

推荐（维持）

政策利好逐渐兑现，防范估值下调风险

2011年9月29日

环保行业9月月报

上证指数 2365

行业规模

		占比%
股票家数（只）	34	1.7
总市值（亿元）	2110	0.9
流通市值（亿元）	1371	0.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12.3	-17.3	14.5
相对表现	-3.0	3.3	24.4



相关报告

1、《环保行业8月月报-战略新兴产业规划将发布，持续关注政策动态》
2010/9/2

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

9月份，多家公司签订新合同或中标新项目，增加成长的确性。而政策方面，最严格的大气污染物排放标准正式出台，节能减排综合工作方案也印发，政策利好逐渐兑现。而环保板块经历前期的上涨之后开始出现下跌，十月份应防范估值整体下调风险，重点关注成长性相对确定、估值相对较合理的环保企业，如国电清新、桑德环境、龙净环保、碧水源、天立环保等。

□ 多家公司签订新合同或中标新项目，部分公司签框架协议成长。9月份，桑德环境、国电清新、维尔利等多家公司签订新合同或中标新项目，为公司业绩的提升添加了储备，更提高了成长的确性。其中，国电清新中标项目在客户领域、技术应用、市场等各方面都实现了新的突破，对公司长期发展具有战略意义。此外，桑德环境、凯美特气两家公司分别与地方政府、高等院校或其他企业签订合作框架协议，借他人之力促进自身发展。

□ 最严格大气污染物排放标准正式出台，节能减排综合工作方案印发。9月份，环保部发布《火电厂大气污染物排放标准》，较2003年标准有较大幅度的提升，排放要求达到了历史最严格的水平，为大气污染治理在脱硝、脱硫改造、除尘改造等领域打开了新的市场。此外，9月份，国务院发布关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知，其中包括实施节能、污染物减排、循环经济等重点工程，完善财税相关经济政策、推进合同能源管理与污染治理设施特许经营等多项具体要求，对行业发展有切实的帮助。

□ 环保板块9月份以来跑输大盘3个百分点。环保板块9月份以来跑输大盘3个百分点，过去六个月跑赢大盘3.3个百分点。9月份，环保板块在经过前几个月的上涨后开始出现下跌，环保板块估值大幅下降至34.8倍，排名仍位于第一；环保行业平均PB为3.8倍，较上月继续回落，排名第五位。

□ 十月份建议精选估值合理，成长性相对确定的环保企业。9月份，环保板块部分公司陆续签订新合同，相关产业政策也相继出台，为环保公司未来业绩的成长做好铺垫。但短期内，整体市场仍需谨慎看待，建议精选个股，重点关注成长性相对确定、估值相对较合理的环保企业，如国电清新、桑德环境、龙净环保、碧水源、天立环保等。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
桑德环境	24.9	0.50	0.70	0.99	36	25	7.4	强烈推荐 A
龙源技术	49.5	1.43	1.10	1.84	45	27	5.1	强烈推荐 A
龙净环保	24.0	1.10	1.26	1.53	19	16	2.3	强烈推荐 A
国电清新	20.0	0.44	0.40	0.87	50	23	3.0	强烈推荐 A
碧水源	37.6	1.31	1.12	1.70	34	22	4.1	强烈推荐 A
易世达	22.3	1.38	0.68	0.94	33	24	2.5	审慎推荐 A
天立环保	23.6	1.31	0.84	1.27	28	19	2.6	强烈推荐 B
凯美特气	29.1	0.70	0.60	0.91	48	32	5.2	强烈推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司动态及分析	3
1、多家公司签订合同或中标新项目，提高成长确定性	3
2、部分公司签订合作框架协议，借他人之力促自身发展	3
二、行业动态及影响分析	6
1、最严格大气污染物排放标准正式出台，推动新市场开启	6
2、节能减排综合方案印发，全面促进行业发展	7
三、行业估值比较	10
1、环保板块 9 月份跑输大盘 3 个百分点	10
2、不同板块的 PE 和 PB 比较	11
四、10 月份投资思路探讨	12

图表目录

表 1: 重点公司 9 月份动态汇总	4
表 2: 火电大气污染物排放标准变化情况 (mg/m ³)	6
表 3: 环保行业 9 月份要闻及点评	8
表 4: 主要环保上市公司估值表	13
图 1: 环保板块与沪深 300 指数 2011 年 9 月份以来走势比较	10
图 2: 环保板块与沪深 300 最近一年走势比较	10
图 3: 各行业市盈率比较	11
图 4: 各行业市净率比较	11

一、公司动态及分析

1、多家公司签订合同或中标新项目，提高成长确定性

9 月份，桑德环境、国电清新、维尔利等多家公司签订新合同或中标新项目，为公司业绩的提升添加了储备，更提高了成长的确定性。其中，国电清新中标项目在客户领域、技术应用、市场等各方面都实现了新的突破，对公司长期发展具有战略意义。

