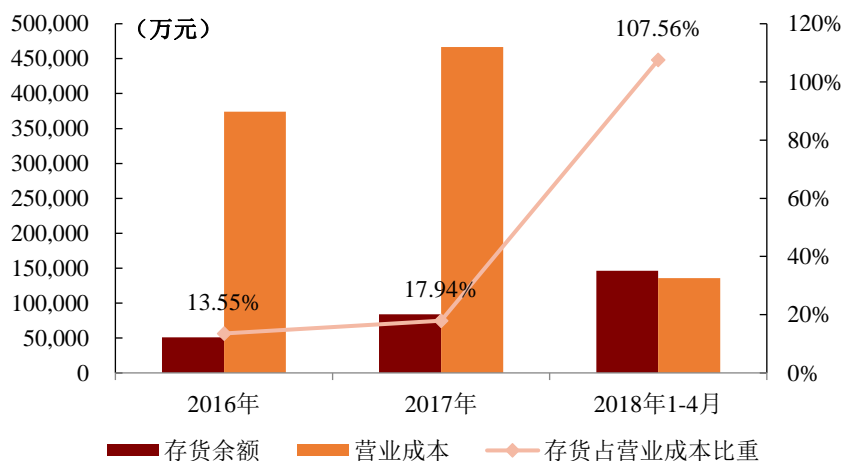
存货余额增长较快，周转情况良好，2017 年周转率有所提升。公司存货账面价值分别为 48,553.78 万元、82,465.71 万元和 144,874.80 万元，占资产总额的比例分别为 7.58%、8.46%和 12.58%。存货余额相对较高，主要是由于在产品及库存商品余额较高，中联环境根据以往经验、目前在手订单以及对市场的判断，为及时响应客户购买需求，合理安排生产计划，进行备货。同时，公司存货余额增长较快，占营业成本比重有所上升。公司存货周转情况良好，且 2016 年至 2017 年呈现提升态势。

表 14、公司存货余额变动及周转情况

项目 (单位: 万元)	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
存货余额	50,696.89	83,727.15	146,201.91
营业成本	374,133.90	466,629.25	135,926.44
存货占营业成本比重	13.55%	17.94%	107.56%
存货周转率	6.54	6.94	1.18

资料来源: 公司公告、招商证券

图 10、公司存货余额变动及周转情况



资料来源: 公司公告、招商证券

与可比公司相比, 公司应收款项周转率较低, 存货周转率处于正常水平。

表 15、公司应收账款周转率、存货周转率与可比公司对比情况

项目		龙马环卫	启迪桑德	航天晨光	行业平均	中联环境
应收款项周 转率	2017 年	3.38	2.83	1.96	2.72	1.91
	2016 年	3.59	2.67	2.22	2.83	1.82
存货周转率	2017 年	5.6	12.84	2.85	7.1	6.94
	2016 年	4.25	10.43	3.98	6.22	6.54

资料来源: 公司公告、招商证券

#### ii 现金回流能力分析

从销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比重来看, 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月分别为 82.97%、86.67%、82.62%, 2017 年比重同比上升, 现金回流状况改善。

从应收账款占营收的比重来看, 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月, 公司应收账款账面余额占营业收入比重分别为 63.07%、53.89%、196.86%, 2017 年应收账款占营收比重显著下降, 回款能力增强。

从应付占应收的比重来看, 2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月, 公司应付账款余额分别为 23.69 亿元、21.92 亿元和 23.09 亿元, 占负债总额的比例分别为 63.62%、35.11%和 27.60%, 应付占应收的比重分别为 76.49%、67.49%、66.88%, 2017 年有所下降, 对上游占款减少。

表 16、公司现金流状况分析

项目 (单位: 万元)	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
销售商品、提供劳务收到的现金	431,802.20	557,033.94	154,638.50
销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	82.97%	86.67%	82.62%
应收账款账面余额/营业收入	63.07%	53.89%	196.86%
应付账款/应收账款	76.49%	67.49%	66.88%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	212,656.83	-64,412.77	-62,698.83

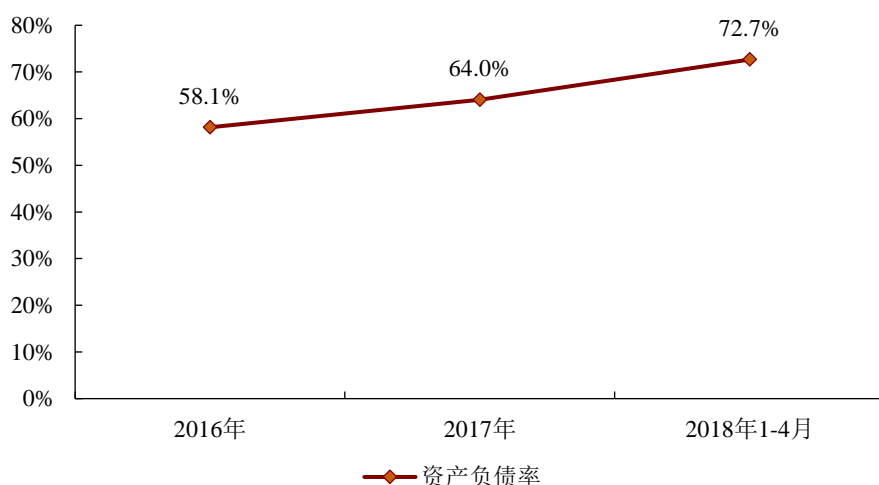
资料来源: 公司公告、招商证券

2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月, 中联环境经营活动产生的现金流量净额分别为 21.27 亿元、-6.44 亿元及-6.27 亿元。2017 年度及 2018 年 1-4 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为负数, 主要是由于 2017 年标的公司应付票据到期承兑现金流出, 同时 2018 年 4 月末存货的扩充也增加了标的公司的运营资金压力和需求。此外, 目前由于融资租赁公司可追保理模式的存在, 部分回款进入筹资性现金流, 对公司经营性现金流造成一定影响, 未来公司将协商取消可追保理, 现金流有望进一步改善。

iii 资产负债水平及偿债能力分析

公司资产负债率逐年上升, 推动了业务的快速扩张。2016 年、2017 年和 2018 年 1-4 月, 公司资产负债率分别为 58.1%、64.0%、72.7%, 呈逐年上升趋势, 主要是由于公司处于业务快速发展阶段, 充分利用商业信用和银行信用以提高资金使用效率, 导致应付账款、应付票据等流动负债余额较高。但目前公司资产负债率基本仍保持在合理水平。资产负债率的适度增长也意味着公司对资源更好的整合利用, 对公司的业务扩张和业绩增长具有促进作用。

图 11、公司资产负债率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

短期偿债能力一般, 息税折旧摊销前利润增长明显, 利息保障倍数较高。公司流动比率均大于 1, 分别为 1.32、1.24 和 1.13, 速动比率分别为 1.07、1.01 和 0.87, 短期偿债能力一般。随着公司业务规模扩大, 息税折旧摊销前利润增长明显, 分别为 8.41 亿元、9.63 亿元、2.88 亿元, 为公司偿债能力提供坚实保障。利息保障倍数

分别为 611.10、893.78、14.22，支付利息能力较强。

**表 17、公司偿债能力分析**

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年 4 月末
资产负债率 (%)	58.14	64.02	72.65
流动比率 (倍)	1.32	1.24	1.13
速动比率 (倍)	1.07	1.01	0.87
息税折旧摊销前利润 (万元)	84,135.46	96,256.66	28,786.08
利息保障倍数	611.1	893.78	14.22

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、战略并购完善布局，打造环境综合服务商。

盈峰环境主要业务涵盖环境监测、环境综合治理、高端装备制造等业务，致力于打造“高端装备制造+环保综合服务”的战略布局。

目前，上市公司在环境监测、大气治理、水环境综合治理、固废处理、土壤修复等环保领域拥有完善的产业链条。本次收购完成后，盈峰环境和中联环境的主营业务将发挥协同效应，使上市公司现有的垃圾处置业务向上游环卫装备领域和环卫一体化服务领域延伸的同时，实现双方在业务布局、项目经验、渠道资源等方面的交互补充。

