

环保行业 2015 年 1 月跟踪报告

# 水价改革或步入加速轨道 十三五思路利好环保龙头

2015 年 1 月 30 日

## 投资要点

- 政策动态：PPP 及第三方治理释放市场活力。**12 月发改委起草《环境污染第三方治理指导意见》，明确“污染者付费、责任共担、集中治理、全过程控制”四大原则；发改委与财政部拟设立 500 亿元人民币国家环保基金，为第三方治理公司提供低利息、长周期的优先贷款；上海推进污染第三方治理，近期将聚焦电厂除尘脱硫脱硝等 7 个重点领域；财政部拟设立中央支持基金，增强 PPP 项目对于社会资本吸引力；河北、江苏、湖南、四川等多省份纷纷下发《关于推广 PPP 模式的实施意见》。
- 项目跟踪：供排水水平稳，固废类有所增多。**12 月新增供排水项目规模分别为 5、70 万吨/日。固废方面，垃圾焚烧 12 月新项目规模为 6,600 吨/日；餐厨新增 725 吨/日，主要来自邯郸、东莞及随州餐厨垃圾厂规划及建设项目。11 月 74 个城市空气质量同比有所改善，超标天数比例为 36.4%，北京“APEC 蓝”令人欣喜；重点地区主要污染物为 PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub>。
- 行业景气：近期 PMI 及财政支出表现不佳。**12 月“经营活动状况”、“经营活动预期”指数环比延续回升态势分别至 41.82%、53.32%；“在手订单”指数降至 34.44%，而“新订单”指数略有回升至 39.48%，该两项数值处于较低水平或与年末项目进入集中推进及结算阶段有关。2014 年 1~11 月用于节能环保累计支出金额为 2,726 亿元，同比增长 3.7%。其中，11 月单月支出同比降 13.6%至 344 亿元，延续了 10 月的下降态势，我们认为近期政府支出或受制于经济景气度欠佳、地方债及反腐等因素而表现不佳。
- 本月专题：水价改革迎来加快推进时间窗口。**2013 年全国 270 个地级市人均水费支出占可支配收入比例平均为 0.65%，既不利于节水，也不利于水资源保护。未来调控目标或为 2.5%~3.0%，并有望加速推进，核心驱动要素包括物价水平有利、行业现有盈利欠佳（自来水、污水 ROE 仅为 1.8%、4.5%）、成本持续上涨（改造&污泥）、形成合理回报预期以引入社会资本等。后续有望具体实施四大举措，包括稳步推进水价形成机制改革（包括水资源费、污水处理费等）、设市城市实行阶梯式水价制度、自来水成本公开（例如广州等）及促进配套改革（完善针对低保等补贴措施等）。
- 风险提示。**环保制度改革力度低于预期；土地财政吃紧致政府支付意愿或能力下降；环保项目进度慢于预期；限售股解禁等。
- 投资策略：“十三五”思路明确利好技术&资金龙头。**目前主流环保公司 2015 年 P/E 在 20~25 倍，安全边际较强，维持行业“强于大市”评级。我国“十三五”环境保护思路逐步明确，有望建立环境质量改善与污染物总量控制的双重体系，环境质量考核、PPP 模式及第三方治理有望带来较强技术&资金实力龙头环保公司订单/业绩超预期，重点关注**高能环境、碧水源、桑德环境、万邦达、东江环保**；新增污染物减排指标催生细分领域市场需求，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**等相对低估值品种的修复机会。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)				P/B	评级
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E		
高能环境	46.77	0.86	0.77	1.13	1.64	54	61	41	29	4.6	买入
碧水源	35.06	0.79	1.16	1.65	2.26	44	30	21	16	6.4	买入
桑德环境	28.96	0.69	0.97	1.34	1.74	42	30	22	17	5.4	买入
万邦达	47.50	0.57	0.78	1.30	1.78	83	61	37	27	5.8	买入
东江环保	36.03	0.60	0.74	1.15	1.79	60	49	31	20	5.3	买入
聚光科技	20.60	0.35	0.43	0.53	0.63	59	48	39	33	4.8	增持

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 29 日收盘价


**强于大市 (维持)**

中信证券研究部

**王海旭**

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

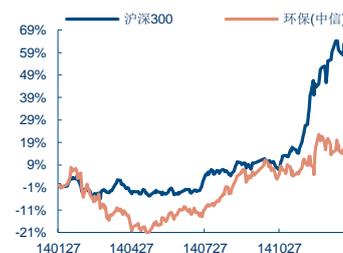
执业证书编号：S1010510120063

**崔霖**

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

**相对指数表现**


资料来源：中信数量化投资分析系统

**相关研究**

- 环保行业 2014 年 9 月跟踪报告—PPP 项目有望逐步落地，政策并购驱动板块活跃 (2014-09-29)
- 环保行业 2014 年 8 月跟踪报告—预算法修订强化投资预期，市政&工业合力助行情演绎 (2014-08-25)
- 环保行业 2014 年 7 月跟踪报告—立法执法持续强化，关注并购业绩弹性 (2014-07-23)
- 环保行业 2014 年 6 月跟踪报告—环境隐患催生需求，逐步增加板块配置 (2014-06-17)

## 目录

政策动态：PPP 及第三方治理释放市场活力.....	1
PPP 及第三方治理政策密集出台 .....	1
大气污染防治不断深化 .....	1
排污交易有望成为新常态.....	1
空气质量：“APEC 蓝”令人印象深刻 .....	2
项目跟踪：供排水平稳，固废类有所增多 .....	6
供排水新项目相对有限 .....	6
垃圾焚烧新增项目较多 .....	6
行业景气：近期 PMI 及财政支出表现不佳 .....	7
公司动态：垃圾污水项目较多，资本运作持续活跃.....	9
本月专题：水价改革迎来加快推进时间窗口 .....	10
多重因素助推价改深化 .....	10
四大举措推进水价形成机制改革 .....	13
风险提示.....	14
投资策略：“十三五”思路明确利好技术&资金龙头.....	15

## 插图目录

图 1: 74 个城市主要空气污染物平均月均浓度 .....	4
图 2: 2011~2014 年规划及在建供水项目规模汇总 .....	6
图 3: 2011~2014 年规划及在建污水项目规模汇总 .....	6
图 4: 2011~2014 年规划及在建垃圾焚烧项目规模汇总 .....	7
图 5: 2011~2014 年规划及在建餐厨垃圾项目规模汇总 .....	7
图 6: 经营活动状况指数 .....	8
图 7: 经营活动预期指数 .....	8
图 8: 在手订单指数 .....	8
图 9: 新订单指数 .....	8
图 10: 全部财政累计支出及增速 .....	8
图 11: 节能环保财政累计支出及增速 .....	8
图 12: 各地级市人均年水费支出分布 .....	11
图 13: 各地级市年水费支出占收入比例分布 .....	11
图 14: 我国单月 CPI 及 PPI .....	11
图 15: 自来水供应行业期间费用与利润率 .....	12
图 16: 污水处理行业期间费用与利润率 .....	12
图 17: 自来水供应 ROE .....	12
图 18: 污水处理行业 ROE .....	12
图 19: 常规自来水厂处理工艺 .....	13
图 20: 典型供水工艺改造方式 .....	13
图 21: 2015 年以来市场及环保指数累计涨幅 .....	15
图 22: 2015 年 1 月环保公司绝对涨幅 .....	15

## 表格目录

表 1: 投融资创新后续配套政策.....	1
表 2: 74 个城市日空气质量级别分布 .....	2
表 3: 74 个城市环境空气质量综合指数最好前十（括号内为环境空气质量综合指数） .....	2
表 4: 74 个城市环境空气质量综合指数最差前十（括号内为环境空气质量综合指数） .....	3
表 5: 京津冀主要污染物平均月均浓度.....	4
表 6: 长三角主要污染物平均月均浓度.....	4
表 7: 珠三角主要污染物平均月均浓度.....	5
表 8: 北京主要污染物平均月均浓度 .....	5
表 9: 2014 年 12 月环保上市公司公告信息 .....	9
表 10: 2012 年广州自来水价格调价方案 .....	14
表 11: 重点环保上市公司盈利预测、估值及评级 .....	15

## 政策动态：PPP 及第三方治理释放市场活力

### PPP 及第三方治理政策密集出台

12 月发改委起草《环境污染第三方治理指导意见》，明确环境污染第三方治理“污染者付费、责任共担、集中治理、全过程控制”四大原则，第三方治理运营模式基本确定为委托治理和托管运营两种模式；发改委与财政部拟设立 500 亿元人民币国家环保基金，为环境污染第三方治理公司提供低利息、长周期的优先贷款；上海推进污染第三方治理，近期将聚焦电厂除尘脱硫脱硝等 7 个重点领域；财政部拟设立中央支持基金，加强 PPP 融资支持政策，增强 PPP 项目对于社会资本吸引力；河北、江苏、湖南、四川等多省份纷纷下发《关于推广政府和社会资本合作模式的实施意见》。根据《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》中的明确规定，为配合市政公用服务 PPP、工业治污第三方治理等模式创新，将有十大配套措施最迟于 2015 年 3 月底前出台。

