



## 随行业政策及主题而动，待企业扩张与转型之机

看好

### ⑤ 政策引领，转型并购创造成长机会

回顾 2015 年，环保政策陆续出台，加上事件与主题催化，板块利好消息不断，支撑了环保股的强势反弹，其中“水十条”和 PPP 模式备受市场关注。明年，更全面、细化、严格的环保政策和标准有望陆续出台，包括“土十条”，海绵城市的推广，环境保护税法，光热发电相关政策等。除此之外，智慧环保、碳排放交易市场、VOCs 监测等相关概念同样值得关注。2015 年环保板块企业业绩亮眼，并购整合大戏继续上演，环保公司外延发展意愿强烈，未来行业并购、多样化扩张和转型之路可能会为市场创造新的投资机会。

### ⑤ 水务板块打开新市场，固废与清洁能源值得关注

**水务板块：**随着污水处理厂升级改造需求在未来 2-3 年的释放，水处理板块将享受利好，实现高速增长，其中，膜法水处理有望进一步打开市场。污水后端的污泥治理依然任重道远，未来污泥处置市场有望打开新格局。海绵城市推进政策频出，2020 年海绵城市引发的产业规模可能达到万亿级别，2016 年开始海绵城市订单有望加快释放。

**固废板块：**固废处置的存量和增量市场需求仍旧很大，市场有望维持高景气度，看好农村垃圾处理及危险废物处置子板块。

**土壤板块：**目前《土壤污染防治行动计划》已基本编制完成，有望于明年出台，“土十条”的出台预计将带动万亿投资。

**清洁能源板块：**随着巴黎气候大会临近，我国碳减排压力增大，清洁能源成为热点和发展方向。其中，光热发电的相关支持和补贴政策有望在明年推出，成为清洁能源板块新热点。

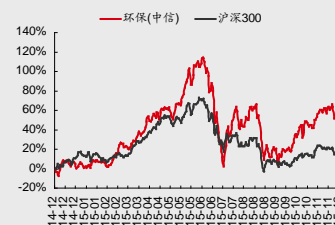
### ⑤ 投资策略：紧随政策与主题，关注转型并购带来的投资机会

建议关注三条投资主线：1、政策或者主题驱动下的受益个股；2、综合竞争实力突出、业绩增长稳健的龙头股；3、扩张意愿强烈、转型或并购预期大的公司。重点推荐推荐碧水源（300070.SZ）、天壕环境（300332.SZ）、东江环保（002672.SZ）。

### ⑤ 风险提示

1、政策颁布及落实速度低于预期；2、公司项目拓展或工程运营进度减缓风险；3、宏观经济放缓下游需求不振；4、行业竞争导致市场份额下降及利润下滑。

### 市场表现 截至 2015.12.4



分析师：赵宇  
执业证书号：S1490513070002  
电话：010-85556203  
邮箱：zhaoyu@hrsec.com.cn

联系人：云韵  
电话：010-85556184  
邮箱：yunyun@hrsec.com.cn

## 目 录

一、环保行业 2015 年走势回顾 .....	4
1、环保板块强势反弹，跑赢大盘 23.07 个百分点 .....	4
2、子板块大幅上涨，环保行业迎来“春天” .....	5
3、公司业绩维持高速增长，未来个股差距逐渐显现 .....	7
4、PPP 模式方兴未艾，行业转型及并购加速 .....	8
二、政策引领，转型并购创造成长机会 .....	9
1、政策及主题驱动仍是环保投资的主线 .....	9
2、业绩为支撑，地域扩张与产业链延伸带来转型契机 .....	11
3、并购大戏持续上演，竞争加剧实力为王 .....	12
三、水务板块打开新市场，固废与清洁能源值得关注 .....	15
1、水处理提标改造空间巨大，污泥处置、海绵城市等打开新市场 .....	15
2、看好固废处置存量和增量市场，关注危险废物和农村垃圾处理 .....	20
3、“土十条”即将出台，提前布局土壤修复 .....	22
4、节能减排压力大，清洁能源有望受益 .....	23
四、投资策略：紧随政策与主题，关注转型并购带来的投资机会 .....	24
1、政策或者主题驱动下的受益个股 .....	24
2、综合竞争实力突出、业绩增长稳健的龙头股 .....	25
3、扩张意愿强烈、转型或并购预期大的公司 .....	25
4、重点公司推荐 .....	25
五、风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 环保行业跑赢大盘 23.07 个百分点.....	4
图表 2: 电力及公用事业跑赢大盘 7.71 个百分点.....	4
图表 3: 2007 年底至今环保 (中信) 板块动态市盈率变化情况.....	5
图表 4: 2007 年底至今环保 (中信) 板块涨跌幅情况.....	5
图表 5: 电力及公用事业板块 (中信) 全年涨幅排名 23 位.....	6
图表 6: 环保设备 (申万) 近一年涨幅 46.34%.....	6
图表 7: 环保工程及服务 III (申万) 近一年涨幅 53.68%.....	6
图表 8: 水务板块 III (申万) 近一年涨幅 20.01%.....	7
图表 9: 环保 III (中信) 板块公司收入和利润增长情况.....	7
图表 10: 环保行业涨幅前十股票涉及概念.....	8
图表 11: 环保行业涨幅前十股票涉及概念 (排除新股).....	9
图表 12: 2015 年出台的部分环保政策 (截至 2015.11).....	10
图表 13: 2015 年环保公司并购统计 (截至 2015.11).....	12
图表 14: 生活污水和工业废水排放量情况 (亿吨).....	15
图表 15: 城镇污水日处理能力 (亿吨) 及城市污水处理率 (%).....	15
图表 16: 我国膜工业产值图 (亿元).....	16
图表 17: 全国城市污水处理厂干污泥产生量、处理量 (万吨/年).....	17
图表 18: 污泥处置处置相关政策梳理.....	18
图表 19: 海绵城市示意图.....	19
图表 20: 生活垃圾清运量和无害化处理量 (万吨).....	21
图表 21: 生活垃圾无害化处理能力 (万吨/日).....	21
图表 22: 我国土壤污染现状.....	22
图表 23: 光热发电原理.....	23
图表 24: 全球光热发电装机容量及规划情况.....	24
图表 25: 重点公司盈利预测、估值及投资建议 (价格以 11.27 日收盘价计算).....	27