#### (1) 战略并购，完善环保产业链布局。

公司前身为浙江上风实业股份有限公司，由浙江风机风冷设备公司为主发起人联合上虞风机厂、绍兴市流体工程研究所共同发起成立于 1993 年，此后，于 2000 年 3 月 30 日在深交所上市交易，股票简称为“上风高科”。2004 年 5 月 30 日，公司股东浙江风机风冷设备公司和原股东绍兴市流体工程研究所每股 4.28 元人民币的价格将合计 18.20% 的股权转让给美的集团，美的位列第二大股东。2006 年 2 月 23 日，公司原控股股东浙江上风产业集团有限公司和美的集团有限公司将所持有合计 25.20% 的股权转让给广东盈峰集团有限公司，2006 年 6 月 27 日，公司的控股股东变更为广东盈峰集团有限公司。

公司传统主营为电磁线（漆包线）与风机业务，2015 年起通过连续资产并购，开始战略转型环保领域的历程。

**2015 年，增发收购宇星科技 100% 股权，切入环境监测市场。**宇星科技是专业从事环境在线监测仪器研发、生产和销售的高新技术企业，以分析检测技术和物联网技术为核心，已经为超过 7,500 家用户提供各类气体、水质、水文环境监测产品。2015 年 8 月，公司向宇星科技全体股东以发行股份及支付现金方式购买其持有的宇星科技 100% 的股权，并向盈峰控股、何剑锋、和风聚赢、兴天管理募集配套资金用于支付现金对价。交易对价为 170,000 万元，其中向交易对方以现金支付对价 38,163.81 万元，占全部对价的 22.45%；并向交易对方发行股份支付对价 131,836.19 万元，占全部对价的 77.55%。补偿义务人承诺宇星科技 2015 年度、2016 年度、2017 年度经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润分别不低于 1.20 亿元、1.56 亿元、2.10 亿元，目前上述三期盈利承诺均已顺利实现。

**2015 年，收购并增资控股绿色东方 60% 股权，进军垃圾焚烧。**2015 年 10 月，浙江上风实业股份有限公司受让深圳市飞马投资有限公司及深圳前海赤马环保投资

有限公司合计持有深圳市绿色东方环保有限公司 51% 股权，交易金额为人民币 1.01 亿元，在股权过户完成后，对绿色东方环保增资 2000 万元，最终持有绿色东方环保 60% 的股权。绿色东方承诺，未来四年（2016 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 31 日）廉江项目、仙桃项目、阜南项目、寿县项目合计累计利润总和不低于 1.2 亿元。截至协议签订时，绿色东方环保已中标、签订 9 个垃圾处理焚烧发电 BOT 项目（含框架协议约定注入绿色东方环保的项目），项目全部建成达产后，合计日垃圾处理量达到约 8000 吨/天，垃圾处理项目分布在广东、湖北、江西、安徽、山东、河南等地。上述 9 个垃圾发电 BOT 项目，有 4 个项目已经开工，5 个项目已签订 BOT 协议，处于筹建状态。此次收购完成，进一步增强了公司在环保领域的综合竞争能力，并为公司打造成国内一流综合性环保公司奠定了基础。

**2016 年，收购亮科环保 55% 股权、大盛环球 100% 股权、明欢有限 100% 股权，涉足水治理业务。**2016 年 8 月，公司公告分别协议收购余常光先生、陈自勇先生持有的广东亮科环保工程有限公司（以下简称“亮科环保”）55% 股权，以及 SILVER LION ENTERPRISES LIMITED 等六位股东持有的 BIG BLOOM GLOBAL LIMITED（以下简称“大盛环球”）100% 股权，SILVER LION ENTERPRISES LIMITED 等五位股东持有的 SHINY JOYOUS LIMITED（以下简称“明欢有限”）100% 股权，交易价格分别为 11400 万元收购亮科环保 55% 股权，10853.14 万元收购大盛环球 100% 股权、22610.27 万元收购明欢有限 100% 股权。上述收购标的股东承诺：2016-2018 年上述标的经审计后的合计净利润分别不低于 5,500 万元、6,500 万元、7,500 万元。亮科环保的主营业务是农村污水处理及生态修复，亮科环保先后在佛山地区中标并实施了 30 多项农村污水处理项目，并在云浮郁南、罗定、新兴、湛江、江门、肇庆等地陆续开展试点示范项目的建设。在农村污水治理具有较好的口碑，在广东省内树立了良好的企业形象。大盛环球和明欢有限持有的境内华清源环保、源润水务、华盈环保、华博环保、源溢水务等 5 家城镇污水处理公司，公司拟收购 5 家顺德污水处理公司在佛山顺德区的市场占比较大，具备较强的盈利能力，日处理达到规模 33.8 万立方米，这 5 家污水处理公司在顺德当地的污水处理领域具备较强的客户基础、业务渠道、技术研发优势和竞争实力。此次收购完成后，公司成功布局城镇和农村污水处理业务，带来新的利润增长点。

**表 18、盈峰环境转型环保领域并购布局历程**

首次披露日	交易标的	进入领域	交易总价值(万元)
2018-07-18	中联环境 100% 股权	环卫行业	1,525,000.00
2016-08-17	亮科环保 55% 股权;大盛环球 100% 股权;明欢有限 100% 股权	污水处理	44,863.41
2015-10-16	绿色东方环保 60% 股权	垃圾焚烧	12,054.90
2015-03-31	宇星科技 100% 股权	环境监测	170,000.00

资料来源：公司公告、招商证券

**(2) 环境综合平台，市值行业第五，龙头隐现**

此次并购中联环境 100% 股权，公司进一步延伸进入环卫领域，完善了环保业务版图，在环保领域形成了环卫行业、环境监测、环境治理（水治理、VOC 废气治理、固废处理）等三大业务板块，为打造综合型环保平台奠定了坚实基础。

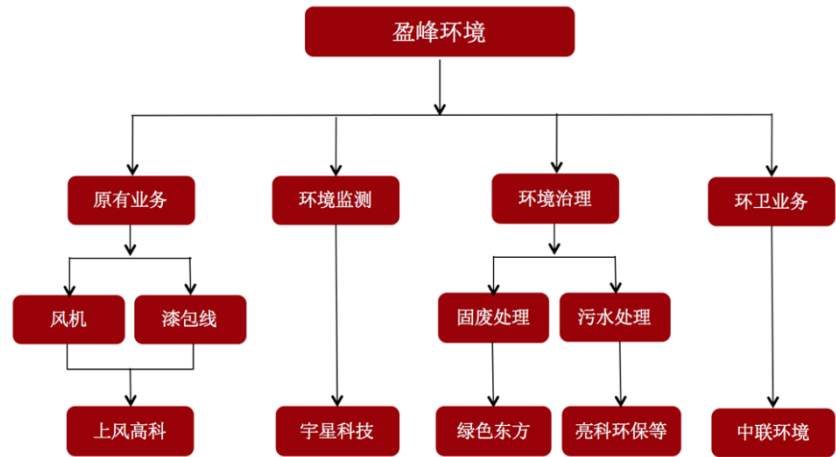
目前公司市值已位于环保行业第五位，综合型龙头隐现。

表 19、环保公司市值排行

序号	代码	名称	市值(亿)
1	300072	三聚环保	443.31
2	300070	碧水源	417.76
3	002310	东方园林	401.61
4	601158	重庆水务	269.76
5	000967	盈峰环境	251.78
6	000826	启迪桑德	243.20
7	002340	格林美	228.95
10	600008	首创股份	200.54

资料来源：公司公告、招商证券，截至 2018 年 8 月 1 日

图 12、收购完成后业务布局



资料来源：公司公告、招商证券

4、美的管理嫁接，管理天花板高，成长确定性强。

(1) 实际控制人及管理层的背景，实际控制人实力雄厚

公司大股东为盈峰投资控股集团有限公司(盈峰集团)，实际控制人为何剑锋，为美的集团实际控制人何享健之子，同时担任美的集团董事。美的集团是我国世界 500 强家电企业，实力雄厚。