表 1：投融资创新后续配套政策

序号	政策措施文件	负责单位	出台时间
1	大力推行环境污染第三方治理	发展改革委、环境保护部	2014 年 1 月
2	推进排污权、碳排放权交易试点，鼓励社会资本参与污染减排和排污权、碳排放权交易	财政部、环境保护部、发展改革委、林业局、证监会	2015 年 3 月底
3	鼓励和引导社会资本参与节水供水重大水利工程建设运营的实施意见，积极探索多种形式的水权交易流转方式，鼓励社会资本参与节水供水重大水利工程投资建设	水利部、发展改革委、证监会	2015 年 3 月底
4	选择若干县城和重点镇推行试点，加大对市政基础设施建设运营引入市场机制的政策支持力度	住房城乡建设部、发展改革委	2014 年底
5	通过业主招标方式，鼓励社会资本投资常规水电站和抽水蓄能电站	能源局	2014 年底
6	支持民间资本投资宽带接入网络建设和运营业务	工业和信息化部	2015 年 3 月底
7	政府投资支持社会投资项目的管理办法	发展改革委、财政部	2015 年 3 月底
8	创新融资方式，拓宽融资渠道	人民银行、银监会、证监会、保监会、财政部	2015 年 3 月底
9	政府使用包括中央预算内投资在内的财政性资金，支持重点领域产业投资基金管理办法	发展改革委	2015 年 3 月底
10	完善价格形成机制，增强重点领域建设吸引社会投资能力	发展改革委、国务院有关部门	2015 年 3 月底

资料来源：中国政府网，中信证券研究部整理

### 大气污染防治不断深化

12 月是雾霾季节性高发时期，各地也纷纷出台大气污染防治办法：山东省环保厅制定出台了《山东省区域性大气污染物综合排放标准》，提出利用 8 年时间分 4 个阶段，逐步实现由行业标准向区域性大气污染物排放标准的过渡；湖南省长沙市政府首次发布《长沙市应对霾天气全社会联动方案》，将长沙市每年霾天气高发的 10 月~次年 2 月（共 5 个月）定为全市应对霾天气特护期；海南省政府印发《海南省环境空气质量发布办法》，在全省全面推行环境空气质量实时报、日报制等，及时播报或刊登污染天气预警信息；湖北出台大气污染防治考核办法，武汉市以 PM<sub>10</sub> 和 PM<sub>2.5</sub> 年均浓度下降比例作为考核指标，其他地区以 PM<sub>10</sub> 年均浓度下降比例作为考核指标；安徽省政府办公厅出台《安徽省大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）》，将按年度考核各市重点任务、空气质量改善目标完成情况。总体来看，各地有望以新修订的《环境保护法》为依据，全面落实《大气污染防治行动计划》提出的各项制度措施，从源头遏制污染问题。

### 排污交易有望成为新常态

12 月环保部关于排污权交易和总量减排工作会议召开，将细化完善初始排污权核定，加快排污许可证管理和核发工作，规范有偿使用费收取使用和定价管理，统筹加强交易平台

建设等。会议确定了我国将全面推行排污许可证制度，境内所有排污单位均要实行持证排污，同时或将率先在石化行业征收 VOCs 排污费。

地方层面来看，山东省印发《2014~2015 年节能减排低碳发展行动实施方案》，提出加大淘汰落后产能力度、加快发展节约型产业等 28 条具体举措；河北、福建将从 2015 年 1 月 1 日起调高排污费征收标准，实行差别化收费政策；湖北市场碳交易活跃度高，大量资金流入控制排放企业，市场机制促进经济低碳转型、控制温室气体排放的效果逐步显现。

## 空气质量：“APEC 蓝”令人印象深刻

2014 年 11 月 74 个城市环境空气质量超标天数比例为 36.4%，环比 10 月继续上升 2.3 个百分点，呈现一定季节性恶化，但同比依然呈现改善态势。随着温度降低，首要污染物重回颗粒物，依次为 PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub>。分地区看，京津冀超标天数比例为 58.0%，环比基本持平；长三角连续三个月显著恶化，11 月超标天数比例达到 31.2%；珠三角 11 月明显好转，超标天数比例仅为 12.1%。从城市排名来看，海口位列空气质量最优城市第一，其次为舟山及福州；而空气质量最差的三个城市依然是来自河北的保定、邢台及唐山，且同比呈恶化态势。

表 2：74 个城市日空气质量级别分布

时间	优	良	轻度污染	中度污染	重度污染	严重污染	超标天数比例	首要污染物
2013 年 1 月	7.2%	24.4%	24.7%	13.5%	20.2%	10.0%	68.4%	PM2.5(68.9%) PM10(46.9%)
2013 年 2 月	13.4%	40.9%	22.5%	8.7%	10.3%	4.2%	45.7%	PM2.5(41.2%) PM10(23.3%)
2013 年 3 月	6.0%	48.4%	26.9%	10.0%	5.9%	2.8%	45.6%	PM2.5(36.5%) PM10(30.4%)
2013 年 4 月	4.5%	59.0%	29.0%	5.5%	1.7%	0.3%	36.5%	PM2.5(23.8%) PM10(20.7%)
2013 年 5 月	12.0%	48.1%	29.4%	8.3%	2.1%	0.1%	39.9%	O3(26.9%) PM2.5(20.3%)
2013 年 6 月	16.6%	47.8%	21.5%	8.8%	4.9%	0.4%	35.6%	O3(24.9%) PM2.5(21.1%)
2013 年 7 月	23.3%	47.4%	21.1%	6.5%	1.7%	0.0%	29.3%	O3(71.6%) PM2.5(24.0%)
2013 年 8 月	20.0%	46.7%	24.9%	6.6%	1.8%	0.0%	33.3%	O3(74.9%) PM2.5(19.8%)
2013 年 9 月	11.9%	55.3%	23.7%	6.0%	2.9%	0.2%	32.8%	O3(48.8%) PM2.5(38.4%)
2013 年 10 月	6.6%	45.6%	29.8%	9.7%	6.3%	2.0%	47.8%	PM2.5 (61.7%) O3(25.1%)
2013 年 11 月	5.2%	47.1%	29.1%	10.5%	6.6%	1.5%	47.7%	PM2.5(73.4%) PM10(22.2%)
2013 年 12 月	4.2%	24.9%	30.5%	15.9%	15.6%	8.9%	70.9%	PM2.5 (89.9%) PM10(8.3%)
2014 年 1 月	2.9%	34.7%	26.8%	14.4%	16.2%	5.0%	62.4%	PM2.5(92.0%) PM10(6.0%)
2014 年 2 月	18.0%	42.3%	20.3%	7.2%	8.3%	3.9%	39.7%	PM2.5(91.8%) PM10(5.8%)
2014 年 3 月	7.5%	54.8%	24.5%	7.4%	5.0%	0.8%	37.7%	PM2.5(75.8%) PM10(21.6%)
2014 年 4 月	8.1%	62.5%	21.7%	5.5%	1.8%	0.4%	29.4%	PM2.5(58.4%) PM10(30.6%)
2014 年 5 月	13.5%	52.8%	24.7%	7.5%	1.4%	0.1%	33.7%	PM2.5(33.9%) PM10(33.7%)
2014 年 6 月	21.2%	48.7%	21.5%	6.3%	2.2%	0.1%	30.1%	O3 PM2.5
2014 年 7 月	24.3%	48.8%	20.4%	5.4%	1.1%	0.0%	26.9%	O3 PM2.5
2014 年 8 月	26.6%	53.8%	15.9%	3.4%	0.3%	0.0%	19.6%	O3 PM2.5
2014 年 9 月	27.3%	56.6%	13.3%	2.3%	0.5%	0.0%	16.1%	O3 PM2.5
2014 年 10 月	6.4%	59.5%	21.2%	5.5%	5.8%	1.6%	34.1%	PM2.5 O3
<b>2014 年 11 月</b>	<b>10.1%</b>	<b>53.5%</b>	<b>22.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>36.4%</b>	<b>PM2.5 PM10</b>

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 3：74 个城市环境空气质量综合指数最好前十（括号内为环境空气质量综合指数）

	2013/11	2014/12	2014/01	2014/02	2014/03	2014/04	2014/05	2014/06	2014/07	2014/08	2014/09	2014/10	2014/11
1	海口 (1.99)	拉萨 (2.72)	拉萨 (3.41)	拉萨 (2.22)	海口 (2.31)	海口 (2.25)	海口 (1.97)	海口 (2.09)	海口 (1.68)	海口 (1.66)	海口 (2.12)	舟山 (3.05)	海口 (2.65)
2	拉萨 (2.26)	福州 (2.93)	舟山 (4.35)	深圳 (2.98)	拉萨 (3.01)	舟山 (3.13)	珠海 (2.12)	珠海 (2.80)	舟山 (2.42)	珠海 (2.1)	舟山 (2.66)	拉萨 (3.37)	舟山 (3.07)
3	福州 (2.43)	张家口 (3.03)	海口 (4.45)	南昌 (3.29)	舟山 (3.42)	珠海 (3.47)	中山 (2.51)	舟山 (2.86)	拉萨 (2.45)	中山 (2.35)	拉萨 (2.67)	海口 (3.45)	福州 (3.7)

