

节能环保

看好精品，优选龙头，关注并购——2014 环保投资策略

观点聚焦

投资建议

我们看好 2014-15 年环保投资的持续落实。对比产业链的各部分，我们建议：上游看精品，下游看龙头，中游关注业务拓展。

A 股：推荐碧水源、科达机电、桑德环境；审慎推荐津膜科技、中电远达；建议关注先河环保。

H 股：推荐北控水务；审慎推荐东江环保 H 股。

理由

2013-15 年：环保政策导向从“定目标”转为“抓落实”。政策导向的变化源自 3 个因素：1) 必要性：节能减排任务不达标，要顺利实现十二五节能减排指标，必须依赖 2013-15 年真抓实干。2) 迫切性：节能环保不仅可以减缓环境压力，还有望带来新的经济增长点。3) 海外经验表明：环保投入的启动，必须依赖于国家政策的坚强推动。

环保需求向三个方向转变：加速投资、注重实效、专业托管。1) 环保改造投入从单一政府行为向工业企业延伸。2) 实践效果成为环保投资的第一要素，价格不再是首要因素。3) 将有越来越多的专业性环保 BOT，节能 EMC 企业诞生，而不再是大型企业下的附属部门——权责分明，环保企业收益与风险共担。

现阶段：上游看精品，下游看龙头，中游关注业务拓展。1) 上游企业自身规模小但利润率高，客户对产品价格不敏感，成功的实践经验是企业开拓市场的最主要优势。2) 下游企业涉及项目运营，除了实践经验外，充沛的资金实力是实现扩张的必要因素。3) 中游企业以工程为主，利润率相对薄且竞争激烈，企业成长依赖于向其他业务领域的拓展。

中长期：并购是环保企业做大的必经之路。对比海外环保企业发展历史和我国目前发展现状：2014 年，环保业并购活跃度将进一步提升，龙头更趋积极。

盈利预测与估值

目前 A 股估值对应 2013、14 年 PE 为 47x 和 33x。H 股估值对应 2013、14 年 PE 为 20x 和 16x。估值处于历史较高水平，未来带动股价上涨主要依赖于业绩增速超预期。

风险

1) 2014 环保投资慢于预期；2) 企业竞争加剧带来利润率下滑。

分析师

陈俊华

junhua.chen@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511030014

朱亚锋

yafeng.zhu@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511010017

周烁君

shuojun.zhou@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080513070009

联系人

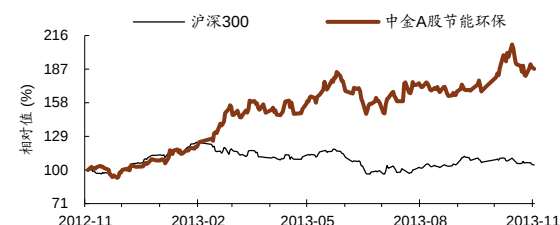
肖征

zheng.xiao@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080112040004

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2013E	2014E
科达机电-A	推荐	N.A.	29.3	18.0
碧水源-A	推荐	N.A.	43.1	33.5
桑德环境-A	推荐	N.A.	35.3	24.8
达实智能-A	推荐	N.A.	31.5	22.9
海陆重工-A	推荐	N.A.	22.7	15.4
北控水务-H	推荐	3.80	31.7	22.1
津膜科技-A	审慎推荐	N.A.	64.7	44.4
中电远达-A	审慎推荐	N.A.	61.7	43.9
国电清新-A	审慎推荐	N.A.	76.6	44.4
首创-A	审慎推荐	N.A.	26.3	21.9
永清环保-A	审慎推荐	N.A.	98.2	77.9
中电环保-A	审慎推荐	N.A.	42.9	34.4
维尔利-A	审慎推荐	N.A.	68.5	42.9
东江环保-H	审慎推荐	27.00	19.2	16.0
龙源技术-A	中性	N.A.	27.8	21.7
先河环保-A	中性	N.A.	63.9	48.7

中金一级行业

工业



相关研究报告

- 大气治理：从“定目标”转向“重落实” (2013.10.10)
- 环保产业机遇从市政环保向工业环保扩散 (2013.07.02)
- 看好工业环保股发展潜力 (2013.06.26)
- 环保行业双周报 (2013.06.13)
- 环保行业双周报 No.1 (2013.05.15)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



目录

2014 投资亮点: 看好精品, 优选龙头, 关注并购	3
政策: 从“定目标”转向“抓落实”	5
产业链: 上游看精品, 下游看龙头	7
应用领域: 从“市政环保”持续向“工业环保”扩散	9
中外对比: 并购是企业发展的必经之路	12

图表

图表 1: 已覆盖环保公司估值表	4
图表 2: “十一五”、“十二五”早期节能减排目标及完成情况	5
图表 3: 2006-2013 年节能环保相关措施数量统计	6
图表 4: 日本、德国 90 年代修正基本法后, 环保投入占比提升	6
图表 5: 2000-2015 环保投入及占比	6
图表 6: 上/中/下游 2012 年平均毛利率	7
图表 7: 上/中/下游 2012 年平均经营性现金净流量/收入	7
图表 8: 上/中/下游 2012 年平均营收规模	7
图表 9: 上/中/下游 3Q2013 平均资产负债率	7
图表 10: 公司上/中/下游分类明细	8
图表 11: 国内机组脱硝改造装机容量变化趋势: 2012-2014 是集中改造期	9
图表 12: 2013-15 年脱硫脱硝改造工程投资测算: 2014 年仍处投资高峰期	9
图表 13: 催化剂市场空间: 2014 预计需求达到近几年最高需求量 (19 万吨)	10
图表 14: 市政污水治理年均投资额: 2010 年达到巅峰, 之后逐渐回落	10
图表 15: 垃圾焚烧发电投资增速情景分析	11
图表 16: “十二五”生活垃圾处理计划投资额	11
图表 17: “十二五”生活垃圾处理无害化处理主要目标	11
图表 18: 我国生活垃圾处理能力结构	11
图表 19: 我国生活垃圾处理厂数量构成	11
图表 20: 美国废物管理、威立雅、苏伊士环境三大环保巨头的并购成长之路	12
图表 21: 海外环保产业巨头市值、营收规模及国内同业龙头公司对照图	13
图表 22: 2013 年国内环保业并购序幕初启(不完全统计, 金额大于 1 千万)	13
图表 23: 国内龙头下游环保企业资金成本、建造成本具有明显优势: 第一梯队 vs. 第二梯队企业	14
图表 24: 部分背靠大型国企股东、资产注入或项目获取有外部支持的预期明确环保企业一览	14



2014 投资亮点: 看好精品, 优选龙头, 关注并购

投资建议:

2013-15 年是环保政策落实年, 我们看好 2014-15 年环保投资的持续落实。对比产业链的各部分, 我们建议: 上游看精品, 下游看龙头, 中游关注业务拓展。

A 股: 推荐碧水源、科达机电、桑德环境; 审慎推荐津膜科技, 中电远达。

H 股: 推荐北控水务; 审慎推荐东江环保 H 股。

理由:

2013-15 年: 环保政策导向为: “确保落实”, 2013 年, 环保再次被明确为“支柱产业”。我们一直认为 2013-15 年, 是环保目标的落实年。2013 年密集的政策也应证了这一观点。我们认为, 政策导向从定目标转为重落实, 有 3 个因素: **1) 必要性:** 截至 2012 年末, 节能减排任务完成并不好, 要顺利实现十二五节能减排指标, 必须依赖 2013-15 年真抓实干。**2) 迫切性:** 对比海外, 任何国家在经济高速发展后, 都面临环境污染、需求转型问题。节能环保不仅可以减缓环境压力, 还有望带来新的经济增长点。**3) 经验借鉴:** 环保投资是工业企业和消费者的纯投入。日本、德国等国家的经验表明, 环保投入的启动, 必须依赖于国家政策的坚强推动。

政策导向的变化, 推动环保需求向三个方向转变: 加速投资、注重实效、专业托管。1) 环保违约成本增加, 推动企业主动追加环保投入, 环保改造从单一政府行为向工业企业延伸。**2)** 实践效果成为环保投资的第一要素, 价格不再是首要因素; 环保行业龙头公司有望受益。**3)** 将有越来越多的专业性环保 BOT, 节能 EMC 企业诞生, 而不再是大型企业下的附属部门。——权责分明, 环保企业收益与风险共担。

分析环保企业, 我们建议: 上游看精品, 下游看龙头, 中游关注业务拓展。我们将环保行业分为上游 (主要是材料/设备供应商)、中游 (主要是工程商) 及下游 (主要是投资运营商)。通过对比其财务状况, 我们认为: **1) 上游看精品**——企业自身规模小但利润率高, 客户对产品价格不敏感, 成功的实践经验是企业开拓市场的最主要优势。**2) 下游看龙头**——龙头涉及项目运营, 除了实践经验外, 充沛的资金实力是实现扩张的必要因素。**3) 中游关注业务拓展**——中游企业以工程为主, 利润率相对薄且竞争激烈, 企业成长依赖于向其他业务领域的拓展。

中长期来看, 并购是环保企业做大的必经之路, 龙头公司具备先发优势。对比海外环保企业发展历史和我国目前发展现状, 我们认为: 2014 年, 环保业并购活跃度将进一步提升, 龙头更趋积极。

风险:

