

增 持 维持

环保行业

2011 年 10 月 21 日

环保行业投资逻辑思考之一： 从历史回顾，看股价驱动因素分析

公用事业行业高级分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850511010021
lufm@htsec.com
021-23219415
联系人：汤砚卿
tyq6066@htsec.com
021-23219768

环保类上市公司今年以来持续跑赢大盘，股价背后的驱动力到底是什么？是在“十二五”环保投资力度加大背景下，市场给予的估值溢价？还是受益于投资所带来的盈利持续提升？

表 1 环保类上市公司相对沪深 300 最近 3 个月、1 年涨跌幅（%，截至 2011 年 10 月 20 日）

简称	代码	过去三月相对沪深 300 涨跌幅（%）	过去一年相对沪深 300 涨跌幅（%）
巴安水务	300262.SZ	NA	NA
国电清新	002573.SZ	22.06	NA
维尔利	300190.SZ	14.29	NA
科林环保	002499.SZ	11.12	NA
永清环保	300187.SZ	3.72	NA
中电环保	300172.SZ	3.48	NA
先河环保	300137.SZ	0.25	NA
桑德环境	000826.SZ	17.04	33.09
龙源技术	300105.SZ	16.46	29.08
国中水务	600187.SH	-15.83	26.80
洪城水业	600461.SH	6.56	22.67
盛运股份	300090.SZ	-3.73	15.10
创元科技	000551.SZ	-1.81	13.47
三聚环保	300072.SZ	37.08	11.52
碧水源	300070.SZ	6.25	10.77
九龙电力	600292.SH	0.63	7.45
武汉控股	600168.SH	-0.93	5.73
重庆水务	601158.SH	-4.90	4.99
兴蓉投资	000598.SZ	-8.12	4.36
创业环保	600874.SH	1.84	1.76
首创股份	600008.SH	0.92	1.70
中原环保	000544.SZ	5.22	-0.97
南海发展	600323.SH	-4.03	-5.21
格林美	002340.SZ	7.75	-5.33
龙净环保	600388.SH	-9.71	-5.60
菲达环保	600526.SH	3.79	-9.24
万邦达	300055.SZ	-19.32	-13.80
易世达	300125.SZ	-9.17	-17.42
三维丝	300056.SZ	-15.19	-18.09

资料来源：wind，海通证券研究所

本文通过对以往十年环保类上市公司的股价驱动因素分析，探寻其估值与盈利变化规律，为投资环保行业上市公司提供新的一种思考角度。

发现 1: 同行企业之间采用PS更可比，不同行业企业之间采用PE更可比。

发现 2: 近年来市场对于风险厌恶情绪有所提升，总体对环保公司的估值水平在下降。

发现 3: 相对于成长不确定较高的工程建设类企业，市场更偏好盈利稳定可测性较高的环保运营类企业。

1、样本选择

样本选择：专业从事某项污染物治理（废气、废水、固废）行业的上市公司。

观察数据：上市公司的收入、归属母公司净利润及市值。为了使得公司财务数据能更及时的反应上市公司的盈利变化，采用 TTM 数据。这里，我们截取了上市公司最新到 2011 年中报的收入和归属母公司的 TTM 数据。如果某个企业中途转变其主业，则其上市时间的估值水平是指其重组转型时间。