- **桑德环境**：9 月 25 日，公司与山东省临朐县人民政府签署了《临朐县生活垃圾处理特许经营协议》，确定桑德环境为临朐县生活垃圾处理项目（焚烧发电+卫生填埋工艺）的投资、建设及经营主体，授予桑德环境在临朐县成立的项目公司具体从事生活垃圾处理 30 年特许经营权。此次项目预计投资 3.5 亿元。
- **国电清新**：9 月 5 日，公司收到重庆石柱发电厂新建工程 2×35 万千瓦超临界机组脱硫（有机催化集成净化 BOT 承包模式）预中标通知书。项目预计投资 2.5 亿元，2011 年底开工，2013 年 1 月两台机组完全投运，特许经营期限与机组同寿命。9 月 23 日，公司收到神华神东电力公司店塔电厂改建 2×66 万千瓦工程烟气脱硫 BOT 项目中标通知书。项目基建预计投资 1.25 亿元，采用湿法旋汇耦合脱硫技术，预计 2011 年 11 月开工，2013 年 3 月一台机组完成试运行，2013 年 6 月两台机组均完成试运行。
- **维尔利**：9 月 14 日，公司中标福州红庙岭垃圾综合处理场渗滤液处理厂改扩建工程配套设备采购项目的公开招投标，将负责福州红庙岭垃圾综合处理厂渗滤液处理工程的设计、建设、调试及试运营，项目金额为 7539 万元。9 月 16 日，公司中标厦门市西部（海沧）垃圾焚烧发电厂垃圾渗滤液处理及排放项目一期工程，预计金额为 3280 万元。

2、部分公司签订合作框架协议，借他人之力促自身发展

9 月份，桑德环境、凯美特气两家公司分别与地方政府、高等院校或其他企业签订合作框架协议，借他人之力促进自身发展。

- **桑德环境**：9 月 22 日，公司与湖北省襄阳老河口市人民政府共同签署《战略合作框架协议》，拟在老河口市进行固废、水务、再生资源等领域多种形式的合作。桑德环境意向与当地企业共同合作开展废弃电器电子产品回收与拆解项目，并以此为基础，开展多方面多领域合作，同时积极参与建设老河口循环经济领域园区。
- **凯美特气**：9 月 7 日，公司公告与俄罗斯深冷机械制造股份公司结成长期、全面的战略合作伙伴关系，以实现资源共享、共同发展，双方拟在气体液化特别是深冷技术上进行全面合作。合作项目包括甲烷液化、氢气净化和液化、氮制冷机、液氢储存和运输、以及在大型空分装置上提取纯度在 99.9999% 以上的氮氩特气的核心技术和工艺设备。此外，凯美特气公司还与湖南大学签订协议，湖南大学将利用公司二氧化碳工程技术研究中心平台，开展二氧化碳捕集、封存等工程技术研究和二氧化碳资源化相关技术研发。公司将为湖南大学依托工程中心开展的研究项目连续两年提供研究经费，公司对相关技术成果的推广转化则有权优先进行投入。

表1: 重点公司9月份动态汇总

公司名称	事项	事件内容	简评
桑德环境 (000826)	签署合作框架协议	9月22日,公司与湖北省襄阳老河口市人民政府共同签署《战略合作框架协议》,拟在老河口市进行固废、水务、再生资源等领域多种形式的合作。桑德环境意向与当地企业共同合作开展废弃电器电子产品回收与拆解项目,并以此为基础,延伸开展多方面多领域合作,同时积极参与建设老河口循环经济领域园区。	与老河口市战略合作预计将从废弃电器电子产品回收拆解开始,再向其他领域延伸。废弃电器电子产品回收拆解符合循环经济的理念,项目也具有较高的投资回报率,与地方政府合作后,废弃电器电子产品来源也可有所保障,有助于公司新业务拓展。目前具体合作细节尚未确定,需密切关注后续合作方式及投资额等商定进展。
	重大合同签署公告	9月25日,公司与山东省临朐县人民政府签署了《临朐县生活垃圾处理特许经营协议》,确定桑德环境为临朐县生活垃圾处理项目(焚烧发电+卫生填埋工艺)的投资、建设及经营主体,授予桑德环境在临朐县成立的项目公司具体从事生活垃圾处理30年特许经营权。此次项目预计投资3.5亿元。	此次项目是公司BOT模式的又一次尝试,项目还需进行前期可研及审批等工作,短期对公司业绩不产生重大影响。项目建成后,公司将获得垃圾处理补贴费和垃圾发电电费,可为公司带来稳定的垃圾处理运营收入,增加公司持续性收入的比例,也有助于改善公司的现金流状况。项目实施后有助于公司固废业务在山东树立示范效应,利好公司长期发展。
国电清新 (002573)	重大项目预中标	9月5日,国电清新公司收到预中标通知书,通知公司确定为重庆石柱发电厂新建工程2×35万千瓦超临界机组脱硫(有机催化集成净化BOT承包模式)预中标。项目预计投资2.5亿元,2011年底开工,2013年1月两台机组完全投运,特许经营期限与机组同寿命。	此次项目中标是公司有机催化集成净化技术的突破性应用。与传统技术相比,公司新技术拥有集成净化、低温脱硝、副产品资源化等优点,并能有效避免空气预热器堵塞及氨逃逸问题。此次新项目的实施是该技术在我国火电领域的首次实际应用,具有首台套示范意义,对公司市场拓展、地位、品牌都将产生积极影响。而且凭借新技术,公司业务也拓展至脱硝领域,可分享新开启的脱硝大市场,后续成长空间广阔。
	重大项目中标	9月23日,国电清新公司收到中标通知书,确定公司为神华神东电力公司店塔电厂改建2×66万千瓦工程烟气脱硫BOT项目中标。项目基建预计投资1.25亿元,采用湿法旋汇耦合脱硫技术,预计2011年11月开工,2013年3月一台机组完成试运行,2013年6月两台机组均完成试运行。	此次中标项目是公司在大唐集团以外中标的第一个BOT项目,对未来的市场拓展有积极影响。项目建成后,将增加公司132万千瓦的脱硫运营业务量,提升运营业务规模至1478万千瓦,促进业绩阶梯式成长。新项目预计可从2013年开始为公司贡献半年运营收入,实现净利润约600万元,2014年贡献全年收入,实现净利润约1216万元。
维尔利 (300190)	重大经营合同中标提示	9月14日,公司中标福州红庙岭垃圾综合处理场渗滤液处理厂改扩建工程配套设备采购项目的公开招投标,将负责福州红庙岭垃圾综合处理厂渗滤液处理工程的设计、建设、调试及试运营,项目金额为7539万元。	进入下半年,公司步入订单收获期,先后中标了常州提标扩能BOT项目合同、老港项目、大连焚烧项目、以及此次的福州红庙岭和厦门西部焚烧发电渗滤液处理项目。新增订单预计将对公司近两年业绩产生积极影响。目前,考虑新增订单,工程方面在手订单预计超过4亿元,运营项目储备也超过4000吨/日。此外,公司对其他400吨以上大项目保持持续跟踪,期待后续更多的工程助力业绩增长。
	重大经营合同中标提示	9月16日,公司中标厦门市西部(海沧)垃圾焚烧发电厂垃圾渗滤液处理及排放项目一期工程,预计金额为3280万元。	

