

增持 首次

环保行业

2011 年 05 月 19 日

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

公共事业行业分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

公共事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

总体观点：

“十二五”环保行业复合增速将达 30% 以上。环保作为增加企业经营成本、外部性效应较强的项目，其主要推动力来自政府。根据“十二五”规划，到 2015 年，节能环保行业的总产值将占 GDP 的 7-8%，未来每年的复合增速有望达到 30% 以上，无论是废气、还是固废处理领域仍有较大的成长空间。密切关注新版《火电厂大气污染物排放标准》的出台，以及各地对固废处置的细化政策。

行业评级：增持（首次）。2010 年年报显示，环保板块上市公司总体营业收入同比增长 22.27%，增速高于 2009 年 8.37 个百分点；综合毛利率为 24.76%，同比减少 0.53 个百分点；净利率 9.02%，同比增加 0.15 个百分点。

分业务来看，上市公司固废处理相关的业务收入增速最快，桑德环境该项业务 2010 年同比增长 54.83%，格林美同比增长 55.01%；除尘器相关业务收入整体同比增长 28.85%，收入增速最快的是龙净环保（+47.82%）；脱硫脱硝相关业务收入整体同比增长 15.30%，收入增速最快的是凯迪电力（+192.40%）；环境监测设备方面，先河环保增长 25.15%，聚光科技增长 10.77%；此外，余热发电领域，上市公司的收入同比大幅增加，如，永清环保增长 641.84%，易世达增长 51.06%，但主要是业务基数较小导致。

重点关注公司。我们建议关注当前环保政策扶持力度大，行业增长较快的子行业，如固废治理领域，具有一体化优势的桑德环境（000826）、及专攻电子废弃物市场的格林美（002340）。同时，关注那些在成熟市场中，具有独特竞争力的上市公司，如在废气治理领域，掌握干法烟气集成净化技术的国电清新（002573），随着我国能源战略调整，其将直接受益于未来西北地区煤电基地的开发提速。

1. 环保行业相关政策、供需、行业盈利数据跟踪

● **聚焦烟气排放新标准，固废处理政策频发：**根据起草中的《节能环保产业规划》，到 2015 年节能环保行业总产值将占 GDP 的 7%-8%，成为新的支柱产业。大气污染治理方面，在 2010 年 5 月出台的《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》中，氮氧化物被明确列入新的总量控制指标；2010 年底公布的《火电厂大气污染物排放标准（二次征求意见稿）》，使得“十二五”期间烟气处理提标改造市场的启动成为可能。过去一年固废政策方面，《关于加强生活垃圾处理和污染综合治理工作的意见（征求意见稿）》提出到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%；《关于开展工业固体废物综合利用基地建设试点工作的通知》提出到“十二五”末，各试点地区工业固体废物综合利用率要在 2010 年基础上提高 10-12 个百分点；此外，工信部公布《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》，拆解《目录》中产品的企业将获财政补贴。

● **提标改造已成大势，脱硫脱硝各有看点：**近期出台的《火电厂大气污染物排放标准（第二次征求意见稿）》中，烟尘、二氧化硫、氮氧化物的排放标准都明显提升，将直接推动烟气处理的新一轮业务增长。目前火电脱硫装机占总火电装

机总容量已约 80%，新排放标准的出台将带来更新改造的市场需求；随着环保要求日益严格，特许经营这一长效市场化机制逐渐成为各方面共同的选择，对应市场将呈现出持续稳定增长；火电脱硝市场发展一直较为缓慢，目前火电脱硝机组仅 5000 万千瓦，占火电装机容量仅约 6%，结合脱硝政策的推动，火电脱硝将拉动环保企业新的业务需求。

- **工业固废处理量增速快，行业毛利率较低：**我国工业固体废物产量约是生活垃圾的 13 倍，2010 年约达到 22.97 亿吨，近 6 年年复合增长率 12.53%；相比之下生活垃圾年产量 1.59 亿吨，近 6 年年复合增长率仅为 0.96%。2010 年工业固废和生活垃圾处理率均约为 70%，年处理量分别为 16.08 亿吨和 1.11 亿吨。根据过去一年发布的最新政策，到“十二五”末，工业固废和生活垃圾处理率都要提高到 80%，这意味着到 2015 年，二者年处理量分别要达到 33.16 亿吨和 1.33 亿吨，5 年年复合增长率分别为 15.58% 和 3.66%。从 2007 年至 2009 年底，整体固废处理行业收入稳步增加，2010 年收入约为 1700 亿，行业毛利率水平较低，平均仅为 6%。

2. 环保行业及个股市场表现跟踪

- **环保板块估值溢价率处于历史高位：**从过去 1 年市场表现来看，环保板块总体跑赢沪深 300 指数，累计超额收益率达到 35.79%。从月度涨跌幅来看，环保板块在过去 12 个月中有 6 个月份跑赢沪深 300 指数。海通环保指数 PB 自 09 年年中至今，相对沪深 300PB 一直保持较高的溢价水平，目前环保指数 PB 为 5.46，溢价 133.3%，而历史平均溢价率为 24.1%。环保板块 PE 的历史平均溢价率为 105.9%，目前板块 PE 为 54.08 倍，目前相对沪深 300 的估值溢价率达到 266.4%，也处于较高位置。
- **最佳表现个股：**从个股涨跌幅来看，2010 年股价涨幅最大的 5 家上市公司依次是：桑德环境（+115.99%）、九龙电力（+95.81%）、创元科技（+62.03%）、盛运股份（+46.81%）、龙源技术（+45.85%）。2011 年以来板块股价表现不佳，截至 2011 年 5 月 18 日涨幅为正的上市公司仅有 2 家，为凯迪电力（+53.13%）、永清环保（+6.50%）。市场对于前期各类环保政策密集出台后，热情有所下降，导致今年以来环保个股表现欠佳。但从长期的经济转型来看，未来国内环保行业的总体发展趋势，增长速度仍然值得期待。
- **个股推荐：**我们建议关注当前环保政策扶持力度大，行业增长较快的子行业，如固废治理领域，具有一体化优势的桑德环境（000826）、及专攻电子废弃物市场的格林美（002340）。同时，关注那些在成熟市场中，具有独特竞争力的上市公司，如在废气治理领域，掌握干法烟气集成净化技术的国电清新（002573），随着我国能源战略调整，其将直接受益于未来西北地区煤电基地的开发提速。

