

证券研究报告—深度报告

环保

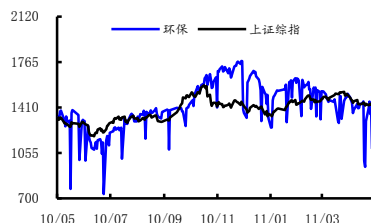
环保行业 2011 年下半年投资策略

推荐

(维持评级)

2011 年 6 月 9 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《水利水电专题投资报告：水资源管理加快水价改革步伐》——2011-3-14

《环保行业 2010 年投资策略：看好环保产业链整合公司》——2010-12-16

《垃圾处理行业专题报告：争议中前行》——2010-9-20

《国信证券 2010 年水务环保行业投资策略：价格机制完善助力行业转型》——2010-6-10

证券分析师：谢达成

电话：021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120032

证券分析师：徐颖真

电话：021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120025

行业半年度投资策略

静待环保价格政策的催化

● 1H11 回顾：高估值修正外，行业基本面也是板块弱势原因

1H2011 板块弱势主要因为（1）高估值的修正（2）盈利低于预期；而盈利低于预期的原因除了对行业发展过分乐观外，我们认为也是受到 2011 年宏观政策影响：（1）2011 年以来高通胀导致企业成本上升，但终端价格受控导致运营类企业盈利好转趋势出现反复；（2）信贷收紧导致环保责任主体资金缺口加大，部分行业进度有所放缓。

● 2H11 展望：环保价格政策推出预期趋强

上半年，尽管环保政策频出，但几乎都是目标、规划类政策，对实际推动行业发展并无大作用。下半年，一方面我们认为货币政策去年 4 季度以来的持续收紧作用已经开始逐步显现，信贷收紧继续加码的概率下降，通胀将逐步可控；另一方面，“十二五”环保约束性指标任务由于上半年耽搁已显得非常艰巨，环保价格政策推出的预期趋强，行业的盈利有望因此好转。重点关注垃圾处理费收费方式、脱硝加价、污水处理费等相关价格政策的进展。

● 估值：回调至历史中枢附近，估值压力释放

当前环保板块 PE 估值溢价几乎把“创业板高估值”因素抹平，但部分包含了对新兴产业向好的预期。水务板块估值低于 04 年以来均值 168%，估值压力均较大释放，只待行业性的催化剂如价格政策的出台。

● 维持行业“推荐”评级，短期关注订单储备充分的工程设备公司。

板块估值回调较为充分，短期可能还会受到中小盘股估值回调以及环保价格推出时机影响，但向下空间已相对有限，而能实际影响行业进展和企业业绩的价格政策预期下半年有望逐步加强，维持行业“推荐”评级。

环保方面短期关注选择订单储备充分的公司如碧水源、永清环保，长期关注竞争相对较小、较大受益于环保价格提升的公司如维尔利、桑德环境；水务方面则关注低估值公司兴蓉投资。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE		投资评级
				2011E	2012E	2011E	2012E	
碧水源	300070	11626.23	35.95	1.07	1.78	34	34	推荐
维尔利	300190	2521.74	47.58	1.54	2.26	31	31	推荐
桑德环境	000826	9279.845	22.45	0.66	0.94	34	34	推荐
永清环保	300187	3285.576	49.20	1.25	2.13	39	39	推荐
兴蓉投资	000598	9545.806	16.55	0.88	1.02	19	19	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

1H11 回顾：催化剂将主要来自环保价格政策	3
市场层面：整体高估，分化明显	3
行业层面：资金、成本压力增加，公司分化	4
政策层面：目标、规划类政策频出，价格类政策受限	5
2H11 展望：环保价格政策推出预期趋强	6
通胀逐步可控——环保价格政策推出的时机临近	6
环保约束性指标——或倒逼环保价格政策推出	7
行业盈利——改善趋势出现反复，环保动力不足	8
后续关注政策及重点	9
估值：回调至历史中枢附近，估值压力释放	10
投资策略：“推荐”，静待环保价格政策的催化	11
维持“推荐”评级，静待环保价格政策的催化	11
短期选择订单储备充分或低估值公司	11

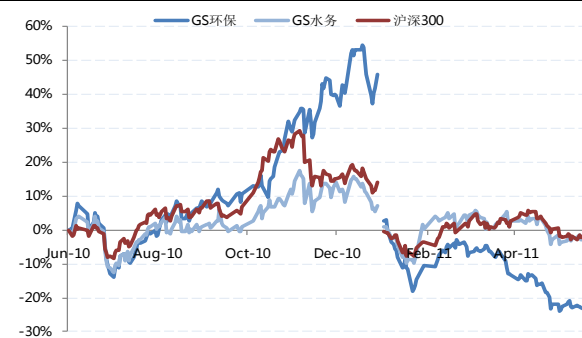
图表目录

图 1：国信环保和水务板块近一年走势	3
图 2：国信 3 级子行业 1H2011 收益率比较	3
图 4：08 年以来 CPI 和 PMI 走势	7
图 5：固定资产投资情况	7
图 7：环保子行业回报率变化	9
表 1：环保水务上市公司业绩统计	3
表 2：高通胀水平下 2010 年 4 季度以来水价上调节奏放缓	4
表 3：2011 年以来拟建垃圾焚烧项目（截止 5 月中旬）	4
表 4：碧水源利用资本优势（超募资金）在项目投资上屡有斩获	5
表 5：2011 年以来主要环保政策一览	5
表 6：“十二五”、2011 年节能减排和环保指标一览	8
表 7：环保各子行业盈利情况	8
表 8：后续政策一览	9
表 9：2011 年以来垃圾捆绑收费模式进展	10
附表 1：重点公司盈利预测及估值	11