	2013/11	2014/12	2014/01	2014/02	2014/03	2014/04	2014/05	2014/06	2014/07	2014/08	2014/09	2014/10	2014/11
4	贵阳 (2.56)	海口 (3.06)	昆明 (5.29)	珠海 (3.34)	珠海 (3.56)	深圳 (3.69)	深圳 (2.68)	惠州 (3.04)	珠海 (2.57)	江门 (2.44)	盐城 (3.16)	厦门 (3.75)	昆明 (3.74)
5	舟山 (2.83)	厦门 (3.17)	福州 (5.47)	丽水 (3.38)	深圳 (3.88)	惠州 (3.70)	江门 (3.04)	深圳 (3.06)	丽水 (2.84)	舟山 (2.52)	哈尔滨 (3.19)	福州 (3.96)	贵阳 (3.75)
6	承德 (2.84)	承德 (3.26)	厦门 (5.62)	厦门 (3.54)	惠州 (4.25)	中山 (3.88)	惠州 (3.06)	拉萨 (3.13)	台州 (2.94)	拉萨 (2.58)	福州 (3.2)	台州 (4.1)	厦门 (3.96)
7	大连 (2.88)	昆明 (3.28)	深圳 (5.63)	惠州 (3.64)	贵阳 (4.45)	拉萨 (3.92)	东莞 (3.64)	中山 (3.15)	南宁 (3.00)	深圳 (2.69)	厦门 (3.21)	张家口 (4.13)	拉萨(4)
8	惠州 (2.88)	大连 (3.42)	珠海 (6.18)	昆明 (3.68)	南昌 (4.45)	南宁 (4.02)	拉萨 (3.70)	张家口 (3.18)	厦门 (3.01)	贵阳 (3.04)	厦门 (3.21)	大连 (4.41)	惠州 (4.04)
9	珠海 (2.91)	惠州 (3.72)	惠州 (6.20)	台州 (4.39)	中山 (4.49)	台州 (4.30)	哈尔滨 (3.72)	昆明 (3.23)	福州 (3.03)	台州 (3.16)	张家口 (3.22)	盐城 (4.44)	深圳 (4.23)
10	张家口 (2.93)	兰州 (3.79)	中山 (6.28)	中山 (3.69)	南宁 (4.65)	贵阳 (4.36)	南宁 (3.83)	厦门 (3.33)	江门 (3.04)	惠州 (3.17)	惠州 (3.25)	惠州 (4.46)	台州 (4.25)

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

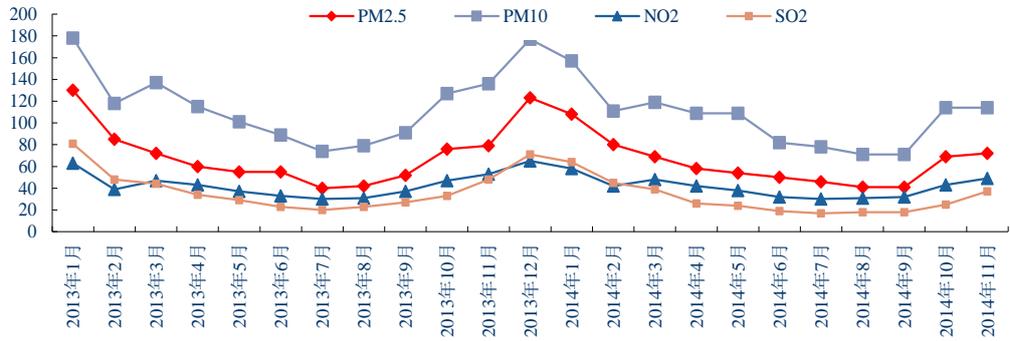
表 4：74 个城市环境空气质量综合指数最差前十（括号内为环境空气质量综合指数）

	2013/11	2013/12	2014/01	2014/02	2014/03	2014/04	2014/05	2014/06	2014/07	2014/08	2014/09	2014/10	2014/11
1	石家庄 (7.25)	邢台 (12.00)	邢台 (20.40)	邢台 (17.23)	邢台 (13.48)	邢台 (10.92)	邢台 (9.55)	邢台 (7.88)	唐山 (8.62)	济南 (7.79)	济南 (8.08)	邢台 (12.55)	保定 (14.71)
2	保定 (6.71)	石家庄 (11.22)	石家庄 (18.57)	石家庄 (15.87)	石家庄 (12.15)	唐山 (9.92)	唐山 (9.54)	唐山 (7.81)	邢台 (7.84)	邯郸 (7.18)	保定 (7.28)	保定 (11.88)	邢台 (11.19)
3	邢台 (6.57)	邯郸 (9.06)	保定 (17.60)	保定 (15.72)	唐山 (11.84)	石家庄 (9.27)	南京 (8.47)	南京 (7.76)	石家庄 (7.79)	保定 (7.13)	衡水 (7.27)	石家庄 (11.46)	唐山 (11.02)
4	唐山 (6.09)	保定 (8.80)	邯郸 (15.01)	唐山 (13.61)	保定 (11.78)	济南 (9.06)	邯郸 (8.35)	石家庄 (7.71)	保定 (7.56)	邢台 (6.67)	邢台 (7.01)	长春 (10.35)	沈阳 (10.39)
5	邯郸 (5.98)	衡水 (8.57)	衡水 (14.00)	邯郸 (12.67)	邯郸 (10.41)	邯郸 (8.77)	石家庄 (8.19)	济南 (7.48)	济南 (7.28)	唐山 (6.6)	唐山 (6.85)	邯郸 (10.16)	衡水 (10.38)
6	济南 (5.17)	西安 (8.00)	济南 (13.33)	西安 (12.51)	衡水 (9.99)	保定 (8.17)	衡水 (7.84)	邯郸 (7.44)	北京 (7.03)	衡水 (6.56)	邯郸 (6.42)	廊坊 (9.77)	哈尔滨 (10.14)
7	太原 (5.15)	唐山 (6.93)	唐山 (13.16)	廊坊 (12.12)	廊坊 (9.40)	天津 (7.94)	常州 (7.76)	武汉 (7.32)	邯郸 (7.00)	石家庄 (6.49)	北京 (6.2)	唐山 (9.74)	石家庄 (10.08)
8	廊坊 (5.13)	淮安 (6.93)	成都 (12.85)	衡水 (11.07)	济南 (8.89)	秦皇岛 (7.92)	济南 (7.75)	徐州 (7.27)	天津 (6.83)	廊坊 (5.96)	乌鲁木齐 (6.2)	衡水 (9.69)	郑州 (10.06)
9	乌鲁木齐 (6.62)	南京 (12.47)	西安 (10.77)	济南 (10.77)	齐 (7.91)	北京 (7.51)	镇江 (7.16)	保定 (7.16)	廊坊 (6.81)	北京 (5.94)	廊坊 (5.9)	沈阳 (9.08)	廊坊 (10.02)
10	衡水 (5.08)	武汉 (6.60)	武汉 (12.02)	北京 (10.76)	沈阳 (8.35)	廊坊 (7.89)	保定 (7.49)	宿迁 (7.08)	衡水 (6.55)	郑州 (5.93)	沈阳 (5.8)	哈尔滨 (8.8)	邯郸 (9.99)

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

2014 年 11 月 74 个城市主要污染物平均月均浓度环比持平或略有回升，PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub>、NO<sub>2</sub>、SO<sub>2</sub> 浓度分别为 72、114、49、37 微克/立方米。分地区来看，受 APEC 会议影响，京津冀地区颗粒物指标有所改善，PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub> 环比分别降低 4.4%、2.7%至 108、178 微克/立方米；长三角颗粒物指标有所恶化，PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub> 分别提升 26.0%、14.0%，而 NO<sub>2</sub>、SO<sub>2</sub> 环比分别升高 26.3%、17.4%；珠三角 PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub>、SO<sub>2</sub> 均环比下降，其中 PM<sub>10</sub> 改善最为明显，环比下降 12.5%至 70 微克/立方米，NO<sub>2</sub> 环比提升 14.3%。

图 1：74 个城市主要空气污染物平均月均浓度（微克/立方米）



资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 5：京津冀主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM <sub>2.5</sub>	PM <sub>10</sub>	NO <sub>2</sub>	SO <sub>2</sub>
2013 年 5 月	81	167	43	56
2013 年 6 月	98	153	39	37
2013 年 7 月	69	116	34	28
2013 年 8 月	69	124	35	32
2013 年 9 月	86	152	48	40
2013 年 10 月	110	198	62	47
2013 年 11 月	100	190	62	72
2013 年 12 月	149	237	71	112
2014 年 1 月	147	231	68	118
2013 年 2 月	151	214	58	93
2014 年 3 月	104	190	57	65
2014 年 4 月	82	167	47	40
2014 年 5 月	62	146	40	36
2014 年 6 月	62	104	34	27
2014 年 7 月	76	118	33	24
2014 年 8 月	60	101	34	24
2014 年 9 月	61	102	37	23
2014 年 10 月	113	183	57	34
2014 年 11 月	108	178	63	53

