

推荐（维持）

超募资金开始实现效益，脱硝市场即将开启

2011年5月30日

环保行业5月月报

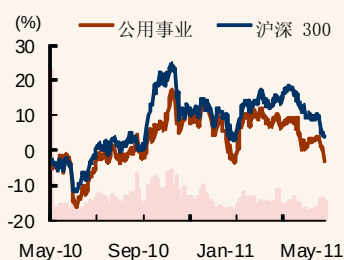
上证指数 2710

行业规模

		占比%
股票家数（只）	32	1.7
总市值（亿元）	2272	0.9
流通市值（亿元）	1333	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.1	-6.0	42.1
相对表现	-0.8	-8.9	26.2



相关报告

1、《环保行业4月月报—一季度业绩为全年低点，建议关注龙头企业》
2010/5/4

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

5月份，碧水源、先河环保、燃控科技等多家环保公司使用超募资金进行对外投资，延伸产业链或拓展业务区域，资金开始实现效益。同时，据中电联网站消息，环保部审议并原则通过了《火电厂大气污染物排放标准》。六月份建议重点关注脱硝相关企业以及中报有成长预期的企业。

□ **多家环保公司使用超募资金，资金开始实现效益。**5月份，碧水源、先河环保、燃控科技等多家环保公司使用部分超募资金进行对外投资。其中，碧水源使用6亿超募资金占领云南市场；先河环保创立山东先河；燃控科技开始涉足固废产业。去年新上市环保公司的大量超募资金开始实现效益，为公司打开新市场或延伸产业链，增加利润增长点，推动公司长期发展。

□ **国内7.07亿千瓦火电机组将迎来环保改造。**5月13日，环保部审议并原则通过了《火电厂大气污染物排放标准》。新标准加大了对火电大气污染物中氮氧化物的控制力度，收严了二氧化硫、烟尘等污染物排放限值，增设了汞及其化合物控制指标，环保部称，该标准进一步修改后会同质检总局联合发布实施。国内7.07亿千瓦火电机组需进行脱硝改造，“低氮燃烧+SCR”联合脱硝的方式预计将成为主流技术，前后端脱硝市场将同时开启。

□ **环保板块5月份以来跑输大盘0.8个百分点。**环保板块5月份以来跑输大盘0.8个百分点，过去六个月跑输大盘8.9个百分点。5月份，环保板块继续调整，板块估值持续回落。目前环保行业2011年平均PE为32.9倍，但排名仍位于第一；环保行业平均PB为4.3倍，降至第六位。

□ **六月份建议重点关注脱硝相关企业以及中报有成长预期的企业。**据中电联网站消息，《大气污染物排放标准》已通过环保部审议，进一步修改后会同质检总局联合发布实施。未来，脱硝市场预计将开启，电厂脱硝等环保工程开始集中展开，利好脱硝相关的大气污染治理企业，包括龙净环保、龙源技术、九龙电力、永清环保等。此外，6月份，中报及业绩快报临近，根据我们对一季报的总结回顾，桑德环境、碧水源、维尔利在业绩增长上保持了较好的势头，而龙净环保、龙源技术、永清环保等公司预收、预付、存货等方面有较大增长，后续可能具备成长动能，建议关注。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
先河环保	15.1	0.40	0.49	0.58	31	26	2.7	审慎推荐 A
桑德环境	23.6	0.35	0.50	0.72	47	33	7.0	强烈推荐 A
龙源技术	43.3	1.33	1.43	1.44	30	30	4.7	审慎推荐 A
龙净环保	26.3	1.35	1.10	1.38	24	19	2.5	强烈推荐 A
九龙电力	15.1	0.15	0.08	0.22	189	69	5.2	审慎推荐 A
碧水源	38.0	0.97	1.31	1.14	29	33	4.0	审慎推荐 A
万邦达	54.1	1.23	1.10	1.05	49	51	7.4	审慎推荐 A
易世达	25.2	1.07	1.38	0.84	18	30	2.8	审慎推荐 A
富春环保	17.3	0.57	0.80	0.43	22	40	4.1	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司动态及分析	3
1、多家公司使用超募资金对外投资，资金开始实现效益	3
2、大股东承诺将九龙电力打造为唯一环保平台，定增已通过	3
3、三维丝限制性股票与股票期权激励计划（修订稿）发布	3
二、行业动态及影响分析	6
1、国内 7.07 亿千瓦火电机组将迎来环保改造	6
2、水利部酝酿出台污水处理回用条例，再生水使用受鼓励	6
三、行业估值比较	9
1、环保板块 5 月份跑输大盘 0.8 个百分点	9
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	10
四、6 月份投资思路探讨	11