1H11 回顾：催化剂将主要来自环保价格政策

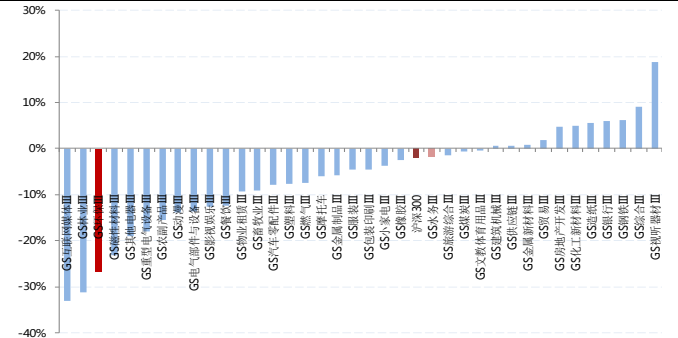
2H2010 市场对以新兴产业为代表的中小盘股预期很高，环保板块跑赢沪深 300 近 32.5%，水务板块则跑输沪深 300 近 7.5%。“十二五”开局之年，板块表现却截然相反。1H2011（截止 5 月底），环保板块远远跑输沪深 300 近 21%，在国信 3 级子行业中收益率倒数第 3，水务板块基本与大盘持平。对其原因，我们稍作总结如下。

图 1：国信环保和水务板块近一年走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：国信 3 级子行业 1H2011 收益率比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场层面：整体高估，分化明显

分析环保、水务行业 2010 年全年和 1Q2011 盈利预测情况，水务板块总体较符合市场预期；环保板块高估的公司较多，且高估幅度严重，尤以万邦达为代表。

公司出现分化。被高估的程度从低到高依次按照主板、中小板、创业板排列；创业板公司中出现较大分化，从 2010 年业绩看，碧水源、龙源技术是上市超过 1 个季度以上且业绩仍较符合预期的两家公司。

表 1：环保水务上市公司业绩统计

2010 年年报			2011 年 1 季报			
公司	10E/11A-1	情况描述	公司	历史 1Q 占全年比	1Q11A/11E	说明
水务：						
首创股份	10.6%	超出预期	首创股份	5.0%	13.2%	超出预期 1Q 不具代表意义
洪城水业	83.8%	超出预期	南海发展	22.4%	21.1%	符合预期
钱江水利	19.9%	超出预期	重庆水务	22.3%	22.8%	符合预期
南海发展	2.2%	符合预期	江南水务	12.8%	14.6%	符合预期
重庆水务	2.6%	符合预期	创业环保	17.9%	17.1%	符合预期
兴蓉投资	-15.1%	低于预期	洪城水业	24.4%	23.9%	符合预期
国中水务	-18.4%	低于预期	国中水务	25.6%	21.2%	符合预期
创业环保			兴蓉投资	22.4%	14.1%	低于预期 部分预测未考虑今年资产注入
江南水务			钱江水利	6.5%	4.3%	略低预期 1Q 不具代表意义
环保：						
华光股份	12.3%	超出预期	先河环保	1.9%	5.6%	超出预期
桑德环境	6.3%	超出预期	科林环保	17.9%	24.1%	超出预期
富春环保	6.3%	超出预期	燃控科技	-6.6%	3.7%	超出预期 1Q 不具代表意义
科林环保	4.8%	符合预期	桑德环境	15.8%	15.8%	符合预期
永清环保	-2.8%	符合预期	龙净环保	12.8%	12.5%	符合预期
碧水源	-2.6%	符合预期	富春环保	16.9%	15.7%	符合预期
龙源技术	-4.0%	符合预期	华光股份	23.9%	13.8%	低于预期
天立环保	-4.5%	符合预期	万邦达	12.7%	5.8%	低于预期
龙净环保	-7.7%	低于预期	碧水源	2.4%	1.7%	低于预期 1Q 不具代表意义

先河环保	-15.7%	低于预期	盛运股份	16.5%	8.9%	低于预期	
盛运股份	-20.3%	低于预期	龙源技术	15.9%	1.1%	低于预期	
燃控科技	-21.0%	低于预期	天立环保	10.4%	7.3%	低于预期	
万邦达	-55.4%	低于预期	永清环保	25.8%	12.5%	低于预期	上市费用
维尔利			维尔利	13.6%	11.7%	低于预期	上市费用

