

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

## 板块商誉集中度高, 关注业绩承诺兑现情况

——环保及公用事业行业专题研究

### 证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年01月04日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
先河环保	0.47	0.61	13.08	买入
瀚蓝环境	1.10	1.21	11.55	增持
聚光科技	1.26	1.58	14.73	买入

#### 环保及公用事业相对沪深300指数表现



#### 相关报告

1 《环保及公用事业行业点评报告: 巩固成果, 改善农村人居环境—中央经济工作会议之环保部分解读》 2018-12-24

2 《环保及公用事业行业月报: 融资趋于改善, 关注雄安环保订单进展》 2018-12-18

3 《环保及公用事业行业月报: 民企融资环境趋于改善, 关注危废处理和环境工程龙头》 2018-11-28

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

● **板块整体商誉稳中有升, 水处理设备及工程、固废处理细分领域商誉规模偏高。**截止到18年9月30日, 环保板块80家公司合计商誉292.21亿元, 较17年年底增长14.10%, 商誉占净资产的比例为7.99%。从细分子行业来看, 水处理设备及工程、固废处理商誉金额较高, 环境监测设备商誉占净资产比例排名靠前。

● **商誉分布集中, 谨防大额并购商誉减值。**环保领域上市公司的商誉较为集中, 其中CR10达到62.03%, CR20达到83.60%; 但大部分环保公司商誉占净资产比例低于20%。值得关注的是, 单个大额收购项目高溢价或者累计并购数量较多构成高商誉来源。大额并购形成的高商誉相对于小额并购累计的高商誉来讲, 单个公司发生商誉减值损失对收购方影响更为显著。因此, 需要对此类公司的商誉减值更为关注。

● **板块商誉减值损失影响较小, 具体公司风险不可忽视。**板块商誉减值损失金额和商誉减值损失占净利润比例有逐年增长的趋势, 但仍处于较低水平, 对板块的盈利能力影响有限。但不能排除部分被收购公司因技术、市场、政策、业绩承诺完成情况等原因“爆雷”, 从而对当期净利润产生重大负面影响。

● **业绩承诺完成情况值得关注, 19年板块商誉预计较大幅度增长。**由于环保公司大部分收购案例中均包含交易对手对净利润承诺, 需要关注业绩承诺时间段、市场环境变化、商誉占资产比重等因素。18年部分环保公司发生重大资产重组, 涉及交易金额巨大。19年环保板块的商誉金额将会较大幅度增长, 且由于部分交易对手做出了较高的业绩承诺, 板块的商誉减值风险将提升。

● **维持行业“同步大市”投资评级。**截止到19年1月3日, 环保(中信)指数PE(TTM)为21.95倍, 相对于中小板估值(TTM)比值为1.18倍, 板块估值水平处于历史低位, 维持行业“同步大市”投资评级。建议关注业绩确定性较强、现金流充裕的环境监测设备、垃圾焚烧处理领先公司。重点关注标的: 先河环保、聚光科技、瀚蓝环境。

**风险提示:** 1) 系统性风险; 2) 商誉减值风险; 3) 环境工程项目建设进度不及预期; 4) 部分公司债务问题解决进度低于预期。

## 内容目录

1. 板块商誉金额不大，占比有所提升 .....	3
2. 部分公司商誉金额较大，谨防业绩不达预期 .....	5
3. 投资评级及建议 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 15—18 年环保板块商誉及同比增速 .....	4
图 2: 15—18 年环保板块商誉占净资产比例 .....	4
图 3: 环保板块各细分子行业商誉金额（单位：亿元） .....	4
图 4: 环保板块各细分子行业商誉净资产比例（单位：%） .....	4
图 5: 截至到 3 季度末环保公司商誉排名（亿元） .....	5
图 6: 截至到 3 季度末环保公司商誉/净资产（%） .....	5
图 7: 18H1 商誉金额占比前十名构成商誉子公司数量 .....	5
图 8: 中金环境商誉构成情况 .....	5
图 9: 15—17 年环保板块商誉减值损失情况 .....	6
图 10: 15—17 年环保板块商誉减值损失/净利润 .....	6
图 11: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况（倍） .....	9
图 12: 环保指数（中信）相对于中小板估值情况（倍） .....	9
表 1: 与商誉减值相关的特定减值迹象 .....	3
表 2: A 股各环保细分子行业上市公司 .....	3
表 3: 15—17 年环保公司计提商誉减值损失情况 .....	6
表 4: 环保板块公司收购标的业绩承诺情况 .....	7
表 5: 重点公司估值表 .....	9

