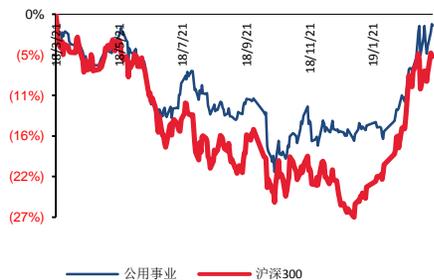


环保公用板块商誉成因一览，并购标的近两年将迎集中兑现期

■ 行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告：

《关注一二线城市棕地修复价值，电厂日耗持续提升库存回落》20190418
《“无废城市”将加快推动固废行业发展，19年工商业电价再降10%基本可完成》20190401

证券分析师：黄付生

电话：021-61372597

E-MAIL: liuggq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

证券分析师助理：晏溶

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S0100117060016

报告摘要

➤ A股市场商誉整体承压，并购标的面临考核

随着近年来上市公司并购案例的不断增加，产生的商誉值也不断冲高。根据Wind统计，2013年至2018年Q3年期间，A股市场上商誉从0.21万亿元增长至1.45万亿元，涨幅达575.34%。从整体来看，2014-2016年是商誉形成的高峰期，根据并购标的业绩承诺期3-5年推算，商誉减值的考验集中在2017年至2019年，并购标的业绩能否达标以及商誉是否计提减值，已经成为影响上市公司近两年业绩的重要因素之一。

➤ 环保公用商誉合计达640亿，电力及固废板块未公告业绩承诺的并购标的较多

截至2018年Q3环保行业（包括大气、水务、固废、监测、工业环保、生态园林）及公用行业（包括电力、燃气）商誉总计达640.45亿元。自2010年以来，商誉累计减值49.5亿元，各板块累计商誉减值占该板块2018Q3总商誉的比例从1.39%-16.25%不等，未来商誉减值受并购标业绩承诺完成情况影响较大，商誉或存较大减值风险。环保行业总商誉超过5000万的公司从2010年至2018年Q3期间共计实现并购157起，其中90起公告业绩承诺，所涉商誉269.71亿元，占总商誉的79.35%。其中固废板块存在较多的未知业绩承诺的并购标的为24起，所涉商誉占该板块的41.5%，存在较大的商誉减值隐患。公用行业总商誉超过5000万的公司从2008年至2018年Q3期间共计71起，其中56起并购标的未公告业绩承诺，所涉商誉212.05亿，占比85.39%。其中值得注意的是，电力板块94%的并购标的都未曾公告业绩承诺。相对于环保行业79%以上的业绩公告承诺，公用行业未来商誉减值计提标准更加不清晰，对经营业绩也将产生较大的不确定性影响。

➤ 投资建议

我们在此梳理了环保公用板块自2008年至今商誉形成原因、并购标的业绩承诺及兑现情况、过往商誉减值计提情况后，发现各细分行业过往均未大幅计提过商誉减值。但即使在这种情况下，2016年监测板块计提的1.52亿商誉，占到了该板块当年扣非净利润的15.9%，2017年大气板块计提的1.89亿商誉，占到了该板块当年扣非净利润的13.26%，由此可见即使在小幅计提商誉减值的情况下，也能对板块净利润产生较大幅度的影响。在此建议大家注意高商誉且实际控制人于近期发生变更的标的，如中金环境、兴源环境等，不排除新的控制人对已有商誉进行大幅减值计提。综合来看，环保

公用各细分子行业均存较大的减值压力，2015-2017 年为商誉集中形成期，近两年正好为业绩集中兑现期，这其中近 48% 的标的商誉还未公告业绩承诺情况，计提标准不详，计提商誉减值的不确定性较强。我们建议关注目前账面商誉值较小且公司质地较好的博世科、新天然气和上海洗霸。

➤ 风险提示

1、企业会计准则关于商誉部分发生变更；2、并购标的业绩不及预期；3、上市公司因其它原因计提商誉减值。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月4日	EPS				PE				评级
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
00371	博世科*	12.43	0.41	0.66	1.12	1.52	41	15	11	8	买入
603393	新天然气*	45.13	1.65	2.09	2.93	3.71	23	15	15	12	买入
601139	上海洗霸*	39.25	0.78	1.07	1.41	1.84	53	32	27	21	增持

资料来源：公司公告，太平洋研究院（标*公司来自WIND一致预期）

目录

一、2014-2016 年为 A 股并购高峰期，2018-2019 年将迎来集中兑现期.....	5
二、环保公用商誉合计达 640 亿，近两年存较大减值压力.....	5
三、各板块具体分析	7
（一）大气：2015 年起商誉快速增加，未来减值压力依然较大.....	7
（二）固废：业绩承诺过半未完成，减值风险较大.....	8
（三）水务：2/3 未达业绩承诺期限，未来商誉减值存压.....	9
（四）监测：尚未发生大幅计提减值情况，未来压力较大.....	10
（五）工业环保：商誉较集中，压力主要集中在 2 家并购标的上.....	11
（六）生态园林：三分之二的商誉为未到期或未公告业绩承诺标的的所有，未来或存计提风险..	12
（七）燃气：业绩承诺不详占比近 55%，未来减值压力大.....	13
（八）电力：超八成并购标的业绩承诺不详，未来商誉减值计提不确定性强.....	14
五、投资建议	16
六、风险提示	17

