

# 科创板系列报告（四）之环保篇：以海外市场探究环保估值体系

## ——环保行业深度报告

2019年03月31日

看好/维持

环保

深度报告

### 报告摘要：

**海外市场的估值方式：**在港股、美股上市的环保公司大多处于成长期或成熟期，拥有稳定的现金流和稳健的业绩增长，因此基本都采用 PE 法进行定价，与此同时业绩增速较快、成长性较好的环保公司能享受估值溢价。

**上市后的交易情况：**在短期内，首发估值低的公司上市后 90 天内大幅跑赢首发估值高的公司，我们认为这或是由于在上市后的较短时间内，首发高估值环保企业的高成长溢价无法得到业绩层面的验证，上涨动能与市场表现或不如首发低估值的环保公司。而在长周期内，由于市政环保行业具备抗周期性，尤其是环保运营公司，具有业绩稳定、确定性高的特点，水务、固废在美股都产生了 10 年 20 年持续上涨的大牛股。持续稳健的利润增长、优异的现金流表现、稳定的分红水平是驱动股价长期上涨的主要因素。而在港股市场，由于 2012 年开始，环保行业市场关注度快速提升加上政策密集出台带来的订单催化，板块大部分的超额收益都产生于 2012-2015 这段时期，而在早期粗放的政策催化、订单推动股价逻辑之后，投资者的投资风格也向美股转变，看重有现金流的的增长，产生了像粤海投资那样穿越牛熊的大牛股。

**科创板的环保公司估值选择：**我们认为期权定价、DCF、PE、PEG、EV/EBITDA 都是可选的定价方法。但从海外上市的环保企业定价模式来看，预计环保科创企业在上市时已经具备较好的盈利能力，应更多的采用 PE/PEG 法，同时由于科创板标的成长性强，科创板环保相对主板会享受更高的溢价。

**投资策略：**维持行业“看好”评级，结合海外市场环保公司上市后的表现，短期我们建议更多配置首发估值低的企业。长期看好科创板具有技术创新、经营稳健、盈利能力和现金流预期较好的企业。

- ◆ **技术方面：**技术创新型公司，例如使用生物法处理废气尾气的大气治理公司，膜技术、磁分离技术领先的水处理公司，成套设备高效率公司，生物法技术、资源化利用水平先进的固废处理公司等。
- ◆ **经营方面：**虽然科创板并不要求企业盈利，但企业的盈利预期必须较高，现金流预期必须要好，由于环保产业的天然特点，该产业必须要在政府财政实力充盈的地区发展，其运营才能得到保障。投资者应有限关注在我国经济发达地区经营的公司。

**风险提示：**政策执行力度不及预期；行业订单释放不及预期。

### 分析师：

洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 研究助理：

沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

### 市场指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 海外上市环保公司整体情况 .....	4
1.1 港股上市环保公司 .....	4
1.2 美股上市环保公司 .....	4
2. 环保公司海外上市的交易与定价 .....	5
2.1 港股上市环保公司交易情况与定价 .....	5
2.2 美股上市环保公司交易情况与定价 .....	9
3. 海外上市环保公司盈利变化 .....	11
3.1 港股上市公司盈利变化 .....	11
3.2 美股上市公司盈利变化 .....	15
4. 以海外市场为鉴：对 A股科创板的思考 .....	16
4.1 从生命周期视角看企业估值适用性 .....	16
4.2 环保科创企业的估值方法选择 .....	18
4.3 科创板企业投资策略 .....	18
4.4 科创板环保重点公司：金达莱-分散式农村污水处理龙头 .....	19
5. 风险提示 .....	19

## 表格目录

表 1：港股主要上市环保公司列表 .....	4
表 2：美股主要上市环保公司列表 .....	5
表 3：龙头环保公司分红率与道琼斯工业平均对比 .....	11
表 4：生命周期不同阶段企业业绩特征 .....	17
表 5：不同估值方法及其适用性 .....	17

## 插图目录

图 1:14 家港股环保公司首发估值与市值 .....	6
图 2:粤丰环保营收与净利润增速 .....	6
图 3:云南水务营收与净利润增速 .....	6
图 4:首发低估值公司跑赢首发高估值公司 .....	7
图 5:港股环保与恒生指数走势对比 .....	7
图 6:港股环保估值与港股市场整体估值对比 (TTM) .....	7
图 7:粤海投资等与港股环保其他公司平均估值对比 .....	8
图 8:港股环保公司与粤海投资资产负债率对比 .....	8

图 9:港股环保公司与粤海投资经营净现金流/营业收入对比 .....	8
图 10:港股环保公司与粤海投资分红率对比 .....	9
图 11:粤海投资净利润增速 .....	9
图 12:美股环保与道琼斯工业指数走势对比 .....	9
图 13:美股环保估值与美股市场整体估值对比 (TTM) .....	9
图 14:三家龙头环保公司市场表现 .....	10
图 15:三家龙头估值与道琼斯工业估值对比 .....	10
图 16:三家环保龙头经营活动现金流逐年增长 .....	10
图 17:中国光大国际上市后营收及利润变化 .....	11
图 18:粤海投资上市后营收及利润变化 .....	11
图 19:北控水务集团上市后营收及利润变化 .....	12
图 20:新宇环保上市后营收及利润变化 .....	12
图 21:上海实业环境上市后营收及利润变化 .....	12
图 22:中国水务上市后营收及利润变化 .....	12
图 23:东江环保上市后营收及利润变化 .....	12
图 24:天津创业环保股份上市后营收及利润变化 .....	12
图 25:中国水业集团上市后营收及利润变化 .....	13
图 26:中国光大绿色环保上市后营收及利润变化 .....	13
图 27:大唐环境上市后营收及利润变化 .....	13
图 28:绿色动力环保上市后营收及利润变化 .....	13
图 29:中滔环保上市后营收及利润变化 .....	13
图 30:粤丰环保上市后营收及利润变化 .....	13
图 31:维港环保科技上市后营收及利润变化 .....	14
图 32:兴泸水务上市后营收及利润变化 .....	14
图 33:博奇环保上市后营收及利润变化 .....	14
图 34:滇池水务上市后营收及利润变化 .....	14
图 35:首创环境上市后营收及利润变化 .....	14
图 36:康达环保上市后营收及利润变化 .....	14
图 37:云南水务上市后营收及利润变化 .....	15
图 38:美国废物管理近 10 年营收及利润变化 .....	16
图 39: YORK WATER CO 近 10 年营收及利润变化 .....	16
图 40:美国水业近 10 年营收及利润变化 .....	16
图 41:美国国家水务近 10 年营收及利润变化 .....	16
图 42:金达莱 2014-2018 年营业收入及增速 .....	19
图 43:金达莱 2014-2018 归母净利润及增速 .....	19

## 1. 海外上市环保公司整体情况

### 1.1 港股上市环保公司

经我们统计，目前港股主要环保上市公司共 21 家，环保行业上市公司营收总额为 1056.77 亿港元，净利润总额为 203.11 亿港元，总市值约 2957 亿港元，平均市值 140.8 亿港元。按上市公司所处细分行业划分，水处理 11 家，固废 8 家，大气 2 家。具体清单列表如下，

表 1：港股主要上市环保公司列表

序号	证券代码	证券简称	市值 (亿港元)	细分行业	2017 营收(亿 港元)	2017 净利润 (亿港元)
1	1381.HK	粤丰环保	93.29	固废	24.36	5.64
2	1845.HK	维港环保科技	13.20	固废	1.89	0.30
3	6839.HK	云南水务	27.44	水	51.45	4.23
4	6136.HK	康达环保	24.19	水	25.26	4.14
5	1330.HK	绿色动力环保	131.68	固废	7.65	2.06
6	1257.HK	中国光大绿色环保	128.30	固废	45.87	9.54
7	0895.HK	东江环保	115.17	固废	30.04	4.73
8	2377.HK	博奇环保	16.95	大气	13.37	-0.36
9	1272.HK	大唐环境	56.68	大气	80.24	8.75
10	3768.HK	滇池水务	26.45	水	12.26	3.13
11	2281.HK	兴泸水务	12.04	水	10.85	1.31
12	1363.HK	中滔环保	22.11	水	21.19	6.82
13	0436.HK	新宇环保	12.14	固废	3.84	0.84
14	3989.HK	首创环境	26.30	固废	34.96	1.48
15	0807.HK	上海实业环境	53.44	水	47.05	5.36
16	1065.HK	天津创业环保股份	138.26	水	21.53	5.08
17	1129.HK	中国水业集团	21.07	水	7.50	-0.49
18	0855.HK	中国水务	135.31	水	76.08	11.41
19	0257.HK	中国光大国际	468.71	固废	201.15	35.10
20	0371.HK	北控水务集团	456.52	水	216.76	37.17
21	0270.HK	粤海投资	978.06	水	123.43	56.85
		sum	2957.29		1056.77	203.11

