

推荐 (维持)

行业整体韬光养晦，个别公司亮点明显

2011年5月10日

环保行业年报及一季报回顾

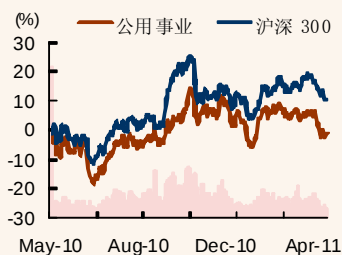
上证指数 2890

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	32	1.7
总市值 (亿元)	2385	0.9
流通市值 (亿元)	1387	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.3	-11.6	-3.5
相对表现	0.5	-0.2	-11.3



相关报告

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

一季度，受季节性、成本、市场等多方面因素影响，环保公司业绩平淡。但我们认为，现在正是逐步发现优势企业的好时机。仍有部分企业在一季度表现出了较好的开局，建议重点关注龙净环保、桑德环境。

- **环保公司 2010 年总体净利润增速为 21%，一季度增速放缓。**2010 年，环保公司整体实现归属净利润合计 17 亿元，同比增长 20.6%；2011 年一季度，仅实现归属净利润 2.3 亿元，同比增长 13.7%，而净利润增速下滑较多，略低于预期。从具体公司的业绩情况来看，大部分公司收入和成本同步增长，增速在总体增速之上。
- **盈利能力基本稳定，期间费用有所增长。**从毛利率情况来看，除万邦达由于运营收入占比提高，盈利能力有较大提升外，环保公司 2010-2011 年一季度盈利能力基本保持稳定。但从净利率情况来看，受期间费用、营业外收支等多种因素影响，环保公司净利率波动较大。各项期间费用中，销售费用总体较稳定，财务费用和管理费用波动较大。
- **关注资产负债表中应收、预收、存货等各项变化。**综合来看，虽然一季度是环保工程类公司收入确认的低点，但作为全年的开局，一季度预收账款、预付账款在一定程度上反应了公司后续项目的开展情况。桑德环境、龙净环保、龙源技术、万邦达、天立环保、永清环保等环保公司在今年年初有一个相对较好的开局，虽然目前收入暂未确认，但可以期待后续的业绩增长。
- **一季度总体低于预期，二季度在失望中寻找希望。**一季度，受季节性、成本、市场等多方面因素影响，环保公司业绩并不靓丽。但我们认为，我国环保产业发展是必然的趋势，只是产业政策的扶持真正落实到企业收入利润的高速增长，需要一定的过程。目前是环保企业积蓄力量、抢夺市场的时候，之后，一批真正优秀的企业将凸显出来，作为行业龙头引领市场发展。而现在，正是逐步发现优势企业、在失望中寻找希望的时机。综合收入、净利润增长，盈利能力，及资产负债表各项变化来看，仍有部分企业在一季度表现出了较好的开局，建议重点关注龙净环保、桑德环境；此外，关注龙源技术、维尔利、碧水源、三维丝、天立环保、永清环保后续进展。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
先河环保	16.5	0.40	0.49	0.58	34	28	3.1	审慎推荐 A
桑德环境	25.0	0.35	0.50	0.72	50	35	7.8	强烈推荐 A
龙源技术	49.0	1.33	1.43	1.44	34	34	5.2	审慎推荐 A
龙净环保	26.9	1.35	1.10	1.38	24	19	2.7	强烈推荐 A
九龙电力	15.1	0.15	0.08	0.22	189	69	5.5	审慎推荐 A
碧水源	89.4	0.97	1.31	2.50	68	36	4.5	审慎推荐 A
万邦达	108.0	1.23	1.10	2.10	98	51	7.5	审慎推荐 A
易世达	57.7	1.07	1.38	1.68	42	34	3.3	审慎推荐 A
富春环保	19.2	0.57	0.80	0.43	24	45	4.8	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、一季度净利增速放缓，但部分公司开局较好	3
1、环保公司 2010 年总体净利润增速为 21%，一季度增速放缓	3
2、盈利能力基本稳定，一季度期间费用有所增长	5
3、关注资产负债表中应收、预收、存货等各项变化	7
4、环保公司一季报回顾汇总	8
二、一季度总体低于预期，二季度在失望中寻找希望	10
1、市场对环保企业高增长充满期待，但一季度总体低于预期	10
2、二季度投资建议——在失望中寻找希望	11

图表目录

图 1: 环保公司总体 2010 年增长情况	4
图 2: 环保公司总体 2011 年一季度增长情况	4
图 3: 各家环保公司 2010 年具体增长情况	4
图 4: 各家环保公司 2011 年一季度具体增长情况	5
图 5: 环保公司毛利率变化情况	5
图 6: 环保公司净利率变化情况	5
图 7: 环保公司期间费用率变化情况	6
图 8: 环保公司销售费用变化情况	6
图 9: 环保公司管理费用变化情况	6
图 10: 环保公司财务费用变化情况	6
图 11: 环保公司年化净资产收益率变化情况	6
图 12: 环保公司年化总资产收益率变化情况	6
图 13: 环保公司应收账款变化情况	7
图 14: 环保公司预付账款变化情况	7
图 15: 环保公司应付账款变化情况	7
图 16: 环保公司预收账款变化情况	7
图 17: 环保公司存货变化情况	8
表 1: 主要 18 家环保上市公司	3
表 2: 环保公司一季报汇总	8
表 3: 主要环保上市公司一季报与市场预期比较情况	10
表 4: 主要环保上市公司综合情况一览表	11
表 5: 主要环保上市公司估值表	12

一、一季度净利增速放缓，但部分公司开局较好

2010 年，环保行业在国家政策的扶持下，开始受到众多关注。2011 年，是“十二五”的开局之年，也是环保行业预期将快速发展的一年。在本篇报告里，我们以目前主要的 18 家环保上市公司作为样本，对其 2010 年、2011 年一季报情况进行回顾分析，并希望从财务数据的角度，对后续的投资提供参考。