图表目录

表 1：重点公司 5 月份动态汇总	4
表 2：环保行业 5 月份要闻及点评	7
表 3：主要环保上市公司估值表	12
图 1：环保板块与沪深 300 指数 2011 年 5 月份以来走势比较	9
图 2：环保板块与沪深 300 最近一年走势比较	9
图 3：各行业市盈率比较	10
图 4：各行业市净率比较	10

一、公司动态及分析

1、多家公司使用超募资金对外投资，资金开始实现效益

5 月份，碧水源、先河环保、燃控科技等多家环保公司使用部分超募资金进行对外投资，去年新上市环保公司的大量超募资金开始实现效益，为公司打开新市场或延伸产业链，增加利润增长点，推动公司长期发展。

- 碧水源：公司拟使用超募资金 6 亿元与云南水务产业投资有限公司共同投资设立云南水务产业发展有限责任公司，公司占 49% 股权。云南水投是省政府确定的省级城市生活污水处理设施建设和运营管理的投（融）资平台，在云南省水务市场的影响力巨大。云南水投目前拥有 35 个水务项目，总设计处理规模 44.45 万吨/日，未来新公司最终将达到总处理规模 300 万吨/日的发展目标。项目实施有助于公司快速进入云南水务市场，推广膜产品和技术，提升市场份额。
- 先河环保：公司拟使用超募资金 800 万元投资设立全资子公司山东先河环保科技有限公司，开展山东市场环境监测仪器设备组装、销售、运营服务、研发等业务。目前，山东省各地建立了近 300 套空气质量自动监测系统、160 套水质系统，未来将面临维护、运营等方面的大量需求。项目达产后，预计可实现销售收入 2000 万元，净利润 430 万元。
- 燃控科技：5 月 16 日，公司与福建银森集团签订协议，拟以现金 1.485 亿元出资，通过股权转让及增资扩股的方式，获得定州市瑞泉固废处理、诸城宝源新能源发电、肇东龙杰环保、寿光福源环保发电四个垃圾发电项目公司 45% 的股权。公司本次投资 4 个垃圾发电项目合计处理能力 2400 吨/日，其中定州、诸城两项目已获得核准，预计 2012 年投产发电，肇东、寿光两项目仍需等待核准。

2、大股东承诺将九龙电力打造为唯一环保平台，定增已通过

5 月份，九龙电力收到控股股东中电投集团《关于进一步避免与九龙电力同业竞争有关事项的承诺》，承诺公司将把九龙电力作为集团环保产业发展的唯一平台，在非公开发行完成后三年内，逐步收购九龙电力非环保资产，减少并最终消除同业竞争。

5 月 13 日，九龙电力非公开发行 A 股股票的申请获得证监会有条件审核通过，目前还将等待证监会核准的正式文件。

公司本次拟向大股东定向增发，涉及 908 万千瓦脱硫资产，收购完成后，公司脱硫机组将快速提升至 1226 万千瓦，脱硫资产容量增加 284%，公司主营业务将发生巨大转变，环保业务比重大幅提升，快速转型为科技环保上市公司，成为中电投集团环保产业的平台。本次集团进一步避免同业竞争的承诺，更确立了九龙电力在集团环保业务中的地位。未来，公司享有国家政策支持，并依托集团资源优势，成长空间广阔。

3、三维丝限制性股票与股票期权激励计划（修订稿）发布

5 月份，三维丝公司公布限制性股票与股票期权激励计划修订稿，公司股权激励计划共包括限制性股票激励计划和股票期权激励计划两部分，设计公司股票总数 260 万股，占公司股本总额 5%，其中限制性股票激励计划占 20%，股票期权激励计划占 80%。每

一股限制性股票价格为 19.29 元，每一份股票期权行权价格为 42.51 元。

公司限制性股票授予条件为 2010 年净利不低于 2000 万，且加权平均净资产收益率不低于 6.6%；股票期权行权条件为 2011 年、2012 年、2013 年净利分别不低于 2010 年的 120%、144%和 172%；加权平均净资产收益率分别不低于 7%、7.5%、8%。股权激励方案对公司员工将起到一定的激励作用，有助于公司的长远稳定发展，将于 6 月 2 日召开临时股东大会审议。