- 1) 2014 环保投资慢于预期;
- 2) 企业竞争加剧带来利润率下滑。



图表 1: 已覆盖环保公司估值表

涉及领域	涉及领域	A股公司	2013-11-8	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS			P/E(x)			P/B(x)		
			股价 Rmb					2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
节能	建筑节能	达实智能	16.15	推荐	209	202	3	0.37	0.44	0.53	43.3	37.1	30.7	4.8	4.3	3.9
		科达机电	18.00	推荐	666	641	12	0.41	0.62	1.00	43.9	29.0	18.0	4.9	4.4	3.8
	工业节能	天立环保	12.61	审慎推荐	289	151	4	0.34	0.14	0.36	37.6	90.1	35.0	2.3	2.3	2.2
		天壕节能	10.98	审慎推荐	320	227	4	0.28	0.38	0.51	38.8	28.9	21.3	3.0	2.8	2.5
		易世达	12.75	中性	118	72	2	0.12	0.40	0.48	104.9	32.1	26.4	1.4	1.4	1.3
减排	废气治理	国电清新	26.08	审慎推荐	533	263	14	0.20	0.34	0.59	132.9	76.6	44.4	6.6	6.2	5.5
		永清环保	29.50	审慎推荐	200	56	6	0.27	0.30	0.38	110.0	98.2	77.9	7.4	6.9	6.4
		中电远达	28.42	审慎推荐	512	232	15	0.33	0.46	0.65	86.4	61.7	43.9	5.3	4.9	4.5
		龙源技术	22.82	中性	285	285	7	0.74	0.82	1.05	30.7	27.7	21.7	3.5	3.1	2.8
	废水治理	碧水源	40.53	推荐	886	513	36	0.63	0.94	1.21	63.8	43.1	33.5	9.3	7.7	6.3
		津膜科技	32.28	审慎推荐	174	69	6	0.34	0.50	0.73	94.7	64.7	44.4	7.9	7.1	6.2
		首创股份	7.05	审慎推荐	2,200	2,200	16	0.26	0.27	0.32	26.7	26.3	21.9	2.7	2.6	2.4
		重庆水务	5.95	审慎推荐	4,800	4,800	29	0.39	0.43	0.46	15.1	13.7	13.0	2.3	2.2	2.0
		中电环保	21.35	审慎推荐	130	90	3	0.44	0.50	0.62	48.4	42.9	34.4	3.4	3.2	3.0
		维尔利	22.01	审慎推荐	157	64	3	0.43	0.32	0.51	50.8	68.5	42.9	3.6	3.5	3.3
	固废治理	桑德环境	34.17	推荐	646	624	22	0.67	0.97	1.38	51.0	35.2	24.8	5.7	5.1	4.3
		富春环保	9.39	审慎推荐	738	728	7	0.32	0.22	0.27	29.6	43.6	34.3	3.4	3.4	3.2
		东江环保	35.26	审慎推荐	226	84	8	1.15	0.90	1.06	30.7	39.1	33.1	3.9	3.6	3.4
	工业三废处理	海陆重工	13.40	推荐	258	197	3	0.59	0.59	0.87	22.8	22.7	15.4	2.4	2.3	2.0
	环境监测	先河环保	21.73	中性	203	145	4	0.23	0.34	0.45	94.8	63.9	48.7	4.9	4.6	4.2
	平均值										57.9	47.3	33.3	4.4	4.1	3.7
	中间值										46.2	41.0	33.3	3.8	3.6	3.3
减排	水务治理	北控水务	3.71	推荐	8,436	8,436	31	0.11	0.12	0.17	34	32	22	3.0	3.1	2.8
		粤海投资	6.47	审慎推荐	6,238	6,238	40	0.55	0.57	0.60	12	11	11	1.7	1.5	1.4
		中国水务	2.99	中性	1,443	1,443	4	0.21	0.20	0.24	14	15	13	1.4	1.3	1.2
	固废治理	东江环保	21.55	审慎推荐	226	84	5	1.47	1.16	1.36	15	19	16	1.9	1.7	1.6
	水务+固废治理	光大国际	7.46	中性	4,054	4,054	30	0.29	0.32	0.38	25	23	20	3.6	3.2	2.9
平均值											20.0	20.0	16.2	2.3	2.1	2.0
中间值											14.6	18.6	15.8	1.9	1.7	1.6

资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部



政策: 从“定目标”转向“抓落实”

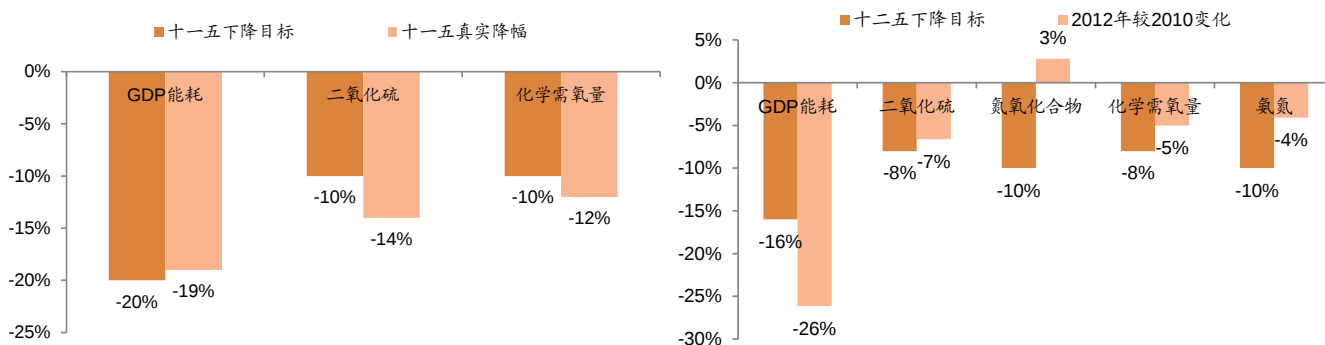
我们认为, 2013-15 年是环保政策落实年。2 方面的诉求: **1) 必要性:** 2012 年, 国家十二五规划相继明确。截至 2012 年末, 节能减排任务完成并不好, 要顺利实现十二五节能减排指标必须依赖 2013-15 年真抓实干。**2) 迫切性:** 对比海外, 任何国家在经历经济高速发展后, 都面临环境污染、需求转型问题。节能环保不仅可以减缓环境压力, 还有望带来新的经济增长点。

市场需求 (环保投资) 导向的变化, 将推动环保行业发生三个变化: **1)** 环保投资逐步攀升: 企业环保责任的违约成本逐步攀升, 环保治理被企业重视。**2)** 实践效果成为环保投资的第一要素, 价格不再是首要因素; 环保行业龙头市场份额有望攀升。**3)** 将有越来越多的专业性环保 BOT, 节能 EMC 企业诞生, 而不再是大型企业下的附属部门。——明确责任体系, 治污企业获取收益, 同时承担治污达标的责任。

2013-2015: 环保治理压力仍大, 大气治理尤为迫切

截至到 2012 年末, “十二五”四大污染物指标 (二氧化硫、氮氧化物、COD 和氨氮化物) 变化幅度分别为: -7%、3%、-5%和-4%——氮氧化物指标不降反升。2013 年已经接近尾声, 剩下两年时间来确保环保目标完成, 脱硝治理压力空前。

图表 2: “十一五”、“十二五”早期节能减排目标及完成情况



资料来源: 环保部, 国务院, 中金公司研究部

2013 政策: 定位明确, 数量增多, 考核落实, 地方跟进

1) 首次明确节能环保为“支柱产业”。8月11日国务院对外发布《关于加快发展节能环保产业的意见》。首次提出要成为国民经济新的支柱产业: 到 2015 年, 节能环保产业总产值达到 4.5 万亿, 年均增速在 15%以上。我们认为, “支柱产业”地位的明确, 将为节能环保企业发展提供良好的外围支持 (项目、资金、税收支持等)。

2) 2013 年, 颁布相关政策数量超过 2010-12 年总和。据我们粗略统计, 2013 年至今, 有关节能环保行业的政策性文件已发布 26 条。其中, 涉及大气治理的有 17 条, 水务治理的有 4 条, 固废治理的有 4 条, 显著超过了 2010-2012 年间的 20 条。

3) 政策内容不仅明晰前期目标, 同时明确考核、惩罚措施。谁污染谁付费! 将治污效果和地方政府、企业负责人的考核挂钩。国家每年对省级政府和主要企业进行考核, 并按月公布空气最好/坏 10 个城市的排名。地方政府公布地级以上城市排名。

4) 政策发布单位从中央向地方扩散。地方性政策不仅公布了总体目标, 而且细化了具体行业 (淘汰产能、结构调整) 的目标时间点。



图表3：2006-2013年节能环保相关措施数量统计

	节能环保	节能专项	大气治理	水治理	固废治理
2013年至今	3	0	17	4	2
——中央	3	0	5	4	0
——地方	0	0	12	0	2
2011-2012年	9	1	2	4	4
——中央	9	1	2	4	4
——地方	0	0	0	0	0
2006-2010年	3	0	2	3	1
——中央	3	0	2	3	1
——地方	0	0	0	0	0

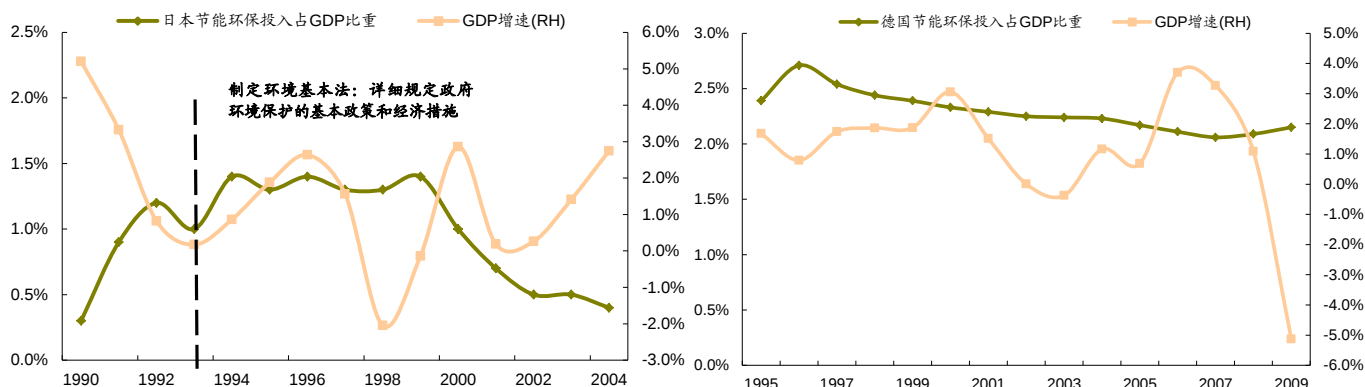
资料来源：环保部，国务院，中金公司研究部

比较海外：在经历高速增长后，环保投入具备迫切性

1) 国外经验显示，经济高速增长之后，都会面临严重的环境污染问题。发达国家一般在经历高速增长后，不管经济是否回落，迫于环境压力，都会加大节能环保领域的投入；而节能环保投入占比拐点多见于：政府通过立法确保环保目标达成；或通过征收环境税或补贴来矫正经济当事人的私人成本。

