

环保行业 11 月月报——

水务环保行业

2011 年 12 月 7 日

环保行业一年来走势图

相关研究：

《环保行业：水务行业深度研究——“十二五”投资力度不减，结构有所转换》2011 年 11 月 11 日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人:张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

脱硝电价获批，政策催化下主题投资有望延续

行业评级：谨慎看好

投资要点：

④ **脱硝电价获批，有利脱硝市场快速发展。**为鼓励燃煤发电企业落实脱硝要求，北京、天津、河北、山西、山东省（市）安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业，经国家或省级环保部门验收合格的，报省级价格主管部门审核后，试行脱硝电价，电价标准暂按每千瓦时加 0.8 分钱执行。脱硝电价的试行能一定程度上提高电厂脱硝的积极性，建议关注前端脱硝龙头企业龙源技术（300105）、后端龙净环保（600388）、永清环保（300187）、九龙电力（600292）。

④ **固废领域增速可观，看好固废领域龙头。**目前我国的固废处理方式以填埋为主，2009 年填埋处理生活垃圾占比 69%，垃圾焚烧占比 13%，我们预计到 2015 年，垃圾填埋的占比将下降到 57%，垃圾焚烧的占比将上升到 25%。据此，简单测算，行业在未来 5 年内保持 20%左右的增速，看好行业龙头桑德环境（000826）。

④ **水务行业看好再生水和 BOT 模式跨区域扩张模式企业。**随着污水处理比例的提升，水务行业投资高峰期即将过去，城市污水处理新建增速较“十一五”有所放缓，考虑到存量利用率的提升以及增量，预计城市污水处理仍保持 13%-15%的增速。从投资结构看“十二五”投资的重点区域可能在中西部及东北等地区。我们看好城市污水处理 BOT 模式跨区域扩张类公司，首创股份（600008）；再生水类掌握核心膜技术的公司，碧水源（300070）。此外，污水处理企业与当地政府具备良好的关系，目前国家在固废领域的投资也较为明确，相关污水处理企业进军该领域，成为增长点之一，如首创股份（600008）、桑德环境（000826）。

④ **估值分析及投资建议。**11 月环保行业下跌-1.33%，在所有板块中排名第 6，跑赢大盘 3.68 个百分点；水务行业下跌-6.33%，跑输大盘 1.32 个百分点。环保行业 PE 38 倍，在整个 A 股板块中处于高位，仅次于农林牧渔行业；水务行业 PE 23 倍，在整个 A 股板块中居中。我们分析了污水处理、固废处理、大气环保“十二五”的行业增速情况，预计高于我国 GDP 增速约 10 个百分点，而行业龙头的增速有望高于平均水平。此外考虑目前行业的主要模式是 BOT 模式，业绩较为稳定，而“十二五”对环保日益重视的背景下，增速也较为确定，在经济结构调整的背景下，环保及水务行业业绩及增速相对稳定，兼具防御性和进攻性，而行业利好政策近期有望陆续出台，主题投资有望持续，给予行业“谨慎推荐”的投资评级。

④ **投资风险。**环保产业规划低于预期；环保行业实际情况低于规划。

## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、 水务行业——收入维持高增速，盈利能力反弹            | 7  |
| 二、 固废领域——年均增长 20%以上                | 5  |
| 三、 大气环保——标准趋严                      | 3  |
| 四、 板块走势及投资建议                       | 9  |
| 五、 投资策略                            | 错  |
| 误！未定义书签。                           |    |
| 六、 重点公司推荐                          | 12 |
| 碧水源——再生水规划的受益者，市场空间广阔 .....        | 12 |
| 首创股份——区域优势仍有扩张空间，进军固废领域 .....      | 13 |
| 天立环保（300156）-订单保证未来高增长，进军油页岩 ..... | 14 |
| 桑德环境（000826）——固废处理领域的龙头 .....      | 14 |
| 国电清新（002573）脱硫运营领跑者，干法技术潜力巨大 ..... | 15 |
| 七、 投资风险                            | 16 |

## 一、 大气环保——脱硝电价获批，市场有望快速打开

氮氧化物列入约束性指标，市场空间巨大。“十二五”规划中将氮氧化物列入约束性指标，氮氧化物成为二氧化硫之后又一减排重任。“十二五”期间，环保部明确新建火电项目要实现 80%以上的脱硝效率。环保部预测，新标准实施后，到 2015 年，全国需要新增烟气脱硝容量 8.17 亿千瓦，共需脱硝投资 1950 亿元，2015 年需运行费用 612 亿元/年。到 2020 年，需要新增烟气脱硝容量 10.66 亿千瓦，共需脱硝投资 2328 亿元，2020 年需运行费用 800 亿元/年。现役的 7.07 亿千瓦火电机组中，90%的机组需进行脱硝改造，加上“十二五”期间的 2.5 亿千瓦的新增机组，所带来的市场容量在 2600 亿元左右。

脱硝电价获批，有利脱硝市场快速发展。为鼓励燃煤发电企业落实脱硝要求，北京、天津、河北、山西、山东省（市）安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业，经国家或省级环保部门验收合格的，报省级价格主管部门审核后，试行脱硝电价，电价标准暂按每千瓦时加 0.8 分钱执行。脱硝电价的试行能一定程度上提高电厂脱硝的积极性，脱硝市场有望从概念转换为真实业绩。

表1：发电项目审批情况

|                         | 大小    | 大小  | 省份  | 类型   | 审批年份        |
|-------------------------|-------|-----|-----|------|-------------|
| 福建华能福州电厂 6 号机组“上大压小”    | 1*60  | 60  | 福建  | 燃煤   | 2011 年 10 月 |
| 江苏南通电厂“上大压小”            | 2*100 | 200 | 江苏  | 燃煤   | 2011 年 10 月 |
| 黑龙江华能大庆热电“上大压小”         | 2*35  | 75  | 黑龙江 | 燃煤热电 | 2011 年 10 月 |
| 新疆华电喀什 2×35 万千瓦热电联产扩建工程 | 2*35  | 75  | 新疆  | 燃煤热电 | 2011 年 10 月 |
| 新疆国投伊犁热电厂扩建工程           | 2*30  | 60  | 新疆  | 燃煤热电 | 2011 年 10 月 |
| 合计                      |       | 470 |     |      |             |