表1: 重点公司5月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
九龙电力 (600292)	非公开发 行获证监 会有条件 审核通过	5 月 13 日,公司非公开发行 A 股股票的 申请获得证监会有条件审核通过,目前 还将等待证监会核准的正式文件。	公司本次拟向大股东定向增发,涉及 908 万 千瓦脱硫资产,收购完成后,公司脱硫机组 将快速提升至 1226 万千瓦,脱硫资产容量增 加 284%,公司主营业务将发生巨大转变,环 保业务比重大幅提升,快速转型为科技环保 上市公司,成为中电投集团环保产业的平台。 未来,公司享有国家政策支持,并依托集团 资源优势,成长空间广阔。
	中电投集 团进一步 避免同业 竞争公告	公司收到控股股东中电投集团《关于进 一步避免与九龙电力同业竞争有关事项 的承诺》,承诺公司将把九龙电力作为集 团环保产业发展的唯一平台,在非公开 发行完成后三年内,逐步收购九龙电力 非环保资产,减少并最终消除同业竞争。	公司目前环保业务盈利水平稳定,环保业务 利润在公司所有业务利润总额中占据主要地 位,未来,公司剥离非环保业务,有助于保 障公司的稳定盈利能力,免受煤价等因素影 响。
三维丝 (300056)	限制性股 票与股票 期权激励 计划(修订 稿)发布	公司公布限制性股票与股票期权激励计 划修订稿,公司股权激励计划共包括限 制性股票激励计划和股票期权激励计划 两部分,设计公司股票总数 260 万股, 占公司股本总额 5%,其中限制性股票激 励计划占 20%,股票期权激励计划占 80%。每一股限制性股票价格为 19.29 元,每一份股票期权行权价格为 42.51 元。	公司限制性股票授予条件为 2010 年净利不 低于 2000 万,且加权平均净资产收益率不低 于 6.6%;股票期权行权条件为 2011 年、2012 年、2013 年净利分别不低于 2010 年的 120%、144%和 172%;加权平均净资产收益 率分别不低于 7%、7.5%、8%。股权激励方 案对公司员工将起到一定的激励作用,有助 于公司的长远稳定发展,将于 6 月 2 日召开 临时股东大会审议。
碧水源 (300070)	使用部分 超募资金 对外投资	公司拟使用超募资金 6 亿元与云南水务 产业投资有限公司共同投资设立云南水 务产业发展有限公司,公司占 49% 股权。云南水投是省政府确定的省级城 市生活污水处理设施建设和运营管理的 投(融)资平台,在云南省水务市场的 影响力巨大。	云南水投目前拥有 35 个水务项目,总设计处 理规模 44.45 万吨/日,未来新公司最终将达 到总处理规模 300 万吨/日的发展目标。项目 实施有助于公司快速进入云南水务市场,推 广膜产品和技术,提升市场份额。
先河环保 (300137)	使用部分 超募资金 对外投资	公司拟使用超募资金 800 万元投资设立 全资子公司山东先河环保科技有限公司, 开展山东市场环境监测仪器设备组 装、销售、运营服务、研发等业务。项 目达产后,预计可实现销售收入 2000 万元,净利润 430 万元。	目前,山东省各地建立了近 300 套空气质量 自动监测系统、160 套水质系统,未来将面 临维护、运营等方面的大量需求。公司本次项 目的实施,有助于公司提升行业地位,开拓 市场,同时也有助于山东省环境监测能力的 提升和数据准确度的提高。
中电环保 (300172)	取得环境 污染治理 设施运营 甲级资质	5 月 11 日,公司收到国家环保部颁发的 《环境污染治理设施运营资质证书》,证 书编号为国环运营证 3151,资质等级为 生活污水甲级和工业废水甲级,有效期 至 2014 年 4 月。	甲级资质是国家环境污染治理设施运营的最 高级资质。取得该证书后,有利于公司承接 生活污水、工业废水的运营业务,也有利于 公司拓展水处理项目的 BOT、TOT 等业务, 为未来的业务拓展增加竞争力。

公司名称	事项	事件内容	简评
燃控科技 (300156)	使用部分 超募资金 对外投资	5月16日,公司与福建银森集团签订协议,拟以现金1.485亿元出资,通过股权转让及增资扩股的方式,获得定州市瑞泉固废处理、诸城宝源新能源发电、肇东龙杰环保、寿光福源环保发电四个垃圾发电项目公司45%的股权。	公司本次投资4个垃圾发电项目合计处理能力2400吨/日,其中定州、诸城两项目已获得核准,预计2012年投产发电,肇东、寿光两项目仍需等待核准。公司涉足垃圾发电领域,是产业链的延伸,为公司未来发展提供了一个新的方向。项目2011年对公司业绩暂不形成贡献,但长期来看,是公司业务的一项突破。

