

行业研究/深度研究

2019年03月10日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
环保II 增持(维持)

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

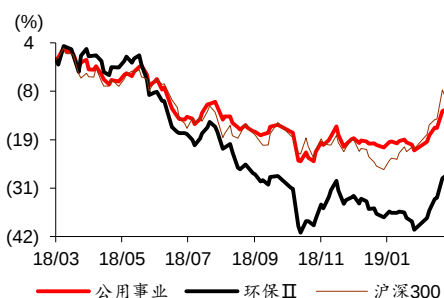
殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1《公用事业: 行业周报(第九周)》2019.03
- 2《公用事业: 市场电: 从哪里来, 又去向何方》2019.03
- 3《华测检测(300012,买入): 18 业绩同比翻倍, 现金流预期大幅好转》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

围绕可转债的公用事业投资机会

公用事业(环保/电力)股票/可转债投资机会分析

环保电力可转债融资 365 亿, 适时把握投资机会

环保行业大部分公司的业务模式回款能力较弱, 截止 2019 年 3 月 8 日环保上市公司通过发行可转债融资规模 142 亿(包括存续和待发行)。电力行业重资产, 但主流火电公司资本开支可控(新增产能有限), 仅少量清洁能源(福能/中国核电/川投能源等)储备较多公司有融资需求。截至 3 月 8 日环保电力板块共有 8 只转债成功发行(关注转股期的转债/正股投资机会), 15 只可转债待发行(关注定价前正股投资机会)。正股方面推荐内蒙华电, 建议关注福能股份/伟明环保/瀚蓝环境/皖能电力/清水源/川投能源/金圆股份等。转债方面建议关注蒙电转债/高能转债/国祯转债/福能转债。

股票: 转股或对 EPS 稀释有限, 推荐内蒙华电, 关注国祯环保/博世科

股权投资者不必过于担心可转债转股对 EPS 的摊薄。以内蒙华电、国祯环保和博世科为例, 考虑财务费用的节约, 我们测算假设可转债全部转股对 2019 年 EPS(wind 一致预期)的平均稀释率仅为 3%。我们认为在当前公司基本面趋势向好且估值合理, 发行主体促转股意愿较强, 这几家公司正股投资价值值得关注。同时, 截至 3 月 8 日收盘, 内蒙华电/国祯环保(均已进入转股期)收盘价接近转股价, 下修可能性较小。由于公司促转股以降负债率/财务费用意愿强, 当前时点股债投资者与上市公司利益一致程度较高, 出现“爆雷”的可能性较小。

可转债: 估值相对合理, 建议关注蒙电转债/高能转债/国祯转债/福能转债

正股是转债第一驱动, 我们认为蒙电转债/高能转债/国祯转债/福能转债正股基本面向好, 转债值得关注。蒙电转债当前估值合理, 且相比同类型转债具备流动性好、正股基本面更优的特性, 具备投资价值。高能转债估值合理, 正股基本面预计持续改善。国祯转债价格较债底较远, 正股基本面较好。福能转债估值合理, 可作为底仓品种配置。

未进入转股期/有待发行转债的正股推荐瀚蓝环境/龙净环保/皖能电力等

针对未进入转股期的转债中, 正股我们建议关注多元布局、成长可期的福能股份, 以及盈利能力较强的伟明环保。待发行可转债的上市公司中, 我们建议关注瀚蓝环境/皖能电力/清水源/川投能源/金圆股份/上海环境/龙净环保/中国核电/中金环境/迪森股份, 发行前股价维持高位有利于降低发可转债带来实控人的潜在股本稀释。

风险提示: 可转债发行方案未过会, 股市整体大幅下行等。

正文目录

公用事业融资需求大，把握可转债带来的股票与转债投资机会	3
转债市场发展迅速，规模已达 2166 亿元	3
公用事业降负债压力大，促转股意愿强	4
转股期基本面优秀标的的投资性价比高	5
正股方面推荐内蒙华电，建议关注国祯环保、博世科	5
可转债转股对上市公司 EPS 的稀释或有限	6
推荐内蒙华电：促转股意愿高+业绩趋势向好	6
建议关注国祯环保，PPP 融资改善+水厂稳健扩张	8
建议关注博世科，技术储备丰富，若融资改善有望持续高增长	9
蒙电转债、高能转债、国祯转债、福能转债值得关注	10
未进入转股期/未上市转债中，福能股份/瀚蓝环境等值得关注	12
风险提示	14