## 1. 板块商誉金额不大，占比有所提升

临近年末，潜在商誉减值风险提升。2018年11月16日，中国证监会发布会计监管风险提示第8号—商誉减值，就商誉减值的会计监管风险进行提示。根据《企业会计准则第20号—企业合并》的规定，商誉作为上市公司并购产生的会计科目，是由在非同一控制下的企业合并中，购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额确认形成。8号会计准则规定，公司应当在资产负债表日判断是否存在资产减值迹象，并至少在每年年终进行减值测试。若包含商誉的资产组或资产组组合存在减值，应先抵减分摊至资产组或资产组组合中商誉的账面价值；再按比例抵减其他各项资产的账面价值。如果企业发生了较大金额的减值金额，不仅对当期利润产生较大负面影响，而且在后期会计期间不得转回。

常见的减值迹象包括：收购方未实现承诺利润、产业政策发生明显不利变化、核心团队发生明显不利变化、特许经营权到期无法续接等。

表 1: 与商誉减值相关的特定减值迹象

	减值迹象
1	现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩
2	所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化
3	相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持
4	核心团队发生明显不利变化，且短期内难以恢复
5	与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等
6	客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降
7	经营所处国家或地区的风险突出，如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等

资料来源：中国证监会，中原证券

板块整体商誉占比不高，稳中有升。截止到18年9月30日，环保板块80只个股合计商誉292.21亿元，较17年年末增长14.10%；商誉占净资产的比例为7.99%。15、16年二级市场股票行情热度较高，并购市场较为活跃，环保商誉在16年同比增长56.15%；17、18年并购市场增速放缓，板块商誉分别同比增长11.50%、14.10%。从占比来看，16、17、18Q3板块商誉占净资产的比例基本稳定，分别为7.69%、7.31%、7.99%。

表 2: A股各环保细分行业上市公司

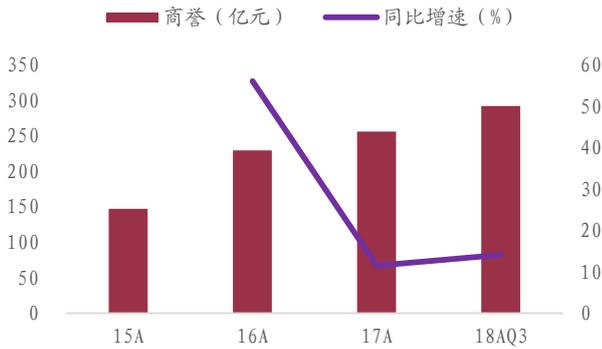
细分行业	公司名称
大气治理	龙净环保、清新环境、菲达环保、科林环保、远达环保、永清环保、中电环保、雪浪环境、龙源技术、三维丝
水务运营	绿城水务、武汉控股、中原环保、重庆水务、首创股份、创业环保、国祯环保、鹏鹞环保、兴蓉环境、洪城水业、渤海股份、江南水务、中山公用、海峡环保、钱江水利、国中水务、联泰环保
水处理设备及工程	碧水源、津膜科技、万邦达、博世科、南方汇通、巴安水务、环能科技、兴源环境、东方园林、博天环境、天翔环境、德创环保、上海洗霸、中持股份、中环环保、清水源、久吾高科、华控赛格、京蓝科技、中金环境
固废处理	上海环境、盈峰环境、瀚蓝环境、旺能环境、高能环境、东江环保、龙马环卫、启