资料来源:公司公告,招商证券整理

二、行业动态及影响分析

1、国内 7.07 亿千瓦火电机组将迎来环保改造

5月13日，环保部审议并原则通过了《火电厂大气污染物排放标准》。新标准加大了对火电大气污染物中氮氧化物的控制力度，收严了二氧化硫、烟尘等污染物排放限值，增设了汞及其化合物控制指标，环保部称，该标准进一步修改后会同质检总局联合发布实施。国内 7.07 亿千瓦火电机组需进行脱硝改造。

根据中证报报道，有权威人士表示，今年国内有望启动 3000 万千瓦火电机组的脱硝工程招标。目前，已划定长三角、珠三角、京津冀和成渝等地区，作为落实氮氧化物控制的重点地区，也将成为实施火电脱硝工程的重点区域。

大气污染治理是我国“十二五”环境污染治理的一个重要方面，尤其是其中的火电脱硝治理。1月份出台的《火电厂大气污染物排放标准（二次征求意见稿）》，对二氧化硫、氮氧化物等污染物排放进行了严格的限制，力度超出预期。这一标准若实施，我国的脱硫设施可能将再面临大规模的改造需求，前后端脱硝市场也将全面打开。大气污染治理各个细分子行业在“十二五”期间都将拥有几百亿甚至近千亿的市场空间。

➤ **脱硝技术路线：前后端组合脱硝方式既经济、又有效。**

根据《火电厂大气污染物排放标准》（二次征求意见稿），一般地区 2004 年后新建燃煤锅炉氮氧化物排放限值为要达到 100 mg/m³；2003 年 12 月 31 日前建成投产或通过建设项目环境影响报告书审批的燃煤锅炉要执行 200 mg/m³ 限值；重点地区一律执行 100 mg/m³ 限值。在这一限值下，单纯使用低氮燃烧技术较难稳定达到排放要求，而单纯使用 SCR 技术脱硝，成本又太高。因此，推荐火电厂可根据具体情况采用“高效低氮燃烧技术 + SCR 技术”、“高效低氮燃烧技术 + SNCR 技术”实现达标排放，前后端组合脱硝方式，结合了前端与后端技术的优点，相对单纯 SCR 技术更经济，同时又能有效达标。

➤ **掌握脱硝催化剂将成为后端 SCR 制胜关键。**

在后端 SCR 脱硝过程中，催化剂是重要的一环。催化剂成本在初始投资中占比约 30%-40%，在运营过程中，催化剂也是最主要的运营成本之一，占比达到 40% 左右，因此，掌握脱硝催化剂将成为在后端 SCR 脱硝中制胜的关键。

同时，二次征求意见稿若正式实施，也可能给火电企业带来较大的减排压力，脱硫、脱硝成本上升，需要配套的扶持政策，如电价优惠等政策对火电企业进行大气污染治理给予补贴。未来，脱硝电价政策的正式出台，将大力推动我国脱硝工业的发展，真正打开脱硝的千亿市场。

2、水利部酝酿出台污水处理回用条例，再生水使用受鼓励

水利部人士对外透露，拟与法制办共同酝酿出台一个污水处理回用条例，目前处于立法调研和起草征求意见阶段。同时，水利部还在争取出台污水处理回用设施以及再生水管网的以奖代补政策。

北京市水务局表示，年内将出台再生水使用鼓励办法，对用再生水替代自来水的单位进

行奖励,包括政府补贴、用水指标提高等,再生水在居民家庭中的使用也将推广。西城区节水办有关负责人介绍,今年新节水办法有望出台,西城区将拨专项资金提高雨水和中水利用水平,争取“十二五”期间,全区实现中水洗车。

我国人均水资源贫乏,655个城市中有近400个缺水。“十一五”期间,北京、天津、河北、山西、陕西、山东、辽宁等北方缺水城市就要求大力发展再生水利用,实现污水再生利用与污水处理能力的同步增长。“十二五”期间,水资源节约和再生水利用的政策力度预计将更大,再生水设施建设可能首次列入规划中的水资源开发利用工程,而再生水利用率则有望由2%提高到10%左右。