3. 环保上市公司经营性数据跟踪

- **2010 年环保上市公司总收入同比增长 22.27%，各子业务稳步增长，固废处理一马当先**

2010 年，环保板块上市公司营业总收入同比增长 22.27%，增速高于 2009 年 8.37 个百分点；收入增速超过行业平均的前 3 家上市公司是凯迪电力（+67.46%）、格林美（+55.01%）、易世达（+51.13%）。

分业务来看，固废处理收入增速领先于其他子行业，主要从事市政固废处理的桑德环境收入同比增长 54.83%，从事废弃电子产品拆解的格林美同比增长 55.01%。除尘器收入增速平均为 28.85%；该业务收入增速超过行业平均的上市公司有龙净环保（+47.82%）、盛运股份（+30.84%）、三维丝（+29.15%）。脱硫脱硝收入增速平均为 15.30%，收入增长主要来自脱硫机组的新增；该业务收入增速超过行业平均的上市公司有凯迪电力（+192.40%）、三聚环保（+41.50%）、盛运股份（+30.84%）。环境监测设备方面，聚光科技 2010 年该项业务收入同比增长 10.77%，先河环保则同比增长 25.15%。上市公司余热发电业务收入在 2010 年同比增速较快，但主要是业务基数较小导致，其中，永清环保新该项业务收入同比增长 641.84%；易世达同比增长 51.06%。

- **2010 年上市公司毛利率 24.76%，同比减少 0.53 个百分点；净利率 9.02%，同比增加 0.15 个百分点**

2010 年，环保板块上市公司平均综合毛利率为 24.76%，同比减少 0.53 个百分点；净利率 9.02%，同比增加 0.15 个百分点；净利率超过行业平均的前 3 家上市公司是先河环保（27.02%）、桑德环境（22.20%）、龙源技术（21.54%）。

脱硫脱硝业务毛利率平均水平为 24.02%，同比上涨 0.07 个百分点；毛利率高于行业平均水平的上市公司有国电清新（43.61%）、龙源技术（43.36%）、三聚环保（41.72%）；毛利率增速高于行业平均水平的前 3 家上市公司是国电清新（+12.70%）、九龙电力（+4.96%）、盛运股份（+1.62%）。

除尘器业务毛利率平均水平为 19.99%，同比增加 0.34 个百分点；毛利率高于行业平均水平的上市公司有盛运股份（33.69%）、科林环保（29.92%）、三维丝（29.48%）；毛利率增速高于行业平均水平的上市公司有科林环保（+3.49%）、盛运股份（+1.62%）。

从事固废处理的两家公司主营业务毛利率水平都在 33%-36% 之间，2010 年桑德环境毛利率同比减少 4.73 个百分点，主要是由于原材料和人工费用上涨，以及承建项目进入主体设备施工期导致成本支出较大；格林美毛利率同比增长 1.68 个百分点。

环境监测设备业务毛利率均在 50% 以上，其中聚光科技毛利率同比下滑 3.46 个百分点，先河环保同比增加 3.54 个百分点。

余热发电方面，两家公司业务毛利率相差较大，永清环保为 37.85%，同比减少 7.99 个百分点；易世达为 21.41%，同比增加 1.51 个百分点。

●2011 年一季度板块收入同比增加 18.65%，相较去年同期增速下滑 22.22 个百分点，综合毛利率同比下滑 0.57 个百分点

2011 年一季度，营业总收入同比增长 18.65%，比 2010 年一季度同比增速下滑 22.22 个百分点。收入增速超过行业平均的前 3 家上市公司是三维丝（+88.10%）、桑德环境（+72.15%）、三聚环保（+64.96%）。板块综合毛利率为 22.62%，同比下滑 0.57 个百分点；净利率为 18.83%，同比增加 11.45 个百分点，净利率超过行业平均的上市公司是凯迪电力（72.54%）、先河环保（23.09%）。

●三项费用率基本持平，资产负债率持续下降，2010 年现金流同比减少 96.13%

2010 年上市环保类公司三项费用率和 2009 年基本持平，三项费用率合计 14%。2011 年一季度，销售费用率比 2010 年全年平均下降 1 个百分点，管理和财务费用率持平。

环保上市公司平均资产负债率持续下降，2010 年为 55.54%，同比下降 9.93 个百分点，2011 年一季度达到 53.97%，同比减少 10.54 个百分点。现金流情况不容乐观，2010 年平均经营现金流为 0.07 亿元，同比减少 96.13%；2011 年一季度经营现金流为 -0.42 亿元，同比持平。

环保行业相关政策、需求供给、盈利等数据跟踪

近期政策跟踪点评

环保作为增加企业经营成本、外部性效应较强的项目，其主要推动力来自政府。根据“十二五”规划，到 2015 年，节能环保行业的总产值将占 GDP 的 7-8%，未来每年的复合增速有望达到 30% 以上，无论是废气、还是固废处理领域仍有较大的成长空间。

大气污染治理方面，根据 2010 年 5 月发布的《关于推进大气污染防治联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》，氮氧化物被列入新的总量控制指标；此外，2011 年 4 月《火电厂大气污染排放标准（二次意见征求意见稿）》发布，烟气脱硝相关标准的出台成为近期关注的热点。

过去一年固废政策进入频发期。生活垃圾处理方面，《关于加强生活垃圾处理和污染综合治理工作的意见（征求意见稿）》提出，到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率要达到 80%；工业固废处理方面，《关于开展工业固体废物综合利用基地建设试点工作的通知》提出到“十二五”末，各试点地区工业固体废物综合利用率要在 2010 年基础上提高 10-12 个百分点；特殊固废处理方面，工信部于公布《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》，拆解《目录》中产品的企业将获财政补贴。

