



# 质量导向利好技术龙头 新增指标催生市场机遇

中信证券研究部

2015年1月26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

事项：

**强于大市**  
(维持)

根据《21世纪经济报道》报道,《国家环境保护“十三五”规划基本思路》已编制完成,将建立环境质量改善和污染物总量控制的双重体系,实施大气、水、土壤污染防治计划,针对特定区域和行业新增污染物总量控制。我们认为,“十三五”更加强调环境质量将有利于具备技术及资金优势的环保上市公司发展以及市场集中度提升,而新增污染物控制有望打开新的细分领域市场空间。

评论：

## 环境质量导向有利技术优势企业

2015年将是推进“十三五”环境规划编制的关键年份。根据媒体报道,未来我国的环境保护将更加强调以“质量改善”为核心。到2020年,主要污染物排放总量显著减少,空气和水环境质量总体改善,土壤环境恶化趋势得到遏制,生态系统稳定性增强;到2030年,全国城市环境空气质量基本达标,水环境质量达到功能区标准,土壤环境质量得到好转,生态环境质量全面改善。

为了实现上述目标,大气、水及土壤三大行动计划的实施至关重要。如果回顾“气十条”,我们发现这也是我国开始强调环境质量管理的重要起点,要求到2017年全国地级及以上城市PM<sub>10</sub>浓度比2012年下降10%以上,京津冀、长三角、珠三角等区域PM<sub>2.5</sub>浓度分别下降25%、20%、15%左右,而PM<sub>10</sub>/PM<sub>2.5</sub>浓度便是关乎民众直观感受、表征环境质量的考核指标(而不仅仅是某项污染物减排)。在此推动下,我们看到进一步提标改造乃至超低排放等一系列趋势不断兴起,排污企业改变传统“验收导向”思维方式而更加倾向于选择具备技术资金优势、能够真正解决问题的优势企业(特别是上市公司)。展望未来,“水十条”或将针对消除劣V类水体提出明确要求,而“土十条”或将运用分级分类的创新思维管理土壤环境,并已经在正在修订的《土壤环境质量标准》中有所体现。由此可见,具备技术优势的企业无疑将在未来市场竞争中占据更加有利位置。

## 总量减排指标扩容催生市场新机遇

据媒体报道,根据《基本思路》,“十三五”或将对全国实施重点行业工业烟粉尘总量控制,对总氮(TN)、总磷(TP)和挥发性有机物(VOCs)实施重点区域与重点行业相结合的总量控制,增强差别化、针对性和可操作性。

“十一五”以来,我国开始实施污染物排放总量减排约束性考核,最新针对四大污染物的2015年减排目标为:COD、NH<sub>3</sub>-N同比减少2%,SO<sub>2</sub>同比减少3%,NO<sub>x</sub>同比减少5%。应该说,污染物总量减排考核对于我国环境基础设施建设以及污染治理起到了重要推动作用。展望“十三五”,在继续实施上述污染物减排考核基础上,或将新增以下四项考核指标:

- 首先，初步考虑在电力、钢铁、水泥等重点行业开展**烟粉尘**总量控制，实施基于新排放标准的行业治污减排管理，因此颗粒物总量减排将首次纳入考核体系，这将有利于目前正在推进的火电等行业提标改造趋势进一步深化；
- 其次，重点行业的 **VOCs** 治理或将得到高度重视，其对控制 **PM<sub>2.5</sub>** 也有重要作用，而《石化行业挥发性有机物综合整治方案》已于 2014 年底出台，除了相关监测（背景类监测需求超过 20 亿元，若考虑相关工业企业领域需求还将大幅增加）及治理市场将随之兴起之外，通过对排放 **VOCs** 产品进行征税等价格手段也将得到应用；
- 最后，**TN、TP** 也将纳入考核体系，“十三五”期间初步考虑在三湖一库、海河流域以及长三角等污染最严重、问题最突出的地区实行总氮或总磷区域排放量总量控制，要求沿海城市污水处理厂实施脱氮除磷，新的减排要求必将进一步推动污水厂提标改造及专业化运营需求释放。

## 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；
- 环保项目进度低于预期；
- 限售股解禁等。

## 投资策略：质量导向利好技术龙头，新增指标催生市场机遇

由此可见，我国“十三五”环境保护思路正在逐步明确，有望建立环境质量改善和污染物总量控制的双重体系，在全面落实气、水、土壤三大行动计划同时进一步扩充污染物总量减排体系指标（增加烟粉尘、VOCs、TP、TN）。在此背景下，政府/企业客户基于环境质量考核导向对于专业环保技术以及综合解决方案的需求将显著提升，PPP/第三方治理模式将不断推广，从而带来市场集中度提升以及具备较强技术&资金实力的龙头环保公司订单/业绩超预期，重点关注**万邦达、碧水源、高能环境、桑德环境、东江环保**，关注**巴安水务、国祯环保**；新增污染物指标有望催生相关细分领域市场需求，推荐**聚光科技**（VOCs 监测及治理）、**龙净环保/国电清新**（火电提标改造）；此外，建议关注**盛运股份、天壕节能**等相对低估值品种修复机会。

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		
万邦达	48.49	0.57	0.78	1.30	1.78	85	62	37	27	6.0	买入
碧水源	36.44	0.79	1.16	1.65	2.26	46	31	22	16	6.7	买入
高能环境	47.20	0.86	0.77	1.13	1.64	55	61	42	29	4.6	买入
桑德环境	29.49	0.69	0.97	1.34	1.74	43	30	22	17	5.5	买入
东江环保	36.54	0.60	0.74	1.15	1.79	61	49	32	20	5.4	买入
龙净环保	32.97	1.07	1.16	1.37	1.66	31	28	24	20	5.0	买入
盛运股份	15.95	0.33	0.50	0.75	1.04	48	32	21	15	4.5	买入
天壕节能	14.90	0.36	0.43	0.71	0.97	41	35	21	15	3.7	买入
瀚蓝环境	14.05	0.33	0.36	0.64	0.78	43	39	22	18	3.3	买入
聚光科技	20.56	0.35	0.43	0.53	0.63	59	48	39	33	4.8	增持
国电清新	28.98	0.34	0.50	0.93	1.17	85	58	31	25	6.8	增持
格林美	14.23	0.16	0.25	0.42	0.55	89	57	34	26	3.2	增持
秦岭水泥	9.32	-0.18	0.17	0.21	0.27	-52	55	44	35	-42.4	增持
维尔利	28.41	0.18	0.56	0.91	1.12	158	51	31	25	4.6	增持
津膜科技	22.30	0.31	0.37	0.50	0.71	72	60	45	31	7.4	增持
中电远达	22.44	0.35	0.50	0.77	0.90	64	45	29	25	3.9	增持
巴安水务	20.42	0.24	0.34	0.53	0.76	85	60	39	27	10.2	
国祯环保	45.29	0.65	0.75	0.95	1.15	70	60	48	39	5.4	

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部预测  
市场一致预期

注：股价为 2014 年 1 月 23 日收盘价，巴安水务盈利预测来自

## 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。