

节能环保

2014&1Q15 财报综述：14 年扣非利润增 17%，业绩风险释放充分

观点聚焦

投资建议

看多环保板块 2H2015 表现。随着 2014 年报、2015 年 1 季报披露完毕，业绩风险释放充分。2015 年是“政策+订单”大年，主题机会丰富，建议重点关注“PPP、土十条、低碳”。

首推碧水源（污水处理龙头工程商，PPP 模式经验丰富）、高能环境（土壤修复行业领军企业）、凯迪电力（生物质发电龙头，电厂、林地资产具备碳减排价值）。关注巴安水务、博世科。

理由

2014 年板块扣非后利润增长比 2013 年降速；1Q2015 恢复重整。 1) 2014 年，环保板块 43 家公司扣非后利润增速平均为 17%，比 2013 年整体降速；收入增速 17%。利润增速下行，主要源自收入增长平缓（“反腐”影响市政项目执行进度、宏观经济不景气拖累工业节能环保工程）、财务费用率上升（负债率上升）。营业外收入对利润贡献度仍显著，现金回流指标（销售商品现金流入占营业收入比例）比 2013 年略有好转。2) 2015 年 1 季度，环保板块 43 家公司扣非后利润增速平均为 11%，收入增速为 29%。

子行业来看，2014 年监测增长“领衔”；1Q2015 污水处理工程业绩“爆发”。 1) 2014 年，6 个环保子行业扣非后利润增速依次为：监测（+37%）、固废（+24%）、污水处理工程（+19%）、水务运营（+14%）、烟气（+12%）、工业节能（-1%）。2) 2015 年 1 季度，6 个环保子行业扣非后利润增速依次为：污水处理工程（+156%）、烟气（+21%）、监测（+19%）、固废（+16%）、水务运营（+1%）、工业节能（-6%）。

盈利预测与估值

碧水源：推荐，目标价 58 元。 2015~16 年 EPS 为 1.31/1.86 元，目标价对应 PE 为 44/31 倍。

高能环境：推荐，目标价 85 元。 2015~16 年 EPS 为 1.16/1.70 元，目标价对应 PE 为 73/50 倍。

凯迪电力：推荐，目标价 20 元。 2015~16 年 EPS 为 0.44/0.60 元，目标价对应 PE 为 45/33 倍。

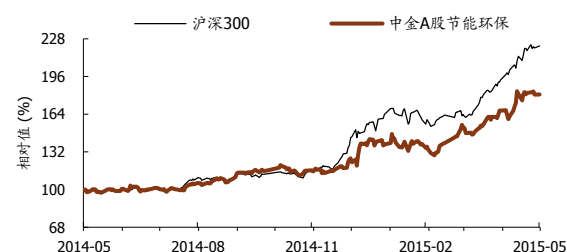
风险

政策、订单落地及执行进度不确定性；系统性风险。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
碧水源-A	推荐	58.00	39.6	27.9
雪迪龙-A	推荐	29.00	49.8	37.3
凯迪电力-A	推荐	20.00	39.3	28.7
高能环境-A	推荐	85.00	64.0	43.7
中电环保-A	中性	26.00	31.3	27.3
维尔利-A	中性	31.00	29.0	22.9
津膜科技-A	中性	22.00	58.2	45.5
万邦达-A	中性	50.00	26.2	20.3
永清环保-A	中性	30.00	99.3	77.6
东江环保-A	中性	50.00	48.5	37.0

中金一级行业

公用事业



相关研究报告

- 确认股权激励费用，致 1Q 业绩低于预期 (2015.04.28)
- 1 季报利润增 74% 符合预期，增值税退税是贡献业绩的主力 (2015.04.28)
- 发布 3 年期定增预案，实际控制人携实力战投认购 (2015.04.27)
- 14 年利润降 17%，源自在手大项目未进入施工高峰；15 可望改善 (2015.04.27)
- 2014 年利润增 15%，符合预期；收入增速放缓是业绩疲弱主因 (2015.04.27)
- 超净排放工程订单有望自 2015 起大量释放 (2015.04.22)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

汤砚卿

孙维容

分析师

联系人

yanqing.tang@cicc.com.cn

weirong.sun@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080003

SAC 执业编号：S0080114110021

SFC CE Ref: BEI871

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



目录

行情回顾：2015 年以来跑输创业板	3
2014&1Q15 财报回顾：14 利润增长降速，1Q2015 恢复重整	5
2H2015 展望：政策+订单大年，重申关注“PPP、土十条、低碳”三大主题	10
风险提示：政策、订单落地不确定性等	13
附录：环保子行业个股构成一览	14