数据区间：为了观察上市公司的估值历史变化，我们选取 10 年时间。因此，我们重点研究的公司就是以下灰色标注的几家存续时间超过 10 年的上市公司。

表 2 环保类上市公司上市、及当前估值水平一览（收入、净利润均为 TTM 值，市值为 2011 年 10 月 20 日数据）

当前 主业	代码	简称	市值 (亿元)	财务数据 (亿元)		当前估值		上市时间	重组时间	上市估值	
				收入	净利润	PS	PE			PS	PE
废气											
除尘	002499.SZ	科林环保	21.32	3.71	0.38	5.75	55.50	2010-11-09		14.36	134.53
除尘	300056.SZ	三维丝	11.11	2.11	0.25	5.27	44.63	2010-02-26		14.94	87.17
除尘	300090.SZ	盛运股份	24.12	5.27	0.56	4.58	42.76	2010-06-25		8.65	55.45
除尘	600388.SH	龙净环保	44.13	34.60	2.33	1.28	18.97	2000-12-29		26.10	281.55
除尘	600526.SH	菲达环保	15.83	15.55	0.09	1.02	175.49	2002-07-22		6.74	95.70
脱硫	000939.SZ	凯迪电力	111.03	32.09	7.99	3.46	13.90	1999-09-23		12.96	81.01
脱硫	002573.SZ	国电清新	56.65	3.76	0.79	15.06	71.78	2011-04-22		18.43	96.12
脱硫	300187.SZ	永清环保	30.59	3.25	0.37	9.40	82.47	2011-03-08		11.24	77.73
脱硫	600292.SH	九龙电力	65.21	35.01	0.04	1.86	1,638.67	2000-11-01		14.29	62.56
脱硝	300072.SZ	三聚环保	33.40	5.73	0.76	5.83	44.03	2010-04-27		16.60	98.15
脱硝	300105.SZ	龙源技术	78.88	6.56	1.28	12.03	61.86	2010-08-20		16.67	79.93
废水											
工程	300055.SZ	万邦达	65.41	3.02	0.66	21.68	98.89	2010-02-26		15.01	88.24
工程	300070.SZ	碧水源	125.48	5.29	1.89	23.74	66.22	2010-04-21		68.31	202.88
工程	300172.SZ	中电环保	18.66	2.52	0.38	7.41	48.86	2011-02-01		10.16	63.06
工程	300190.SZ	维尔利	24.86	2.43	0.47	10.23	53.02	2011-03-16		16.68	77.49
运营	000544.SZ	中原环保	25.54	3.42	0.75	7.46	33.87	1993-12-08	2006 年 12 月	1.94	81.22
运营	000598.SZ	兴蓉投资	94.36	12.38	4.04	7.62	23.33	1996-05-29	2009 年 3 月	0.73	-180.69
运营	600008.SH	首创股份	106.92	32.21	5.19	3.32	20.61	2000-04-27		118.62	48.93
运营	600168.SH	武汉控股	31.67	3.23	0.76	9.81	41.75	1998-04-27		25.44	44.06
运营	600187.SH	国中水务	43.75	2.21	0.62	19.83	70.70	1998-11-11	2007 年 5 月	106.71	0.66
运营	600323.SH	南海发展	31.13	6.47	5.87	4.81	5.30	2000-12-25		92.24	144.34
运营	600461.SH	洪城水业	31.91	11.90	1.32	2.68	24.24	2004-06-01		11.39	57.22
运营	600874.SH	创业环保	74.93	15.43	2.79	4.86	26.90	1995-06-30	2001 年 1 月	4.55	94.42
运营	601158.SH	重庆水务	308.16	35.06	14.56	8.79	21.17	2010-03-29		21.28	57.27
固废											
工程	000826.SZ	桑德环境	101.52	12.06	2.44	8.42	41.59	1998-02-25	2005 年 1 月	9.95	32.27
工程	002340.SZ	格林美	54.25	7.04	1.02	7.70	53.35	2010-01-22		14.39	92.88
监测											
大气	300137.SZ	先河环保	22.43	1.64	0.46	13.71	48.48	2010-11-05		24.45	99.56
污染源	300203.SZ	聚光科技	62.08	7.08	1.70	8.76	36.60	2011-04-15		14.64	58.94
其他											
余热	300125.SZ	易世达	23.56	6.15	0.67	3.83	35.25	2010-10-13		8.16	66.28

资料来源：wind，海通证券研究所

从上表可以看到，大部分存续时间超过 10 年的环保类上市公司集中在废气治理工程建设和市政污水运营领域，这与我国以往环保行业发展的历史有关。

经过改革开放近 20 年的发展，到 2000 年前后，我国环境污染问题日益凸显。为此，在“十五”、“十一五”期间针对大气污染防治出台大量相关法律法规、排放标准及各类补贴，从而直接带动了废气治理工程的建设需求。

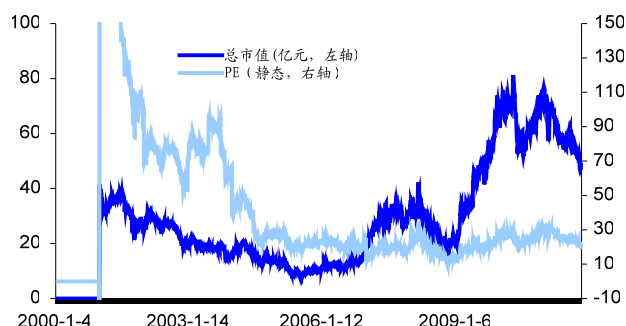
同时，为了解决城市化所带来的水处理能力不足问题，在 2000 年前后推出的《关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见》、以及《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》等，极大的催生了国内污水运营行业的蓬勃发展。

