

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 年 7 月 23 日

投资要点

- ❖ **政策动态：信息化逐步推进，立法执法持续强化。**国家环境信息统计能力建设项目工程、技术分项目于 6 月初通过专家初验；手机 App “环保随手拍” 正式上线，采用互联网众筹模式，有望成为社会公众参与环保监管的重要桥梁。最高人民法院环境资源审判庭于 6 月中旬内部挂牌成立，将理顺环境案件审判机制，规范审判程序；最高人民检察院通报检察机关查办破坏生态环境犯罪案件有关情况，2013~2014 年 4 月共查办涉及生态环境的渎职犯罪 1,545 人，环境执法力度持续加大。
- ❖ **项目跟踪：污水领域表现相对较好。**6 月污水新项目较多，单月达 102 万吨/日，前 6 月同比增 31.7%。垃圾焚烧 6 月单月新增规模同比降 73.4%，前 6 月累计增 17.4%。餐厨项目 6 月新增规模 480 吨/日，环比呈现一定幅度回升。6 月 74 个城市空气质量继续改善，超标天数比例为 30.1%，环比降 3.6 个百分点；随着气温季节性升高，O₃ 开始成为首要污染物之一。
- ❖ **行业景气：5 月投资增速回升明显。**6 月“经营活动状况”及“经营活动预期”指数分别为 59.50%、69.82%，显示行业经营态势依然较为景气；“在手订单”指数近三个月首次升至荣枯线以上至 56.20%，“新订单”依然处于 62.16% 的相对较高水平。2014 年 1~5 月节能环保累计支出金额为 867 亿元，同比基本持平，其中 5 月单月同比增 38.0% 至 264 亿元，回升较为明显。
- ❖ **本月专题：并购活跃，关注弹性。**基于 PEST（政治/经济/社会/技术）研究框架，我们认为环保产业进入并购整合阶段的外部条件已经基本具备。总结近期案例，规模扩张（东江环保）、领域拓宽（桑德环境）、技术整合（维尔利/万邦达）三类并购值得重点关注，并有望产生较好协同效应。从二级市场投资角度看，我们通过理论测算采用量化指标衡量环保上市公司并购弹性，若仅考虑运用自有资金，重庆水务、雪迪龙、万邦达并购弹性相对较大；若考虑发行股票收购，则小市值公司或具有较大弹性，建议关注天壕节能、中电环保、菲达环保、巴安水务、科林环保等。
- ❖ **风险因素。**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；资金成本上升；环保项目进度慢于预期；限售股解禁等。
- ❖ **投资策略：业绩并购双驱动，水务或受关注。**目前工程设备类环保公司 2014~2015 年 P/E 平均为 36/27 倍，其中主流公司分别为 20~25/15~20 倍。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，而以水、土壤行动计划以及环境税等政策有望持续推进，维持行业“强于大市”评级。近期来看，我们依然重点推荐业绩改善趋势明确的东江环保以及收购创冠中国有望取得更为明确进展的瀚蓝环境，而业绩成长确定性较高的桑德环境、碧水源亦具备较高安全边际；此外，工业废水新建及改造需求有望持续释放，看好万邦达、津膜科技后续订单及业绩弹性；最后，随着“沪港通”预期渐强，估值较低、现金流明确、分红水平较好的水务类公司或迎来阶段性投资机会，建议关注重庆水务等。

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		
东江环保	27.48	0.60	0.81	1.27	1.98	46	34	22	14	4.1	买入
瀚蓝环境	11.87	0.39	0.47	0.65	0.85	30	25	18	14	2.8	买入
桑德环境	20.65	0.69	0.97	1.32	1.70	30	21	16	12	3.9	买入
碧水源	26.46	0.79	1.16	1.65	2.26	33	23	16	12	4.8	买入
万邦达	29.00	0.57	0.86	1.13	1.37	51	34	26	21	3.6	增持
津膜科技	19.93	0.31	0.47	0.68	0.91	64	42	29	22	6.6	增持

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 7 月 22 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

吴非

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

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

1. 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)
2. 环保行业 2014 年 4 月跟踪报告—PPP 模式大力推进，关注季报较好公司 (2014-04-09)
3. 环保行业 2014 年 3 月跟踪报告—两会提案聚焦环保，板块配置价值显现 (2014-03-05)
4. 公用事业行业重大事项点评—国企改革主题布局四主线(2014-02-24)

目录

政策动态：信息化逐步推进，立法执法持续强化	1
环保信息化和数据化逐步推进	1
大气治理深入展开，危废管理不断加强	1
立法执法持续强化	2
空气质量：逐月改善明确，O ₃ 污染值得关注	2
项目跟踪：污水领域表现相对较好	5
污水新项目相对较多	5
焚烧规模有所下降，餐厨项目环比回升	6
行业景气：5 月投资增速回升明显	7
公司动态：水务并购较为活跃	8
本月专题：并购活跃，关注弹性	10
并购整合活跃态势延续	10
趋势明确，把握弹性	11
风险提示	13
投资策略：业绩并购双驱动，水务或受关注	13

插图目录

图 1：环保部数据传输与交换平台	1
图 2：“环保随手拍”应用上线	1
图 3：74 个城市主要空气污染物平均月均浓度	4
图 4：2011~2014M6 年规划及在建供水项目规模汇总	6
图 5：2011~2014M6 年规划及在建污水项目规模汇总	6
图 6：2011~2014M6 年规划及在建垃圾焚烧项目规模汇总	6
图 7：2011~2014M6 年规划及在建餐厨垃圾项目规模汇总	7
图 8：经营活动状况指数	7
图 9：经营活动预期指数	7
图 10：在手订单指数	8
图 11：新订单指数	8
图 12：全部财政累计支出及增速	8
图 13：节能环保财政累计支出及增速	8
图 14：环保市场未来竞争格局预测	10
图 15：环保上市公司截至 7 月 21 日市值	12
图 16：2014 年以来市场及环保指数累计涨幅	13
图 17：2014 年 6 月环保公司绝对涨幅	13

表格目录

表 1: 74 个城市日空气质量级别分布	2
表 2: 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）	3
表 3: 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 4: 京津冀主要污染物平均月均浓度	4
表 5: 长三角主要污染物平均月均浓度	4
表 6: 珠三角主要污染物平均月均浓度	5
表 7: 北京主要污染物平均月均浓度	5
表 8: 2014 年 6 月环保上市公司公告信息	9
表 9: 近期环保公司并购案例汇总	11
表 10: 环保上市公司并购弹性测算	12
表 11: 重点环保上市公司盈利预测、估值及评级	14