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 6：长三角主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM <sub>2.5</sub>	PM <sub>10</sub>	NO <sub>2</sub>	SO <sub>2</sub>
2013 年 6 月	55	81	32	21
2013 年 7 月	35	64	27	20
2013 年 8 月	36	64	27	21
2013 年 9 月	42	68	31	21
2013 年 10 月	55	91	39	25
2013 年 11 月	84	139	54	38
2013 年 12 月	141	192	68	57
2014 年 1 月	102	142	53	38
2013 年 2 月	63	80	33	22
2014 年 3 月	66	104	46	30
2014 年 4 月	56	87	41	23
2014 年 5 月	64	115	39	25
2014 年 6 月	58	84	32	19
2014 年 7 月	46	70	27	16
2014 年 8 月	41	61	29	17
2014 年 9 月	38	59	28	18

时间	PM <sub>2.5</sub>	PM <sub>10</sub>	NO <sub>2</sub>	SO <sub>2</sub>
2014 年 10 月	50	86	38	23
<b>2014 年 11 月</b>	<b>63</b>	<b>98</b>	<b>48</b>	<b>27</b>

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 7：珠三角主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM <sub>2.5</sub>	PM <sub>10</sub>	NO <sub>2</sub>	SO <sub>2</sub>
2013 年 6 月	21	38	26	14
2013 年 7 月	19	34	25	14
2013 年 8 月	28	48	30	16
2013 年 9 月	38	61	33	20
2013 年 10 月	72	106	40	26
2013 年 11 月	55	88	48	24
2013 年 12 月	84	114	64	35
2014 年 1 月	79	109	62	26
2013 年 2 月	42	54	40	17
2014 年 3 月	47	68	46	21
2014 年 4 月	41	59	41	18
2014 年 5 月	25	39	33	14
2014 年 6 月	27	44	28	13
2014 年 7 月	26	43	26	14
2014 年 8 月	20	36	24	13
2014 年 9 月	30	48	28	16
2014 年 10 月	56	80	35	19
<b>2014 年 11 月</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>40</b>	<b>19</b>

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

就北京而言，“APEC 蓝”令人欣喜，2014 年 11 月空气质量改善较为明显，PM<sub>2.5</sub>、PM<sub>10</sub> 月均浓度分别环比下降 28.6%、15.8%至 85、123 微克/立方米。11 月北京达标天数比例为 63.3%，与去年同期相比持平，超标天数中主要污染物是 PM<sub>2.5</sub> 和 PM<sub>10</sub>。

表 8：北京主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM <sub>2.5</sub>	PM <sub>10</sub>	NO <sub>2</sub>	SO <sub>2</sub>
2013 年 6 月	106	113	48	14
2013 年 7 月	67	73	40	7
2013 年 8 月	61	73	41	6
2013 年 9 月	77	105	53	10
2013 年 10 月	93	110	65	14
2013 年 11 月	74	96	57	22
2013 年 12 月	82	91	56	36
2014 年 1 月	100	123	67	54
2013 年 2 月	150	153	67	59
2014 年 3 月	96	136	64	35
2014 年 4 月	89	146	59	17
2014 年 5 月	63	120	49	15
2014 年 6 月	56	75	42	7
2014 年 7 月	91	107	40	7
2014 年 8 月	64	83	45	6
2014 年 9 月	67	85	52	7
2014 年 10 月	119	146	73	10
<b>2014 年 11 月</b>	<b>85</b>	<b>123</b>	<b>68</b>	<b>17</b>

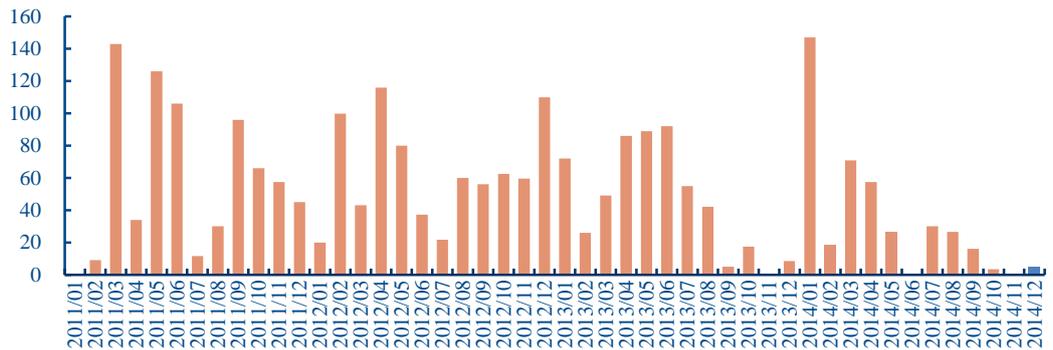
资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

## 项目跟踪：供排水水平稳，固废类有所增多

### 供排水新项目相对有限

供水方面，12 月新增规模 5 万吨/日，为山东省单县自来水项目。2014 年全年累计新增规模为 402 万吨/日，同比下降 25.9%。

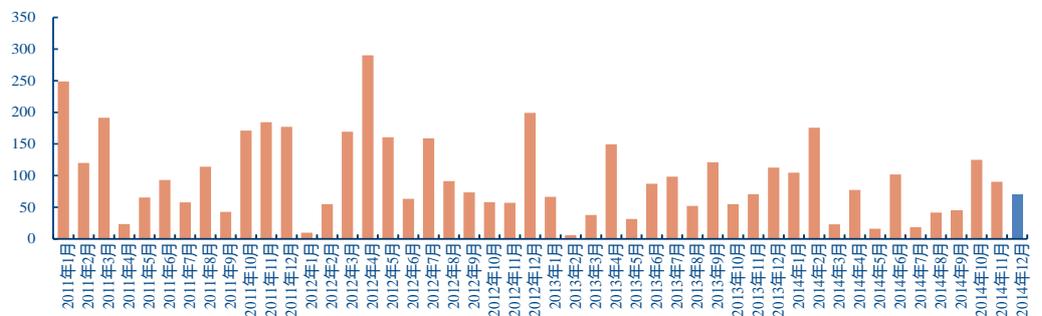
图 2：2011~2014 年规划及在建供水项目规模汇总（万吨/日）



资料来源：中信证券研究部根据中国水网等信息整理

污水方面，12 月新项目规模为 70 万吨/日，主要分布在湖南、河南、河北等地。2014 年全年累计新增规模为 889 万吨/日，同比基本持平。

图 3：2011~2014 年规划及在建污水项目规模汇总（万吨/日）

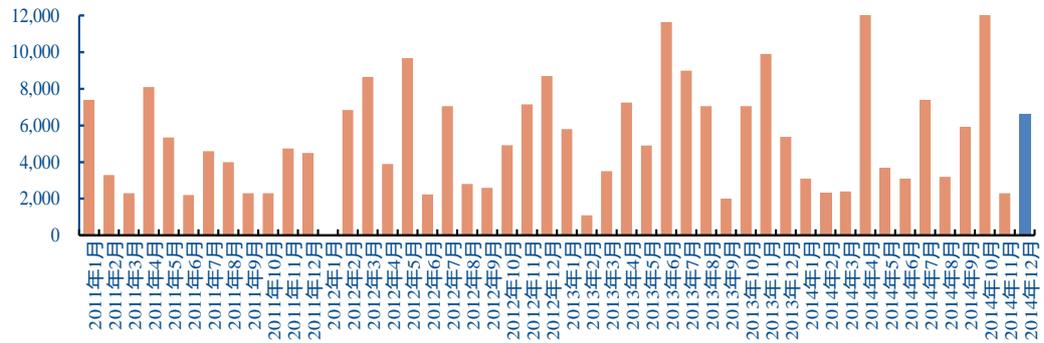


资料来源：中信证券研究部根据中国水网等信息整理

### 垃圾焚烧新增项目较多

12 月，垃圾焚烧发电新增规划及在建项目规模合计达到 6,600 吨/日，同比增加 22.6%，桑德环境、盛运股份和深能环保分别在云南楚雄、新疆和安徽宿州获得相关项目。2014 年全年累计新项目规模合计 65,777 吨/日，同比下降 11.8%。