图表目录

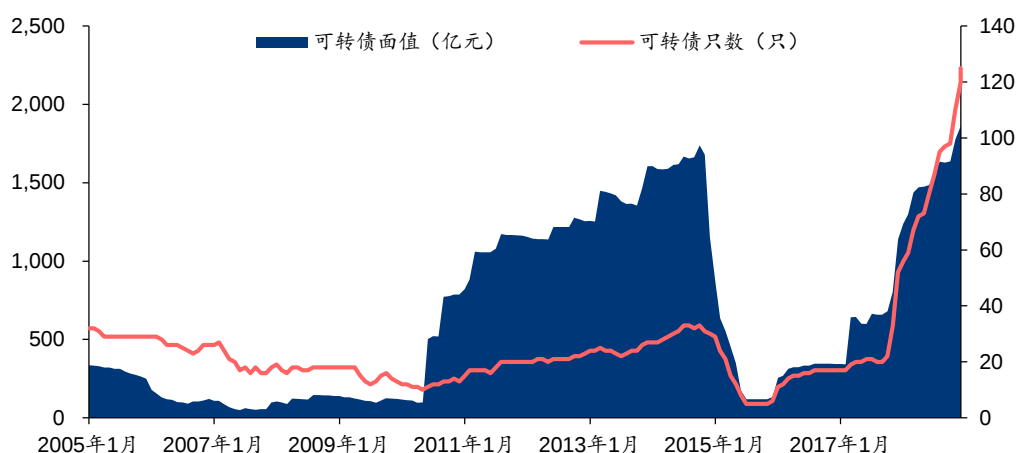
图表 1： 可转债数目面值已突破 14 年峰值（面值左轴，只数右轴）	3
图表 2： 公用事业已发行可转债基本信息（截至 2019/3/8）	4
图表 3： 公用事业待发行可转债基本信息	4
图表 4： 4 只转债重要条款概况	5
图表 5： 蒙电转债折现率计算	6
图表 6： 可转债转股对上市公司 EPS 稀释作用或有限（2018/3/8）（假设 2019 年全部转股）	6
图表 7： 内蒙华电电厂资源概览	7
图表 8： 国祯环保营业总收入和归母净利润均维持稳定高速增长（百万元）	8
图表 9： 截至 2018 年 9 月，国祯环保新增订单及在手订单情况（亿元）	8
图表 10： 14-18 年博世科营收（百万元）及增速（右轴）	9
图表 11： 14-18 年博世科归母净利（百万元）及增速（右轴）	9

公用事业融资需求大，把握可转债带来的股票与转债投资机会

转债市场发展迅速，规模已达 2166 亿元

可转债市场迅速发展，转债面值已达 2166 亿。可转债发行规模从 10 年开始快速增长，随 15 年牛市来临多数转债进行转股或被公司赎回，转债市场快速萎缩。17 年以来再融资政策逐渐收紧，发行可转债逐渐成为各公司再融资有效替代途径，转债市场规模再次快速提升。截至 19 年 1 月底，可转债市场面值已超 2166 亿元，超过 14 年峰值水平。且转债个数已达 125 只，多样性得到大幅扩充，也带来更多投资机会。

图表1：可转债数目面值已突破 14 年峰值（面值左轴，只数右轴）



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

债底保护+股票期权属性，可转债具备“进可攻、退可守”的投资优点。回售条款保障可转债持有人可在股价大幅下跌情况下将债券回售给公司，亏损相对有限。而可转债自带的股票期权属性可以在正股大幅上涨时为投资者创造较高收益，且下修条款通常会致使可转债价格接近面值时抗跌性较强。整体来看，可转债是具备“进可攻、退可守”优点的投资品种。在转债估值合理的前提下，可以用转债本身的产品特性对抗正股的不确定性。

多数情况可转债发行主体促转股意愿强，利益与债/股持有者一致。上市公司层面，由于当前多数发行主体将发可转债作为股权再融资的替代手段，促转股意愿较为强烈。通常进入转股期后，上市公司与可转债持有人和股票持有人利益一致。尤其是在股市情绪好转之后，促转股动作可望增强股票向上弹性。