表 1 过去一年国内环保相关行业政策跟踪（2010/3-2011/4）

2010-03-15	中国固废网发布的《2010 中国城市生活垃圾行业投资分析报告》预计，未来 10 年垃圾发电产业的年投资额将高达 800 亿元。《报告》显示，国家政策支持及投资力度的加大是 2010 年产业发展的主基调。环保部中国环境规划院预测“十二五”期间，我国环保产业投资规模将达到 3.1 万亿，其中固废行业达到 8000 亿，同比“十一五”期间翻两番。此外，多数城市的垃圾处理收缴率在 50% 以下，《报告》认为，从目前国家对环境治理的决心及社会关注度来看，未来 5 年内，垃圾处理费的全面开征与上调将成趋势。
2010-03-26	目前国家发改委制定的《节能环保产业规划》已经确定，到 2015 年，中国节能环保产业总产值将达到 GDP 的 7%-8%，成为新的支柱产业。《节能环保产业发展规划》草案目前已经开始进入部委征求意见阶段，并列入了今年国务院政府工作报告重点工作部门分工的内容。而环保部也在力推单独出台环保产业的指导意见。
2010-05-11	氮氧化物、二氧化硫、可吸入颗粒物、挥发性有机物，被环保部、发改委等 9 部委发布的《关于推进大气污染防治联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》列为四大重点防控。通过总量控制减少氮氧化物排放，只是《意见》公布的新举措之一。重点区域内的火电厂应在十二五期间全部安装脱硝设施，其他区域的火电厂应预留烟气脱硝设施空间。根据《意见》，我国大气污染防治将进入以“区域联防联控”为根本思路的治理新阶段。火电、钢铁、有色、石化、水泥、化工等六大行业将名列《意见》中的防控重点行业。环保部等部门将以三大地区、四大污染物、六大行业为治理重点，出台一系列新政。
2010-06-18	环保部、工信部、发改委拟定《关于加强生活垃圾处理和污染综合治理工作的意见（征求意见稿）》，设立目标到 2015 年年底，建立健全生活垃圾处理政策体系和污染综合治理监管体系，减量化、资源化和无害化水平进一步提高，生活垃圾污染得到有效控制。全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%，其中 36 个大城市（省会城市和计划单列市）达到 95%。全国所有县城建成 1 座以上生活垃圾无害化处理设施。
2010-11-05	工信部表示，拆解《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》产品的企业将获得财政补贴，补贴政策有可能会在年内出台。工信部人士表示，《目录》的颁布一是旨在把“城市”这座巨大的矿山开采好，二是减少废旧电器电子产品的随意堆存，以减少重金属污染。工信部人士表示，相关部委正在积极研究废弃电器电子产品处理基金的管理办法，将在综合考虑各方利益的基础上，制定具体的征收和补贴标准，以及能够有效调动处理企业积极性的补贴方式。
2010-12-09	综合媒体报道，发改委副主任解振华在出席“基础四国”联合新闻发布会时表示，中国政府将二氧化碳排放下降目标作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，而碳强度指标一旦通过全国人大批准，将成为具有国内法律约束力的指标。
2011-01-14	环保部部长周生贤在全国环保工作会上透露，“十二五”规划的环保目标是，到 2015 年，单位国内生产总值二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放总量显著减少，生态环境质量明显改善，国家已经确定，要增加氨氮和氮氧化物两项约束性指标，具体的削减量将由全国人民代表大会批准后实施。周生贤说，减排任务的分解，将考虑东、中、西地区经济发展的差异，区别对待，此外还要结合各地“十一五”减排任务的完成情况，以及各地的环境质量。一旦任务分解完成，国家还将和各省、自治区、直辖市以及各企业集团签订总量控制的目标责任书。在政策方面，国家将出台一系列助力减排的政策，包括研究出台非电行业脱硫、火电行业脱硝电价优惠政策，适度提高城镇污水处理收费和排污收费标准，建立企业和地区减排财政补贴激励机制，以及与老百姓最直接相关的在重点区域和城市开展征收机动车排污费试点。
2011-03-07	工信部发布《关于开展工业固体废物综合利用基地建设试点工作的通知》，到“十二五”末，各试点地区工业固体废物综合利用率在 2010 年基础上提高 10-12 个百分点，建设一批各具特色的工业固体废物综合利用基地，形成一套完善的工业固体废物综合利用政策体系和推广机制，促进全国工业固体废物综合利用跨越式发展。
2011-04-13	已达到全世界最严格水平的《火电厂大气污染排放标准》已经完成第二轮意见征求工作，在烟尘、二氧化硫和氮氧化物三个主要污染物的排放量限制方面，新标准均做出了更为严格的规定。在脱硝方面，新标准规定了到 2015 年所有火电机组都将执行氮氧化物排放浓度在重点地区不高于 200mg/m ³ 、非重点地区 400mg/m ³ 的限值；重点地区的新增机组从 2010 年开始实行 200mg/m ³ 的排放限值。

资料来源：WIND、海通证券研究所

废气业务需求分析：提标改造已成大势，脱硫脱硝各有看点

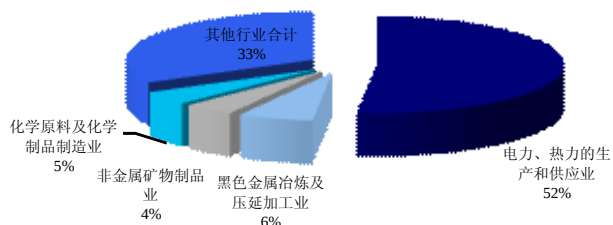
排放工业废气的主要行业是电力及热力的生产及供应业，其二氧化硫排放量占全社会二氧化硫总量的 52%，而其他行业这一占比均在 10% 以下，目前环保企业的业务重点是火电厂的废气处理。

在 2011 年 1 月出台的《火电厂大气污染物排放标准（第二次征求意见稿）》中，烟尘、二氧化硫、氮氧化物的排放标准都明显提升。根据本次征求意见稿，现有燃煤机组将在 2014 年起实施新标准。保守估计，未来 4 年时间我国至少有 50% 在役机组需要脱硫改造，对应改造装机容量为 2-3 亿千瓦，折合年改造火电装机容量为约 5000-6000 万千瓦。参照目前市场上的机组脱硫改造报价，总体市场规模在 45-54 亿元。