表1：主要18家环保上市公司

细分行业	证券代码	公司名称
环境监测	300203	聚光科技
	300137	先河环保
节能	300125	易世达
	300156	天立环保
	002549	凯美特气
大气污染治理	300056	三维丝
	600388	龙净环保
	600292	九龙电力
	300105	龙源技术
	300152	燃控科技
	300187	永清环保
	002573	国电清新
水污染治理	300070	碧水源
	300055	万邦达
	300172	中电环保
	300190	维尔利
固废污染治理	000826	桑德环境
	002479	富春环保

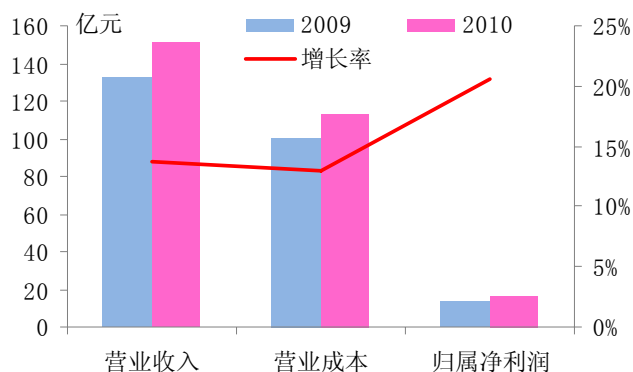
资料来源：招商证券

1、环保公司 2010 年总体净利润增速为 21%，一季度增速放缓

2010 年，环保公司整体实现营业收入 151 亿元，同比增长 13.7%；主营业务成本 113 亿元，同比增长 12.9%；实现归属净利润合计 17 亿元，同比增长 20.6%。

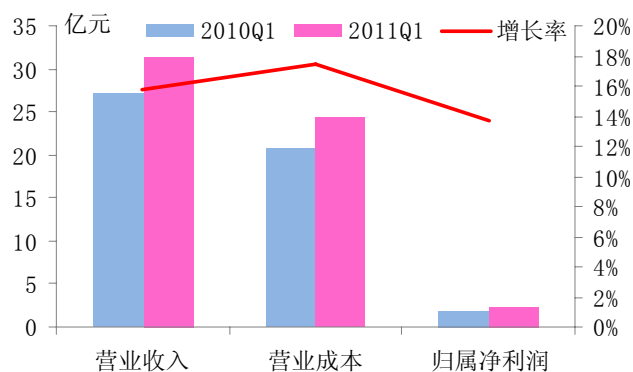
2011 年一季度，由于工程类环保公司受季节性因素的影响，实现营业收入仅 31 亿元，同比增长 15.7%；主营业务成本 24 亿元，同比增长 17.5%；归属净利润 2.3 亿元，同比增长 13.7%。一季度，收入增速较 2010 年有所上升，但相应主营业务成本上升更快，而净利润增速下滑较多，略低于预期。

图1: 环保公司总体2010年增长情况



资料来源: WIND, 招商证券

图2: 环保公司总体2011年一季度增长情况

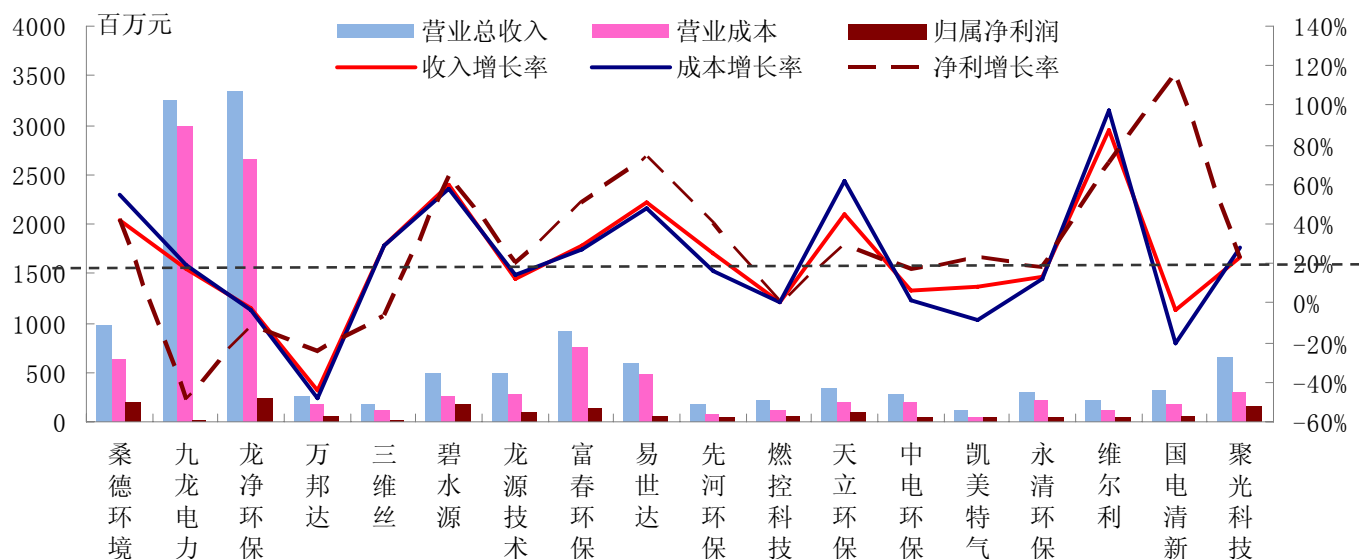


资料来源: WIND, 招商证券

从 18 家环保公司 2010 年年报具体的情况来看, 收入和成本的增速基本一致。而且, 大部分公司增长率在整体 21% 的增长率之上。

- 收入增速在成本增速之上较多的公司: 先河环保、凯美特气、国电清新。
- 收入增速在成本增速之下较多的公司: 桑德环境、天立环保、维尔利。
- 收入和净利增速较高的公司: 桑德环境、碧水源、易世达、维尔利、国电清新 (净利增速高)。
- 收入和净利增速较低的公司: 九龙电力、万邦达。