公司名称	事项	事件内容	简评
凯美特气 (002549)	与俄罗斯深冷机械制造股份公司签订合作框架协议	9月7日,公司公告与俄罗斯深冷机械制造股份公司结成长期、全面的战略合作伙伴关系,以实现资源共享、共同发展,双方拟在气体液化特别是深冷技术上进行全面合作。合作项目包括甲烷液化、氢气净化和液化、氮制冷机、液氢储存和运输、以及在大型空分装置上提取纯度在99.9999%以上的氮氩特气的核心技术和工艺设备。	本次公司的合作方俄罗斯深冷机械制造股份公司,参与了众多大型项目的开发和研制,创造了多项世界第一,掌握了运载火箭低温燃料(液氢液氧)生产和加注技术和氨液化低温超导技术等,已经成为全球在空分、稀有气体、低温燃料、天然气及其伴生气等深冷机械成套设备设计制造的知名公司,其制造的设备,每年生产全俄罗斯约90%的工业用气。公司本次合作,有望大幅提升公司技术装备水平,增强品牌效益,并加快进军“特气”市场,提高核心竞争力,从而打造国内气体旗舰。
	转让北京燕山凯美特气股权	公司拟以人民币1.25亿元向北京燕山和成新材料研究开发有限公司转让公司所持北京燕山凯美特气体有限责任公司60%股权,议案已经由董事会审议通过。	本次转让燕山石化项目主要是由于根据首都环保政策及中石化战略安排,中石化燕山公司将逐步迁移到河北曹妃甸,导致中石化燕山公司供应的原料气供应量无法满足公司3.1万Nm ³ /h的产能设计要求,使项目实施后可能与预期收益相差较大。股权转让后,将增加公司投资收益3500万元,此外,公司也将努力开拓新项目,以弥补燕山石化项目转让后对业绩产生的影响。
	与湖南大学签订合作协议书	公司与湖南大学签订协议,湖南大学将利用公司二氧化碳工程技术研究中心平台,开展二氧化碳捕集、封存等工程技术和二氧化碳资源化相关技术研发。公司将为湖南大学依托工程中心开展的研究项目连续两年提供研究经费,公司对相关技术成果的推广转化则有权优先进行投入。	与湖南大学的合作有助于增强公司的技术研发能力,并且拥有每年3项专利的独有专利权,同时具有其它每年两项以上专利的50%专利权,为公司长期持续发展增加技术储备。
聚光科技 (300152)	股权收购进展公告	公司拟使用超募资金不超过2.99亿元收购北京吉天仪器有限公司100%股权。9月13日,公司已与刘明钟等37名自然人签订了《股权转让合同》。9月22日,公司收到通知,北京吉天有限公司已领取了北京市工商行政管理局朝阳分局颁发的《企业法人营业执照》。	北京吉天是国内实验室分析仪器行业领先企业,拥有原子荧光光谱仪、顺序流动注射仪和高端样品前处理仪器等产品。2010年,北京吉天实现收入8403万元,净利润1928万元,未来还可能保持年均20%以上增长,此次约定收购价格较为合理,目前收购稳步推进,北京吉天未来将逐步成为聚光科技新的增长点。

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、最严格大气污染物排放标准正式出台，推动新市场开启

9月21日，环保部发布《火电厂大气污染物排放标准》(以下简称“新标准”)，较2003年标准有较大幅度的提升，对各项污染物的排放要求都达到了历史最严格的水平。

表2：火电大气污染物排放标准变化情况 (mg/m³)