资料来源：wind，东兴证券研究所

### 1.2 美股上市环保公司

经我们统计，目前美股主要环保上市公司共 21 家，环保行业上市公司营收总额为 534.65 亿，净利润总额为 57.45 亿，总市值约 1510 亿美元，平均市值 71.9 亿美元。按上市公司所处细分行业划分，水处理 11 家，固废 9 家，环境咨询 1 家。具体清单列表如下，

**表 2：美股主要上市环保公司列表**

序号	证券代码	证券简称	市值 (亿美元)	细分行业	2017 营收 (亿美元)	2017 净利润 (亿美元)
1	WM.N	美国废物管理	433.02	固废	144.85	19.49
2	RSG.N	共和废品处理	255.46	固废	100.42	12.78
3	WCN.N	WASTE CONNECTIONS	227.32	固废	46.30	5.77
4	AWK.N	美国水业	192.84	水	33.57	4.26
5	SBS.N	COMPANHIA DE SANEAMENTO BASICO DO ESTADO	71.56	水	44.10	7.61
6	WTR.N	美国水务	66.36	水	8.10	2.40
7	SRCL.O	消毒循环(STERICYCLE)	46.91	固废	35.81	0.23
8	CLH.N	CLEAN HARBORS	39.25	固废	29.45	1.01
9	TTEK.O	TETRA TECH INC	32.15	咨询	27.53	1.18
10	AWR.N	美洲国家水务	26.29	水	4.41	0.69
11	ADSW.N	ADVANCED DISPOSAL SERVICES	24.35	固废	15.08	0.38
12	CVAN	卡万塔控股	22.35	固废	17.52	0.57
13	CWST.O	CASELLA WASTE SYSTEMS-A	16.43	固废	5.99	-0.22
14	AQUA.N	EVOQUA WATER TECHNOLOGIES	14.03	水	12.47	0.02
15	ECOL.O	US ECOLOGY INC	12.29	固废	5.04	0.49
16	MSEX.O	米德尔赛克斯水务公司	9.38	水	1.31	0.23
17	CTWS.O	CONNECTICUT WATER SERVICE INC CT	8.31	水	1.07	0.25
18	YORW.O	YORK WATER CO	4.45	水	0.49	0.13
19	ARTNA.O	ARTESIAN RESOURCES-A	3.16	水	0.82	0.14
20	PCYO.O	PURE CYCLE	2.33	水	0.01	-0.02
21	GWRS.O	GLOBAL WATER RESOURCES INC	2.11	水	0.31	0.05
sum			1510.37		534.65	57.45

资料来源：wind，东兴证券研究所

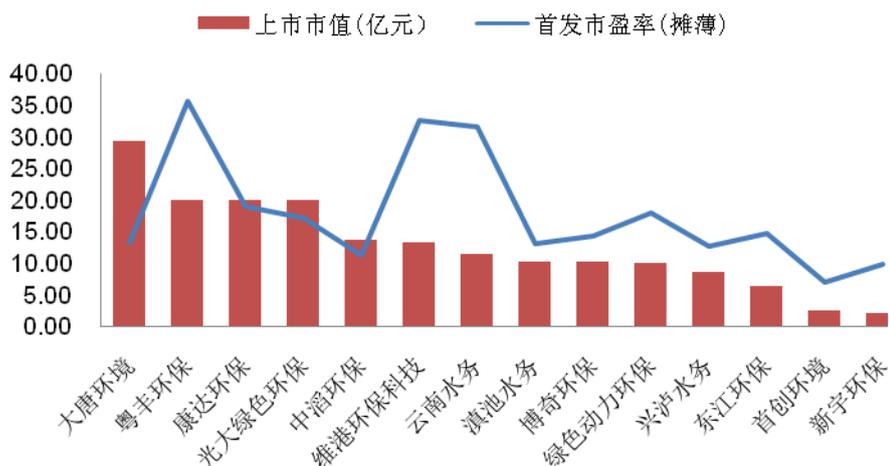
## 2. 环保公司海外上市的交易与定价

### 2.1 港股上市环保公司交易情况与定价

我们统计 2000 年以后在港股 ipo 的 14 家环保公司首发定价情况，以首发价格和首发后公司总股本计算，上市时环保公司的平均市值为 39 亿港元，上市时市值最小的公司星宇环保市值为 2 亿港元，市值最大的公司大唐环境市值为 111 亿。由于环保行业本身技术相对成熟，这些上市的环保企业已度过发展的早期初创阶段，基本处于成长期或成熟期，都有较为稳定的盈利，因此这些港股环保公司上市首日的定价都采用

**PE 法**，平均首发市盈率为 17.9 倍，首发市盈率最高的粤丰环保为 35.6 倍，最低的首创环境为 7 倍。

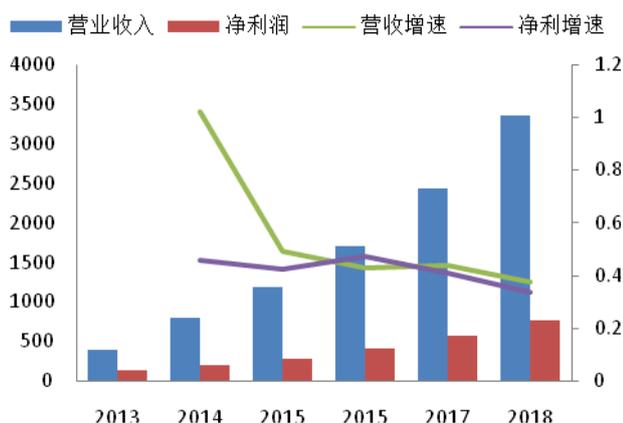
图 1:14 家港股环保公司首发估值与市值



资料来源：wind，东兴证券研究所

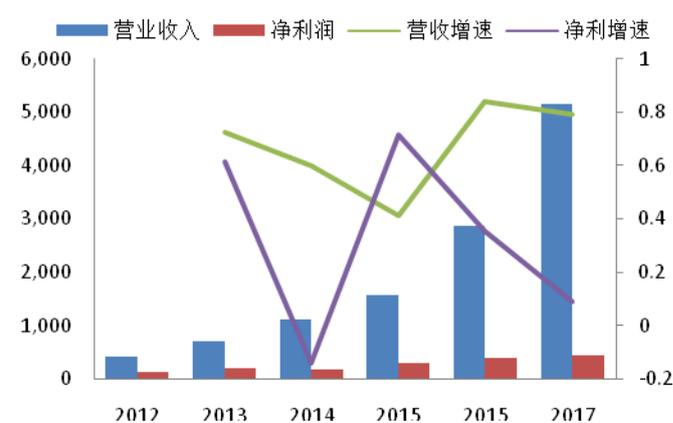
港股的 PE 法估值考虑了成长性，业绩增速较快、成长性较好的公司通常拥有更高的估值倍数。首发倍数超过 30 倍的仅三家，粤丰环保、维港环保科技和云南水务。以这三家企业来看，首发高估值主要由于市场对其拥有更高的业绩增速预期。粤丰环保 14 年上市，13-16 三年净利润复合增速为 74.77%，云南水务 15 年上市，14-17 三年净利润复合增速为 59.36%。维港环保科技于 18 年上市，是中国最大的危废集中焚烧处置解决方案提供商，市场份额为 19.8%，过去三年业绩复合增速达 38.1%。投资者对这三家公司上市后的业绩增速预期较高，因此首发时给予了较高的估值倍数。

图 2:粤丰环保营收与净利润增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3:云南水务营收与净利润增速