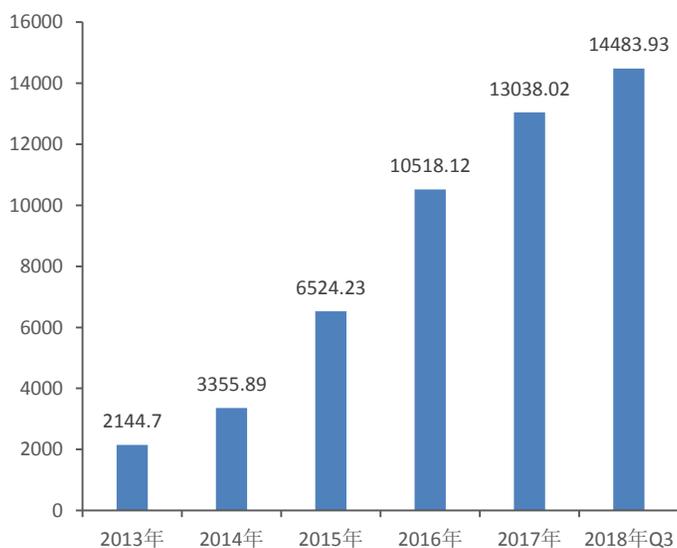
图表目录

图表 1 2013-2018Q3 A 股商誉规模 单位：亿元	5
图表 2 2018 年 Q3 各行业商誉总值情况 单位：亿元	5
图表 3 各板块商誉及减值情况	6
图表 4 各板块业绩承诺披露及相关商誉	6
图表 5 环保公用板块并购标的超 7 家以上公司	7
图表 6 环保公用板块商誉超 12 亿的 13 家公司	7
图表 7 大气板块 2015-2018 年并购标的数量及商誉情况	7
图表 8 大气板块商誉及减值计提情况	7
图表 9 固废板块 2012-2018 年并购标的数量及商誉情况	8
图表 10 固废板块商誉及减值计提情况	8
图表 11 水务板块 2013-2018 年并购标的数量及商誉情况	9
图表 12 水务板块商誉及减值计提情况	9
图表 13 监测板块 2011-2018 年并购标的数量及商誉情况	11
图表 14 监测板块商誉及减值计提情况	11
图表 15 工业环保板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况	12
图表 16 工业环保板块商誉及减值计提情况	12
图表 17 生态园林板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况	13
图表 18 生态园林板块商誉及减值计提情况	13
图表 19 燃气板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况	14
图表 20 燃气板块商誉及减值计提情况	14
图表 21 电力板块 2011-2018 年并购标的数量及商誉情况	15
图表 22 电力板块商誉及减值计提情况	15

一、2014-2016年为A股并购高峰期，2018-2019年将迎来集中兑现期

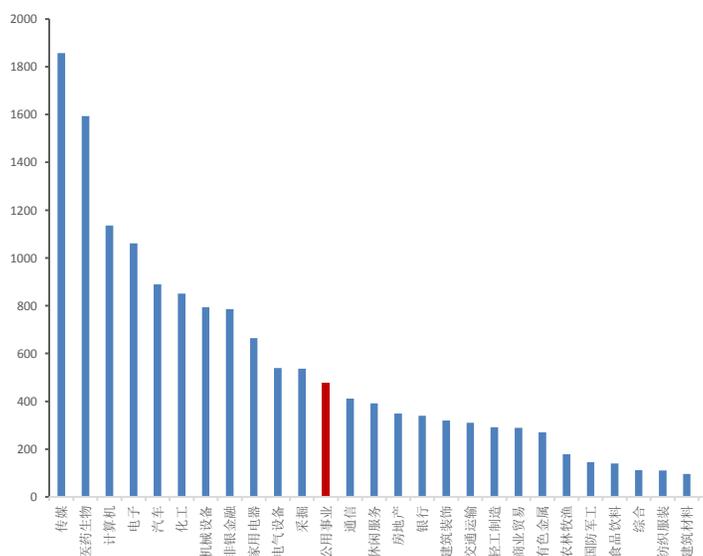
2014-2016年为A股并购高峰期，2018-2019年将迎来集中兑现期。根据Wind数据，2013年至2018年Q3年期间，A股市场上商誉从0.21万亿元增长至1.45万亿元。涨幅达575.34%。按照申万行业分类，传媒，医药生物，计算机，电子，汽车五大行业的商誉总值位列前茅，环保公用板块商誉总值处于行业中游。从整体来看，2014-2016年是商誉形成的高峰期，每年增速分别为56.47%、94.41%、61.22%，根据并购标的的业绩承诺期3-5年推算，商誉减值的考验集中在2017年至2019年，并购标的业绩能否达标以及商誉是否计提减值已经成为影响上市公司近两年业绩的重要因素之一。1月4日，财政部下属的会计准则委员会发布的《企业会计准则动态（2018年第9期）》中，提及会计准则咨询委员会咨询委员对“商誉及其减值”的讨论，引发市场高度重视和热烈讨论，商誉减值压力骤增。另一方面，2018年以来，受宏观经济下行压力增大的影响，被并购公司完成业绩承诺的难度增大，而A股上市公司如今高达1.45万亿元的商誉余额，将在2018年及以后年度面临较大的减值压力。

图 1: 2013-2018Q3 A 股商誉规模 单位：亿元



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图 2: 2018 年 Q3 各行业商誉总值情况 单位：亿元



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

二、环保公用商誉合计达 640 亿，近两年存较大减值压力

环保公用行业商誉合计达 640 亿，商誉或存较大减值风险。截至 2018 年 Q3 环保行业（包括大气、水务、固废、监测、工业环保、生态园林）及公用行业（包括电力、燃

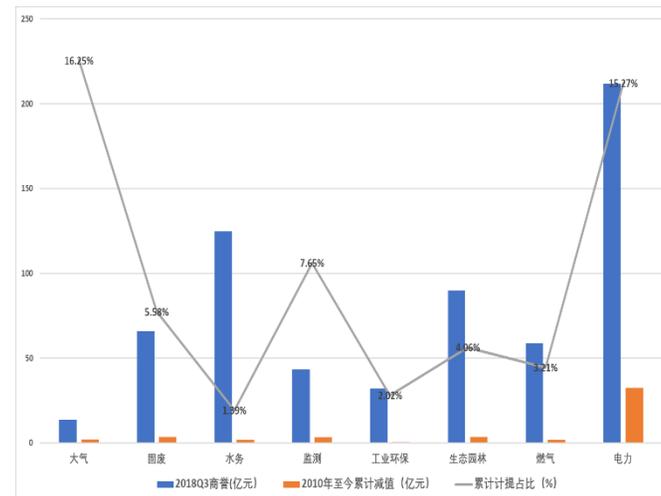
环保公用板块商誉成因一览，并购标的近两年将迎集中兑现期

气) 商誉总计达 640.45 亿元。自 2010 年以来，商誉累计减值 49.5 亿元，各板块累计商誉减值占该板块 2018Q3 总商誉的比例从 1.39%-16.25%不等，未来商誉减值受并购标业绩承诺完成情况影响较大，商誉或存较大减值风险。

水务及生态园林板块商誉较高，固废未知业绩承诺标的较多。环保行业截至 2018 年 Q3 商誉总计为 369.6 亿元，其中水务板块、生态园林板块商誉较高，分别为 124.75 亿、89.89 亿，占环保行业商誉总值的 33.75%和 24.32%。行业累计计提商誉减值 15.24 亿，占 2018Q3 板块总商誉的 4.12%，其中水务板块计提比例最低为 1.39%，或存减值压力。通过对环保行业的公告的梳理来看，总商誉超过 5000 万的公司从 2010 年至 2018 年 Q3 期间共计实现并购 157 起，其中 90 起公告业绩承诺，所涉商誉 269.71 亿元，占总商誉的 79.35%，未知业绩承诺的并购标的共 67 起，所涉商誉 70.17 亿，占比 20.65%。其中固废板块存在较多的未知业绩承诺的并购标的为 24 起，所涉商誉占该板块的 41.5%，存在较大的商誉减值隐患。