图表

图表 1：环保板块 2015 年以来相对创业板走势	3
图表 2：环保板块 2015 年以来相对全部 A 股走势	3
图表 3：环保板块相对创业板 PE 估值溢价率	3
图表 4：环保板块相对全部 A 股 PE 估值溢价率 (ttm)	3
图表 5：环保个股 2014 年涨跌幅前、后 5 名 (%)	4
图表 6：环保个股 2015 年来涨跌幅前、后 5 名 (%)	4
图表 7：子板块扣非后归属净利润增速变化 (%)	5
图表 8：子板块营业收入增速变化 (%)	5
图表 9：子板块毛利率变化 (%)	6
图表 10：子板块财务费用率变化 (%)	6
图表 11：子板块资产负债率变化 (%)	6
图表 12：子板块现金流指标变化 (%)	6
图表 13：子板块投资收益/利润总额 (%)	6
图表 14：子板块营业外收入/利润总额 (%)	6
图表 15：监测公司 2014 年报、2015 年 1 季报业绩明细 (增速单位：%)	7
图表 16：固废公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位：%)	7
图表 17：污水处理工程公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位：%)	8
图表 18：水务运营公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位：%)	8
图表 19：烟气公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位：%)	9
图表 20：工业节能公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位：%)	9
图表 21：环保公司 2015 年上半年业绩预告一览	10
图表 22：节能环保行业上市公司历年订单统计情况	11
图表 23：2014 年来已出台、及后续待出台环保政策一览	12
图表 24：43 家环保工程公司的子行业分类明细	14
图表 25：重点环保个股估值表 (截至 2015 年 5 月 4 日)	14



行情回顾：2015 年以来跑输创业板

2015 年初以来跑输创业板。15 年以来，环保板块累计上涨 43%，相对创业板的累计超额收益率为-31%，相对全部 A 股的累计超额收益率为 1%。15 年初至今涨幅前 3 名个股是万邦达 (+142%)、燃控科技 (+121%)、天壕节能 (+120%)；后 3 名个股是洪城水业 (+12%)、国中水务 (+19%)、武汉控股 (+23%)。

板块 PE 相对创业板/全部 A 股的溢价率处于历史低位/中枢。截至 2015 年 4 月 30 日，环保板块 PE (ttm) 为 60 倍，相对创业板的 PE 溢价率为-43%，处于 2011 年以来的低位；相对全部 A 股的 PE 溢价率为 133%，接近 2011 年以来的历史中枢。

图表 1: 环保板块 2015 年以来相对创业板走势



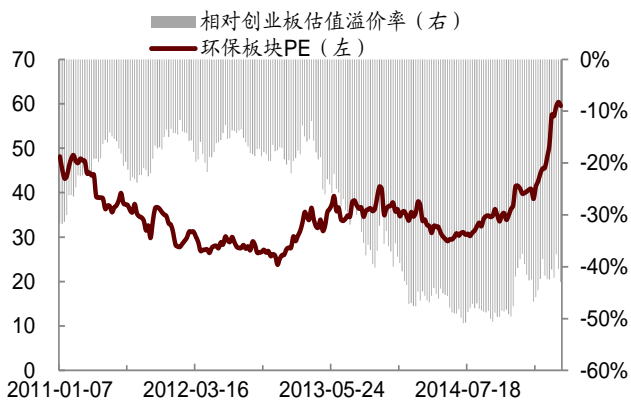
资料来源: Wind, 中金公司研究部 (截至 2015 年 5 月 4 日)

图表 2: 环保板块 2015 年以来相对全部 A 股走势



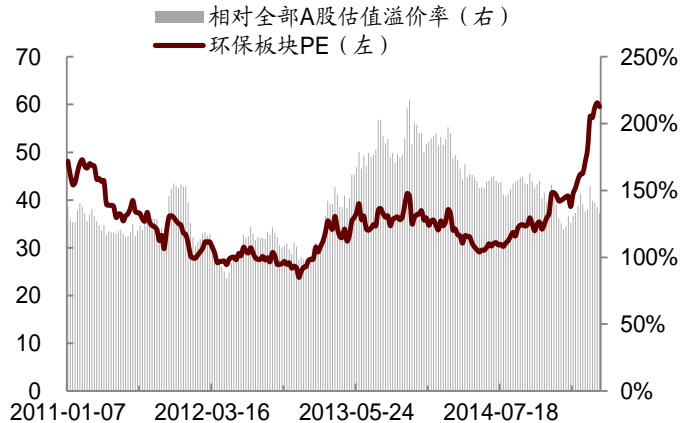
资料来源: Wind, 中金公司研究部 (截至 2015 年 5 月 4 日)

图表 3: 环保板块相对创业板 PE 估值溢价率



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (截至 2015 年 4 月 30 日)