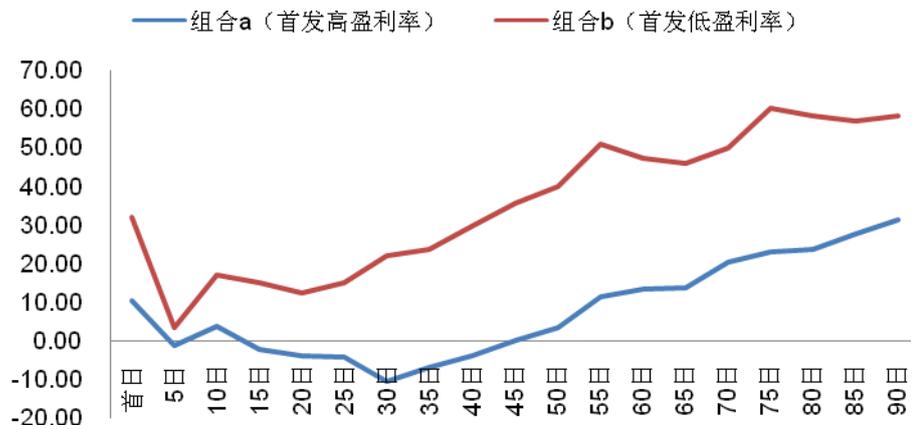


资料来源：wind，东兴证券研究所

从环保企业上市后的涨跌幅情况来看，由于不同企业上市时市场环境不同，个股表现

差异较大，但从上市后短期的市场表现来看，首发估值低的公司表现要好于首发时估值高的公司。我们选择首发估值最高的 5 家企业作为投资组合(A)，首发估值低的 5 家企业作为投资组合(B)，上市首日，组合(B)跑赢组合(A)21.75 个百分点，上市 5 日，组合(B)跑赢组合(A)4.79 个百分点，上市 30 日，组合(B)跑赢组合(A)32.52 个百分点，上市 90 日，组合(B)跑赢组合(A)27.29 个百分点。

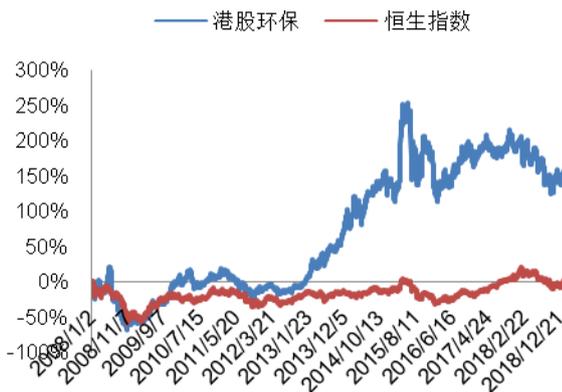
图 4:首发低估值公司跑赢首发高估值公司



资料来源: wind, 东兴证券研究所

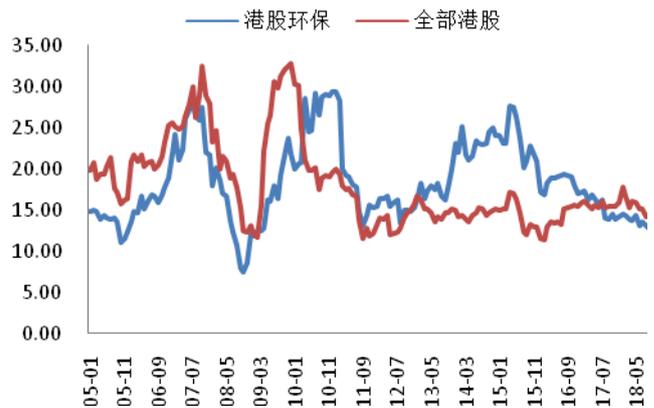
由于港股的大部分环保公司地处大陆，与 A 股公司处于相同的发展阶段，但由于市场风格、投资者喜好的差异与 A 股有着不同的表现。从港股环保公司估值变化来看，2005-2012 年，环保板块估值跟随港股市场波动，2012-2015 年，板块估值大幅上扬市场，2015 年后估值呈下降趋势。除粤海投资外，大部分公司都在 2015 年达到了股价峰值，之后开始回落，环保板块的大部分超额收益都产生于 2012-2015 这段时期，而此时恰恰是环保受到重视，关注度提升，从政策陆续出台到订单大量释放的时期。

图 5:港股环保与恒生指数走势对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

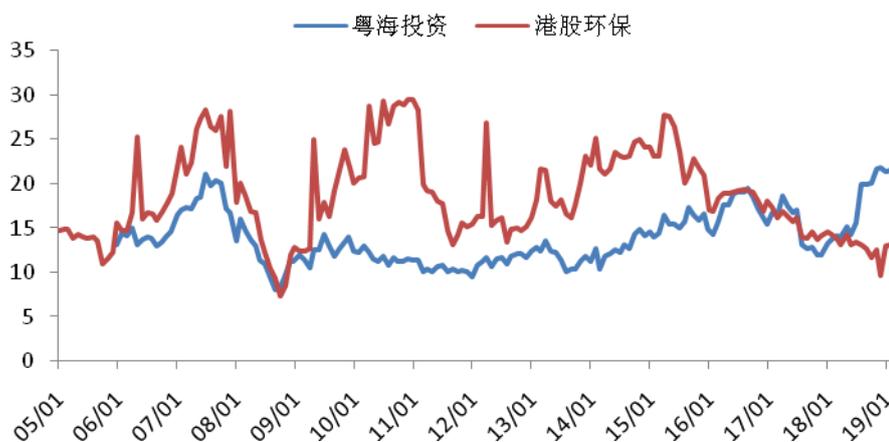
图 6:港股环保估值与港股市场整体估值对比 (TTM)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2015 年以前，市场更看重成长，愿意给成长快的企业高估值，而 15 年后伴随行业粗放式发展带来问题的逐步暴露，加上行业现金流问题，股价开始回落，超额收益明显收窄，市场更愿意给股息率高、商业模式好、资产负债表状况良好和现金流充裕的公司更高的估值溢价，而粤海投资由于本身业务偏运营，发展阶段与其他环保公司不同，表现最为突出。

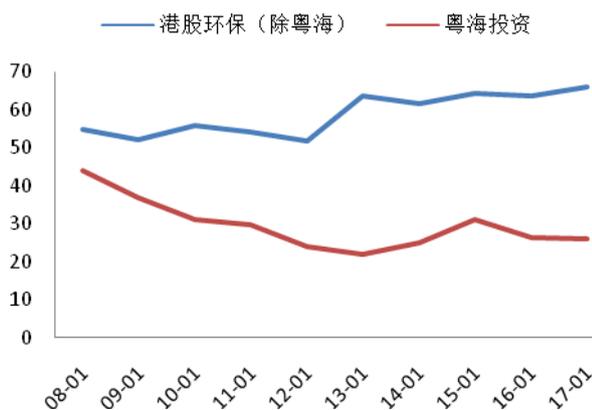
图 7:粤海投资等与港股环保其他公司平均估值对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

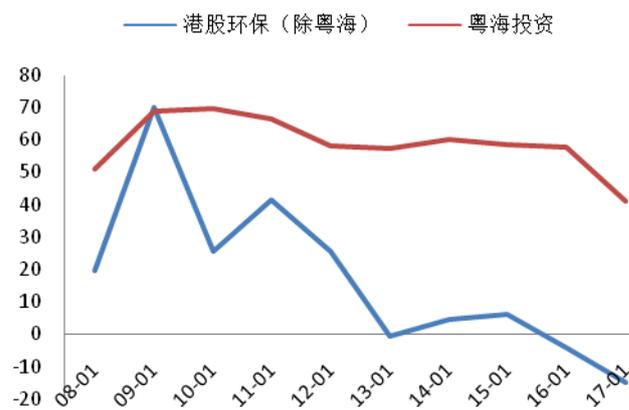
大部分环保企业现金流情况不佳，尤其从 16 年开始，BOT 及 PPP 模式的应用使得环保企业现金流恶化，但将粤海投资的资产负债率、经营活动净现金流/营业收入和分红率与行业平均水平作对比，即可发现粤海投资的资产负债率、现金流指标、分红率都远远跑赢行业。尽管粤海投资的净利润增速并不快，但水务运营强现金流的特点使其与利润增速完全匹配，无论熊市还是牛市，宏观经济景气与否，充分体现了业绩确定性高且回款良好的特点，因此公司在 2015 年后一枝独秀，走出独立行情。