2、同行横比用 PS、跨行横比用 PE 估值更有效，纵向来看总体估值水平有所回落

为了更好的观察环保公司的估值及市值变化关系，我们通过几组对比试验来寻找其变化规律。发现如下几个特征：

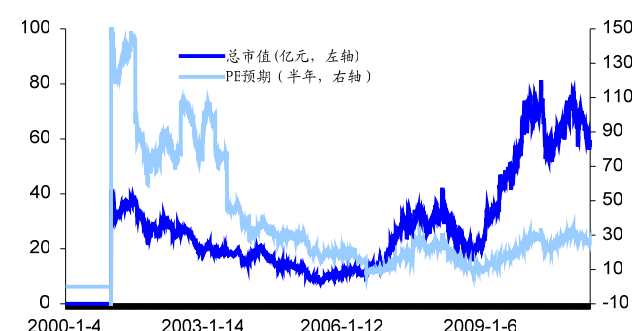
(1) 以龙净环保为例，其静态与动态估值水平变化趋势一致，说明市场对于企业盈利变化的趋势判断是正确的。

图 1 龙净环保市值与 PE（静态 TTM）



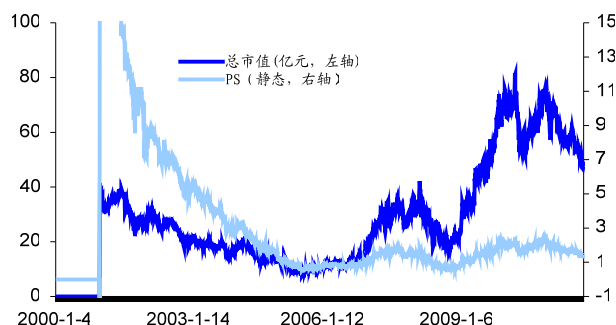
资料来源：wind，海通证券研究所

图 2 龙净环保市值与 PE（半年后 TTM）



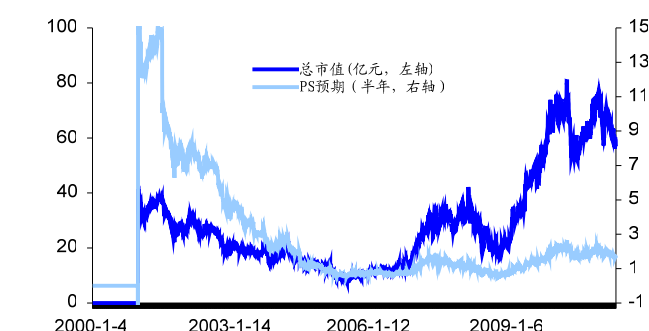
资料来源：wind，海通证券研究所

图 3 龙净环保市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

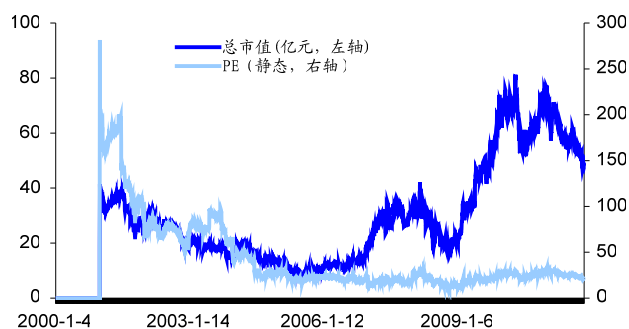
图 4 龙净环保市值与 PS（半年后 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

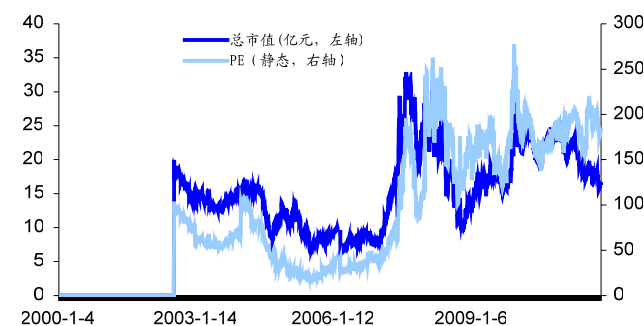
(2) 对比龙净与菲达PE、PS的估值水平、及其变化,可以看到,对于同行企业,PS的估值方法更为可比。