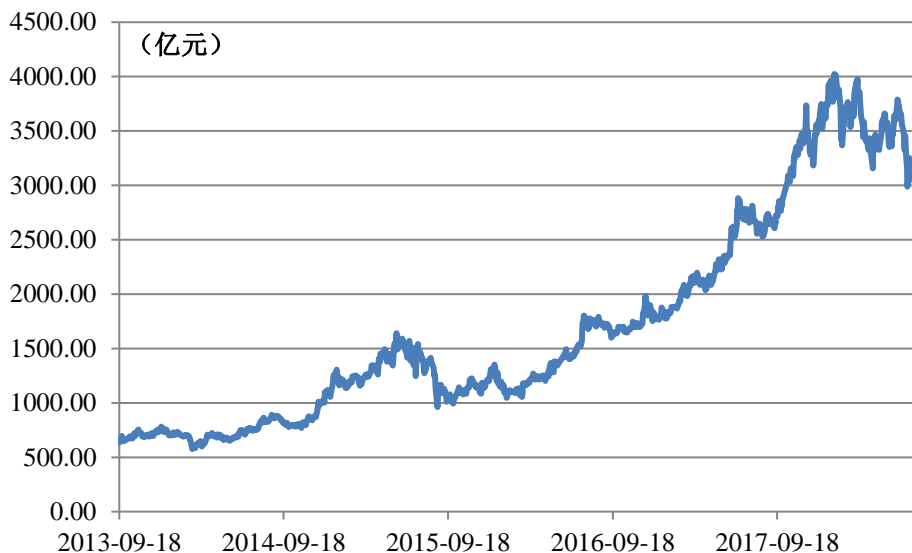
何剑锋负责盈峰集团已经二十多年，同样具备雄厚的资本运作实力。金融领域，盈峰集团拥有行业排名前十的综合性私募资产管理公司——盈峰资本；是易方达基金管理公司并列第一大股东；战略投资开源证券、顺德农商银行，并积极在金融领域寻找其它投资机会。在零售领域，盈峰集团控股国内孕婴童用品行业领先的零售连锁企业——贝贝熊母婴用品有限公司，并积极拓展孕婴童产业链。

此外，公司核心管理层也均来自美的集团，管理经验丰富。

公司董事长兼总裁，马刚，2001 年 6 月加入美的集团，历任美的电饭煲事业部研发工程师，分公司业务员，大区总监，美的生活电器国内营销公司总经理，美的日电集团中国营销总部总裁，美的生活电器事业部副总及国内营销总经理，美的生活电器事业部副总及水料产品公司总经理，美的集团国内市场部副总监。

公司副总裁兼董秘，刘开明，2003-2005 年，曾任美的威尚集团投资主管，美的取暖清洁事业部经营企划经理，2006 年至 2010 年任盈峰投资控股集团有限公司战略发展部高级投资经理，副总经理，2011 年至 2012 年 5 月任盈峰投资控股集团有限公司投资部总经理。

图 13、美的历史市值



资料来源：公司公告、招商证券

环保行业属于典型资金密集型产业，公司向环保行业转型和战略布局，以及公司未来的发展，需要强有力的资金保障和支持。公司自身具有良好的信誉和丰富的融资渠道，以及控股股东强大的资金实力，可根据公司业务需要灵活及时的提供与业务需求相匹配的强大资金支持及产业协同。此外，公司在资本运作、产业收购、整合等方面积累了丰富的经验，以及强大的资源，可利用多种手段为公司构建大环保平台提供资本运作及资源支持。

(2) 管理层深度绑定，上下利益一致动力充足。

2018 年 3 月 13 日公司发布第二期股权激励实施公告，拟向 118 名核心员工授予总量为 2715 万份股票期权，行权价为 9.45 元/份。行权条件为以 2017 年净利润为固定基数，2018 年、2019 年和 2020 年净利润增长率不低于 30%、不低于 90% 第三个行权期和不低于 160%。

2016 年 2 月发布的第一期股权激励计划中，激励员工 64 名，行权条件为以 2015 年业绩为基准，2016 年、2017 年、2018 年公司实现的扣除非经常性损益后的净利润较 2015 年增长分别不低于 30%、60%、100%。相比之下，第二期股权激励计划的激励范围扩大，行权要求增速提高，进一步绑定了核心员工利益，也彰显了管理层对业绩的充足信心。

表 20、盈峰环境第二期股权激励计划激励范围

名单	拟分配期权数量 (万份)	占授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
中高层管理人员、核心骨干 (10 人)	330	12.15%	0.28%

名单	拟分配期权数量 (万份)	占授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
环保产业控股子公司主要管理人员及核心骨干 (业务、工程、技术人员) (108 人)	2385	87.85%	2.04%
合计 (118 人)	2,715	100%	2.33%

资料来源：公司公告、招商证券

**表 21、盈峰环境第二期股权激励计划行权条件**

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	以 2017 年净利润为固定基数，2018 年净利润增长率不低于 30%
第二个行权期	以 2017 年净利润为固定基数，2019 年净利润增长率不低于 90%
第三个行权期	以 2017 年净利润为固定基数，2020 年净利润增长率不低于 160%

资料来源：公司公告、招商证券

此次重组完成后，核心管理团队的持股平台宁波盈太、宁波中峰、宁波联太将持有盈峰环境 3.79% 的股权，为中联环境盈利承诺的实现进一步提供了保障。

**表 22、中联环境核心管理团队持股比例**

持股平台	交易前持有中联环境 (%)	交易后持有盈峰环境 (%)
宁波盈太	2.0497	1.2935
宁波中峰	2.0110	1.2691
宁波联太	1.9393	1.2238
合计	6.0000	3.7864

资料来源：公司公告、招商证券

通过核心高管认购股份、增持、期权激励等方式，有效增强员工积极性，上下利益绑定一致，业务持续拓展动力充足。

## 5、投资价值总结。

### (1) 业务拆分及业绩预测

#### 盈峰环境：

公司传统漆包线及风机业务，盈利较为稳定。2017 年两块业务均实现利润 3000 多万，预计 2018 年分别将实现 4000，5000 万左右利润。

环境监测业务受益于环保督查常态化，环保税和排污许可证等量化监管手段推进，政府和企业采购需求迅速增长，行业呈现高景气状态。2017 年宇星科技实现利润 2.3 亿，预计 2018 年实现 30% 左右增速，净利润为 3 亿左右。

综合水处理、垃圾焚烧等其他业务，预计全年盈峰环境主体净利润近 4 亿元。

#### 中联环境：

根据盈利承诺，若标的公司股权交割于 2018 年完成的，则中联环境在 2018 年度、2019 年度、2020 年度承诺净利润（即“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润”）分别为不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元；若标的公司股权交割于 2019 年完成的，则中联环境在 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度承诺净利润（即“扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润”）承诺净利润分

别不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元、18.34 亿元。

#### 业绩预期:

不考虑并购, 预计 18-20 年净利润为 3.91、5.07、6.41 亿, EPS 分别为 0.34、0.43、0.55 元, 对应 PE 23.7、18.3、14.5 倍。若 2018 年完成收购, 预计 18-20 年净利润为 13.88、17.37、21.36 亿, EPS 分别为 0.44、0.55、0.68 元, 对应 PE 18.1、14.5、11.8 倍。

#### (2) 推荐逻辑总结

公司拟发行股份收购中联环境 100% 股权, 切入环卫行业, 中联在环卫设备领域处于绝对龙头, 在环卫服务领域排名市场前十, 技术、资金、渠道优势兼备, 环卫为难得的较长成长性较好现金流兼具行业, 长期成长持续看好。同时, 此次并购也标志着公司环保业务版图进一步完善, 形成“监测+治理(污水、VOC 废气、土壤修复、垃圾焚烧)+环卫”的较长互补产业链条, “高端装备制造+环境综合服务商”战略值得期待。按照并购后的合计计算, 公司当前总市值排名环保业内第五, 且业绩确定性强, 弹性空间充足, 环境综合龙头隐现。

不考虑并购, 预计 18-20 年净利润为 3.91、5.07、6.41 亿, EPS 分别为 0.34、0.43、0.55 元, 对应 PE 23.7、18.3、14.5 倍。若 2018 年完成收购, 预计 18-20 年净利润为 13.88、17.37、21.36 亿, EPS 分别为 0.44、0.55、0.68 元, 对应 PE 18.1、14.5、11.8 倍。估值合理, 长期看好, 维持“强烈推荐-A”评级。

#### (3) 风险提示

**收购进展不及预期:** 若收购进展不及预期, 公司业务布局规划进程可能受到影响。

**收购标的业绩低于预期:** 若完成收购后, 中联环境业绩低于预期, 可能存在资产减值风险。

## (二) 博世科(300422.SZ) - 中标环卫项目, 取得环卫及全领域布局双突破

#### 事件:

博世科最新公告中标苍梧县县城清扫保洁、县及辖区内镇村垃圾收运及末端热解处置投资与委托运营特许经营权项目, 项目总投资约 20,400 万元, 特许经营期为 15 年, 内容包括县城清扫保洁、县及辖区内镇村生活垃圾收运、片区热解处理中心运营管理、沙头镇、旺甫镇各新增 1 套 15~25 吨/日的热解处理系统, 并进行建设及运营管理等。