图 8:港股环保公司与粤海投资资产负债率对比



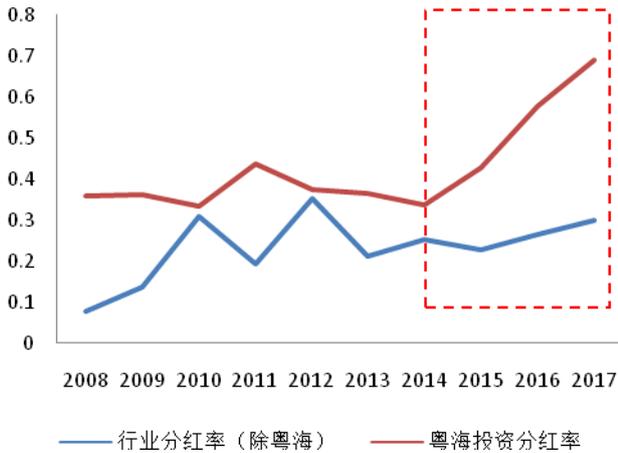
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9:港股环保公司与粤海投资经营净现金流/营业收入对比



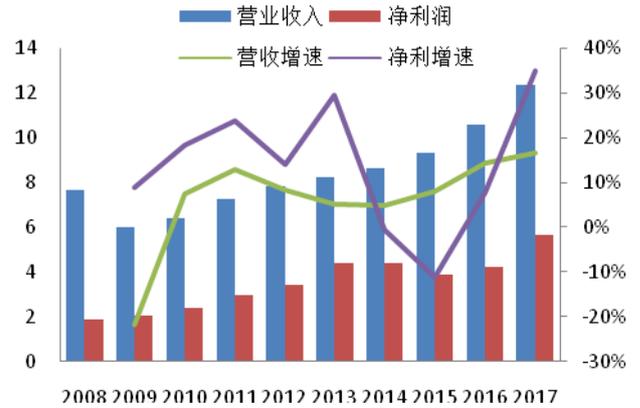
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10: 港股环保公司与粤海投资分红率对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 11: 粤海投资净利润增速



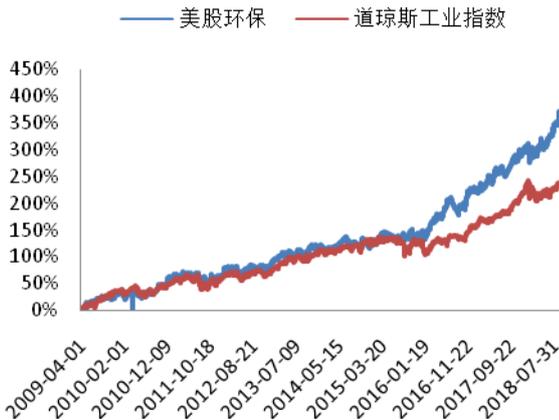
资料来源: wind, 东兴证券研究所

综上, 港股环保行业在早期粗放的政策催化、订单推动股价逻辑之后, 投资者对没有现金流支撑的利润表增长已相对看淡, 优异的现金流表现、稳定的分红水平、较低的资产负债率逐步更为投资者所看重。

## 2.2 美股上市环保公司交易情况与定价

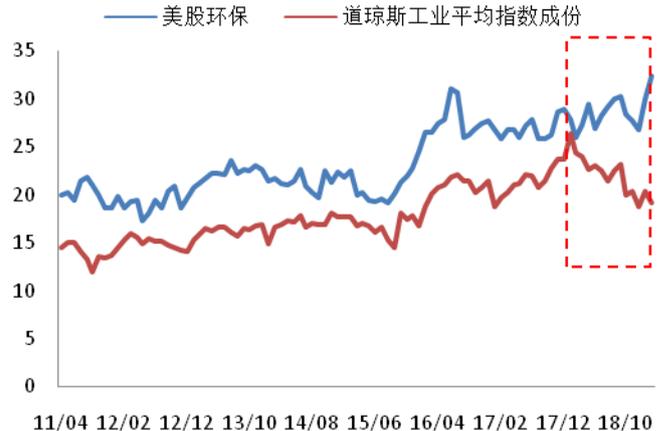
整体上看, 美国的环境治理工作开展较早, 环保产业已经进入了相对成熟的阶段, 拥有稳定的现金流, 稳健的业绩增长, 因此美股环保上市公司的定价同样以 PE 估值法为主, 且美股的环保公司在历史上估值一直高于市场平均, 能享受一定估值溢价。从 2009 年 4 月开始, 到 2018 年 10 月, 美股经历了九年多的大牛市, 道琼斯工业指数从 7608.92 点的低位最高涨到 26651.21 点的高位, 涨幅达 250%。而由于市场风格切换, 环保板块从 16 年开始体现出超额收益, 且在美股调整期里仍走出了独立行情。

图 12: 美股环保与道琼斯工业指数走势对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

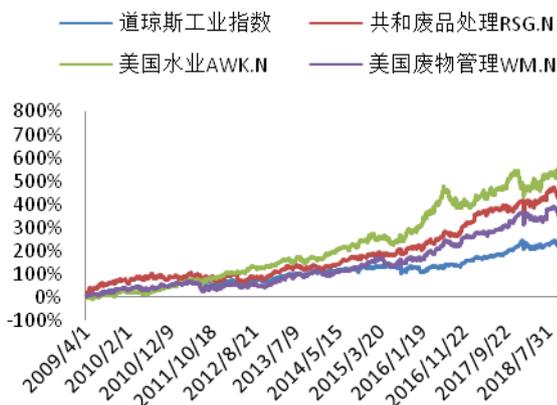
图 13: 美股环保估值与美股市场整体估值对比 (TTM)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

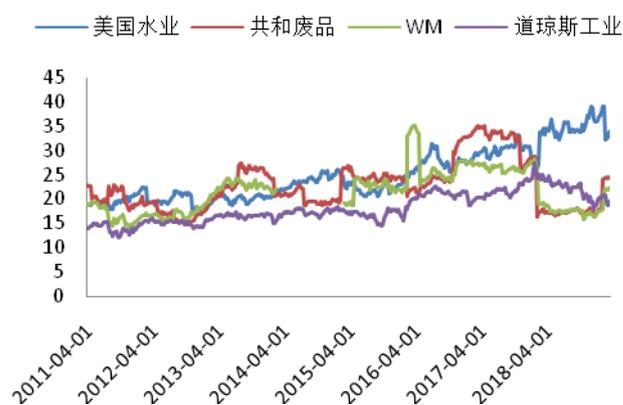
环保板块整体有超额收益，同时 2009 年 4 月至今三家龙头环保公司表现出色，美国水业涨幅 631.74%，共和废品涨幅超过 510.08%，美国废物管理涨幅超过 458.18%，均显著强于道琼斯指数和环保板块。2018 年 10 月至今，美股表现不佳，道琼斯工业指数跌幅为-3.03%，但美国水业上涨 23.06%，共和废品上涨 11.52%，废物管理上涨 15.70%，表现仍然强于道琼斯指数。同时，三家龙头企业的 PE 估值大部分时点都要高于道琼斯工业指数平均估值。

图 14:三家龙头环保公司市场表现



资料来源：wind，东兴证券研究所

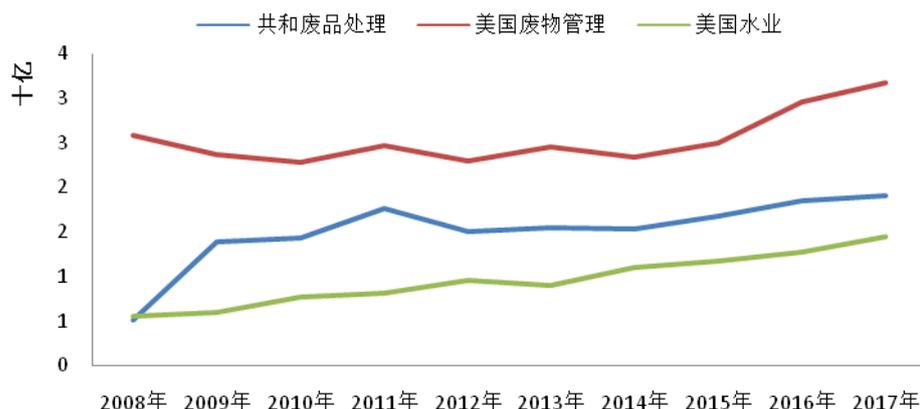
图 15:三家龙头估值与道琼斯工业估值对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

环保公司业绩具备抗周期性，具有业绩稳定、确定性高的特点。2008-2018 年，三家龙头环保公司均已度过快速成长期，整体增长较为平稳，个别年份净利润的大幅变动基本来自于外延并购或资产剥离，而与此同时，三家公司的经营性现金流情况非常好，年年为正且基本与业绩增长同步，分红率也基本长期保持在 50%以上。因此，稳定的利润贡献、强现金流业务特性加上较高的分红率是三家环保龙头企业估值坚挺的重要原因。