迪桑德、中国天楹、深圳能源、伟明环保、绿色动力、维尔利、四通股份、盛运环保、杭锅股份、华光股份  
雪迪龙、聚光科技、天瑞仪器、先河环保  
中再资环、葛洲坝、怡球资源、华宏科技、格林美  
神雾环保、三聚环保、神雾节能、中材节能、首航节能、富春环保、天壕环境

环境监测  
资源回收利用  
工业节能

资料来源：中原证券

图 1：15—18 年环保板块商誉及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 2：15—18 年环保板块商誉占净资产比例

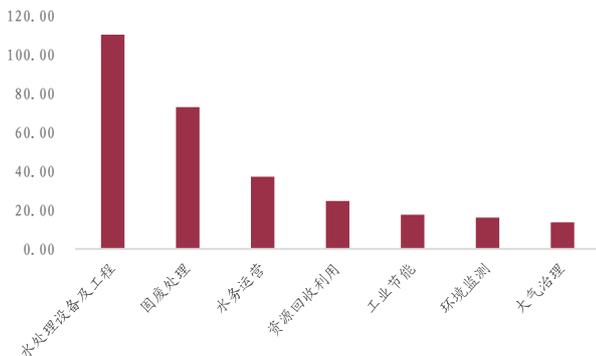


资料来源：Wind，中原证券

水处理设备及工程、固废处理领域商誉总额较多。从细分领域来看，各子行业商誉总额分别为：水处理设备及工程（110.15 亿元）、固废处理（72.81 亿元）、水务运营（37.20 亿元）、资源回收利用（24.68 亿元）、工业节能（17.59 亿元）、环境监测（16.12 亿元）、大气治理（13.66 亿元）。水处理设备及工程、固废处理商誉较高，一方面与细分子行业的体量较大有关，另一方面最近几年相对景气度较高，并购较多。尤其是商誉集中在部分公司中，如中金环境（29.69 亿元）、东方园林（23.23 亿元）、兴源环境（13.54 亿元）、东江环保（12.36 亿元）等。

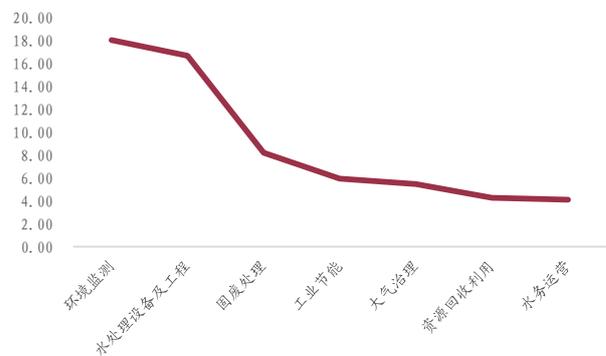
但从占净资产的比例来看，环境监测（18.07%）、水处理设备及工程（16.70%）领域占比偏高。其中，环境监测设备领域占净资产比例最高，主要与监测品类众多，领头公司的不断并购有关。