图3: 各家环保公司2010年具体增长情况

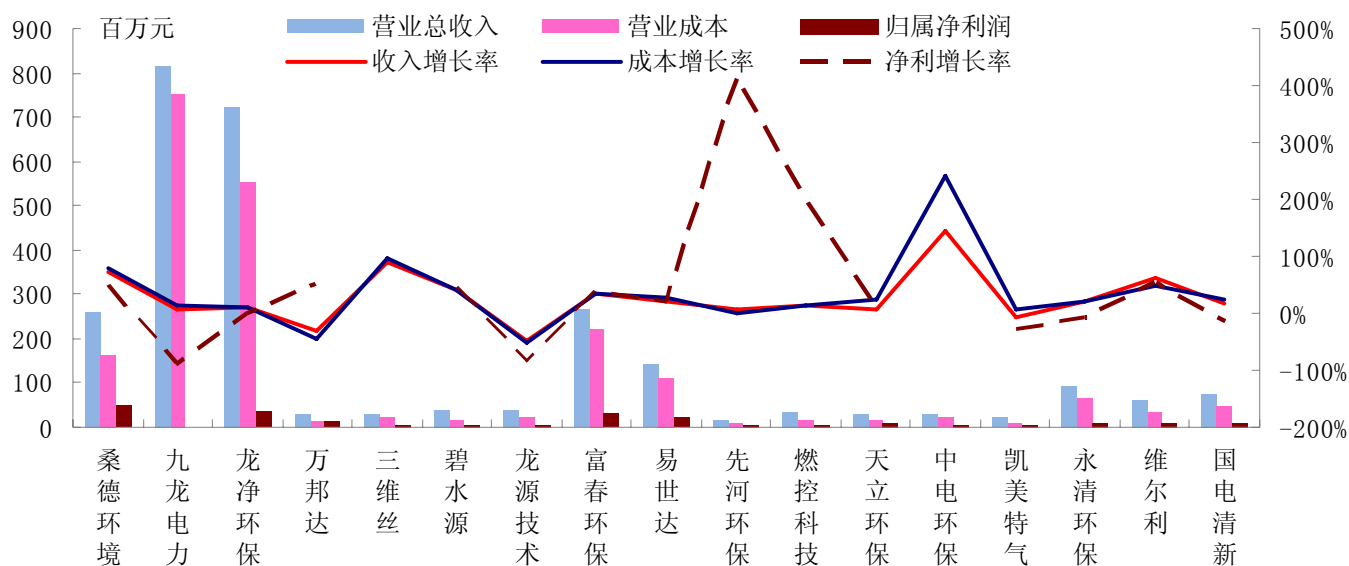


资料来源: 公司公告, 招商证券

从 2011 年一季报的具体情况来看, 大部分环保公司收入和成本的增速也一致, 但成本增速在收入增速之上的公司占大多数。此外, 净利润增速的差异也较大,

- 收入增速在成本增速之上较多的公司: 维尔利、万邦达、先河环保。
- 收入增速在成本增速之下较多的公司: 九龙电力、中电环保、天立环保、国电清新。
- 收入和净利增速都较高的公司: 中电环保、三维丝、桑德环境、维尔利。
- 收入和净利增速较低的公司: 九龙电力、龙源技术。

图4：各家环保公司2011年一季度具体增长情况



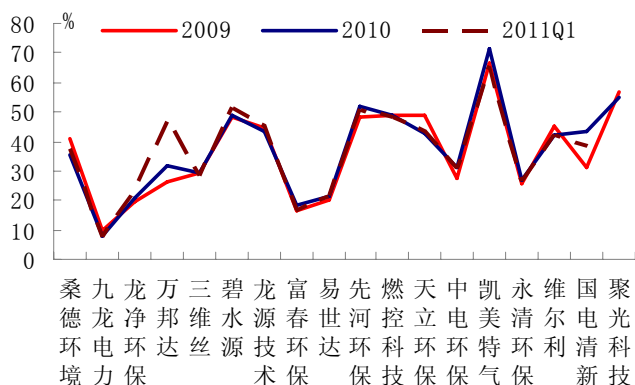
资料来源：公司公告，招商证券

备注：2011年一季度，三维丝净利润增长999%，中电环保净利润增长2294%，由于数据较大，在图中未标出。

2、盈利能力基本稳定，一季度期间费用有所增长

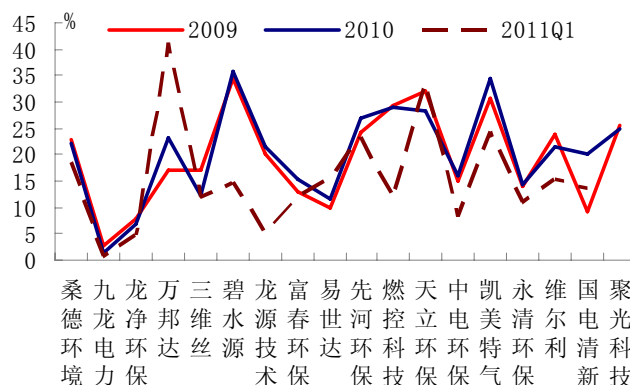
从毛利率情况来看，除万邦达由于运营收入占比提高，盈利能力有较大提升外，环保公司2010-2011年一季度盈利能力基本保持稳定。但从净利率情况来看，受期间费用、营业外收支等多种因素影响，环保公司净利率波动较大。