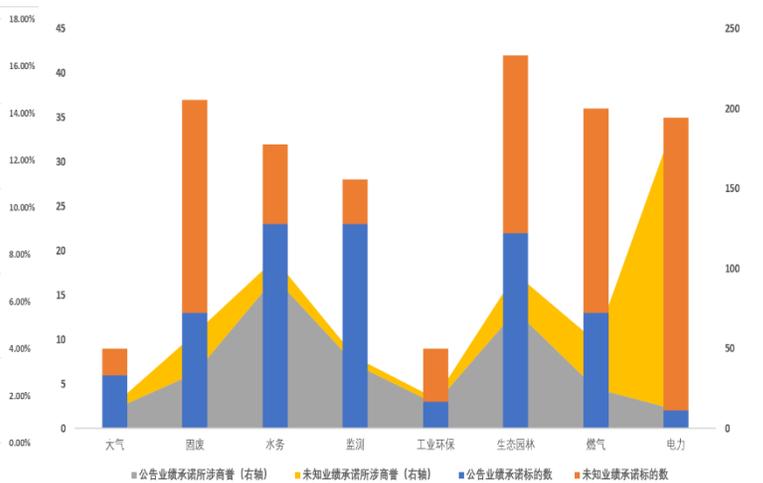
电力板块 94%以上并购标的未公告业绩承诺情况，商誉减值计提标准不明确。公用行业截止 2018 年 Q3 商誉总计为 270.85 亿元，电力板块商誉值高达 211.99 亿元，占比 78.27%。行业累计计提商誉减值 34.27 亿元，占 2018Q3 板块总商誉的 12.65%。通过对公用行业的公告的梳理来看，总商誉超过 5000 万的公司从 2008 年至 2018 年 Q3 期间共计 71 起，其中 15 起并购公告了业绩承诺，所涉商誉 36.29 亿，占比 14.61%，56 起并购标的未公告业绩承诺，所涉商誉 212.05 亿，占比 85.39%。其中值得注意的是，电力板块 94%的并购标的都未曾公告业绩承诺。相对于环保行业 79%以上的业绩公告承诺，公用行业未来商誉减值计提标准更加不清晰，对经营业绩也将产生较大的不确定性影响。

图 3：各板块商誉及减值情况



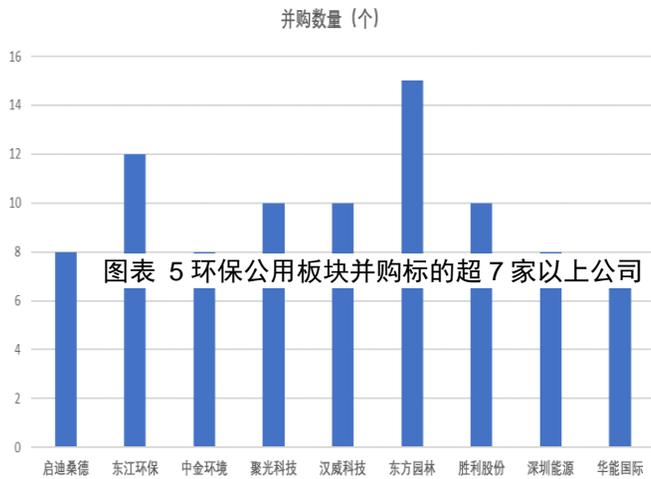
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图 4：各板块业绩承诺披露及相关商誉



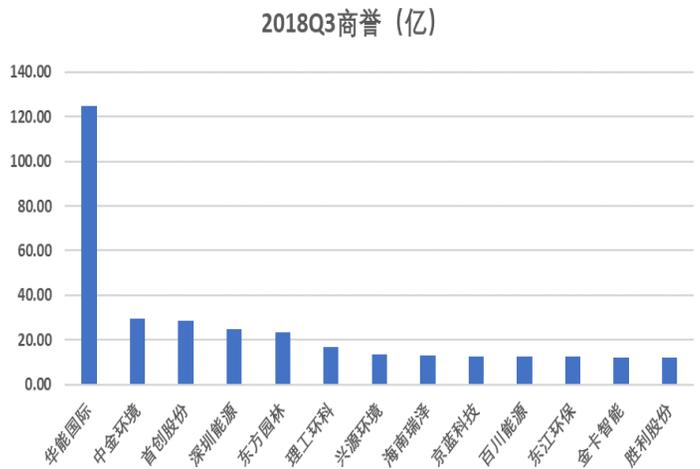
资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图 5：环保公用板块并购标的超 7 家以上公司