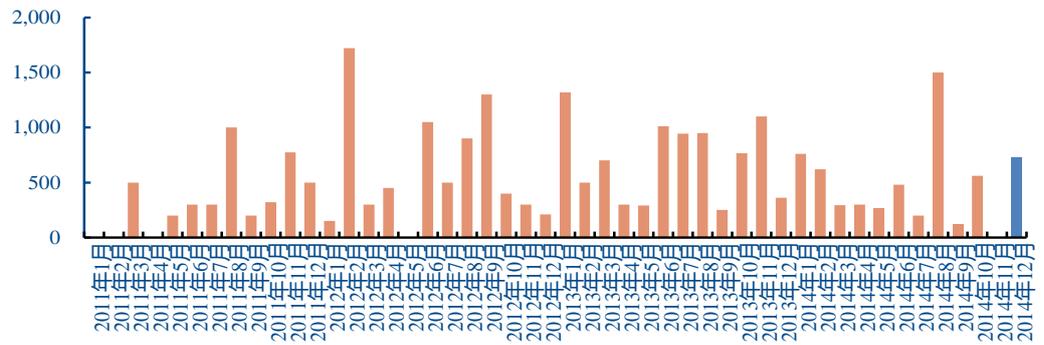
图 4：2011~2014 年规划及在建垃圾焚烧项目规模汇总（吨/日）



资料来源：中信证券研究部根据中国固废网等信息整理

12 月新增餐厨项目合计规模 725 吨/日，主要来自邯郸、东莞及随州餐厨垃圾厂规划和建设目。2014 年全年累计新项目达 5,824 吨/日，同比下降 31.4%。

图 5：2011~2014 年规划及在建餐厨垃圾项目规模汇总（吨/日）

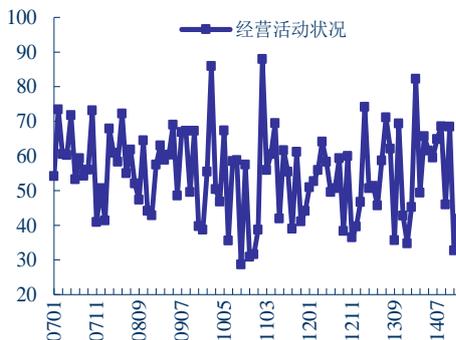


资料来源：中信证券研究部根据中国固废网等信息整理

## 行业景气：近期 PMI 及财政支出表现不佳

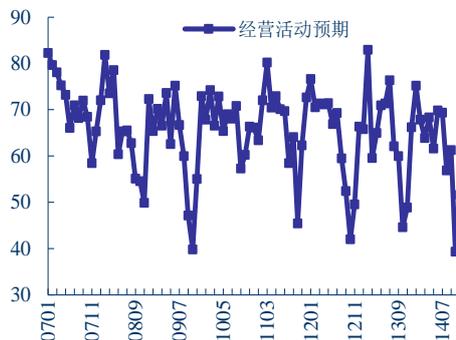
从“生态环境保护治理及公共设施管理业” PMI 来看，2014 年 12 月“经营活动状况”与“经营活动预期”指数均出现环比回升，分别达到 41.82%、53.32%；“在手订单”指数继续降至 34.44%，而“新订单”指数略有回升至 39.48%，该两项数值处于较低水平或与年末项目进入集中推进及结算阶段有关。

图 6：经营活动状况指数（%）



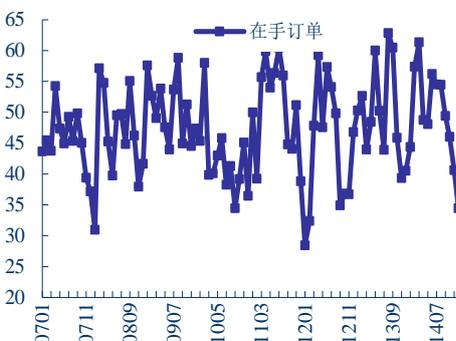
资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 7：经营活动预期指数（%）



资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 8：在手订单指数（%）



资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 9：新订单指数（%）



资料来源：CFLP，中信证券研究部

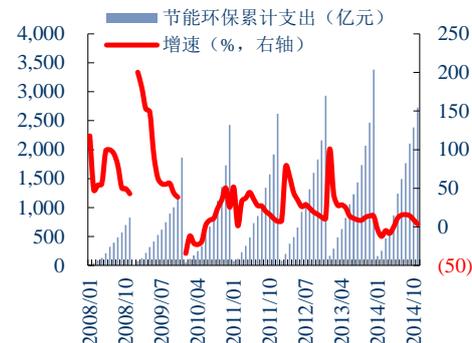
从全国公共财政支出来看，2014 年 1~11 月用于节能环保累计支出金额为 2,726 亿元，同比增长 3.7%，累计增速有所下降(去年同期为 14.1%)。其中，11 月单月支出同比降 13.6% 至 344 亿元，延续了 10 月的下降态势，政府支出受制于经济景气度欠佳、地方债及反腐等因素表现不佳。

图 10：全部财政累计支出及增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 11：节能环保财政累计支出及增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

## 公司动态：垃圾污水项目较多，资本运作持续活跃

上市公司业务进展方面，2014 年 12 月垃圾发电项目新增订单和水务投资较多。固废领域，盛运股份与河北石家庄、山东海阳市签署了垃圾焚烧合作协议书；中国天楹签署莒南县垃圾焚烧发电厂 BOT 项目；桑德环境签订河南镇平县垃圾焚烧发电 BOT 项目。水务方面，维尔利拟中标沈阳老虎冲垃圾填埋场渗滤液 EPC 项目和密云县垃圾综合处理中心污水处理 EPC 项目；中原环保投资建设郑州新郑综合保税区第二污水处理厂再生水 BOT 项目；首创股份 BOT 方式投资山东青岛市李村河污水处理厂三期扩建项目，以 TOT 方式投资四川富顺污水处理厂项目。再生资源领域，格林美签订协议通过上海悦易收集报废手机、笔记本等电子产品，并进行无害化处理。

资本运作方面，上市公司表现活跃，PPP 模式热度持续升级。巴安水务与贵州水务合资成立贵州水务股份有限公司，开展 PPP 模式合作，盘活当地水务资产；首创股份非公开发行募集 20 亿元，并收购凡和（葫芦岛）水务公司和铁岭水务公司；碧水源非公开发行募集 78.9 亿元；中国天楹设立深圳前海产业基金，开展环保产业并购，设立合资公司进入建筑垃圾垃圾处理领域；三维丝收购烟气脱硝企业洛卡环保；雪浪环境收购无锡市工业废物安全处置公司，从设备制造拓展到环保运营服务类；盛运股份剥离机械资产，专注环保领域；神雾环保收购集团神雾工业炉公司。

表 9：2014 年 12 月环保上市公司公告信息

公司	公告时间	事项
<b>业务进展</b>		
维尔利	14.12.02	为密云县垃圾综合处理中心-污水处理系统项目的第一中标候选人，项目金额 5,553 万元，主要包括为污水处理系统设备采购、安装、调试、技术服务及售后服务等。
盛运股份	14.12.05	公司已与河北石家庄、山东海阳市签署了生活综合利用项目合作框架协议书，拟在当地设立垃圾发电项目公司推动相应工作。
神雾环保	14.12.08	使用超募资金投资为“石家庄化化纤有限公司 20 万吨/年电石炉改造项目”提供电石炉改造专项节能服务，总投资 3.5 亿元，节能效益分享期限为 4 年，公司累计能分享的节能效益总额预计为 63,174 万元；同时获得专利授权收入 2,500 万元；关联方神雾工业炉获得专利授权收入 1,500 万元，预热炉系统供货与施工收入 14,500 万元。
中国天楹	14.12.08	签署莒南县垃圾焚烧发电厂 BOT 项目，建设规模为 600 吨/日，总投资 2.4 亿元，工艺为“机械炉排式垃圾焚烧炉+余热锅炉+汽轮发电机组+半干法烟气处理装置”。
格林美	14.12.08	与上海悦易公司签署战略合作框架协议，上海悦易将回收到的报废手机、笔记本等电子产品交给格林美进行无害化处理，协议有效期 1 年。
中材节能	14.12.10	中标沙特阿拉伯 YANBU 水泥公司组织的装机规模为 22MW+15MW 的水泥窑余热发电工程总承包项目，中标金额为 6,180 万美元。
中电远达	14.12.11	控股子公司中电投远达环保与关联方签署了《阜新发电有限责任公司 01、02 号锅炉脱硝改造工程总承包合同》等 12 项合同，合同金额总计 35,171 万元。
桑德环境	14.12.22	与河南省镇平县人民政府签署《镇平县生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，总设计规模为 800 吨/日，预计总投资 4 亿元，其中一期规模 400 吨/日，预计总投资 2.5 亿元，该项目公司内部投资收益率预计不低于 8%。
中原环保	14.12.23	拟投资 12,362 万元建设运营郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）第二污水处理厂再生水（一期）工程 BOT 项目，日处理设立能力 8 万吨/日，其中一期投资额约 8,278 万元，二期约 4,084 万元，中标价格为 0.96 元/吨。
维尔利	14.12.26	拟中标沈阳市老虎冲生活垃圾卫生填埋场渗滤液处理工程设备采购总承包项目，处理规模 1,100 吨/日，中标金额 6,987 万元。
<b>资本运作</b>		
碧水源	14.12.01	拟非公开发行股票数量不超过 25,439 万股，募集资金总额不超过 78.86 亿元，发行对象不超过 5 名，募投项目 41 个；公司 2015~2017 年分红汇报规划：在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，每年现金分红比例不低于 10%，最近三年以现金累计分配的利润不少于最近三年年均可分配利润的 30%
三维丝	14.12.01	拟通过发行股份和支付现金相结合的方式，购买烟气脱硝企业洛卡环保 100% 股权，交易对价为 25,200 万元，其中现金对价 8,820 万元，其余 16,380 万元对价由非公开发行 1,069 万股支付，同时发行 411 万股，募集配套资金 6,300 万元，发行价均为 15.32 元/股；洛卡环保承诺 2014~2016 年净利润不低于 2,650/3,313/4,141 万元。
三聚环保	14.12.01	董事会审议通过非公开发行股票议案，对象为海淀国投、海淀科技等五名特定对象，募集资金总额不超过 199,965 万元，将用于偿还银行贷款及补充流动资金，股票价格为 22.36 元/股，发行数量不超过 8,943 万股。
永清环保	14.12.04	拟与三一集团、湖南汉森制药、湖南三一智能控制设备公司、共创实业集团一起作为主发起人筹备设立“三湘银行股份有限公司”，拟注册资本 30 亿元，拟投资总额不超过 5 亿元，以自有资金投资。
盛运股份	14.12.05	拟将输送机械资产转移至安徽盛运重工机械公司，并重工机械 70% 股权和新疆煤机公司 60% 股权出售给安徽润达机械，交易对价 34,182 万元；交易完成后，公司主营业务收入转变为单一的环保类业务收入。
迪森股份	14.12.05	拟与石家庄云启新能源公司共同出资设立控股子公司，注册资本 1,800 万元，其中公司以现金出资 1,260 万元，占总