政策动态：信息化逐步推进，立法执法持续强化

环保信息化和数据化逐步推进

环保数据缺乏是环境解析和数据分析的重要障碍，历时 4 年多的国家环境信息与统计能力建设项目工程、技术分项于 6 月初通过了专家初验。项目基本建成了“三纵八横”的系统架构，“三纵”为标准化体系、安全系统、运行维护体系；“八横”为环保业务专网、系统软硬件平台、减排综合数据库平台、数据传输与交换平台、地理信息系统平台、减排应用系统支撑平台、应用系统（如建设项目管理系统、环境统计管理系统、减排数据管理与综合分析系统等）、减排综合门户，极大提高了数据传输、储存、管理和应用能力，为实现重点污染物减排的目标提供强有力支撑，是环保信息化向前推进的重要一步。

除了政府部门环保信息基础建设，面向社会公众的环保手机 App “环保随手拍”也在 6 月正式上线。“环保随手拍”可以准确定位举报者的地理信息，执法人员根据举报者的地理信息、照片和视频资料，预先对举报事件的真伪进行初步分析和判断。一旦发现有虚假恶意的举报行为，举报者随即被挂入黑名单，丧失举报资格。“环保随手拍”还实现了举报人与执法人员的无缝隙对接，举报的所有资料都可永久储存。“环保随手拍”采用了互联网众筹理念，有望成为社会公众参与环保监管的重要桥梁。

图 1：环保部数据传输与交换平台



资料来源：环保部，中信证券研究部

图 2：“环保随手拍”应用上线



资料来源：百度图片，中信证券研究部

国务院 7 月初发布《社会信用体系建设规划纲要（2014~2020 年）》，部署加快建设社会信用体系、构筑诚实守信的经济社会环境。在环境保护和能源节约领域信用建设方面，《纲要》指出，要推进国家环境监测、信息与统计能力建设，加强环保信用数据的采集和整理，实现环境保护工作业务协同和信息共享，完善环境信息公开目录。建立环境管理、监测信息公开制度等。环保信息化将有利于将环保数据和其他社会属性结合起来，如《纲要》提到的构建环保信用数据的采集和整理，违规排放将不仅仅是罚款或者刑事责任，甚至会与污染者的个人信用记录结合起来，伴随污染者一生，使得环境保护成为不敢轻易破坏的社会规则。

大气治理深入展开，危废管理不断加强

6 月初，4 个高级别的检查小组已经开始奔赴京津冀、长三角、珠三角等地，展开为期 4 个月的大气污染防治法专项执法检查工作。此次执法检查与此前相关检查的情况，将为《大气污染防治法》的修订提供现实参考。

同时各地的大气污染防治工作全面展开。京津冀及周边地区大气污染防治协作小组办公室印发了《京津冀及周边地区大气污染联防联控 2014 年重点工作》，明确将加大机动车污染

治理力度，加快区域机动车油品质量升级，力争在 2015 年实现京津冀全面供应符合国五标准的汽、柴油。北京环保标准将突破 60 项，还将制定多个行业排放标准，控制 PM_{2.5} 重要前体物。西藏自治区政府常务会议日前研究通过了《〈大气污染防治行动计划〉实施细则》，特别强调了加强落后产能淘汰工作，严格禁止区外落后产能向西藏转移。江苏出台新能源汽车补贴细则，最高可补助 20 万元，从排放源头对大气污染源进行控制。

国务院办公厅 6 月中旬下发《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》强调，要加强城市地下管线的规划统筹，原则上不允许在中心城区规划新建生产经营性危险化学品输送管线，以及其他地区新建的危险化学品输送管线。此外，6 月末印发《推进长江危险化学品运输安全保障体系建设工作方案》，部署完善长江危险化学品运输安全保障体系，提出 4 个方面的任务：一是优化沿江石化化工产业布局，提高化工园区风险防控能力；二是构建长江危险化学品动态监管信息平台，加强饮用水水源保护；三是加强长江危险化学品运输设施建设，促进企业转型升级；四是完善危险化学品应急救援体系，提高应急处置能力。政策的密集出台体现政府对于危险废弃物环境隐患的重视，危废上游运输和储存管理不断加强，随着标准提高和执法落实，供不应求、更加市场化的下游危废处置行业将迎来黄金时期。

立法执法持续强化

6 月中央和地方环保法律法规不断出台，环保法制体系逐步完善。《规划环境影响评价技术导则总纲》6 月初由环保部修订发布，将于 2014 年 9 月 1 日实施，提升规划环评工作的科学性、规范性和有效性。最高人民法院环境资源审判庭已于 6 月中旬内部挂牌成立。环保法庭走的是先基层后高层的路径，目前在各地的环境案件审判实践中，操作的随意性很大，最高人民法院环境资源审判庭成立后，需要理顺环境案件的审判机制，规范环境案件的审判程序。最高人民检察院 6 月中旬举行新闻发布会，通报检察机关查办破坏生态环境犯罪案件有关情况，并发布检察机关查办生态环境领域犯罪典型案例。2013~2014 年 4 月，全国检察机关在群众专项工作中共查办涉及生态环境的渎职犯罪 1,545 人，其中 2014 年 1~4 月共查办 349 人。

地方层面上，《贵州省生态文明建设促进条例》6 月底起施行，生态环境脆弱县将取消 GDP 考核，生态文明建设情况将成为政府部门的考核目标。《条例》还规定，一旦发现在生态保护红线范围内从事损害生态环境保护活动的，对个人处以 1 万元以上 10 万元以下的罚款，对单位处以 10 万元以上 100 万元以下的罚款，对造成损失或生态环境损害的，将依法赔偿。这是国内首部省级生态文明建设地方性法规，体现了十八大生态文明建设精神从中央顶层设计到地方逐步落实，各地生态文明建设的条例有望陆续出台。

空气质量：逐月改善明确，O₃ 污染值得关注

2014 年 6 月 74 个城市环境空气质量超标天数比例为 30.1%，环比 5 月下降 3.6 个百分点，自去年年底以来呈现持续改善态势。由于气温季节性升高，O₃ 成为首要污染物之一，另一项为 PM_{2.5}。分地区看，京津冀超标天数比例为 51.5%，长三角为 36.6%，珠三角为 15.7%，而三个地区首要污染物排序均为 O₃ 和 PM_{2.5}。从 6 月城市排名来看，海口连续第四月位列空气质量最佳城市，珠海、舟山分列二、三位，而空气质量最差城市排名中前三名与 5 月相同，分别为河北邢台、唐山以及江苏南京。

表 1：74 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%)

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 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