序号	燃料和热能转化设施	污染物项目	适用条件	限值及对比	
				GB2011	GB2003 ⁽³⁾
1	燃煤锅炉	烟尘	全部	30	50/100/200
		二氧化硫	新建锅炉	100/200 ⁽¹⁾	400/800/1200
			现有锅炉	200/400 ⁽¹⁾	
		氮氧化物	全部	100/200 ⁽²⁾	450/650/1100
		汞及化合物	全部	0.03	/
2	以油为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	全部	30	50
		二氧化硫	新建锅炉及燃气轮机	100	400/800/1200
			现有锅炉及燃气轮机	200	
		氮氧化物	新建燃油锅炉	100	200
			现有燃油锅炉	200	
			燃气轮机组	120	
3	以气体为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	天然气锅炉及燃气轮机组	5	/
			其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	10	/
		二氧化硫	天然气锅炉及燃气轮机组	35	/
			其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	100	/
		氮氧化物	天然气锅炉	100	/
			其他气体燃料锅炉	200	/
			天然气燃气轮机组	50	80
			其他气体燃气轮机组	120	/
4	燃煤锅炉，以油、气体为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟气黑度 (林格曼黑度，级)	全部	1	1

注：(1) 位于广西壮族自治区、重庆市、四川省和贵州省的火力发电锅炉执行该限值

(2) 采用W型火焰炉膛的火力发电锅炉，现有循环流化床火力发电锅炉，以及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火力发电锅炉执行该限值。

(3) GB2003排放限值本表只列出了针对2004年1月1日起新改扩建项目的执行标准，对之前机组标准更松；

大气排放标准的不断提高，为大气污染治理在脱硝、脱硫改造、除尘改造等领域打开了新的市场，对于实现我国“十二五”期间的减排目标，改善城市环境也具有重要推动作用。

- **最严新标准，减排效益显著：**本次出台的《火电厂大气污染物排放标准》，高于2003年的标准，在国际上也属于最严水平。如果新标准可以严格实施，我国火电行业的大气污染物减排效果将非常显著，大幅改善现有环境气候。
- **推动新技术发展和应用：**新标准的推出，将对我国除尘、脱硫、脱硝等大气污染

治理技术带来巨大的发展机会，例如，脱硝方面的“前端高效低氮燃烧器+SCR/SNCR”的技术，除尘方面的袋式除尘器，脱汞方面的协同组合技术及活性炭吸附等方法，都有新的应用空间。

- **打开千亿新市场：**此外，大气污染物排放标准的不断趋严，在加快环保技术不断更新的同时，也为相关领域打开了巨大的市场。根据环保部测算，到 2015 年时，需要进行去除氮氧化物改造的现有机组和新增的机组容量约为 8.17 亿千瓦，估计需投资 1950 亿元，年运行费用约 612 亿元；除尘和脱硫设施的改造和新建投资费用约需 650 亿元，共计 2600 亿元。

在巨大的市场开启后，那些管理优秀、具有核心技术或背靠电力集团的公司，将更有希望得到充足的订单，建议重点关注龙源技术、国电清新、龙净环保。

2、节能减排综合方案印发，全面促进行业发展

9 月 7 日，国务院发布《关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》（以下简称“工作方案”）。根据《工作方案》，到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗要比 2010 年下降 16%；2015 年，全国化学需氧量和二氧化硫排放总量分别控制在 2347.6 万吨、2086.4 万吨，比 2010 年分别下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量分别控制在 238.0 万吨、2046.2 万吨，比 2010 年分别下降 10%。

工作方案还从强化节能减排目标责任、优化产业结构、实施节能减排重点工程、加强节能减排管理、发展循环经济、加快节能减排技术开发和推广应用、完善经济政策、强化监督检查、推广市场化机制等多个方面进行了具体说明。

工作方案对节能减排行业发展有全面的促进作用，尤其是实施节能、污染物减排、循环经济等重点工程。另外，完善财税相关经济政策、推进合同能源管理与污染物治理设施特许经营等多项具体要求，对行业的发展具有切实的帮助。

- **总体节能减排目标明确下达，且强化节能减排目标责任：**此次《工作方案》更加强调要强化节能减排目标责任，把地区目标考核与行业目标评级相结合，省级人民政府每年要向国务院报告完成情况，为“十二五”末实现总体目标保驾护航。
- **锅炉改造、余热利用、合同能源管理等节能减排重点工程将实施：**根据《工作方案》，国家将实施锅炉节能改造、余热余压利用、合同能源管理等节能减排重点工程，对从事节能相关产业的环保上市公司将形成利好，如天立环保、龙源技术等。
- **脱硫脱硝工作全面展开，火电脱硝及非电行业脱硫市场打开：**“十二五”期间，新建燃煤机组要全部安装脱硫脱硝设施，火电脱硝新市场将打开。此外，现役燃煤机组必须安装脱硫设施，不能稳定达标排放的要进行更新改造，脱硫改造也仍将有较大空间。在非电领域，钢铁行业要全面实施烧结机烟气脱硫，新建烧结机配套安装脱硫脱硝设施，石油石化、有色金属、建材等重点行业实施脱硫改造，市场也将逐步启动。
- **资源综合利用受鼓励，循环经济模式被推崇：**“十二五”期间，资源综合利用将要大力推进，垃圾资源化利用也要加强，有利于我国固体废弃物处理行业健康发展。此外，共伴生矿产资源及尾矿综合利用等也要加强，煤矸石、粉煤灰等废弃物的资源价值也将越来越受到企业重视。
- **推广合同能源管理及特许经营等市场化机制，第三方运营市场增大：**“十二五”期