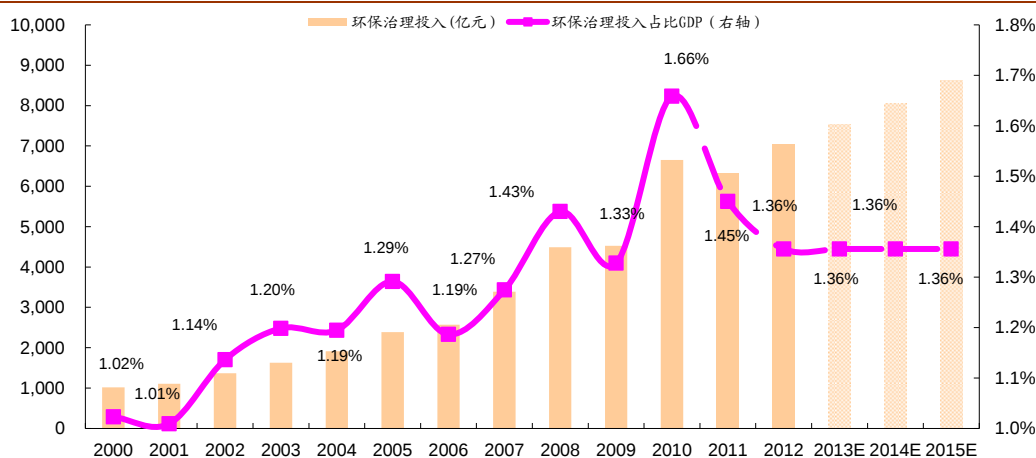
2) 我国已超过十年 GDP 增速超过 8%，且多年环保投入占比低于 1.5%。各地频发的环保事件将加快节能环保领域投入。

图表4：日本、德国 90 年代修正基本法后，环保投入占比提升



资料来源：OECD，中金公司研究部

图表5：2000-2015 环保投入及占比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部



产业链: 上游看精品, 下游看龙头

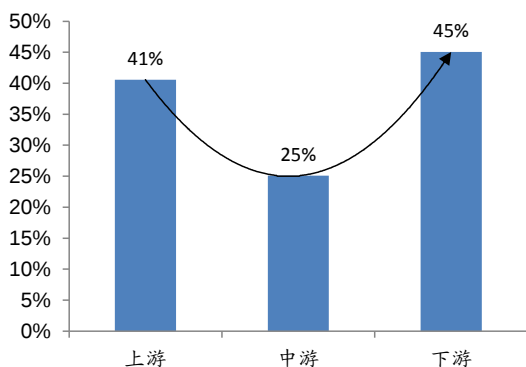
我们将环保行业分为上游(主要是材料/设备供应商)、中游(主要是工程商)及下游(主要是投资运营商)。通过对比其财务状况,我们认为:上、中、下游企业未来的竞争优势有所不同:上游看精品;下游看龙头。中游企业关注其业务拓展方式。

上游看精品。上游企业,以设备/材料供应商为主,优势企业的特点是精而小。由于从事环保工程当中的一部分核心材料的供应,总体营收规模有限;但由于具备一定技术优势,毛利率较高。面对竞争:产品稳定性、适用性高的企业可取得长期发展,在工业节能环保领域,需求受监管强化而推动或节能效益有显著改善的精品设备/材料商有强劲中短期爆发力。

中游面临较大压力,关注业务拓展。中游企业,以工程商为主,进入门槛不高。该部分企业的特点在于:毛利率相对较低、现金流不畅(图表 6~9),企业或快速扩张,但业绩稳定性差。优秀的中游企业都已开始积极选择向上或向下延伸、拓展其业务。但进入新领域,具备一定风险。

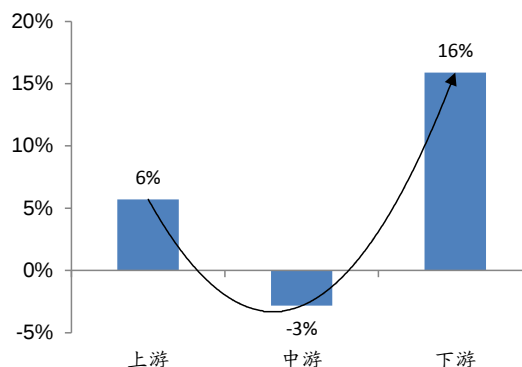
下游看龙头。下游企业,以从事投资运营为主。龙头企业和一般企业在资金、品牌、建造/运行成本的三个核心竞争力上已经明显分化,强者恒强格局已经形成,未来龙头企业一方面仍可持续获得更多新建项目维持内生增长动能,另一方面通过整合遭遇成长门槛的小企业获取超额的外延增长动能。

图表 6: 上/中/下游 2012 年平均毛利率



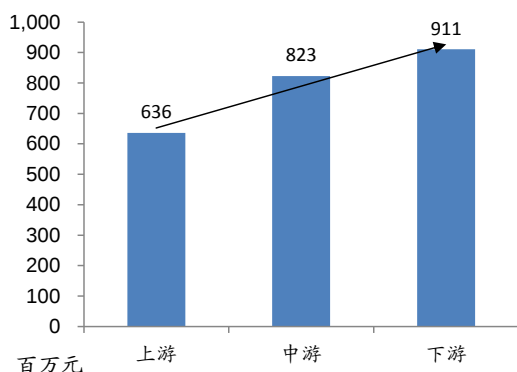
资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部

图表 7: 上/中/下游 2012 年平均经营性现金净流量/收入



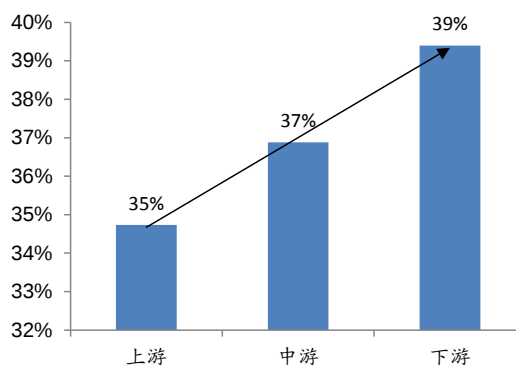
资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部

图表 8: 上/中/下游 2012 平均营收规模



资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部

图表 9: 上/中/下游 3Q2013 平均资产负债率



资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部



图表 10: 公司上/中/下游分类明细

	上游（材料、设备）	中游（工程）	下游（运营服务）
工业节能	海陆重工 科达机电 合康变频	易世达 天立环保	天壕节能
		中材节能	
建筑节能		延华智能	达实智能
废气治理	三聚环保	国电清新 永清环保	
	三维丝	龙源技术	
	龙净环保		
	中电远达		
废水治理	碧水源 津膜科技		首创股份
		重庆水务	
		中电环保	北控水务
	维尔利		
固废治理			富春环保 东江环保
	桑德环境 华西能源 光大国际		
环境检测	雪迪龙 聚光科技 先河环保		

资料来源: 中金公司研究部



应用领域：从“市政环保”持续向“工业环保”扩散

工业污染占污染总量的一半以上，我们认为，2014 年，环保治理向工业环保扩散的步伐将持续。分行业来看：

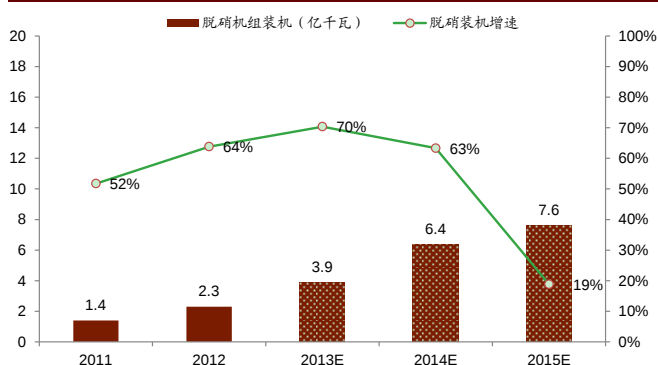
- **大气治理：从简单脱硫、脱硝向工业锅炉治理延伸。**大气污染物的主要排放源来自工业锅炉，前期，脱硫、脱硝电价的补偿带动相关投资启动——未来持续扩展空间有限；未来，伴随氮氧化物治理压力增大，工业锅炉改造将逐步启动。
- **水务治理：市政污水重在提升治理标准，工业污水投资刚刚起步。**市政污水处理率达到 79%，未来并非简单提升处理率，而重在提升治理标准。工业排放污水量占总量的 40%，但由于工艺复杂、完全为纯投入，企业没有动力，相对市政领域发展较为滞后。未来，伴随监管力度加大，煤化工、造纸、纺织等领域的水处理有增长空间。
- **固废治理：以市政垃圾处理为主，危废、污泥、餐厨等进入起步发展阶段。**