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 2：74 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/ 06	2013/ 07	2013/ 08	2013/ 09	2013/ 10	2013/ 11	2014/ 12	2014/ 01	2014/ 02	2014/ 03	2014/ 04	2014/ 05	2014/ 06
1	海口 (1.34)	海口 (1.03)	海口 (1.15)	海口 (1.49)	舟山 (1.88)	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)
2	珠海 (1.65)	珠海 (1.36)	银川 (1.88)	舟山 (1.67)	福州 (2.12)	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)
3	中山 (1.7)	贵阳 (1.44)	福州 (1.88)	福州 (1.82)	上海 (2.57)	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)
4	舟山 (1.75)	银川 (1.67)	舟山 (1.95)	拉萨 (2.01)	台州 (2.63)	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)
5	深圳 (1.94)	中山 (1.69)	丽水 (2.09)	盐城 (2.23)	南通 (2.68)	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)
6	江门 (1.95)	昆明 (1.78)	珠海 (2.11)	兰州 (2.26)	海口 (2.69)	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)
7	丽水 (2.05)	惠州 (1.79)	哈尔滨 (2.14)	厦门 (2.27)	厦门 (2.75)	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)
8	惠州 (2.07)	南宁 (1.86)	贵阳 (2.21)	台州 (2.32)	拉萨 (2.77)	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)
9	厦门 (2.31)	深圳 (1.91)	昆明 (2.34)	惠州 (2.32)	张家口 (2.78)	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)
10	佛山 (2.38)	福州 (1.92)	拉萨 (2.37)	上海 (2.39)	盐城 (2.88)	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)

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差前十（括号内为环境空气质量综合指数）

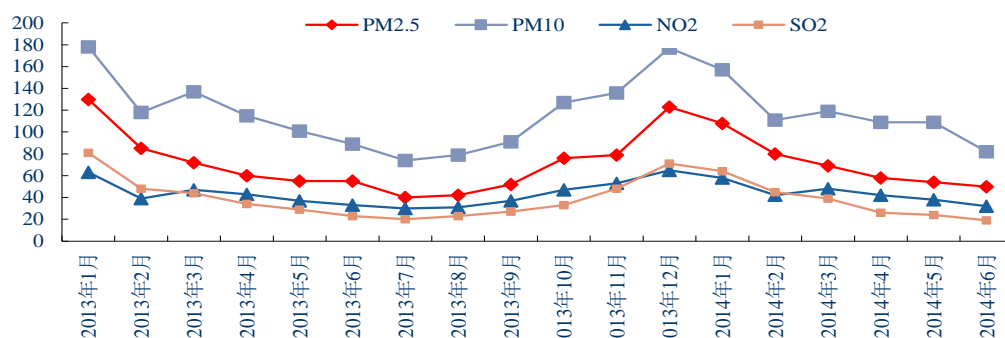
	2013/ 06	2013/ 07	2013/ 08	2013/ 09	2013/ 10	2013/ 11	2013/ 12	2014/ 01	2014/ 02	2014/ 03	2014/ 04	2014/ 05	2014/ 06
1	唐山 (6.58)	唐山 (5.34)	邢台 (5.61)	邢台 (6.72)	石家庄 (8.3)	石家庄 (7.25)	邢台 (12.00)	邢台 (20.40)	邢台 (17.23)	邢台 (13.48)	邢台 (10.92)	邢台 (9.55)	邢台 (7.88)
2	石家庄 (6.54)	邯郸 (5.09)	唐山 (5.19)	石家庄 (6.25)	邢台 (8.3)	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)
3	邢台 (6.29)	石家庄 (5.07)	石家庄 (5.08)	唐山 (5.95)	保定 (7.15)	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)
4	邯郸 (5.77)	济南 (5.07)	济南 (4.78)	邯郸 (5.53)	唐山 (6.77)	邯郸 (6.09)	保定 (8.80)	衡水 (15.01)	唐山 (13.61)	保定 (11.78)	济南 (9.06)	邯郸 (8.35)	石家庄 (7.71)
5	保定 (5.73)	邢台 (4.92)	邯郸 (4.67)	保定 (5.53)	唐山 (6.37)	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)
6	衡水 (5.27)	天津 (4.43)	天津 (4.43)	济南 (5.36)	济南 (6.15)	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)
7	济南 (5.26)	保定 (4.14)	衡水 (4.20)	衡水 (5.14)	哈尔滨 (6.12)	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)
8	天津 (5.2)	兰州 (4.13)	西安 (3.88)	廊坊 (4.81)	衡水 (6.07)	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)
9	郑州 (5.01)	郑州 (4.06)	保定 (3.87)	天津 (4.66)	西安 (5.76)	乌鲁木齐 (5.76)	南京 (6.62)	西安 (12.47)	济南 (10.77)	乌鲁木齐 (7.91)	北京 (7.51)	镇江 (7.16)	保定 (7.16)

	2013/06	2013/07	2013/08	2013/09	2013/10	2013/11	2013/12	2014/01	2014/02	2014/03	2014/04	2014/05	2014/06
10	太原	衡水	廊坊	西安	武汉	衡水	武汉	武汉	北京	沈阳	廊坊	保定	宿迁
	(4.89)	(3.88)	(3.82)	(4.58)	(5.68)	(5.08)	(6.60)	(12.02)	(10.76)	(8.35)	(7.89)	(7.49)	(7.08)

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

2014 年 6 月 74 个城市主要污染物平均月均浓度环比继续呈现不同程度回落，PM_{2.5}、PM₁₀、NO₂、SO₂ 浓度分别降至 50、82、32、19 微克/立方米。分地区来看，京津冀 PM_{2.5} 环比持平，PM₁₀、SO₂ 降幅较大；长三角四项污染物均呈现不同程度回落，其中 PM_{2.5} 下降 9.4%；珠三角 PM_{2.5}、PM₁₀ 环比均有所上升，幅度分别为 8.0%、12.8%至 27、44 微克/立方米。

图 3：74 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 4：京津冀主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM _{2.5}	PM ₁₀	NO ₂	SO ₂
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

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 5：长三角主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM _{2.5}	PM ₁₀	NO ₂	SO ₂
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

时间	PM _{2.5}	PM ₁₀	NO ₂	SO ₂
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

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

表 6：珠三角主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM _{2.5}	PM ₁₀	NO ₂	SO ₂
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

资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

就北京而言，2014 年 6 月空气质量继续改善，PM_{2.5} 月均浓度环比继续下降 11.1%至 56 微克/立方米，PM₁₀ 环比下降 37.5%至 75 微克/立方米，NO₂、SO₂ 亦分别下降 14.3%、53.3%。6 月北京达标天数比例为 50.0%，去年同期仅为 30.0%，空气质量同比亦明显改善。超标天数中以 O₃ 为首要污染物，其次是 PM_{2.5}。

表 7：北京主要污染物平均月均浓度（微克/立方米）

时间	PM _{2.5}	PM ₁₀	NO ₂	SO ₂
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