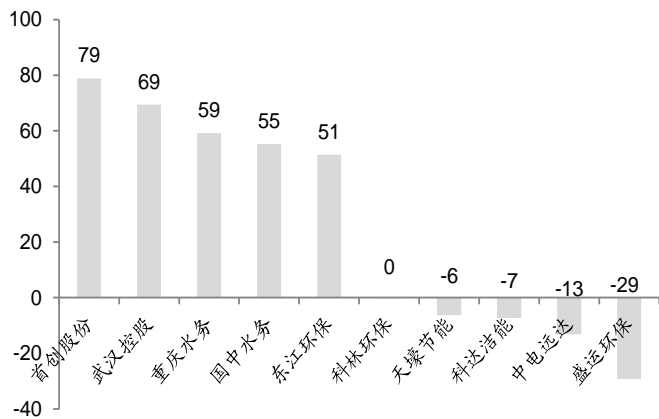
图表 4: 环保板块相对全部 A 股 PE 估值溢价率 (ttm)



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (截至 2015 年 4 月 30 日)

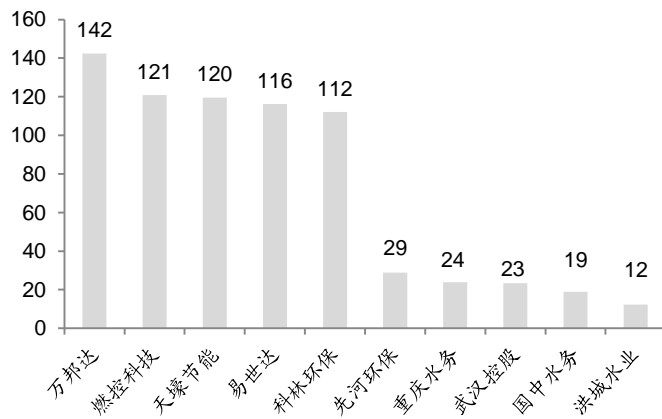


图表 5: 环保个股 2014 年涨跌幅前、后 5 名 (%)



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (注: 截至 2015 年 5 月 4 日)

图表 6: 环保个股 2015 年来涨跌幅前、后 5 名 (%)



资料来源: Wind, 中金公司研究部 (注: 截至 2015 年 5 月 4 日)



2014&1Q15 财报回顾：14 利润增长降速，1Q2015 恢复重整

1. 概览：2014 年扣非后利润增速 17%，比 2013 年降速；负债率提升、现金回流指标好转

2014 年，环保板块 43 家公司扣非后利润增速平均为 17%，比 2013 年整体降速；收入增速 17%。扣非后利润增速最快的 5 家公司是：维尔利（+355%，转型后订单快速增长、收购并表杭能环境）、武汉控股（+205%，2013 年有大额非经常性损益）、中国天楹（+139%，环保工程收入大增）、聚光科技（+60%，收入大增、期间费用率下行）、洪城水业（+58%，供水价格上调）。

利润增速下行，主要源自收入增长平缓、财务费用率上升。2014 年，43 家环保公司收入增速平均为 17%，与 2013 年持平；财务费用率为 1%，比 2013 年提升，源自负债率提升至 43%。

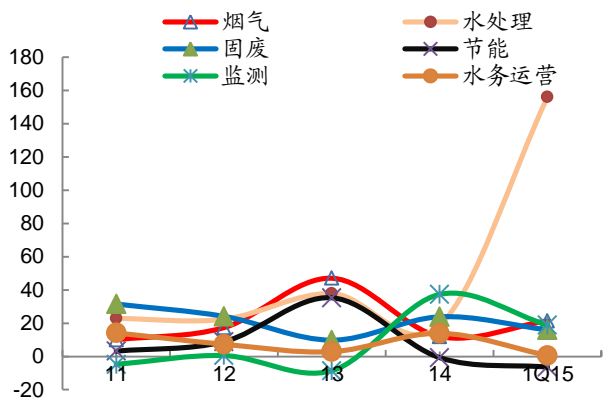
营业外收入对利润贡献度仍显著。2014 年，43 家环保公司营业外收入占利润总额比例平均为 9.6%，比 2013 年小幅下降。

现金回流指标比 2013 年略有好转。2014 年，43 家环保公司销售商品现金流入占营业收入比例平均为 90%，比 2013 年小幅提升。

2015 年 1 季度，环保板块 43 家公司扣非后利润增速平均为 11%，收入增速为 29%。扣非后利润增速最快的 3 家公司是：万邦达（+378%，大项目施工提速、并表昊天节能）、三维丝（+352%，销售规模扩大致收入大增）、燃控科技（+260%，烟气治理、锅炉节能等业务收入大增）。