再生水利用市场规模的增大,将带动相关的污水深度处理技术更广泛的应用,如膜技术、活性炭法、臭氧氧化等。

表2: 环保行业5月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2011.04.30	工业固废综合利用“十二五”指标初定	工信部有关负责人透露,《“十二五”大宗工业固体废物综合利用专项规划》已经进入了起草的后期阶段,预计将在今年9月份发布,到2015年,大宗工业固体废物的综合利用率将从2010年的40%提高50%,目前各项大宗固废利用指标也已经基本确定。	近年来,随着我国国民经济的快速发展,尾矿、赤泥、煤矸石、粉煤灰、工业副产石膏、白泥等大宗工业固废产量迅猛增加。因此,大宗工业固废综合利用在十二五期间要大力推进。与此相关的技术、装备都将受益,同时一批特色示范基地、重点企业预计也将培育起来。
2011.05.05	水利部酝酿出台污水处理回用条例	水利部人士对外透露,拟与法制办共同酝酿出台一个污水处理回用条例,目前处于立法调研和起草征求意见阶段。同时,水利部还在争取出台污水处理回用设施以及再生水管网的以奖代补政策。	我国人均水资源贫乏,655个城市中有近400个缺水。“十二五”期间,水资源节约和再生水利用的政策力度预计将更大,再生水设施建设可能首次列入规划中的水资源开发利用工程,而再生水利用率则有望由2%提高到10%左右。
2011.05.13	国家发改委拟推动开征环境税	国家发改委在《关于落实全国人大常委会清洁生产促进法执法检查报告及审议意见的报告》中提出,将推动开征环境税。	环境税的征收,有助于从经济上推动企业进行清洁生产。但具体是否得以实行,还需关注政策后续发展。
2011.05.16	北京再生水使用鼓励办法有望年内出台	北京市水务局表示,年内将出台再生水使用鼓励办法,对用再生水替代自来水的单位进行奖励,包括政府补贴、用水指标提高等,再生水在居民家庭中的使用也将推广。西城区节水办有关负责人介绍,今年新节水办法有望出台,西城区将拨专项资金提高雨水和中水利用水平,争取“十二五”期间,全区实现中水洗车。	北京是我国严重缺水的城市之一,目前人均水资源量已经降至100立方米左右。因此,再生水的使用推广迫在眉睫。鼓励使用再生水对于目前的用水紧张情况将有一定程度的缓解,同时,利好与再生水相关的污水深度处理技术的应用和发展,如MBR、活性炭法、臭氧氧化等。
2011.05.20	云南部署重金属污染防治盯紧重点区域和重点行业	云南省环境监察工作会近日召开。会议指出,重金属污染防治是当前和今后一个时期环保工作的重中之重。要在2010年全面排查的基础上,加大对涉重金属重点区域和重点行业的督察督办力度,特别要加大对铅酸蓄电池行业的查处力度。	2月份,《重金属污染综合防治“十二五”规划》得到国务院批复,成为我国第一个“十二五”国家规划。重金属污染治理也成为我国减排的一个重要目标。云南省是国家重金属污染防治重点省份,污染防治更要加大力度。

时间	行业事件	内容	简评
2011.05.24	山东约谈垃圾处理设施建设滞后城市政府负责人,垃圾处理场要覆盖所有县	山东省政府日前召开全省部分城市垃圾处理设施建设约谈会,对部分建设进度慢、工作滞后的县、市政府负责人进行约谈,研究整改措施,确保年底前实现省政府提出的垃圾处理“一县一场”目标。	“一县一厂”是“十二五”期间我国大部分地区垃圾处理的目标和要求,2015年,全国城市垃圾无害化处理率要达到80%以上。在相关政策及各地方政府的推动下,“十二五”将迎来我国固废处理的黄金时期,行业增速在30%左右。
2011.05.26	国内7.07亿千瓦火电机组将迎来环保改造	5月13日,环保部审议并原则通过了《火电厂大气污染物排放标准》。新标准加大了对火电大气污染物中氮氧化物的控制力度,收严了二氧化硫、烟尘等污染物排放限值,增设了汞及其化合物控制指标,国内7.07亿千瓦火电机组需进行脱硝改造。	火电厂大气污染排放新标准的通过和未来的发布,将正式开启千亿脱硝市场。前后端脱硝组合方式将成为火电脱硝的主要技术路线。后续脱硝电价的出台,还将为火电厂脱硝提供经济上的支持,提升企业脱硝的积极主动性,推动脱硝市场发展。

水价动态

- 1、新疆柯坪县水价听证会否决政府涨价提议
- 2、昆明市“垃圾处理费随水费征收”正报审批
- 3、山东荣成市水费和污水处理费捆绑征收
- 4、青岛市实施超额累进加价阶梯水价
- 5、长沙居民生活用水将推阶梯水价
- 6、海南海口水价将上调
- 7、北京13村镇年内试点阶梯水价

固废项目动态

- 1、北京阿苏卫垃圾循环经济园今年将开工
- 2、海口生活垃圾焚烧发电厂将并网发电
- 3、内蒙乌海将建生活垃圾发电项目
- 4、江苏扬州垃圾发电项目将运行
- 5、广西钦州启动生活垃圾焚烧发电项目
- 6、湖南娄底医疗废物垃圾无害化集中处理试运营
- 7、广西柳州今年底可实现垃圾发电
- 8、湖南常德五月底生活垃圾开始试发电
- 9、江苏扬中泰兴合建垃圾焚烧供热项目
- 10、黑龙江伊春首个垃圾发电厂12月底调试
- 11、武汉将建餐厨垃圾处理厂