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 预期值主要是指市场的一致预期

行业层面: 资金、成本压力增加, 公司分化

我们认为除了市场情绪因素外, 环保行业推进也受到高通胀下信贷收紧等宏观调控的影响, 这在一定程度上验证了我们年初策略关于“中短期内环保资金缺口加大”的判断。

表 2: 高通胀水平下 2010 年 4 季度以来水价上调节奏放缓

地区	Apr-11		Mar-11		Feb-11		Jan-11		Dec-10		Nov-10		Oct-10		Sep-10	
	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水	供水	污水
天津市	3.50	0.90	3.50	0.90	3.50	0.90	3.50	0.90	3.50	0.90	3.50	0.90	3.08	0.82	3.08	0.82
运城市	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50	2.40	0.50
通化市	3.20	0.40	3.20	0.40	3.20	0.40	3.20	0.40	3.20	0.40	3.20	0.40	1.90	0.30	1.90	0.30
上海市	1.63	1.30	1.63	1.30	1.63	1.30	1.63	1.30	1.33	1.08	1.33	1.08	1.33	1.08	1.33	1.08
宁波市	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80	2.40	0.80
温州市	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50	1.90	0.50
绍兴市	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70	1.80	0.70
合肥市	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.49	0.82	1.39	0.76
滁州市	1.40	0.30	1.40	0.30	1.40	0.30	1.40	0.30	1.40	0.30	1.40	0.30	1.40	0.30	1.45	0.30
福州市	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85	1.40	0.85
深圳市	2.30	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90	1.90	0.90
湛江市	1.41	0.90	1.41	0.90	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77	1.41	0.77
三亚市	1.35	0.95	1.35	0.95	1.35	0.95	1.35	0.95	1.35	0.90	1.35	0.90	1.35	0.90	1.35	0.90
银川市	1.70	0.70	1.70	0.70	1.70	0.70	1.70	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70	1.55	0.70

资料来源: 发改委网站, 国信证券经济研究所整理 注: 蓝色标出数据表示上调地区

水务——水价上涨节奏明显放缓。发改委监测的 100 多个较大城市水价中, 去年 4 季度以来上调节奏仍趋于缓慢, 尤其年初以来仅发生 5 起上涨, 而去年底听证的地区如长沙至今未有动作。36 个大中城市供水和污水价格也未出现提升。

垃圾处理——焚烧领域进度有所放缓。据不完全统计, 年初以来垃圾处理拟开工项目近 100 个, 其中焚烧项目约 16 个, 合计产能近 1.5 万吨/日; 其余大部分为填埋项目, 合计产能近 2.4 万吨/日。并且可观察到除已经开工外, 焚烧项目大多处于环评、规划阶段, 进入设计或施工准备相对较少。除开工季节性因素外, 我们认为焚烧项目单体资金需求大, 或多采用 BOT 模式, 借款大, 相较而言进展更易受信贷收紧影响。从部分垃圾焚烧设备商对 2011 年业务增长担忧中也可得到一定验证。

表 3: 2011 年以来拟建垃圾焚烧项目 (截止 5 月中旬)

地区	项目	投资 (万元)	进展	日期	产能 (吨/日)
四川	康定县生活垃圾焚烧	2500	环评	2011-5-10	30
四川	海诺尔什邡生活垃圾处理厂扩建工程	3935	环评	2011-5-6	200
福建	reCulture 生活垃圾资源再生示范厂	6000	环评	2011-4-18	350
江苏	东台市垃圾焚烧热电	24000	环评	2011-4-12	600
福建	连江县生活垃圾焚烧发电 (一期)	7000	环评	2011-4-8	160
福建	福安市垃圾焚烧发电	16000	环评	2011-4-6	600
广东	东莞市清溪垃圾处理厂	60000	环评	2011-3-25	1500
山东	东营垃圾焚烧发电	23000	开工	2011-3-14	600

广东	深圳东部垃圾焚烧发电厂	382000	环评	2011-3-1	5000
湖南	澧水片区垃圾焚烧发电厂	40000	规划	2011-2-17	900
福建	平潭生活垃圾焚烧发电厂	33026	环评	2011-2-11	900
广东	中山市南部组团垃圾焚烧发电厂	58295	环评	2011-1-28	1040
四川	内江城市生活垃圾焚烧发电厂二期	15100	环评	2011-1-28	700
四川	内江城市生活垃圾焚烧发电一期	30200	环评	2011-1-28	700
吉林	吉林辽源垃圾焚烧发电	32000	可研	2011-1-18	800
河北	唐山迁西县垃圾发电	48500	核准	2011-1-12	1050
合计		781556			15130

资料来源：各部委网站,国信证券经济研究所整理

大气污染治理——电厂自身经营陷入困境，无暇顾及脱硝。市场对即将启动的电厂脱硝市场抱有较高预期，但实际进展却不尽人意。截止目前，“十二五”脱硝重点区域珠三角和长三角均有动作。广东省于2011年1月19日公布了《广东省火电厂降氮脱硝工程实施方案》，江苏省也公布了《关于加强燃煤机组烟气脱硝设施建设和运行监督管理的通知》。但细则中均未涉及最关键的要素——脱硝加价。业主方——电企是典型的受信贷收紧和高通胀双重负面影响的企业，加上煤价高企，经营困境越发突出，脱硝积极性显然不够。从跟踪的项目看，年初至今脱硝项目签订甚少。