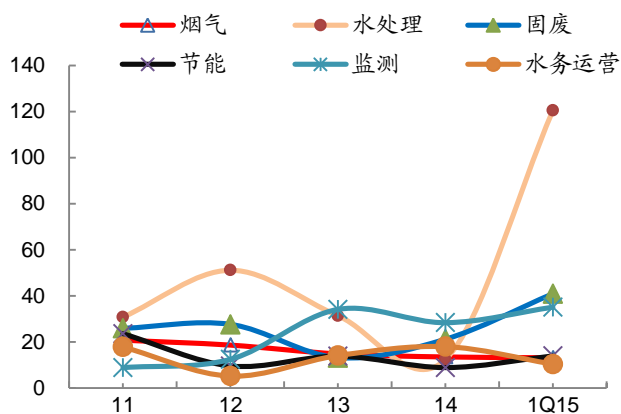
（注：以上“平均增速”指 43 家公司增速的中位数；“相比 2013 年的变化”，指 43 家公司增速同比变化幅度的中位数。）

图表 7：子板块扣非后归属净利润增速变化（%）



资料来源：Wind，中金公司研究部

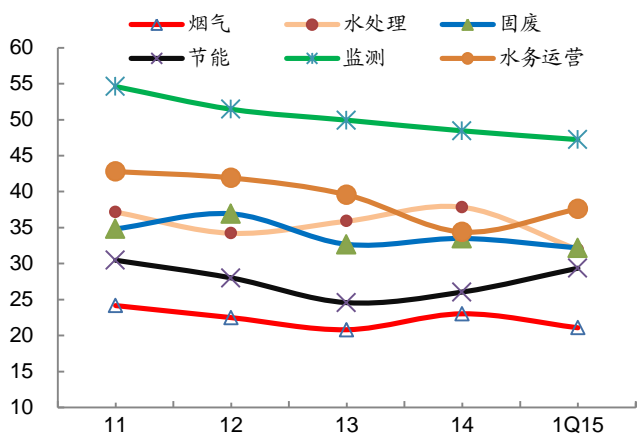
图表 8：子板块营业收入增速变化（%）



资料来源：Wind，中金公司研究部

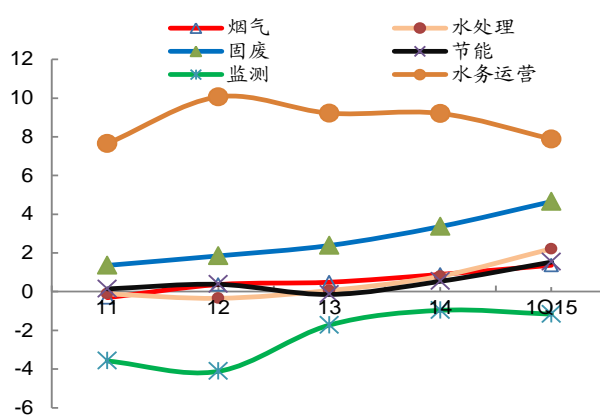


图表 9：子板块毛利率变化 (%)



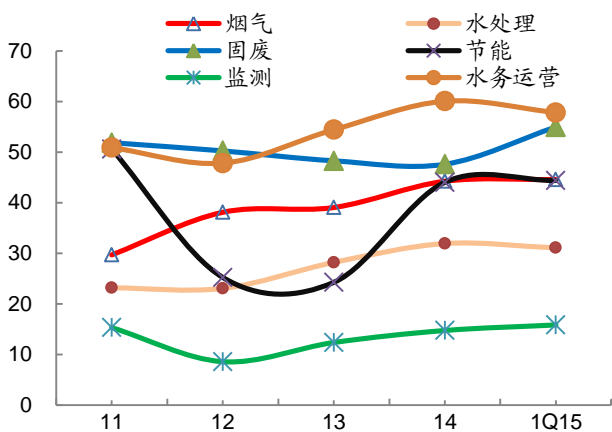
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 10：子板块财务费用率变化 (%)



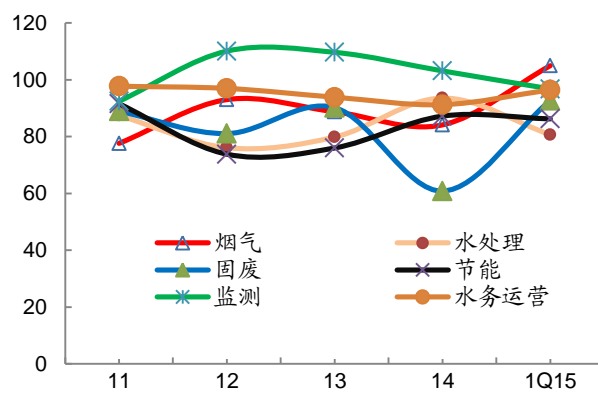
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 11：子板块资产负债率变化 (%)