脱硫机组特许经营市场将呈现出持续稳定增长，且对企业资金、以及运营经验要求高，是我们最为看好的子市场。受政策推动，2005 年至今火电脱硫装机经历了较快增长，预计 2010 年总装机容量将达 7.1 亿千瓦，占总火电装机的 77.3%。然而，由于存在监管漏洞，大量火电厂虽安装了脱硫装置，却由于主观上的成本考虑并没有实际投运，或是因为工程质量而无法正常投运。随着环保要求日益严格，特许经营这一长效市场化机制逐渐成为各方面共同的选择。为了更好的响应国家节能减排的政策，实现专业化经营，同时也是为了降低自身的负债水平，目前国电集团、中电投集团、大唐集团等已经开始积极推进试点外的特许经营项目。截至到 2010 年底，全国试点外的特许经营项目也有 40 多个，装机容量合计超过 3000 万千瓦，已超过试点机组的规模（约 2000 万千瓦）。

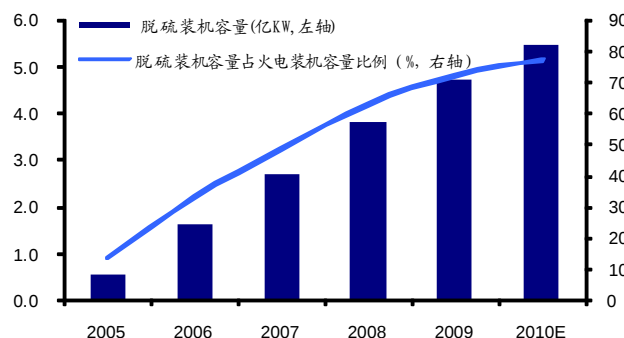
脱硝市场尚未大规模启动。2009 年之前，火电脱硝市场发展一直较为缓慢。我国目前火电脱硝机组仅约 5000 万千瓦，占火电装机容量约 6%，市场发展空间广阔。新排放标准出台之后将直接带动脱硝市场的启动。假设按照 2014 年之前国内火电机组都要实现脱硝达标，则在未来 4 年时间内，有 5.5 亿千瓦火电需要改造，折合年需要脱硝机组容量为 1.1 亿千瓦。参照目前国内脱硝工程的造价，预计脱硝市场容量 110-132 亿元。

图 1 二氧化硫主要排放行业及其排放量占比（2009）



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 2 火电脱硫装机容量及占比情况（2005-2009，2010E）



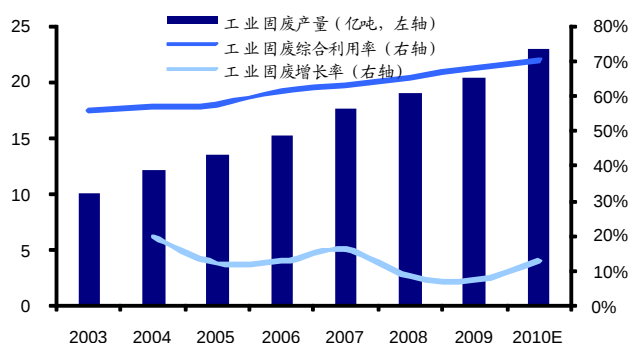
资料来源：永清环保招股说明书、海通证券研究所

固废业务需求分析：工业固废业务增速较快

我国固体废物主要分工业固废和生活垃圾两部分，工业固废处理量大而增速快。从产量上来看，工业固体废物产量约是生活垃圾的 13 倍，2010 年约达到 22.97 亿吨，近 6 年年复合增长率 12.53%；相比之下生活垃圾年产量 1.59 亿吨，近 6 年年复合增长率仅为 0.96%。目前工业固废和生活垃圾处理率均约为 70%，相应可估算出工业固废和生活垃圾年处理量分别为 16.08 亿吨和 1.11 亿吨。

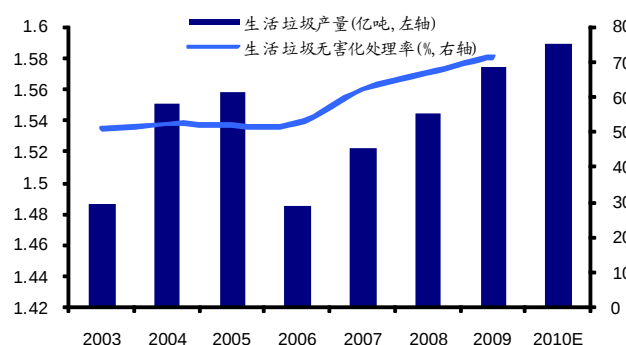
根据过去一年发布的最新政策，到“十二五”末，工业固废和生活垃圾处理率都要提高到 80%，这意味着到 2015 年，二者年处理量分别要达到 33.16 亿吨和 1.33 亿吨，5 年年复合增长率分别为 15.58% 和 3.66%。

图 3 固体废物产量及利用率情况 (2003-2009, 2010E)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 4 生活垃圾产量及无害化处理率变化 (2003-2009, 2010E)

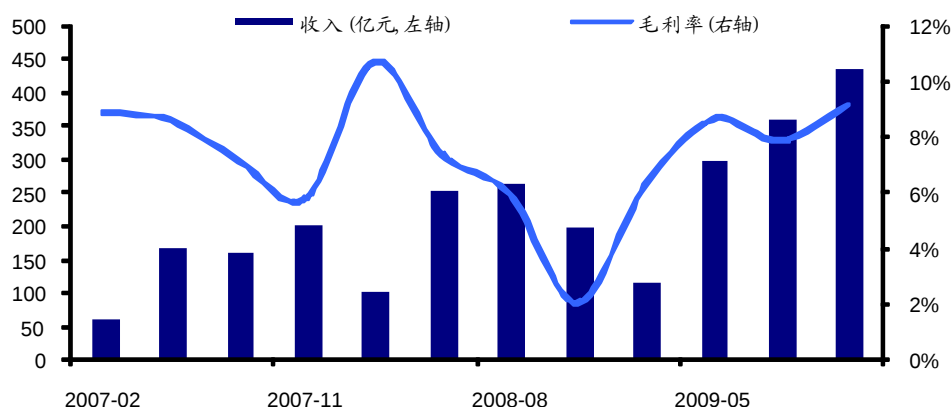


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

固废处理行业毛利率较低

从 2007 年至 2009 年底, 固废处理行业收入稳步增加, 3 年年复合增长率 27%, 但行业毛利率水平较低, 平均仅为 6%。按照收入和成本的历史平均增速计算, 预计 2010 年行业收入将达到 1700 亿。