间，我国还要推广节能减排的市场化机制，如合同能源管理、污染物减排设施建设运行的特许经营等模式，将为第三方带来更多的市场机会，尤其是民营企业。

- **加快节能减排技术开发和推广应用，关键技术要加快产业化：**根据《工作方案》，我国在“十二五”期间还要加快节能减排关键技术的研发和产业化，其中包括烧结机烟气脱硫脱硝一体化、高浓度有机废水、污泥和垃圾渗滤液处置、废弃电子产品资源化等，对于重视自主研发的企业更是利好。

我们认为，方案出台将利好节能减排类的环保上市公司，如从事脱硫脱硝业务的国电清新、龙源技术、燃控科技、龙净环保，提供低能耗产品的天立环保，从事水泥余热利用的易世达。

表3：环保行业9月份要闻及点评

时间	行业事件	内容	简评
2011.09.05	环保部要求央企签订“十二五”减排目标责任书	环保部 5 日晚间向各地方和电力、石油领域央企下发通知，要求与其签订“十二五”减排目标责任书。环保部称，在四项约束性指标的削减比例的考评上实行一票否决制，并将考评结果作为干部选拔任用的重要依据。	通过分解“十二五”减排目标任务，并将企业业绩及干部考评与减排责任相结合，有助于提高各大企业节能减排的积极性，完成减排任务。
2011.09.07	国务院发布关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知	9 月 7 日，国务院发布关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知。根据《工作方案》，到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗要比 2010 年下降 16%；2015 年，全国化学需氧量和二氧化硫排放总量比 2010 年分别下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量比 2010 年分别下降 10%。工作方案还从优化产业结构、实施节能减排重点工程、发展循环经济、完善经济政策等多个方面进行了具体说明。	工作方案对节能减排行业发展有全面的促进作用，尤其是实施节能、污染物减排、循环经济等重点工程，完善财税相关经济政策、推进合同能源管理与污染治理设施特许经营等多项具体要求。我们认为，方案出台将利好节能减排类的环保上市公司，如从事脱硫脱硝业务的国电清新、龙源技术、燃控科技、龙净环保，提供低能耗产品的天立环保，从事水泥余热利用的易世达。
2011.09.07	新材料“十二五”规划将亮相 膜将被重点扶持	9 月 7 日，《新材料产业“十二五”发展规划》在第一届中国国际新材料产业博览会上正式亮相。其中功能膜材料被列入新材料“十二五”重点扶持专项工程。	功能膜材料包括水处理膜、太阳能电池膜、平板显示薄膜、半导体及微电子用薄膜等多个领域，受益于新材料规划的扶持，相关领域在十二五期间预计将加大研发和投资力度，利好技术研发实力较强，且拥有自主知识产权的膜产品的相关公司。
2011.09.13	水利部部长陈雷：逐级明确水资源指标	水利部部长陈雷在 8 日召开的加快水利改革发展试点工作座谈会上指出，为落实最严水资源管理制度，当前主要任务是按省、市、县三级行政区逐级明确水资源开发利用、节约保护的主要指标，开展加快实施最严格水资源管理制度试点的四省市要加快编制试点方案。	由于我国人口众多、水污染严重，近年来水资源紧缺的形势也越来越严峻。今年中央 1 号文件推行最严格水资源管理制度，为落实这一政策，需要逐级明确水资源指标。未来，我国的水资源管理体系整体都将越来越严，而水资源的再生利用、污染治理、海水淡化等开拓水源、保护水源的方式也将越来越受重视，相关行业投资机会更多。