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图 6：环保公用板块商誉超 12 亿的 13 家公司



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

三、各板块具体分析

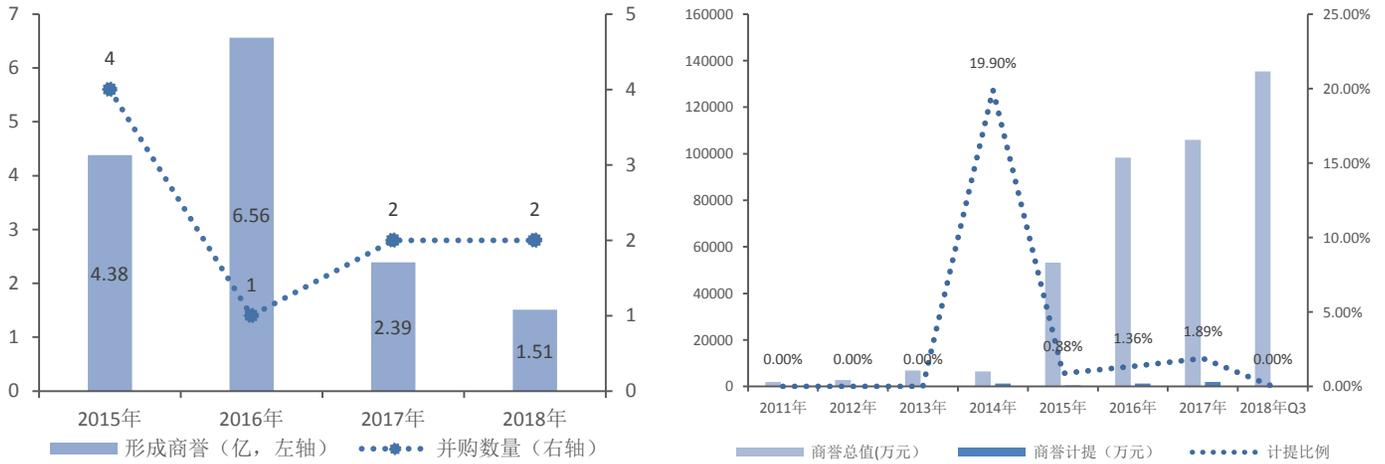
(一) 大气：2015 年起商誉快速增加，未来减值压力依然较大

商誉自 2015 年起快速增加，虽已连续两年大额计提但未来商誉减值压力依然较大。大气板块我们跟踪的 11 家公司截至 2018 年 Q3 商誉总值为 13.54 亿元，其中三维丝商誉最高为 6.56 亿，占总值的 48.42%，预计该公司 2018 年计提商誉约 3 亿元。板块 2010-2014 年商誉较少且稳定，2015-2018 年为商誉的快速增长期。我们在此统计了总商誉值超过了 5000 万的 6 家公司，2015-2018 年大型并购共计 9 起，其中 6 起并购公告了业绩承诺情况，其余 3 家标的承诺情况未知，合计商誉分别为 12.03 亿和 2.81 亿。6 家披露了业绩承诺的并购标的中，有 4 家已过业绩承诺期，2 家未过业绩承诺期限，合计商誉分别为 9.64 亿和 2.39 亿。4 家已过业绩承诺期的并购标的中，有 3 家 17 年未完成业绩承诺，2017-2018 年预计共计计提商誉 4.89 亿，剩余未计提的商誉为 4.75 亿。未披露业绩承诺及完成情况的 3 家并购标的，至今未有商誉减值计提。

该板块 2017 年计提商誉占当年总商誉的比例为 18%，占该年扣非后净利润的比例为 13.3%。截止 2018Q3 该板块商誉总值为 13.54 亿元，上市公司业绩预报中披露预计计提至少 3.7 亿，总商誉占比为 27.3%，计提后该板块剩余商誉总值至多为 9.84 亿，所存的减值风险对该板块后续业绩压力依然较大。

图 7：大气板块 2015-2018 年并购标的数量及商誉情况

图 8：大气板块商誉及减值计提情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

(二) 固废: 业绩承诺过半未完成, 减值风险较大

业绩承诺过半未完成, 仅计提0.97亿, 未来减值风险较大。固废板块我们跟踪的19家公司截至2018年Q3商誉总值为65.73亿元, 其中5家公司商誉合计为49亿, 占比为75%, 包括启迪桑德、东江环保等。板块自2012年起商誉快速增加, 我们在此统计商誉值超过5000万的10家公司, 2012-2018年大型并购共计37起, 其中13起并购公告了业绩承诺情况, 其余24家并购标的承诺情况未知, 合计商誉分别为34.66亿和24.59亿。13家披露了业绩承诺的并购标的中, 有10家已过业绩承诺期, 3家未过业绩承诺期限, 合计商誉分别为24.03亿和10.63亿。10家已过业绩承诺期的标的中, 有7个标的相应年份业绩承诺未完成, 2014-2017年共计提商誉0.97亿, 剩余未计提的商誉为7.68亿。

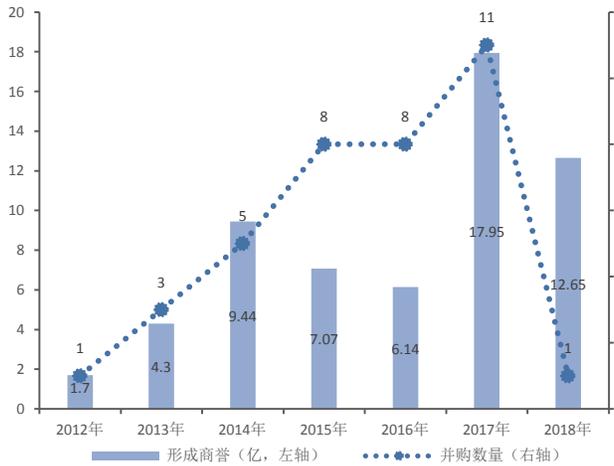
其中涉及启迪桑德的并购标的为4家, 均采取业绩补偿及无偿转移剩余股份等方式, 终止原协议中业绩承诺和补偿条款。未披露业绩承诺及完成情况的并购标的达24家, 其商誉总值为24.59亿, 占板块总商誉值的42%, 至今有盛运环保2017年对2013年并购标的的中科通用能源环保全额计提了2.68亿商誉, 其余标的均未出现商誉计提, 风险较大。

该板块2017年计提商誉占当年总商誉的比例为5.5%, 占当年板块扣非后净利润的比例为4.4%。截止2018Q3该板块商誉总值为65.73亿元, 上市公司业绩预告中披露预计计提至少2.44亿, 总商誉占比为3.7%, 计提后该板块剩余商誉总值至多为63.3亿, 所存的减值风险对该板块后续业绩压力依然较大。