大气治理：从简单脱硫、脱硝向工业锅炉治理延伸

1) 脱硫脱硝：BOT 运营加速发展，催化剂需求冲高回落，工程改造达到峰值

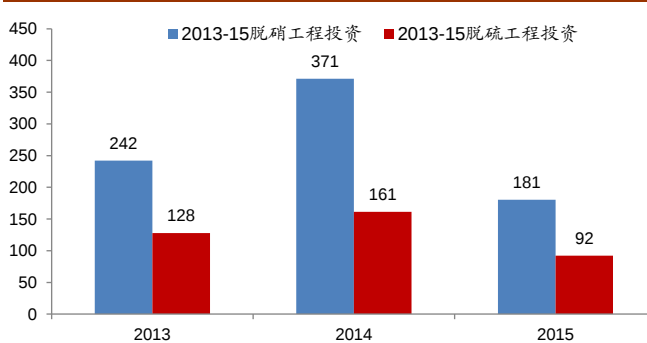
- **脱硝 BOT 运营：**监管力度提升和脱硝加价增加，使其加速发展。比较而言，在同等工程经验下，我们认为拥有集团支持的运营商有望获取更多的订单。假设 2013-2015 新增装机进行脱硫脱硝改造时 30%采用特许经营方式进行，2013-15 年脱硝/脱硫 BOT 年均复合增速分别为 181%/17%。
- **脱硝催化剂：**2014 年需求达到峰值，2015 年供需格局发生变化。脱硝工程的峰值推动 2014 年催化剂需求达到顶点，短期形成供不应求局面。2015 年，脱硝工程回落，带来催化剂新增需求减少，主要来自于替换需求——供不应求局面被打破。2016-17 年替代需求将占到整体市场需求的 75%-90%。
- **脱硝工程：**2014 集中爆发。2014 年将进入脱硝改造大幅增长期的最后一年。假设脱硝机组改造比例在 2013-15 年分别为 45%、70%和 80%，根据我们测算，2014-15 年预计安装脱硝装置的机组增速分别为 63%/19%。短期内，钢铁和水泥由于行业盈利不佳，又无政策补贴，脱硝改造乏力，无法弥补电力业务量的下滑。

图表 11：国内机组脱硝改造装机容量变化趋势：2012-2014 是集中改造期



资料来源：CEIC，环保部，中金公司研究部

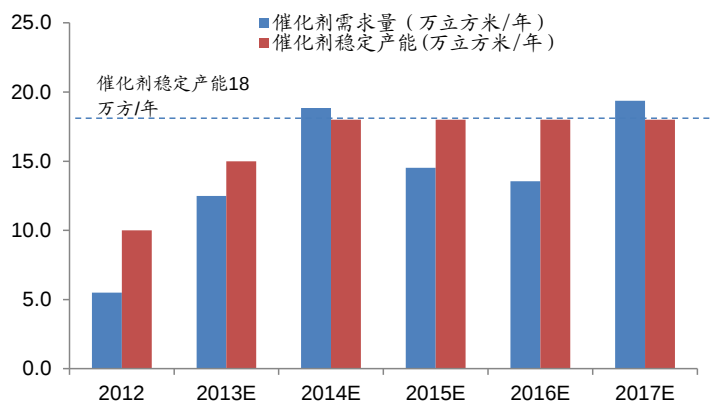
图表 12：2013-15 年脱硫脱硝改造工程投资测算：2014 年仍处投资高峰期



资料来源：CEIC，环保部，中金公司研究部



图表 13: 催化剂市场空间: 2014 预计需求达到近几年最高需求量 (19 万吨)



资料来源: CEIC, 环保部, 中金公司研究部

2) 工业锅炉/窑炉改造: 清洁煤气化技术受益显著, 生物质燃气值得关注

- 工业锅炉/窑炉改造是“十一五”十大节能工程之首。2013 年 9 月国务院发布《大气污染防治行动计划》，将工业锅炉/窑炉作为最具重要性的节能环保手段。我们认为，该领域很可能成为我们寻找的即将受益于政策扩散、需求率先释放的重点领域之一，尤其是清洁煤技术中的清洁煤气化(典型代表为科达机电的小型清洁煤气化装置)和先进燃烧器技术(代表为山西蓝天、天立环保的小型高效煤粉锅炉)等，建议投资者重点关注。
- 生物质可燃气(BGF)是工业锅炉清洁化的另一可选方案。BGF 相比天然气优势在于价格，相比水煤气优势在于环保。与另外一种清洁化煤制气相比，两者在环保指标上接近，BGF 在成本上虽然稍高，但在初始投资方面，BGF 更低。

污水治理: 强者愈强, 纵向延伸是“做大做强”之路

- 1) 市政污水重在提升治理标准, 横向并购整合是企业发展的有效途径。十二五期间, 市政污水处理率增速放缓(77%升至 85%), 我们预计: 2012-2015 年均市政污水处理投资为 917 亿元, 十二五年均投资较十一五上升 23%(十一五期间这一数字为 108%)。龙头企业在行业增长放缓的情况下, 要实现自身发展, 与其强行“攻城掠地”, 花大成本进入新市场, 不如依托其资金优势, 通过兼并整合实现区域和规模的扩张。

图表 14: 市政污水治理年均投资额: 2010 年达到巅峰, 之后逐渐回落



资料来源: 中国水网, 中金公司研究部

- 2) 工业污水投资刚刚起步, 工程经验是首要竞争优势。伴随监管力度趋严, 工业企业对治污效果的追求超过成本因素, 这将推动拥有经验的污水治理企业受益。但由于不同行业水质差异大, 工业水处理企业的跨行业发展受到限制。考虑工业污水排放量占污水总量的 40% 以上, 我们依然看好该领域的长期成长空间。



固废治理: 长期空间大, 生活垃圾焚烧发电是当前主要投资机遇

价格机制逐步完善, 生活垃圾焚烧进入增长快车道。

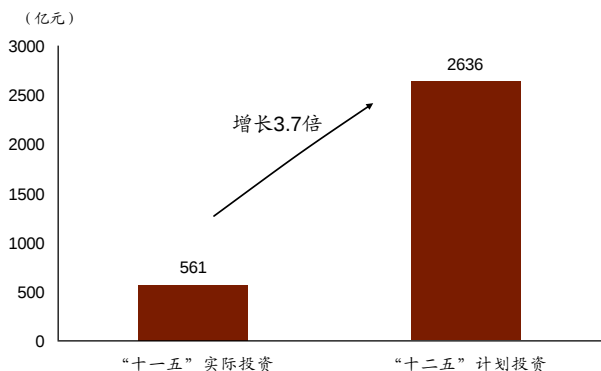
- ▶ **生活垃圾处理产业的“居民付费+地方财政转移支付+电网公司补贴(发电项目)”的收付费机制与“BOT 主导”的投融资机制都已基本成形。**这将推动地方政府努力实现 2015 年的规划目标: 全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到无害化处理总能力的 35% 以上, 东部地区达到 48% 以上。
- ▶ **BOT 模式下, 企业的资金实力尤为重要。**从微观层面看, 光大国际(0257.HK)、桑德环境(000826.SZ)成功实施股权融资强化资金实力, 相对缺乏良好融资通道的中科通用则被盛运股份(300090.SZ)并购, 国企机制、相对缺乏活力的城投控股(600649.CH)得到弘毅资本的战略投资, 主要参与企业的经营动态从侧面对行业集中度提升和优秀企业加速跑的态势进行了论证。

图表 15: 垃圾焚烧发电投资增速情景分析

吨/日	“十二五”末焚烧发电投资增速情景分析						
垃圾发电占比	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
预计处理能力	217,873	261,447	305,022	348,596	392,171	435,746	479,320
年复合增速	19%	24%	28%	31%	34%	37%	40%

资料来源: 中金公司研究部

图表 16: “十二五”生活垃圾处理计划投资额



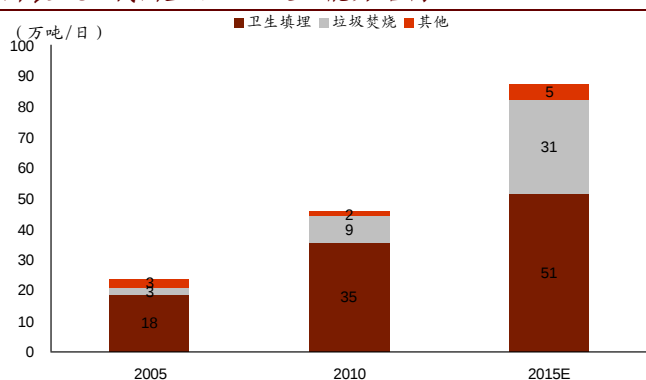
资料来源:《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 中金公司研究部

图表 17: “十二五”生活垃圾处理无害化处理主要目标

主要指标	十一 规划	十一 实际	十二 规划	增长幅度 (按可比规 划口径)	增长幅度 (十二五规划对 十一实际)
新增处理能力 (万吨/日)	32.0	22.0	58.0	81%	164%
-城市	25.3	17.7	39.8	57%	125%
-县城	6.7	4.3	18.2	172%	323%
总投资 (亿元)	862.9	560.9	2636.0	205%	370%
-处理设施	713.0	n.a.	1730.0	143%	n.a.
-转运及收运设施	149.3	n.a.	351.0	135%	n.a.
-餐厨垃圾专项工程	-	n.a.	109.0	n.a.	n.a.
-其他	-	n.a.	446.0	n.a.	n.a.
期末目标处理率-城市	70%	78%	90%	20%	12%
期末目标处理率-县城	30%	27%	70%	40%	43%
焚烧处理能力占比	n.a.	n.a.	35%	n.a.	n.a.
-东部地区	35%	35%	48%	13%	13%

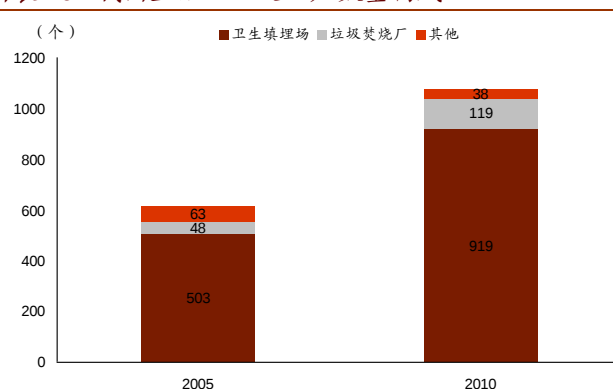
资料来源:《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 中金公司研究部