时间	行业事件	内容	简评
2011.09.19	海水淡化纳入国家海洋科技“十二五”规划	国家海洋局、科技部、教育部和国家自然科学基金委等联合发布了《国家“十二五”海洋科学和技术发展规划纲要》，《纲要》提出，“十二五”期间，海洋科技对海洋经济的贡献率要上升到60%；海洋开发技术自主化实现大发展，专利授权增长35%以上。在海水综合开发和利用方面，《纲要》提出，国家将建立示范工程，加快海水淡化的自主化和规模化发展。	我国目前海水淡化能力约为60万吨/日，“十二五”期间预计将达到150-200万吨/日。在我国水资源紧缺的现状下，淡化海水也可能成为沿海省市的新水源，尤其是在北方沿海高度缺水地区，如天津、山东等地。
2011.09.22	两部门发布新修订火电厂大气污染物排放标准	9月21日，环保部发布《火电厂大气污染物排放标准》（以下简称“新标准”），较2003年标准有较大幅度的提升，对二氧化硫、氮氧化物、烟尘等各项污染物的排放要求都达到了历史最严格的水平，并新增加了对汞及其化合物排放限值的要求。新标准将自2012年1月1日起实施。	大气污染排放标准的不断提高，为大气污染治理在脱硝、脱硫改造、除尘改造等领域打开了新的市场。根据环保部测算，到2015年时，需要进行脱硝改造的现有机组和新增的机组容量约为8.17亿千瓦，估计需投资1950亿元，年运行费用约612亿元；除尘和脱硫改造和新建投资费用约需650亿元，共计2600亿元，利好相关上市公司，建议重点关注龙源技术、国电清新、龙净环保。
2011.09.22	国务院部署建立废旧商品回收体系	9月21日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，部署建立完整、先进的废旧商品回收体系。其中提到，一要完善回收处理网络；二要强化科技支撑；三要培育大型废旧商品回收企业；四要加强对回收企业站点、回收加工经营行为和市场秩序的监管；五要明确政府部门和生产、流通企业及使用责任；六要开展广泛教育。	废旧商品回收体系的完善是废旧资源实现综合利用的基础，我国目前收运体系尚不完善，对后端进行废旧商品处理和利用的企业也造成了较大障碍。国务院部署建立废旧商品回收体系，有助于推动整个废旧资源处理、综合利用市场的规范和快速发展，利好废旧资源处理和回收利用的相关企业。
2011.09.23	“十二五”环保规划已上报国务院，年底出大气及土壤科技专项	9月22日，中国证券报记者获悉，由环保部牵头制定的“十二五”环境保护规划已经上报国务院，近期将正式出台。除此之外，今年年底环保部还将在水体污染控制与治理科技重大专项之外，再研究提出大气污染联防联控与土壤修复科技专项。	“十二五”期间，我国环保产业投资预计将超过3万亿。环保规划的发布有助于推动行业发展，尤其利好龙头企业。此外，大气污染治理和土壤修复也都将是“十二五”期间重点推进的环保子领域。
2011.09.23	再生水利用专项规划即将出炉	根据中国证券报报道，在即将出台的“十二五”环境保护规划大框架下，环保部还将出台再生水利用方面的专项规划。该规划明确提出，到2015年，全国城市再生水利用率要达到20%以上，较2010年底提高逾10个百分点。	我国人均水资源占有量远低于世界平均水平，华北、西北等地区水资源紧张形势更为严峻，全国1/3地区重度缺水。再生水的利用是缓解水资源紧张形势的一个有效途径，目前，在北京，再生水供水比例已达到19%，未来还有望持续提升。在其他的缺水地区，再生水利用预计也将越来越受到重视。

资料来源：招商证券

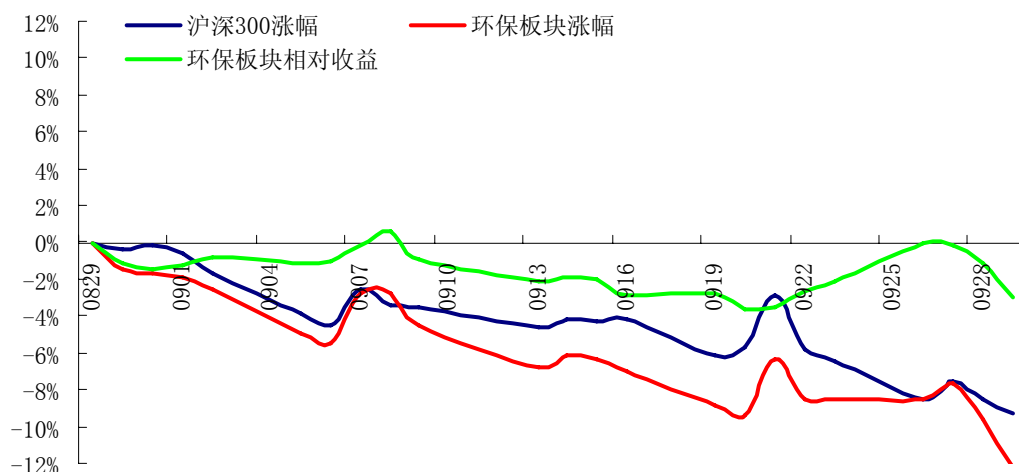
三、行业估值比较

1、环保板块 9 月份跑输大盘 3 个百分点

- 9 月份，沪深 300 指数下跌 9.3%，环保板块下跌 12.3%，跑输市场 3 个百分点。
- 过去三个月，与沪深 300 指数相比，环保板块跑赢 7.6 个百分点。
- 过去六个月，与沪深 300 指数相比，环保板块跑赢 3.3 个百分点。
- 过去一年，与沪深 300 指数相比，环保板块跑赢 24.4 个百分点。