#### 点评:

**一、新中标环卫项目将增厚公司业绩, 提供稳定良好现金流, 标志着公司打通环卫领域全产业链, 为公司布局环卫一体化的重要突破。**苍梧环卫项目总投资约 20,400 万元, 暂定 1360 万元/年, 特许经营期 15 年, 经营期间将有效增厚公司业绩, 并提供稳定良好现金流。公司此次中标环卫项目, 是依托公司顺利实施广西省桂林市全

州县 17 个乡镇生活垃圾热解工程项目、大新县生活垃圾处理工程总承包项目所积累的经验和技术，在城乡生活垃圾清扫、收集、运输、处理和处置管理服务领域实现了重大突破，成功打通环卫领域全产业链，将有效享受环卫领域目前所处的快速市场化阶段的高增长红利，再次体现公司的精准布局。

## **二、新中标环卫项目是公司全领域布局的又一突破，也是全领域布局有效促进区域间及区域内深度拓展的优势体现，未来环卫领域及其他环保领域的拓展值得期待。**

公司自创立以来坚持科技为先，多领域储备核心技术及经验，并借助其环境服务业平台，积极切入相关领域，做环境综合服务商，目前已在乡镇污水、河道治理、土壤修复等主要业务领域取得跨越式发展，实现了区域间的横向快速拓展。同时，公司凭借其环境服务业平台优势、多领域的技术和经验积累、以及已实施项目在政府间所获得的良好口碑，可进一步实现区域内纵向的、多领域深度拓展。公司本次成功切入环卫领域，标志着公司全领域布局进一步添砖加瓦，取得又一突破，凭借公司全领域布局优势，未来在环卫领域快速发展为确定性事件，其他领域的拓展亦可期待。

## **三、充沛在手订单支撑业绩高增长，可转债发行保障项目实施，增强业绩确定性。**

截至目前，公司在手 PPP 项目累计投资额达 113 亿元，其中作为控股社会资本方实施的累计达 60 亿元，今年累计签订 EPC、EP 类订单超 8 亿元，充沛在手订单将有力支撑公司业绩高增长。4.3 亿可转债于 7 月 10 日顺利发行，将有力保障项目顺利实施，大大增强业绩确定性。

**四、盈利预测及推荐建议。**综合来看，公司布局清晰合理，执行能力强，在手订单充沛，新增订单态势良好，随着全领域布局持续取得突破及全领域布局协同拓展效应进一步加强，未来发展将确定性登上新的台阶。我们预计公司 18-19 年将实现归属净利润分别为 3.0、4.5 亿元，对应 PE 估值仅为 17.7、11.8 倍；估值水平明显偏低，维持“强烈推荐-A 评级”。

**五、风险提示：**系统性风险、项目进度不达预期、政策性风险、资金收紧风险

## 四、核心观点

一帆风顺的事业不会是伟大的事业，环保作为从发展中国家到发达国家过程中必然要实施的方向，其刚性需求不可改变。经过从 15 年环保法实施到 18 年至今，环保与工业生产之间的关系已得到非常有效的理顺，绿水青山即是金山银山的逻辑内涵已获得深入认可和实施，并有望在未来进一步加强。然而环保与市政项目实施之间的关系，由于政府债务、总体金融形势等多种因素，在 18 年以来受到较多阻力，三大攻坚战中的第一大任务降杠杆和第三大任务环境改善之间的矛盾，如何在资金层面得到解决，考验政府当前智慧。我们认为环保必然要做是“道”，如何解决资金问题是“术”，道与术之间是短期和长期的关系，也是结果与过程的关系，环保的攻坚最终还是完成。

2018 年上半年，2-4 月环保板块曾经触底反弹，但自 5 月中下旬开始，资金紧张形势再度加剧，引发市场对 PPP 类企业现金流情况及政府项目的集体担忧，PPP 板块大幅下挫，而同时环保板块中拥有良好现金流的细分领域及企业，相对受益较为明显，如环卫、危废、及监测等。

短期来看，当前资金紧张的背景下，现金流充沛、盈利模式符合当下市场投资偏好的企业在获得明显估值溢价。我们挑选出了环卫、环境监测、危废三个行业作为即时推荐方向，以上三个领域均具备了现金流好、业绩增速确定性高、市场集中度正由低到高这三个共同特性。同时获得明显估值折价的 PPP 板块，由于具备较强业绩和估值弹性仍然是我们目前重点跟踪的主要方向。

从中期角度来看，我们认为，史无前例高规格的环保大会、2018 年上半年持续出台的积极环保政策、以及日渐常态化的严格环保督查，已经表明了环保攻坚战要坚定、持续打下去的决心，环境类 PPP 短期受到资金紧张市场环境所限，但未来随着宏观环境的变化、以及政策定向倾斜带来的政府投资结构性变化，环境类 PPP 仍是环保行业中具备较强业绩和估值弹性的方向。而且，通过对 PPP 模型及具体项目现金流转情况的分析，可以看到，当社会资本参与 PPP 项目，工程净利率可保证在 15% 左右时，社会资本的现金回流速度是很快的，资金链断裂风险较小，而从 2018 年 5 月来看，民营企业参与 PPP 项目的投资回报率呈现快速上升势头，也说明在当前环境下，民企对 PPP 项目的选择更为谨慎，获取项目质量也相对更优质了。后续宏观环境、政策的变化、以及中观层面 PPP 市场的发展情况、项目回报率的变化我们也将继续关注跟踪。

## 五、主要公司估值比较

### 1、环保及水务板块重点推荐公司估值一览

表3: 主要环保及水务上市公司估值表

	代码	名称	股价	EPS			P/E			PB
				16	17E	18E	16	17E	18E	
监测	300203	聚光科技	27.0	0.89	1.00	1.33	30	27	20	3.95
	002658	雪迪龙	7.3	0.32	0.36	0.57	23	20	13	2.26
	000967	盈峰环境	7.6	0.21	0.32	0.54	36	24	14	2.05
	300012	华测检测	5.4	0.06	0.08	0.15	87	67	36	3.67
	002322	理工环科	11.5	0.38	0.70	0.95	30	16	12	1.57
	300137	先河环保	9.3	0.19	0.55	0.47	49	17	20	3.19
节能	300332	天壕环境	4.4	0.07	0.10	0.61	66	44	7	1.12
	603126	中材节能	6.1	0.21	0.22	-	29	-	-	2.41
	300335	迪森股份	8.3	0.35	0.59	0.83	23	14	10	2.32
	600167	联美控股	9.8	0.40	1.16	0.65	25	8	15	2.31
	000939	*ST凯迪	1.4	0.08	-	-	17	-	-	0.61
	002630	华西能源	6.5	0.17	0.26	0.17	38	25	39	2.37
	002616	长青集团	5.4	0.22	0.12	0.31	24	45	17	1.88
	002479	富春环保	5.7	0.27	0.43	0.66	21	13	9	1.40
	600499	科达洁能	5.7	0.19	0.34	0.50	29	17	11	1.62
	002549	凯美特气	5.1	0.03	0.03	0.16	150	169	31	3.56
	300072	三聚环保	18.2	0.69	1.43	1.62	26	13	11	4.64
大气治理	600388	龙净环保	12.6	0.62	0.68	0.76	20	18	17	3.05
	002573	清新环境	11.5	0.69	0.61	0.87	17	19	13	2.92
	600526	菲达环保	5.6	0.08	-0.30	-	69	-	-	1.30
	600292	远达环保	5.7	0.19	0.14	-	29	41	-	0.91
	300105	龙源技术	4.3	-0.32	0.31	-	-	-	-	1.15
	002499	科林环保	10.7	0.10	0.22	-	104	48	-	2.64
	300187	永清环保	9.3	0.22	0.22	0.37	43	42	25	3.71
	603177	德创环保	12.5	0.27	0.19	-	47	-	-	4.96
300056	三维丝	6.2	-0.29	0.11	-	-	56	-	1.76	
污水治理	300070	碧水源	12.4	0.59	0.80	1.09	21	16	11	2.17
	300334	津膜科技	7.7	0.16	-0.24	-	50	-	-	1.41
	300055	万邦达	10.7	0.30	0.35	0.75	35	30	14	1.59
	300172	中电环保	5.8	0.21	0.23	0.25	28	25	23	2.42
	300422	博世科	13.8	0.18	0.41	0.87	78	34	16	4.05
	300266	兴源环境	4.1	0.12	0.35	-	35	12	-	1.71
	002310	东方园林	15.0	0.48	0.81	1.39	31	18	11	3.60
	300145	中金环境	4.6	0.27	0.49	0.50	17	9	9	1.90
	300425	环能科技	4.5	0.10	0.25	0.24	44	18	18	2.15
	600963	岳阳林纸	5.0	0.02	0.28	0.43	248	18	11	0.88
	603603	博天环境	18.5	0.36	0.51	0.75	51	36	25	5.64
	000920	南方汇通	6.1	0.23	0.27	0.34	26	22	18	3.13
	603903	中持股份	27.1	0.45	0.65	-	60	42	-	3.64
	000068	华控赛格	3.1	0.01	0.03	-	309	102	-	4.80
	300362	天翔环境	9.7	0.29	0.16	-	33	60	-	2.34