图 3：环保板块各细分子行业商誉金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，中原证券

图 4：环保板块各细分子行业商誉净资产比例（单位：%）

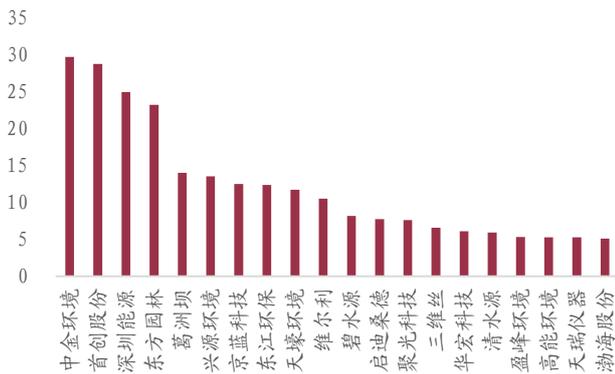


资料来源：Wind，中原证券

## 2. 部分公司商誉金额较大，谨防业绩不达预期

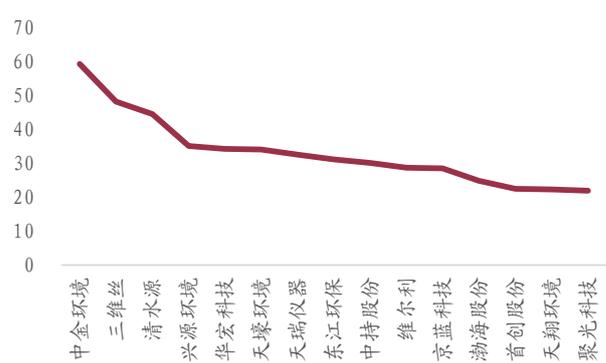
商誉分布集中，部分公司净资产占比高。环保领域上市公司的商誉较为集中：CR10 达到 62.03%，CR20 达到 83.60%。其中，中金环境（29.69 亿元）、首创股份（28.77 亿元）、深圳能源（24.95 亿元）、东方园林（23.23 亿元）商誉金额排名靠前。而商誉占净资产比例方面，大部分环保公司占比低于 20%。值得一提的是，中金环境、三维丝、清水源、兴源环境、华宏科技商誉占净资产的比重偏高，达到 59.21%、48.18%、44.50%、35.02%、34.20%。

图 5：截至到 3 季度末环保公司商誉排名（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

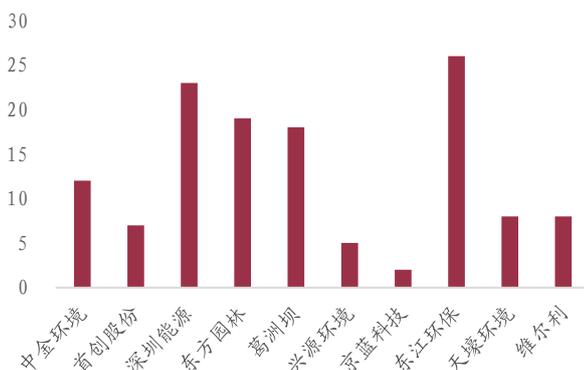
图 6：截至到 3 季度末环保公司商誉/净资产 (%)



资料来源：Wind，中原证券

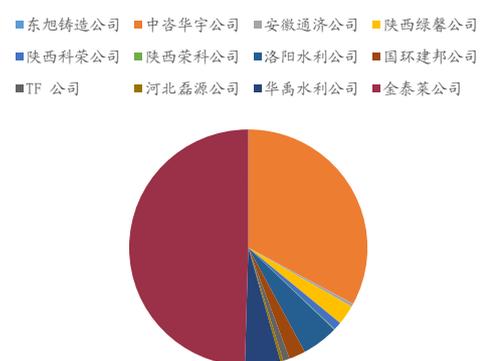
连续并购或大额并购是高商誉的直接原因。值得关注的是，单个收购项目溢价较高或者并购数量多，构成商誉来源。其中，上市公司进行产业链延伸、跨界转型或者横向并购做大规模是并购的内在逻辑。例如，中金环境截至到三季度末账面商誉由 12 家公司构成，金额达到 29.60 亿元。其中，收购中咨华宇形成的 9.72 亿元商誉和收购金泰莱形成的 14.66 亿元商誉构成主要部分。与之相反的是，东江环保账面商誉 12.36 亿元，构成其商誉的公司家数达到 25 家。小规模、高频次并购为东江环保账面商誉形成的主要原因。这与危险废物处理区域性较强、跨区域转移手续复杂、单个厂区规模有限以及依靠并购做大规模等行业特征有关。显然，大额并购形成的高商誉相对于小额并购累计的高商誉来讲，单个公司发生商誉减值损失对收购方影响更为显著。因此，需要对此类公司的商誉减值更为关注。