图 16:三家环保龙头经营活动现金流逐年增长



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 3：龙头环保公司分红率与道琼斯工业平均对比

股票名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
美国水业	-9.90%	-51.36%	48.76%	44.42%	51.91%	35.16%	44.62%	43.55%	48.49%	58.56%
共和废品	194.59%	58.46%	59.09%	53.85%	58.71%	61.11%	70.59%	54.46%	69.66%	35.28%
美国废物管理	50.23%	58.96%	64.90%	67.40%	81.25%	521.43%	53.76%	93.33%	61.89%	38.55%
道琼斯工业	91.27%	36.15%	35.11%	47.54%	37.30%	32.50%	47.54%	44.17%	47.54%	45.03%

资料来源：wind，东兴证券研究所

综上，我们认为美股环保公司同样采用 PE 法定价，短期估值的变化有较多因素影响，但通过对以上美股龙头环保企业成长的回顾，可以看到美股的投资者也看重持续稳健的利润增长、优异的现金流表现、稳定的分红水平，这些要素能带动估值提升，成为股价持续上升的动能。

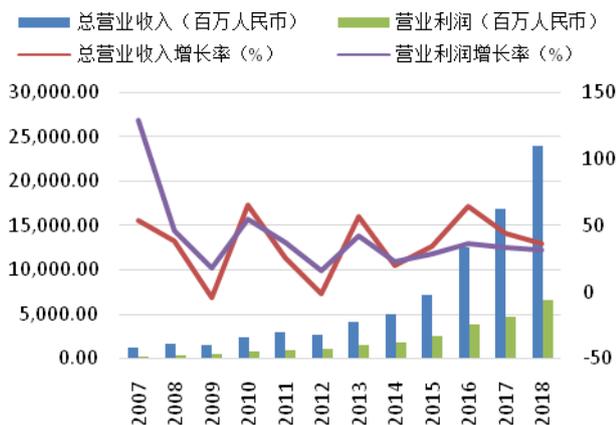
### 3. 海外上市环保公司盈利变化

我们整理了港股和美股环保公司上市后的业绩情况，发现公司上市后多数业绩增长在 100%-200%左右，上市给企业带来了腾飞的机会。

#### 3.1 港股上市公司盈利变化

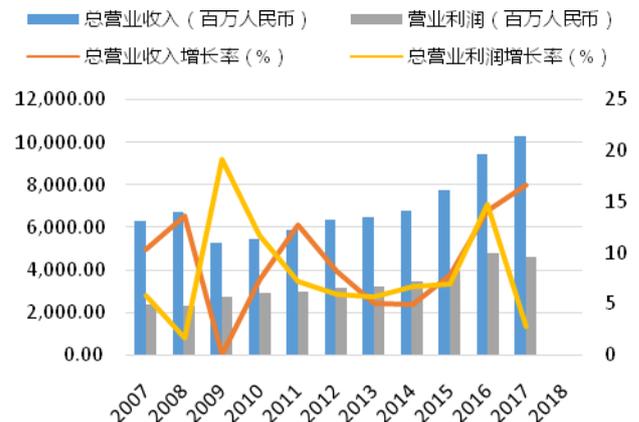
港股采用注册制，且多数公司实际经营在中国大陆，与大陆环保公司经营情况相似，因此我们有必要选取港股所有环保上市公司，讨论公司上市后盈利变化情况。我们发现环保公司上市后营业收入和营业净利率在上市前三年可达到 100%-200%左右。可见融资手段的增加会大增加公司发展的机会。

图 17:中国光大国际上市后营收及利润变化



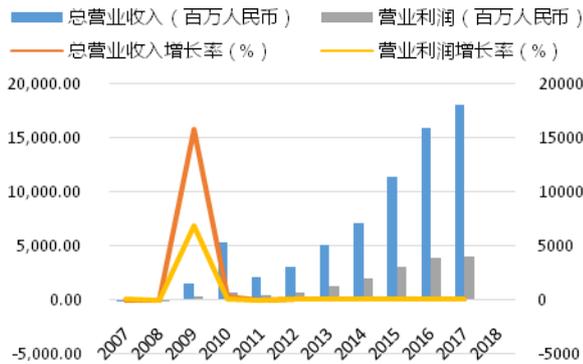
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18:粤海投资上市后营收及利润变化



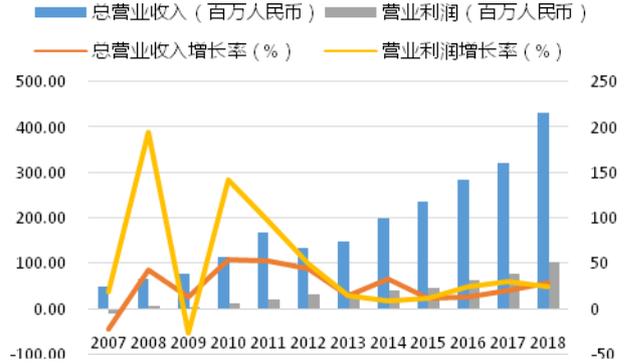
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19:北控水务集团上市后营收及利润变化



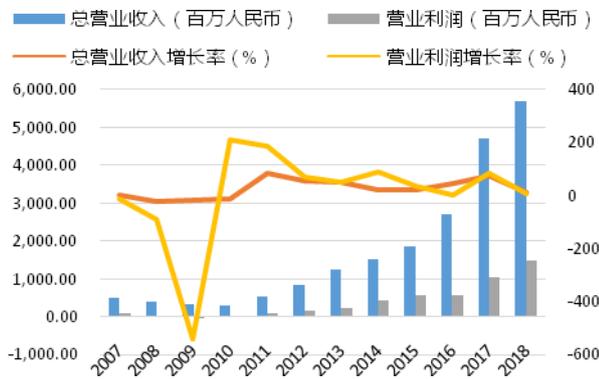
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 20:新宇环保上市后营收及利润变化



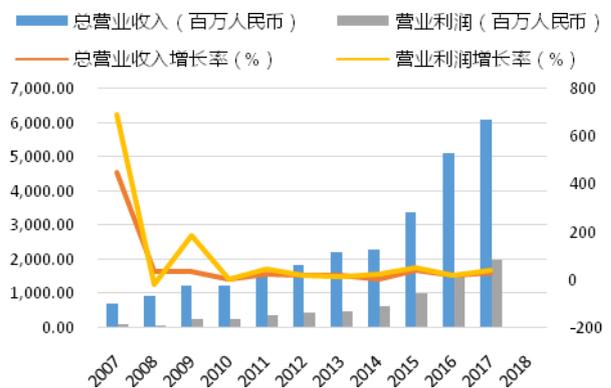
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 21:上海实业环境上市后营收及利润变化



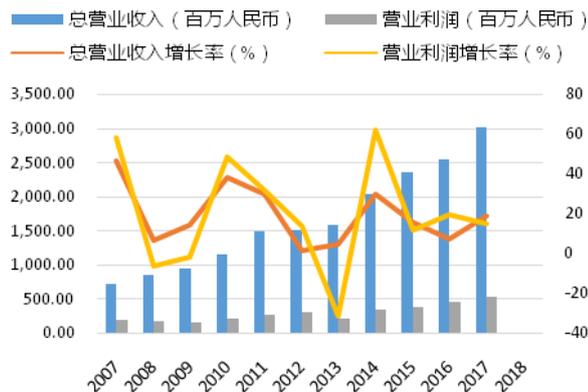
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 22:中国水务上市后营收及利润变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 23:东江环保上市后营收及利润变化