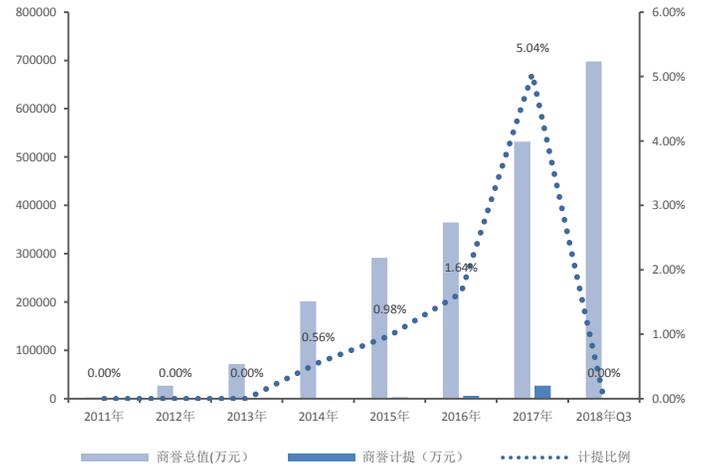
图 9: 固废板块 2012-2018 年并购标的数量及商誉情况

图 10: 固废板块商誉及减值计提情况

图表 10 固废板块商誉及减值计提情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理



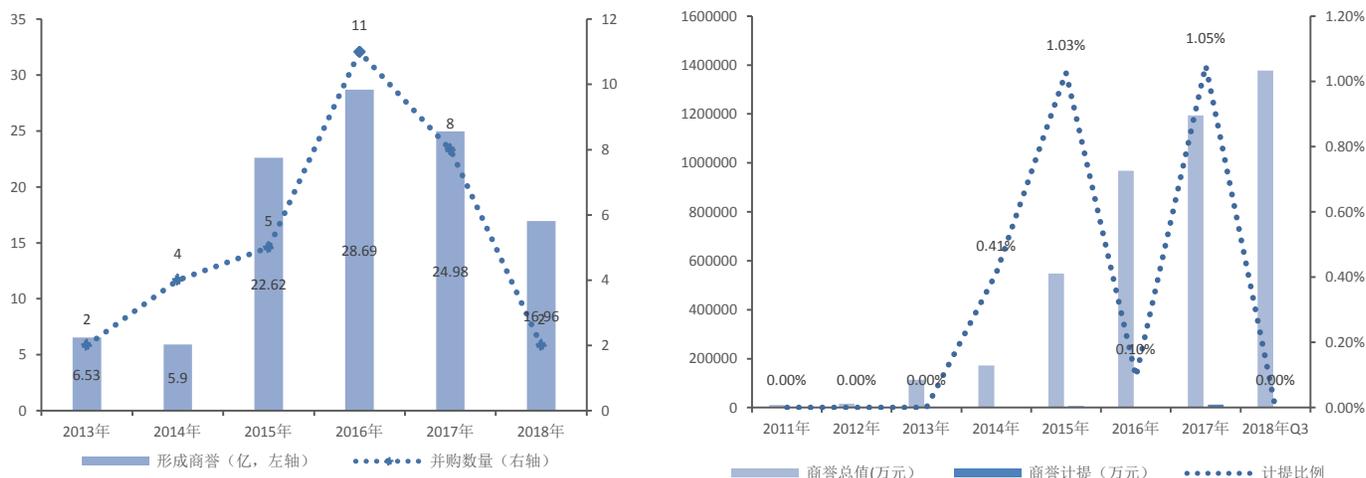
资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

(三) 水务: 2/3 未达业绩承诺期限, 未来商誉减值存压

商誉形成集中, 2/3 未达业绩承诺期限, 未来减值存压。水务板块我们跟踪的 36 家公司截至 2018 年 Q3 商誉总值为 124.75 亿元, 其中 7 家公司商誉合计为 103.7 亿, 占比 83.1%, 包括碧水源、首创股份、中金环境、兴源环境、京蓝科技等。板块自 2015 年起商誉快速增加, 我们在此统计了总商誉值超过了 5000 万的 15 家公司, 2013-2018 年大型并购共计 32 起, 其中 23 起并购公告了业绩承诺情况, 其余 9 家并购标的承诺情况未知, 合计商誉分别为 94.07 亿和 11.61 亿。23 家披露了业绩承诺的并购标的中, 有 8 家已过业绩承诺期, 15 家未过业绩承诺期限, 合计商誉分别为 35.05 亿和 59.02 亿。8 家已过业绩承诺期的公司中, 有 2 家标的未完成最后一年业绩承诺, 该 2 家标的合计商誉为 7.37 亿, 至今总计计提商誉总额为 2079 万, 存在未来补充计提减值的风险。水务板块业绩承诺未知及未过业绩承诺期的商誉总计为 70.63 亿, 占 15 家公司总商誉的比例为 67%, 该板块过往计提的商誉较少, 未来商誉减值存压。

图 11: 水务板块 2013-2018 年并购标的的数量及商誉情况

图 12: 水务板块商誉及减值计提情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

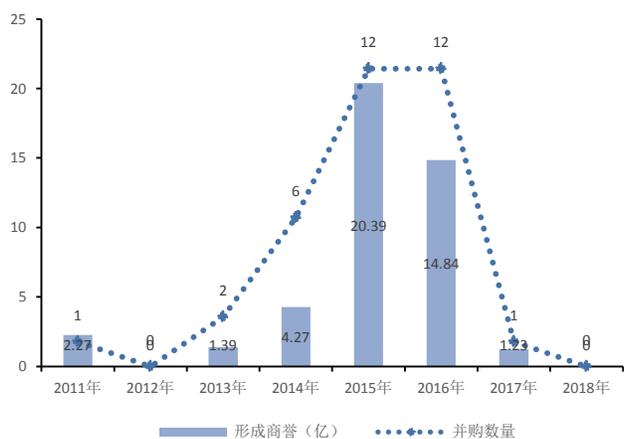
(四) 监测: 尚未发生大幅计提减值情况, 未来压力较大

尚未发生大幅计提减值情况, 未来压力较大。监测板块我们跟踪的8家公司截止2018年Q3商誉总值为43.54亿元, 其中4家公司商誉合计占比近80%, 理工环科商誉16.7亿, 占监测板块总商誉的38.17%。板块自2014年开始加速并购, 2017年后趋于稳定, 我们在此统计了总商誉值超过了5000万的7家公司, 2011-2018年大型并购共计35起, 其中25起并购公告了业绩承诺情况, 其余10起并购标的承诺情况未知, 合计商誉分别为39.85亿和4.68亿。25家披露了业绩承诺的并购标的中, 有17家已过业绩承诺期, 8家未过业绩承诺期限, 合计商誉分别为26.88亿和12.97亿。17家已过业绩承诺期的并购标的中, 有5家未完成业绩承诺, 合计商誉为6.71亿, 迄今共计提商誉1.36亿, 剩余未计提的商誉为5.35亿。未披露业绩承诺及完成情况的10家并购标的, 合计商誉为4.48亿, 占板块总商誉的10.51%, 至今未有商誉减值计提。该板块2016-17年分别计提商誉减值1.52亿、1.35亿, 占当年总商誉的比例为3.49%、3.11%, 占当年板块扣非后净利润的比例分别为15.9%、9.88%, 由此可见板块在计提商誉减值较少的情况下, 仍对板块整体盈利情况产生了较大的影响, 板块后续商誉减值风险对该板块后续业绩压力较大, 因该板块还未出现过大幅计提商誉减值的情况。

板块中, 涉及聚光科技的并购标的为7家, 均采取业绩对赌的方式, 以并购标的的业绩计算并购成本并分期支付, 有6家披露业绩承诺, 1家未知, 4家完成业绩承诺, 达到收购预期, 其余不详。在2013-2017年间, 聚光科技共计提商誉减值0.9亿元, 占其2018年Q3商誉总值的11.84%, 未来存在较大的商誉减值空间。理工环科作为在监测板

块商誉占比最大的公司，在2015年并购2家企业，形成商誉13.31亿，占其2018年Q3商誉总值的80.08%，其中商誉占比达到64.38%。子公司江西博微完成业绩承诺，尚洋环科在2017年业绩未及预期，理工环科并未对其商誉进行减值，未来存在补计提的风险。在2015-2017年间，理工环科共计提0.43亿商誉减值，占其商誉总值的2.6%，未来减值风险较大。

图 13: 监测板块 2011-2018 年并购标的数量及商誉情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