	300437	清水源	15.7	0.21	0.52	1.14	76	30	14	2.80
	300197	铁汉生态	5.4	0.23	0.50	0.51	23	11	11	2.06
	603817	海峡环保	7.6	0.21	0.23	-	36	33	-	2.40
固废治理	000826	启迪桑德	16.0	0.76	1.27	1.12	21	13	14	1.57
	300190	维尔利	5.4	0.11	0.32	-	47	17	-	1.21
	002672	东江环保	15.7	0.60	0.55	0.73	26	28	21	3.74
	300385	雪浪环境	16.9	0.68	0.50	0.77	25	34	22	1.97
	603588	高能环境	8.8	0.24	0.30	0.82	37	29	11	2.63
	000035	中国天楹	4.1	0.16	0.17	0.22	26	24	-	1.83
	600217	中再资环	6.1	0.11	0.16	0.25	57	38	25	4.89
	002340	格林美	5.7	0.07	0.36	0.46	83	16	12	2.90
	600323	瀚蓝环境	15.5	0.66	0.85	1.01	23	18	15	2.25
	603686	龙马环卫	23.6	0.71	0.97	1.14	33	24	21	3.30
	300152	科融环境	2.7	-0.18	0.05	-	-	54	-	1.41
	603568	伟明环保	24.1	0.48	0.74	0.93	50	33	26	7.16
	601200	上海环境	15.2	0.66	0.72	0.85	23	21	18	1.94
	300090	盛运环保	3.2	0.09	-1.00	-	35	-	-	1.10
水务	000605	渤海股份	9.6	0.12	0.46	-	80	21	-	1.66
	600874	创业环保	8.8	0.31	0.36	-	28	24	-	2.33
	600008	首创股份	4.0	0.13	0.13	0.16	32	31	26	1.58
	000598	兴蓉环境	4.4	0.29	0.30	0.34	15	15	13	1.32
	300262	巴安水务	5.2	0.21	0.21	0.26	25	25	20	1.61
	600187	国中水务	2.9	0.01	0.01	-	296	-	-	1.37
	000685	中山公用	7.8	0.65	0.72	0.78	12	-	-	0.95
	300388	国祯环保	9.7	0.24	0.65	0.54	41	15	18	2.77
	000544	中原环保	6.8	0.31	0.50	0.34	22	14	20	1.26
	601158	重庆水务	5.5	0.22	0.43	0.36	25	13	15	2.04
	601368	绿城水务	6.7	0.39	0.47	-	17	14	-	1.62
	600168	武汉控股	6.3	0.42	0.46	0.51	15	-	-	0.93
	600283	钱江水利	10.8	0.17	0.21	-	64	51	-	2.05
	601199	江南水务	4.2	0.35	0.26	-	12	16	-	1.48
	600461	洪城水业	6.1	0.29	0.35	0.41	21	17	15	1.45

资料来源: WIND, 招商证券(截至 8 月 3 日)

## 2、电力及燃气板块重点推荐公司估值一览

表 4: 主要电力及燃气上市公司估值表

代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				PB
				15	16	17E	18E	15	16A	17E	18E	
600900	长江电力	强烈推荐 A	16.8	0.52	0.94	1.01	1.00	32	18	17	17	3.00
000543	皖能电力	强烈推荐 A	4.93	0.65	0.50	0.05	0.18	8	10	99	28	0.89
000027	深圳能源	强烈推荐 A	4.98	0.45	0.34	0.19	0.24	11	15	26	20	0.94
000669	金鸿控股	审慎推荐 A	7.25	0.36	0.28	0.49	0.45	20	26	15	16	1.17
000539	粤电力 A	审慎推荐 A	4.5	0.62	0.18	0.14	0.25	7	25	32	18	1.02
000690	宝新能源	强烈推荐 A	7.12	0.30	0.31	0.05	-	24	23	-	-	1.83
000767	漳泽电力	强烈推荐 A	2.73	0.13	0.03	-0.51	-	20	98	-	-	1.22
600021	上海电力	审慎推荐 A	7.41	0.55	0.38	0.39	0.48	13	19	19	16	1.45
600027	华电国际	审慎推荐 A	4.28	0.78	0.34	0.04	0.25	5	13	107	17	1.00

敬请阅读末页的重要说明

600098	广州发展	审慎推荐 A	6.53	0.48	0.25	0.25	0.27	14	27	-	-	1.12
600642	申能股份	审慎推荐 A	5.17	0.47	0.54	0.38	0.46	11	10	-	-	0.92
600236	桂冠电力	审慎推荐 A	5.95	0.42	0.43	0.41	0.54	14	14	15	11	2.67
000695	滨海能源	审慎推荐 A	8.79	0.02	0.02	0.04	-	570	503	-	-	5.74
600578	京能电力	审慎推荐 A	3.28	0.39	0.25	0.08	0.13	8	13	41	24	0.98
600969	郴电国际	审慎推荐 A	6.13	0.29	0.27	0.11	0.11	21	23	56	57	0.66
600995	文山电力	审慎推荐 A	7.4	0.22	0.33	0.33	0.45	34	22	22	16	1.92
000899	赣能股份	强烈推荐 A	4.13	0.59	0.39	0.02	-	7	11	-	-	0.90
600116	三峡水利	强烈推荐 A	7.02	0.21	0.23	0.35	0.29	34	30	20	24	2.51
600483	福能股份	审慎推荐 A	8.02	0.69	0.65	0.54	0.71	12	12	15	11	1.17
600674	川投能源	强烈推荐 A	8.6	0.88	0.80	0.88	0.87	10	11	10	10	1.71
600681	百川能源	强烈推荐 A	14	-0.00	0.53	0.79	0.96	-	26	18	15	3.63
600617	国新能源	审慎推荐 A	5.66	0.50	0.34	0.02	0.13	11	17	283	44	1.64
000600	建投能源	强烈推荐 A	5.63	1.14	0.81	0.09	0.22	5	7	63	26	0.94
600396	金山股份	审慎推荐 A	2.29	0.18	0.01	-0.61	-	13	157	-	-	1.24
601139	深圳燃气	强烈推荐 A	6.02	0.23	0.27	0.40	0.33	26	22	15	18	1.98
600917	重庆燃气	审慎推荐 A	7.14	0.24	0.24	0.23	0.24	30	30	31	30	2.94
000593	大通燃气	审慎推荐 A	6.26	0.04	(0.15)	0.07	-	159	-41	89	-	2.03
002267	陕天然气	强烈推荐 A	7.58	0.53	0.46	0.36	0.44	14	17	21	17	1.50
600856	中天能源	审慎推荐 A	5.99	0.21	0.32	0.43	0.74	29	19	14	8	1.70
600452	涪陵电力	强烈推荐 A	18.2	0.83	0.75	1.42	1.38	22	24	13	13	3.28
600590	泰豪科技	强烈推荐 A	6.35	0.10	0.14	0.38	0.23	64	44	17	28	1.49

资料来源: WIND, 招商证券(截至 8 月 3 日)

## 六、上周重点公司公告综述

### 1、环保及水务板块重点公司公告

#### ➤ 重大合同

【高能环境】公司中标来宾市城东污水处理厂扩建、提标改造及配套设施工程勘察、设计、施工总承包，中标金额 2.13 亿元，中标工期 500 天。

\*\*\*\*\*

【上海洗霸】公司和宝钢工程技术集团有限公司组成的联合体中标河钢产业升级及宣钢产能转移项目全厂水处理中心 EPC 总承包项目，中标金额 3.72 亿元。

\*\*\*\*\*

【铁汉生态】公司五华县人居环境综合整治 PPP 项目中标。项目总投资估算为 26.82 亿元，初步估算，公司承接工程的金额约为 21.25 亿元，占公司 2017 年度经审计营业收入 81.88 亿元的 25.95%。投资额最终以政府方依据合同审定的金额为准，存在最终结算金额与合同金额不一致的风险。