图5：环保公司毛利率变化情况



资料来源：WIND，招商证券

图6：环保公司净利率变化情况



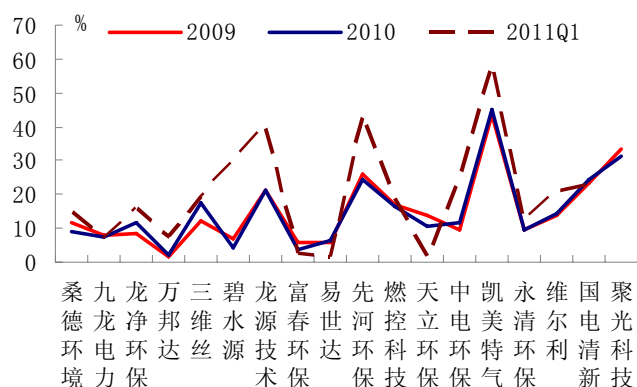
资料来源：WIND，招商证券

从销售费用、管理费用、财务费用三项期间费用来看，销售费用率总体较稳定，仅有部分公司有所上涨。

➤ **销售费用率上升的公司：**三维丝、碧水源、龙源技术、先河环保、燃控科技。

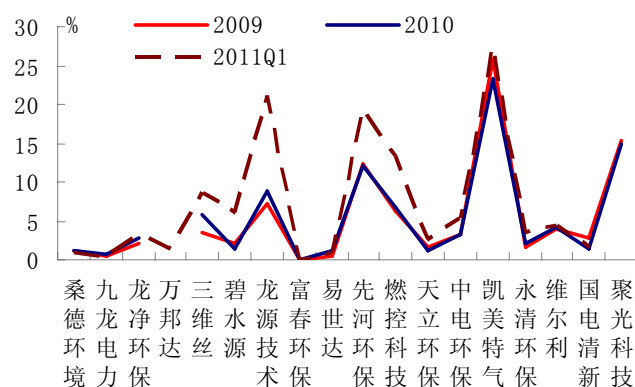
而管理费用率和财务费用率波动则较大，主要是由于大部分环保公司在2010年上市，上市带来管理费用上升，同时募集资金又帮助企业降低了财务费用率。