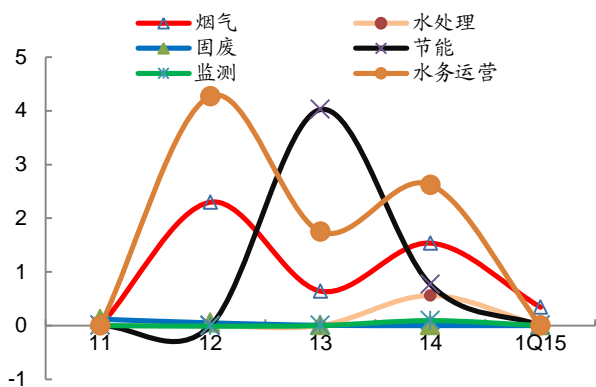
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 12：子板块现金流指标变化 (%)



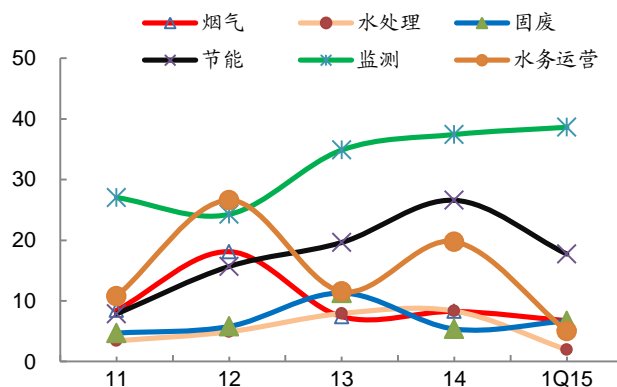
资料来源：Wind，中金公司研究部 (注：销售商品现金流入/营业收入)

图表 13：子板块投资收益/利润总额 (%)



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 14：子板块营业外收入/利润总额 (%)



资料来源：Wind，中金公司研究部

2. 子行业分析：2014 年监测增长“领衔”；1Q2015 污水处理工程增速“爆发”

2014 年，6 个环保子行业扣非后利润增速依次为：监测 (+37%)、固废 (+24%)、污水处理工程 (+19%)、水务运营 (+14%)、烟气 (+12%)、工业节能 (-1%)。



2015年1季度，6个环保子行业扣非后利润增速依次为：污水处理工程（+156%）、烟气（+21%）、监测（+19%）、固废（+16%）、水务运营（+1%）、工业节能（-6%）。

- 1) **监测：2014年，4家公司扣非后归属净利润增速平均为37%，源自销量增长推动收入增速超预期、并购等因素。**

图表 15：监测公司 2014 年报、2015 年 1 季报业绩明细（增速单位：%）

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年	1Q15	14 年	1Q15	14 年	1Q15	14 年	1Q15	
聚光科技	符合预期	60	-261	31	6	45.7	42.9	-3.4	-0.7	收入大增，期间费用率下行
先河环保	符合预期	29	195	32	75	48.4	47.6	-2.4	0.2	1Q 并表科迪隆、广西先得
天瑞仪器	-	-39	-8	-15	-4	60.5	63.3	-2.4	0.6	
雪迪龙	超预期	46	45	26	64	48.5	46.8	2.8	1.7	销量增长，收入增速超预期

资料来源：Wind，中金公司研究部

- 2) **固废：2014年，9家公司扣非后归属净利润增速平均为24%，源自收入快速增长（工程、或固废处理运营收入）、并购等因素。**

图表 16：固废公司 2014 年报、2015 年 1 季报业绩明细（增速单位：%）

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	
中国天楹	超预期	139	11	121	30	51.8	61.3	40.3	61.3	2014 年环保工程收入大增
瀚蓝环境	符合预期	7	22	13	46	31.1	31.2	-7.4	-6.1	2014 年末并表创冠，本部业务增长平稳
桑德环境	符合预期	39	24	63	51	34.5	33.8	-0.7	-1.7	
盛运环保	-	12	101	3	51	37.1	32.0	4.4	-2.3	
华西能源	低于预期	24	-14	4	-12	18.7	16.0	0.0	-3.9	
雪浪环境	-	-23	16	1	29	31.0	32.3	-1.4	3.6	
东江环保	符合预期	35	26	29	35	32.5	30.9	2.0	-1.8	产能扩张促收入快速增长
维尔利	符合预期	355	9	134	61	35.2	38.0	-1.6	-2.1	转型后订单增长提速、收购并表杭能环境
高能环境	低于预期	-19	-5	-1	88	31.9	30.3	-2.2	30.3	在手大项目未进入施工高峰、销管费用率提升

资料来源：Wind，中金公司研究部

- 3) **污水处理工程：2014年，7家公司扣非后归属净利润增速平均为19%，低于预期，源自收入增速放缓（“反腐”影响市政工程开工进度等）。1季度，板块利润增速显著“爆发”（达156%），主要受益于PPP模式推广、企业转型、反腐负面影响边际递减等因素。**