图 5 龙净环保市值与 PE (静态 TTM)



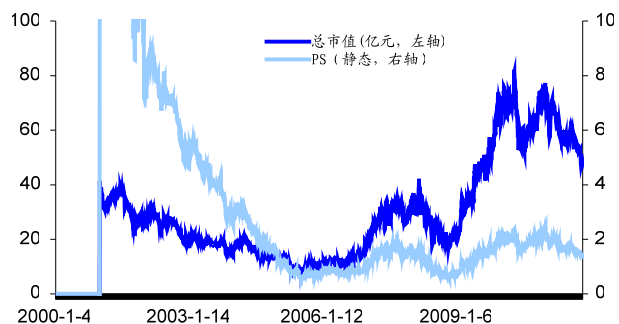
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 6 菲达环保市值与 PE (静态 TTM)



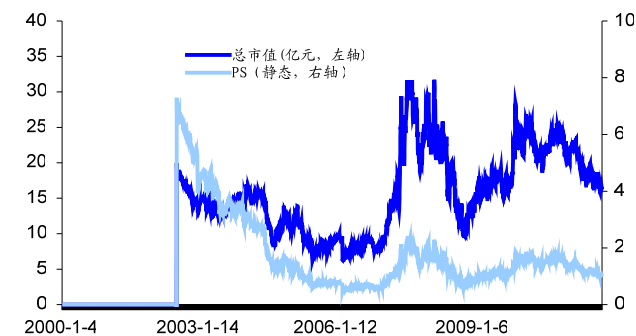
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 7 龙净环保市值与 PS (静态 TTM)



资料来源: wind, 海通证券研究所

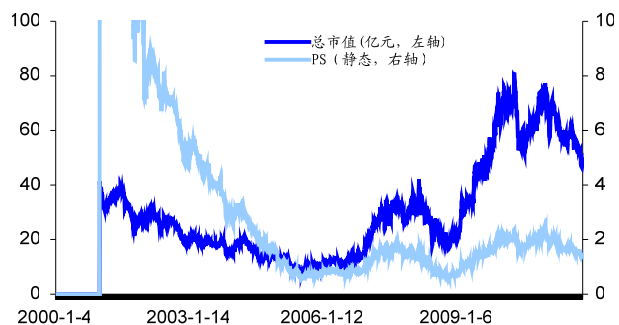
图 8 菲达环保市值与 PS (静态 TTM)



资料来源: wind, 海通证券研究所

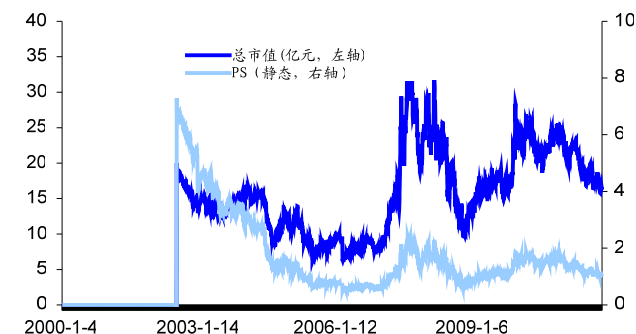
(3) 对比龙净、菲达、九龙等废气治理工程建设公司的PS估值水平变化,可以看到,2005年之后,其估值水平就一直处于相对低位。

图 9 龙净环保市值与 PS (静态 TTM)



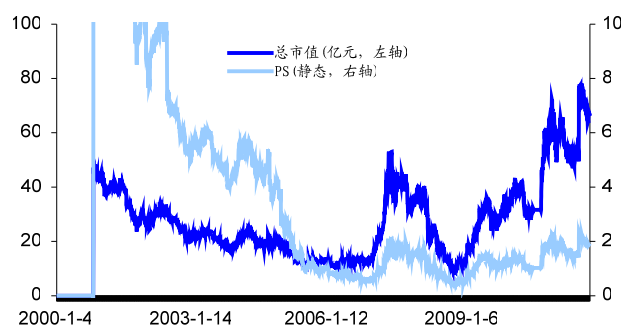
资料来源: wind, 海通证券研究所

图 10 菲达环保市值与 PS (静态 TTM)