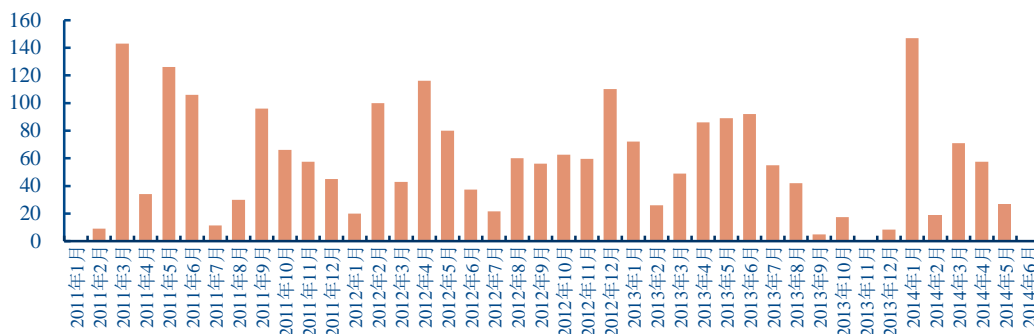
资料来源：环境监测总站，中信证券研究部

项目跟踪：污水领域表现相对较好

污水新项目相对较多

供水方面，6 月我们暂未整理到相关新项目数据。1~6 月累计新增规模依然为 321 万吨/日，与 2013 年同比下降 22.6%。

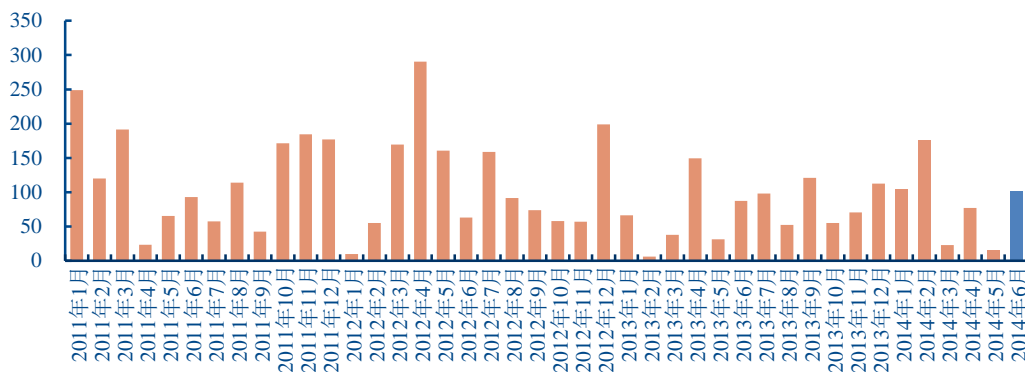
图 4：2011~2014M6 年规划及在建供水项目规模汇总（万吨/日）



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，6 月新项目规模较多，达到 102 万吨/日，主要分布在湖北、广东等地。1~6 月累计新增规模为 498 万吨/日，同比增加 31.7%。

图 5：2011~2014M6 年规划及在建污水项目规模汇总（万吨/日）

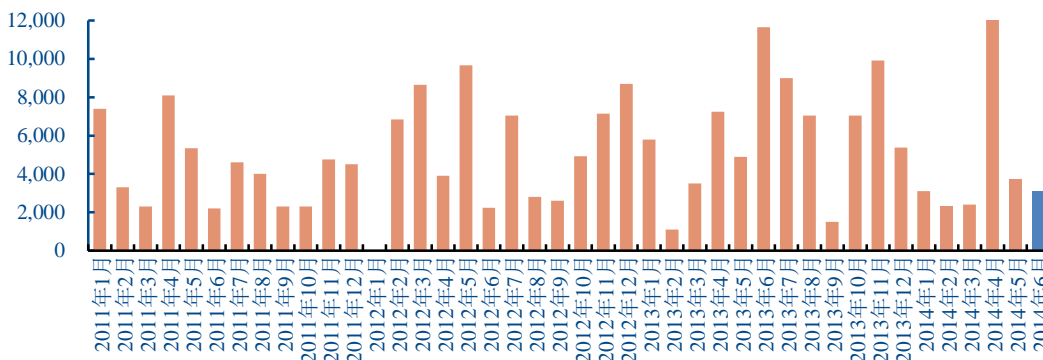


资料来源：中信证券研究部根据中国水网等信息整理

焚烧规模有所下降，餐厨项目环比回升

6 月，垃圾焚烧发电新增规划及在建项目规模合计达到 3,100 吨/日，同比下降 73.4%，燃控科技在河南潢川县项目有所进展。1~6 月，累计新项目规模合计 28,250 吨/日，同比下降 17.4%。

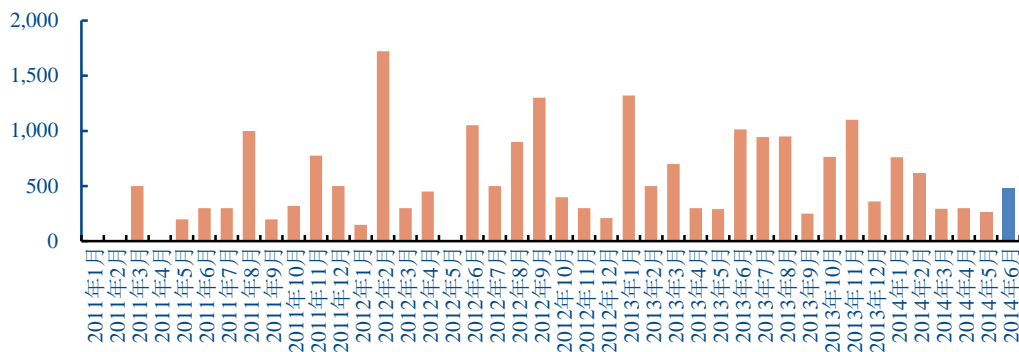
图 6：2011~2014M6 年规划及在建垃圾焚烧项目规模汇总（吨/日）



资料来源：中信证券研究部根据中国固废网等信息整理

6 月新增餐厨项目合计规模 480 吨/日，主要由深圳龙岗、湖北襄阳两个项目构成，环比呈现一定幅度回升。1~6 月累计新项目达 2,719 吨/日，同比下降 34.0%。

图 7：2011~2014M6 年规划及在建餐厨垃圾项目规模汇总（吨/日）

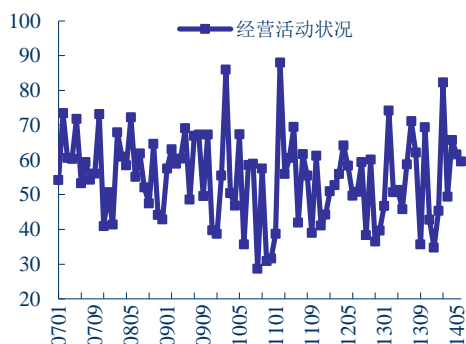


资料来源：中信证券研究部根据中国固废网等信息整理

行业景气：5 月投资增速回升明显

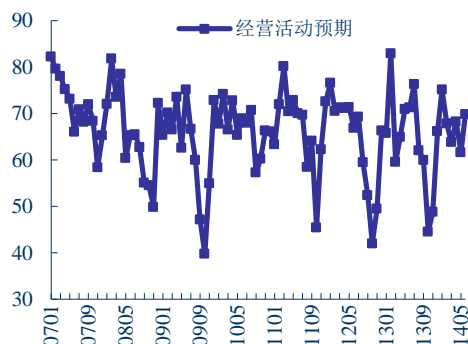
从“生态环境保护治理及公共设施管理业”PMI 来看，2014 年 6 月“经营活动状况”环比略有回落至 59.50%， “经营活动预期”升至 69.82%，反映行业景气程度依然较高；“在手订单”指数近三个月来首次升至荣枯线以上至 56.20%；“新订单”指数维持 62.16% 的较高水平。