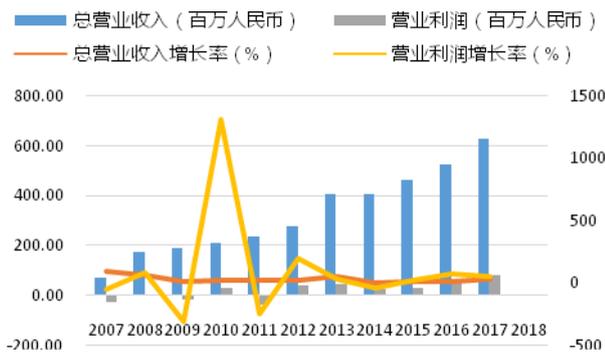


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

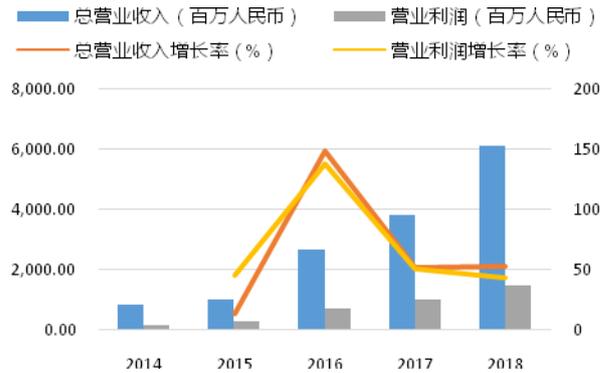
图 24:天津创业环保股份上市后营收及利润变化



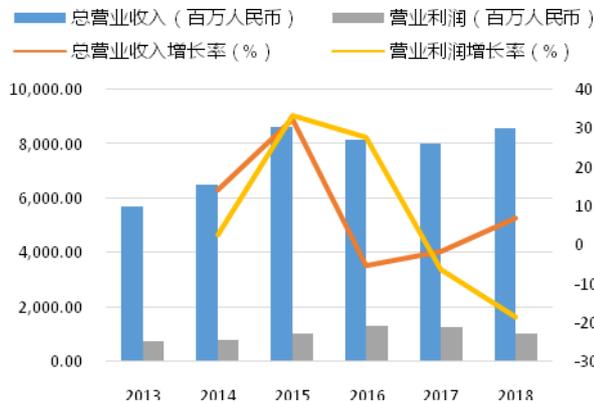
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 25:中国水业集团上市后营收及利润变化**


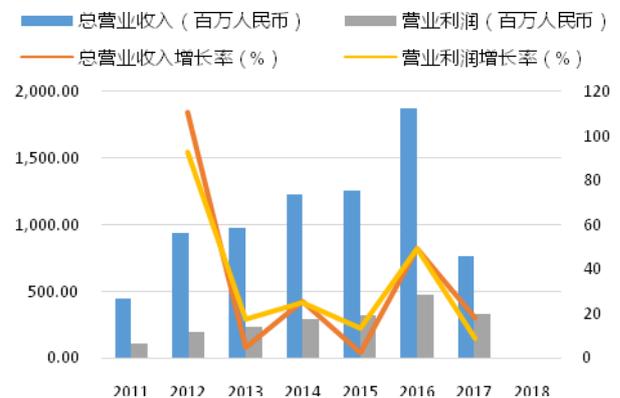
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 26:中国光大绿色环保上市后营收及利润变化**


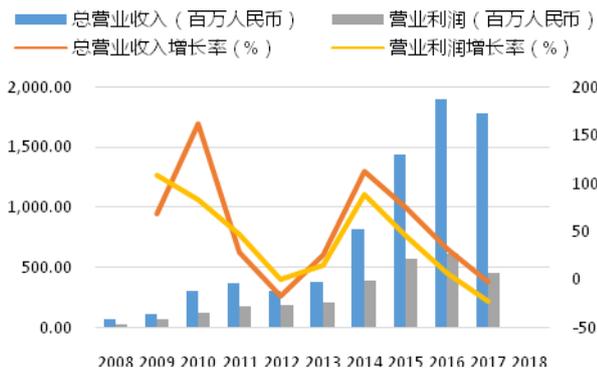
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 27:大唐环境上市后营收及利润变化**


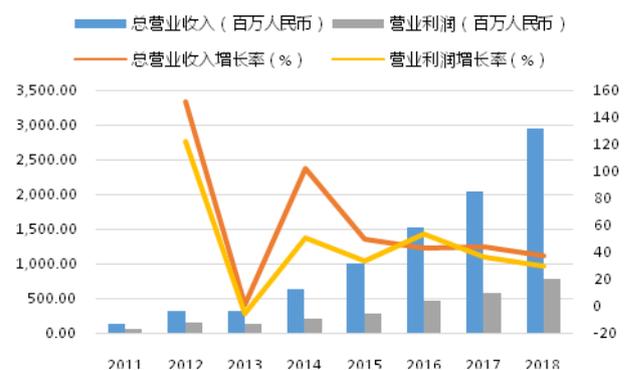
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 28:绿色动力环保上市后营收及利润变化**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

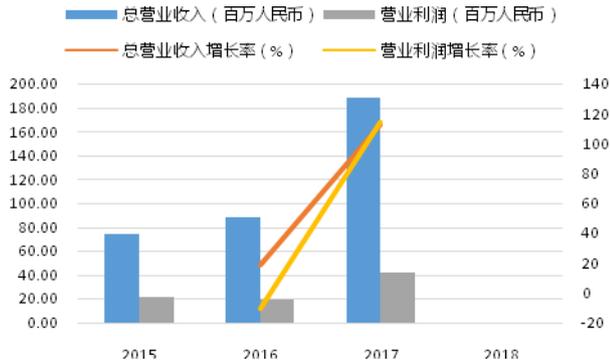
**图 29:中滔环保上市后营收及利润变化**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 30:粤丰环保上市后营收及利润变化**


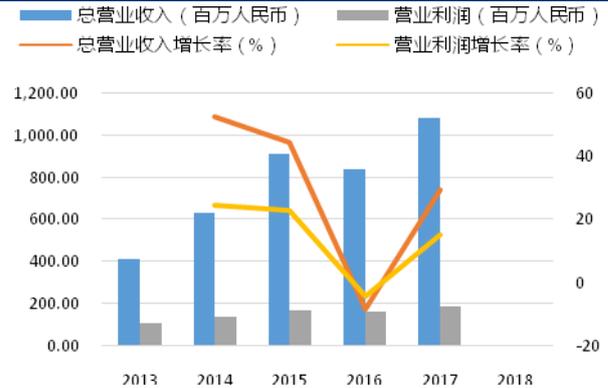
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 31:维港环保科技上市后营收及利润变化



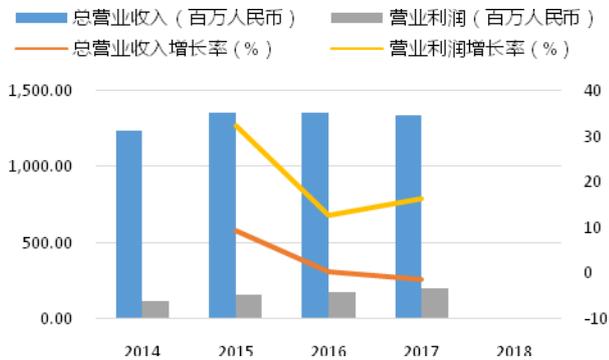
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 32:兴泸水务上市后营收及利润变化



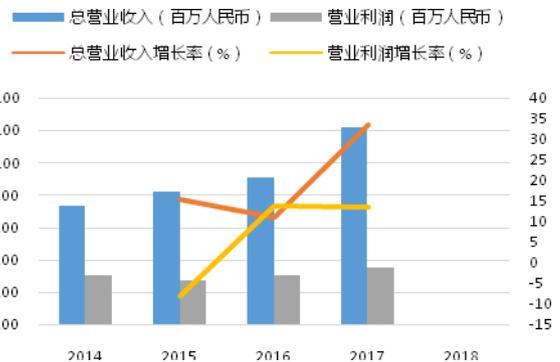
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 33:博奇环保上市后营收及利润变化



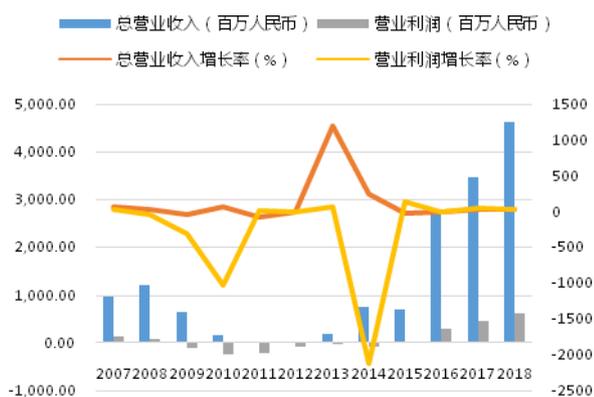
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 34:滇池水务上市后营收及利润变化