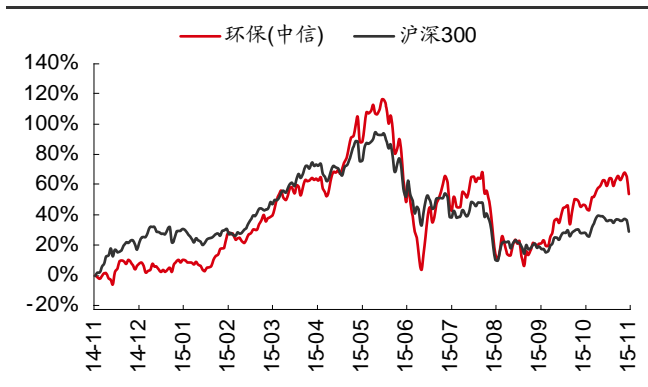
## 一、环保行业 2015 年走势回顾

### 1、环保板块强势反弹，跑赢大盘 23.07 个百分点

2014 年年底至今（11 月 27 日），按中信分类的 CS 环保指数上涨了 53.70%，在中信 185 个三级子板块中排名第 96 位，相比于 2013 年环保板块 84.57% 的涨幅和中信三级子板块 10/188 的排名，2014 年全年环保板块 3.58% 的涨幅和中信三级子板块 178/185 的排名表现来看，2015 年环保板块在经历前一年的调整后出现较为明显的反弹态势。同期沪深 300 上涨 30.63%，环保板块跑赢大盘 23.07 个百分点。

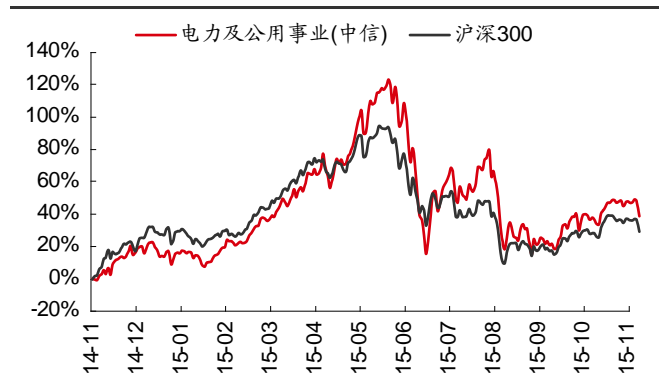
环保所属中信一级行业电力及公用事业板块自 2014 年年底至今（11 月 27 日）涨幅为 38.34%，在 29 个行业中排名第 23 位，同期沪深 300 上涨 30.63%，电力及公用事业板块跑赢 7.71 个百分点。