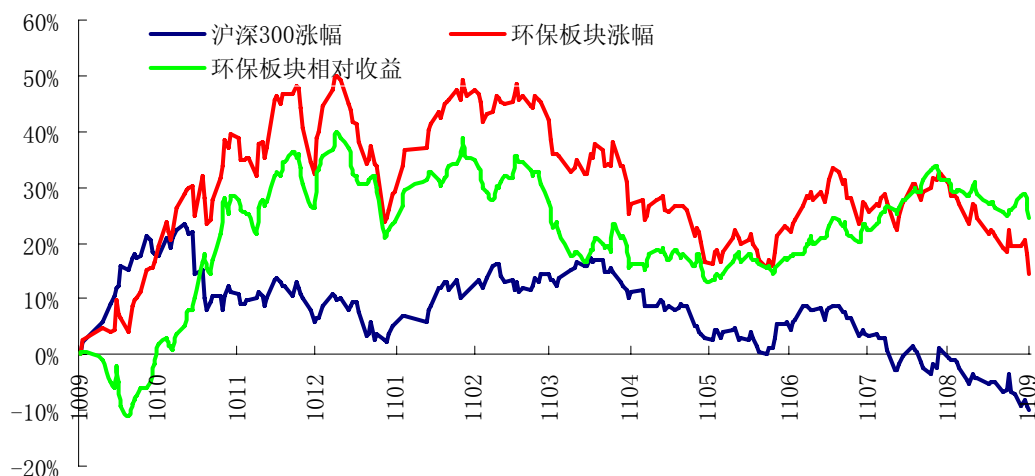
9 月份，受国际宏观环境、国内持续紧缩预期、及对经济增速放缓担忧的影响，沪深 300 指数持续下跌。而环保板块经过前几个月的上涨后，估值又处于较高位置，在市场整体疲软的环境中，环保板块开始出现补跌，跑输大盘 3 个百分点。

图1：环保板块与沪深300指数2011年9月份以来走势比较



资料来源：wind，招商证券（截至 9 月 29 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 9 月 29 日收盘价）

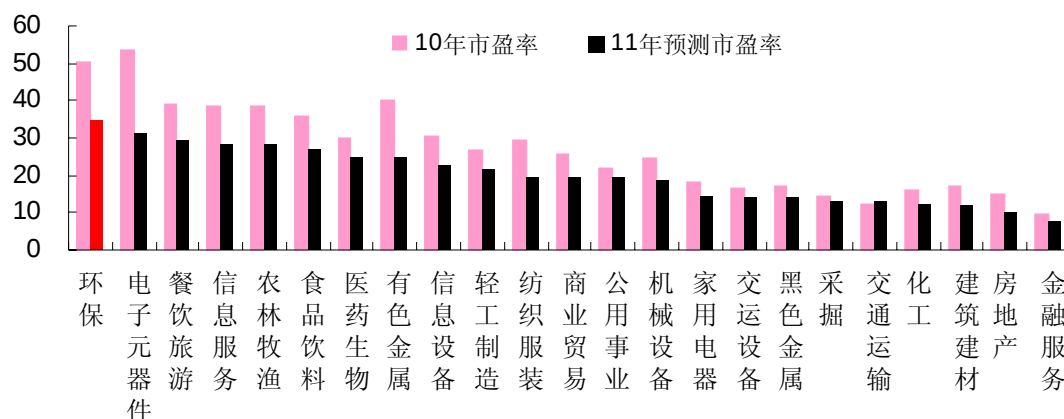
2、不同板块的 PE 和 PB 比较

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 9 月 29 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 34.8 倍，较上月大幅下降，但仍位居所有行业中第一位。
- 按照最新净资产计算，环保行业平均 PB 为 3.8 倍，较上月大幅回落，在所有行业中位列第五，位于食品饮料、农林牧渔、医药生物、有色金属四个行业之后。

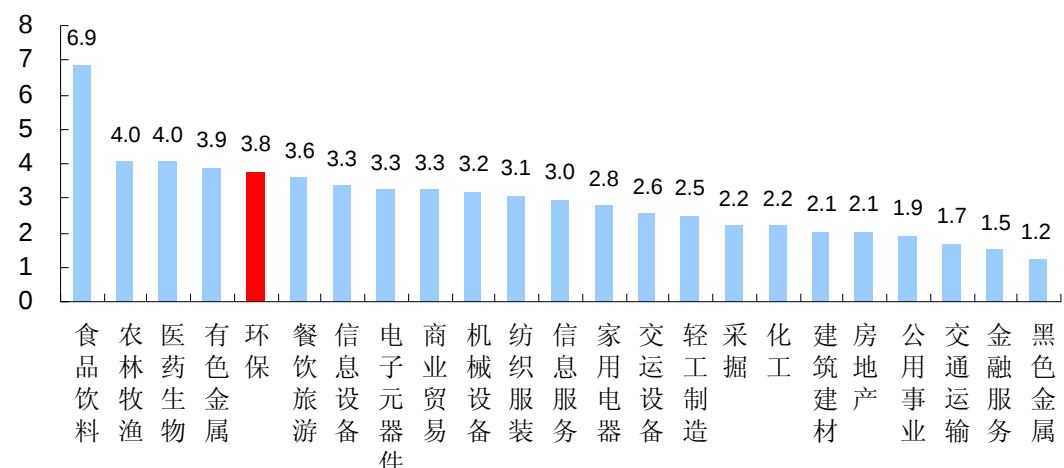
9 月份，环保板块出现大幅下跌，2011 年 PE 值由上月的 39.2 倍下降至 34.8 倍。经过前一轮的上涨后，环保板块估值在上月又达到较高位置，因此，在本月市场整体弱势的环境下，环保板块估值出现新一轮下调。我们认为，短期来看，环保板块估值处于较高位置，但长期来看，部分优秀企业可通过自身高成长消化当前高估值，仍具有长期投资价值。

图3：各行业市盈率比较



资料来源：wind，招商证券（截至 9 月 29 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 9 月 29 日收盘价）