图表 17: 污水处理工程公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位: %)

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	
万邦达	超预期	35	378	33	209	29.9	35.6	3.1	12.5	2H14 起新并表昊天节能, 1Q 大项目施工进度提速
巴安水务	符合预期	18	211	-22	121	40.3	15.9	8.7	-9.8	工业转型市政, 带动订单快速增长
碧水源	低于预期	20	14	10	45	39.1	30.6	1.9	-0.1	主业收入增速放缓
津膜科技	低于预期	7	-51	37	83	37.8	26.1	-6.1	-20.9	订单、收入增速低于预期
中电环保	符合预期	19	48	12	22	28.4	32.3	0.1	5.1	工业转型市政, 带动在手订单持续攀升
博世科	超预期	21	196	36	123	33.4	31.9	-2.5	31.9	订单充足, 收入确认提速
环能科技	超预期	-12	156	1	173	52.9	67.5	1.6	67.5	运营收入同比大增

资料来源: Wind, 中金公司研究部

- 4) 水务运营: 2014 年, 9 家公司扣非后归属净利润增速平均为 14%, 整体增速平稳, 符合预期。

图表 18: 水务运营公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位: %)

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	
国中水务	-	17	-25	22	10	49.7	44.3	2.7	-1.0	
首创股份	符合预期	15	19	32	3	30.7	37.6	-9.0	-7.7	
创业环保	-	8	19	4	13	40.7	41.6	1.1	-1.8	
国祯环保	-	-14	1.4	60	36	26.4	25.3	-12.1	-4.2	
重庆水务	低于预期	-29	-10	3	-14	45.2	42.3	-5.1	-1.4	污水处理结算价格下调
兴蓉投资	低于预期	-9	-11	13	6	44.2	44.3	-3.8	-5.9	毛利率下行、财务负担加剧
洪城水业	符合预期	58	100	22	32	33.7	33.8	1.4	2.6	供水价格提升增厚业绩
中原环保	-	14	8	18	16	31.8	26.2	2.4	0.5	
武汉控股	符合预期	205	1	14	1	34.4	35.6	2.4	-3.1	2013 年存在大额非经常性损益

资料来源: Wind, 中金公司研究部

- 5) 烟气: 2014 年, 8 家公司扣非后归属净利润增速平均为 12%, 比 2013 年显著降速。



图表 19: 烟气公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位: %)

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	
国电清新	符合预期	53	32	67	100	34.0	30.5	-2.2	-9.4	工程订单增长提速、运营项目持续投产, 带动收入增加; 1Q 确认股权激励费用, 拖累业绩
中电远达	低于预期	3	11	7	25	18.6	18.5	0.1	1.0	定增资产交割、并表进度低于预期
永清环保	低于预期	0	-4	41	10	16.4	17.0	-3.3	0.4	重金属修复订单增速低于预期
龙源技术	低于预期	-11	-500	19	-10	24.2	19.3	-6.3	-10.3	行业竞争激烈, 1Q 毛利率大幅下滑, 期间费用率提升
龙净环保	符合预期	21	57	8	15	23.3	26.2	2.1	1.7	订单增长提速
科林环保	-	-89	-52	-13	-6	22.7	22.8	2.3	-2.0	
三维丝	超预期	23	352	5	107	34.1	32.5	0.7	-0.5	1Q 销售规模扩大、收入增长提速
菲达环保	符合预期	27	50	42	11	15.5	19.3	-0.5	2.3	订单增长提速

资料来源: Wind, 中金公司研究部

- 6) 工业节能: 2014 年, 6 家公司扣非后归属净利润增速平均为-1%。下游工业客户经营状况不景气, 拖累节能公司收入、利润增速。

图表 20: 工业节能公司 2014 年报、2015 年 1 季报明细 (增速单位: %)

公司	业绩简评	归属净利润增速		收入增速		综合毛利率		毛利率同比变化		备注
		14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	14 年全年	1Q15	
易世达	-	-25	-560	-35	-21	23.1	29.2	2.7	0.1	
中材节能	-	19	-8	0	-12	25.5	26.3	5.5	-5.2	
科达洁能	低于预期	17	-1	17	15	23.8	24.3	0.3	-1.9	清洁煤气化业务拓展速度低于预期
迪森股份	低于预期	-19	-21	0	12	27.5	29.5	-1.8	2.3	收入增速低于预期、期间费用率上升
燃控科技	超预期	-47	260	48	106	26.6	31.4	1.0	-0.5	1Q 烟气治理、锅炉节能等业务收入大增
天壕节能	符合预期	19	-5	38	54	46.7	38.1	-5.5	-11.2	EMC 主业平稳; 1Q 所得税率提升