公用事业降负债压力大，促转股意愿强

环保作为现金回款能力相对较弱的行业，目前共 6 只环保可转债存续，融资规模高达 34.5 亿，占上市公司当前市值的 7%（截至 2019/3/8）；另有 14 家即将启动的可转债，融资规模 284 亿，占公司当前市值的 12%。电力杠杆较高，但主流火电公司资本开支可控（新增产能有限），仅少量清洁能源储备较多公司有融资需求，故有可转债已发行（福能股份/内蒙华电）或待发行（中国核电/川投能源）。

当前公用事业共有 8 只可转债成功发行且未退市，其中联泰环保、伟明环保、福能股份尚未进入转股期。进入转股期的国祯环保等最新收盘价已经高于转股价。

图表2：公用事业已发行可转债基本信息（截至 2019/3/8）

转债简称	正股简称	上市日	转股起始日	发行规模 (亿元)	最新余额 (亿元)	期限 (年)	初始转股价	最新转股价	最新收盘价	收盘价较转股 价溢价
国祯转债	国祯环保	2017-12-25	2018-05-30	6.0	6.0	6	21.04	8.72	10.18	17%
联泰转债	联泰环保	2019-02-18	2019-07-29	3.9	3.9	6	12.31	12.31	13.35	8%
高能转债	高能环境	2018-08-27	2019-02-01	8.4	8.4	6	9.38	9.38	10.00	7%
福能转债	福能股份	2018-12-28	2019-06-14	28.3	28.3	6	8.69	8.69	9.05	4%
蒙电转债	内蒙华电	2018-01-09	2018-06-28	18.8	18.7	6	2.95	2.92	2.91	0%
伟明转债	伟明环保	2018-12-26	2019-06-14	6.7	6.7	6	23.92	23.92	23.96	0%
迪龙转债	雪迪龙	2018-01-29	2018-07-03	5.2	5.2	6	13.35	9.03	8.08	-11%
博世转债	博世科	2018-08-14	2019-01-11	4.3	4.3	6	14.30	14.3	11.15	-22%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，截至 3 月 8 日，公用事业目前有 2 家被证监会核准（拿到批文），2 家转债获发审委通过，11 家股东大会通过。

图表3：公用事业待发行可转债基本信息

公司名称	方案进度	发行规模（百万元）	发行期限（年）	预案公告日	股东大会公告日
海峡环保	证监会核准	4.6	6	2018-04-20	2018-06-21
迪森股份	证监会核准	6.0	6	2018-04-21	2018-05-12
中国核电	发审委通过	78.0	6	2018-08-24	2018-09-19
清水源	发审委通过	4.9	6	2018-05-23	2018-06-09
龙净环保	股东大会通过	18.0	6	2018-10-13	2018-10-30
中环环保	股东大会通过	2.9	5	2018-10-16	2018-11-02
德创环保	股东大会通过	2.0	6	2018-12-25	2019-01-11
川投能源	股东大会通过	40.0	6	2018-05-19	2018-06-06
瀚蓝环境	股东大会通过	10.0	6	2018-04-27	2018-05-19
上海环境	股东大会通过	21.7	6	2018-05-23	2018-06-29
金圆股份	股东大会通过	8.5	6	2018-05-04	2018-07-18
中天能源	股东大会通过	18.0	6	2018-06-06	2018-06-22
中金环境	股东大会通过	17.0	6	2018-05-16	2018-06-09
皖能电力	股东大会通过	40.0	6	2018-03-07	2018-04-17
兴源环境	股东大会通过	12.0	6	2017-11-28	2017-12-14

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公用事业促转股意愿强，带来股债投资机会。1) 电力行业重资产，且我们认为国企降杠杆任务相对较重，有较强的促转股动机。2) 环保行业民企占比较高，且行业本身现金回款能力相对不足，融资难度较大成本高，环保企业促转股意愿同样强烈。公用事业可转债进入转股期后上市公司与股债持有人利益一致程度高，或为可转债和正股带来投资机会。

转股期基本面优秀标的的投资性价比高

正股方面推荐内蒙华电，建议关注国祯环保、博世科

转股期公司中推荐内蒙华电，建议关注国祯环保、博世科。在转债进入转股期的上市公司中，我们推荐内蒙火电龙头内蒙华电，建议关注环保板块国祯环保（污水运营+PPP）、博世科（PPP）。这 3 家公司所发行转债的赎回及回售条款均遵循主流设置。回售期均设为存续期最后 2 年，而条件赎回均为【15/30，130%】。股价上涨带动平价提升至 130 元以上且时间条件得到满足后，公司即可通过赎回条款促使转债持有人兑现前期收益或直接转股，最终将公司的促转股意愿变为现实。由于 3 家均有降负债率诉求，我们认为其促转股意愿较强，且促转股能力相对匹配。