表 4：碧水源利用资本优势（超募资金）在项目投资上屡有新获

日期	合资子公司	业务	股权	投资（百万）
2010-09-16	南京水务科技有限责任公司	污水处理整体技术和解决方案	65.0%	130.00
2010-11-04	北京碧水源环境科技	工艺与运营技术的研发与污水处理厂运营	100.0%	60.00
2010-11-30	北京碧水源博大水务科技有限公司	北京经济技术开发区的水处理	55.0%	27.50
2010-01-21	昆明滇投碧水源水务科技	污水处理整体技术和解决方案	50.0%	30.00
2011-03-08	普瑞奇环境工程（北京）	工业水处理	51.0%	20.00
2011-04-13	北京久安建设投资集团有限公司	水处理施工	50.2%	51.00
2011-05-14	云南水务产业发展有限责任公司	水处理	49.0%	600.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

另一方面，也正如我们年初策略所提“具有资本优势的公司反而可受益于中短期内环保资金缺口的加大”，我们注意到部分公司如碧水源扩张频频，正是充分抓住地方政府资金缺口加大的机会，凭借超募资金优势实现了产业链上下游及相近产业领域的布局，为未来的增长奠定基础。

政策层面：目标、规划类政策频出，价格类政策受限

在通胀导致企业盈利增速放缓情况下，环保终端价格却受控。

作为政策驱动性非常强的环保产业，2011年上半年国家发改委、住建部、环保部、工信部等部委相继发布了一系列环保政策。但是注意到这些基本是规划、意见或者标准类等大面上的政策（仅有5月25号专项资金支持餐厨垃圾的通知属于实质性促进），相当于规划了市场空间，但是我们认为实现“市场——产业——盈利”转变的关键要素还是环保价格机制的完善。

表 5：2011 年以来主要环保政策一览

日期	部门	政策	点评/内容
2010-11-16	环保部	《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》	- 污水厂应对污泥（含初沉污泥、剩余污泥和混合污泥）承担处理处置责任； - 不具备污泥处理能力的现有污水处理厂，应当在本通知发布之日起2年内建成并运行污泥处理设施。
2011-2-16	环保部	《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》	- 到2015年，摸清全国重点危险废物产生单位以及利用、处置单位情况，建立健全危险废物管理信息系统；产生单位危险废物规范化管理抽查合格率达到90%；经营单位危险废物规范化管理抽查合格率达到95%；大、中城市医疗废物基本实现无害化处置。 - 国家和省级固体废物管理机构应于2011年年底前完成标准化建设，加强

			大、中城市固体废物管理机构建设。 ● 对小规模医疗废物焚烧处置设施不能稳定达标的, 1 年内淘汰或者关停 ● 各地统筹制规划, 选择合理技术, 加快设施建设, 规范运营, 加强监督; ● 选择技术工艺和治理效果方面具有典型性的污泥处理处置项目进行示范
2011-3-11	发改委 住建部	《关于进一步加强污泥处理处置工作组织实施示范项目的通知》	
2011-3-14	住建部 发改委	《关于印发城镇污水处理厂污泥处理处置技术指南(试行)的通知》	
2011-3-16	国务院	《中华人民共和国国民经济与社会发展第十二个五年规划》	● 提出“十二五”节能减排和资源利用指标,新增氨氮和 NOX 约束性指标, 基本符合市场预期
	环保部 发改委	《关于加快实施〈全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划〉的通知》	● 2009 年及以前年度下达中央投资的项目要在 2011 年建成; ● 2010 年下达中央投资的项目, 危险废物处置设施要在 2013 年建成, 医疗废物处置设施要在 2012 年建成
2011-3-28	工信部	发布“十二五”和 2011 年工业节能减排约束性指标	
2011-3-29	发改委	发布 2011 年资源节约和环境保护主要目标	
2011-4-5	环保部	《关于环保系统进一步推动环保产业发展的指导意见》	● “十二五”期间, 要将污水处理厂脱氮除磷等升级改造和中小城镇污水处理, 高浓度难降解工业废水处理, 氮氧化物、微颗粒物和大气复合污染防治, 污泥处置, 重金属污染防治, 大型城市垃圾焚烧处理, 危险废物处理处置, 电子废物拆解处理, 农村和农业面源污染综合防治, 污染场地与生态修复, 环境监测与预警等作为产业发展的重点领域。 ● 着重发展环境服务总包、专业化运营服务、咨询服务、工程技术服务等环境服务业。
2011-4-12	环保部	关于印发《2011 年全国污染防治工作要点》的通知	● 全面落实《重金属污染综合防治“十二五”规划》各项任务。 ● 各省(区、市)环保部门应按要求编制完成地方规划并报政府批准, 于 2011 年 6 月底前报环境保护部备案; 各省(区、市)要制定年度实施计划, 明确年度重金属污染物排放削减量和重点项目, 2011 年度的实施计划应于 2011 年 10 月 1 日前报送环境保护部。 ● 加强对重金属排放重点行业、重点企业的管理 ● 发展目标在预期之内, 餐厨垃圾处理首次给出目标。2015 年城市生活垃圾无害化处理率要达到 80%以上。50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。
2011-4-19	住建部等 15 部委	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》	● 强调垃圾分类和资源化利用。城市生活垃圾资源化利用比例达到 30%, 直辖市、省会城市和计划单列市达到 50%。进一步加强餐饮业和单位餐厨垃圾分类收集管理, 建立餐厨垃圾排放登记制度。 ● 投入以地方为主, 中央适当支持, 并给予激励。制定生活垃圾分类收集和减量激励政策; 财政部负责研究支持城市生活垃圾处理的财税政策。推行城市生活垃圾处理收费制度, 改进收费方式, 专款专用。确保建设用地供应。
2011-5-25	发改委 财政部	《关于印发循环经济发展专项资金支持餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市建设实施方案的通知》	● 按新增总投资额的一定比例核定中央财政补助资金, 并下拨 50%作为启动资金。地方政府若在 5 年内达到设定目标 90%以上, 提出考核和余款拨付申请。若考核合格, 财政部、发改委拨付剩余资金, 不合格则停止拨付并收回已拨付的 80%; 3 年内无实质进展的, 将已拨付部分扣回