图 7：18H1 商誉金额占比前十名构成商誉子公司数量



资料来源：Wind，中原证券

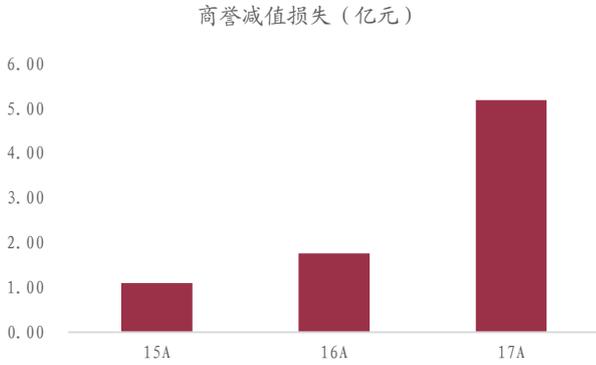
图 8：中金环境商誉构成情况



资料来源：公司公告，中原证券

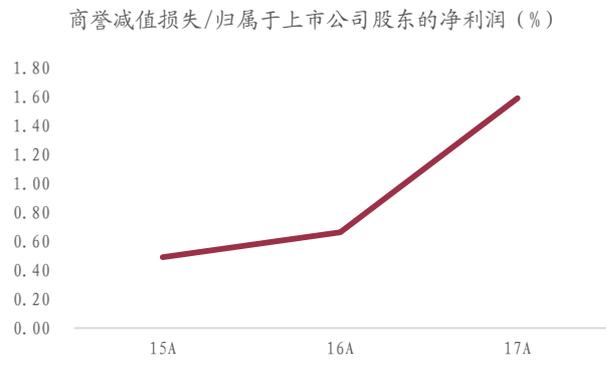
板块历史商誉减值金额较小，净利润影响相对有限。15—17年，纳入统计的80家环保公司合计商誉减值损失分别为1.10亿元、1.76亿元、5.18亿元；占净利润比例分别为0.49%、0.66%、1.59%。可以发现，尽管板块商誉减值损失合计金额及利润占比有逐年提升的趋势，但仍处于较低水平，对板块的盈利能力影响有限。

图 9：15—17 年环保板块商誉减值损失情况



资料来源：Wind，中原证券

图 10：15—17 年环保板块商誉减值损失/净利润



资料来源：Wind，中原证券

具体公司商誉减值风险不可忽视。从具体计提商誉减值损失的公司来看，盛运环保在17年计提大额商誉减值损失，主要的原因因为公司的全资子公司中科通用所持有的循环流化床焚烧技术已经无法满足新的环保检测标准，市场需求骤减。因此，公司对收购的北京中科通用能源环保有限责任公司产生的商誉进行了全额计提减值准备。万邦达于17年对子公司昊天节能确认商誉减值6473万元。减值的原因因为17年京津冀地区启动重污染天气预警和应急响应，以及环保督查等原因，昊天节能多次不定期限产、停产，产品生产无法连续导致供货延迟，并且18年一季度仍存在停产和限产的情况。而盈峰环境于17年度对亮科环保计提5073.61万元商誉资产减值准备。其原因：亮科环保业绩承诺方承诺2016、2017、2018年扣除非经常性损益和本公司内部关联交易的利润不低于2000万、3000万、4000万元，而17年亮科环保扣非及关联交易后净利润仅639.84万元，未完成业绩承诺。

由此可见，即使考虑到板块的整体商誉减值影响较小，仍不能排除部分被收购公司因技术、市场、政策、业绩承诺完成情况等原因“爆雷”，从而对当期净利润产生重大负面影响。

表 3：15—17 年环保公司计提商誉减值损失情况

17 年			16 年			15 年		
代码	名称	商誉减值损失 (亿元)	代码	名称	商誉减值损失 (亿元)	代码	名称	商誉减值损失 (亿元)
300090.SZ	盛运环保	2.67	300332.SZ	天壕环境	0.90	000711.SZ	京蓝科技	0.52
300055.SZ	万邦达	0.71	000826.SZ	启迪桑德	0.41	000826.SZ	启迪桑德	0.29
000967.SZ	盈峰环境	0.51	300203.SZ	聚光科技	0.29	000967.SZ	盈峰环境	0.15
300203.SZ	聚光科技	0.39	300266.SZ	兴源环境	0.07	300156.SZ	神雾环保	0.05
300165.SZ	天瑞仪器	0.25	300156.SZ	神雾环保	0.07	600388.SH	龙净环保	0.05
300388.SZ	国祯环保	0.21	300055.SZ	万邦达	0.02	300055.SZ	万邦达	0.02
600526.SH	菲达环保	0.20	300187.SZ	永清环保	0.01	300070.SZ	碧水源	0.02
300070.SZ	碧水源	0.10						