图 5 固废处理收入及其利润水平 (2007/2-2009/11)

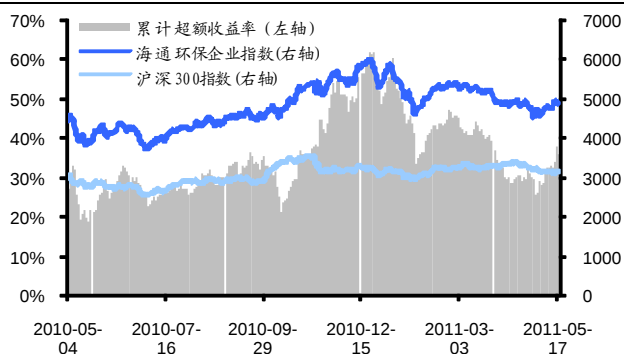


资料来源: 国家统计局、海通证券研究所

环保行业及个股市场表现跟踪

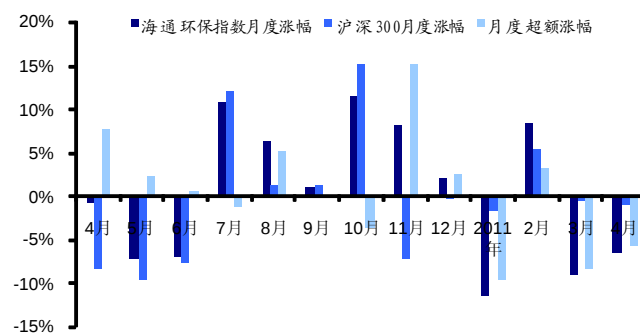
从过去 1 年市场表现来看, 环保板块总体跑赢沪深 300 指数, 累计超额收益率达到 35.79%。从月度涨跌幅来看, 环保板块在过去 12 个月中有 6 个月份跑赢沪深 300 指数。海通环保指数 PB 自 09 年年中至今, 相对沪深 300 PB 一直保持较高的溢价水平,目前环保指数 PB 为 5.46, 溢价 133.3%, 而历史平均溢价率为 24.1%。环保板块 PE 的历史平均溢价率为 105.9%, 目前板块 PE 为 54.08 倍, 目前相对沪深 300 的估值溢价率达到了 266.4%, 也处于较高位置。

图 6 海通环保相对沪深 300 超额收益率 (2010/5-2011/5)



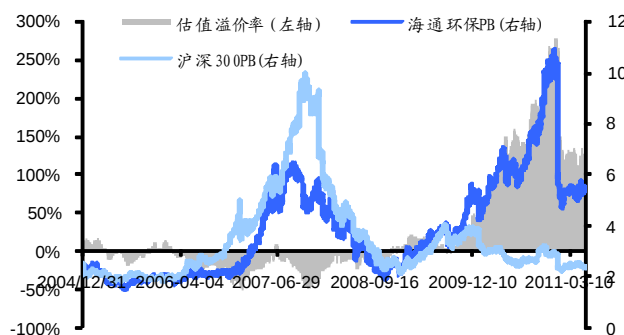
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 7 海通环保相对沪深 300 月度涨跌幅 (2010/4-2011/4)



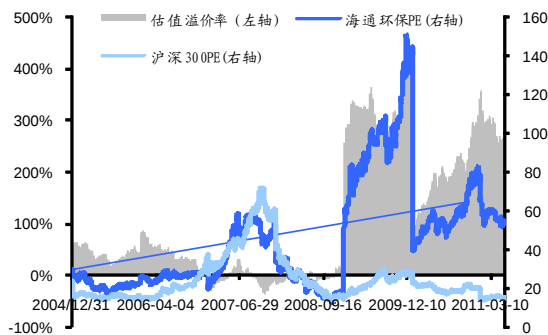
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 8 PB 估值及相对沪深 300 折溢价率 (2004/12-2011/5)



资料来源：WIND、海通证券研究所

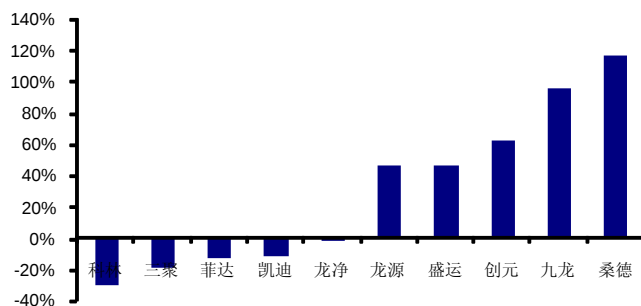
图 9 PE 估值及相对沪深 300 折溢价率 (2004/12-2011/5)



资料来源：WIND、海通证券研究所

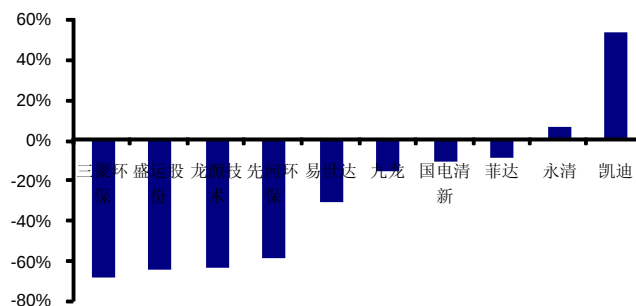
从个股涨跌幅来看，2010 年股价涨幅最大的 5 家上市公司依次是：桑德环境（+115.99%）、九龙电力（+95.81%）、创元科技（+62.03%）、盛运股份（+46.81%）、龙源技术（+45.85%）。2011 年以来板块股价表现不佳，截至 2011 年 5 月 18 日涨幅为正的上市公司仅有 2 家，为凯迪电力（+53.13%）、永清环保（+6.50%）。[市场对于前期各类环保政策密集出台后，热情有所下降，导致今年以来环保个股表现欠佳。但从长期的经济转型来看，未来国内环保行业的总体发展趋势，增长速度仍然值得期待。](#)