图 8：经营活动状况指数（%）



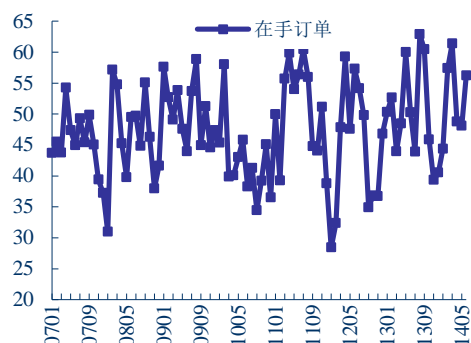
资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 9：经营活动预期指数（%）



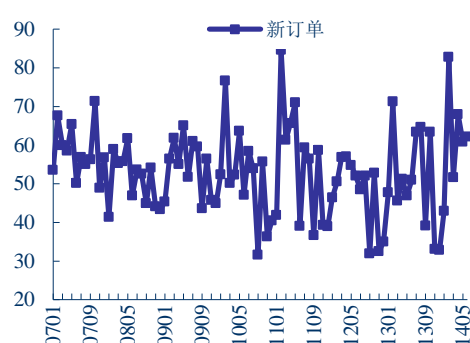
资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 10：在手订单指数（%）



资料来源：CFLP，中信证券研究部

图 11：新订单指数（%）



资料来源：CFLP，中信证券研究部

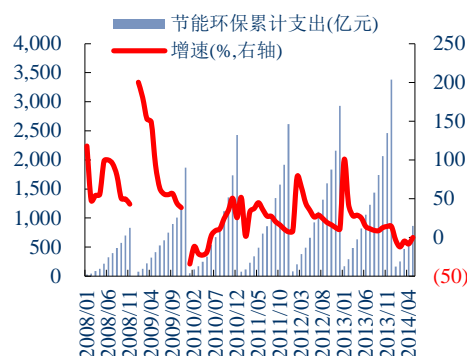
从全国公共财政支出来看，2014 年 1~5 月用于节能环保累计支出金额为 867 亿元，同比基本持平；其中，5 月单月支出 264 亿元，同比增速达 38.0%，回升较为明显。

图 12：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 13：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：水务并购较为活跃

上市公司公告来看，水务公司业务拓展信息较多：创业环保拟增资子公司开展邓家村及北石桥污水处理厂升级改造工程；兴蓉投资成都子公司在 6 月底接收拆迁补偿的新建污水处理厂；万邦达多项工业污水处理项目建设进展顺利。

资本运作方面，格林美增资旗下子公司具体运作募投项目，桑德环境、三聚环保、迪森股份和菲达环保设立合资公司；先河环保筹划重大事项停牌，而津膜科技终止重大资产重组事项。并购整合方面，东江环保、三维丝、格林美和桑德环境有序进行，而水务并购较为活跃，兴蓉投资将收购四川都江堰国有自来水厂、供水干管及污水处理厂，瀚蓝环境子公司在佛山市增资 3 家当地合资公司并收购里水镇、狮山镇与丹灶镇供水资产。