内蒙华电、国祯环保下修转股价可能性较小。截至 3 月 8 日，内蒙华电/国祯环保收盘价接近转股价，不符合下修条件，且我们认为未来下修可能性较小。

图表4：4 只转债重要条款概况

转债名称	赎回条款	回售条款	下修条款
博世科	债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：1) 在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2) 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。	最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。	在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。
内蒙华电			在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。
国祯环保			在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

可转债转股对上市公司 EPS 的稀释或有限

以内蒙古电为例，2018 年若可转债完全转股可节约财务费用约 8426 万。我们计算 2018 年公司可转债产生财务费用 8426 万元，占 18 年公司业绩预告净利润中值的 11%。财务费用计算过程如下：

蒙电转债第一年票面利率为 0.4%，计息日期为 2017 年 12 月 22 日，发行期限为 6 年。根据公司 2017 年年报，发行 18.75 亿可转债计入债券部分的初始金额为 15.10 亿元，我们通过模拟运算得出公司采用 6 年期可比债券实际利率为 5.66%。

图表5：蒙电转债折现率计算

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	拟合初始确认负债金额	初始确认负债金额
票面利率/赎回价格	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	1.8%	106%		
当期偿付票息（万元）	750	1,125	1,875	2,813	3,375	198,773		
对应现值（万元）	710	1,008	1,590	2,257	2,563	142,858	150,985	150,985
采用折现率	5.66%	5.66%	5.66%	5.66%	5.66%	5.66%		

资料来源：内蒙古电 2017 年年报，华泰证券研究所

根据公司可转债上市报告书，募资净额 184,946 万元，发行费用总计 2,576 万元，按照负债及权益比例分摊到负债/权益的发行费用分别为 2,103/473 万元。则 18 年财务费用=（债券面值-利息调整）*实际利率=（187,522-（187,522+2,103-150,985））*5.66%=8,426（万元）。（计算结果可能与上市公司实际结果略有差异）

若 3 家公司可转债全部转股平均摊薄 19 年 EPS 约 3%，影响相对有限。我们综合考虑可转债转股带来的股本摊薄和财务费用节省，若当前 3 家公司可转债全部完成转股平均摊薄 19 年公司 EPS（wind 一致预期）3%，影响相对有限。

图表6：可转债转股对上市公司 EPS 稀释作用或有限（2018/3/8）（假设 2019 年全部转股）

	可转债余额 (亿元)	19 年预计产生 的财务费用(亿 元)	19 年净利润 (亿元, wind 一致预期)	转股后 19 年净 利润(亿元)	转股前总股本 (亿股)	转股后总股本 (亿股)	19 年摊薄前 EPS (元)	19 年摊薄后 EPS (元)	EPS 摊薄比例
内蒙华电	18.7	0.9	12.3	13.2	58.1	64.5	0.212	0.205	-3%
国祯环保	6.0	0.3	4.2	4.5	5.5	6.2	0.762	0.725	-5%
博世科	4.3	0.3	4.0	4.3	3.6	3.9	1.130	1.108	-2%
均值									-3%

资料来源：各公司年报，可转债上市报告，华泰证券研究所

推荐内蒙华电：促转股意愿高+业绩趋势向好

央企降负债压力大，促转股意愿强。18 年以来，国资委持续发力严控央企负债，明确到 2020 年前中央企业的平均资产负债率要再下降 2 个百分点。根据华能集团债券募集说明书，截止 3Q18，华能集团资产负债率高达 78%，债务化解压力依然严峻。

53%权益产能地处蒙西外送京津冀，低煤价+高电量，业绩压舱器。上都两大电厂“点对点”直接外输至华北，利用小时较高；魏家峁电厂为坑口电厂，成本优势突出，特高压落地天津南，18 年利用小时高达 6407 小时（18 年发电量公告）。根据发电量数据和电价数据，我们预计 2018 年上都两大电厂、魏家峁电厂有望分别实现净利润 7.5 亿元、8 亿元。