图 10 环保上市公司 2010 年涨跌幅前 5 名



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 11 环保上市公司 2011 年以来涨跌幅前 5 名



资料来源：WIND、海通证券研究所

个股推荐

我们建议关注当前环保政策扶持力度大，行业增长较快的子行业，如固废治理领域，具有一体化优势的桑德环境（000826）、及专攻电子废弃物市场的格林美（002340）。同时，关注那些在成熟市场中，具有独特竞争力的上市公司，如在废气治理领域，掌握干法烟气集成净化技术的国电清新（002573），随着我国能源战略调整，其将直接受益于未来西北地区煤电基地的开发提速。

表 2 环保上市公司静态估值水平（2010 年年报，收盘价截至 2011 年 5 月 18 日）

	总股本	收盘价	总市值	净资产	营业收入	净利润	静态估值水平（倍）		
	(亿股)	(元/股)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	市净率	市销率	市盈率 (2010)
龙净环保	2.14	27.82	59.48	20.50	33.45	2.29	2.90	1.78	26.03
凯迪电力	5.90	23.95	141.20	19.63	33.59	3.06	7.19	4.20	46.16
聚光科技	4.45	17.52	77.96	6.07	6.52	1.62	12.85	11.96	48.16
三聚环保	1.95	14.27	27.76	10.61	4.30	0.57	2.62	6.45	48.28
桑德环境	4.13	24.70	102.10	12.74	9.72	2.07	8.01	10.50	49.32
易世达	0.59	57.70	34.04	10.22	5.92	0.66	3.33	5.75	51.45
先河环保	1.56	15.80	24.65	8.29	1.72	0.47	2.97	14.36	52.82
科林环保	0.75	30.82	23.12	6.09	3.24	0.43	3.80	7.14	54.07
平均	2.14	29.01	51.58	9.45	10.58	0.95	5.46	4.88	54.08
盛运股份	2.55	11.85	30.25	8.69	4.24	0.53	3.48	7.13	56.63
龙源技术	1.58	43.99	69.68	15.00	4.87	1.05	4.65	14.29	66.35
格林美	1.21	46.94	56.95	10.55	5.70	0.86	5.40	9.99	66.46
三维丝	0.52	30.14	15.67	3.56	1.71	0.21	4.40	9.18	74.06
永清环保	0.67	51.76	34.57	1.22	2.89	0.42	28.25	11.97	82.78
国电清新	1.48	36.62	54.20	3.66	3.21	0.65	14.81	16.90	83.32
菲达环保	1.40	14.12	19.77	5.12	15.62	0.11	3.86	1.27	174.76
九龙电力	3.35	16.13	53.95	9.28	32.55	0.26	5.82	1.66	205.74

资料来源：WIND、海通证券研究所

环保上市公司经营性数据跟踪

上市公司收入分析

2010 年，环保板块上市公司营业总收入同比增长 22.27%，增速高于 2009 年 8.37 个百分点；收入增速超过行业平均的前 3 家上市公司是凯迪电力（+67.46%）、格林美（+55.01%）、易世达（+51.13%）。2011 年一季度营业总收入同比增长 18.65%，比 2010 年一季度同比增速下滑 22.22 个百分点，收入增速超过行业平均的前 3 家上市公司是三维丝（+88.10%）、桑德环境（+72.15%）、三聚环保（+64.96%）。

分业务来看，2010 年上市公司固废处理业务收入快速增长，领先于其他子业务；主要从事市政固废处理的桑德环境收入同比增长 54.83%，从事废弃电子产品拆解的格林美同比增长 55.01%。

上市公司脱硫脱硝业务收入增速平均为 15.30%，收入增加来源于脱硫机组的新增；收入增速超过行业平均的上市公司有凯迪电力（+192.40%）、三聚环保（+41.50%）、盛运股份（+30.84%）。

除尘器业务收入增速平均为 28.85%；收入增速超过行业平均的上市公司有龙净环保（+47.82%）、盛运股份（+30.84%）、三维丝（+29.15%）。

环境监测设备业务方面，聚光科技 2010 年该项收入同比增长 10.77%，先河环保增长 25.15%。

余热发电领域，上市公司的收入同比大幅增加，如，永清环保增长 641.84%，易世达增长 51.06%，但主要是业务基数

较小导致。

表 3 环保上市公司收入相关数据（2007-2011Q1）

	营业总收入（亿元）					同比增长			
	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2008	2009	2010	2011Q1
国电清新	5.06	5.50	3.31	3.21	0.76	8.57%	-39.73%	-3.16%	16.31%
龙净环保	22.90	29.18	34.17	33.45	7.22	27.39%	17.11%	-2.11%	10.50%
科林环保	2.07	3.02	3.13	3.24	0.72	45.61%	3.83%	3.24%	14.19%
菲达环保	13.83	16.15	14.43	15.62	3.31	16.77%	-10.65%	8.23%	3.13%
龙源技术	3.32	3.72	4.35	4.87	0.41	12.03%	17.13%	12.02%	-48.64%
永清环保	1.72	2.01	2.54	2.89	0.92	17.24%	26.31%	13.50%	20.68%
九龙电力	24.15	21.98	27.82	32.55	8.15	-8.98%	26.56%	17.02%	8.17%
平均						18.59%	13.90%	22.27%	18.65%
聚光科技	1.37	3.54	5.28	6.52		157.99%	49.18%	23.49%	
先河环保	0.64	1.08	1.37	1.72	0.19	69.71%	26.58%	25.16%	6.22%
三维丝	0.61	0.85	1.32	1.71	0.32	39.18%	54.80%	29.19%	88.10%
盛运股份	1.35	2.18	3.14	4.24	1.15	61.40%	43.92%	35.05%	54.23%
三聚环保	1.84	2.95	3.04	4.30	0.81	60.13%	3.12%	41.32%	64.96%
桑德环境	3.50	5.23	6.84	9.72	2.63	49.37%	30.83%	42.01%	72.15%
易世达	0.33	2.53	3.92	5.92	1.42	659.11%	54.63%	51.13%	20.42%
格林美	2.19	3.04	3.68	5.70	1.71	38.68%	20.81%	55.01%	53.69%
凯迪电力	17.57	18.55	20.06	33.59	7.44	5.59%	8.13%	67.46%	28.42%