资料来源: 各部委网站, 国信证券经济研究所整理

小结:

中长期角度看, 节能环保行业约束性指标带来确定的需求和良好的发展前景, 这也正是之前受市场青睐的主因。

在流动性收紧, 行业进展不如预期, 公司业绩分化情况下, 市场对行业发展的关注也从长期转向短期。目标规划类政策密集出台让市场视觉疲劳; 从公司实际受益看, 价格类政策如环保收费和补贴才是真正催化剂。建议投资者把关注点聚焦于此。

大多数环保公司均属工程类公司, 业绩季节波动性较大, 可同时关注订单情况。

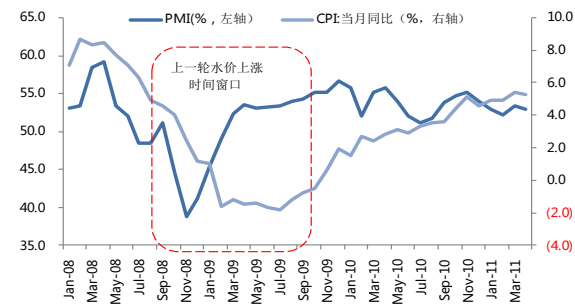
2H11 展望: 环保价格政策推出预期趋强

通胀逐步可控——环保价格政策推出的时机临近

我们认为货币政策从 2010 年 4 季度以来持续收紧的效果正逐步显现。4 月份以来 PMI 进一步回落, 经济出现放缓迹象。汇丰公布的最新数据显示, 中国制造业 PMI

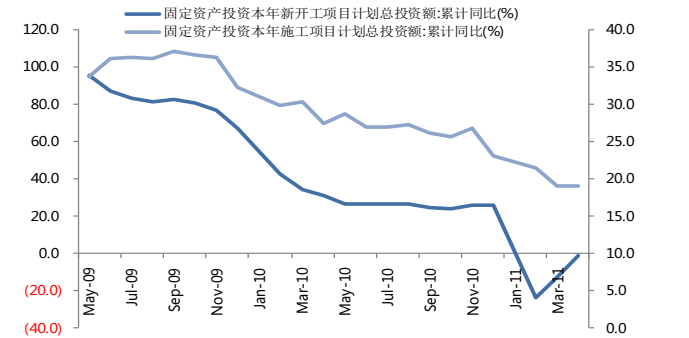
预览指数 5 月份降至 51.1，为去年 7 月份以来的最低水平。固定资产投资新开工项目投资额的增速近 1 年来处于下降通道。从用电量角度看，1 季度重工业出现了较强反弹，导致用电紧张，但 4 月份用电量环比季节性回落幅度历史最大，一定程度上反映了 1 季度重工业增长的异常。

图 4：08 年以来 CPI 和 PMI 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：固定资产投资情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们并不排除中期角度看当前经济处于新一轮周期起点的看法。但短期而言，在“控通胀”和“节能降耗”目标引导下，重工业的景气持续存在一定压力。部分地方政府往往将 3 季度作为年度节能减排攻坚阶段，届时重工业产品产量回落趋势可能更为明显。

4 月份 CPI 年初以来首次出现小幅回落，预计通胀回落的周期性因素将开始发挥作用。目前并未看到从紧政策放松迹象，市场普遍预期未来几个月实体经济增长放缓将逐步传导至 CPI，通胀下半年见顶概率较大，但受干旱影响、大宗商品输入性通胀影响，可能较长时间处于相对较高的水平。

根据历史经验，通胀一旦见顶无疑将为环保价格政策的推出创造良机。我们判断这一时间窗口在 3 季度末。

环保约束性指标——或倒逼环保价格政策推出

“十二五”规划体现了政府改变传统经济增长模式的决心。适当降低 GDP 的年均预期增长目标（较“十一五”降低 0.5 个百分点），但加强了节能减排指标，更追求经济可持续发展。其中 GDP 为预期性指标，而节能减排则为约束性指标，必须强制实行。