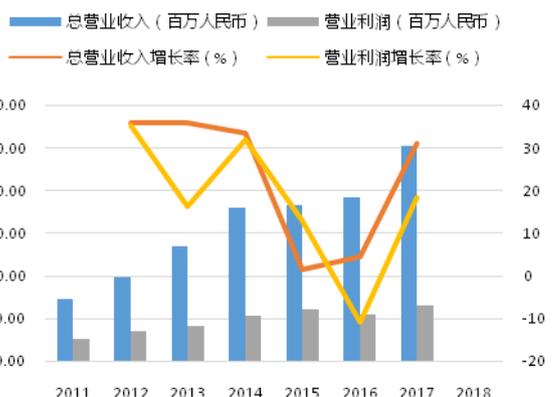
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 35:首创环境上市后营收及利润变化



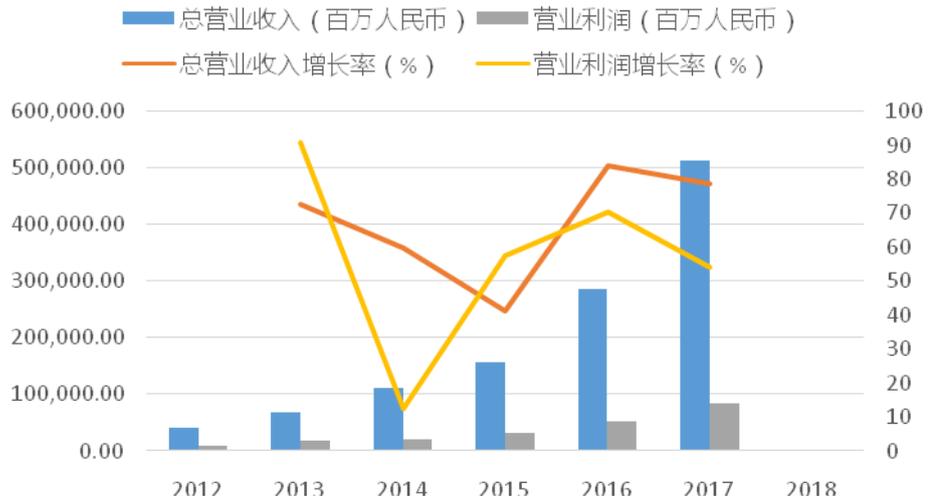
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 36:康达环保上市后营收及利润变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 37:云南水务上市后营收及利润变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

我们认为港股上市环保企业上市后业绩大幅增加的原因有三点:

- ◆ 在国家政策的支持下, 环保产业大力发展增长迅猛
- ◆ 环保产业目前前期投入巨大, 研发费用, 项目所需资金压力大, 需要公司具备较强的融资能力
- ◆ 公司上市后树立了良好的品牌, 承接订单能力增强

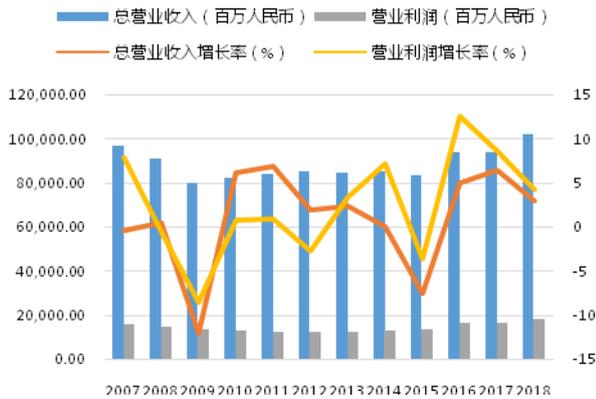
### 3.2 美股上市公司盈利变化

美国环保产业发展时间较长, 且公民环保意识较强, 这与我国现在环保产业的发展有一定差异, 因此我们选区美股最有代表性的四家公司, 讨论上市后盈利变化情况。

由于美国很多环保公司上市时间较长, 与近十年情况相差较大, 我们选取近十年情况讨论美国环保公司盈利情况, 我们选择美国废物管理, YORK WATER CO, 美国水业, 美国国家水务, 讨论美国近 10 年环保企业盈利情况。

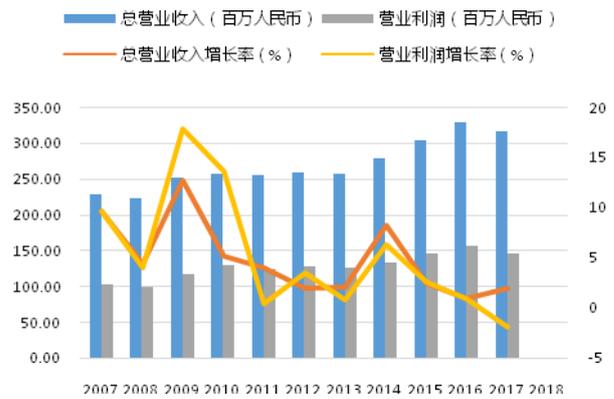
近十年美国环保上市公司发展比较平稳, 在 2009 年金融危机之后, 经济复苏初期, 政府和企业支付能力改善, 环保公司迎来了一次为期 3 年的业绩改善, 之后整个环保板块公司经营业绩平稳, 营收和利润稳步上升。

图 38:美国废物管理近 10 年营收及利润变化



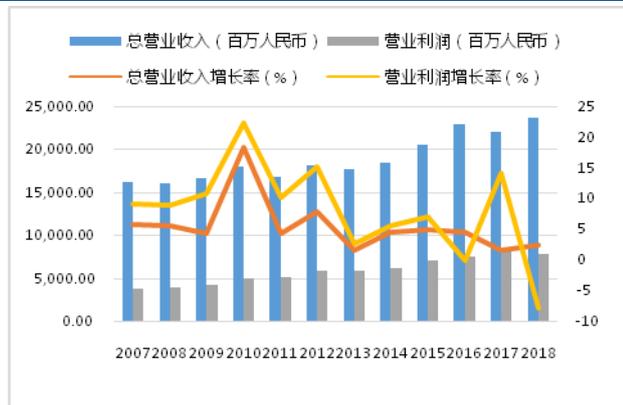
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 39: YORK WATER CO 近 10 年营收及利润变化



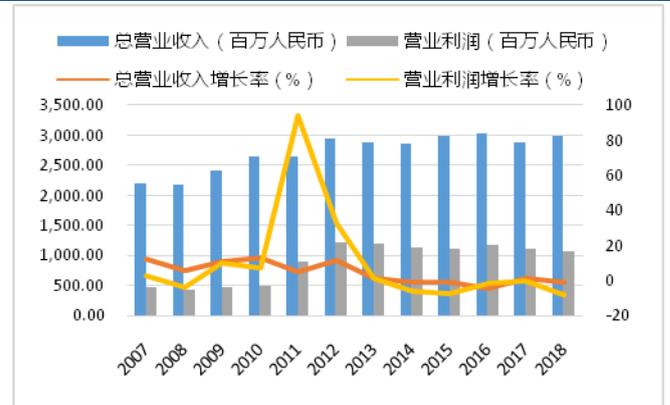
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 40:美国水业近 10 年营收及利润变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 41:美国国家水务近 10 年营收及利润变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们认为在未来环保产业逐渐成熟之际美股是非常好的业绩对比标的，在环保产业逐渐成熟的时期，我国的环保产业业绩增长也会在 10%-20%波动。

## 4. 以海外市场为鉴：对 A 股科创板的思考

我们认为在目前科创板施行与港股相似的注册制的情况下，在港股上市公司实际经营地都为中国大陆的实际条件下，A 股科创板应更多的采用港股估值思路，但由于科创板的成长性强，会享受更高的溢价。

### 4.1 从生命周期视角看企业估值适用性

科创板对于上市企业的股权架构、盈利能力、研发支出、现金流等方面做了创新要求，特别是对于多数尚未进入业绩兑现阶段的科创企业，单纯以市盈率法等相对估值方法很难满足此类企业要求。

对于周期属性较强的行业，采用 PB、净资产重估 (RNAV)、实物期权法（尤其适用于矿产类周期性行业），而对于新兴成长型行业，DCF 估值、PS、PEG、EV/EBITDA、EV/FCF 等估值方法可根据公司情况使用。

表 4：生命周期不同阶段企业业绩特征

	初创期	扩展期	高速成长期	成熟期	衰退期
销售收入/利润表现					
业绩特征	销售收入很少/利润为负	销售收入增长，利润为负或很低	销售收入/利润高速增长	销售收入增长放缓，利润仍	销售收入或利润停止增长或开始
经营历史	无	非常有限	经营历史可用于价值评估	大量可比公司，分布在企业生命周期的各个阶段	可比公司数量减少，主要是成熟期公司
价值来源	完全来自未来成长能力	主要来自未来增长能力	部分来自于自有资产，未来增长能力也很重要	主要来自于自有资产	完全来自于自有资产