\*\*\*\*\*

【绿色动力】公司与海宁市人民政府签署海宁市垃圾焚烧发电厂扩建项目投资合作框架协议。

项目情况为：预计总投资约 13 亿元人民币，分两期建设。特许经营权期限为 30 年。公司将按海宁市政府要求与浙江海云环保有限公司组建项目公司，以 BOOT 的方式投资建设、拥有、运营和移交本项目。项目公司资本金为本项目总投资的 30%。浙江海云环保有限公司代表海宁市政府持股 40%，本公司持股 60%。

\*\*\*\*\*

【铁汉生态】公司与全资子公司铁汉生态建设有限公司、全资子公司深圳市铁汉生态资产管理有限公司组成的联合体中标“凤凰县海绵城市建设 PPP 项目”，本项目总投资约 8.86 亿元，合作期限共 20 年，其中建设期 2 年，运营期 18 年。

\*\*\*\*\*

【铁汉生态】公司与全资子公司铁汉生态建设有限公司、控股子公司铁汉山艺环境建设有限公司、全资子公司深圳市铁汉生态资产管理有限公司组成的联合体中标“伊川县体育公园、滨河新区潜溪河、邑涧河生态湿地公园、先锋渠建设工程 PPP 项目”，项目投资估算金额约为 10.7 亿元，合作期限 15 年，其中建设期为 2 年，运营期 13 年。

\*\*\*\*\*

【铁汉生态】公司与全资子公司铁汉建设、铁汉资管组成的联合体为“林州市高速口景观提升改造及桃园河湿地公园景观生态工程 PPP 项目”的中标单位，项目估算总投资为 11.97 亿元，合作期限 20 年，其中，建设期 2 年，运营期 18 年。

➤ 公司经营及业绩

【理工环科】公司发布 2018 年半年度业绩快报，营业总收入约 3.09 亿元，同比减少 5.00%，归母净利润约 7678 万元，同比减少 26.03%，基本每股收益 0.19 元。

\*\*\*\*\*

【巴安水务】由于公司原激励对象因个人原因辞职，公司注销股票期权 378 万份。

\*\*\*\*\*

【巴安水务】公司与东营区财金园区投资管理有限公司拟共同出资建设东营市史口镇固体废弃物处置中心一期工程，双方合资成立东营德佑环保科技有限公司作为项目公司实施该项目。

\*\*\*\*\*

【巴安水务】公司对 26.4 万股限制性股票进行回购注销，回购价格为 4.63 元/股。

\*\*\*\*\*

【凯美特气】公司 2018 年上半年实现营业总收入约 2.39 亿元，同比增长 35.76%，归母净利润约 4337 万元，同比增长 228.27%，基本每股收益 0.07 元。

\*\*\*\*\*

【伟明环保】公司为全资子公司瑞安市海滨伟明环保能源有限公司约 1.5 亿元固定资产借款提供担保，总借款期限为十六年。

\*\*\*\*\*

【中电环保】公司 2018 年上半年实现营业总收入约 4.06 亿元，同比增长 22.71%，归母净利润约 6583 万元，同比增长 13.64%，基本每股收益 0.13 元。

\*\*\*\*\*

【盈峰环境】公司股票于 2018 年 7 月 31 日上午开市起复牌。

\*\*\*\*\*

【东江环保】公司发布 2018 年半年度业绩快报，营业总收入约 16.62 亿元，同比增长 18.43%，归母净利润约 2.66 亿元，同比增长 20.86%，基本每股收益 0.30 元。

\*\*\*\*\*

【铁汉生态】公司发布 2018 年第二季度经营情况的公告。

(1) 第二季度新签合同中：工程订单 32 个，合计金额 47.97 亿元；设计订单 32 个，合计金额 1.0726 亿元；

(2) 截至报告期末累计已签约未完工订单中：工程订单 168 个，合计金额 407.01 亿元；设计订单 49 个，合计金额 2.8937 亿元；

(3) 已中标尚未签约订单中：工程订单 22 个，合计金额 113.61 亿元，无设计订

单。

\*\*\*\*\*

【中持股份】公司发布 2018 年半年度报告，上半年营业总收入约 5.37 亿元，同比增长 191.35%，其原因主要是 EPC 服务比去年同期大幅增加。归母净利润约 5811 万元，同比增长 315.8%。基本每股收益 0.56 元。

\*\*\*\*\*

【中持股份】公司向子公司提供委托贷款的募集资金提前归还完毕，任丘中持环境发展有限公司已将委托贷款 600.00 万元归还至公司募集资金专用账户。

\*\*\*\*\*

【洪城水业】公司为全资子公司——江西洪城水业环保有限公司 1 亿元流动资金借款提供连带责任担保，借款期限自实际提款日起至 2021 年 7 月 1 日止。

\*\*\*\*\*

【科融环境】公司对 7 月 15 日在巨潮资讯网披露的 2018 年半年度业绩预告发布修正公告。修正前，预计归母净利润为 1000 万-1500 万元。修正后，预计归母净利润为：亏损 3600-4100 万元。上年同期盈利 2530.54 万元。

\*\*\*\*\*

【雪迪龙】公司为提高暂时闲置自有资金使用效率，向民生证券认购金额为 2000 万元的本金保障型固定收益凭证，进行现金管理。产品期限 346 天，年化固定收益率 5.6%。

\*\*\*\*\*

【\*ST 凯迪】唐宏明先生因个人原因无法履行董事长及代行董事会秘书职务，故向公司董事会申请辞去董事长及代行董事会秘书职务，继续担任公司董事职务。

\*\*\*\*\*

【理工环科】截至 2018 年 7 月 31 日，公司累计回购 1458 万股，占公司总股本 3.66%，最高成交价为 16.43 元/股，最低成交价为 12.07 元/股，支付的总金额 21234 万元（含交易费用）。

\*\*\*\*\*

【神雾环保】战略投资者上海图世于 8 月 1 日以无息借款方式向神雾集团投入 2500 万元战略投资款。公司同时提示风险称，截至目前，公司资金流动性紧张问题仍未彻底解决。

\*\*\*\*\*

【维尔利】公司拟为公司全资子公司苏州汉风科技发展有限公司向银行申请的 11000 万元的综合授信提供担保，其中向苏州银行股份有限公司斜塘支行的担保期限为一年，向张家港农村商业银行股份有限公司的担保期限为三年，向招商银行股份有限公司苏州分行的担保期限为一年。

\*\*\*\*\*

【高能环境】公司使用闲置募集资金人民币 47719.22 万元暂时补充流动资金，

使用期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月。

\*\*\*\*\*

【高能环境】公司使用募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金的金额 34572.19 万元。

\*\*\*\*\*

【高能环境】公司使用募集资金向子公司邵阳高能、贺州高能、和田高能、泗洪高能提供无息借款实施募投项目，金额合计 72291.42 万元。

\*\*\*\*\*

【伟明环保】公司新设全资子公司（奉新伟明环保能源有限公司）近日已完成工商注册登记手续，并取得营业执照。

\*\*\*\*\*

【高能环境】公司于 2018 年 3 月 15 日获准向社会公开发行的 840 万张可转换公司债券，扣除发行费用，实际募集资金净额为人民币 83091.42 万元，已于 2018 年 8 月 1 日到账。对于上述募集资金，公司已于近日同宁波银行北京分行与保荐机构平安证券签订了《募集资金专户存储三方监管协议》；公司、子公司已于近日同各募集资金专户开户银行与保荐机构平安证券签订了《募集资金专户存储四方监管协议》。

#### ➤ 增发重组

【巴安水务】公司投资建设压力式管式陶瓷膜项目，项目拟总投资 10.8 亿元人民币，公司设立项目公司江苏巴安膜分离技术有限公司，公司占其股权比例的 53%，公司全资子公司扬诚水务有限公司占股权比例的 47%。

\*\*\*\*\*

【巴安水务】公司投资南浔区 400 吨/天污泥干化焚烧项目，项目总投资 1.2 亿元，公司设立项目公司湖州巴安环保工程有限公司，公司持有项目公司 100% 股权。