图表 18: 我国生活垃圾处理能力结构



资料来源:《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 中金公司研究部

图表 19: 我国生活垃圾处理厂数量构成



资料来源:《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 中金公司研究部



中外对比：并购是企业发展的必经之路

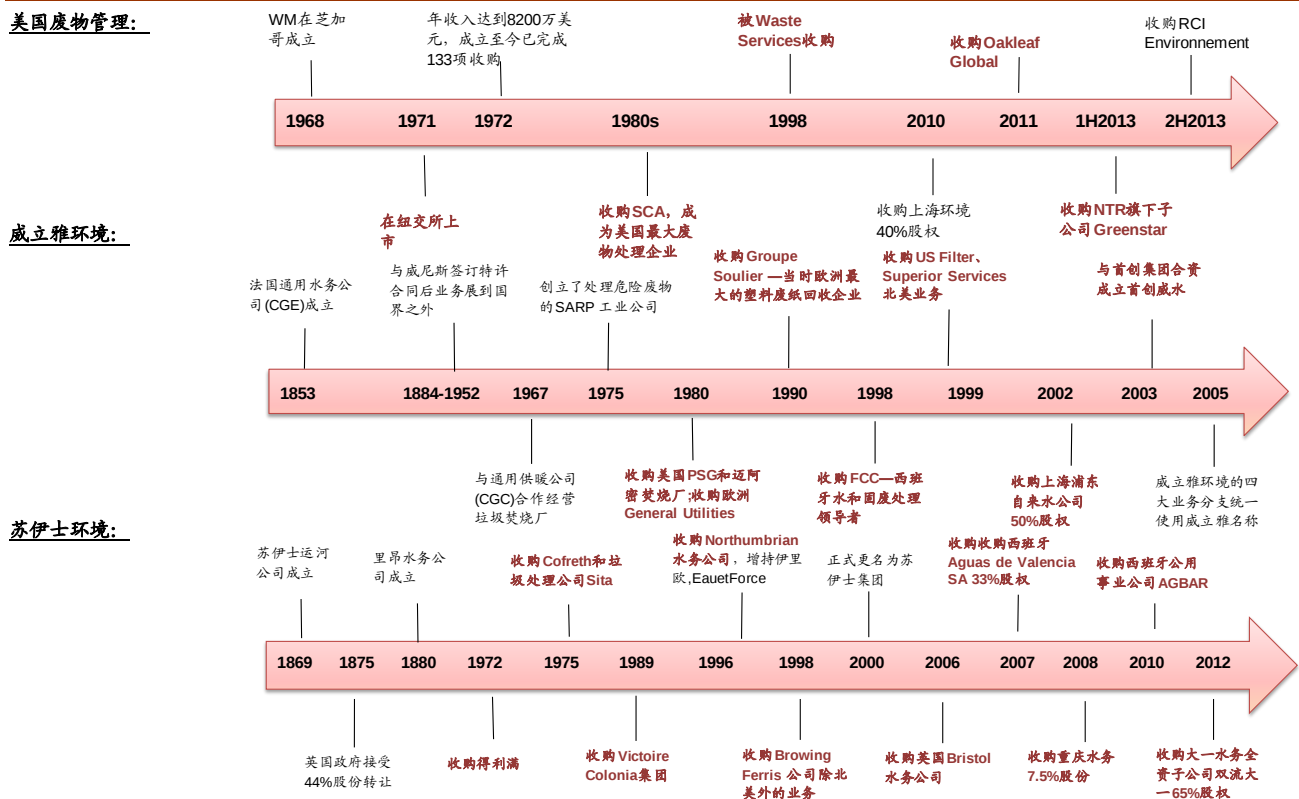
对比海外环保企业发展历史和我国目前发展现状，我们认为：2014 年，环保业并购活跃度将进一步提升，龙头更趋积极。

并购是海外环保巨头成长必经路径

目前全球市值达到百亿美元级别的大型环保产业上市公司约 5 家，从大部分企业成长过程看，并购同样是这些企业实现外延式扩张的主要途径之一。

- ▶ **市值最大的美国废品管理公司成长史即兼并收购发展史。**其 1968 年成立后的头 4 年即实施了 133 项小型并购，此后通过兼并 SCA、被 USA Waste 重组成为美国最大废物处理公司，2010 年以来又相继投资上海环境(40%股权)、收购两家国内竞争对手 Oakleaf Global 和 Greenstar Recycling，兼并加拿大魁北克最大废物管理商 RCI Environnement，进一步整合、拓展了国内外市场。2012 年底，公司投资管理近 300 个垃圾填埋场、中转站及 22 个垃圾焚烧厂(仍未计最后 2 个并购对象)。
- ▶ **并购在威立雅、苏伊士环境、美国 Republic Services 等环保巨头发展历程中同样屡有发生，且具关键意义。**威立雅 1853 年成立后的大部分跨领域发展主要依托长期自身开拓，但跨区域扩张进程则有多次关键收购：80 年代收购 PSG 和迈阿密垃圾焚烧厂、General Utilities 欧洲业务，90 年代收购 FCC(西班牙水务和固废领导者)、US Filter(美国工业废水领先处理商)、Superior Services 北美业务等。苏伊士环境发展历程中关键收购对象有：升达、巴塞罗那自来水、美国联合水务。美国 Republic Services 61 亿美元收购联合废品(Allied Waste)也是发展过程中的关键举措。
- ▶ **并购方向普遍是更加聚焦某一领域环境服务业的发展，长期则谋求成为综合环境服务巨头。**海外环保巨头产业链上普遍也涉足水处理或焚烧等专用设备制造，但业务重心依托和聚焦于环境服务业，在单一细分领域(水或固废处理)壮大后，谋求通过并购成为综合环境服务商，如美国废物处理业务链条涵盖从生活垃圾到全种类固废收集/处理，威立雅业务更是涵盖从水到固废处理的全类型业务。

图表 20: 美国废物管理、威立雅、苏伊士环境三大环保巨头的并购成长之路



资料来源：行业资料，公司资料，中金公司研究部



图表 21: 海外环保产业巨头市值、营收规模及国内同业龙头公司对照图

代码	公司名称	2013-11-8		总股本 (百万股)	总市值 (十亿)	2012年收入 (百万元)	2012年净利润 (百万元)	P/E(x)			P/B(x)			国内可比上市公司
		股价	币种					2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
WM US Equity	美国废品管理	43.38	USD	468.1	20	13,649	817	20.9	19.9	18.1	2.5	3.0	2.8	桑德环境/光大国际
RSG US Equity	美国共和服务	34.1	USD	361.9	12	8,118	572	18.9	17.9	16.8	1.4	1.6	1.5	桑德环境/光大国际
SRCL US Equity	美国消毒循环	115.34	USD	85.9	10	1,913	268	35.0	30.9	27.7	5.2	5.5	4.7	桑德环境/东江环保
VIE FP Equity	威立雅环境	12.62	EUR	535.7	7	28,814	519	90.1	39.4	23.4	0.7	0.8	0.8	桑德环境
SEV FP Equity	苏伊士环境	12.60	EUR	509.1	6	14,830	1,039	28.0	19.4	17.3	1.0	1.4	1.4	桑德环境/碧水源
WCN US Equity	Waste Connections	41.27	USD	123.5	5	1,662	159	26.8	23.9	21.3	2.2	2.6	2.4	桑德环境/光大国际
平均值								36.6	25.2	20.8	2.1	2.5	2.3	
中间值								27.4	21.9	19.7	1.8	2.1	2.0	

资料来源: Bloomberg, 公司资料, 中金公司研究部

2013 年, 我国环保业并购序幕初启

以 A 股上市公司为例, 2012 年涉及环保并购项目不足 20 例, 而 2013 年至今涉及项目数量已超出 80 例; 在 H 股市场, 北控水务则在并购标准水务和威立雅葡萄牙项目, 环保业进入并购活跃期。简单划分, 已出现较清晰的 3 种并购类型:

- ▶ **领先环保商依托并购加强战略布局——重在获取更多市场资源, 或先进技术/解决方案。**典型公司如桑德环境、碧水源、中电远达、维尔利都涉及多项收购, 津膜科技、国电清新、国中水务、先河环保等也有收购事项发生。这些收购大部分着力于借助资金和平台获取更多市场资源(项目), 部分并购旨在厘清与母公司业务定位(收购母公司资产), 奠定后续发展更好基础, 部分着眼于获取先进技术/产品还有引进战略投资者提升企业活力(如弘毅资本战略入股城投控股)。
- ▶ **非环保上市企业跨界进入环保产业。**如湘鄂情拟并购中显环保、京运通收购天璁环保、武汉控股收购城排发展等。
- ▶ **环保业非上市企业借壳上市。**如天楹环保借壳 ST 科健(000035)、云南祥云飞龙借壳圣莱达(002473)等。

图表 22: 2013 年国内环保业并购序幕初启(不完全统计, 金额大于 1 千万)