图7: 环保公司期间费用率变化情况



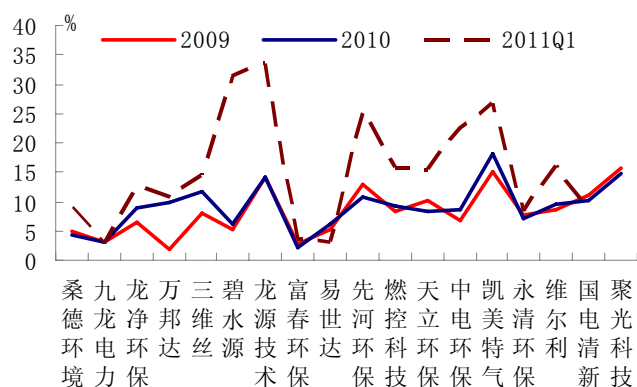
资料来源: WIND, 招商证券

图8: 环保公司销售费用变化情况



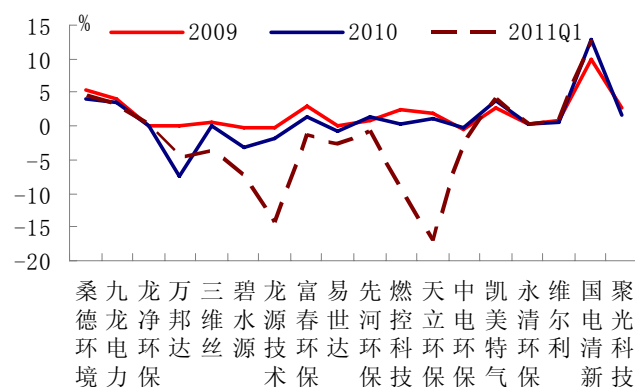
资料来源: WIND, 招商证券

图9: 环保公司管理费用变化情况



资料来源: WIND, 招商证券

图10: 环保公司财务费用变化情况

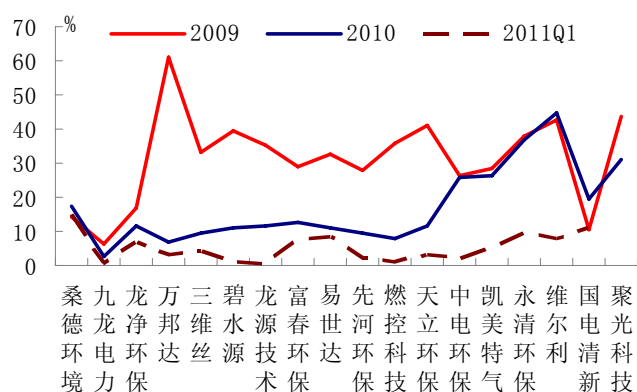


资料来源: WIND, 招商证券

从 ROA、ROE 情况来看, 去年新上市的环保公司由于资产突然增加, 而尚未实现效益, 资产收益率都出现了下降。

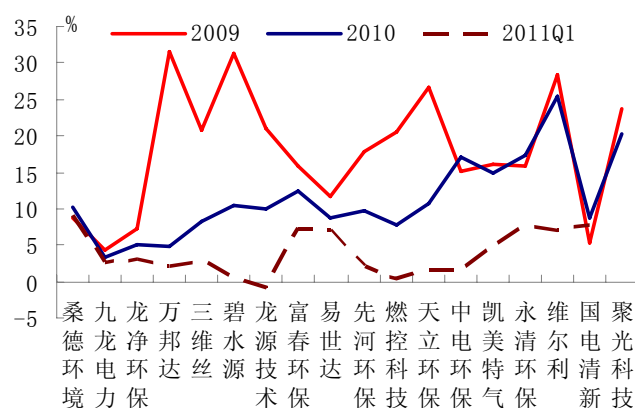
而在其他上市较早的企业中, 资产收益率较 2009 年有所上升的仅有桑德环境。

图11: 环保公司年化净资产收益率变化情况



资料来源: WIND, 招商证券

图12: 环保公司年化总资产收益率变化情况



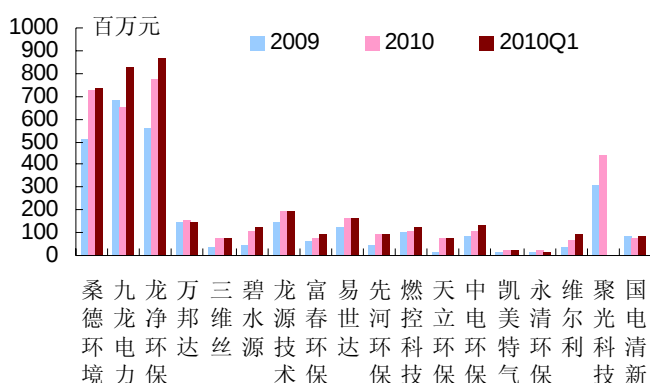
资料来源: WIND, 招商证券

3、关注资产负债表中应收、预收、存货等各项变化

- **应收账款：**2011 年一季度，环保公司应收账款总体变化不大，只有九龙电力、龙净环保、中电环保、维尔利有相对较大幅度的增长。
- **预付账款：**2011 年一季度，桑德环境、龙净环保、万邦达、龙源技术、易世达、燃控科技、天立环保、中电环保、永清环保、维尔利预付款有较大增长。
- **预收账款：**2011 年一季度，桑德环境、万邦达、龙源技术、天立环保、永清环保预收账款有较大增长。

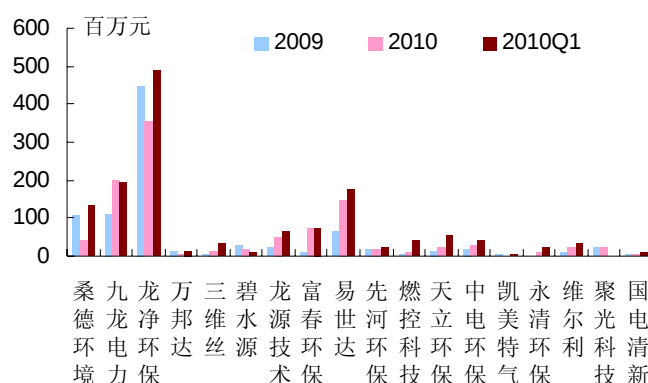
综合来看，虽然一季度是环保工程类公司收入确认的低点，但作为全年的开局，一季度预收账款、预付账款在一定程度上反应了公司后续项目的开展情况。桑德环境、龙净环保、龙源技术、万邦达、天立环保、永清环保等环保公司在今年年初有一个相对较好的开局，虽然目前收入暂未确认，但可以期待后续的业绩增长。