表 8：2014 年 6 月环保上市公司公告信息

公司	公告时间	事项
业务进展		
创业环保	14.06.12	拟对子公司西安创业水务公司增资 6,400 万元并提供贷款担保 12,000 万元用于邓家村污水处理厂及北石桥污水处理厂升级改造工程，设计处理能力分别为 12 万立方米/日及 15 万立方米/日，投资概算合计 18,162 万元
万邦达	14.06.16	与中煤榆林公司正式签订《公用工程中心水系统装置托管运营服务工程合同》，年固定总价 2,474.85 万元
迪森股份	14.06.19	子公司梅州迪森生物质能供热公司将在广东梅州新建集中供热站，一期规模 120 吨/时，投资估算 1.5 亿元
兴蓉投资	14.06.26	公司签署有关开展都江堰市水务资产合作的意向书，将现金收购都江堰市国有自来水水厂、国有供水干管和国有污水处理厂，自来水厂总设计供水能力 25 万立方米/日，污水处理厂设计规模 10 万立方米/日
瀚蓝环境	14.06.27	全资子公司佛山市南海瀚蓝水投出资 7,800 万元（占股 60%）与里水水司共同向里水水务公司增资至 1.3 亿元并收购里水镇供水资产，收购价 15,142.82 万元，现日均供水量 18 万立方米；出资 7,200 万元（占股 60%）与狮山投资共同向狮山水务公司增资至 1.2 亿元并收购狮山镇供水资产，收购价 12,262.9 万元，现日均供水量 20 万立方米；出资 4,380 万元（占股 60%）与丹灶公资委共同向丹灶水务公司增资至 7,300 万元并收购丹灶镇供水资产，收购价 7,235.37 万元，现日均供水量 4 万立方米
兴蓉投资	14.06.30	子公司成都市排水公司签署《拆迁补偿协议之补充协议》，对方应在 6 月 30 日前将新建污水处理厂（70 万吨/日处理规模）及提升泵站的实物资产全部交付子公司，子公司不迟于 7 月 1 日启动第一污水处理厂的初步拆迁工作，在 12 月 31 日前完成，不迟于 2015 年 7 月 1 日停运第二处理厂并启动该厂初步拆迁工作，在 2015 年 12 月 31 日前完成初步拆迁
万邦达	14.06.30	2014 年第二季度神华宁煤集团 EPC 项目、中煤陕西榆林能源化工 EPC 项目已完成中交，华北石化 EPC 项目土建已完成 80%
国电清新	14.07.02	全资子公司北京国电清新节能技术公司与山东省临沂市莒南县政府签署市政供热特许经营协议，总投资预计 4 亿元
资本运作		
桑德环境	14.06.09	决定以自有资金 8,000 万元投资设立全资子公司河北桑德循环经济产业园投资管理公司；以自有资金 7,200 万元与全资子公司湖北合加合设立张家口塞清环保公司，占股 90%；以全资子公司北京桑德新环卫投资公司出资 1,200 万元合资设立亳州瑞洁环境服务公司，占股 60%
格林美	14.06.09	拟以募集资金置换预先投入募投项目自筹资金 47,519.87 万元；拟分别使用募集资金 49,160、19,640、38,580 万元对荆门格林美、天津城市矿产公司及武汉城市矿产公司增资并由其具体实施募投项目
东江环保	14.06.10	董事会获得适时决定购回不超过本公司已发行 H 股总面值 10% 的 H 股一般性授权
万邦达	14.06.10	发股购买资产事宜收到中国证监会行政许可申请受理通知书
钱江水利	14.06.11	非公开发行 A 股股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过
国中水务	14.06.13	本次解禁的限售股总数为 38,756.17 万股，占公司总股本的 26.63%，解禁流通日期为 2014 年 6 月 23 日。
先河环保	14.06.15	因筹划重大事项，公司股票自 2014 年 6 月 16 日起停牌
津膜科技	14.06.16	终止筹划本次资产重组事项，公司股票自 6 月 17 日起复牌
中电环保	14.06.16	控股股东及实际控制人王政福先生拟自 6 月 19 日起 6 个月内累计减持公司股份不超过 300 万股，占股本 1.78%
天立环保	14.06.17	公司将空港天立能源工程技术公司 60% 股权以 1,800 万元转让给德丰投资事宜已完成工商变更登记
碧水源	14.06.17	与国家开发银行北京分行签署《开发性金融合作协议》，合作领域为首都环境治理、城镇化建设、京津冀一体化建设及膜生物反应器技术应用、污水处理及固废处理等，2014-2019 年期间合作融资总量 200 亿元
格林美	14.06.18	公司股东广东省科技风险投资公司累计减持公司股份 2,872.9 万股，占总股本 3.11%，卖出均价 12.3 元
东江环保	14.06.19	公司拟使用超募资金及自有资金共计 3.75 亿元，增资并收购厦门绿洲环保产业股份有限公司 60% 股权
三维丝	14.06.19	以自有资金 5,200 万元向廖政宗先生收购珀挺机械工业（厦门）公司 20% 股权并支付现金 2,080 万
首创股份	14.06.20	全资子公司首创（香港）公司完成境外人民币债券发行，金额 10 亿元，票面利率 4.7%
三聚环保	14.06.23	拟非公开发股 303.4 万股，发行价 16.48 元/股，用于补充流动资金；孙公司福建三聚福大拟出资 3,500 万元合资设立江苏三福化肥催化净化环保材料公司负责实施化肥联产催化和净化环保材料项目，占股 70%
津膜科技	14.06.23	股东高新投资发展公司于 6 月 23 日减持公司股份 222.9 万股，占总股本 0.15%
国中水务	14.06.23	股东融通基金于 2013 年 9 月 24 日~2014 年 6 月 20 日期间累计减持公司股份 198.6 万股，占总股本 1.14%
迪森股份	14.06.24	子公司苏州迪森拟出资 510 万元合资设立公司开展生物质能供热业务，注册资本 1,000 万元，占股 51%
易世达	14.06.24	股东唐金泉先生减持公司 395 万股，占公司总股本 3.35%，减持均价 13.91 元/股
东江环保	14.06.25	股东上海联创创业投资公司合计减持公司 710 万股，占总股本 3.07%
格林美	14.06.26	与厦门梅花实业公司、樊启鸿、樊红杰签署《股权转让框架协议》，拟以现金分别收购三合作方所持扬州宁达贵金属公司共计 60% 股权；公司股票自 6 月 27 日起停牌
菲达环保	14.07.01	出资 333 万美元，持股 50% 与三菱日立电力有限公司合资成立浙江菲达菱立高性能烟气净化系统工程有限公司
桑德环境	14.07.04	拟分别以 4,400.22 万元、549.78 万元收购赵万忠、刘志兰所持河北万忠废旧材料回收公司 66.67%、8.33% 股权，收购后将出资 3,000 万元与其他股东共同对该公司增资
业绩预告		
碧水源	14.07.04	2014 年上半年归属于上市公司股东的净利润 12,771.76~13,793.5 万元，同比增长 25%~35%
其他		
桑德环境	14.06.09	控股子公司河南恒昌贵金属公司拟开展黄金和白银期货套期保值业务，保证金规模不超过 4,300 万元
格林美	14.06.09	孙公司格林美天津公司获得政府扶持奖励资金 3,297.65 万元，计入当期营业外收入
天立环保	14.06.20	全资子公司天立环保工程新疆公司就建设工程施工合同纠纷起诉新疆圣雄能源公司，分别索要工程垫款 10,047.95 万元和应付工程款 4,582.28 万元；梳理高氮钢项目发现公司曾向上海常春新材料科技公司提供财务资助 1,960 万元，经深交所要求履行内部决策程序时未获通过

公司	公告时间	事项
武汉控股	14.06.20	控股股东武汉市水务集团承诺在 2019 年 6 月 30 日前实施武汉控股管理层股权激励计划
碧水源	14.06.30	参股公司云南水务产业投资发展公司拟整体进行股份制改造
巴安水务	14.07.02	全资子公司上海绩驰科技咨询服务公司更名为上海绩驰环保工程公司，经营范围由环保技术咨询、服务变更为环保工程、管道工程及市政工程等
天立环保	14.07.03	公司名称拟变更为神雾环保技术，股票简称变更为神雾环保，经营范围减去高氮钢及其制品；拟无偿受赠北京神雾环境能源科技集团拥有的“神雾热装式节能密闭电石炉”相关专利（专利号：201420201321.3），以及相关针对不同电石炉规格的全系列工艺包。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

本月专题：并购活跃，关注弹性

并购整合活跃态势延续

基于 PEST（政治/经济/社会/技术）研究框架，我们认为环保产业进入并购整合阶段的外部条件已经基本具备。考虑到本届政府解决环境问题的三大行动规划陆续出台、PM_{2.5}/PM₁₀ 纳入约束性考核指标推动污染治理向环境质量改善升级，环境服务业发展也有望步入新阶段。与此同时，在政策预期及业绩兑现推动下，资本市场对于环保上市公司青睐有加并有望持续给予相对较高估值水平，这将为龙头上市公司实施并购战略创造有利条件并提供充足的资金支持，而目标企业基于行业竞争压力、更好的发展空间、平台/资源共享、个人财富兑现等因素考虑也将对被整合持更加开放的态度。在此过程中，平台型环保公司或将逐步成型，以此为基础企业之间有望形成更为明确的产业链分工以及新的竞合关系。

图 14：环保市场未来竞争格局预测



资料来源：中信证券研究部

2013 年 10 月以来，环保相关上市公司并购整合依然维持较为活跃态势。总体来看，我们认为以下三类并购值得重点关注，也有望产生较好的协同效应：

- **规模扩张，例如东江环保。**我国目前危废市场需求快速释放，但竞争格局分散、行业整体规范化程度较低，这就为具备资金实力以及管理与技术优势的龙头公司跑马圈地创造了有利条件，其资源集中、规模效应、区域协同的竞争优势将会不断得到强化。
- **领域拓宽，例如桑德环境。**在立足生活垃圾处理基础上，公司不断通过并购布局再生资源业务，包括汽车拆解、金属回收、电子废弃物处理等细分领域，加上环卫市场拓展，有望逐步形成城市固废从前端收集到末端资源再利用的完整业务布局。
- **技术整合，例如维尔利、万邦达。**前者收购的杭能环境除了在下游客方面与现有业务具有一定的重合度和互补性之外，其在厌氧工艺方面丰富的技术储备和实施经验加上公司自身在预处理环节的优势将形成在餐厨垃圾市场中的独特竞争力；对于后者而言，