最新披露日	交易标的	币种	总价款(万元)	买方	交易进度
2013-10-18	祥云飞龙100%股权	人民币元	630,000	圣莱达(002473.SZ)	董事会预案
2013-01-15	Barra Topco 100%股权	新西兰元	49,000	长江基建集团(1038.HK)	签署转让协议
2013-11-01	武汉城市排水100%股权	人民币元	231,691	武汉控股(600168.SH)	增发完成
2013-9-18	天楹环保100%股权	人民币元	180,000	ST科健(000035.SZ)	预案
2013-9-17	城投控股10%股权	人民币元	179,251	弘毅投资	国资委批复
2013-10-24	滨海水业100%股权	人民币元	91,367	四环药业(000605.SZ)	证监会审核通过
2013-10-23	中电加美100%股权	人民币元	54,012	隆华节能(300263.SZ)	过户完成
2013-09-25	中科通用80.36%股权	人民币元	53,040	盛运股份(300090.SZ)	完成
2013-11-05	浙江疏浚95.0893%股权	人民币元	36,372	兴源过滤(300266.SZ)	证监会受理
2013-07-27	中显环保51%股权	人民币元	20,000	湘鄂情(002306.SZ)	董事会预案
2013-06-26	远达催化剂;中电节能;远达	人民币元	19,594	中电远达(600292.SH)	股东大会通过
2013-08-09	天璁环保100%股权	人民币元	18,580	京运通(601908.SH)	完成
2013-06-20	天津节能38%股权	人民币元	12,775	盾安环境(002011.SZ)	股东大会通过
2013-06-08	诸城宝源29%股权;乌海蓝益	人民币元	12,150	燃控科技(300152.SZ)	董事会预案
2013-08-17	恒建环保100%股权	人民币元	7,700	东江环保(0895.HK,002672.SZ)	董事会预案
2013-02-07	博元科技51%股权	人民币元	7,650	国电清新(002573.SZ)	签署转让协议
2013-06-22	生态城环保55%股权	人民币元	6,087	天津生态城投	股东大会通过
2013-04-16	瑞德赛恩水业33.33%股权	人民币元	4,000	津膜科技(300334.SZ)	完成
2013-09-14	鄂清环境100%股权	人民币元	3,615	桑德环境(000826.SZ)	完成
2013-2-6	汇恒环保工程60%股权	人民币元	3,000	维尔利(300190.SZ)	完成
2013-11-01	鼎昇环保80%股权	人民币元	2,421	中电远达(600292.SH)	股东大会通过
2013-01-29	秦皇岛污水25%股权	人民币元	2,285	国中香港	董事会预案
2013-04-25	通辽蒙东100%股权	人民币元	2,248	桑德环境(000826.SZ)	股东大会通过

资料来源: Wind, 公司资料, 中金公司研究部



2014 年: 环保业并购活跃度将进一步提升, 龙头更趋积极

首要推动力仍是环保产业快速发展, 市政环保市场持续快速发展, 而工业环保市场开始高速增长; 第二推动力来自产业链格局变迁, 中游 EPC 企业将更大力度切入下游投资运营环节, 下游龙头企业对于更多市场资源获取更趋积极, 并购都是最佳手段; 第三推动力则来自资本市场对环保上市企业的极大支持, 龙头企业以并购和可能的配套融资实现强者恒强的战略趋于清晰, 非环保上市企业通过跨界进入实现转型、非上市环保企业借壳也都将动力十足。

2014 年, 我们看好龙头企业借并购获取更多市场资源、强者恒强。这主要缘于:

- ▶ **下游投资运营环节的资本门槛、持续项目获取门槛快速提高。**下游环节市场容量更广、盈利保障度更好, 但更为重资产(图表 6~9), 资金成本已成为小企业持续发展难以逾越的硬门槛; 尽管新项目数量众多, 但大量中游 EPC 企业向下游延伸乃至外部企业跨界切入抬高了持续项目获取的门槛。
- ▶ **龙头上市企业竞争优势扩大, 强者恒强的发展逻辑形成。**各细分领域下游企业过去 2 年分化明显, 竞争梯队已形成, 相较于第二梯队、后备梯队、非上市企业, 龙头上市企业资本优势极为突出, 同时还有一定的建造、管理成本和市场开拓的品牌优势及更强的环境服务定价能力, 马太效应已经出现, 强者恒强的发展逻辑已形成。
- ▶ **预计龙头上市企业更趋积极、更多分享存量投运和在建项目资产证券化进程。**当前资本市场对环保产业估值水平下, 项目型小企业、短期无望 IPO 的中型企业对通过被收购实现退出和资本获益正趋于积极, 而龙头上市企业以并购和可能的配套融资实现强者恒强的战略趋于清晰, 未来将更多分享存量投运和在建项目资产证券化机遇。观察不同的细分领域, 这一进程在生活污水处理领域中已在过去 2~3 年内上演, 北控水务、首创股份等龙头企业强者恒强, 第二梯队企业增速有限, 后备梯队企业大量被并购, 类似进程已开始 in 生活垃圾、脱硫脱硝等更多环保领域展开。

同时看好背靠实力股东、有望进一步资产注入或更多项目获取支持的下游环保企业。多家现有环保上市公司背靠实力股东支持, 部分存在较明确的进一步资产注入预期, 部分则有实力股东或地方国资委支持未来业务拓展或并购, 因而也存在较大受益潜力, 我们简单整理此类公司初步汇总为图表 24。

中游 EPC 企业通过并购切入下游, 乃至更多跨界进入或借壳也都值得关注。中游 EPC 环节切入下游有助于获取增量利润并保障原中游 EPC 业务的规模和利润率, 此类企业通过并购实现中游 EPC 环节与下游投资运营环节的有效对接、资源共享值得关注; 此外, 外部企业跨界并购进入及非上市企业借壳上市仍会趋于活跃, 择优关注。

图表 23: 国内龙头下游环保企业资金成本、建造成本具有明显优势: 第一梯队 vs. 第二梯队企业

公司名称	第一梯队				
	北控水务	首创股份	桑德环境	光大国际	城投控股
债务融资利率	4.625% (美元债)	Hibor+3.8%(港币贷款, 含 1% 手续费, 目前利率约 4.67%)	6%	n.a.	基准利率下浮 10%(目前约 5.895%)
环保 EPC 业务毛利率	21%	40.13%	38.7%	20%	n.a.
环保业务一体化程度	中	中	高	高	中
公司名称	第二梯队				
	兴蓉投资	南海发展	泰达股份	东江环保	国电清新
债务融资利率	n.a.	5.65%	7.10%	n.a.	n.a.
环保 EPC 业务毛利率	21%	n.a.	n.a.	31.29%	18.86%
环保业务一体化程度	中	低	低	中	中

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 24: 部分背靠大型国企股东, 资产注入或项目获取有外部支持的预期明确环保企业一览

股东支持	公司名称	公司代码	控股/关键股东
强	中电远达	600292.SH	中国电力投资集团
	城投控股	600649.SH	上海市城建投开发总公司
	国电科环	1296.HK	中国国电集团
	北控水务	0371.HK	北京控股有限公司
一般	兴蓉投资	000598.SZ	成都市兴蓉集团
	创业环保	600874.SH	天津市政投资有限公司
	泰达股份	000652.SZ	天津泰达集团
	首创股份	600008.SH	北京首都创业集团
	重庆水务	601158.SH	重庆市水务资产经营公司
	南海发展	600323.SH	佛山市南海供水集团
	盛运股份	300090.SZ	绵阳科技城产业基金 (中信产业基金)
	华西能源	002630.SZ	四川省能源投资集团

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部 注: 四川省能源投资集团为华西能源垃圾发电领域股权绑定的战略合作方



科达机电

工业环保龙头崛起，2014 年加速成长

评论

煤炭清洁高效利用大有空间，政策导向趋于积极。传统燃煤工业锅炉和窑炉面临因大量排放导致的紧迫的燃料升级压力，天然气是最优替代物，但量的不足和价的昂贵都将明显限制其替代范围。美国、德国都有较成熟的清洁煤技术，相关技术的本土化应用、改进和再创新提供了另一条更适合中国能源禀赋的转型路径。进入今年下半年，最新国家政策开始屡屡提及煤炭清洁高效利用，导向趋于积极，清洁煤相关产业的成长空间将进一步打开。

公司 2013 年拔得头筹，预期 2014 年加速成长，巩固产业引领者地位。公司年初至今清洁煤气炉产品取得生效订单约 10 亿，另有约 5 亿元框架订单，已在 2012 年 8000 多万订单基础上爆发，在清洁煤产业拔得头筹。基于公司产品定型及规模化带来的更好性价比(最新造价和报价较 08 年已下降 50%)、环保监管刚化带来的下游硬性需求爆发，预期 2014 年公司清洁煤气炉设备订单仍将实现翻番以上增长、沈阳售气项目实现满负荷、东大泰隆顺利并购融合后业务链条/客户覆盖度/项目管理能力明显改善，这些将共同推动公司产业引领者地位进一步强化及财务数据质变。

传统陶瓷、墙材机械业务 2014 年也有望再上新台阶。公司完成恒力泰整合后，在全球品牌、高性价比的既有优势基础上，强化了海外市场的资源投入和配套完善(如融资租赁)，公司 1H2013 出口收入占比为 10%，目前东南亚基建市场向好，预计 2014 年海外市场将有质的进步；墙材机械业务订单对收入的保障度约为 1 年，预计 2014 年也将稳步增长。

估值建议

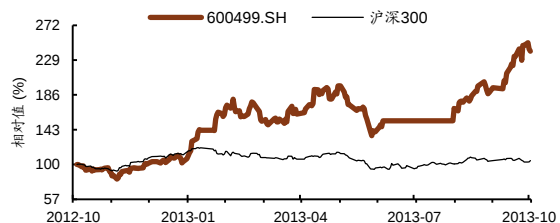
目前股价对应今明年市盈率 29x/18x(考虑潜在增厚后约 27x/17x)，重申公司是工业环保首选标的，清洁煤气炉订单落地进入常态化，2014 年将加速成长，重申推荐，建议投资者积极介入。

风险

主要风险包括收购进展不顺利、煤气炉业务订单大幅推迟等。

维持推荐

股票代码	600499.SH
最新收盘价	人民币 18.00
52 周最高价/最低价	人民币 21.85-6.85
总市值(亿)	人民币 120
30 日日均成交额(百万)	人民币 282.40
发行股数(百万)	666
其中：自由流通股(%)	72
30 日日均成交量(百万股)	14.33
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	2,493	2,661	3,664	5,535
增速	20.7%	6.7%	37.7%	51.1%
净利润	356	273	410	666
增速	47.8%	-23.3%	50.0%	62.5%
每股净利润	0.53	0.41	0.62	1.00
每股净资产	2.99	3.64	4.05	4.80
每股股利	0.10	0.13	0.20	0.25
每股经营现金流	0.00	0.27	0.70	1.16
市盈率	33.7	43.9	29.3	18.0
市净率	6.0	4.9	4.4	3.7
EV/EBITDA	52.0	38.4	24.8	14.9
股息收益率	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%
平均总资产收益率	9.3%	5.5%	7.7%	10.9%
平均净资产收益率	20.5%	12.4%	16.0%	22.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