公司	公告时间	事项
		股本的 70%，推动石良庄氧化锌工业园生物燃气集中供气项目及未来新签项目的顺利实施。
首创股份	14.12.05	证监会发审委审核通过公司非公开发行股票的申请。
中国天楹	14.12.08	与上海德滨环保成立合资公司，从事建筑垃圾处理业务，公司持股 80%。
瀚蓝环境	14.12.14	重大资产重组获证监会核准，公司向创冠环保（香港）发行 9,102 万股股份及支付现金购买其所持创冠中国 100% 股权（交易价格 185,000 万元）、向佛山市南海城市建设投资公司发行 4,653 万股股份购买其所持燃气发展 30% 股权（38,345 万元），非公开发行不超过 10,047 万股新股募集本次购买资产的配套资金，用于支付本次购买创冠中国 100% 股权的部分现金对价。
首创股份	14.12.15	将以现金 37,390 万元整体收购铁岭泓源大禹城市污水处理公司 100% 股权（污水处理 27 万吨/日）和铁岭泓源大禹再生水公司 100% 股权（再生水已建 5 万吨/日，在建 3.5 万吨/日），并在收购后向上述两家目标公司增资共计 10,000 万元；公司按 40% 持股比例向青岛首创瑞海水务公司其增资 4,874 万元，用于投资山东省青岛市李村河污水处理厂三期扩建项目，预估总投资为 41,709 万元，特许经营期 20 年，项目总规模 8 万吨/日，项目股本 IRR 预计不低于 9%。
国祯环保	14.12.15	拟以自有资金在深圳投资设立全资子公司，注册资本 5,000 万元，利用优惠政策优势进一步拓展污水处理核心业务。
中国天楹	14.12.16	以自有资金在深圳前海投资设立全资子公司深圳前海天楹环保产业基金公司，注册资本 3,000 万元，目投资、收购环保领域领先的技术、优秀的企业和有前景的项目。
神雾环保	14.12.17	拟通过发行股份方式购买神雾集团持有的北京华福神雾工业炉有限公司 100% 股权，并申请继续停牌，累计停牌时间不超过 3 个月。
首创股份	14.12.18	将以现金 10,200 万元收购凡和（葫芦岛）水务投资公司 100% 股权，凡和水务拥有葫芦岛市老区污水厂项目，现有规模 7 万吨/日，扩建 5 万吨/日，特许经营期 30 年；公司将以 TOT 的方式投资四川省富顺县城市生活污水处理厂项目，项目规模 3 万吨/日，特许经营期 25 年，对价 6,663 万元，项目股本内部收益率预计为 8.90%。
巴安水务	14.12.22	近期与贵州水投水务公司、贵州水业产业投资基金签订了《贵州水业产业投资基金合作及组建贵州水务股份公司的框架协议》，公司以货币方式出资 1 亿元，占比 10%，共同投资设立合资子公司贵州水务公司。
雪浪环境	14.12.23	拟以自有资金 16,800 万元收购高健岐等 12 名自然人持有的无锡市工业废物安全处置公司 51% 的股权，本次收购公司主营业务将从环保设备集成制造拓展到环保项目运营。
先河环保	14.12.25	证监会核准公司发行 2,029 万股股份购买相关资产，向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 8,800 万元，发行价格 12.93 元/股；拟以 26,400 万元购买环境在线监测系统供应商和第三方运营服务商科迪隆与广西先得 80% 的股权（2014-2017 备考扣非归母净利润 3,400/4,250/5,256 万元）；交易完成后预计上市公司 2014 年归母净利润 9,326 万元，本次交易将有利于提高上市公司盈利能力。
<b>其他</b>		
巴安水务	14.12.08	控股股东、实际控制人张春霖先生（持股比例 52.68%），预计未来六个月（2014 年 12 月 8 日-2015 年 6 月 8 日）通过大宗交易方式累计减持 750 万股，占公司股份总数的 2.81%，减持后张春霖先生持有公司股份 49.87%，仍为公司控股股东、实际控制人。
龙净环保	14.12.12	2014 年 12 月 8 日至 2014 年 12 月 11 日，公司通过股票交易系统累计出售所持有的广州发展股票 4,370 万股，占所持该公司股票总数的 100%，累计成交金额 33,959 万元，税前利润 5,903 万元，预计产生税后净利润 4,684 万元。
中电远达	14.12.18	公司控股股东中电投集团通过上交所交易系统减持了中电远达股票供给 1,800 万股，占总股本的 2.997%，减持后中电投集团持股 43.585%，不导致实际控制人变化。
格林美	14.12.22	全资子公司江西格林美获得企业发展扶持资金 2,500 万元，计入当期营业外收入，目前已收到。
格林美	14.12.25	子公司荆门格林美承担的“报废电池中镍钴锰的回收再生利用技术研发及产业化”项目获得 2014 年湖北省重大科技创新计划项目 500 万元政府资助；公司孙公司仙桃公司获得企业发展扶持资金 940 万元的财政资助。
兴蓉投资	14.12.26	下属全资子公司成都自来水公司收到成都市发改委的通知，自来水公司自 2015 年 1 月 1 日起同步上调终端水价 0.02 元/吨，2015 年 12 月 1 日起同步再上调终端水价 0.02 元/吨。

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 本月专题：水价改革望迎来加快推进时间窗口

### 多重因素助推价改深化

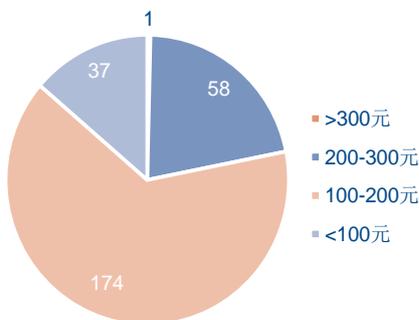
#### 总体水平偏低，物价环境适宜

从全球范围来看，家庭水费支出一般占到总收入的 2% 以上。世界银行曾经给出了一个发展中国家可承受水价的最高上限，即家庭水费支出不能超过家庭收入的 5%。我国建设部此前调查结果表明，当水费支出占居民家庭收入 2.5% 时，人们才会考虑节水；达到 5% 时，会对人们生活产生较大影响；达到 10% 时，人们才会考虑水的重复利用。因此，2.5%~3.0% 或是我国未来水价调控较为可行的目标。

以 2013 年为基准，我们整理了全国约 270 个地级市的可支配收入、人均用水量及水价情况。据此估算，人均水费支出占可支配收入比例平均为 0.65%（中值为 0.61%），其中最

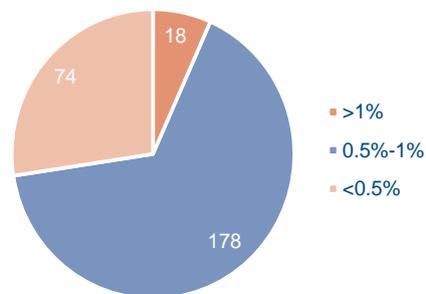
高为湖南张家界（1.38%），最低为内蒙古包头（0.23%）。由此可见，目前我国城市居民水费支出规模普遍还是很低的，既不利于节水，也不利于水资源保护（地级市污水处理费平均刚刚超过 0.7 元/吨，而体现水资源稀缺性的水资源费征收规模还十分有限）。