资料来源：国家能源局，山西证券整理

图1：全社会用电量：累计同比

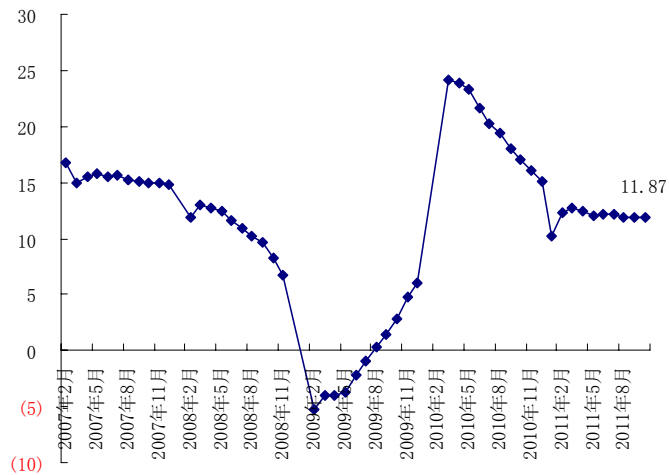
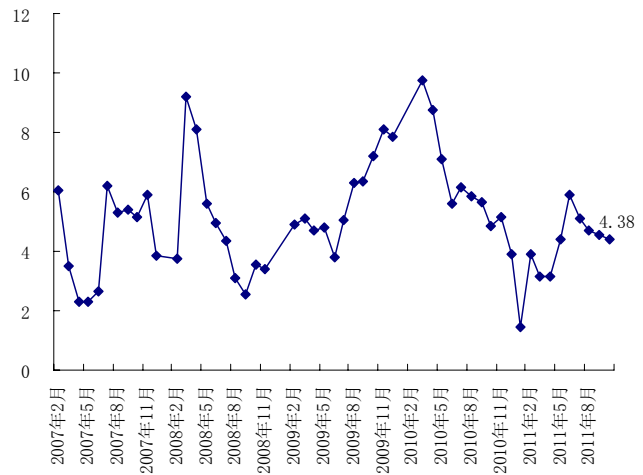


图2：第一产业用电量累计同比



资料来源：Wind

图3：第二产业用电量累计同比

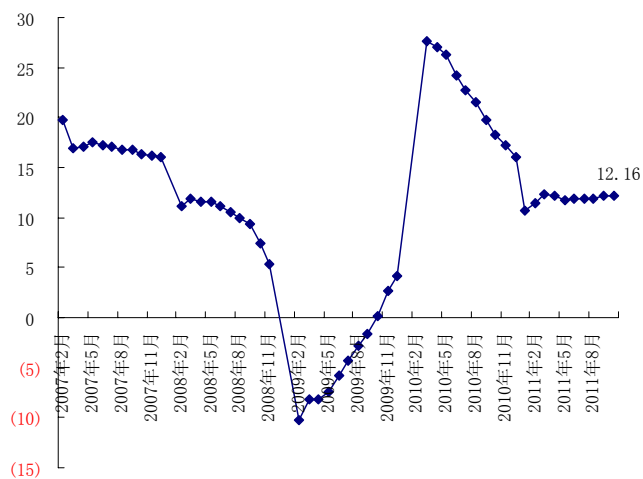
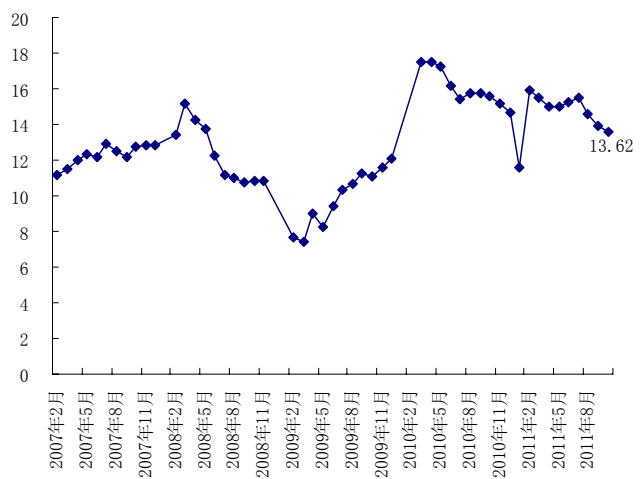


图4：第三产业用电量累计同比



资料来源：Wind

表2：2003年正式公布板

| 机组类型             | 新标准开始执行时间      | 区域类型    | 排放限值 |
|------------------|----------------|---------|------|
| 1997 年前投产        | 2005 年 1 月 1 日 | 重点区域    | 300  |
|                  |                | 非重点区域   | 600  |
|                  | 2010 年 1 月 1 日 | 全部地区    | 200  |
| 1997 年到 2003 年投产 | 2005 年 1 月 1 日 | 重点区域    | 200  |
|                  |                | 非重点区域   | 500  |
|                  | 2010 年 1 月 1 日 | 大部分地区   | 50   |
|                  |                | 西部非重点地区 | 100  |
|                  |                | 综合利用机组  | 200  |

|           |                |         |     |
|-----------|----------------|---------|-----|
| 2004 年后投产 | 2004 年 1 月 1 日 | 大部分地区   | 50  |
|           |                | 西部非重点地区 | 100 |
|           |                | 综合利用机组  | 200 |

资料来源：山西证券

表3：2011年新标准

| 机组类型      | 新标准开始执行时间      | 区域类型    | 排放限值 |
|-----------|----------------|---------|------|
| 2012 年前投产 | 2014 年 7 月 1 日 | 全部地区    | 30   |
|           |                | 其中，重点区域 | 20   |
| 2012 年后投产 | 2012 年 1 月 1 日 | 全部地区    | 30   |
|           |                | 其中，重点区域 | 20   |

资料来源：山西证券

表 4：2011 年脱硝标准

|      | 污染项目 | 适用条件 | 限制  | 备注                                              |
|------|------|------|-----|-------------------------------------------------|
| 燃煤锅炉 | 氮氧化物 | 全部   | 100 | 无                                               |
|      |      |      | 200 | 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执行该限值 |

资料来源：山西证券

## 二、 固废领域——年均增长20%以上

固废处置方式可以分为填埋、焚烧、堆肥和综合处理四种。与填埋处理相比，垃圾焚烧发电有诸多优点：厂房占地少，有利于节约土地资源；垃圾的减容减量化程度高，垃圾处理彻底；设备运行全天候全封闭，基本无二次污染；焚烧炉的适用范围很广，能处理多种垃圾，且大多数焚烧技术不需对垃圾进行预处理；垃圾焚烧的余热可产生蒸汽用于发电、供热，节约能源，并可以持续的高温彻底杀灭各种病菌病毒，从而达到防止污染传播和扩散的目的。发达国家垃圾焚烧发电占垃圾无害化处理的比重已相当高，垃圾发电在这些国家已成为成熟产业。日本目前已有 90% 以上的生活垃圾采用焚烧法处理，瑞士生活垃圾焚烧的比例高达 80%，美国、德国、法国均为约 40%，新加坡甚至达到 100%。

据国家统计局数据，2009 年我国已建成垃圾焚烧厂 93 座，垃圾焚烧量达 222 吨，分别为 2004 年的 1.7 倍和 4.5 倍。2010 年新开工施工项目达 41 座，比 2009 年增长约 44%。