资料来源:招商证券

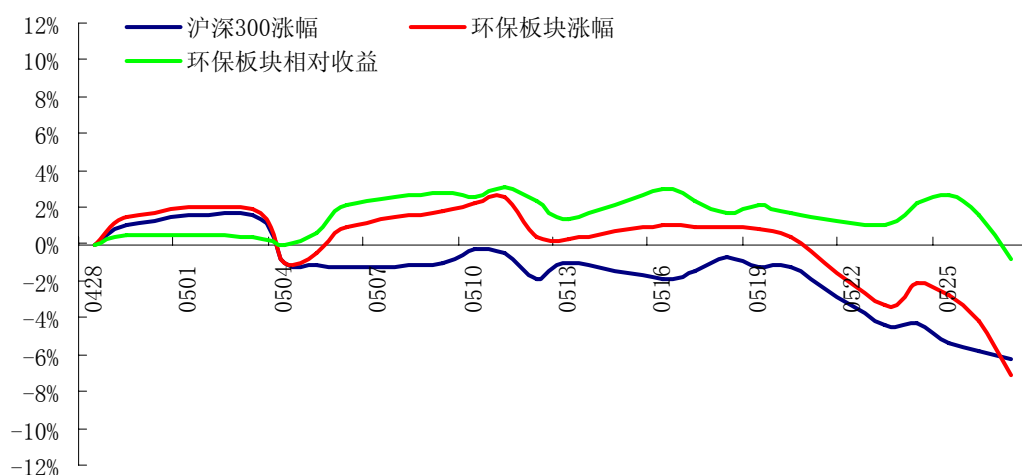
三、行业估值比较

1、环保板块 5 月份跑输大盘 0.8 个百分点

- 5 月份，沪深 300 指数下跌 6.3%，环保板块下跌 7.1%，跑输市场 0.8 个百分点。
- 过去三个月，与沪深 300 指数相比，环保板块跑输 12.5 个百分点。
- 过去六个月，与沪深 300 指数相比，环保板块跑输 8.9 个百分点。
- 过去一年，与沪深 300 指数相比，环保板块跑赢 26.2 个百分点。

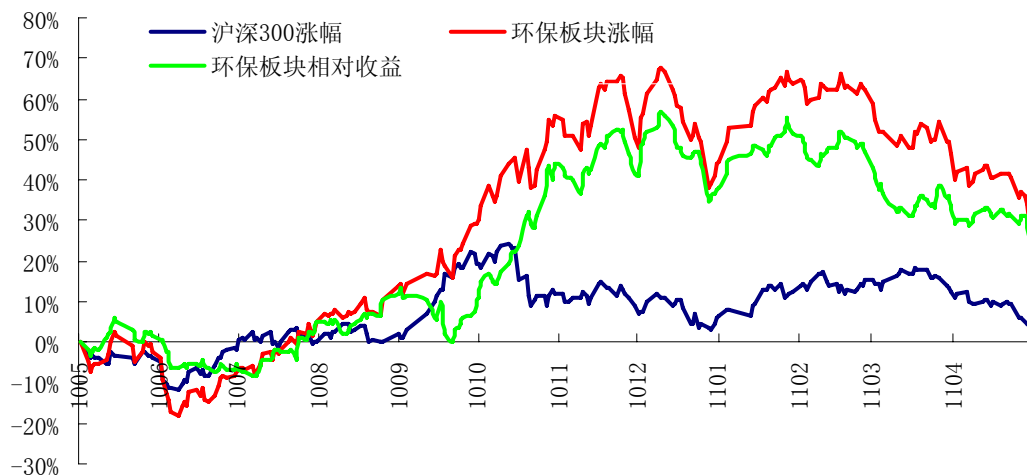
5 月份，市场整体出现大幅回调，环保板块下跌之势也仍然持续，跑输市场 0.8 个百分点。目前环保板块仍处于调整的过程中，但经过今年的大幅下跌后，部分龙头公司股价目前已具有安全边际，预计业绩增速将在 50% 左右，而目前估值仅为 30 倍。但部分业绩增长动能不足的公司估值可能仍面临持续调整。

图1：环保板块与沪深300指数2011年5月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 5 月 27 日收盘价）

图2：环保板块与沪深300最近一年走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 5 月 27 日收盘价）