图 14: 监测板块商誉及减值计提情况



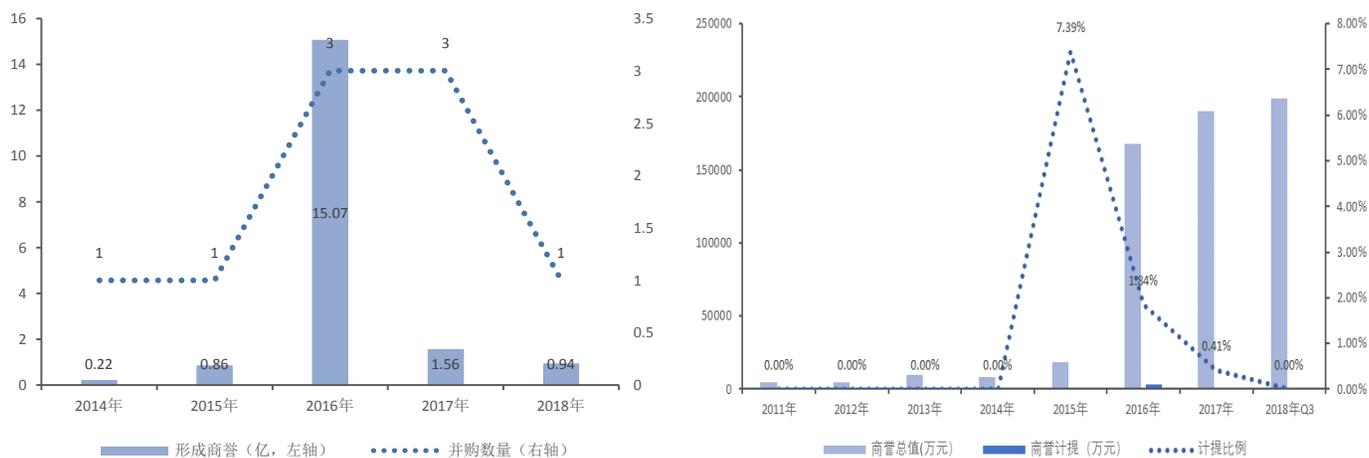
资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

(五) 工业环保: 商誉较集中, 压力主要集中在 2 家并购标的上

商誉较集中, 减值压力主要集中在2家并购标的上。工业环保板块我们跟踪的13家公司截至2018年Q3商誉总值为19.85亿元, 其中金卡智能商誉总值为12.08亿, 占该板块商誉总值的60.86%。板块自2014年起商誉快速增加, 在2014-2018年间, 我们统计了总商誉值超过了5000万的5家公司, 期间大型并购共计9起, 共涉及商誉18.65亿, 其中3个并购标的公告了业绩承诺, 商誉总值为15.39亿, 业绩承诺未知的6个并购标的涉及商誉总值为3.26亿。在3家披露了业绩承诺的并购标的中, 有1家已过业绩承诺期, 2家未过业绩承诺期限, 合计商誉分别为0.86亿和14.53亿。已过业绩承诺期限的并购标的未完成相应的业绩承诺, 且未计提商誉减值, 原股东以放弃所属可分配利润 575.66 万元作为补偿, 未来或有补计提的风险。未披露业绩承诺及完成情况的6家并购标的, 占该板块总商誉的16.42%, 至今未有商誉减值计提; 而业绩承诺未到期的2家标的, 分别为迪森股份并购的世纪新能源和金卡智能并购的天信仪表, 占板块商誉总值的73.20%, 期间仅计提商誉减值0.065亿元, 未来减值压力还需看业绩对赌完成情况。该板块在2015年、2016年以及2017年分别计提商誉减值0.14亿、0.31亿以及0.078亿, 占当年板块总商誉7.39%、1.84%以及0.41%, 占当年板块扣非净利润的比例分别为0.94%、1.11%

以及0.47%。总体上，该板块商誉计提减值较少，商誉形成集中，大额商誉业绩承诺还未到期，未来商誉减值压力还看业绩完成情况。

图 15: 工业环保板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况 图 16: 工业环保板块商誉及减值计提情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

(六) 生态园林: 三分之二的商誉为未到期或未公告业绩承诺标的 所有, 未来或存计提风险

三分之二的商誉为未到期或未公告业绩承诺标的的所有, 未来或存计提风险。生态园林板块我们追踪的21家公司截至2018年Q3商誉总值为89.89亿元, 其中6家公司商誉合计为68.51亿元, 占比76.22%, 东方园林商誉23.23亿元, 占生态园林板块总商誉的25.85%。板块从2014年开始商誉快速增加, 在2017年并购数量和所形成的商誉额达到了最高值, 之后趋于回落。我们在此统计了总商誉值超过5000万的12家公司来分析其近几年并购情况, 12家公司2014-2018大型并购共计42起, 其中22起并购公告了业绩承诺情况, 其余20起并购标的的承诺情况未知, 合计商誉分别为73.71亿元和23.22亿元。合计总额大于2018年Q3商誉总值主要是因为东方园林在2017年处置了杭州富阳申能固废环保再生有限公司全部股权, 东方园林2017年商誉减少了12.75亿元。22家披露了业绩承诺的并购标的中, 有6家已过业绩承诺期标的商誉合计为17.78亿, 14家未过业绩承诺期标的商誉合计为37.83亿, 1家标的在业绩承诺期内被处置, 剩余1家标的在承诺期内因2016年业绩不达预期主动放弃原协议中1.2亿港币的剩余对价款, 取消了业绩承诺。6家已过业绩承诺期的标的中, 标的在相应年份的业绩承诺均已完成, 没有计提商誉。14家未过业绩承诺的并购标的中, 有4个标的相应年份的业绩承诺未完成, 均没有计提商誉。该板块在2016年以及2017年分别计提商誉减值0.74亿、以及2.88亿, 占当

年板块总商誉1.09%以及3.48%，占当年板块扣非净利润的比例分别为1.75%以及4.05%，2017年主要为云投生态对洪尧园林计提了2.5亿商誉。总体上，该板块几乎很少计提商誉减值，三分之二的商誉为未到期或未公告业绩承诺标的的所有，未来或存计提风险，压力较大。