目前我国的固废处理方式以填埋为主，2009 年填埋处理生活垃圾占比 69%，垃圾焚烧占比 13%。我们预计到 2015 年，垃圾填埋的占比将下降到 57%，垃圾焚烧的占比将上升到 25%。据此，简单测算，行业在未来 5 年内保持 20% 左右

的增速，详见表 3。

表 5：垃圾焚烧量及增速预测

| 主要指标                        | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 垃圾清运量（预测值，年均增长率 8%）<br>（万吨） |      | 1.7  | 1.83  | 1.98  | 2.14  | 2.31  | 2.49  |
| 垃圾焚烧比例                      |      | 15%  | 17%   | 18%   | 20%   | 22%   | 25%   |
| 垃圾焚烧量（吨）                    | 2022 | 2550 | 3111  | 3564  | 4280  | 5082  | 6225  |
| 垃圾焚烧量增速                     |      | 26%  | 22%   | 15%   | 20%   | 19%   | 22%   |

资料来源：山西证券

图 5：城市生活垃圾清运量及增速

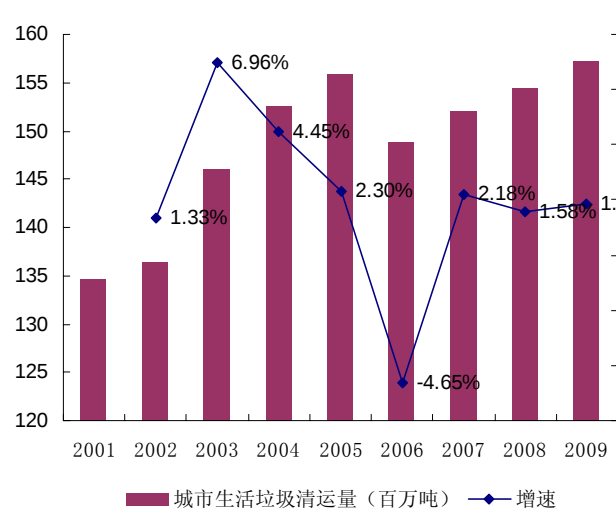
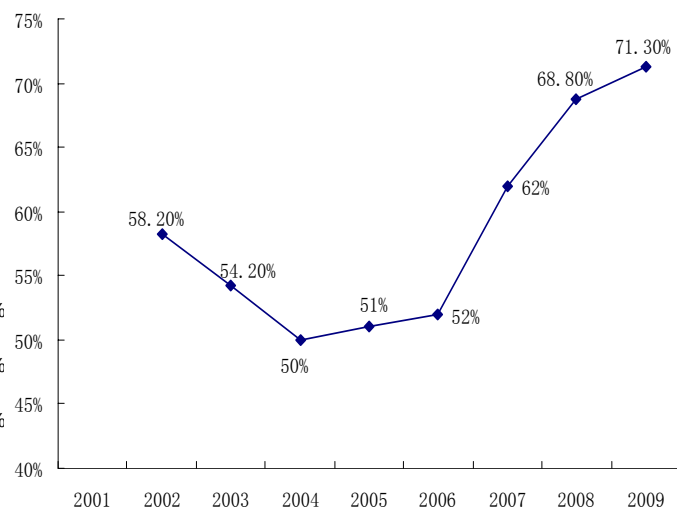
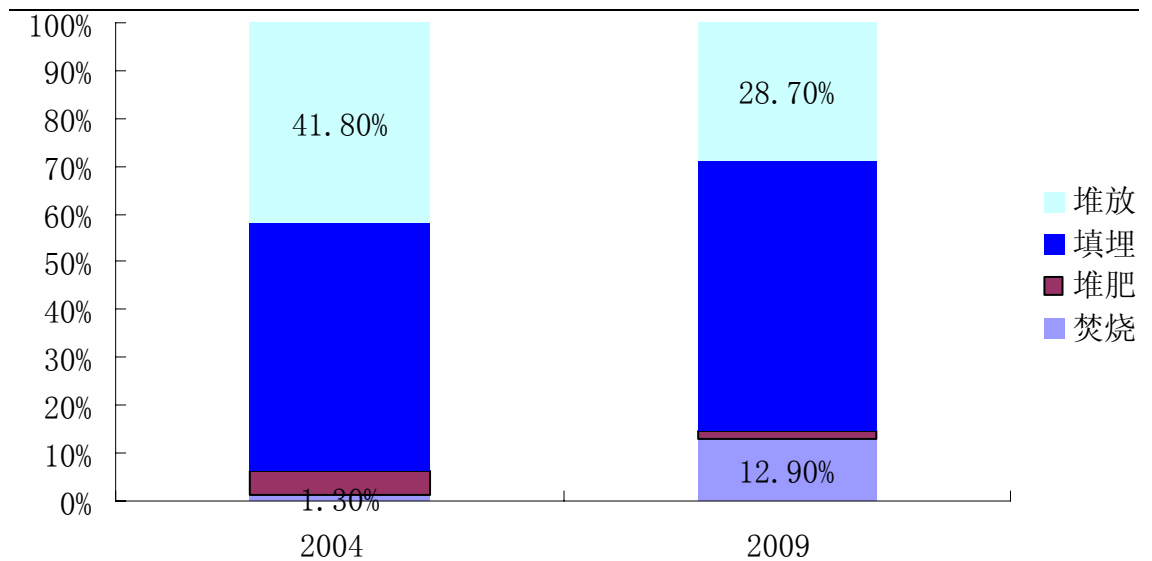


图 6：城市生活垃圾无害化处理率



资料来源：山西证券

图 7：2001、2009 年全国城市生活垃圾处理比例



资料来源：山西证券整理

### 三、 水务行业——收入维持高增速，盈利能力反弹

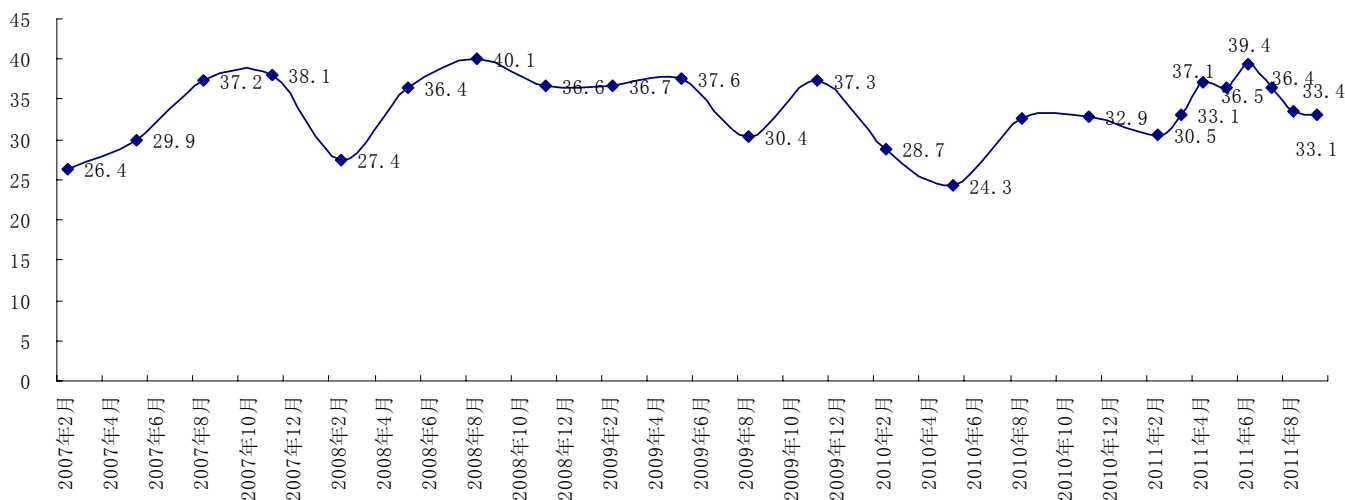
**收入维持高增速，盈利能力反弹。**污水处理及其再生利用 1-9 月份营业收入同比增长 33.1%，增速基本稳定，维持高位；利润总额同比增长 66.7%，维持稳定高增长。行业毛利率进入 2011 年有所提升，2011 年 9 月份达到 24.48%，稳中有增。