资料来源: wind, 海通证券研究所

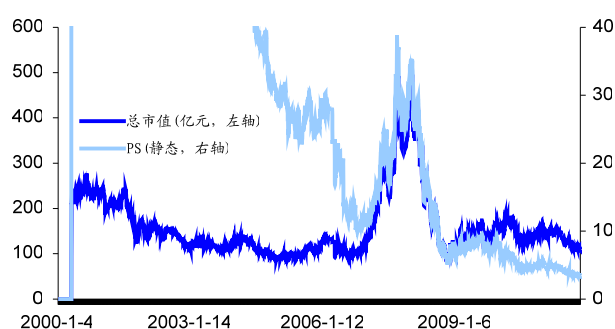
图 11 九龙电力市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

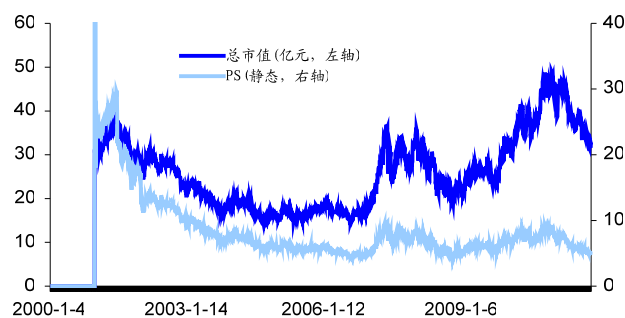
（4）对于首创股份、武汉控股、南海发展和创业环保等运营类公司的 PS 估值水平变化，可以看到，其估值水平变化趋势大体一致，也处于历史上的相对低位。

图 12 首创股份市值与 PS（静态 TTM）



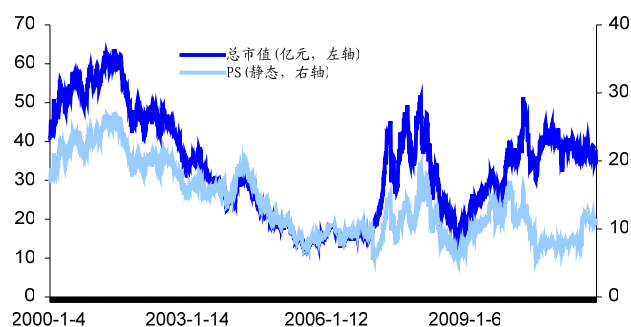
资料来源：wind，海通证券研究所

图 13 南海发展市值与 PS（静态 TTM）



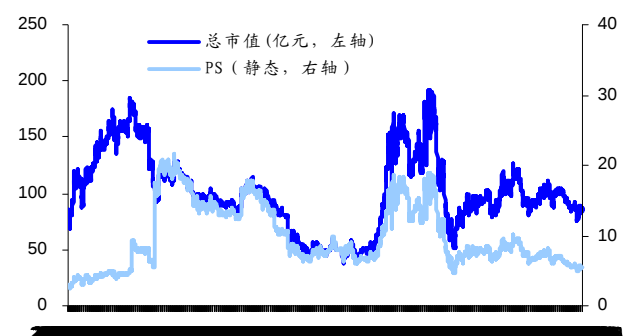
资料来源：wind，海通证券研究所

图 14 武汉控股市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

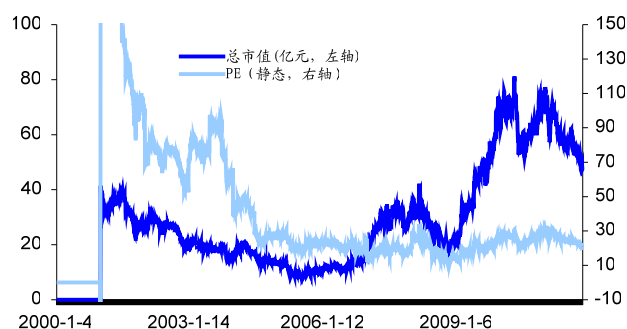
图 15 创业环保市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