图 12：各地级市人均年水费支出分布（个）



资料来源：国家统计局，各地物价部门，中信证券研究部

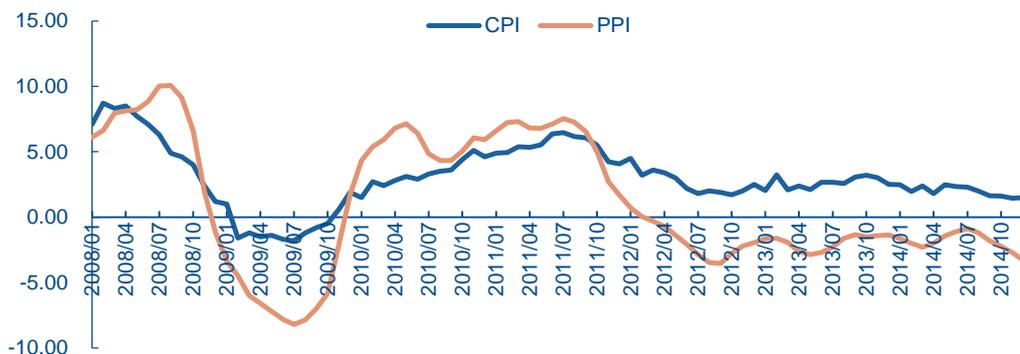
图 13：各地级市年水费支出占收入比例分布(个)



资料来源：国家统计局，各地物价部门，中信证券研究部

与此同时，我国目前通胀水平相对较低也有利于以水为代表的资源品价格改革深化（2014 年 12 月 CPI/PPI 分别为 1.50%/-3.30%），而近期北京公交地铁价格大幅上调以及社会舆论&媒体较为平静的反应也预示着为良好公共服务支付合理价格的趋势正在加快推进。

图 14：我国单月 CPI 及 PPI (%)

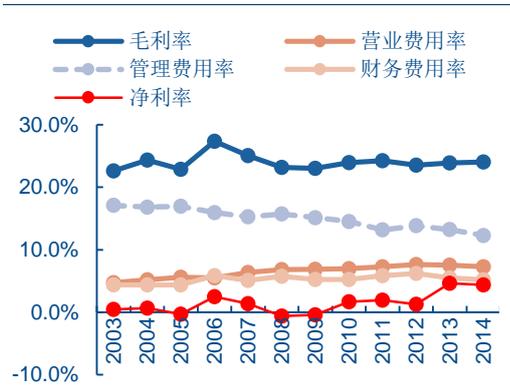


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

### 行业盈利水平欠佳

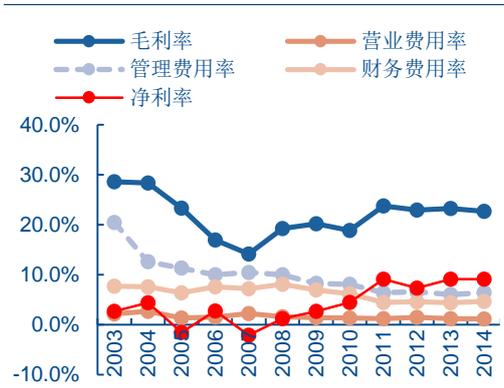
2003 年以来，我国城市水务行业不断发展壮大，其中自来水供应相对平稳（收入复合增速 10.7%），而污水处理由于减排压力而呈现快速发展态势（收入复合增速 56.2%）。与此同时，整个行业的平均盈利状况却并不理想。2014 年 1~11 月，自来水供应、污水处理行业净利率分比为 4.3%、9.1%，ROE 分别为 1.8%、4.5%（均按 20%所得税率估算），依然处于较低水平。对比来看，污水处理要明显好于自来水供应，我们认为或与前者市场化程度较高（体现在参与主体、定价机制、运行效率等方面），而后者历史负担相对较重（此前大多为事业单位）、效率偏低（管理费用率明显偏高）、价格机制理顺较难等因素有关。在此背景下，进一步完善价格形成机制也将是实现从“低质低价”向“优质优价”过渡的必要举措，因为现有行业盈利水平将难以保证后续持续增加投入以应对日益严峻的水资源形势、不断提高的标准要求以及提供更高品质公共服务的需求。

图 15: 自来水供应行业期间费用与利润率



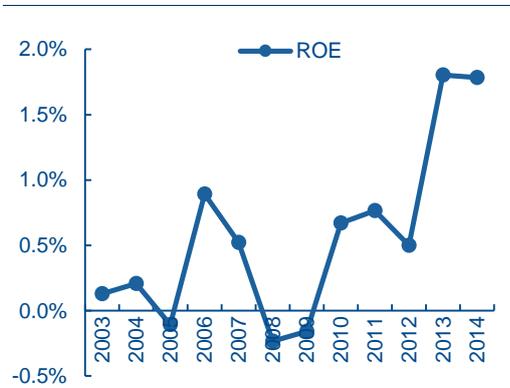
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 16: 污水处理行业期间费用与利润率



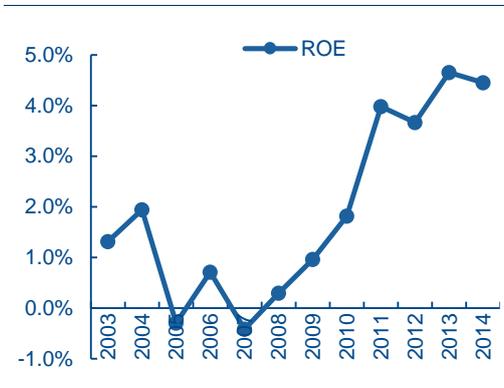
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 17: 自来水供应 ROE



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 18: 污水处理行业 ROE



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

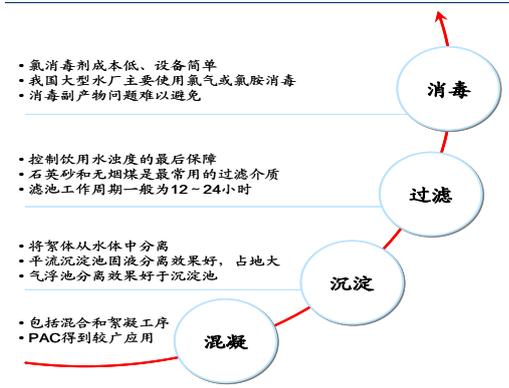
### 成本上涨是提价的重要推动因素

2006 年 12 月 29 日, 我国正式颁布了新版《生活饮用水卫生标准》(GB 5749-2006), 设定 5 年缓冲期并自 2012 年 7 月 1 日起强制执行。与 1985 年版相比, 新标准水质指标由 35 项增加至 106 项, 并修订了原标准中的 8 项, 显著加强了对有机物、微生物和水质消毒等方面的要求, 并基本实现了标准与国际接轨。

对于自来水厂而言, 混凝、沉淀、过滤、消毒的传统净化工艺已经沿用了 100 多年, 主要去除对象是水源中的悬浮物、胶体和细菌。然而, 目前我国水源地水质与几十年前相比已经发生了重大变化, 污染成分越来越复杂, 且短期内很难出现根本好转。受污染水源通过混凝、沉淀及过滤工艺只能去除水中有机物的 20%~30%。且由于溶解性有机物的存在, 不利于破坏胶体的稳定性, 使常规工艺对原水浊度去除效果明显下降 (仅为原来的 50%~60%)。此外, 传统工艺在治理微量有机污染物、新型致病微生物、消毒副产物等方面有着较大局限性。因此, 在传统处理工艺的基础上必须综合采用深度处理工艺才能真正实现饮用水安全达标。此外, 即便出厂水质能够符合 106 项标准, 输配水环节的管网和二次供水污染使得国内几乎无一城市能够做到到户终端水质达标并实现直饮, 目前甚至连用户端水质的检测数据都基本处于空白状态。

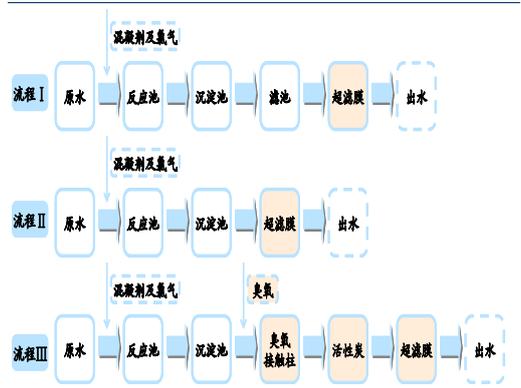
近年来, 我们已经看到各地水源地水质的不断恶化, 新标准实施要求供水系统相关设施升级改造已是必然 (“十二五” 规划投资 4,100 亿元, 涉及管网、水厂、检测等多方面), 臭氧-活性炭及膜技术都将得到越来越广泛的应用, 从而带来供水企业投资及运营成本的增加。而在整个供水行业仅仅处于盈亏平衡的背景下, 通过进一步上调供水价格以满足改善水环境的投资需求并保证企业的合理利润水平似乎不可避免。