图13：环保公司应收账款变化情况



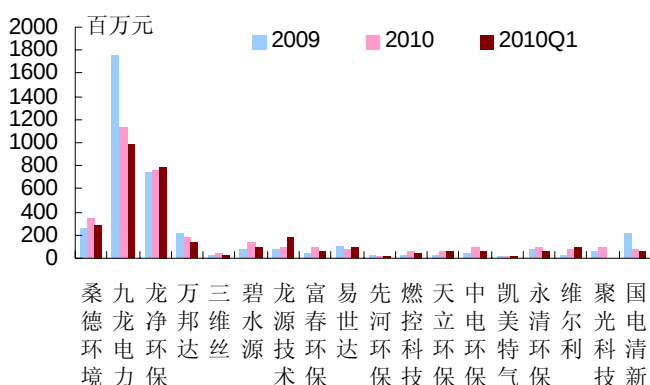
资料来源：WIND，招商证券

图14：环保公司预付账款变化情况



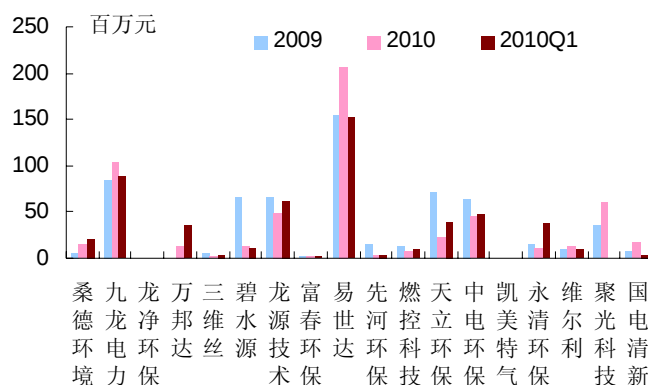
资料来源：WIND，招商证券

图15：环保公司应付账款变化情况



资料来源：WIND，招商证券

图16：环保公司预收账款变化情况

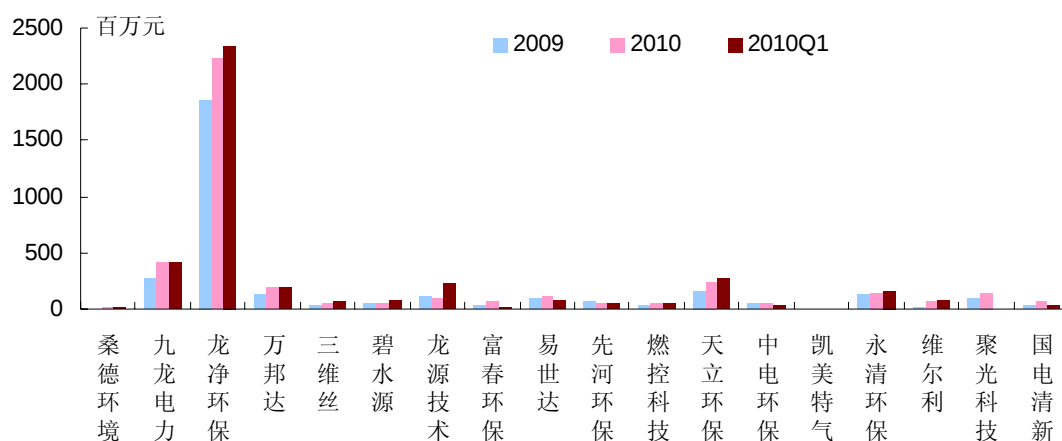


资料来源：WIND，招商证券。龙净环保 2563 百万，图表中隐去

此外，2011 年一季度，环保公司存货基本上保持平稳。

- **存货较高的公司：**龙净环保、九龙电力、万邦达、龙源技术、天立环保。
- **一季度存货增长较多的公司：**碧水源、龙源技术。
- **一季度存货减少较多的公司：**富春环保、易世达、中电环保、国电清新。

图17: 环保公司存货变化情况



资料来源: 国家统计局, 招商证券

4、环保公司一季报回顾汇总

表2: 环保公司一季报汇总

公司名称	事件内容	简评
桑德环境 (000826)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 2.6 亿元, 同比增长 72%, 归属净利润 0.48 亿元, 同比增长 48%, 实现每股收益 0.115 元。	公司一季度业绩符合预期。一季度是公司全年业绩的低点, 但预收、预付款都有大幅增长, 体现了固废业务的良好开局, 将成为后续各季度业绩增长的支撑。
龙净环保 (600388)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 7.2 亿元, 同比增长 11%, 归属净利润 0.35 亿元, 与上年基本持平, 实现每股收益 0.17 元。	公司业绩基本符合预期, 经营稳健, 财务费用控制较好。应付和预收项目大约是应收和预付项目的两倍, 项目开展情况较好, 公司股权激励完成后, 存在释放业绩动力。
龙源技术 (300105)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 4073 万元, 同比减少 48.6%, 归属净利润 245 万元, 同比减少 85%, 实现每股收益 0.02 元。	公司一季度业绩低于预期。一季度是公司业绩结算的低点, 但预付、预收款增加也较多, 反应业务量还是增加趋势, 期待后续收入结算提升业绩。
九龙电力 (600292)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 1.1 亿元, 同比增长 25%, 归属净利润 167 万元, 同比减少 90%, 实现每股收益 0.005 元。	公司一季度业绩略低于预期, 主要是营业成本的大幅增长所致。公司脱硫运营项目进展仍较为顺利。
易世达 (300137)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 1.4 亿元, 同比增长 20%, 归属净利润 0.2 亿元, 同比增长 19%, 实现基本每股收益 0.37 元。	公司业绩基本符合预期。季节性因素对公司工程有一定影响, 但仍保持平稳增长。2011 年, 可继续关注公司余热发电业务总包和合同能源管理项目进展。
三维丝 (300056)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 3161 万元, 同比增长 88%, 归属净利润 381 万元, 同比增长 999%, 实现基本每股收益 0.0733 元。	公司业绩增长基本符合预期。高温滤料市场需求的增加带动了公司销售收入的大幅提升。而财务费用的减少和投资收益的增加, 推动了公司净利润的大幅上涨。
碧水源 (300070)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 3883 万元, 同比增长 41%, 归属净利润 627 万元, 同比增长 45.5%, 实现基本每股收益 0.04 元。	公司业绩基本符合预期。2011 年项目施工完成量较去年同期有较大幅度的增加, 带动了收入的增长。但由于开拓新市场的需要, 营业费用和管理费用都有较大幅度的增加。
万邦达 (300055)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 2888 万元, 同比减少 31%, 归属净利润 1194 万元, 同比增长 53%, 实现基本每股收益 0.10 元。	公司业绩略低于预期。公司 2011 年一季度主要是托管运营业务收入, 因此收入和成本都有大幅减少。二季度, 将有新工程开始开工, 预计收入将开始有所提升。

公司名称	事件内容	简评
燃控科技 (300156)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 3462 万元, 同比增长 14%, 归属净利润 405 万元, 同比增长 199%, 实现基本每股收益 0.04 元。	公司业绩基本符合预期。一季度收入增长、财务费用减少和坏账计提减少, 带动了公司业绩的增长。
凯美特气 (002549)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 2322 万元, 同比减少 5%, 归属净利润 576 万元, 同比减少 26%, 实现基本每股收益 0.07 元。	公司业绩低于预期。一季度公司产品销售收入减少, 而成本却有较大上涨, 导致利润减少。二季度预计量价都将呈上升趋势, 成本费用若能有效控制, 则公司业绩将有所提升。
富春环保 (002479)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 2.7 亿元, 同比增长 36%, 归属净利润 3234 万元, 同比增长 38%, 实现基本每股收益 0.15 元。	公司业绩基本符合预期, 在煤热联动的机制下, 公司业绩保持了较稳定的增长。
中电环保 (300172)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 2976 万元, 同比增长 144%, 归属净利润 242 万元, 同比增长 2294%, 实现每股收益 0.024 元。	公司业绩基本符合预期, 一季度整体交货项目较之前有所增加, 因此收入有大幅增长。
先河环保 (300137)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 0.2 亿元, 同比增长 6%, 归属净利润 0.045 亿元, 同比增长 415%, 实现基本每股收益 0.04 元。	公司一季度业绩基本符合预期, 经营保持平稳增长。净利润的大幅增长主要是由于软件销售增值税退税收入及递延收益结转所致。一季度是公司业绩低点, 主要订单和收入集中在下半年。
天立环保 (300156)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 3139 万元, 同比增长 5%, 归属净利润 1046 万元, 同比增长 6%, 实现基本每股收益 0.13 元。	公司一季度业绩略低于预期, 公司一季度经营较为平稳, 管理费用和所得税费用有大幅增长, 所得税优惠减半期已满, 恢复 15% 税率。
维尔利 (300190)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 6239 万元, 同比增长 62%, 归属净利润 948 万元, 同比增长 54%, 实现基本每股收益 0.24 元。	公司一季度业绩基本符合预期。工程项目结算收入大幅增长带动业绩增长, 而且大中型项目较多, 提升了毛利。2010 年新签项目开工情况良好。
国电清新 (002573)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 7627 万元, 同比增长 16%, 归属净利润 1034 万元, 同比减少 13%, 实现基本每股收益 0.09 元。	公司业绩略低于预期。一季度脱硫建造项目比上年同期增加, 带动了收入和成本的增加。而运营公司税率的变化, 导致了一季度税收费用的大幅增加, 使净利减少。
永清环保 (300187)	2011 年一季度, 公司实现营业收入 9239 万元, 同比增长 21%, 归属净利润 1018 万元, 同比减少 5.5%, 实现基本每股收益 0.19 元。	公司业绩略低于预期。公司一季度营业收入和成本增速基本一致, 但销售、管理和财务费用有了较大幅度的增长, 同时, 投资收益又大幅减少, 导致净利润下滑。