收购的晋纬环保拥有的 CBR-R 技术能够经济有效去除有机污染物，并且在中海油等客户下属污水厂取得良好中试效果，该类技术整合有望显著提高公司在提标改造大趋势下的市场竞争力，为客户应对日益提高的环保标准和监管执法提供有效的技术解决方案。

与此同时，环保行业并购行为同样存在较大不确定性，近期共有东江环保（广州绿由）、国电清新、三维丝、天瑞仪器（宇星科技）、津膜科技等 5 个案例以“终止”结束。具体原因方面，估值对价、备考业绩、项目持续盈利前景等未能最终达成一致的情况较为普遍。此外，并购活动具体实施进度的不确定性亦需要关注。

表 9：近期环保公司并购案例汇总

上市公司	标的公司	公告时间	股权比例	收购价格	单位	类型	说明
东江环保	广州绿由（终止）	2014 年 1 月				横向	双方就收购的股权比例、收购对价、剥离的业务及资产等具体方案进行多轮磋商，但最终未能达成一致意见
	盐城沿海固废	2014 年 3 月	60%	5,120	万元	横向	提升华东地区危废无害化处置能力，扩建后规模可达 9,000 吨/年
	新冠亿碳	2014 年 4 月	100%	9,600	万元	横向	进一步扩大填埋气发电业务规模，并有利于后续进入江西、安徽等环保市场
	厦门绿洲	2014 年 6 月	60%	37,500	万元	横向	通过并购迅速进入厦门及福建市场，布局医疗废物处置领域，扩大电子废弃物拆解业务规模
桑德环境	湘潭报废汽车	2013 年 10 月	74%	259	万元	相关	拓展再生资源业务布局，获取资质证书、业务渠道和技术经验，解决标的公司后续升级改造资金需求
	浙江意意环卫	2013 年 11 月	100%	700	万元	相关	实现在环卫设备机械细分领域的研发储备及营销渠道拓展，有望与未来环卫运营业务开拓形成良好协同效应
	恒昌贵金属	2014 年 3 月	60%	13,440	万元	相关	加速再生资源领域业务拓展，为引进处理废旧手机及其他类型线路板回收处置业务进行先期布局
	万忠废旧材料	2014 年 7 月	75%	4,950	万元	相关	实施废旧电子电器回收利用领域的业务经营战略，加速再生资源业务布局
维尔利	杭能环境	2014 年 3 月	100%	46,000	万元	相关	下游行业具有一定的重合度和互补性，厌氧技术协同效果较为明显，有助于平抑公司业绩波动
万邦达	晋纬环保	2014 年 5 月	51%	2,002	万元	横向	引入 CBR-R 技术高效、低成本解决工业废水有机污染物处理问题，提升公司行业竞争力
	昊天节能	2014 年 5 月	100%	68,100	万元	相关	业务拓展至保温管研发、生产及销售领域，产品结构得以丰富，下游客户具有较强的重合度和互补性
聚光科技	东深电子	2013 年 12 月	90%	22,600	万元	相关	为进入水利水务行业、防汛抗旱、水资源管理、城市排水与防涝及智慧城市等市场做战略布局，提升综合竞争实力
先河环保	CES	2013 年 10 月	60%	623	万美元	相关	获得世界领先的重金属监测和检测技术、市场渠道以及生产经验，完善环境监测高端市场的产品组合
	发行股份购买资产（停牌）	2014 年 6 月					
国电清新	发行股份购买资产（终止）	2014 年 3 月				横向	计划通过并购较快拓展钢铁业烟气治理市场领域及客户资源，但最终在业绩预测和风险控制具体条款方面未能达成一致
三维丝	重大资产重组（终止）	2014 年 2 月					寻求从单一产品供应商向综合环保服务商转型，但重大资产重组涉及环节较多，某些实施条件尚不成熟
	珀挺机械	2014 年 6 月	20%	5,200	万元	相关	布局物料输储系统业务，终端客户具有较强相通性，有望实现资源优化配置、增强协同效应
天瑞仪器	宇星科技（终止）	2013 年 12 月	51%	147,900	万元	相关	快速获取环保领域的市场机会，优化产品体系和市场布局，但双方最终未能就细化交易方案达成一致意见
津膜科技	重大资产重组（终止）	2014 年 6 月					拟吸收具有相当盈利能力的优质资产，但最终双方对标的资产的交易价格、方案及未来战略协同发展存在一定分歧

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

趋势明确，把握弹性

综上所述，环保行业的并购趋势应该是较为明确的。但从二级市场投资角度看，把握起来难度相对较大，原因在于并购行为本身具有较大的不确定性（包括时间进度、成功与否以及信息隐蔽性等）。因此，我们针对环保上市公司从理论上测算其并购可能带来业绩弹性的相对大小，将可变现资产总额加上实际控制人超过 30% 权益部分对应市值，再计算其与市值比率作为量化衡量指标，即并购弹性 = $\frac{\text{可变现资产总额} + (\text{实际控制人股权比例} - 30\%) \times \text{市值}}{\text{市值}}$

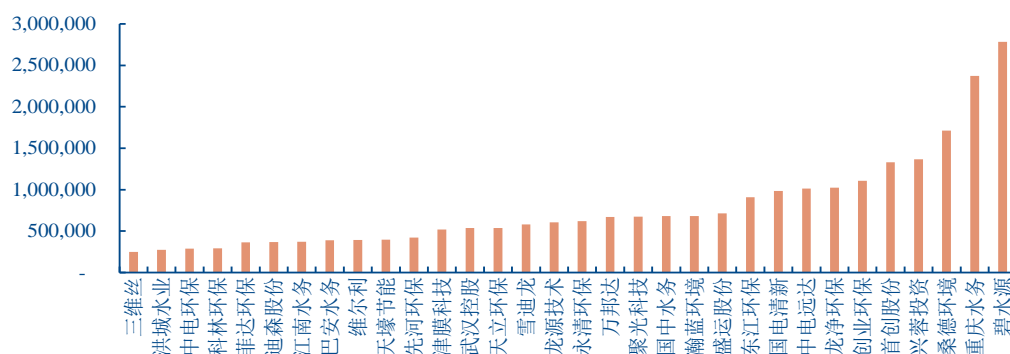
值)/市值,其中可变现资产总额=货币现金+交易性金融资产+可供出售金融资产-短期借款。测算结果显示,重庆水务、雪迪龙、万邦达并购弹性相对较大。此外,若考虑通过发行股票而非单纯自有资金实施并购的方式,目前市值较小公司或具有较大弹性,兼顾所在细分领域及各自发展战略,建议关注天壕节能、中电环保、菲达环保、巴安水务、科林环保等。

表 10: 环保上市公司并购弹性测算(万元)