图表7：内蒙华电电厂资源概览

内蒙华电持股电厂	控股装机 (万千瓦)	持股比例	权益装机 (万千瓦)	机组类型	外送电网
内蒙古上都发电有限责任公司	240	51%	122	煤机	京津唐电网
内蒙古上都第二发电有限责任公司	132	51%	67	煤机	京津唐电网
北方魏家峁煤电有限责任公司	132	100%	132	煤机	京津唐电网
内蒙古岱海发电有限责任公司		49%	121	煤机	京津唐电网
内蒙古大唐托克托第二发电有限责任公司		15%	72	煤机	京津唐电网
内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司		15%	72	煤机	京津唐电网
外送装机合计	504		586		
乌力吉木仁风电场	5	100%	5	风电	
额尔格图风电场	5	100%	5	风电	
白云鄂博风电场	5	100%	5	风电	
北方龙源风力发电有限责任公司	78	100%	78	风电+光伏	
内蒙古丰能源发电有限责任公司	80	100%	80	煤机	
乌海发电厂	66	100%	66	煤机	
内蒙古丰泰发电有限公司	40	45%	18	煤机	
内蒙古京达发电有限责任公司	66	40%	26	煤机	
内蒙古聚达发电有限责任公司	120	100%	120	煤机	
内蒙古蒙达发电有限责任公司	132	53%	70	煤机	
内蒙古国华准格尔发电有限责任公司		30%	40	煤机	
包头东华热电有限公司		25%	15	煤机	
总装机合计	1,101		1,114		

资料来源：Wind，华泰证券研究所

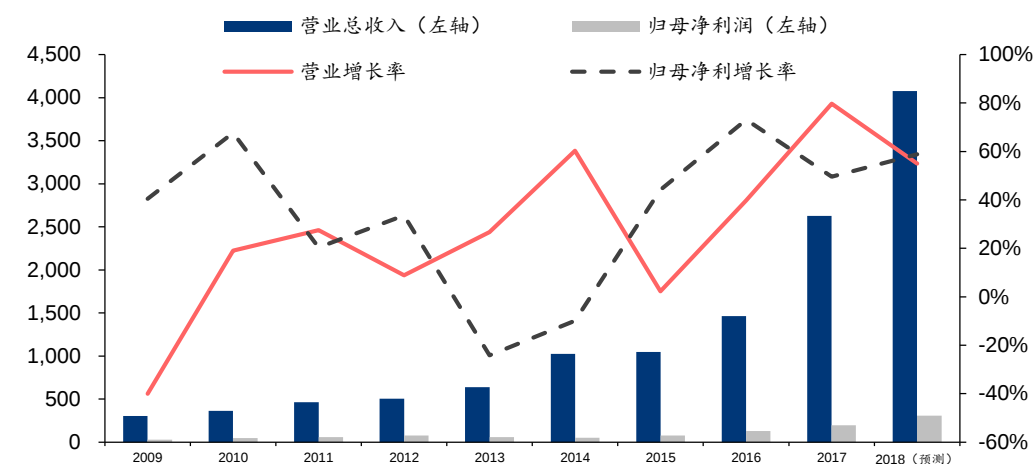
实控人出手增持，公司投资价值进一步显现。根据公司公告，基于对内蒙华电未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可，公司实控人华能集团通过华能结构调整基金对公司进行增持，2019 年 2 月 14 日已增持公司股份 979.9 万股，占公司总股本 0.2%，增持成交金额为 2447.7 万元，自公告日（2019/2/15）起未来六个月内，拟累计增持金额不低于 2 亿元不超过 5 亿元（包含本次已增持金额），增持股份价格不超过 3.6 元/股。

看好增量资产盈利+存量资产反弹，保守估计 19/20 年归母净利润增长 43%/20%。增量资产前景可期：1) 乌达莱项目：在建装机 47.5 万千瓦，我们预计 19 年逐步投运，受益于风力资源禀赋优质+特高压外送，利用小时有望逾 3000；2) 和林项目：装机 132 万千瓦，外输至乌兰察布（根据乌兰察布发改委披露信息，18 年乌兰察布电力供给缺口达 250 万千瓦）。存量资产业绩有望反弹：受制于煤价高位，蒙达、京达等蒙西其他存量机组盈利较差，17 年亏损逾 1 亿元，我们看好未来煤价下移推动蒙西存量机组业绩持续好转。根据我们测算，秦港 Q5500 现货价-10 元/吨，公司入炉煤价有望-2.3 元/吨，公司 19 年归母净利润有望增厚 2620 万元，业绩增幅 2.3%。