图 17: 生态园林板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况

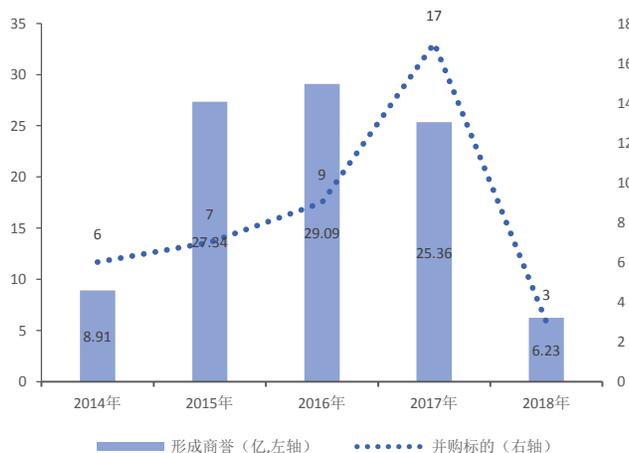


图 18: 生态园林板块商誉及减值计提情况

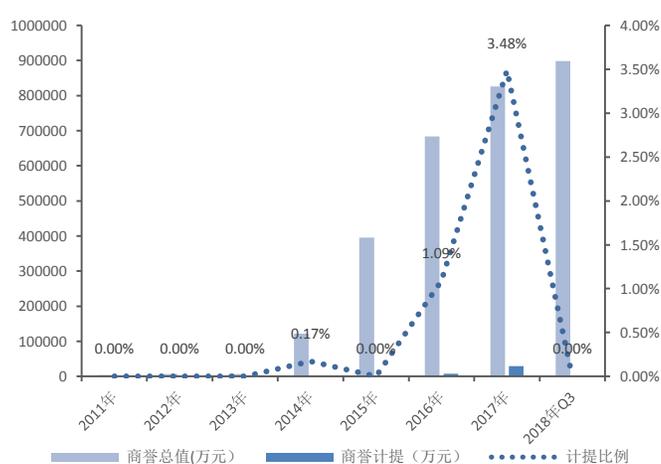


图 17 生态园林板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况

资料来源: WIND, 太平洋研究院

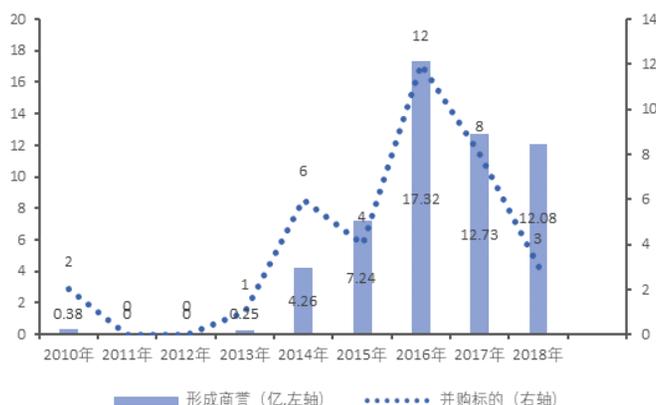
(七) 燃气: 业绩承诺不详占比近 55%，未来减值压力大

燃气板块业绩承诺不详占比近 55%，未来减值压力大。燃气板块我们跟踪的 20 家公司截至 2018 年 Q3 商誉总值为 58.86 亿元，其中 6 家公司商誉合计为 52.70 亿，占比为 89.52%，包括百川能源、胜利股份等。板块自 2014 年起商誉快速增加，我们在此统计了总商誉值大于 5000 万的 8 家公司，期间大型并购共计 36 起，其中 13 起并购公告了业绩承诺情况，其余 23 起并购标的的承诺情况未知，合计商誉分别为 24.78 亿和 29.48 亿，分别占板块总商誉的 45.67%和 54.33%。13 家披露了业绩承诺的并购标的中，有 6 家业绩承诺已经到期，7 家业绩承诺未到期，合计商誉分别为 9.93 亿和 14.85 亿。6 家业绩承诺已经到期标的中，3 家标的的各年度的业绩承诺均已实现，另外 3 家标的有相应年份业绩承诺未完成。其中天壕环境对 2017 年未完成业绩承诺的标的进行股权补偿，同时计提 0.0697 亿商誉减值，占该标的期初形成商誉的 1.43%；金鸿控股对未完成业绩承诺的 2 个标的均未计提减值，所涉商誉共计 2.14 亿，未来或有补计提风险。7 家业绩承诺未到期的标的商誉合计 14.85 亿，占板块 2018 年 Q3 商誉总值的 25%，其中 3 家标的在各年度均完成了相应年度的业绩承诺，2 家未知，2 家未完成相应年度业绩承诺的标的中，天壕环境对霸州正茂全额计提了商誉减值准备 0.9 亿元，胜利股份

对 2017 年没有实现业绩承诺的大连胜益新能源计提了 0.22 亿的商誉减值。

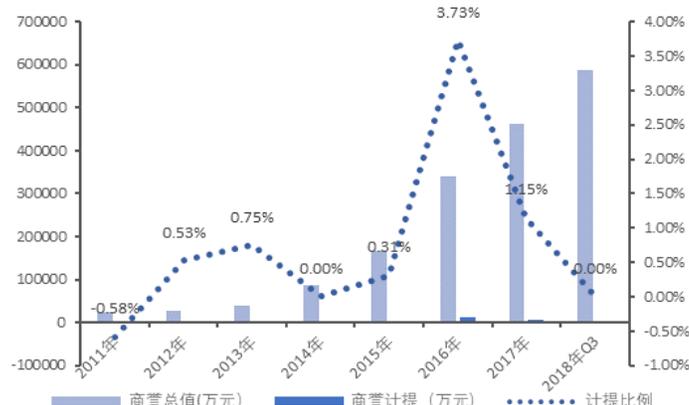
总体上，在 2012-2018Q3 期间，该 8 家公司共计提商誉减值 1.52 亿元，占标的商誉总值的 3.21%，计提较少，未来减值压力主要在于占板块总商誉的 54.33% 的业绩承诺不详标的以及占比 25.23% 的业绩承诺未到期标的，同时未完成业绩承诺的标的也存在补计提风险，未来压力较大。燃气板块多为城燃公司，业绩增长除了来自于已有特许经营权区域销气量的深挖外，积极进行优质城燃资产并购也是公司实现快速发展的主要方式，但须严控把控标的的质量、溢价率以及并购节奏。

图 19：燃气板块 2014-2018 年并购标的数量及商誉情况



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

图 20：燃气板块商誉及减值计提情况



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

（八）电力：超八成并购标的业绩承诺不详，未来商誉减值计提不确定性强

超八成并购标的业绩承诺不详，未来商誉减值计提不确定性强。电力板块我们跟踪的 61 家公司截至 2018 年 Q3 商誉总值为 211.99 亿元，其中中华能国际商誉为 124.77 亿元，占比 58.96%，主要为 2008 年并购新加坡大士能源形成的 106.64 亿商誉。总体来看，电力板块商誉总值在 2008 年增幅最快，主要因为华能国际的海外并购，2013 年较 2012 年小幅减少后，2015-2018 年商誉总值逐年增加。我们重点统计总商誉值大于 5000 万的 16 家公司，2008-2018 年大型并购共计 36 起，共形成了商誉 194.08 亿元。其中 2 起并购公告了业绩承诺情况，其余 33 起并购标的的承诺情况未知，合计商誉分别为 11.51 亿元和 182.57 亿元。2 起披露了业绩承诺的并购标的中，1 起完成业绩承诺，涉及商誉 4.61 亿元，为福能股份于 2014 年收购福建省鸿山热电有限责任公司、福建省福能新能源有限责任公司和福建晋江天然气发电有限公司形成，三家公司共同