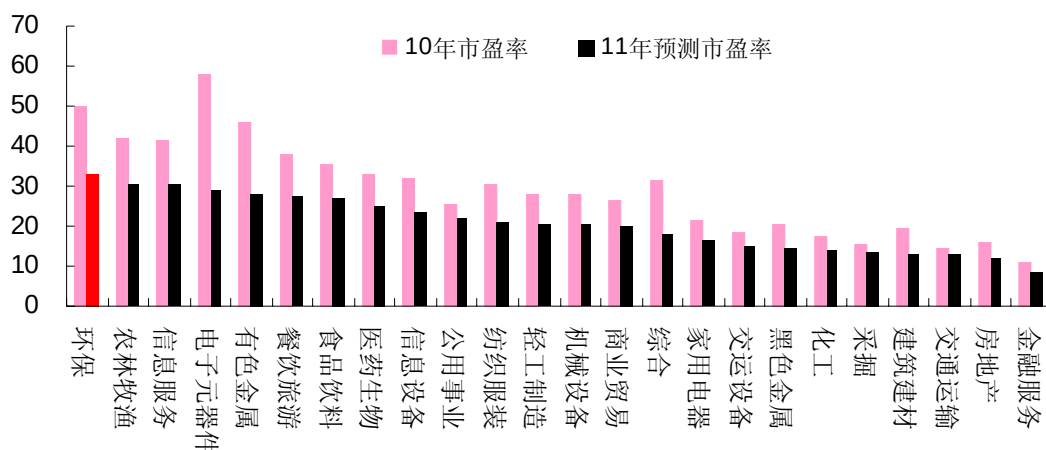
2、不同板块的 PE 和 PB 比较

环保板块作为新兴产业板块，由于其高成长性，估值目前仍处于较高位置。按照 5 月 27 日收盘价，对不同行业之间的 PE 和 PB 进行比较，按照当前价格计算的 2011 年预测市盈率和按照最新年报公布的每股净资产计算的市净率比较，环保板块整体估值仍处于最高的位置。

- 按照 2011 年预测市盈率计算，环保行业平均 PE 为 32.9 倍，估值较上月有所下降，但仍处于第一位。
- 按照最新净资产计算，环保行业平均 PB 为 4.3 倍，较上月有所下降，在所有行业中排名降至第六位，位于食品饮料、有色金属、医药生物、农林牧渔等行业之后。

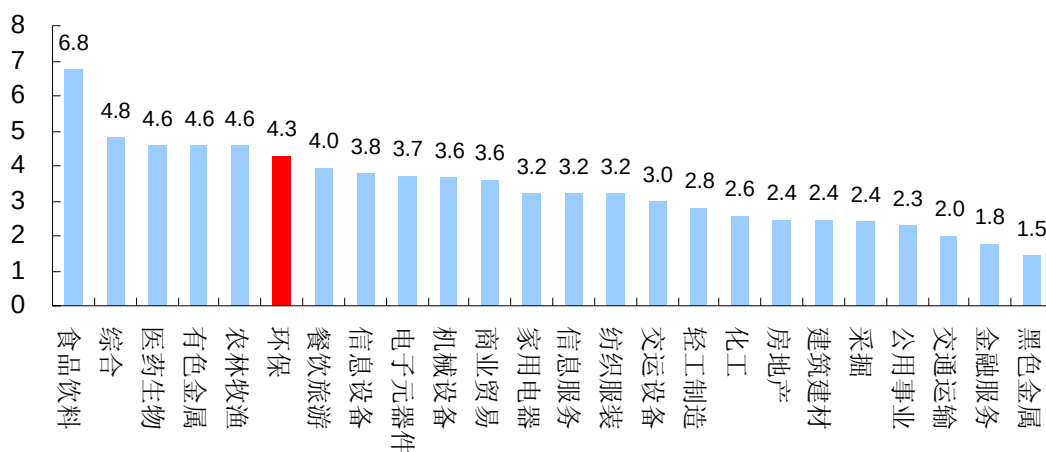
5 月份，环保板块整体估值继续调整，2011 年预测市盈率由上月的 35.7 倍下降至 32.9 倍，部分公司估值逐渐调整至具有安全边际的位置。短期来看，受市场整体风险的影响以及部分公司业绩成长的部分不确定性，环保公司走势可能出现分化，龙头企业业绩增长较确定的企业，估值也调整至具有安全边际的位置，后续下行空间不大，但部分业绩低于预期的企业，可能面临持续的再调整。

图3：各行业市盈率比较



资料来源：wind，招商证券（截至 5 月 27 日收盘价）

图4：各行业市净率比较



资料来源：wind，招商证券（截至 5 月 27 日收盘价）

四、6 月份投资思路探讨

5 月份，环保板块仍然处于持续调整状态中，2011 年预测市盈率整体已经调整至 32.9 倍。多家环保公司开始使用超募资金对外拓展，延伸产业链或进行地域扩张，为未来增长增加新的动能。后续，环保公司的走势可能出现分化，目前正是精选优质个股的时期。