资料来源: Wind, 中金公司研究部



2H2015 展望：政策+订单大年，重申关注“PPP、土十条、低碳”三大主题

1. 2015 政策：推广“新模式”，明确“新规划”

本届政府着力推广 PPP 模式，系列政策落地开花。2014 年底以来，国务院发布 PPP 推广意见，继而财政部、发改委陆续出台操作指南；2015 年 4 月《基础设施和公用事业特许经营管理办法》获通过，后续《特许经营法》值得期待。

“水十条”落地，“土十条”进入二级市场视野。2015 年 4 月，规划投资额达 2 万亿美元的“水十条”出台，列出多项子行业的 2017/2020 规划目标（如工业节水、污泥、市政污水等）。继此之后，投资额同样约 2 万亿美元的“土十条”进入加速制定期。

2. 2015 订单：特殊年份，订单可望持续放量

2015 年既是十三五“收官年”，又是 PPP 模式推广“元年”，双重因素促使订单加速释放。

3. 投资策略：重申看好“PPP、土十条、低碳”3 大主题，首推碧水源、高能环境、凯迪电力

PPP：或将开启环保民企的新一轮成长周期。在 PPP 模式下，环保工程企业有望借力创新融资模式（成立产业基金、引入战略投资者、资产证券化等），撬动规模大于以往的订单，从而实现 2015~17 年的利润增速超预期。推荐碧水源（污水处理龙头工程商，PPP 模式经验丰富），关注巴安水务、博世科。

“土十条”：“水十条”已落地，“土十条”出台预期有望升温。推荐高能环境（土壤修复行业领军企业）。

低碳：2015 下半年起，国内外碳减排市场活跃度有望提升。国内来看，2014 年底已出台《碳排放权交易管理暂行办法》，业内预计 2016 年形成全国统一的碳排放权交易市场；国际来看，2015 年是碳减排“关键年”，12 月即将召开巴黎气候峰会，若《京都议定书》成功续签，国际碳排放权交易市场将走出低谷。推荐凯迪电力（生物质发电龙头，电厂、林地资产具备碳减排价值）。

图表 21：环保公司 2015 年上半年业绩预告一览

子行业	公司	往期利润增速 (%)		2015H1 预披露				2015 年利润增速 (%)
		2014H1	2014 全年	利润 (万元)		增速 (%)		市场预期
				下限	上限	下限	上限	
烟气	国电清新	61	50	19,978	22,642	50	70	87
	科林环保	-11	-20	475	712	-20	20	N/A
固废	东江环保	17	21	17,021	19,744	25	45	53
监测	雪迪龙	74	48	8,539	10,674	40	75	40

资料来源：Wind，中金公司研究部



图表 22: 节能环保行业上市公司历年订单统计情况

单位: 亿元		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 年以来
废气	中电远达					7.0*	13.0*	19.5*	15.0*	-
	国电清新		3.1	0.6	1.7	0.7*	1.1*	6.2*	4.5*	1.3*
	永清环保	3.9	1.9	1.4	5.8	6.6	5.5*	5.0*	5.4*	3.4*
废水	碧水源	2.7	3.3	5.5	2.9	14.0	7.9	6.9*	31.4*	22.8*
	万邦达	1.4*	4.1*	6.8*	2.1*	6.7	5.1*	8.9*	4.0	90.0*
	津膜科技	0.6*	0.5*	0.9	2.2	1.4	2.1*	2.2	4.2*	1.6*
	维尔利	0.1	0.9	2.0	1.9	4.6	1.8*	8.0	3.9*	3.1*
	巴安水务		1.3	1.3	1.7	2.7	7.5*	3.5*	29.9*	16.8*
	中电环保	2.8	3.9	4.5				7.4	3.8	-
固废	桑德环境				8.4	-	12.8*	25.7*	79.1*	15.3*
	高能环境									2.7*
	华西能源			9.8*	32.1*	35.6	23.6	2.9*	0.6*	23.1*
监测	聚光科技		1.0*	0.3*	0.5*		0.67*			2*
	先河环保	0.3*	0.4*	0.3*	0.3*		1.2*	0.6*	1.2*	-

资料来源: 公司公告, 公司网站, 各地招标网, 中金公司研究部 (注: *为仅包含公开披露的大项目; **桑德环境、万邦达、碧水源包含部分框架协议项目, 总投资体量较大)