作出业绩承诺并已经完成；另 1 起尚处于承诺期，涉及商誉 6.94 亿元，为东方市场在与盛虹科技进行资产重组时收购国盛高科形成，承诺期为 2018-2020 年。

整体来看，与其他板块不同的是，电力板块大部分的收购企业均未作出业绩承诺。可能的解释是电力企业标的资产多为发电厂，该类资产具有相对稳定的可预测的未来回报，每年的电力需求和发电量相对稳定，影响发电厂业绩的主要是不可控的动力煤价格和上网电价。所以企业在并购时较少考虑业绩承诺，但这也导致了收购企业经营状况是否与商誉匹配未知。在这些收购形成的商誉中，形成数额较大的商誉标的有深圳能源 2015 年收购 CPT 公司形成商誉 17.48 亿元，华能国际 2008 年收购大士能源形成 106.64 亿商誉、2011 年收购滇东能源形成 11.97 亿元商誉，东方市场 2018 资产重组收购国盛高科形成 6.9 亿元商誉和京能电力 2014 年收购内蒙古华宁热电公司形成 5.58 亿元商誉。目前尚未发现这 16 家企业根据业绩承诺完成情况计提商誉减值，但实际上企业会根据收购资产的经营情况进行商誉减值。华能国际于 2011 年收购了滇东发电，罗源湾海港，罗源湾码头，陆岛码头，滇东雨汪和恩施水电 6 项资产，在随后的 2013-2014 年，华能国际根据这些资产的运营状况和市场行情，分别将这些资产全部计提了商誉减值（罗源湾码头和陆岛码头为转售出，会计处理为商誉减值）；吉电股份于 2011 年收购甘肃瓜州协合风力发电有限公司，从 2014 年开始采用逐年计提的方法计提商誉减值，到 2018 年合计计提商誉减值 0.45 亿元，还剩 1.25 亿商誉；福能股份 2014 年的收购一项标的（包括三家公司）业绩承诺于 2016 年完成，而在 2018 年福能股份根据实际情况，计提商誉减值 0.4 亿元；华电国际于 2014 年计提了龙口公司商誉减值 0.15 亿元，上述公司商誉减值计提共计 17.49 亿元。此外，深圳能源，华能国际和国投电力均有投资海外资产，这些资产形成的商誉受到汇率变动影响较大，例如，华能国际的海外资产大士能源每年受外汇影响带来的商誉变动超过 1 亿元，2015 年就因外汇变动造成商誉减少 1.12 亿元。

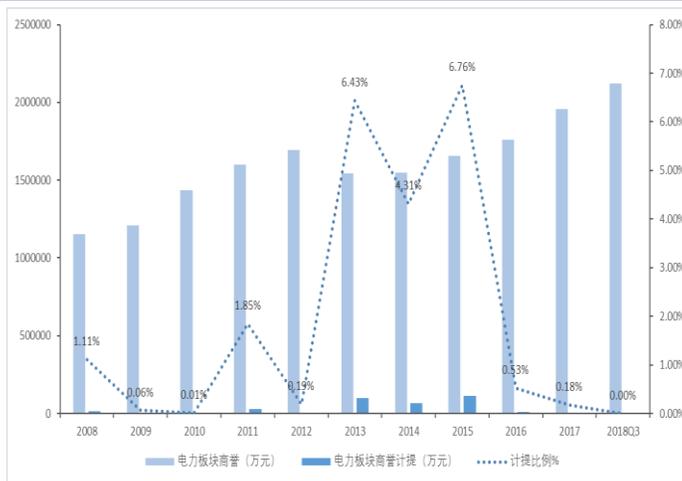
该板块在 2013 年-2015 年分别计提商誉减值 9.94 亿、6.67 亿以及 11.2 亿，占当年板块总商誉的 5.88%、4.32%以及 7.25%，占当年板块扣非净利润的比例分别为 1.38%、0.83%以及 1.39%，历史上商誉减值计提比例较低，重点追踪的公司中由于电力行业特殊的情况业绩承诺较少，无法得知并购标的的经营情况；部分企业会根据标的的实际情况计提商誉减值，但大部分的标的减值标准并不明朗，仍有较大数量的商誉在未来是否计提减值情况未知。

图 21: 电力板块 2011-2018 年并购标的数量及商誉情况

图 22: 电力板块商誉及减值计提情况



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

五、投资建议

A股从整体来看，2014-2016年是商誉形成的高峰期，每年增速分别为56.47%、94.41%、61.22%，根据并购标的的业绩承诺期3-5年推算，商誉减值的考验集中在2017年至2019年，并购标的的业绩能否达标以及商誉是否减值已经成为影响上市公司近两年业绩的重要因素之一。我们在此梳理了环保公用板块自2008年至今商誉形成原因、并购标的的业绩承诺及兑现情况、过往商誉减值计提情况后，发现，水务及生态园林板块商誉较高，截止2018年三季度合计商誉高达215亿，固废板块42%的并购商誉均未公告业绩承诺情况，各细分子行业过往均未大幅计提过商誉减值。但即使在这种情况下，2016年监测板块计提的1.52亿商誉，占到了该板块当年扣非净利润的15.9%，2017年大气板块计提的1.89亿商誉，占到了该板块当年扣非净利润的13.26%，由此可见即使在小幅计提商誉减值的情况下，也能对板块净利润产生较大幅度的影响。在此建议大家注意高商誉且实际控制人于近期发生变更的标的，如中金环境、兴源环境等，不排除新的控制人对已有商誉进行大幅减值计提。综合来看，环保公用各细分子行业均存较大的减值压力，2015-2017年为商誉集中形成期，近两年正好为业绩集中兑现期，这其中近48%的标的商誉还未公告业绩承诺情况，计提标准不详，计提商誉减值的不确定性较强。

我们建议关注目前账面商誉值较小且公司质地较好的博世科、新天然气和上海洗霸。根据万得一致性预测，博世科19-21年EPS 1.12、1.52、1.60元，对应当前PE 11、8、8倍，给予“买入”评级；新天然气19-21年EPS 2.93、3.71、4.67元，对应当前PE 15、12、9倍，给予“买入”评级；上海洗霸19-21年EPS 1.41、1.84、2.13元，对应当前PE 27、21、18倍，给予“增持”评级

六、风险提示

1、企业会计准则关于商誉部分发生变更；2、并购标的业绩不及预期；3、上市公司因其它原因计提商誉减值。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻板、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机