建议关注国祯环保，PPP 融资改善+水厂稳健扩张

业绩稳健扩张，18 年盈利高速增长。2018 年以来，公司业绩保持稳健，利润持续增长。根据公司业绩快报，18 年实现营收 40 亿（+53%），归母净利润 2.93 亿（+51%）。公司在水环境/工业废水/小城镇环境治理领域均有技术储备与超前布局，我们预计 2018-20 订单有望持续增长，且伴随融资环境改善项目进度有望加速，2018-20 业绩复合增速 37%。

图表8： 国祯环保营业总收入和归母净利润均维持稳定高速增长（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9： 截至 2018 年 9 月，国祯环保新增订单及在手订单情况（亿元）

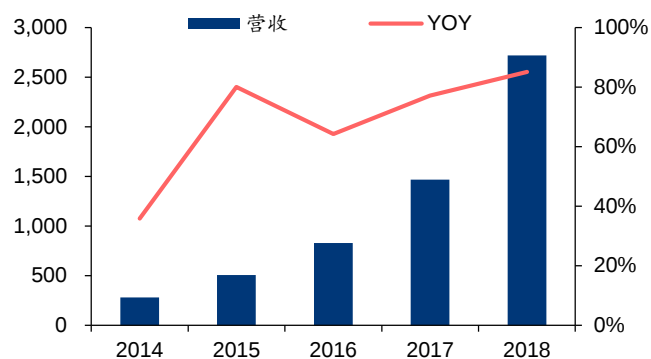
业务类型	新增订单						在手订单
	数量	投资金额	已签订合同		尚未签订合同		数量
			数量	投资金额	数量	投资金额	
工程类	13	37.5	12	26.4	1	11.2	102
经营类	36	17.3	32	13.4	4	3.9	141
合计	49	54.8	44	39.7	5	15.1	243

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

建议关注博世科，技术储备丰富，若融资改善有望持续高增长

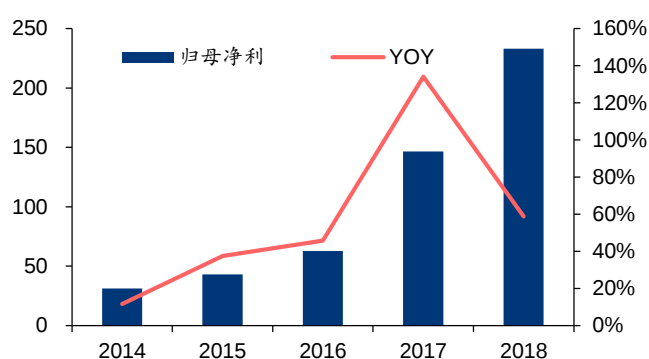
18 年营收净利高增长。根据公司业绩快报，公司 18 年实现营收 27.2 亿（+85%），归母净利润 2.33 亿（+59%）。截至三季报末，公司在手合同达 132 亿，有望支撑业绩增长。公司在水环境治理、工业水处理、农村污水、土壤修复等领域技术储备超前，同时扩张进入环卫、油田污泥、检测等运营类业务，随着融资放松我们预计公司在手项目将加速落地。我们预测公司 2018-20 业绩复合增速高达 56%。

图表10： 14-18 年博世科营收（百万元）及增速（右轴）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 14-18 年博世科归母净利润（百万元）及增速（右轴）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

蒙电转债、高能转债、国祯转债、福能转债值得关注

由于正股是转债价格第一驱动，我们认为上述四家公司转债值得关注：

蒙电转债：条款中规中矩，转债估值合理，正股促转股意愿高+业绩趋势向好

蒙电债项评级为 AAA 级，其票面利率分别为 0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价为 106 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年；3 月 8 日价格为 113 元，对应的 YTM 为 -0.30%，目前价格离到期赎回价较远，谈不上硬保护。下修条款为 [15/30, 90%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]，并无特别之处。

相较同类个券估值合理，有一定投资价值。3 月 8 日正股股价 2.91 元，平价溢价率为 13%；与相近规模、相同评级的个券机电（平价 96，平价溢价率 19%）、国君（101，16%）、无锡（96，15%）等比较，蒙电的流动性更强，正股基本面更优，我们认为该券当前估值合理，有一定的投资价值。