资料来源: 公司公告, 招商证券整理

二、一季度总体低于预期，二季度在失望中寻找希望

1、市场对环保企业高增长充满期待，但一季度总体低于预期

2010 年，节能环保产业被国家列为战略性新兴产业，将被加快培育成为先导产业和支柱产业。由此，市场对环保上市公司在“十二五”开局之年启动高速增长充满了期待，但从一季度情况来看，受季节性因素、成本、市场等多方面影响，环保公司整体一季度业绩低于预期。

- **一季度业绩符合预期的公司：**先河环保（软件销售增值税退税收入及递延收益结转致净利润大幅提升）、易世达（季节因素对工程开工有一定影响，但仍保持了平稳增长）、三维丝（季节因素对工程开工有一定影响，但仍保持了平稳增长）、龙净环保（经营稳健、财务费用控制较好）、燃控科技（收入增长、财务费用减少、坏账计提减少）、碧水源（项目施工完成量较去年同期有较大幅度的增加）、中电环保（一季度整体交货项目较之前有所增加）、维尔利（工程项目结算收入大幅增长带动业绩增长，而且大中型项目较多，提升了毛利）、桑德环境（收入大幅增长，项目开工情况较好）、富春环保（在煤热联动的机制下业绩稳定增长）。
- **一季度业绩低于预期的公司：**天立环保（收入平稳、所得税费率优惠减少）、凯美特气（收入减少、成本上涨）、九龙电力（营业成本大幅上涨）、龙源技术（一季度业务结算少）、永清环保（费用大幅增长、投资收益减少）、国电清新（运营公司税率变化、税收大幅增加）、万邦达（一季度仍没有新项目贡献较多工程收入，主要是运营收入）。

表3：主要环保上市公司一季报与市场预期比较情况

证券代码	公司名称	营业收入(百万元)			归属净利润(百万元)			EPS(元)			相比预期	10Q1占比	11Q1占比
		10Q1	11Q1	同比	10Q1	11Q1	同比	10Q1	11Q1	2011E			
300137	先河环保	17.8	18.9	6%	0.9	4.5	415%	0.01	0.04	0.75	符合	1.9%	5.3%
300125	易世达	118.2	142.3	20%	18.1	21.6	19%	0.41	0.37	1.68	符合	27.4%	22.0%
300156	天立环保	29.8	31.4	5%	9.9	10.5	6%	0.16	0.13	1.76	偏低	10.4%	7.4%
002549	凯美特气	24.5	23.2	-5%	7.8	5.8	-26%	0.13	0.072	0.82	偏低	18.6%	8.8%
300056	三维丝	16.8	31.6	88%	0.3	3.8	999%	0.007	0.073	0.8	符合	1.6%	9.2%
600388	龙净环保	653.4	722.1	11%	35.7	35.3	-1%	0.17	0.17	1.38	符合	15.6%	12.3%
600292	九龙电力	753.2	814.7	8%	17.1	1.7	-90%	0.05	0.005	0.22	偏低	65.2%	2.3%
300105	龙源技术	79.3	40.7	-49%	16.7	2.4	-85%	0.19	0.02	2.6	偏低	15.9%	0.8%
300152	燃控科技	30.4	34.6	14%	-4.1	4.1	199%	-0.05	0.04	1.06	符合	-6.6%	3.8%
300187	永清环保	76.6	92.4	21%	10.8	10.2	-5%	0.22	0.19	1.29	偏低	25.8%	14.7%
002573	国电清新	65.6	76.3	16%	11.8	10.3	-13%		0.09	0.85	偏低	18.2%	10.6%
300070	碧水源	27.5	38.8	41%	4.3	6.3	46%	0.04	0.04	2.5	符合	2.4%	1.6%
300055	万邦达	41.7	28.9	-31%	7.8	11.9	53%	0.11	0.1	2.1	偏低	12.7%	4.8%
300172	中电环保	12.2	29.8	144%	0.1	2.4	2294%	0.001	0.024	0.7	符合	0.2%	3.4%
300190	维尔利	38.5	62.4	62%	6.2	9.5	54%	0.16	0.24	1.51	符合	13.6%	15.9%
000826	桑德环境	152.6	262.7	72%	32.3	47.7	48%	0.08	0.115	0.72	符合	15.6%	16.0%
002479	富春环保	197.5	267.9	36%	23.4	32.3	38%	0.146	0.151	0.86	符合	16.9%	17.6%