**城市污水投资高峰已经过去，重点区域有所转换。**随着污水处理比例的提升，水务行业投资高峰期即将过去，城市污水处理新建增速较“十一五”有所放缓，考虑到存量利用率的提升以及增量，预计城市污水处理仍保持 13%-15% 的增速。从投资结构看“十二五”投资的重点区域可能在中西部及东北等地区。

**流域治理“十二五”投资力度不减。**从 2004 年开始，我国对境内污染状况严重的三条河流(辽河、海河、淮河)和三座湖泊(太湖、巢湖、滇池)进行了持续治理，先后投入了近 1000 亿元的资金。正在编制的《重点流域“十二五”水污染防治规划》，将重点支持三峡库区、丹江口库区、黄河中上游、松花江等流域点源治理项目，并研究生态补偿机制、排污权有偿使用与排污交易机制试点等等，将进一步明确“谁污染谁付费”的原则，促进污水处理行业的健康发展，保证污水处理企业的利益。

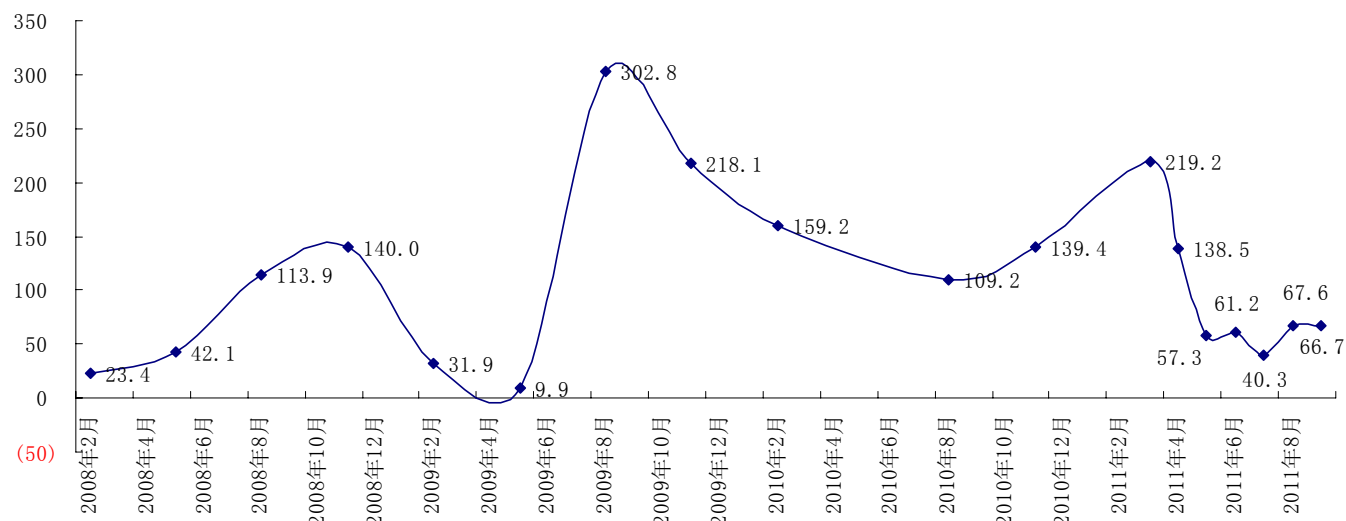
**再生水未来空间广阔。**截至 2010 年底，全国城市再生水平均利用率为 8.5%，在即将出台的“十二五”环境保护规划大框架下，到 2015 年全国城市再生水利用率要达到 20%以上，较 2010 年底提高超过 10 个百分点。从投资额上看，正在编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，拟新增投资额约 4210 亿元，其中污水再生利用设施投资 344 亿元，占比 8%。发达国家再生水利用比例达到 70%以上，我国再生水投资空间仍广阔，目前只是刚刚开始。