高能转债：条款一般，估值合理，正股基本面改善是转债价格最大的驱动因素

高能转债债项评级为 AA 级，其票面利率分别为 0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价为 108 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年；3 月 8 日为 114 元，对应的 YTM 为 -0.08%，债性弱化，但绝对价位不高。转债的主要的价格驱动力仍是平价。其下修条款为 [15/30, 80%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]，总体看中规中矩。

预计正股基本面持续改善，配合转债合理估值，高能转债亦有一定的投资价值。3 月 8 日正股股价 10.00 元，平价溢价率为 7%；与相近规模、相同评级的个券伟明（平价 100，平价溢价率 9%）比较，高能转债估值基本合理，考虑到未来基本面的持续改善，预计正股有一定上升空间。因此，我们认为高能转债也有一定的投资价值。

国祯转债：估值适中，股性强，但流动性一般，转债价格主要依赖正股表现

国祯转债评级为 AA 级，票面利率分别为 0.3%、0.5%、1.0%、1.3%、1.5%和 1.8%，到期赎回价为 106 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年，发行规模 5.97 亿，流动性较同类转债偏低。3 月 8 日转债价格 120 元，对应的 YTM 为 -1.72%，难言债性保护。下修条款为 [20/30, 85%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]，中规中矩。

正股成长性较好，估值适中，转债亦有表现空间。3 月 8 日股价 10.18 元，对应平价 117 元，平价溢价率 2%，国祯估值适中。目前看，国祯转债股性较强，其价格主要由正股驱动。不过，国祯正股的成长性高，看好公司业绩持续高增长。因此，我们认为国祯转债也有一定的表现空间。

福能转债：优质个券，估值合理，建议作为配置性品种持有

福能转债债项评级为 AA+级，其票面利率分别为 0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价为 109 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年；3 月 8 日价格为 115 元，对应的 YTM 为 -0.11%，债性不强，与前几支转债相似，主要的价格驱动力是其平价。福能的下修条款为 [15/30, 90%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]，下修略有优惠但意义并不大，是否能执行仍要看回售和其促转股能力。

相对可比个券，福能正股基本面优势明显，高成长搭配高估值，可作为底仓品种配置。3 月 8 日正股股价 9.05 元，对应平价 104 元，平价溢价率为 10%；与相近规模、相同评级的个券桐昆（100，13%）和光电（101，17%）等比较，福能的转债估值合理。福能正股主营业务护城河优势明显，成长性较高。所以，我们认为福能转债有一定的投资价值，可以作为配置性品种长期持有。

未进入转股期/未上市转债中，福能股份/瀚蓝环境等值得关注

建议关注福能股份。福建省火电发电量维持高位（需求增速高+东南来水偏枯），公司 18 年火电上网电量（剔除 18 年新收购的六枝电厂）较 17 年同比提升 13%，公司发行 28.3 亿可转债拟全部用于 3 个陆上风电和 1 个海上风电项目。

建议关注伟明环保。公司 18 年实现归母净利润 6.84-7.86 亿（+35%-55%），扣非归母净利润 6.64-7.62 亿（+35%-55%）。根据公司中标公告，截至 2018 年底，公司垃圾焚烧发电已投运总产能达 1.2 万吨/日，在建/筹建产能 3700 吨/日、9600 吨/日。

建议关注瀚蓝环境，高质成长，逆势扩张。瀚蓝环境是广东佛山国资委旗下唯一综合型环保上市平台，现有供水/污水/燃气/固废四大板块业务运营属性强，除固废项目逐渐投产增厚利润以外，19-20 年公司危废业务有望贡献新增长点；而存量水务、燃气业务每年提供约 20 亿稳定现金流，支持公司在固废领域的快速扩张和潜在并购，我们预测公司 2018-20 业绩复合增速 22%。

建议关注皖能电力，安徽火电龙头，优质资产拟注入。公司是安徽省最大发电平台，截至 2019 年 2 月（根据公司 2 月定增修订稿），在运可控发电装机 821 万千瓦，权益装机 683 万千瓦。公司 18 年业绩改善明显，根据公司业绩预告，预计 18 年全年实现归母净利润 4.3-6.3 亿元（+226%-377%），我们预测在 2020 年秦皇岛 5500kcal 煤价均价 570 元/吨的情况下，公司存量火电机组 ROE 恢复至 10%。公司拟通过发行股份及支付现金收购神皖能源（拥有火电装机 592 万千瓦）49%股权，收购对价合计 47 亿，其并入后有望增加公司权益装机 42%。