资料来源：WIND、海通证券研究所

表 4 环保上市公司脱硫脱硝业务毛利率及其变化（2009-2010）

	脱硫脱硝业务收入（亿元）			脱硫脱硝业务毛利率			脱硫机组投运量	脱硫机组所占市场份额
	2009	2010	同比增减	2009	2010	同比增减	万千瓦	%
龙净环保	11.76	8.13	-30.82%	16.06%	17.56%	1.50%	3276	6.97
菲达环保	1.45	1.38	-4.98%	12.46%	9.36%	-3.10%	634	1.35
国电清新	3.31	3.19	-3.58%	30.91%	43.61%	12.70%	1150	2.45
九龙电力	10.99	11.07	0.72%	8.50%	13.46%	4.96%	2662	5.66
龙源技术	4.34	4.87	12.35%	44.49%	43.36%	-1.12%	-	-
永清环保	2.54	2.89	13.50%	25.92%	26.92%	0.99%	709	1.51
平均			15.30%	23.95%	24.02%	0.07%	-	-
盛运股份	1.11	1.45	30.84%	32.06%	33.69%	1.62%	-	-
三聚环保	3.01	4.25	41.50%	48.93%	41.72%	-7.21%	-	-
凯迪电力	4.22	12.33	192.40%	42.69%	19.34%	-23.34%	4117	8.76

资料来源：公司公告、国电清新招股说明书、海通证券研究所

表 5 环保上市公司除尘业务毛利率及其变化（2009-2010）

	除尘业务收入（亿元）			除尘业务毛利率		
	2009	2010	同比增减	2009	2010	同比增减
科林环保	3.08	3.18	3.19%	26.43%	29.92%	3.49%
菲达环保	10.52	11.52	9.48%	12.45%	12.27%	-0.19%
平均			28.85%	19.65%	19.99%	0.34%
三维丝	1.32	1.71	29.15%	29.60%	29.48%	-0.12%
盛运股份	1.11	1.45	30.84%	32.06%	33.69%	1.62%
龙净环保	14.77	21.83	47.82%	21.54%	20.96%	-0.57%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

表 6 固废处理、环境监测设备、余热发电业务的收入及毛利率情况（2009-2010）

	2009	2010	同比增减		2009	2010	同比增减
固废业务收入（亿元）				固废业务毛利率			
桑德环境	4.76	7.36	54.83%		38.68%	33.95%	-4.73%
格林美	3.68	5.70	55.01%		33.97%	35.65%	1.68%
环境监测设备业务收入（亿元）				环境监测设备业务毛利率			
聚光科技	2.85	3.16	10.77%		60.51%	57.06%	-3.46%
先河环保	1.37	1.72	25.15%		48.18%	51.72%	3.54%
余热发电业务收入（亿元）				余热发电业务毛利率			
永清环保	0.04	0.29	641.84%		45.83%	37.85%	-7.99%
易世达	3.92	5.92	51.06%		19.90%	21.41%	1.51%

资料来源：公司公告、海通证券研究所

上市公司盈利分析

2010 年，环保板块上市公司平均综合毛利率为 24.76%，同比减少 0.53 个百分点；净利率 9.02%，同比增加 0.15 个百分点；净利率超过行业平均的前 3 家上市公司是先河环保（27.02%）、桑德环境（22.20%）、龙源技术（21.54%）。2011 年一季度，板块综合毛利率为 22.62%，同比下滑 0.57 个百分点；净利率为 18.83%，同比增加 11.45 个百分点；净利率超过行业平均的上市公司是凯迪电力（72.54%）、先河环保（23.09%）。

分业务来看，脱硫脱硝业务毛利率平均水平为 24.02%，同比上涨 0.07 个百分点；毛利率高于行业平均水平的上市公司有国电清新（43.61%）、龙源技术（43.36%）、三聚环保（41.72%）；毛利率增速高于行业平均水平的前 3 家上市公司是国电清新（+12.70%）、九龙电力（+4.96%）、盛运股份（+1.62%），其中国电清新毛利率大幅提高是由于运营业务相对建设业务毛利率较高，而 2010 年公司运营业务占比提高所致。

除尘器业务毛利率平均水平为 19.99%，同比增加 0.34 个百分点；毛利率高于行业平均水平的上市公司有盛运股份（33.69%）、科林环保（29.92%）、三维丝（29.48%）；毛利率增速高于行业平均水平的上市公司有科林环保（+3.49%）、盛运股份（+1.62%）。

上市公司固废业务毛利率水平都在 33%-36%之间，2010 年桑德环境毛利率同比减少 4.73 个百分点，格林美同比增长 1.68 个百分点；其中桑德环境毛利率下滑主要是由于原材料和人工费用上涨，以及承建项目进入主体设备施工期导致成本支出较大。

环境监测设备业务的毛利率均在 50%以上，其中聚光科技毛利率同比下滑 3.46 个百分点，先河环保同比增加 3.54 个百分点。

上市公司余热发电业务毛利率相差较大，永清环保为 37.85%，同比减少 7.99 个百分点；易世达为 21.41%，同比增加 1.51 个百分点。

表 7 环保上市公司年报盈利相关数据 (2008-2011Q1)