002645.SZ	华宏科技	0.07
300332.SZ	天壕环境	0.07
600475.SH	华光股份	0.01

资料来源：Wind，中原证券

**关注业绩承诺完成情况，谨防承诺期过后业绩变脸。**“现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩”作为特定减值迹象被证监会会计监管风险重点提及。目前，从环保公司的并购情况来看，大部分收购案例中均包含交易对手对净利润承诺。值得关注的有三个方面：

一是业绩承诺时间段。15年完成的并购已经度过了三年的业绩承诺期。通常为了实现被收购标的的较高对价，交易对方有承诺较高利润的诉求。考虑到交易方案的现金或者股权补偿机制，业绩承诺期收购标的有扩大市场规模、积极释放利润的动机。业绩承诺期一过，交易对手继续推动利润增长的动力减弱。因此，完成业绩承诺的第二年存在业绩增长不及预期风险。

二是市场环境的变化。15、16年PPP市场快速增长，对以水环境治理、污水处理等环境工程类企业形成利好。18年在PPP项目规范化，融资收紧，竞争趋于激烈，企业现金流恶化的背景下，环境工程类企业是否能够完成业绩承诺存在一定的不确定性。另外，危险废物处理行业作为环保政策趋严的受益行业，其中的跨界并购或者行业整合者在市场热度较高的背景下高溢价收购的危险废物处理资产，能否在三年后仍达到盈利预期值得商榷。

三是商誉占公司资产的比重。部分环保公司通过不断收购资产或者股权来做大规模，其收购标的利润占据公司盈利的大部分。考虑到商誉不能摊销，并且减值一旦计提不能转回的特性，该类企业的商誉减值风险需要在年末持续关注。

**表 4：环保板块公司收购标的业绩承诺情况**

时间	公司名称	收购标的名称	业绩承诺情况
2015.11.10	兴源环境	杭州中艺生态环境工程有限公司	2015年、2016年、2017年的承诺净利润为9,200万元、11,500万元、14,375万元
2015.11.6	盈峰环境	宇星科技发展(深圳)有限公司	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1.2亿元、1.56亿元、2.10亿元
2016.11.10	东方园林	中山环保产业股份有限公司、上海立源水处理技术有限责任公司	中山环保的业绩承诺方承诺，中山环保在业绩承诺期（2016年度、2017年度、2018年度）的承诺净利润分别为8,520万元、10,224万元、12,269万元。上海立源2015年度净利润不低于3,000万元，2016年度及2017年度的净利润每年比上年增长30%，三年净利润总额11,970万元
2016.11.15	京蓝科技	内蒙古沐禾金土地节水工程设备有限公司	沐禾节水2015年度、2016年度、2017年度、2018年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于9,071.95万元、12,278.60万元、14,704.64万元、17,144.59万元
2016.2.2	碧水源	北京久安建设投资集团有限公司	交易对方承诺标的公司在盈利承诺期内各年度的净利润数（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）2015年度17,310.00万元、2016年度19,890.00万元、2017年度23,600.00万元
2016.6.2	中金环境	北京中咨华宇环保技术有限公司	中咨华宇于2016、2017、2018会计年度实现的年度审核后净利润应分别不低于人民币8,500万元、11,050万元、13,260万元
2016.8.2	清水源	河南同生环境工程有限公司	交易对方承诺标的公司2016年、2017年、2018年实现的扣除非经常性损益后归属母公司所有者净利润分别不低于3,520.00万元、5,600.00万元、6,680.00万元