“十二五”节能减排总体任务更重。尽管从 SO₂、COD、单位 GDP 能耗控制目标看，累计降低幅度小于“十一五”，但难度一点都不小。SO₂ 减排“十一五”累计下降 14.3%，很大程度归功于上马脱硫设施的工程减排，“十二五”该空间已较小，应更多依靠结构减排，难度相对较大；此外还新增了氨氮总量和氮氧化物这两项总量约束性指标。

工信部和发改委 3 月底相继公布 2011 年节能减排和资源节约指标，从幅度看基本符合 5 年年均降幅，其中氨氮和 NO_x 指标年均降幅偏低，与两个指标属新增项目且政策支持未到位有关系。

虽然年度指标可能不具约束性，但“十二五”节能减排任务本来就较重，若下半年再迟迟未有进展，届时将导致 5 年目标 4 年完成，任务相当艰巨，又会形成后半段突击的现象，这对相关执法部门来说已经是个教训。

表 6：“十二五”、2011 年节能减排和环保指标一览

指标	“十一五”		“十二五”		指标类型	工信部		发改委 2011E
	2005	2010A	2010E	2015E		2015E	2011E	
GDP 增长			年均 7.5%	年均 7%	预期性			
二氧化硫总量减少 (%)		[14.3]	[10]	[8]	约束性			1.5
化学需氧量总量减少 (%)		[12.5]	[10]	[8]	约束性			1.5
氨氮总量减少 (%)				[10]	约束性			1.5
氮氧化物总量减少 (%)				[10]	约束性			1.5
单位 GDP 能耗降低 (%)		[19.1]	[20]	[16]	约束性			3.5
单位工业增加值能耗降低 (%)						[18]	4.0	
单位 GDP 二氧化碳排放降低 (%)				[17]	约束性	[18]以上	4.0	
单位工业增加值用水量降低 (%)		[36.7]	[30]	[30]	约束性	[30]	7.0	7.0
农业灌溉用水有效利用系数	0.45	0.50	0.50	0.53	预期性			
工业固体废物综合利用率	55.8%	69.0%	60.0%	72.0%		72.0%	提高 2.2BP	提高 1BP
城市污水处理率	52.0%	76.9%		85.0%				80.0%
城市生活垃圾无害化处理率	51.7%	71.3%*		80.0%				74.0%

资料来源：各部委网站，国信证券经济研究所整理 注：[]中数据表示累计值 *号表示采用 09 年数据

事实上，CPI 权重构成当中，水、电、燃料三项加总共占到近 7.3%，权重并不大，但是水价上涨幅度往往达到 10%-20%，因此一般 CPI 同比水平处于高位时，对该类价格国家基本上能控制则控，也在 CPI 处于下行通道或处于底部时调整价格。但 2010 年较为特殊，通胀见顶回落可能会在较长时间内维持高位，受制于环保约束性指标，政府可能被迫推出环保价格相关政策。

行业盈利——改善趋势出现反复，环保动力不足

从前 2 月盈利能力指标看，供水行业、环保设备毛利率和净利率较去年同期而言均有所提高；但污水行业却有所降低。一种可能的解释是，供水和环保设备行业均为提供商品，水价较去年同期有一定提升；而污水行业与政府进行结算，高通胀下成本和费用无法及时传导至终端服务价。

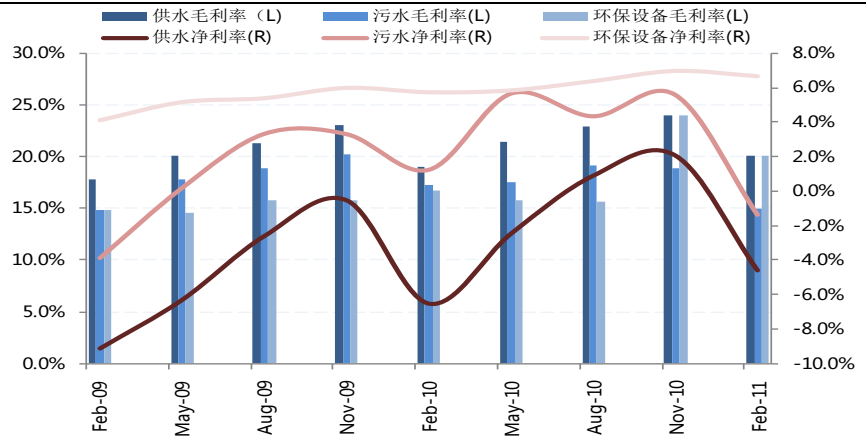
尤其环保运营盈利刚刚改善又出现反复，给提标改造等带来较大压力。若无相关政策支持，动力也相对不足。