图 19：常规自来水厂处理工艺



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：典型供水工艺改造方式



资料来源：中信证券研究部整理

污水方面，进一步提标改造趋势明确，重点将是设市城市和发达地区、重点流域以及重要水源地等敏感水域地区的污水处理厂，排放标准要达到一级 A 甚至更高（例如北京市），而这也必然带来投资及运营成本增加。就总体经验而言，如果从一级 B 提升至一级 A，吨水投资需要增加 400~500 元，吨水运行成本需要增加 0.2~0.3 元，而这些因素在现有的污水特许经营以及处理费收费体系中都还没有得到很好体现。此外，污泥是否得到妥善处理处置是污水处理的重要环节，而这部分以前未得到重视，随意倾倒或是简易填埋情况居多。据粗略估算，若有效解决污泥问题污水处理费或要增加 0.2~0.3 元/吨。

### 形成合理回报预期有利社会资本引入

2015 年或为我国在市政公用领域大力推进政府与社会资本合作模式（PPP）元年，而理顺价格机制、形成合理回报预期无疑是引入社会资本的关键所在。因此，必须加快改进价格形成、调整和补偿机制，使经营者能够获得合理收益。在此背景下，水价上调无论是对于吸引社会资本投资建设运营，还是实现大量存量水务资产证券化进程都将具有重要意义。

### 四大举措推进水价形成机制改革

从我国目前水务行业经营情况来看，有相当部分自来水厂处于亏损状态，与水费附加征收的污水处理费也不到位。因此，进一步推进水价形成机制改革势在必行。从此前发改委相关表态来看，后续或将主要从以下四个方面着手：

- **进一步稳步推进包括水资源费、污水处理费在内的水价形成机制的改革。**目前我国城市居民终端水价一般由自来水价格、污水处理费、水资源费及水利工程价格等四部分构成，未来的趋势将是实行全成本水价，并更多体现水资源稀缺性。就水资源费而言，发改委、财政部、水利部于 2013 年 1 月下发《关于水资源费征收标准有关问题的通知》，明确了到 2015 年底前各地地表水、地下水水资源费平均征收标准原则上应该达到的水平；与此相比，我国大部分地区现行水平明显偏低，上调空间较大。对污水处理费而言，2014 年 1 月发改委、财政部、住建部正式发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，明确提出：“2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元”；“未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征”。由此可见，终端水价中的污水处理费或将迎来一轮调价高峰，从而直接增强作为服务采购方的地方政府后续用于城镇污水处理设施建设、运行和污泥处理处置的资金实力。
- **进一步完善水价计价方式，特别是继续推进居民用水的阶梯式水价制度。**通过合理核定各级水量基数，在保障基本生活用水的同时，适当拉大各级水量间的差价，促进节约用

水，对非居民用水继续推行超计划、超定额累进加价的方式，拉大高耗水行业与其他行业的用水价格差。根据《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，2015 年底前设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度，具备实施条件的建制镇也要积极推进，一、二、三级阶梯水价按不低于 1:1.5:3 的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。截至目前，我国约有 140 个地级市已经实施阶梯水价，预计未来范围有望加快扩大。

- **推进自来水成本公开制度。**水价调整如果要让社会接受，公开成本是提高接受度的有效途径。2010 年 11 月发改委公布《关于做好城市供水价格调整成本公开试点工作的指导意见》，提出建立包括供水企业成本公开和定价成本监审公开两个层面的公开制度，确定了试点范围（直辖市以及各省/自治区内选择 2 个城市），并同时发布《城市供水定价成本监审办法（试行）》，系统、清晰地对城市供水定价成本的组成结构进行了描述和界定（城市供水定价成本包括制水成本、输配成本和期间费用，水资源费按照规定据实计入定价成本）。随后的 2012 年 1 月 29 日，广州市自来水公司公示了 2008~2010 年的经营情况，这也是全国第一个严格按监审办法进行成本核算并进行成本公开试点的大型城市，尽管争议不断，但毕竟迈出了加强沟通、透明调价的重要一步。经过听证会讨论后，广州市自来水价格自 2012 年 5 月 21 日起正式上调，其中居民生活用水调涨幅度达 50%，预计其经验将为其他城市提供良好的借鉴意义。

表 10：2012 年广州自来水价格调价方案（元/吨）

2006.1.1		2012.5.21		涨幅
居民生活	1.32	居民生活（每户每月 26 吨及以下）	1.98	50%
行政事业	1.61	居民生活（每户每月 26~34 吨）	2.97	
工业	1.83	居民生活（每户每月超过 34 吨）	3.96	
经营服务业	2.71	非居民生活	3.46	
特种用水	3.38	特种用水	20	492%

资料来源：广州市物价局，中信证券研究部

- **促进配套改革。**首先，处理好水价调整与保障低收入人群生活的关系，不能因水价调整加重低收入者负担；其次，处理好水价调整和地方政府对自来水行业的财政补贴关系，在一定的阶段和情况下，财政补贴不仅不能减少，可能还要继续增加；最后，处理好水价改革和供水企业经营管理体制改革的关系，通过促进水厂自身的改革，加快解决经营性亏损问题。

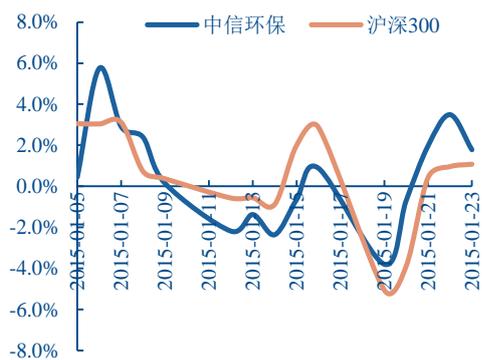
## 风险提示

- 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：“十三五”思路明确利好技术&资金龙头

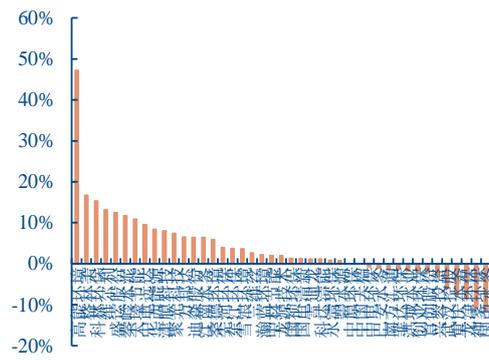
2015 年 1 月，沪深 300 指数上涨 1.08%，同期环保板块指数涨幅为 1.78%，表现领先市场 0.71 个百分点。个股方面，高能环境、格林美、科林环保上涨超过 15%，国中水务、神雾环保、龙净环保跌幅相对较大。

图 21：2015 年以来市场及环保指数累计涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：2015 年 1 月环保公司绝对涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

目前多家主流环保公司 2015 年 P/E 大约在 20~25 倍，具备较强的安全边际。考虑到“十二五”收官阶段环保项目有望加快推进并对上市公司业绩形成重要支撑并存在较大超预期可能性，以及后续环保相关政策有望持续出台，维持行业“强于大市”评级。

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、土壤三大行动计划的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料将显著提升，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**高能环境、碧水源、桑德环境、万邦达、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 11：重点环保上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	评级
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
高能环境	46.77	0.86	0.77	1.13	1.64	54	61	41	29	4.6	买入
碧水源	35.06	0.79	1.16	1.65	2.26	44	30	21	16	6.4	买入
桑德环境	28.96	0.69	0.97	1.34	1.74	42	30	22	17	5.4	买入
万邦达	47.50	0.57	0.78	1.30	1.78	83	61	37	27	5.8	买入
东江环保	36.03	0.60	0.74	1.15	1.79	60	49	31	20	5.3	买入
盛运股份	15.35	0.33	0.50	0.75	1.04	47	31	20	15	4.3	买入
天壕节能	14.51	0.36	0.43	0.71	0.97	40	34	20	15	3.6	买入
龙净环保	32.04	1.07	1.16	1.37	1.66	30	28	23	19	4.9	买入
瀚蓝环境	14.79	0.33	0.36	0.64	0.78	45	41	23	19	3.4	买入
聚光科技	20.60	0.35	0.43	0.53	0.63	59	48	39	33	4.8	增持
国电清新	28.00	0.34	0.50	0.93	1.17	82	56	30	24	6.5	增持
格林美	15.02	0.16	0.25	0.42	0.55	94	60	36	27	3.4	增持
秦岭水泥	9.76	-0.18	0.17	0.21	0.27	-54	57	46	36	-44.4	增持
维尔利	28.76	0.18	0.56	0.91	1.12	160	51	32	26	4.6	增持

简称	股价 (元)	EPS (元)				P/E				P/B	评级
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
津膜科技	22.07	0.31	0.37	0.50	0.71	71	60	44	31	7.4	增持
中电远达	24.39	0.35	0.50	0.77	0.90	70	49	32	27	4.3	增持
巴安水务	20.60	0.24	0.34	0.53	0.76	86	61	39	27	10.2	
国祯环保	44.25	0.65	0.75	0.95	1.15	68	59	47	38	5.3	

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2015 年 1 月 29 日收盘价, 巴安水务为市场一致预期

## 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。