资料来源：《证券投资常用估值方法及适用性研究》，东兴证券研究所

科创板对于科创企业上市规则设定了市值+收入/利润、市值+收入/研发费用、市值+收入+现金流、市值+收入等不同标准，可以对应采用 PE 估值、DCF 估值、PS 估值、EV/EBITDA 估值等方法。

表 5：不同估值方法及其适用性

估值方法	细分方法	特征及适用范围
绝对估值法	DCF 法	资产的价值为未来收益按照一定折现率折现的现值，分为红利贴现模型 (DDM)、公司自由现金流贴现模型 (FCFF)、股权自由现金流折现模型 (FCFE)。适用于周期类和成长类公司，需要企业有预期稳定的现金流或股利分配。
	EVA 法	公司价值等于最初资本投入量加上预期经济增加值的现值，以经济利润为基础，考虑到了权益成本，利于实现绩效考核和激励，便与实现股东财富最大化，但对于公司成长性评估有所欠缺。
	期权定价法	公司价值等于公司现有业务价值之和，加上公司新拓展业务的价值，适用于资源类公司、创业阶段高科技公司、陷入财务困境的公司价值评估。对于股票价格波动（假设股票价格服从对数正态分布）和股票价格方差（假设为常数）假设条件较强。
相对估值法	PE 估值法	根据公司每股收益和可比公司的市盈率倍数估算公司市场价值，反应股票价格与企业盈利的相关关系，较为直观，计算简单，可衡量公司风险、增长、盈利差异等因素。缺陷在于每股收益易于被财务操控，估值易受主观因素影响。适用于周期属性较弱的

行业，周期属性较强的公司 PE 波动较大。

PEG 估值法	PEG 乘数为公司 PE 与增长率之比，结合公司未来成长性评估公司利润。主要适用于成长性行业，不适用于成熟行业，以及亏损、或盈余正在衰退的行业。
PB 估值法	公司市场价值与公司净资产的比率，账面价值较为稳定和直观，可以衡量企业在不支付股利情况下的价值。缺陷在于账面价值和盈利一样会受到折旧和其他会计政策影响，账面价值反应初始成本，与市场价值可能存在差异。适用于周期属性较强的行业，对于轻资产、商誉或知识产权较多的行业不适用。
PS 估值法	股票价格除以每股销售收入，主要用来评估已有销售收入但还未盈利的公司，适用于生命周期成长初期的公司。缺点在于无法反映企业的成本控制能力，亦无法衡量未来可以给股东创造多少利润。
EV/EBITDA 法	企业价值（市值+净负债）与 EBITDA（营业利润+折旧摊销费用）的比值作为企业价值倍数，排除了息税、折旧摊销对盈利的影响，强调公司创造现金流量的能力，通常应用于大量前期资本投入和摊销负担较重的行业，不适用于营业利润亏损，高负债或大量在手现金的公司。

资料来源：《证券投资常用估值方法及适用性研究》，东兴证券研究所

## 4.2 环保科创企业的估值方法选择

对于绝大多数科创板企业来讲，其与主板创业板企业相比，盈利能力尚未形成，多数公司的估值理念将与主板科创板企业不同，更注重未来公司发展和经营情况。但从市场的实际情况出发来看，节能环保产业的估值更取决于公司的技术水平，商业模式和现金流情况，这与目前的估值体系更为相似，但科创板企业由于其成长性将获得更高的溢价。我们认为期权定价、DCF、PE、PEG、EV/EBITDA 都是可选的定价方法。但从海外上市的环保企业定价模式来看，预计环保科创企业在上市时已经具备较好的盈利能力，应更多的采用 PE/PEG 法，同时由于科创板标的成长性强，科创板环保相对主板会享受更高的溢价。

## 4.3 科创板企业投资策略

维持行业“看好”评级，结合海外市场环保公司上市后的表现，**首发估值低的公司**在上市后 90 天内大幅跑赢首发时估值高的公司，因此短期投资我们建议更多配置首发估值低的企业。

而从长期看，驱动公司股价上涨的动能**持续稳健的利润增长、优异的现金流表现、稳定的分红水平**，科创板公司注重技术创新，在环保三大领域中我们认为应着重关心以下几点：

- ◆ **技术方面**：技术创新型公司，例如使用生物法处理废气尾气的大气治理公司，膜技术、磁分离技术领先的水处理公司，成套设备高效率公司，生物法技术、资源化利用水平先进的固废处理公司等。
- ◆ **经营方面**：虽然科创板并不要求短期企业盈利，但企业的盈利预期必须较高，现金流预期必须要好，由于环保产业的天生特点，该产业必须要在政府财政实力充盈的地区发展，其运营才能得到保障。投资者应有限关注在我国经济发达地区经营的公

司。

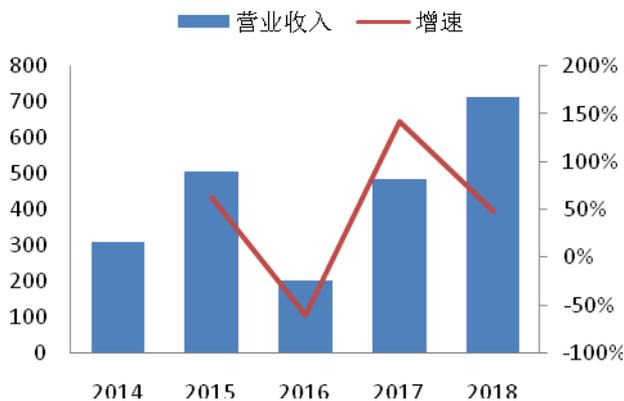
#### 4.4 科创板环保重点公司：金达莱-分散式农村污水处理龙头

专注于分散式水处理领域的行业领先者。公司依托“兼氧 FMBR 技术”和“JDL-重金属废水处理技术”两大核心技术，主要专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理。兼氧 FMBR 技术与传统 MBR 技术相比具有运行成本低、占地面积小的优势，使用金达莱自主研发的特性菌群，将污水处理设施生产装备化，出水达到一级 A 标准，适用于分散式污水处理。

乡镇污水治理千亿空间，分散式污水治理将大展宏图。目前，城市、县城污水处理率基本已达到“水十条”目标，而目前中国拥有 6.74 亿农村人口、250 多万个自然村、60 万个行政村以及 4 万多个乡镇，每天 4000 多万吨污水排放量，农村水处理具有千亿空间，而目前乡村污水处理率仅为 11.38%，离水十条 30% 的目标仍有一定差距。金达莱作为分散式生活污水治理专家，FMBR 污水处理设备装备化水平高、无需人工值守、污泥近零排放，能广泛运用于乡镇污水治理，有望快速开拓农村污水处理市场。

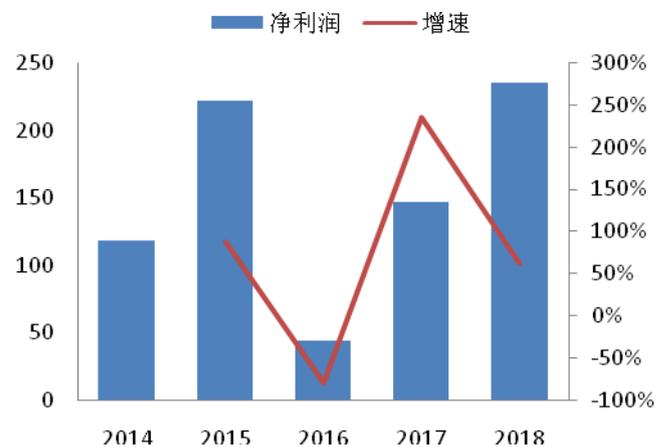
装备销售盈利能力强，现金流状况良好。公司营收中成套装备销售占比约 77.65%，且毛利率达 69.65%，公司的分散式装备盈利能力强。且装备销售具有周期短、回款快的特点，通常有 30% 预付款，剩余款项也能在安装完成后及时收回。2018 年公司经营活动现金净流入为 2.1 亿，是当年归母净利的 91%。

图 42:金达莱 2014-2018 年营业收入及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 43:金达莱 2014-2018 年归母净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

政策执行力度不及预期；

行业订单释放不及预期。

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，2018年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。