图 8：污水处理及其再生利用：主营业务收入：累计同比



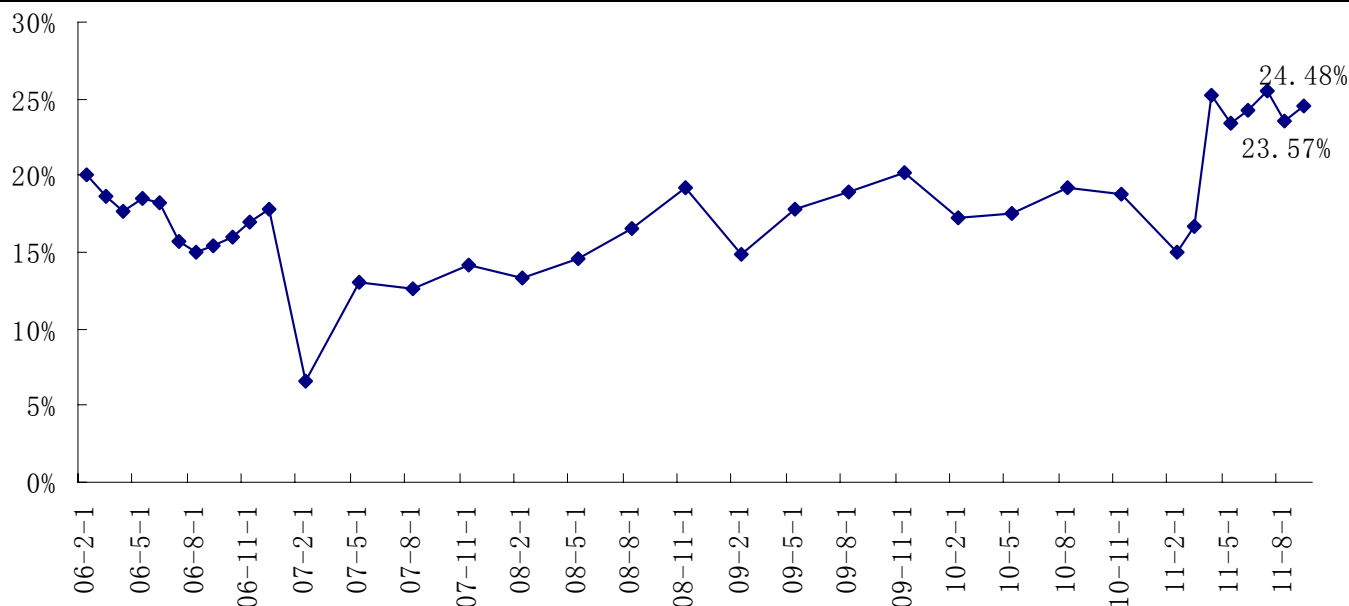
资料来源: Wind

图 9: 污水处理及其再生利用: 利润总额: 累计同比



资料来源: Wind

图10: 污水处理及其再生利用毛利率情况



资料来源: Wind

表 6: “十一五” 污水处理提升情况

|             | “十五” 末 | “十一五” 末 | 提升量  | 提升比例    | 年均增速   |
|-------------|--------|---------|------|---------|--------|
| 污水处理能力 (万吨) | 6000   | 12500   | 6500 | 108.33% | 21.67% |
| 城市污水处理率     |        | 77%     |      |         |        |

资料来源: 山西证券

表 7: “十二五” 规划污水处理提升情况

|             | “十一五” 末 | “十二五” 末 | 提升量  | 提升比例   | 年均增速  |
|-------------|---------|---------|------|--------|-------|
| 污水处理能力 (万吨) | 12500   | 16700   | 4200 | 33.60% | 6.82% |

|         |     |     |  |  |  |
|---------|-----|-----|--|--|--|
| 城市污水处理率 | 77% | 85% |  |  |  |
|---------|-----|-----|--|--|--|

资料来源：山西证券

## 四、 板块走势及投资建议

**环保强于大盘，水务弱于大盘。**11 月环保行业下跌-1.33%，在所有板块中排名第 6，跑赢大盘 3.68 个百分点；水务行业下跌-6.33%，跑输大盘 1.32 个百分点。

**环保行业估值较高，水务估值居中。**环保行业 PE 38 倍，在整个 A 股板块中处于高位，仅次于农林牧渔行业；水务行业 PE 23 倍，在整个 A 股板块中居中。

**投资建议。**我们分析了污水处理、固废处理、大气环保“十二五”的行业增速情况，预计高于我国 GDP 增速约 10 个百分点，而行业龙头的增速有望高于平均水平。此外考虑目前行业的主要模式是 BOT 模式，业绩较为稳定，而“十二五”对环保日益重视的背景下，增速也较为确定，在经济结构调整的背景下，环保及水务行业业绩及增速相对稳定，兼具防御性和进攻性，而行业利好政策近期有望陆续出台，主题投资有望持续，给予行业“谨慎推荐”的投资评级。

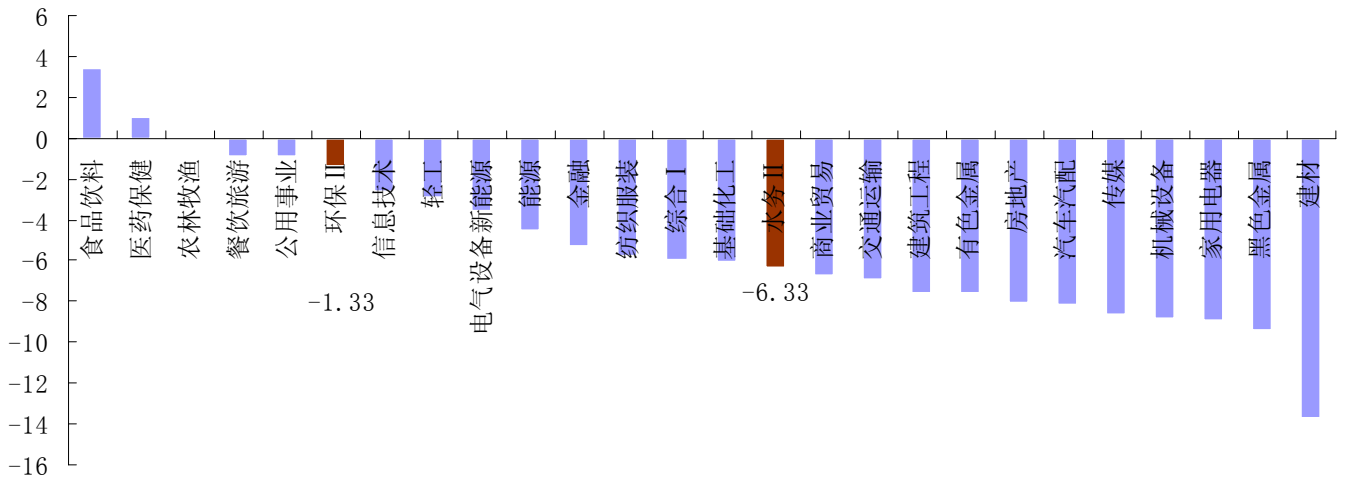
**水务行业看好再生水和 BOT 模式跨区域扩张模式企业。**我们看好城市污水处理 BOT 模式跨区域扩张类公司，首创股份（600008）；再生水类掌握核心膜技术的公司，碧水源（300070）。此外，污水处理企业与当地政府具备良好的关系，目前国家在固废领域的投资也较为明确，相关污水处理企业进军该领域，成为增长点之一，如首创股份（600008）、桑德环境（000826）。

**脱硝电价获批，有利脱硝市场快速发展。**为鼓励燃煤发电企业落实脱硝要求，北京、天津、河北、山西、山东省（市）安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业，经国家或省级环保部门验收合格的，报省级价格主管部门审核后，试行脱硝电价，电价标准暂按每千瓦时加 0.8 分钱执行。脱硝电价的试行能一定程度上提高电厂脱硝的积极性，建议关注前端脱硝龙头企业龙源技术（300105）、后端龙净环保（600388）、永清环保（300187）、九龙电力（600292）。

**固废领域增速可观，看好固废领域龙头。**目前我国的固废处理方式以填埋为主，2009 年填埋处理生活垃圾占比 69%，垃圾焚烧占比 13%，我们预计到 2015 年，垃圾填埋的占比将下降到 57%，垃圾焚烧的占比将上升到 25%。据此，简单测算，行业在未来 5 年内保持 20%左右的增速，看好行业龙头桑德环境（000826）。