表 7：环保各子行业盈利情况

	Mar-11	Feb-11	Nov-10	Aug-10	May-10	Feb-10	Nov-09	Aug-09	May-09	Feb-09
累计收入(亿元)										
供水	189.1	122.2	794.3	545.3	321.5	121.4	682.4	473.5	276.7	111.2
污水	33.5	19.7	129.7	88.6	49.1	16.5	93.2	62.8	36.2	11.4
环保设备	231.8	136.0	831.9	562.5	322.5	104.5	556.5	413.4	212.2	67.7
累计收入 YOY										
供水	12.2%	11.2%	16.0%	14.8%	16.0%	12.6%	9.1%	8.6%	6.7%	12.2%
污水	33.1%	30.5%	32.9%	32.6%	24.3%	28.7%	37.3%	30.4%	37.6%	36.7%
环保设备	28.4%	28.3%	26.6%	28.6%	26.5%	28.9%	18.2%	14.0%	18.6%	24.3%
累计利润(亿元)										
供水	-10.7	-5.6	16.6	4.9	-7.9	-7.9	-3.6	-12.3	-17.5	-10.2
污水	0.3	-0.3	7.3	3.9	2.8	0.2	3.1	2.1	0.1	-0.4
环保设备	15.0	9.0	57.7	35.8	18.8	6.0	33.3	22.3	11.0	2.8
累计利润 YOY										
供水	9.0%	26.2%	466.4%	140.0%	54.6%	22.1%	27.9%	-63.2%	-67.3%	-46.7%
污水	219.2%	-268.8%	139.4%	84.4%	3894.5%	146.2%	339.7%	898.2%	111.1%	12.2%
环保设备	39.4%	43.3%	36.9%	60.5%	71.5%	113.5%	44.3%	40.4%	20.3%	9.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：环保子行业回报率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

后续关注政策及重点

我们认为后续重点关注几个价格类政策的进展，包括相关财政补贴、税收支持政策。同时可关注几个专项或行业性规划的推出。

表 8：后续政策一览

部门	政策	发布时间
“十一五”环保政策进程：		
住建部	《全国城镇环境卫生“十一五”规划》	Oct-06
住建部	《全国城镇污水处理及再生利用设施建设“十一五”规划》	Aug-07
发改委	《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	Mar-06
环保总局	《国家环境保护“十一五”规划》	Nov-07
发改委、环保总局	《现有燃煤电厂二氧化硫治理“十一五”规划》	Apr-07
后续政策关注：		
环保部	《火电厂大气污染物排放标准》	
住房与建设部	《全国“十二五”生活垃圾处理设施建设规划》	
环保部	《全国“十二五”危险废物污染防治规划》	
住房与建设部	《全国城镇污水处理及再生利用设施建设“十二五”规划》	
环保部	《全国火电厂脱硝“十二五”规划》	

资料来源：各部委网站,国信证券经济研究所整理

● 垃圾处理收费：以“水消费系数法”为主的捆绑收费模式推广

垃圾处理行业发展首要解决的是垃圾处理费问题，其中改善空间较大的无疑是征收率的提高。以“水消费系数法”为主的捆绑收费借鉴污水收费方式，是无奈但有效之举。

针对捆绑收费，09 年底发改委公布 5 个试点城市（长沙、黄石、南京等），2010 年底试点结果已经反馈。从年初以来，我们看到不断有地区尝试“水费捆绑”。预计这种方法将逐渐推广，从而解决市政环卫部门的建设和运营经费不足问题，加快垃圾处理以及渗滤液处理进程。

相比电价而言，垃圾处理费对通胀的影响显然较小。简单按 6.3 亿城镇人口、每户 3 人、每户月收费 6 元、征收率从现有 50%提高至 100%的假设测算，将增加收费约 156 亿，仅相当于全国范围内销售电价上调约 0.004 元/度（含税）。

表 9：2011 年以来垃圾捆绑收费模式进展

地区	时间	内容
广东	May-11	拟上调垃圾处理费，鼓励采取供水、污水和生活垃圾处理统一收费和代扣代缴等收取方式
三亚	May-11	根据海南省城镇生活垃圾处理费征收使用管理办法，三亚市城镇生活垃圾处理费将捆绑水费征收
昆明	Apr-11	“水消费系数法”征收方案将于 2011 年 7 月在全市推行
济南	Apr-11	城管部门今年拟研究制定城市生活垃圾处理费政策并组织实施，尝试将居民垃圾费与水费捆绑收取。
徐州	Mar-11	《徐州市城市生活垃圾处理费征收和管理暂行办法》4 月 1 日起施行，按照水费缴费方式同时缴纳垃圾处理费。
九江	Feb-11	举行城区生活垃圾处理费（随水代征）听证会，生活垃圾处理费拟随水代征，取消其他相关费用
海口	Jan-11	计划于今年 2011 年 1 月完成组建垃圾处理费征收管理机构，或从下月开始征收垃圾处理费
岳阳	Jan-11	召开市自来水价格调整及改革和生活垃圾处理费并水征收听证会
泰安	Jan-11	规定凡使用城市自来水的单位和居(村)民，由供水企业代收垃圾费，每月 5 元
南宁	Jan-11	2010 年 4 月起委托供水公司代收城镇生活垃圾处理费，2011 年继续推进
武汉	Sep-10	武汉垃圾处理费将和水费一起捆绑征收

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

● 脱硝加价：

上半年脱硝进展已经受到耽搁，从广东省公布的规划当中，大多脱硝工程进展将从 2011 年底开展，目前一些项目已经在前期招投标中，我们预计脱硝加价配套也为期不远。4 月 18 日，发改委上调山西、山东等 16 省区上网电价，平均每度涨 1.2 分；6 月 1 日起，上调范围新增湖南、江西、安徽，并上调非居民销售电价，平均幅度为 1.67 分，此举避免对 CPI 形成直接影响，同时我们认为销售也为脱硝加价的推出创造了良好的条件。