2017.1.8	天壕环境	北京赛诺水务科技有限公司	交易对方承诺, 赛诺水务 2016 年、2017 年、2018 年实现的净利润(以经聘请的审计机构专项审计的合并报表中扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润) 2016 年不低于 5,000 万元、2017 年不低于 7,000 万元、2018 年不低于 10,000 万元
2017.10.19	京蓝科技	天津市北方创业园林股份有限公司	北方园林 2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度累计实现净利润(合并财务报表中扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润)不低于 42258.97 万元。北方园林在 2017 年度、2018 年度、2019 年度合并财务报表中三年累计经营性现金流量净额不低于 17405.74 万元
2017.11.15	兴源环境	浙江源态环保科技服务有限公司	源态环保全体股东承诺源态环保 2017 年度、2018 年度及 2019 年度合并财务报表经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 3,800 万元、4,700 万元、5,700 万元
2018.10.25	京蓝科技	中科鼎实环境工程股份有限公司	补偿义务人向公司承诺, 标的公司在 2018 年度、2019 年度、2020 年度合并财务报表中扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润三年累计实现不低于 40000 万元, 且盈利承诺期内标的公司每年实现扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润均不低于 9000 万元
2018.12.6	碧水源	北京良业环境技术有限公司	良益诚股权投资自愿就良业环境 2018 年度、2019 年度及 2020 年度三个会计年度做出业绩承诺, 合并报表目标公司的净利润(以扣除非经常性损益后的净利润数为计算依据)分别不低于 5.5 亿元、7.6 亿元及 10.2 亿元, “业绩承诺期”累计承诺净利润不低于 23.3 亿元
2018.2.8	高能环境	贵州宏达环保科技有限公司	宏达环保经营业绩进行承诺: 2018 年、2019 年、2020 年经审计扣除非经常性损益净利润分别不低于 4,000.00 万元、5,000.00 万元、6,000.00 万元
2018.4.27	中金环境	浙江金泰莱环保科技有限公司	标的公司于 2017、2018、2019、2020 会计年度实现的年度审计税后净利润应分别不低于人民币 13,500 万元、17,000 万元、20,000 万元、23,500 万元
2018.6.30	启迪桑德	浦华环保股份有限公司	交易对方向公司承诺, 浦华环保 2018 年、2019 年、2020 年实现经审计的承诺扣非净利润应分别不低于 7,500 万元、8,650 万元、10,000 万元
2018.7.25	中持股份	江苏南资环保股份有限公司	南资环保 2018 年度、2019 年度承诺净利润分别为 3,300 万元、3,800 万元, 两年合计不低于 7,100 万元

资料来源: 公司公告, 中原证券

**部分环保公司正在进行重大资产重组, 后续业绩承诺完成情况值得关注。18 年部分环保公司发生重大资产重组, 例如, 盈峰环境收购中联环境, 中国天楹收购 Urbaser, 四通股份收购康恒环境等。由于被收购资产金额较大, 若后续交易完成, 对环保商誉规模将会产生显著提升。**

其中, 盈峰环境以 152.50 亿元通过发行股份的方式收购中联环境 100% 的股份。截至到 19 年 1 月 2 日, 标的资产已经完成过户, 并且, 中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司已经受理新增股份登记申请。中联环境作为国内环卫机械和环境装备龙头企业, 收入规模、市场占有率远超同行业水平。参考发行股份购买资产暨关联交易报告书, 交易完成后, 截止到 18 年 4 月末, 公司商誉金额 62.51 亿元, 商誉占总资产比例为 23.94%, 商誉占净资产比例为 45.33%。业绩承诺方承诺, 若标的公司股权交割于 19 年完成, 则中联环境 18—20 年承诺的净利润分别不低于 9.97 亿元、12.30 亿元、14.95 亿元、18.34 亿元。

另外, 中国天楹拟向华禹并购基金等交易对手收购江苏德展 100% 股权, 从而间接持有 Urbaser 100% 股权。标的资产江苏德展 100% 交易作价 88.82 亿元。目前该发行股份收购资产并募集配套资金已经获得证监会核准批复。若交易完成, 参考公司备考审阅报告, 公司截至到