5 月份，《大气污染物排放标准》已通过环保部审议，进一步修改后会同质检总局联合发布实施。国内 7.07 亿千瓦火电机组将进行脱硝改造。6 月份，脱硝市场预计将开启，电厂脱硝等环保工程开始集中展开，利好脱硝相关的大气污染治理企业，包括龙净环保、龙源技术、九龙电力、永清环保等。此外，后续脱硝电价的具体政策出台仍需持续跟踪和关注。

1、龙净环保——大气污染治理龙头企业

公司是国内率先进入烟气脱硝领域的厂家之一，是我国大气控制领域的龙头。业务覆盖脱硫、脱硝、除尘等大气污染治理全部领域，同时积极拓展海外市场。目前，公司股权激励已经完成，存在释放业绩的动力，我们期待着公司业绩超预期，目前估值仅为 20 倍，值得重点关注。

2、龙源技术——前端脱硝领跑者，背靠国电集团拥有市场优势

公司的低氮燃烧技术在前端脱硝中仍具有优势，而且，背靠国电集团的优势，为公司市场拓展带来了更多便利。由于公司一季度开工情况不尽如人意，股价出现了大幅调整，脱硝市场开启后，期待公司业绩的回升。

3、九龙电力——中电投唯一环保平台，环保业务发展良好，拥有脱硝催化剂生产线

5 月份，九龙电力收到控股股东中电投集团《关于进一步避免与九龙电力同业竞争有关事项的承诺》，承诺公司将把九龙电力作为集团环保产业发展的唯一平台，在非公开发行完成后三年内，逐步收购九龙电力非环保资产，减少并最终消除同业竞争。5 月 13 日，九龙电力非公开发行 A 股股票的申请获得证监会无条件审核通过。本次集团进一步避免同业竞争的承诺，更确立了九龙电力在集团环保业务中的地位。未来，公司享有国家政策支持，并依托集团资源优势，成长空间广阔。

4、永清环保——立足湖南，多项业务全面开展

公司是湖南省环保产业龙头企业，区域优势大。同时，公司业务领域广泛，业务模式多样，涉及脱硫、脱硝的工程承包及运营的多个方面。在“十二五”环保产业的快速发展中，公司各项细分业务都将有所突破。目前，公司在手订单较为充足，我们认为，仍可保证 2011~2012 年的快速发展。

此外，6 月份，中报及业绩快报临近，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。根据我们对一季报的总结回顾，桑德环境、碧水源、维尔利在业绩增长上保持了较好的势头，而龙净环保、龙源技术、永清环保等公司预收、预付、存货等方面有较大增长，后续可能具备成长动能；此外，碧水源在一季度使用 6 亿超募资金抢占云南市场，后续发展也建议重点关注。

表3: 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	15.11	0.40	0.49	0.58	0.83	38	31	26	18	2.7
节能	300125	易世达	审慎推荐 A	25.17	1.07	1.38	0.84	1.12	24	18	30	22	2.8
	300156	天立环保	审慎推荐 A	22.3	1.23	1.31	0.88	1.18	18	17	25	19	2.5
大气治理	300105	龙源技术	审慎推荐 A	43.29	1.33	1.43	1.44	1.94	33	30	30	22	4.7
	600578	龙净环保	强烈推荐 A	26.33	1.35	1.10	1.38	1.55	20	24	19	17	2.5
	600292	九龙电力	审慎推荐 A	15.1	0.15	0.08	0.22	0.40	101	189	69	38	5.2
	300187	永清环保	审慎推荐 A	50.7	0.71	0.83	1.29	2.04	72	61	39	25	4.5
污水处理	300070	碧水源	审慎推荐 A	38.01	0.97	1.31	1.14	1.59	39	29	33	24	4.0
	300055	万邦达	审慎推荐 A	54.05	1.23	1.10	1.05	1.75	44	49	51	31	7.4
	300172	中电环保	审慎推荐 A	18.88	0.52	0.60	0.70	0.94	36	31	27	20	2.6
	300190	维尔利	审慎推荐 A	48.2	0.67	1.14	1.51	2.11	72	42	32	23	3.0
固废治理	000826	桑德环境	强烈推荐 A	23.63	0.35	0.50	0.72	0.99	68	47	33	24	7.0
	002479	富春环保	审慎推荐 A	17.31	0.57	0.80	0.43	0.51	30	22	40	34	4.1

资料来源: 招商证券 (截至 5 月 27 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。