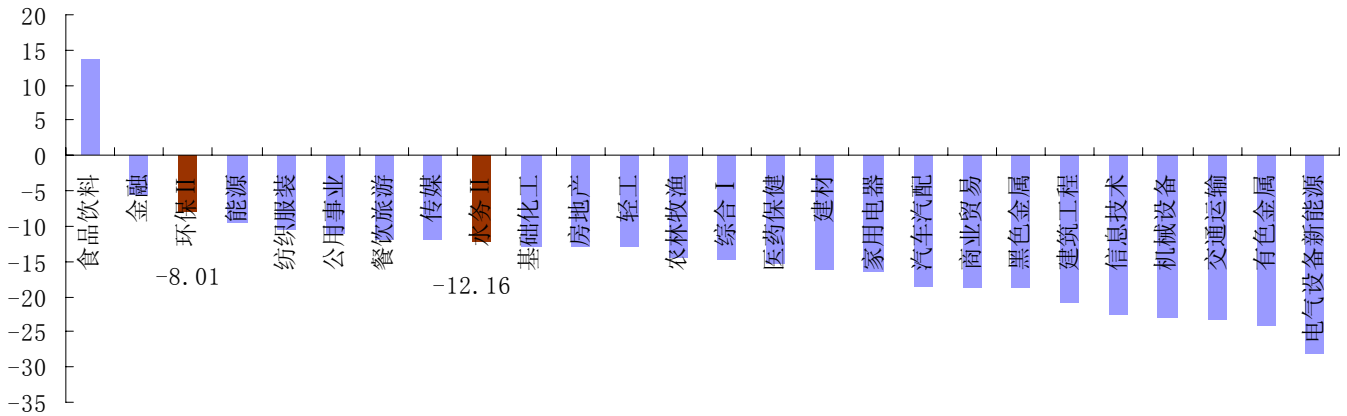


图 8：11 月板块涨跌幅比较（根据国信行业）



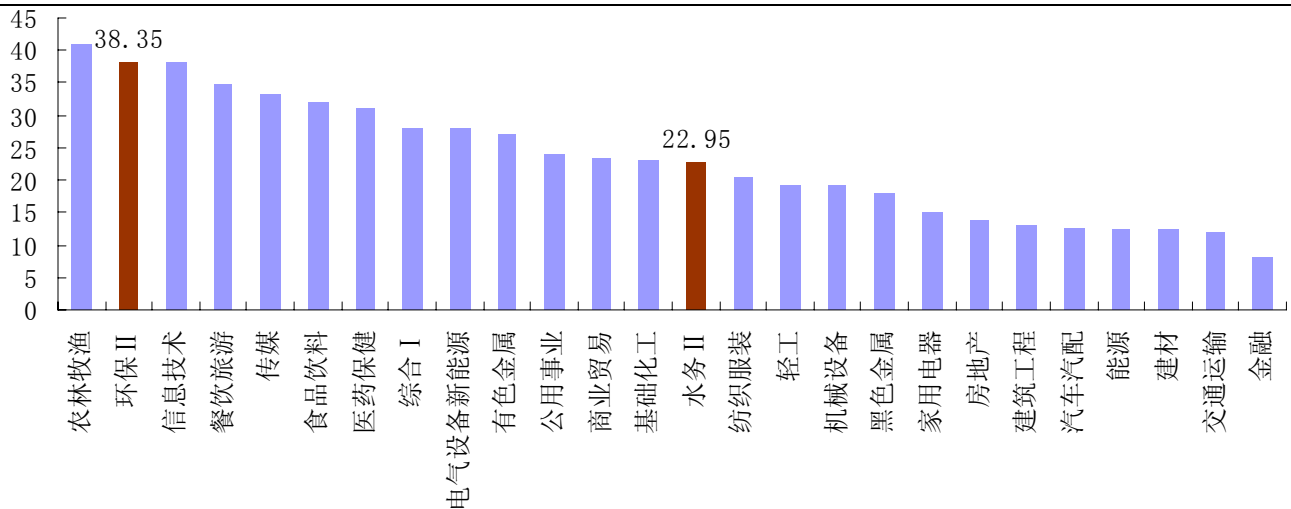
资料来源：Wind

图 9：年初至今块涨跌幅比较（根据国信行业）



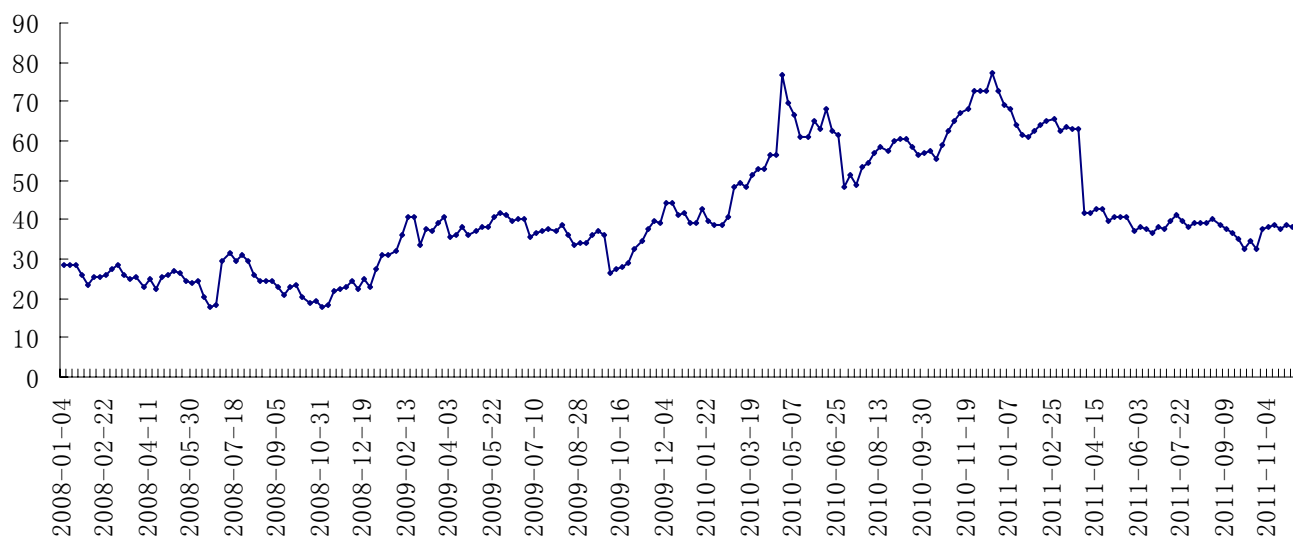
资料来源：Wind

图 10：行业估值比较



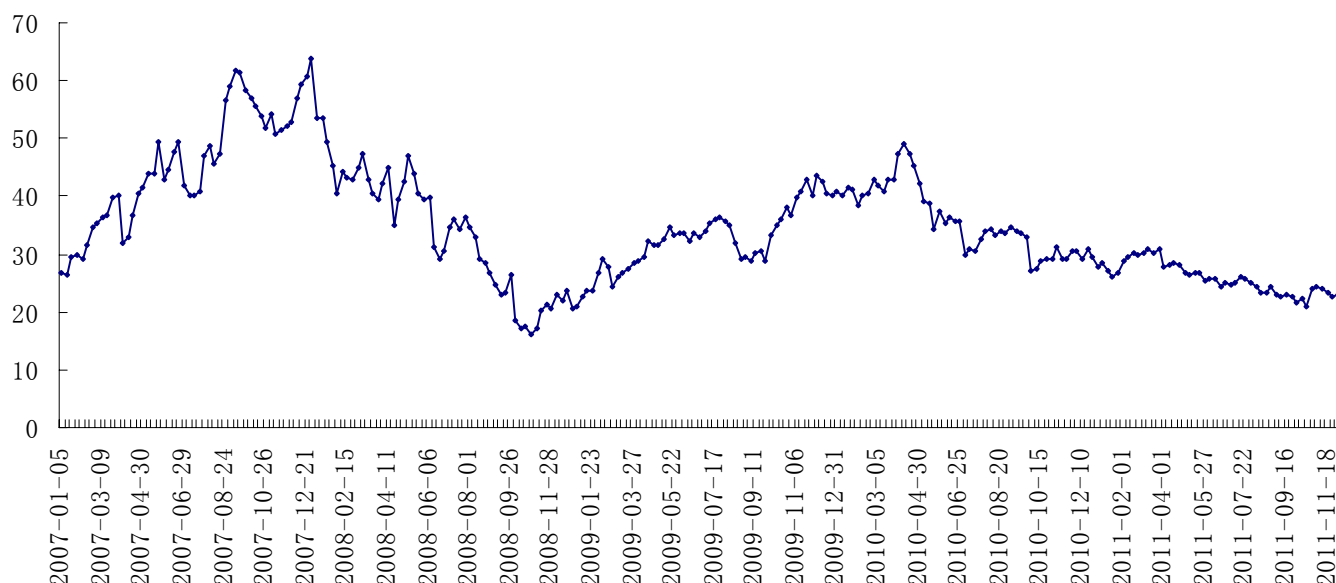
资料来源：Wind

图 11：环保行业 PE 估值历史走势



资料来源：Wind

图 12：水务行业 PE 估值历史走势



资料来源：Wind

图 8：月份行业个股涨跌情况及资金流入情况

| 证券代码       | 证券简称 | 区间涨跌幅    | (区间)净流入资金 |
|------------|------|----------|-----------|
| 600388. SH | 龙净环保 | 14. 7965 | -0. 725   |
| 600168. SH | 武汉控股 | 4. 4872  | 0. 2941   |
| 300090. SZ | 盛运股份 | 4. 0367  | -0. 5184  |
| 300187. SZ | 永清环保 | 2. 7478  | -0. 181   |
| 300070. SZ | 碧水源  | 2. 6667  | -0. 2642  |
| 300190. SZ | 维尔利  | 2. 4701  | 0. 0552   |
| 300105. SZ | 龙源技术 | 1. 1647  | -0. 0768  |

|           |      |          |         |
|-----------|------|----------|---------|
| 600008.SH | 首创股份 | -1.0791  | 0.6091  |
| 000826.SZ | 桑德环境 | -1.3741  | -0.0181 |
| 600283.SH | 钱江水利 | -1.8349  | 0.1857  |
| 601199.SH | 江南水务 | -2.082   | 0.0216  |
| 300021.SZ | 大禹节水 | -2.8418  | -1.2814 |
| 600187.SH | 国中水务 | -4.8882  | -0.9985 |
| 002573.SZ | 国电清新 | -5.1107  | -0.8395 |
| 000939.SZ | 凯迪电力 | -5.5638  | -2.4552 |
| 300055.SZ | 万邦达  | -5.7901  | -0.1654 |
| 300152.SZ | 燃控科技 | -5.8235  | -0.2728 |
| 600526.SH | 菲达环保 | -5.87    | -0.4308 |
| 300125.SZ | 易世达  | -6.9302  | -0.1543 |