碧水源

产业链打通的膜法水处理龙头

评论

四季度: 关注项目结算和业务回款。公司以承接市政项目为主, 一般于年末进行项目交付、核算, 前三季度一般为相对结算淡季。预计全年约 6 成收入、8 成盈利将集中确认。项目的及时回款也降有助于改善公司现金流情况。

2014: 异地扩张依然是发展主线, 净水器、反渗透膜值得关注。1) 2012 年下半年起公司陆续进入新疆、山东、吉林、山西市场, 明年起将逐步增加业绩贡献。参与武汉控股定增: 出资 2.12 亿元, 预计认购 3573 万股 (对应 PB: 1.5x), 持股 5.04%。通过这一模式, 公司将业务进一步拓展至湖北水务市场。2) 民用净水器业务在销售网络拓展后, 收入有望大幅增长; 同时净水器规模的扩张也同时会带动上游膜材料的销售; 3) 反渗透膜生产线或可年内投产, 意味公司技术工艺达到新的层次。对开拓北方中水回用市场有正面促进作用。

中长期: 关注战略扩张进程。公司发展战略为 2015 年之前覆盖全国, 之后走向国际市场。通过工程带动产品销售, 发挥公司在技术、资金、品牌等方面的优势。实现国际化对于公司下一步跨越式发展意义重大。

估值建议

维持 2013-14EPS 基本不变。我们预计 2013-14 年净利润分别为 8.3 和 10.7 亿元, 同比增长 48%和 29%, EPS 仍为 0.94 元和 1.21 元。

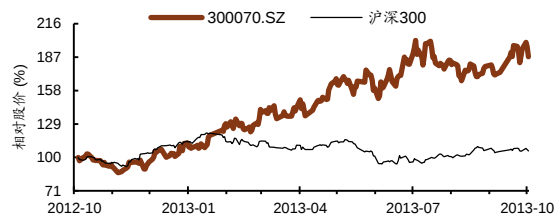
维持“推荐”评级。当前股价对应 2013-14P/E 为 43x/34x, 估值略高于行业平均水平; 我们看好公司持续异地扩张带来的潜在增长。

风险

异地扩张进度低于预期, 资金流受到回款延迟拖累。

维持推荐

股票代码	300070.SZ
最新收盘价	人民币 40.53
52 周最高价/最低价	人民币 49.08~19.78
总市值(亿)	人民币 370
30 日日均成交额(百万)	人民币 281.44
发行股数(百万)	886
其中: 自由流通股(%)	41
30 日日均成交量(百万股)	6.40
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	1,026	1,772	2,956	3,865
增速	105.0%	72.7%	66.9%	30.7%
净利润	345	562	832	1,073
增速	94.7%	63.3%	48.0%	28.9%
每股净利润	1.07	1.02	0.94	1.21
每股净资产	10.48	7.32	5.55	6.84
每股股利	0.14	0.06	0.04	0.06
每股经营现金流	1.11	0.63	0.79	1.03
市盈率	38.0	39.8	43.1	33.5
市净率	3.9	5.5	7.3	5.9
EV/EBITDA	30.7	36.0	40.7	30.8
股息收益率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
平均总资产收益率	9.1%	11.6%	14.0%	14.6%
平均净资产收益率	10.9%	15.1%	18.6%	19.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



桑德环境

国内固废产业领先者

评论

公司是国内固废行业首选白马股, 产业领跑, 机制灵活。“十二五”期间中国固废处理投资预计将达到约 8000 亿元, 是节能环保产业中增速最高的主要子领域。公司、光大国际(0257.HK)、杭州锦江和城投控股(600649.CH)是较明确的中国固废处理产业 4 家领跑者, 公司是 3 家上市企业中的民营企业, 目前 80% 以上收入来自于固废处理业务。

综合竞争优势突出, 产业布局全面。公司不仅在生活垃圾处理项目上保持领先, 也在危废、医废、餐厨垃圾、污泥处理、汽车拆解等子领域率先布局, 下游覆盖广泛; 同时, 公司拥有自有设计院、专有设备制造基地, 可以提供从设计到设备制造到工程管理到投资运营的完整一体化服务; 此外, 公司在北京、上海等 20 多个城市拥有较好既往项目业绩, 具有较强品牌影响力, 目前在手订单充足, 静脉园等大项目持续推进。

资金实力突出, 增长提速。BOT 已成为我国固废处理项目普遍商业模式, 资金门槛高, 而截止 3 季度末公司账面资金 15 亿 (未考虑尚未发行的 9 亿短融额度), 且去年底增发完成后财务负担较轻, 突出的资金实力正在帮助公司近期加速获取新订单和已有订单的建设, 今明年持续高增长确定性强。

估值建议

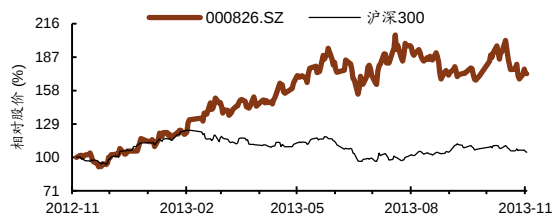
目前股价对应今明年 P/E 分别 35x、25x, 估值位于可比公司中间水平。公司目前在手订单充足, 大项目进展顺利, 今明年业绩可兑现度高, 同时固废全产业链、充足的资金、灵活的机制将有效保障公司长期增长潜力, **重申推荐**, 建议投资者积极关注与介入。

风险

大项目进展缓慢、新订单拓展不顺利等。

维持推荐

股票代码	000826.SZ
最新收盘价	人民币 34.17
52 周最高价/最低价	人民币 41.05~17.73
总市值(亿)	人民币 221
30 日日均成交额(百万)	人民币 298.99
发行股数(百万)	646
其中: 自由流通股(%)	63
30 日日均成交量(百万股)	8.08
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	1,608	2,112	2,871	4,096
增速	65.5%	31.3%	35.9%	42.7%
净利润	301	430	626	891
增速	45.4%	42.9%	45.5%	42.4%
每股净利润	0.47	0.67	0.97	1.38
每股净资产	2.44	5.94	6.71	7.88
每股股利	0.10	0.10	0.20	0.20
每股经营现金流	0.27	-0.17	2.33	2.11
市盈率	73.4	51.4	35.3	24.8
市净率	14.0	5.8	5.1	4.3
EV/EBITDA	41.8	27.5	24.7	18.7
股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%
平均总资产收益率	8.9%	8.5%	9.5%	12.3%
平均净资产收益率	21.1%	15.9%	15.3%	18.9%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



津膜科技

产品线完整的上游膜供应商

评论

四季度：静候业绩集中释放。工程订单集中在年末核算，业绩分布具有季节性。预计全年订单量在 5-6 亿元。丰厚订单确保公司收入同比增 50% 以上。

突破产能瓶颈，全国布局初见成效，收入成长值得期待。1) 目前膜产能 150 万 m²，明年一季度预计可以到 415 万 m²。产能瓶颈突破为公司业务扩张提供保障。2) 2012 年已在五地完成布局(北京、南京、广州、西安和青岛)，并通过计划办事处“以点带面”向外辐射销售。2013 以来青岛、西安、南京等地办事处业务开展较好，天津外订单贡献超过 2/3，未来这一比例有望继续提高。

中长期：“三轮驱动”的发展路线定位清晰。结合产能、资金、技术等方面综合考量，公司确定了产品、设备和工程各占收入规模 1/3 的经营战略，通过彼此产生的协同效应，扩大业务规模和市场影响力。伴随公司收入、现金流的扩大，公司承接工程的能力将逐步增强。

估值建议

维持盈利预测。预计 2013-14 年收入同比增 57%/61%。净利润同比增长 46%/46%至 0.88 亿和 1.26 亿元，合 EPS0.50 元和 0.73 元。

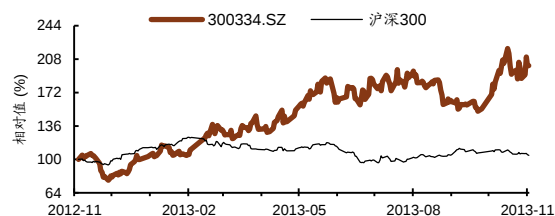
维持“审慎推荐”。我们看好膜法水处理在污水处理和再生水处理领域的应用。公司产品线完整、产业链贯通(上游材料到中游工程)、全国布局合理(天津本部+5 地办事处)，产能扩张消化无忧。当前股价对应 2013-14 年 P/E 分别为 65x 和 44x，股价已体现较乐观预期。

风险

工程业务承接量、膜产品销量低于预期。

维持审慎推荐

股票代码	300334.SZ
最新收盘价	人民币 32.28
52 周最高价/最低价	人民币 37.10~11.83
总市值(亿)	人民币 56
30 日日均成交额(百万)	人民币 119.75
发行股数(百万)	174
其中：自由流通股(%)	28
30 日日均成交量(百万股)	3.80
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	219	291	456	735
增速	48.0%	33.0%	56.7%	61.3%
净利润	43	59	87	126
增速	17.3%	36.9%	46.3%	45.7%
每股净利润	0.50	0.51	0.50	0.73
每股净资产	2.38	6.13	4.55	5.23
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.28	-0.16	-0.21	-0.43
市盈率	64.8	63.1	64.7	44.4
市净率	13.6	5.3	7.1	6.2
EV/EBITDA	51.1	51.2	58.0	37.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	16.2%	9.9%	8.8%	10.3%
平均净资产收益率	23.4%	12.9%	11.5%	14.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



中电远达

背靠大型国企的综合环保平台

评论

公司借助集团中电投支持,在烟气治理领域增长有望超预期(自身接单+资产注入);中长期内,公司多元化业务布局(催化剂生产+脱硫脱硝工程/运营+水务),有助于业务持续稳健成长。