\*\*\*\*\*

【巴安水务】公司投资山东省滨州市无棣县危险废物处置中心项目，项目总投资约 5 亿元，公司与山东省滨州港正海生态科技有限公司合资设立项目公司，公司出资 3060 万元，占项目公司注册资本的 51%。

\*\*\*\*\*

【\*ST 凯迪】公司通过《关于重大重组和资产出售框架协议的议案》。其中，公司与中战华信和上海斯能于 2018 年 7 月 31 日签署《凯迪生态风电资产收购框架协议》，风电基金拟通过收购凯迪生态持有的平陆凯迪新能源开发有限公司、阜新凯迪新能源开发有限公司、盐池凯迪新能源开发有限公司、望江凯迪凯新能源开发有限公司 100% 股权的方式（受限于相关政府机关的批准）收购各标的企业持有的风电资产，拟出售标的资产总计意向估值暂定为人民币 12.8 亿元；公司与中战华信和前海燧坤于 2018 年 7 月 31 日签署《凯迪生态杨河煤业资产收购框架协议》，各方一致确认，拟收购标的为凯迪生态持有的郑州煤炭工业

(集团)杨河煤业有限公司60%股权,本次出售的杨河煤业交易基础底价暂定为人民币10亿元;公司与中战华信和山东水发于2018年7月31日签署《生物质发电资产收购框架协议》,各方一致确认,拟收购的生物质发电资产包括三个已投产电厂项目及三个在建电厂项目,收购标的为各标的企业100%股权,本次出售的生物质发电资产包交易价暂定为合计人民币22.6亿元。

\*\*\*\*\*

【东方园林】公司正在筹划发行股份购买关联方资产事项,该事项可能构成重大资产重组,公司股票自2018年5月25日开市时起开始停牌,将于2018年8月3日开市起继续停牌。

\*\*\*\*\*

【中再资环】公司发布重大资产重组进展公告。截止本公告披露之日,公司已与交易对方即中国再生资源开发有限公司签署了资产购买框架协议,重组方案正待审批,公司组织中介机构对标的资产进行调查、审计和评估,各项工作稳步推进。

#### ➤ 股票质押

【中原环保】公司控股股东郑州公用事业投资发展集团有限公司将其所持有的公司4000万股股份进行了补充质押,占其所持股份比例的5.97%。

\*\*\*\*\*

【清新环境】公司大股东北京世纪地和控股有限公司近日将其持有的本公司部分股份办理了质押及延期购回的手续。截至本公告日,世纪地和持有本公司48987.157万股股份,均为无限售流通股,占本公司股份总数的45.31%;世纪地和持有本公司股份中,处于质押状态的股份累积数为41448.0399万股股份,占其持有公司股份总额的84.61%,占本公司股份总数的38.33%。

\*\*\*\*\*

【中国天楹】南通乾创将其所持有的本公司880、620万份股份分别进行了补充质押,分别占其所持股份比例2.18%、1.54%。

\*\*\*\*\*

【东方园林】公司控股股东何巧女女士将其持有的904万股公司股份质押,占其所持股份比例0.81%。

\*\*\*\*\*

【博世科】公司股东宋海农先生解除质押3220000股;杨崎峰先生解除质押3220000股。

股东王双飞先生、许开绍先生与国泰君安证券办理了股份质押展期手续,其中王双飞质押展期24290000股,期限为2018-8-2至2018-11-2;许开绍质押展期3990000股,期限为2018-8-2至2018-11-2。

截至本公告日,上述四人合计持有公司股份112850624股,占公司总股本的31.72%;上述四人仍处于质押状态股份77983381股,占四人合计持有公司股份总数的69.10%,占公司总股本的21.92%。

### 股票增减持

【维尔利】公司董事宗韬先生、蒋国良先生、周丽焯女士及监事朱卫兵先生已实施完成了股份增持计划。

该计划内容为：自 2018 年 2 月 14 日算起未来 6 个月内，公司董事宗韬先生、蒋国良先生、浦燕新先生、周丽焯女士、监事朱卫兵先生增持公司股票，涉及的增持金额合计不少于 4600 万元。为遵守承诺，在上述短线交易发生之日起满 6 个月后，浦燕新先生将继续执行本次增持计划。

\*\*\*\*\*

【兴源环境】截止本公告日，兴源控股已增持公司股份 141 万股，占公司总股本的 0.14%。

\*\*\*\*\*

【中持股份】王志立于 2018 年 7 月 30 日至 2018 年 7 月 31 日期间通过集中竞价方式减持公司股份 71,400 股，占公司股份总数的 0.07%。

\*\*\*\*\*

【盛运环保】公司总工程师姜鸿安计划减持公司股票（不超过）55.5 万股，占公司总股本 0.042047%。

\*\*\*\*\*

【兴源环境】公司控股股东兴源控股出现被动减持公司股票的行为。2018 年 8 月 2 日，因公司股票价格跌破最低保障比例，中金公司强制卖出公司股份 3677600 股，均价 4.109 元/股。兴源控股直接持有公司 535841101 股，占公司总股本 34.25%。

\*\*\*\*\*

【中环装备】公司股东中交西安筑路机械有限公司减持公司股份计划的减持时间已过半，截止本公告日，中交西筑持有公司股份 2000 万股，均为无限售流通股，其在减持股份计划时间过半时未减持所持有的公司股份，所持股份占公司总股本的 5.7945%，仍为公司持股 5%以上股东。

### 公司债券

【高能环境】公司本次发行可转换公司债券，规模为 8.40 亿元。发行结果：原有限售条件股东：认购 1402 手，金额 140.2 万元；

原无限售条件股东：认购 391153 手，金额 39115.3 万元；

网上社会公众投资者：认购 406967 手，金额 40696.7 万元；

保荐机构（主承销商）包销：认购 40478 手，金额 4047.8 万元；

以上合计 840000 手，金额 8.40 亿元。

## 2、电力及燃气板块重点公司公告

### ➤ 重大合同

【绿色动力】公司与海宁市人民政府签署海宁市垃圾焚烧发电厂扩建项目投资合作框架协议。

项目情况为：预计总投资约 13 亿元人民币，分两期建设。特许经营权期限为 30 年。公司将按海宁市政府要求与浙江海云环保有限公司组建项目公司，以 BOOT 的方式投资建设、拥有、运营和移交本项目。项目公司资本金为本项目总投资的 30%。浙江海云环保有限公司代表海宁市政府持股 40%，本公司持股 60%。

\*\*\*\*\*

【华能国际】公司同意与英大保险资产管理有限公司（“英大资管”）合作设立英大-华能国际基础设施债权投资计划（暂定名），本次债权投资计划募集资金不超过 50 亿元人民币，期限为无固定期限，募集资金用于公司全资子公司华能云南滇东能源有限责任公司和云南滇东雨汪能源有限公司项目的债务置换、营运资金补充。

\*\*\*\*\*

【深圳能源】近日，公司控股子公司妈湾公司与深圳市安居集团签订了认购协议书，对电力花园二期项目 3、4 号两栋住宅楼销售进行了具体安排。根据协议，预计增加公司 2018 年归属于母公司股东净利润约人民币 4.4 亿元。

\*\*\*\*\*

【新疆浩源】公司控股子公司上海源哈能源技术有限公司与新疆库车县人民政府、库车经济技术开发区（国家级）管委会签署了《投资合同》，项目为天然气精制化学品项目，总投资约 215 亿元人民币，总共三期，一期项目计划在 2020 年 8 月份建成投产，二期及三期项目建设时间待定。

\*\*\*\*\*

【深圳能源】近日，公司控股子公司妈湾公司与深圳市安居集团签订了认购协议书，对电力花园二期项目 3、4 号两栋住宅楼销售进行了具体安排。根据协议，预计增加公司 2018 年归属于母公司股东净利润约人民币 4.4 亿元。

### ➤ 公司经营及业绩

【迪森股份】公司拟取消前期审议通过的但尚未实施的部分担保事项共 3.28 亿元，公司计划向全资子公司广州迪森热能设备有限公司和广州迪森家居环境技术有限公司共 1.55 亿元的授信提供信用担保。

\*\*\*\*\*

【迪森股份】公司 2018 年上半年实现营业总收入约 8.27 亿元，同比增长 10.93%，归母净利润约 9079 万元，同比增长 3.31%，基本每股收益 0.25 元。