四、10 月份投资思路探讨

9 月份，环保板块部分公司陆续签订新合同，相关产业政策也相继出台，为环保公司未来业绩的成长做好铺垫。但短期内，宏观环境仍存在较多不确定性，政策及订单转换成业绩仍需时日，整体市场仍需谨慎看待，建议精选个股，重点关注成长性相对确定、估值相对较合理的环保企业，如国电清新、桑德环境、龙净环保、碧水源、天立环保等。

（1） 国电清新

公司目前在脱硫脱硝领域有湿法一体化、干法一体化、旋汇耦合+SCR 三条技术路线支撑，技术全面，选择面广，针对不同地区将重点推广不同路线，拓展市场。9 月份，公司又新中标大唐重庆石柱电厂 2×35 万千瓦机组 BOT 项目，及神华神东电厂 2×66 万千瓦机组 BOT 项目，再次提升公司运营业务量，提高 2013 年业绩成长性，目前对应 2012 年估值为 23 倍。

（2） 桑德环境

公司是我国固废领域的龙头企业，具有北京阿苏卫、上海青浦等大规模的示范性项目，并通过湖南静脉园项目占领资源，促进公司发展上新台阶。今年上半年，公司又紧跟行业形势，投资子公司进入餐厨垃圾处理领域，抢先布局。9 月份，公司一方面与湖北省襄阳市老河口市签订合作框架协议，另一方面又与山东临朐县签订重大合同，负责临朐县生活垃圾焚烧及填埋处理投资、建设、及 30 年特许经营权，成长确定性逐渐增强，目前对应 2012 年估值为 25 倍。

（3） 龙净环保

公司是大气污染治理龙头企业，在脱硫、脱硝、除尘各个领域都有建树，也将较大地受益于大气污染物排放标准的提高。公司目前在手订单充足，管理精良，估值为环保企业中最低，对应 2012 年估值仅为 16 倍。

（4） 碧水源

碧水源以 MBR 技术为基础，并在全国各地与当地政府合作，推广 MBR 技术，开发当地污水处理市场，异地扩张在云南首先取得硕果，并在湖南等各地继续复制。在我国水资源日益紧张的背景下，再生水利用、水污染防治等越来越受重视，公司的政府合资模式也有望在其他水资源紧缺、水污染严重地区继续复制，打开成长空间，目前对应 2012 年估值为 22 倍。

（5） 天立环保

公司 2011 年新增订单超过 7 亿元，与去年剩余订单累积，在手订单合计超过 10 亿元，可保障公司近两年高速成长，后续油页岩项目投产后还将带来新空间，目前对应 2012 年估值为 19 倍。

表4: 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	10	11E	12E	09	10	11E	12E	
监测	300203	聚光科技	审慎推荐 A	15.2	0.33	0.40	0.44	0.62	46	38	35	25	4.6
	300137	先河环保	审慎推荐 A	14	0.40	0.49	0.30	0.51	35	29	47	27	2.6
节能	300125	易世达	审慎推荐 A	22.33	1.07	1.38	0.68	0.94	21	16	33	24	2.5
	300156	天立环保	强烈推荐 B	23.59	1.23	1.31	0.84	1.27	19	18	28	19	2.6
	002549	凯美特气	强烈推荐 A	29.08	0.57	0.70	0.60	0.91	51	42	48	32	5.2
大气治理	300105	龙源技术	强烈推荐 A	49.5	1.33	1.43	1.10	1.84	37	35	45	27	5.1
	600388	龙净环保	强烈推荐 A	24.01	1.35	1.10	1.26	1.53	18	22	19	16	2.3
	002573	国电清新	强烈推荐 A	20	0.20	0.44	0.40	0.87	100	45	50	23	3.0
	600292	九龙电力	审慎推荐 A	12.49	0.15	0.08	0.22	0.40	83	156	57	31	2.5
	300152	燃控科技	审慎推荐 A	25.73	0.78	0.57	0.78	1.20	33	45	33	21	2.1
	300187	永清环保	审慎推荐 A	47.49	0.71	0.83	1.01	2.11	67	57	47	23	4.3
	300056	三维丝	审慎推荐 A	23.25	0.58	0.41	0.70	1.11	40	57	33	21	3.4
	300070	碧水源	强烈推荐 A	37.62	0.97	1.31	1.12	1.70	39	29	34	22	4.1
污水处理	300055	万邦达	审慎推荐 A	30.27	1.23	1.10	0.78	1.50	25	28	39	20	4.3
	300172	中电环保	审慎推荐 A	18.47	0.52	0.60	0.42	0.71	36	31	44	26	2.5
	300190	维尔利	审慎推荐 A	50.04	0.67	1.14	1.20	1.78	75	44	42	28	3.2
固废治理	000826	桑德环境	强烈推荐 A	24.86	0.35	0.50	0.70	0.99	71	50	36	25	7.4
	002479	富春环保	审慎推荐 A	15.88	0.57	0.80	0.43	0.51	28	20	37	31	3.8

资料来源: 招商证券 (截至 9 月 29 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、煤气及水等公用事业行业研究工作，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、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009~2010 年最佳分析师、2010 年“中国证券业金牛分析师”。

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。