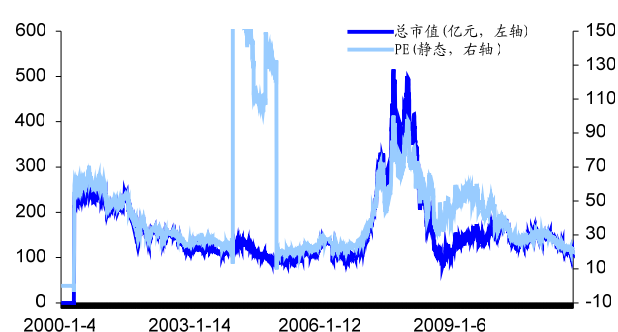
（5）对比龙净环保与首创股份 PE 的估值水平变化，可以看到，不同类型之间企业在 PE 估值水平上较为可比。此外，对比这两个公司最近 5 年的 PE 波动来看，即使在市场情绪较为高涨的时候从事工程建造业务的龙净环保，其估值水平仍波动较小，而从事运营业务的首创股份的 PE 估值波幅却很大。

图 16 龙净环保市值与 PE（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

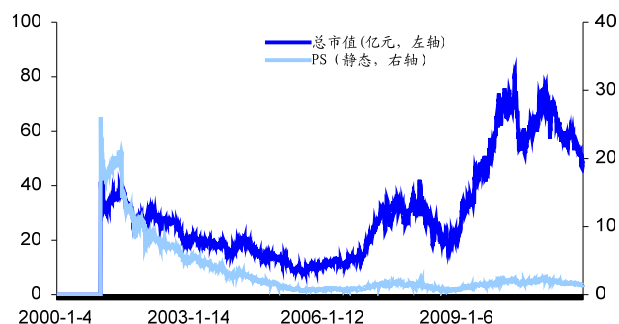
图 17 首创股份市值与 PE（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

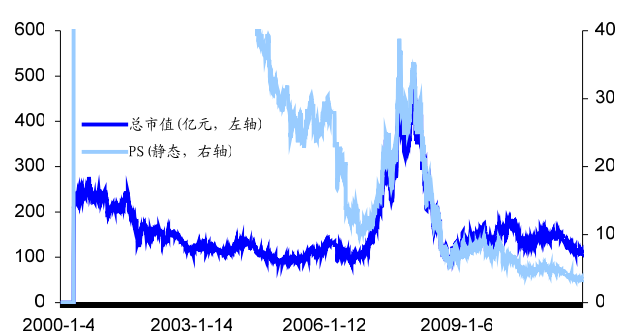
（6）对比龙净环保与首创股份 PS 的估值水平变化，可以看到，市场给予运营公司相当高的估值溢价。同时，近年来，工程建设类公司的主要股价推动力是其盈利增长；而专业运营类公司的主要股价推动力则是其估值水平波动。

图 18 龙净环保市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

图 19 首创股份市值与 PS（静态 TTM）



资料来源：wind，海通证券研究所

3、市场偏爱运营类企业，不确定环境下寻找避风港

综上所述，通过比较过去 10 年环保企业的估值变化可以看到，总体的估值水平是在下降的。我们理解，这与货币市场资金情况有关，随着资金要求回报率提高，必然导致资本市场愿意给上市公司的估值水平下降。

此外，值得关注的是，近年来市场对盈利持续增长的工程建设类公司的 PE、PS 估值水平持续位于低位。这从某种意义上说，表现了市场对于业绩不确定性较高的工程类公司的疑虑，这也与环保行业对外部政策引导依赖度高有关。

在当前整体货币收紧的背景下，无论是污染排放企业、还是地方政府，其可用于环保投资的资金都较有限，这就导致环保投资投入的金额和时间都存在较大的不确定性。所以从这个角度来看，市场对于规模持续扩张的运营商的青睐程度要高于对订单式的工程建设公司。

4、风险提示

- (1) 宏观经济波动使得政府、企业的环保投资存在一定不确定性
- (2) 环保行业竞争加剧, 使得企业盈利存在一定不确定性

相关报告

行业报告

环保行业事件点评: 新版《火电厂大气污染物排放标准》正式公布有助于提升行业景气, 利好掌握一体化净化技术企业_20110922

废气处理行业深度报告: 新政促使“十二五”废气治理需求依旧旺盛_20110726

增长提速, 遵循政策精选个股——环保行业 2010 年报及 2011 一季报点评_20110519

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、国电清新、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。