| 000551.SZ | 创元科技 | -7.0312  | -0.0052 |
| 600323.SH | 南海发展 | -7.8449  | 0.2144  |
| 600461.SH | 洪城水业 | -7.9927  | -0.1784 |
| 601158.SH | 重庆水务 | -8.1944  | -0.9425 |
| 600649.SH | 城投控股 | -8.2718  | -0.6782 |
| 002499.SZ | 科林环保 | -9.1867  | -0.299  |
| 000544.SZ | 中原环保 | -9.3357  | -0.2376 |
| 300156.SZ | 天立环保 | -9.5942  | -0.7454 |
| 600874.SH | 创业环保 | -9.697   | -0.795  |
| 300172.SZ | 中电环保 | -10.7422 | -0.717  |
| 000598.SZ | 兴蓉投资 | -13.5922 | -3.1302 |
| 300056.SZ | 三维丝  | -13.6364 | -0.0839 |
| 300262.SZ | 巴安水务 | -19.9151 | -0.6188 |

资料来源：Wind

## 五、重点公司推荐

### 碧水源——再生水规划的受益者，市场空间广阔

- **再生水领域市场空间广阔。**到 2010 年底，全国城市污水处理再生水平平均利用率为 8.5%，在即将出台的“十二五”环境保护规划大框架下，到 2015 年全国城市再生水利用率要达到 20% 以上，较 2010 年底提高超过 10 个百分点。发达国家再生水利用比例达到 70% 以上，我国再生水投资空间仍广阔，目前只是刚刚开始。
- **MBR 深度处理技术广泛应用于再生水领域。**碧水源凭借 MBR 深度处理技术，可将污水处理为高品质可再生利用水源。公司拥有 MBR 膜技术，



顺应“十二五”污水处理产业发展的需求。

- **自主生产膜材料，获取垄断利润。**过去我国 MBR 技术用膜基本依赖进口，但经过过去几年的发展，公司在该领域已取得较大的进展，公司已经具备膜材料的自主研发技术。公司膜基地于 2010 年投产，目前已达到 300 万平米产能。公司在无锡、益阳还将分别建造 100 万平米膜基地，膜产能达到 500 万平米。膜材料一般 5-8 年需更换一次，公司膜材料目前已实现自主开发生产，形成新的利润增长点。同时自产膜的低成本也提升了公司膜组器、污水处理整体解决方案等业务的毛利水平。
- **以合资公司为平台快速实现异地扩张。**公司已在云南、江苏、湖南分别布点与地方政府合资成立地域型水务发展平台，未来仍以该模式快速实现异地扩张。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.98、1.61、2.64 元，当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为：48、21、18。考虑到公司膜技术在国内处于垄断地位以及我国再生水广阔的空间，给予“买入”的投资评级。