资料来源：公司公告，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

2、二季度投资建议——在失望中寻找希望

2011 年一季度，作为“十二五”的开局，环保公司业绩总体表现并不靓丽。我们认为，主要有以下几个原因：

- (1) 目前的环保上市公司大多属于工程类企业，受季节性因素影响大，一季度由于气候等多方面原因，一般都是工程开工建设和结算的低点，因此业绩表现较为平淡。
- (2) 环保产业的发展是一个循序渐进的过程，需要政策、资金等各方面的支持和配合。而在“十二五”的第一个季度，许多扶持政策仍在逐步落地实施的过程中，市场并未充分打开，而真正使微观层面的企业受益则需要更多时间。
- (3) 在产业发展初期，环保企业需要有较多力量投入到市场开拓中，为后续的增长积蓄力量，而市场开拓中各项费用也将呈现上升趋势，导致成本上升。

我们认为，我国环保产业发展是必然的趋势，只是产业政策的扶持真正落实到企业收入利润的高速增长，需要一定的过程。目前，正是环保企业积蓄力量、抢夺市场的时候，之后，一批真正优秀的环保企业将凸显出来，作为行业龙头引领市场发展。而目前，正是逐步发现优势企业、在失望中寻找希望的时机。

虽然一季度环保公司整体净利润增速有所放缓，但综合收入、净利润增长，盈利能力，及资产负债表各项变化来看，仍有部分企业表现出了较好的开局，建议重点关注，并择机潜伏，期待业绩增长兑现。我们对环保上市公司一季报的各项情况分别进行了评价，并给出了综合意见，如表 4 所示。

表4：主要环保上市公司综合情况一览表

代码	公司名称	一季度业绩	盈利能力	资产负债表各项变化	综合评价
300137	先河环保	增速一般	收入增速快于成本增速，盈利能力小有提升，但基本稳定	平稳	总体平稳
300125	易世达	增速一般	盈利能力基本稳定	预付增加，预收减少	总体平稳
300156	天立环保	增速慢	盈利能力基本稳定	预收预付较大增加，存货略有增加	一季度增长慢，但预收预付体现后续可能有增长动能
002549	凯美特气	增速慢	毛利率基本稳定，净利率下降	平稳	增长较慢
300056	三维丝	增速快	基本稳定	预收预付略增加	一季度增速快，较去年经营将改善，后续还有增长动能
600388	龙净环保	增速一般	毛利率有所提升，盈利能力基本稳定	存货高、预收预付多	总体稳健，但存货、预收预付等暗藏后续增长动能，建议重点关注
600292	九龙电力	增速慢	盈利能力基本稳定	应收、预付增加大	受制于成本，增长慢，但环保业务较好
300105	龙源技术	增速慢	盈利能力基本稳定	预收、预付、存货增长多	一季度增长慢，但预收、预付、存货暗藏后续增长动能
300152	燃控科技	增速慢	盈利能力基本稳定	预付有较大增长	增长较慢
300187	永清环保	增速慢	盈利能力基本稳定	预收、预付增加多	一季度增长慢，但预收预付体现后续可能有增长动能

代码	公司名称	一季度业绩	盈利能力	资产负债表各项变化	综合评价
002573	国电清新	增速慢	毛利率较 2010 年有所下降, 与业务构成有关	预收有大幅下降, 其他平稳	增长较慢
300070	碧水源	收入增速快, 但净利一般	毛利率提升, 净利率下降	平稳	总体平稳, 后续费用若较好控制, 盈利将有较大提升
300055	万邦达	收入增速慢, 净利增长快	由于运营业务占比增加, 盈利能力提升	预收预付多	二季度将开始有较多工程收入, 但高速发展还需新订单支持
300172	中电环保	增速快	毛利率基本稳定, 净利率下降	应收及预付增加多	总体平稳
300190	维尔利	增速快	毛利率基本稳定, 净利率下降	应收及预付增加多	一季度增长较好, 可关注后续变化
000826	桑德环境	增速快	毛利有所恢复, 资产收益率较 2009 年提升	预收预付多、应收变化不大、开局好	增长快, 后续动能充足, 建议重点关注
002479	富春环保	增速一般	盈利能力稳定	平稳	总体平稳

资料来源: 招商证券

表5: 主要环保上市公司估值表

类型	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				PB
					09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E	
监测	300137	先河环保	审慎推荐 A	16.48	0.40	0.49	0.58	0.83	41	34	28	20	3.1
节能	300125	易世达	审慎推荐 A	57.68	1.07	1.38	1.68	2.23	54	42	34	26	3.3
	300156	天立环保	审慎推荐 A	50.49	1.23	1.31	1.76	2.36	41	39	29	21	2.8
大气治理	300105	龙源技术	审慎推荐 A	49	1.33	1.43	1.44	1.94	37	34	34	25	5.2
	600388	龙净环保	审慎推荐 A	26.9	1.35	1.10	1.38	1.55	20	24	19	17	2.7
	600292	九龙电力	审慎推荐 A	15.12	0.15	0.08	0.22	0.40	101	189	69	38	5.5
	300187	永清环保	审慎推荐 A	48.43	0.71	0.83	1.29	2.04	69	58	38	24	4.3
污水处理	300070	碧水源	审慎推荐 A	89.39	0.97	1.31	2.50	3.50	92	68	36	26	4.5
	300055	万邦达	审慎推荐 A	108	1.23	1.10	2.10	3.50	88	98	51	31	7.5
	300172	中电环保	审慎推荐 A	22.05	0.52	0.60	0.70	0.94	42	37	32	23	3.0
	300190	维尔利	审慎推荐 A	53.98	0.67	1.14	1.51	2.11	81	47	36	26	3.4
固废治理	000826	桑德环境	强烈推荐 A	25.01	0.35	0.50	0.72	0.99	71	50	35	25	7.8
	002479	富春环保	审慎推荐 A	19.18	0.57	0.80	0.43	0.51	34	24	45	38	4.8

资料来源: 招商证券 (截至 5 月 9 日收盘价)

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

彭全刚，清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。