建议关注清水源，小而美标的，深耕工业水。根据公司业绩快报，18 年公司实现营收 17.25 亿（+105%），归母净利润 2.49 亿（+120%）。公司拟发行可转债募集不超 4.9 亿元，其中 4.3 亿元用于年产 18 万吨水处理剂扩产项目。若扩产计划顺利实施，公司水处理剂产能将从目前的 9 万吨提升至 27 万吨，成为国内第一大水处理剂生产商，议价能力有望提升。

建议关注川投能源，雅砻江优质资产，产能有望不断投产。18 年公司实现营收 8.76 亿（+9.6%），归母净利润 35.5 亿（+8.8%），持续稳健增长。公司参股 48%雅砻江公司水电资产质量优，随中游电站未来投产盈利能力有望不断增强。

建议关注金圆股份，水泥现金流充裕，危废景气度高。根据公司三季报，18Q1-Q3 公司实现营收/归母净利润 21/2 亿元，同比+13%/14%，18Q3 现金流较好，经营性现金流净额达到 2.3 亿，公司业绩表现总体稳健。根据公司公告，18Q3 新增投运危废处置业务子公司林西富强，核准危废处置规模 10 万吨/年，截至 9 月公司已投运危（固）废处置产能 50 万吨左右。水泥窑协同处置危废方面，公司凭借先发优势+成熟技术+合理利益分配机制加速迈进，截至 18Q3 公告储备水泥窑协同项目 21 个，总产能约 110 万吨/年。

建议关注上海环境。根据公司业绩预告，18 年公司预计实现归母净利润 5.8 亿（14%），扣非归母净利润 4.4 亿（+3%）。根据公司项目订单，截至 2018 年底，公司在上海地区已投运的垃圾焚烧、中转、填埋产能分别为 1.26、0.36、0.61 万吨/日，同时受委托运营垃圾焚烧老港一期（0.3 万吨/日）。公司 2018 年新订单获取有所加快，截至 2018 年底，垃圾焚烧在建/拟建产能达到 1.38 万吨/日（不含在建老港二期 0.6 万吨/日）。

建议关注龙净环保，大气治理龙头，在手订单充裕。18 前三季度公司实现营收 56.6 亿元（+14%），归母净利 5.3 亿（+13%），扣非归母净利 4.7 亿（+7%）。截至 18 年 9 月底，公司在手订单 188 亿元，电力/非电分别为 102/86 亿元，充裕订单有望支撑公司业绩持续增长，我们预计公司 2018-20 业绩 CAGR11%。

建议关注中国核电。根据公司业绩预告，追溯重述后公司 2018 年实现归母净利润 46.1-48.1 亿（+1.4%~5.8%），扣非归母净利润 46.9-48.9 亿（+4.0%~8.5%）。18 年公司全年累计商运发电量 1178 亿千瓦时（+17%），2019 年公司全年发电量目标为 1400 亿千瓦时（+19%）。

建议关注中金环境，环保白马股权转让于国资。根据公司业绩快报，18 年实现营收 42.8 亿（+12%），实现归母净利润 4.3 亿（-28%）。快报显示公司 18 年利润下滑主要原因是基于谨慎性考虑计提了 1.1 亿资产减值准备且管理费用同比提升近 3000 万元。截至 18 年底，公司业务主要包括泵类产品制造、环评咨询业务和危废处置业务。2018 年 12 月 24 日，无锡市政取得中金环境 6.65% 股权，并通过表决权委托和一致行动的安排在公司股东大会表决权影响力扩大至公司总股本的 28.78%。无锡市国资委成为公司新实际控制人。

建议关注迪森股份，T-C 端品牌声誉佳。根据公司业绩快报，18 年实现营收 17.8 亿（-7.5%），实现归母净利润 1.6 亿（-23.4%）。C 端方面：公司“小松鼠”牌壁挂炉为超过 150 万个家庭提供热水、供暖解决方案，被行业及用户推崇为“国产壁挂炉第一品牌”（公司 18 年半年报披露）。

风险提示

- 1、可转债方案未能过会：如果待发行转债公司可转债发行方案未能过会，将导致公司原有低息融资机会丧失，或影响公司业务开展进度。
- 2、股市整体大幅下行：若股市整体大幅下行，在股价大幅下跌时公司可能为促转股可能下修转股价，则股票持有人不仅承受市值损失且持股比例可能被进一步摊薄。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com