集团注资进入实质性阶段,推动 2014 年脱硫、脱硝运营规模提升。日前,公司收到了国资委对于其收购集团项目资产的批复,注资进入执行阶段。完成后,公司脱硫脱硝特许经营机组将分别提升 19%/1673%至 1624 万 kw/1064 万 kw。注入完成后,公司将成为国内最大的从事脱硫、脱硝委托运营的企业之一。

打造综合环保平台目标明确,长期成长值得期待。1) 集团目前火电装机容量约 5700 万 kw,是公司脱硫脱硝特许经营装机规模(考虑资产注入后)的 4 倍左右。作为集团唯一从事专业委托运营的公司,集团的持续支持值得期待。2) 全产业链布局。除围绕火电的大气治理外,公司还公布:拟收购鼎昇环保,拓展中水回用市场;并承担集团核废料处理业务。为公司中长期增长提供新的发展空间。

估值建议

维持盈利预测。假设定增并购在 2014 年 1 季度完成,预计 2013-14 年归母净利润 2.4 亿元/4.0 亿元,同比增速 40%/68%,合 EPS0.46 元/0.65 元。2013-14P/E 对应 62x/44x,属于行业平均水平。

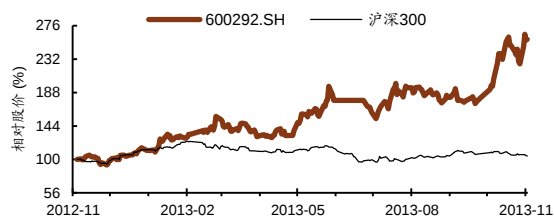
维持“审慎推荐”。我们看好公司的持续成长空间。借助集团支持,和公司自身的工程经验,公司 2013-14 年的业绩增速将优于行业平均。

风险

资产注入进程、脱硫脱硝特许经营订单、催化剂销量、工程收入低于预期低于预期。

维持审慎推荐

股票代码	600292.SH
最新收盘价	人民币 28.42
52 周最高价/最低价	人民币 30.57-9.88
总市值(亿)	人民币 145
30 日日均成交额(百万)	人民币 313.00
发行股数(百万)	512
其中:自由流通股(%)	34
30 日日均成交量(百万股)	11.68
主营行业	节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	3,996	4,790	3,075	4,668
增速	22.7%	19.9%	-35.8%	51.8%
净利润	44	168	236	395
增速	66.0%	286.6%	40.0%	67.7%
每股净利润	0.09	0.33	0.46	0.65
每股净资产	5.05	5.38	5.74	5.35
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.12
每股经营现金流	-0.05	0.33	1.68	0.95
市盈率	334.1	86.4	61.7	43.9
市净率	5.6	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA	40.8	32.3	24.5	20.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%
平均总资产收益率	0.7%	2.7%	4.4%	6.9%
平均净资产收益率	2.5%	6.3%	8.3%	12.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



北控水务

持续扩张的市政水务龙头

评论

具有国企背景的市政水务运营商，将受益行业整合机会。污水处理行业近年来快速发展，渗透率接近 80%。目前整个行业集中度较低，最大水务集团的市场份额不足 5%，市政水务资产区域化特征明显。加上部分水务资产盈利不佳和地方政府财政紧张，污水处理行业将涌现出整合机会。1) 我们认为，凭借母公司北京控股的强劲支持，北控水务可望趁此机会快速扩张并成为行业的龙头企业；2) 股权激励确保了严格的项目控制和项目的高质量运作，管理层经验丰富值得期待；3) 年初至今，公司已经通过并购增厚了 50% 的运营产能（370 万吨/天的处理能力），尚有 300 万吨/天的产能在建。

业务增长点由工程转向运营，作为水务运营龙头崛起指日可待。公司自 2008 年并购中科成环保集团进入水务市场后，水务工程建设贡献收入过半数，其中 70-80% 来自 BT 项目。但 BT 项目政府作为投资主体承担资金和责任，回款难度大、风险高，近年来越来越倾向于 BOT 模式。我们预计公司未来业务将更大程度的转向运营领域。

中长期业绩还看工程业务和运营产能扩张。1) 工程业务：公司目前有六个 BT 项目在建，预计将在 2013-15 年贡献 20-30 亿港币的收入，尤其是 1H14 将会有飞跃式的增长；2) 运营业务：我们预测公司在 2013/14 年污水处理产能分别达到 970 万吨/日和 1220 万吨/日，供水产能达到 400 万吨/日和 500 万吨/日；运营业务的发展将带动公司的整体毛利率进一步攀升。

估值建议

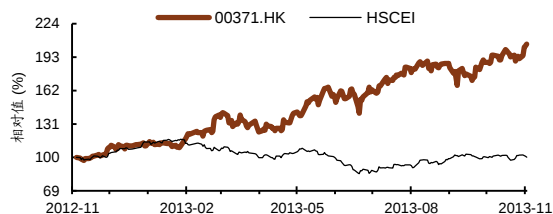
目标价 HK\$4.0，预计公司 2013-14 年净利润分别为 HK\$10.1 和 14.2 亿，合 EPS HK\$0.13 和 0.18 元，对应 2013/14 市盈率 32x/22x。（已考虑了 2013 年两比增发导致的股本摊薄），股息收益率 4%。公司是港股水务首选标的，维持“推荐”，建议投资者积极介入。

风险

BT 项目承接、运营资产扩张进度落后于预期。

维持推荐

股票代码	00371.HK
最新收盘价	港币 3.71
目标价	港币 3.80
52 周最高价/最低价	港币 3.67~1.71
总市值(亿)	港币 313
30 日日均成交额(百万)	港币 162.84
发行股数(百万)	8,436
其中：自由流通股(%)	34
30 日日均成交量(百万股)	47.87
主营行业	城市公用事业



(港币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	2,654	3,727	5,897	7,825
增速	-58.2%	40.4%	58.2%	32.7%
净利润	601	750	988	1,419
增速	17.2%	24.9%	31.6%	43.6%
每股净利润	0.09	0.11	0.12	0.17
每股净资产	1.20	1.23	1.10	1.22
每股股利	0.00	0.03	0.03	0.05
每股经营现金流	-0.33	-0.11	-0.55	-0.06
市盈率	41.5	34.2	31.7	22.1
市净率	3.1	3.0	3.4	3.0
EV/EBITDA	27.8	23.0	20.8	16.8
股息收益率	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%
平均总资产收益率	2.9%	2.7%	3.0%	3.7%
平均净资产收益率	10.0%	9.1%	10.8%	13.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



东江环保

短期缺少催化剂，长期成长前景看好

评论

国家循环经济发展目标明确，推动行业高速发展。1) 2015 年工业固废综合利用量目标较 2010 年增长 93%，预计十二五期间工业综合利用总量 122 亿吨，较十一五期间翻番。2) 2015 年城镇生活垃圾无害化处理能力增 90%至 87 万吨/日。3) 十二五期间，政府将加大对于工业危废处理的监管力度，多部门联合打击危险废物非法转移、倾倒行为。这亦将对危废处理企业处理率的提升起到支持作用。

2014 年：新项目进展、资金投向值得关注。1) 2014 年 2 季度开始，公司进入在建项目投产期，未来两年累计有超过 40 万吨加权平均产能投产(粤北 55 万吨危废及 20 万吨水淬渣、江门 19.85 万吨均可实现部分投产)；为公司业绩改善提供支持；2) 公司 8 月公告发行 7 亿公司债，预计 2014 年 1 季度有望完成首期发行，资金募投方向值得关注，不排除额外收购计划的推出

中长期：丰富的行业经验和资金优势为长期发展提供支持。1) 公司拥有 45 大类危废处理资质，能够为客户提供多种危废的一站式服务。2) 公司业务同时涉及工业废物和市政废物处理，二者的协同效应确保公司利润率优于行业平均；3) 2012 年 A 股上市，超募 5.7 亿元，为公司潜在扩张提供充沛资金支持。

估值建议

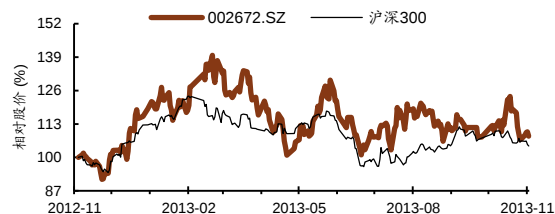
2014 年估值高于行业平均，且短期缺少催化剂，不建议追高。公司 2013-14 年净利润分别为 2.1 亿元和 2.5 亿元。对应 EPS0.90 元和 1.06 元，PE 分别为 19x 和 16x (港股)。短期缺少催化剂，中长期内，仍看好公司在建项目扩张带来的业绩提升潜力。**维持“审慎推荐”。**

风险

1) 在建基地进度低于预期；2) 下游资源化产品价格大幅波动。

维持审慎推荐

股票代码	002672.SZ	00895.HK
最新收盘价	人民币 35.26	港币 22.00
目标价	N.A.	港币 27.00
52 周最高价/最低价	人民币 49.15~31.33	港币 32.53~18.70
总市值(亿)	人民币 70	港币 93
30 日日均成交额(百万)	人民币 107.63	港币 8.55
发行股数(百万)	172	53
其中：自由流通股(%)	20	94
30 日日均成交量(百万股)	2.73	0.37
主营行业		节能环保



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	1,501	1,522	1,535	2,201
增速	30.3%	1.4%	0.9%	43.4%
净利润	204	267	209	247
增速	33.1%	30.6%	-21.4%	17.9%
每股净利润	1.63	1.77	0.90	1.06
每股净资产	7.54	13.92	9.67	10.52
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.21
每股经营现金流	3.19	2.07	1.27	0.92
市盈率	11.0	10.0	19.2	16.0
市净率	2.4	1.3	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.6	5.3	10.8	9.7
股息收益率	0.0%	0.0%	1.5%	1.2%
平均总资产收益率	10.8%	10.5%	6.4%	6.6%
平均净资产收益率	24.2%	17.5%	9.7%	10.5%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



CICC
中金公司