### 首创股份——区域优势仍有扩张空间，进军固废领域

- **中西部地区布局，“十二五”仍有扩张空间。**公司目前具备污水处理能力 1200 万吨/日，排名第一，在中西部的污水处理能力累计达 948 万吨/日，占比 75%左右。“十二五”期间，我国将新增 4200 万吨/日污水处理能力，主要集中在中西部及东北地区，中西部地区布局，“十二五”仍有扩张空间。
- **存量仍有较大提升空间。**随着城市人口增加，污水处理量也有所增长，公司现有设施处理量大部分未达到设计值，存量仍有较大提升空间。
- **进军固废处理业务。**2011 年公司完成收购香港上市公司新环保能源股份（公司持股比例 28%）。2010 年末，新环保能源股份拥有固废处理能力 3625 万吨/日，考虑在建产能，2012 年末，其固废处理能力将提升至 6425 万吨/日。首创股份与各地方政府建立了良好的合作关系，未来新环保能源的产能有望迅速扩张，为公司业绩增长提供新动力。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.25、0.31、0.36 元，对应市盈率分别为，考虑到公司重点布局中西部地区，未来增量空间仍可观，而公司介入固废领域，凭借公司于各地方政府的关系有望成为新的利润增长点，给予“增持”的投资评级。



## 天立环保（300156）-订单保证未来高增长，进军油页岩

- **在手订单充足，保证 2012-2013 年高增长。**10 月 19 日，公司签订了新疆圣雄项目，暂定合同总金额为 6.5 亿元。目前在手订单约 17 亿左右，是 2010 年营业收入的 5 倍左右。公司今年由于项目进度收入确认低于预期，但公司在手订单充足，未来业绩增长可期，公司项目周期一般在 1-2 年，预计这些订单陆续在 2012-2013 年确认，公司未来两年业绩高增长基本确定。
- **进军油页岩，开辟新的利润增长点。**公司上半年收购吉林三鸣页岩科技有限公司进入油页岩行业，公司计划采用抚顺矿业的技术进行油页岩提炼。2010 年我国页岩油产量已经达到 55 万吨，抚顺矿业的油页岩产量占据全国 50%以上市场份额，抚顺矿业的技术已经到市场验证。公司 1 期目标是日处理矿石 2000 吨，年产油约 3 万吨，项目预计明年开工。我们简单测算，油页岩项目一期如果成功出油，有望贡献公司 0.18 元的业绩，详见表 3。公司目前在积极通过多种方式储备油页岩资源，一旦一期项目成功，公司后续项目将快速跟进，油页岩提炼有望成为公司另一核心主业。
- **盈利预测及投资评级：**由于公司确认收入的进度低于我们的预期，我们调低公司 2011 年的盈利预测，调高 2012-2013 年的业绩，不考虑油页岩项目，预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.75、1.23、1.81 元，对应目前市盈率为 31、21、14 倍，考虑到公司 2012-2013 年业绩高增长确定且公司进军油页岩项目开拓新的利润增长点，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险：**公司主要业务集中于电石、铁合金、钢铁等高耗能行业，这些行业受宏观经济影响较大；公司进军油页岩项目存在一定的不确定性。

## 桑德环境（000826）——固废处理领域的龙头

- **行业龙头，先发优势。**公司是最早进入工业危废处理的企业之一，也是第一批承接餐厨垃圾处置的企业之一，此外，公司拥有大量工程经验，部分承建的项目成为地区乃至全国的示范项目，未来在垃圾焚烧及餐厨垃圾领域具备先发优势。
- **集团资产注入可期。**2010 年 3 月，公司与桑德集团签署“备忘录”，对桑德环境与桑德集团以及公司实际控制人文一波旗下的桑德国际之间的业务进行了界定，明确了桑德环境专注于固废集成与固废处置设备制造（集团承诺不参与该领域），桑德集团承诺未来 3 年桑德环境可优先受



让集团旗下运营的固废项目。

- **投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.91、1.1，对应目前的 PE 分别为 43、31、26 倍，考虑到公司是固废领域的龙头以及未来集团可能的支持，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**垃圾焚烧发电产生的推广低于预期。

## 国电清新(002573) 脱硫运营领跑者，干法技术潜力巨大

- **环保标准趋严，市场空间广阔：**近日环保部发布了新的《火电厂大气污染物排放标准》，相较 2003 年第二次修订的二氧化硫的限值更为严格，此外新加入了氮氧化物排放标准，这将催生了新的脱硫市场及脱硝市场。
- **特许经营项目在手订单充足，前景广阔：**公司特许经营在手订单 998 万千瓦，是目前运营的特许经营的 2.08 倍。在火电企业资产负债率较高，经营较为困难，而国家对环保要求日益严格的背景下，资金缺乏的企业有动力将项目与专业公司合作开展特许经营，特许经营市场前景仍广阔。我们在一定的假设情况下，对公司在手特许经营项目的盈利进行了测算，预计未来公司在手特许经营项目合计贡献利润为 14970 万元，是公司 2010 年净利润的 2.3 倍，不考虑其他项目，可以预见公司未来几年利润将保持飞速增长。
- **活性焦干法脱硫技术潜力巨：**公司是中国大陆（地区）唯一一家拥有德国 WKV 公司 CSCR 技术许可使用及制造权的企业，该技术具备集成化净化、节约水资源等优点。我国西部地区水资源较为紧缺，活性焦干法脱硫技术在该类地区具备较好的应用条件。锡盟煤电基地近期规划燃煤电站建设规模 800 万千瓦，2008 年公司中标神华胜利电厂 2 台 66 万千瓦机组活性焦干法脱硫项目，并于多家企业签订战略合作协议，若按照公司 50% 的市场份额测算，公司锡盟地区潜在订单 12 亿元，预计可合计贡献公司利润 3.6 亿元，是公司 2010 年利润的 5.5 倍。
- **盈利预测及投资评级：**根据公司现有特许经营在手项目以及工程项目订单，我们估算公司 2011 -2013 年每股收益为 0.38 元、0.81 元、1.30 元左右，对应目前股价市盈率分别为 57、26、16 倍，考虑到 2011-2013 业绩测算均根据现有在手合同测算，确定性较大，应该根据 2013 年业绩进行估值，公司具备较大的估值优势。公司技术储备充分，在烟气净化领域竞争力较强，而公司致力于发展的特许经营是未来的发展趋势，活性焦干法脱硫潜在订单巨大，综合考虑给予“增持”的投资评级。
- **投资风险：**公司未来两年业绩增长取决于其新中标大唐特许经营项目收



购进展以及成本，如若成本较高则盈利能力可能下滑；公司目前运营及在手的特许经营项目 90%以上来自于大唐集团，对大唐集团有一定的依赖性；公司所拥有的干法脱硫技术领域未来不排除还会有新技术的出现，从而对公司在干法脱硫市场形成威胁，而公司重要投资看点之一即是干法脱硫技术抢占锡盟煤电基地。

## 六、 投资风险

- 环保产业规划低于预期；环保行业实际情况低于规划。

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**特别申明：**

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。