



# 第三方治理助力产业升级 优势企业迎广阔市场机遇

中信证券研究部

2015年1月15日

王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

投资评级

**强于大市**  
(维持)

事项：

1月14日，《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》正式公布，范围涵盖市政及工业两个领域，我们认为这将推动我国专业化治污需求持续释放，优势环保企业将面临广阔发展机遇。

评论：

## 排污者付费，专业化治理，目标明确

此次《意见》提出“坚持排污者付费”、“坚持市场化运作”、“坚持政府引导推动”等基本原则，并明确了到2020年，“环境公用设施、工业园区等重点领域第三方治理取得显著进展，污染治理效率和专业化水平明显提高，社会资本进入污染治理市场的活力进一步激发”的主要目标。

在环境监管与执法显著强化背景下，推动建立污染者付费、专业化治理新机制是提升我国污染治理水平的有效举措。而从国际经验看，工业减排亦普遍采用第三方治理模式，即排污企业以合同的形式通过付费将产生的污染交由专业化环保公司治理，目的在于节约成本以及应对日益严格的环保要求。从效果来看，排污企业由于采用专业化治理降低成本、提高达标排放率，政府执法部门由于监管对象集中可控而降低执法成本，环保产业也因此得到促进发展，而此次《意见》出台有望显著加快专业化治污模式在我国的推广应用。

## 推进环境公用设施市场化运营

在市政公用领域，《意见》提出：“对可经营性好的城市污水、垃圾处理设施，采取特许经营、委托运营等方式引入社会资本，通过资产租赁、转让产权、资产证券化等方式盘活存量资产”；“对以政府为责任主体的城镇污染场地治理和区域性环境整治等，采用环境绩效合同服务等方式引入第三方治理”；“鼓励地方政府引入环境服务公司开展综合环境服务”。

由此可见，未来城市污水和垃圾领域将是引入市场化力量的重要领域，特许经营(BOT)、委托运营(O&M)将得到越来越多的应用，而存量资产通过证券化方式进入市场将不仅可以实现专业化运营，也是有效化解地方政府融资平台债务风险、开辟新的融资途径的有效尝试。此外，针对实际治理效果付费(绩效)方向明确，更加注重环境效果而不仅仅是过程，这也为后续实际操作中环境合同服务等模式创新预留空间。在此背景下，具备技术、资金、效率、规模等优势的社会资本将面临更加开放的市场化竞争环境，并面临大量存量及增量项目机会，从而有机会赢得更加广阔的成长空间。

## 工业治污机制不断创新

《意见》对工业治污相关方责任进行了总体明确，“排污企业承担污染治理的主体责任，第三方治理企业按照有关法律法规和标准以及排污企业的委托要求，承担约定的污染治理责任”。此外，《意见》强调未来工业治污重要方向，包括“在工业园区等工业集聚区，引入环境服务公司，对园区企业污染进行集中式、专业化治理”，以及“在电力、钢铁等行业和中小企业，鼓励推行环境绩效合同服务等方式引入第三方治理”。最后，《意见》还首次提出“探索实施限期第三方治理”。

应该说，工业治污第三方治理中清晰的权责界定是真正有效实现专业化治理的关键点所在，因此在总体责任明确基础上后续针对责任边界、处罚对象、处罚措施等出台具体规定至关重要。长久以来经济粗放式发展以及监管不到位使得我国大量工业园区成为企业集中纳污排污场所而并没有起到真正截污作用，因此也将成为未来治污重点领域，而无论是园区管理者还是园内企业都将更加倾向于由具备技术及资金实力的专业环保公司整体服务污染治理以保证稳定达标排放以及园区可持续发展。此外，列出污染企业清单向社会公布并督促其限期委托环境服务公司进行污染治理更将有效激发对于专业化环境治理的市场需求，我们继续看好危废、废水、烟气治理、监测等相关领域景气度不断提升。