18年4月30日商誉合计53.91亿元，占资产总额比例为14.95%，占净资产比例为46.59%。承诺方承诺，若本次交易与19年期间实施完毕，则Urbaser 2019年度、2020年度和2021年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于5127万欧元、5368万欧元、5571万欧元。

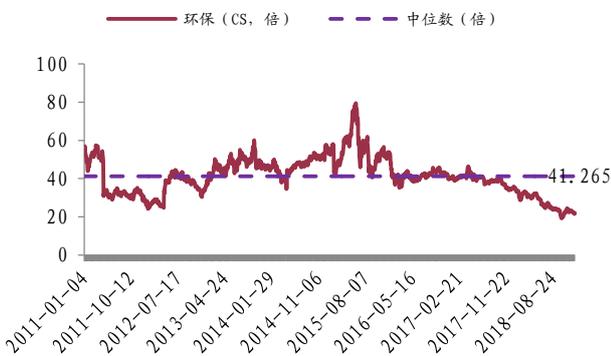
因此，可以预期19年环保板块的商誉金额将会较大幅度提升，且由于部分交易对手做出了较高的业绩承诺，板块的商誉减值风险提升。具体是否计提减值仍需按照减值测试要求，而业绩承诺、市场环境变化、产品技术替代等因素仍是关注点。

### 3. 投资评级及建议

维持行业“同步大市”投资评级。板块商誉规模稳中有升，往年计提的商誉减值损失对当年板块净利润影响相对有限，但板块商誉集中度较高，因此须谨防部分高商誉公司业绩承诺不及预期、产品技术替代、政策变化等而导致的减值风险。另外，部分环保公司正在进行重大资产重组，可以预期19年的板块商誉金额将会有显著提升，增加潜在减值的不利影响。

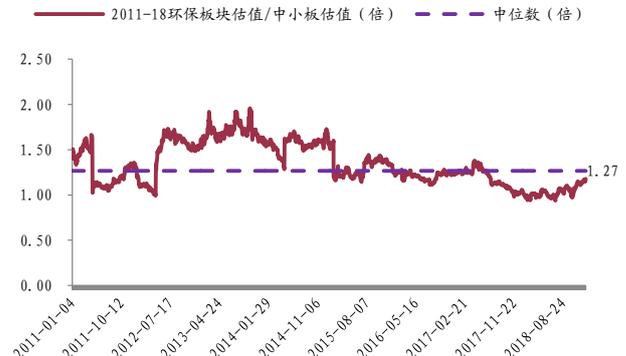
截止到19年1月3日，环保(中信)指数PE(TTM)为21.95倍，相对于中小板估值(TTM)比值为1.18倍，板块估值水平处于历史低位，维持行业“同步大市”投资评级。

图 11: 环保指数(中信)历史 PE 变化情况 (倍)



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 环保指数(中信)相对于中小板估值情况(倍)



资料来源: Wind, 中原证券

#### 投资主线

业绩确定性较强、现金流充裕的环境监测设备、垃圾焚烧处理领先公司。

重点关注标的: 先河环保、聚光科技、瀚蓝环境。

表 5: 重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股/ 亿股	股价(元, 1.3)	EPS (元)		每股净资产 (18A Q1-3)	PE(倍)		PB(18A Q1-3)	投资评级
				2018E	2019E		2018E	2019E		
先河环保	5.51	4.74	7.98	0.47	0.61	3.15	16.98	13.08	2.54	买入
瀚蓝环境	7.66	7.66	13.98	1.10	1.21	7.44	12.71	11.55	1.88	增持
聚光科技	4.53	4.52	23.28	1.26	1.58	7.69	18.48	14.73	3.03	买入

资料来源：Wind，中原证券

#### 4. 风险提示

- 1) 系统性风险;
- 2) 商誉减值风险;
- 3) 环境工程项目建设进度不及预期;
- 4) 部分公司债务问题解决进度低于预期。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。