\*\*\*\*\*

【百川能源】公司发布 2018 年半年度报告，上半年营业总收入约 22.82 亿元，同比增长 169.20%。归母净利润约 5.02 亿元，同比增长 175.91%。基本每股收

益 0.49 元。

\*\*\*\*\*

【百川能源】公司于 2018 年 7 月 30 日起正式搬迁至新的办公地址：北京市朝阳区百子湾路 33 号万利中心 B 座 2 层，邮编 100022。

\*\*\*\*\*

【百川能源】公司于近日完成子公司廊坊百川清洁能源有限公司的工商变更登记手续和企业集团的组建设立，名称为：百川燃气热电集团有限公司。

\*\*\*\*\*

【华能国际】公司发布 2018 年半年度报告，上半年营业总收入约 824.05 亿元，同比增长 15.36%。归母净利润约 21.29 亿元，同比增长 170.29%。基本每股收益 0.13 元。

\*\*\*\*\*

【华能国际】公司于 7 月 31 日通过议案，聘任赵克宇先生担任公司总经理。

\*\*\*\*\*

【华能国际】公司发布关联交易公告，交易内容为：本公司控股子公司山东公司拟以人民币 180002 万元受让泰山电力拥有的聊城热电注册资本中 75% 的权益、莱州风电注册资本中 80% 的权益、莱芜热电注册资本中 80% 的权益、莱芜发电注册资本中 15% 的权益。

\*\*\*\*\*

【华西能源】中介机构对本次并购资产的审计、评估等工作尚未完成，相关各方对本次重组的交易方案等事项尚在协商、谈判过程中，仍存在不确定性，公司股票自 2018 年 8 月 2 日（星期四）开市起继续停牌。

\*\*\*\*\*

【国投电力】公司拟向控股子公司云南冶金新能源股份有限公司（简称“云冶新能源”）与国家开发银行（简称“国开行”）的余额为人民币 6.10 亿元、美元 1.548 亿元的两个贷款合同提供不超过贷款余额 90% 的连带责任保证。

\*\*\*\*\*

【涪陵电力】公司 2018 年上半年度实现营业收入为 10.90 亿元，同比增长 11.10%，归属上市公司股东的净利润为 1.23 亿元，同比增长 12.58%，基本每股收益 0.55 元/股。

\*\*\*\*\*

【中能股份】本次利润分配以方案实施前的公司总股本 455204 万股为基数，每股派发现金红利 0.20 元（含税），共计派发现金红利 91041 万元。

\*\*\*\*\*

【中天能源】公司经慎重考虑，拟出售青岛中能通用机械有限公司，出售价格不低于公司截至 2018 年 3 月 31 日的净资产 8396.34 万元。

\*\*\*\*\*

【中天能源】本次限售股上市流通数量为 20909 万股, 占总股本比例为 15.3%, 本次限售股上市流通日期为 2018 年 8 月 7 日。

\*\*\*\*\*

【赣能股份】公司使用额度合计不超过人民币 91700 万元的闲置募集资金投资安全性高、流动性好的银行保本型理财产品。

\*\*\*\*\*

【三峡水利】公司上半年实现营业收入 5.07 亿元, 比上年同期增长 7.11%, 实现净利润 1.39 亿元, 同比增长 1.48%, 基本每股收益 0.14 元。

\*\*\*\*\*

【三峡水利】公司 2015 年 1 月 30 日采用非公开发行方式募集资金净额 8.34 亿元, 截止 2018 年 6 月 30 日募集资金余额 6701.09 万元。

\*\*\*\*\*

【长江电力】公司与国家电网公司在 2017 年 12 月 29 日签订的《2017-2020 年度三峡水电站购售电合同》基础上签订了《2018 年度三峡水电站购售电补充协议》, 2018 年度年合同电量为 757.3 亿千瓦时, 全部电量上网电价按照国家发展改革委发改价格[2011]1101 号文件精神执行。

\*\*\*\*\*

【皖能电力】公司发布关联交易公告, 预计 2018 年度将为公司及控股子公司提供贷款, 贷款额度不超过 20 亿元(本息合计)。

\*\*\*\*\*

【江苏国信】公司完成注册资本工商变更登记, 并取得营业执照。

\*\*\*\*\*

【桂东电力】公司拟以公司及子公司的相关资产作为转让标的及租赁物, 与具备融资租赁业务资质的相关融资租赁公司开展融资租赁业务, 融资总金额不超过 20 亿元人民币。

\*\*\*\*\*

【桂东电力】公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册金额不超过人民币 10 亿元的中期票据额度。

### ➤ 增发重组

【国投电力】公司完成 2017 年年度权益分派, 以公司总股本 67.9 亿股为基数, 每股派发现金红利 0.17 元(含税), 共计派发现金红利 11.3 亿元。

\*\*\*\*\*

【新天然气】公司正在筹划通过现金交易方式要约收购香港上市公司亚美能源控股有限公司(2686.HK)部分股权的行为, 该行为构成重大资产重组。2018 年 8 月 2 日, 香港利明宣布, 现金部分要约在各方面已成为无条件, 同时, 购股权要约及受限制股份单位要约在各方面已成为无条件。

### ➤ 股权激励

【百川能源】公司通过议案，将股票期权激励计划的行权价格从 15.61 元/股调整为 15.16 元/股。

➤ 股票质押

【华西能源】黎仁超先生将其质押给东北证券的本公司股份 4662.4 万股（占其所持股份比例 17，13%）办理了解除质押，相关股份解除质押手续已办理完毕。

➤ 股票增减持

【迪森股份】公司以自有资金对全资子公司常州锅炉有限公司增资 9077 万元，增资后公司持股 100%。

➤ 公司债券

【中天能源】调整短期融资券发行方案的注册金额为 10 亿元人民币，发行日期为在短期融资券注册有效期内根据公司实际资金需求一次发行，资金用途为偿还银行贷款。

\*\*\*\*\*

【华能国际】公司已于近日完成了 2018 年度第一期非公开定向债务融资工具的发行。本期定向工具发行额为 25 亿元，期限为 3 年，单位面值为 100 元人民币，发行利率为 4.68%。

\*\*\*\*\*

【金鸿控股】联合信用评级有限公司发布公告，将金鸿控股集团股份有限公司主体长期信用等级及其发行的“中油金鸿能源投资股份有限公司 2015 年公司债券”债项信用等级列入信用评级观察名单。公司认为：此次评级调整不会对公司的偿债能力产生负面影响，对债券投资者适当性管理、债券质押式回购资格不构成影响。此外，公司将采取应对措施。

\*\*\*\*\*

【内蒙华电】公司发行非公开定向债务融资工具获准注册，本次定向债务融资工具注册金额为 10 亿元。

\*\*\*\*\*

【桂东电力】公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册金额不超过人民币 7.5 亿元的非公开定向债务融资工具。

\*\*\*\*\*

【桂东电力】公司拟向北京金融资产交易所申请注册发行金额不超过人民币 11 亿元的债权融资计划。

\*\*\*\*\*

【桂东电力】公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册金额不超过人民币

10 亿元的超短期融资券额度。

**【风险提示】**政策落实低于预期、项目进展低于预期、大盘系统性风险等。证券投资风险较大，本报告主要供机构投资者参考，个人投资者如参考报告进行投资请认真阅读末页风险提示和评级说明。

## 分析师承诺:

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳:** 中科院硕士,曾就职于天弘基金、建信基金,2015年加入招商证券,现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师,电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨:** 清华大学硕士,2010年加入招商证券,现为招商证券环保行业分析师。

**弋隽雅:** 中国社科院硕士,2015年加入招商证券,现为招商证券环保行业分析师。

**谢笑妍:** 美国乔治华盛顿大学硕士,曾就职于民生证券,2017年加入招商证券,现为招商证券环保行业分析师。

**丛逸:** 清华大学硕士,2017年加入招商证券,现为招商证券环保行业分析师。

**陈东飞:** 美国莱斯大学硕士,2017年加入招商证券,现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉:** 《新财富》2017年环保行业最佳分析师第四名;《金牛奖》2017年最佳分析师第二名;《新财富》2016年环保行业最佳分析师第二名、《金牛奖》2016年最佳分析师第二名;《新财富》2015年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名;《Wind资讯》2016年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015年最佳分析师第二名;《第一财经》2015年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

**强烈推荐:** 公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐:** 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性:** 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避:** 公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A:** 公司长期竞争力高于行业平均水平

**B:** 公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C:** 公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

**推荐:** 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

**中性:** 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

**回避:** 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。