## 多重配套措施引导支持

《意见》提出，“各级政府要增加环境基本公共服务有效供给，加大环保投入，大力推动环保产业发展”，“严格执行环保法律法规和标准，强化环保执法，增强排污企业委托第三方治理的内生动力”。具体操作模式上，“鼓励政府投融资平台和社会资本建立混合所有制企业”，“第三方治理取得的污染物减排量，计入排污企业的排污权账户，由排污企业作为排污权的交易和收益主体”。财政价格税费方面，主要涉及差别电价/水价、提高排污费、完善处理费、环保电价等，并“对符合条件的第三方治理项目给予中央资金支持，有条件的地区也要对第三方治理项目投资和运营给予补贴或奖励”，“积极探索以市场化的基金运作等方式引导社会资本投入”，还要“研究明确第三方治理税收优惠政策”。

毫无疑问，严格监管执法是推动第三方治理模式兴起的最为关键要素，2015年1月1日新版《环保法》实施后这一趋势有望不断强化。此外，若市场化机制——排污权交易规模能够不断扩大，那么企业治污将不再仅仅是投入而可能产生一定经济效益，也将使其更加有动力通过第三方治理模式切实减少污染物排放。最后，针对第三方治理项目的财政支持、税收优惠政策亦值得期待，并通过基金等多种方式鼓励引导社会资本进入该领域。

## 投资策略：第三方治理助力产业升级，优势企业迎广阔市场机遇

本次《意见》的出台有望推动我国迈进专业化治污时代，从而实现环境保护效果的真正改善。在此背景下，执法、标准、资金等要求显著提高将使得具备技术、融资、品牌优势的环保上市公司在“第三方治理”模式推广背景下迎来更加广阔的发展空间，市场及订单集中度或呈现不断提升态势，优势上市公司作为市政/工业环保需求与大量社会资本之间的“接口”价值亦将不断显现。结合所在细分领域关联度及现有估值水平，市政领域重点关注业绩成长确定、估值优势明显的环保龙头**桑德环境**、**碧水源**，关注**巴安水务**；工业治污领域推荐**东江环保**、**高能环境**、**万邦达**、**国电清新**、**聚光科技**。

风险因素：

- 环保制度改革力度低于预期；
- 土地财政吃紧等因素或导致政府支付意愿或能力下降；
- 资金成本上升；

- 环保项目进度低于预期；
- 限售股解禁等。

表 1：重点相关上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)				P/B	评级
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
桑德环境	27.91	0.69	0.97	1.34	1.74	40	29	21	16	5.2	买入
碧水源	34.60	0.79	1.16	1.65	2.26	44	30	21	15	6.3	买入
东江环保	34.85	0.60	0.74	1.15	1.79	58	47	30	19	5.2	买入
高能环境	38.23	0.86	0.77	1.13	1.64	44	50	34	23	3.7	买入
万邦达	45.38	0.57	0.75	1.20	1.53	80	61	38	30	5.6	买入
龙净环保	32.30	1.07	1.16	1.37	1.66	30	28	24	19	4.9	买入
盛运股份	14.52	0.33	0.50	0.75	1.04	44	29	19	14	4.1	买入
天壕节能	13.98	0.36	0.43	0.71	0.97	39	33	20	14	3.5	买入
瀚蓝环境	13.81	0.33	0.36	0.64	0.78	42	38	22	18	3.2	买入
聚光科技	19.23	0.35	0.43	0.53	0.63	55	45	36	31	4.5	增持
国电清新	27.37	0.34	0.50	0.93	1.17	81	55	29	23	6.4	增持
格林美	12.97	0.16	0.25	0.42	0.55	81	52	31	24	2.9	增持
秦岭水泥	8.40	-0.18	0.17	0.21	0.27	-47	49	40	31	-38.2	增持
津膜科技	21.59	0.31	0.37	0.50	0.71	70	58	43	30	7.2	增持
中电远达	21.31	0.35	0.50	0.77	0.90	61	43	28	24	3.7	增持
维尔利	24.26	0.18	0.56	0.91	1.12	135	43	27	22	3.9	增持
巴安水务	18.81	0.24	0.34	0.49	0.67	78	55	38	28	9.4	

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 1 月 14 日收盘价，巴安水务盈利预测来自市场一致预期

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。