	综合毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1
菲达环保	12.58	14.84	13.86	16.12	16.92	0.00	1.04	0.76	1.64	1.37
九龙电力	4.87	9.51	8.20	12.82	7.44	13.15	2.79	1.49	4.55	0.73
创元科技	25.54	22.66	20.14	18.29	19.03	7.54	7.10	5.05	3.88	4.78
龙净环保	15.94	19.72	20.88	23.22	23.41	6.56	7.80	6.90	5.54	4.79
平均	21.78	25.29	24.76	23.19	22.62	5.13	8.87	9.02	7.38	18.83
易世达	22.23	19.90	21.40	18.63	21.62	15.32	9.80	11.61	15.32	15.71
三维丝	30.14	29.60	29.49	31.22	28.13	0.00	17.14	12.40	2.06	11.93
盛运股份	35.61	33.30	33.18	35.69	32.28	-105.69	15.47	12.59	13.70	7.53
凯迪电力	32.26	37.96	29.54	32.78	26.51	11.44	15.47	12.93	15.89	72.54
科林环保	22.15	26.07	30.02	10.82	25.52	17.33	10.67	13.21	12.06	16.06
三聚环保	36.00	49.49	41.51	36.19	33.86	18.13	16.75	13.37	-10.95	1.29
永清环保	21.82	25.92	26.92	16.34	26.34	1.11	13.89	14.46	14.08	11.02
格林美	28.48	33.97	35.65	32.97	32.70	-113.26	15.50	15.03	10.84	8.91
国电清新	31.94	30.91	43.43	42.84	38.40	14.59	9.08	20.28	18.07	13.56
龙源技术	44.59	44.55	43.37	24.21	45.19	3.11	20.15	21.54	21.03	4.95
桑德环境	40.84	40.83	35.33	39.53	37.03	12.50	22.80	22.20	21.91	18.52
先河环保	52.84	48.18	51.72	5.96	50.45	11.47	24.32	27.02	4.93	23.09

资料来源: WIND、海通证券研究所

2010 年上市公司三项费用率和 2009 年基本持平, 三项费用率合计 14%。2011 年一季度, 销售费用率比 2010 年全年平均下降 1 个百分点, 管理和财务费用率持平。

环保上市公司平均资产负债率持续下降, 2010 年为 55.54%, 同比下降 9.93 个百分点, 2011 年一季度达到 53.97%, 同比减少 10.54 个百分点。现金流情况不容乐观, 2010 年平均经营现金流为 0.07 亿元, 同比减少 96.13%。2011 年一季度经营现金流为-0.42 亿元, 同比持平。

表 8 环保上市公司主要期间费用率变化 (2007-2011Q1)

	财务费用率					管理费用率					销售费用率				
	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2007	2008	2009	2010	2011Q1
易世达	0%	0%	0%	-1%	-3%	16%	6%	5%	6%	3%	0%	0%	1%	1%	1%
九龙电力	5%	7%	4%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	0%	1%	1%	1%	0%
桑德环境	4%	6%	5%	4%	5%	4%	4%	5%	4%	9%	2%	1%	1%	1%	1%
永清环保	1%	0%	0%	0%	0%	4%	6%	8%	7%	8%	3%	2%	2%	2%	4%
龙净环保	0%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	6%	9%	13%	2%	2%	2%	3%	3%
菲达环保	2%	3%	3%	2%	3%	7%	7%	8%	7%	8%	2%	2%	2%	2%	3%
平均	3%	4%	3%	3%	3%	6%	7%	7%	8%	8%	2%	2%	3%	3%	2%
凯迪电力	5%	9%	6%	6%	5%	4%	12%	10%	7%	7%	0%	0%	1%	1%	0%
科林环保	0%	1%	-1%	1%	1%	9%	8%	9%	10%	11%	2%	6%	5%	4%	4%
三维丝	0%	0%	1%	0%	-4%	4%	7%	8%	12%	14%	4%	4%	4%	6%	8%
盛运股份	4%	2%	2%	3%	5%	6%	5%	7%	9%	10%	8%	8%	7%	8%	7%
格林美	2%	4%	5%	5%	7%	6%	9%	11%	13%	12%	1%	2%	2%	3%	3%
龙源技术	0%	0%	0%	-2%	-14%	11%	14%	14%	14%	33%	3%	7%	7%	9%	21%
三聚环保	6%	5%	5%	3%	4%	12%	10%	13%	12%	16%	9%	8%	11%	8%	11%
国电清新	0%	2%	10%	13%	13%	8%	10%	11%	10%	8%	1%	2%	3%	1%	2%
先河环保	2%	1%	1%	1%	-1%	21%	14%	13%	11%	25%	21%	15%	12%	12%	19%
聚光科技	2%	2%	3%	2%		30%	21%	16%	15%		14%	13%	15%	15%	

资料来源: WIND、海通证券研究所

表 9 环保上市公司主要期间费用率变化 (2007-2011Q1)

	资产负债率 (%)					经营现金流(亿元)				
	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1
先河环保	53.00	40.37	7.42		5.15	0.08	0.10	0.15	-0.32	-0.23
龙源技术	57.20	38.43	12.99		16.72	0.55	0.52	0.56	0.28	-0.48
科林环保	66.85	53.60	20.87		25.49	0.05	0.62	-0.05	0.03	0.05
三维丝	37.15	54.98	22.06	23.56	20.67	-0.07	0.18	-0.06	-0.05	-0.21
易世达	80.39	60.26	22.94		20.09	-0.09	0.24	0.10	-0.10	-0.49
三聚环保	59.66	56.79	26.82	59.06	28.23	-0.08	0.30	-0.47	-0.36	-0.43
盛运股份	58.69	53.46	41.29	55.82	39.40	0.05	0.56	-0.29	0.03	-0.34
格林美	52.28	63.82	45.25	30.67	49.74	0.52	0.74	-3.34	-1.30	-0.68
创元科技	50.86	51.48	46.54	49.57	47.87	0.95	1.52	1.42	-0.15	-0.42
桑德环境	56.85	55.09	53.37	55.30	55.52	0.31	0.21	2.58	0.53	0.50
平均	68.16	65.47	55.54	64.51	53.97	0.89	1.81	0.07	-0.42	-0.42
永清环保	68.97	59.33	61.84		20.35	0.12	0.11	0.20	-0.07	-0.07
龙净环保	72.73	58.73	63.40	59.28	63.31	3.10	2.14	1.67	-1.38	-2.66
凯迪电力	64.66	67.50	65.95	67.10	62.68	5.58	8.34	1.32	0.02	1.40
国电清新	73.17	74.65	67.31	75.01	66.06	0.35	1.34	1.11	0.08	0.24
菲达环保	74.89	74.98	74.52	74.87	75.13	1.84	-0.72	1.13	-0.43	-0.59
九龙电力	77.11	78.49	76.37	77.36	75.51	1.02	12.75	-4.83	-3.56	-2.30

资料来源: WIND、海通证券研究所

风险提示

宏观经济增速波动, 以及原材料价格波动, 可能影响行业需求及上市公司盈利水平。

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

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

覆盖上市电力公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、中能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力。

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。