图表 23: 2014 年来已出台、及后续待出台环保政策一览

	所属行业类别	政策名称	出台时间/制定进度
2014 年以来 出台	综合	中华人民共和国环境保护法 (2014 年修订)	2014-4-25
		关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知	2014-9-23
		国家应对气候变化规划 (2014~2020 年)	2014-11-4
		关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	2014-11-26
		基础设施和公用事业特许经营管理办法	2015-4-21
	烟气	锅炉大气污染物排放标准 (2014)	2014-5-20
		生活垃圾焚烧污染控制标准 (2014)	2014-5-20
		煤电节能减排升级与改造行动计划 (2014-2020 年)	2014-9-22
		燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案	2014-11-6
	水务	石油炼制工业污染物排放标准 (首次发布)	2015-3-1
		石油化学工业污染物排放标准 (首次发布)	2015-3-1
		清洁水行动计划 ("水十条")	2015-4-16
	其他	关于开展生物质成型燃料锅炉供热示范项目建设的通知	2014-6-18
环境保护按日连续处罚暂行办法		2015-1-9	
实施环境保护查封、扣押暂行办法 环境保护限制生产、停产整治暂行办法		2015-1-9 2015-1-9	
待出台	综合	关于加快推进生态文明建设的意见	国务院会议通过
		环境保护税法	已上报国务院
		环境污染第三方治理政策	制定中
		排污权、碳排放权交易试点政策	制定中
		市政基础设施建设运营引入市场机制政策	制定中
	全国环境保护"十三五"规划	前期工作	
	烟气	环境空气细颗粒物污染防治技术政策 (试行)	征求意见
		大气污染防治法 (修订稿) 汞污染防治技术政策	征求意见 征求意见
水务	城镇污水处理厂排放标准 (修订)	制定中	
	地表水环境质量标准 (修订)	制定中	
固废	餐厨废弃物管理及资源化利用条例	制定中	
其他	土壤环境保护及综合治理行动计划 ("土壤十条")	制定中	
	土壤环境质量标准 (修订)	形成草案	
	土壤环境保护法	形成草案	

资料来源: 发改委, 环保部, 国务院, 中金公司研究部



风险提示：政策、订单落地不确定性等

1. 政策出台时点不确定性；
2. 订单落地不确定性；
3. 地方政府支付能力不佳，或影响环保工程企业回款速度；
4. 系统性风险。



附录：环保子行业个股构成一览

图表 24: 43 家环保工程公司的子行业分类明细

子行业	个股	子板块	个股	子板块	个股	子板块	个股	子板块	个股	子板块	个股
烟气	中电远达	污水处 理工程	万邦达	固废	中国天楹	工业节能	易世达	监测	聚光科技	水务运营	国中水务
	国电清新		巴安水务		瀚蓝环境		中材节能		先河环保		首创股份
	永清环保		碧水源		桑德环境		科达洁能		天瑞仪器		创业环保
	龙源技术		津膜科技		盛运环保		迪森股份		雪迪龙		国祯环保
	龙净环保		中电环保		华西能源		燃控科技				重庆水务
	科林环保		博世科		雪浪环境		天壕节能				兴蓉投资
	三维丝		环能科技		东江环保						洪城水业
	菲达环保				维尔利						中原环保
		高能环境			武汉控股						

资料来源：中金公司研究部

图表 25: 重点环保个股估值表 (截至 2015 年 5 月 4 日)

子行业	公司	总市值 (十亿)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
工业节能	科达洁能	18	25.78	0.86	1.11	1.59	30	23	16
	天壕节能	10	30.56	0.43	0.57	0.69	72	54	44
烟气	国电清新	23	42.36	0.51	0.92	1.08	83	46	39
	中电远达	20	32.69	0.39	0.59	0.68	85	55	48
	永清环保	9	44.88	0.38	0.52	0.99	118	86	45
	龙源技术	9	18.41	0.45	0.49	0.37	41	38	50
水务运营	兴蓉投资	32	10.66	0.27	0.34	0.41	39	32	26
	重庆水务	53	11.04	0.39	0.40	0.41	28	27	27
	首创股份	38	15.81	0.27	0.32	0.38	59	50	42
污水处理工程	碧水源	56	51.80	0.87	1.31	1.86	59	40	28
	中电环保	7	20.48	0.25	0.33	0.38	83	63	55
	津膜科技	9	33.87	0.41	0.58	0.74	82	59	46
	万邦达	26	35.15	0.26	0.45	0.58	135	79	61
固废	桑德环境	32	37.60	0.99	1.32	1.89	38	28	20
	华西能源	9	23.81	0.58	0.90	1.34	41	26	18
	维尔利	9	25.36	0.28	0.44	0.55	92	58	46
	东江环保	18	51.94	0.72	1.07	1.40	72	48	37
	高能环境	12	74.12	0.71	1.16	1.70	104	64	44
监测	雪迪龙	16	26.18	0.33	0.60	0.75	80	44	35
	平均值						70	48	38
	中间值						72	48	42

资料来源：Wind，中金公司研究部