● 污水收费：

“十二五”污水处理深化处理的任务艰巨。新增氨氮约束性指标；提高污水治理的排放标准，污水回用率将达 10%；并且强制要求处理污泥；继续提高污水处理率和设备负荷率，污水处理费的上调是大概率事件。

小结：

通胀预期预计下半年见顶、环保指标约束性、运营类企业盈利改善出现反复为环保价格政策的推出加码。对整个行业而言，这一点相较上半年有所好转。价格政策实施时间仍是一个博弈过程，但越临近年底，预期也越加强。

估值：回调至历史中枢附近，估值压力释放

总体看，环保、水务板块经过上半年的调整，估值压力已经得到较大释放。

GS 环保板块：我们将 08 年以来当年 PE 相对大盘溢价分为如下几个阶段：

(1) 2008.1-2009.9: 环保板块相对大盘溢价基本维持在 150%以下，但该阶段环保股构成仅为少数的几家，如桑德环境、龙净环保、菲达环保、九龙电力。

(2) 2009.9-2010.3: 温家宝总理于 9 月份提出要重点扶持新兴产业，板块估值相对溢价快速上升。

(3) 2010.4 至今：受首家创业板环保股万邦达影响（GS 环保指数已经剔除新上市公司首日股价过高），板块估值相对溢价自此长期在 150%以上。2010 年 4 月上市的碧水源更将环保板块估值带到了阶段高点。

GS 环保板块成分股大多是 2010 年 2 月后新增，至今仅运行仅 1 年多，样本数较少，说服力不强，而此前数据又不具可比性。但注意到目前板块当前 PE 相对大盘溢价已从去年底高点（近 400%）回落至 200%左右，接近创业板环保股上市前水平，估值压力已大大释放。

GS 水务板块：未来 1 年 PE 相对大盘溢价从 2010 年 4 月的阶段高点 210%回落至当前 140%，低于 04 年以来中枢 168%，接近 08 年以来中枢 125%。估值也相对合理，始终存在溢价包含着对行业盈利改善的预期。

投资策略：“推荐”，静待环保价格政策的催化

维持“推荐”评级，静待环保价格政策的催化

长远看我国节能环保行业还处于发展初期，将持续受到政策支持。短期看，板块估值已回调至一个较为合理的位置，而能实际影响行业进展和企业业绩的因素预期也正在逐步加强，我们维持行业“推荐”评级，建议静待环保价格政策的催化。风险主要在于通胀失控。

短期选择订单储备充分或低估值公司

短期内，股价表现可能还会受中小板估值进一步回调以及环保价格推出时机滞后的影响。因此建议环保行业选择订单储备充分的公司如**碧水源**（35 × PE 2011，CAGR=60%）、**永清环保**（38 × PE2011，CAGR=60%）；长期关注竞争相对较小、较大受益于环保价格提升的公司如**维尔利**（30 × PE 2011，CAGR=48%）、**桑德环境**（34 × PE 2011，CAGR=33%）；水务方面则关注低估值公司**兴蓉投资**（20 × PE 2011）。

附表 1：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	收盘价	EPS			P/E		P/B			评级
名称	代码		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2010	2011E	2012E	
碧水源	300070	35.95	0.55	1.07	1.78	66	34	4.0	3.7	3.2	推荐（上调）
维尔利	300190	47.58	0.85	1.54	2.26	56	31	3.0	2.7	2.4	推荐（首次）
桑德环境	000826	22.45	0.50	0.66	0.94	45	34	7.0	6.0	5.0	推荐
永清环保	300187	49.20	0.62	1.25	2.13	79	39	4.4	4.0	3.5	推荐（首次）
兴蓉投资	000598	16.55	0.41	0.88	1.02	40	19	1.7	1.6	1.5	推荐
南海发展	600323	14.15	2.06	0.62	0.72	7	23	2.5	2.3	2.1	谨慎推荐
龙净环保	600388	25.62	1.07	1.30	1.51	24	20	2.5	2.3	2.0	谨慎推荐
首创股份	600008	6.13	0.22	0.26	0.28	28	24	2.6	2.4	2.2	谨慎推荐
重庆水务	601158	8.21	0.27	0.28	0.33	31	29	3.5	3.2	2.9	谨慎推荐
创业环保	600874	6.14	0.19	0.20	0.21	32	31	2.5	2.3	2.2	中性
万邦达	300055	51.26	0.54	1.79	2.94	95	29	7.3	6.1	4.8	未评级
武汉控股	600168	7.86	0.25	0.27	0.31	31	30	2.1	2.0	1.9	未评级
先河环保	300137	14.90	0.30	0.47	0.68	50	32	2.8	2.6	2.4	未评级
龙源技术	300105	46.19	0.66	0.78	0.98	70	59	4.9	4.6	4.3	未评级

数据来源：wind 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
高 健	0755-82130678			黄道立	0755- 82133397
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	