证券代码	证券简称	市值	实际控制人股权比例	可变现金融资产总额	并购弹性
601158.SH	重庆水务	2,371,200	75.10%	450,501	64.1%
002658.SZ	雪迪龙	580,135	66.67%	53,601	45.9%
300055.SZ	万邦达	670,384	54.50%	106,859	40.4%
300187.SZ	永清环保	620,854	59.94%	36,873	35.9%
601199.SH	江南水务	372,911	34.96%	113,165	35.3%
600168.SH	武汉控股	537,144	55.17%	49,910	34.5%
300190.SZ	维尔利	393,778	57.72%	23,999	33.8%
600008.SH	首创股份	1,331,000	59.51%	24,139	31.3%
600874.SH	创业环保	1,106,102	51.58%	61,284	27.1%
600292.SH	中电远达	1,012,484	54.66%	22,362	26.9%
002573.SZ	国电清新	985,680	50.15%	33,460	23.5%
000826.SZ	桑德环境	1,712,542	44.62%	139,223	22.7%
000598.SZ	兴蓉投资	1,367,688	42.05%	132,039	21.7%
300335.SZ	迪森股份	368,774	43.95%	22,915	20.2%
300262.SZ	巴安水务	387,927	52.68%	-11,766	19.6%
300105.SZ	龙源技术	606,621	23.25%	101,278	16.7%
300172.SZ	中电环保	288,652	30.75%	42,414	15.4%
300203.SZ	聚光科技	674,175	38.94%	35,694	14.2%
600461.SH	洪城水业	273,570	34.72%	21,374	12.5%
300137.SZ	先河环保	422,148	16.14%	37,814	9.0%
002499.SZ	科林环保	291,600	24.31%	22,360	7.7%
002672.SZ	东江环保	910,049	27.96%	66,413	7.3%
600323.SH	瀚蓝环境	680,610	23.79%	44,572	6.5%
600388.SH	龙净环保	1,022,867	17.17%	66,148	6.5%
600187.SH	国中水务	679,777	20.56%	36,715	5.4%
300070.SZ	碧水源	2,784,023	25.07%	98,574	3.5%
300334.SZ	津膜科技	518,868	24.52%	12,644	2.4%
300332.SZ	天壕节能	396,160	25.73%	8,028	2.0%
300156.SZ	天立环保	537,597	19.79%	3,172	0.6%
300056.SZ	三维丝	249,350	26.58%	-1,672	-0.7%
600526.SH	菲达环保	362,539	23.75%	-16,501	-4.6%
300090.SZ	盛运股份	714,818	23.86%	-32,969	-4.6%

资料来源:公司公告,中信证券研究部测算

图 15: 环保上市公司截至 7 月 21 日市值(万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

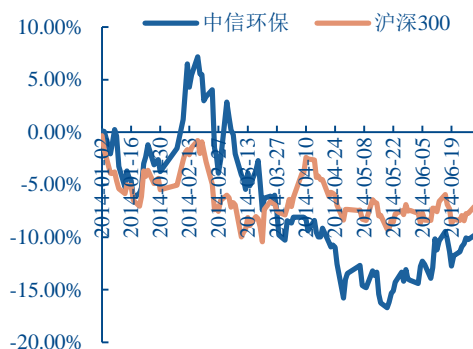
风险因素

- 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。

投资策略：业绩并购双驱动，水务或受关注

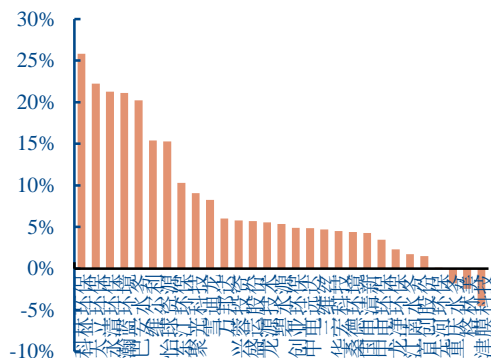
2014 年 6 月，沪深 300 指数微涨 0.4%，同期环保板块指数上涨 5.0%，表现领先市场 4.6 个百分点。个股方面，科林环保、天立环保、永清环保、瀚蓝环境及巴安水务涨幅超过 20%，津膜科技、格林美、重庆水务股价下跌。

图 16：2014 年以来市场及环保指数累计涨幅



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 17：2014 年 6 月环保公司绝对涨幅



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

目前工程设备类环保公司 2014~2015 年 P/E 平均为 36/27 倍，其中主流公司分别为 20~25/15~20 倍。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，而以水、土壤行动计划以及环境税等政策有望持续推进，维持行业“强于大市”评级。近期来看，我们依然重点推荐业绩改善趋势明确的**东江环保**以及收购创冠中国有望取得更为明确进展的**瀚蓝环境**，而业绩成长确定性较高的**桑德环境**、**碧水源**亦具备较高安全边际；此外，工业废水新建及改造需求有望持续释放，看好**万邦达**、**津膜科技**后续订单及业绩弹性；最后，随着“沪港通”预期渐强，估值较低、现金流明确、分红水平较好的水务类公司或迎来阶段性投资机会，建议关注**重庆水务**等。

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		
东江环保	27.48	0.60	0.81	1.27	1.98	46	34	22	14	4.1	买入
瀚蓝环境	11.87	0.39	0.47	0.65	0.85	30	25	18	14	2.8	买入
桑德环境	20.65	0.69	0.97	1.32	1.70	30	21	16	12	3.9	买入
碧水源	26.46	0.79	1.16	1.65	2.26	33	23	16	12	4.8	买入
盛运股份	13.65	0.33	0.67	0.89	1.16	41	20	15	12	3.9	买入
天壕节能	12.57	0.36	0.53	0.72	0.81	35	24	17	16	3.1	买入
万邦达	29.00	0.57	0.86	1.13	1.37	51	34	26	21	3.6	增持
津膜科技	19.93	0.31	0.47	0.68	0.91	64	42	29	22	6.6	增持
维尔利	25.98	0.18	0.57	0.91	1.12	144	46	29	23	4.2	增持
聚光科技	15.29	0.35	0.44	0.53	0.63	44	35	29	24	3.6	增持
龙净环保	24.09	1.03	1.04	1.30	1.51	23	23	19	16	3.7	增持
中电远达	19.88	0.41	0.68	0.80	0.93	48	29	25	21	3.5	增持
国电清新	18.69	0.34	0.61	0.81	0.90	55	31	23	21	4.4	增持
永清环保	30.99	0.27	0.37	0.48	0.58	115	84	65	53	7.2	增持
三维丝	16.75	0.33	0.41	0.49	0.58	51	41	34	29	6.1	增持
重庆水务	4.97	0.39	0.43	0.52	0.59	13	12	10	8	1.8	增持
兴蓉投资	4.61	0.25	0.27	0.30	0.35	18	17	15	13	2.0	增持

资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 7 月 22 日收盘价

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
股票评级	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。

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》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 2014 版权所有。保留一切权利。