图表 1：环保行业跑赢大盘 23.07 个百分点



数据来源：Wind、华融证券市场研究部

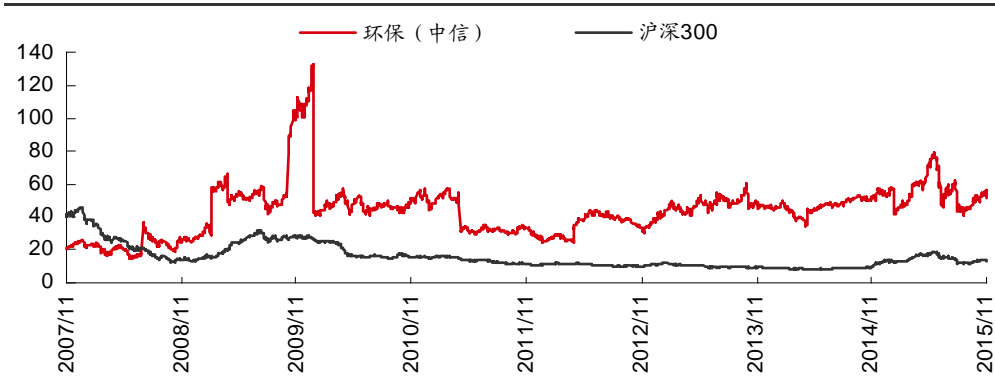
图表 2：电力及公用事业跑赢大盘 7.71 个百分点



数据来源：Wind、华融证券市场研究部

整体来看，环保板块整体估值(TTM)变化幅度大于大盘走势。2015 年上半年随着大盘整体走强，环保板块估值从 50 倍上涨至 70 倍，下半年大盘大幅下跌，板块估值随之回调至 45 倍左右。10 月底，十三届五中全会召开，生态文明建设首度写入“十三五”规划十个任务目标，预计“十三五”期间环保投资力度会进一步加大。政策利好再度催热环保投资主题，拉高环保板块估值至 55 倍左右。

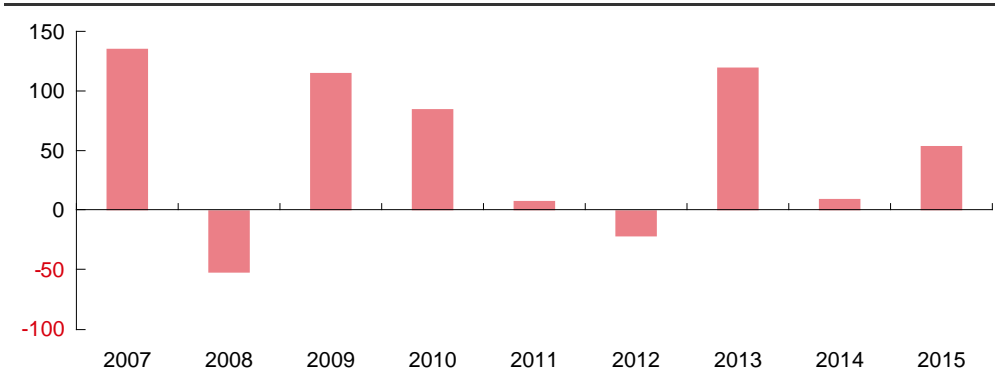
**图表 3: 2007 年底至今环保（中信）板块动态市盈率变化情况**



数据来源：Wind，华融证券市场研究部

回顾环保板块 2007 年至今的涨跌幅情况可以发现，近 8 年中，除 2008 和 2012 年外，环保板块均呈上涨态势，2015 年板块涨幅相较 2014 年有大幅提升，但仍低于 2013 年的 120.19%。

**图表 4: 2007 年底至今环保（中信）板块涨跌幅情况**

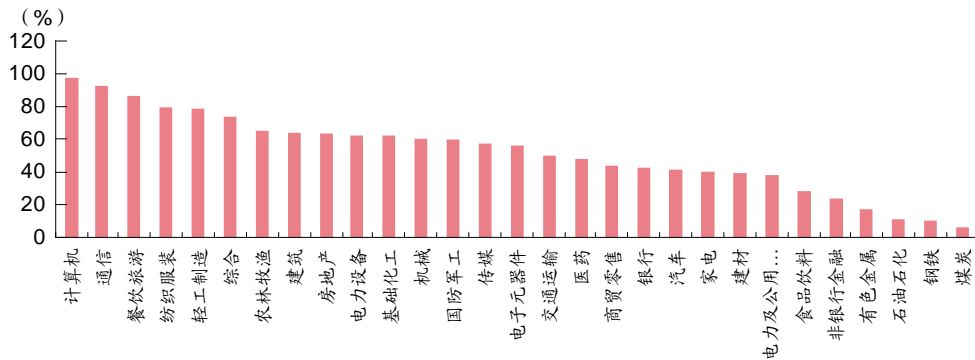


数据来源：Wind，华融证券市场研究部

## 2、子板块大幅上涨，环保行业迎来“春天”

2015 年，环保所属中信一级行业电力及公用事业板块在 29 个一级行业中涨幅位居 23 位。从环保子板块来看，环保设备（申万）、环保工程及服务 III（申万）板块涨幅显著，跑赢沪深 300，在经历 2014 年的低潮后，环保行业迎来了“春天”。

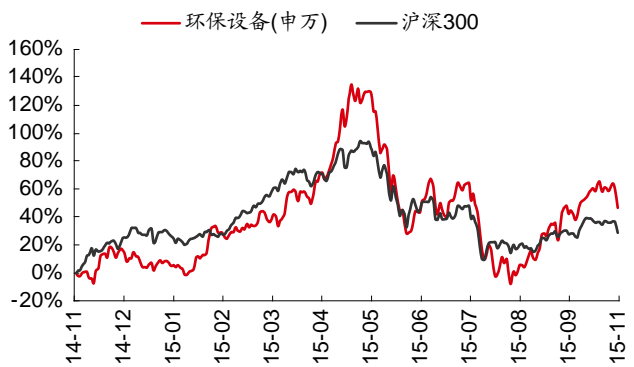
图表 5: 电力及公用事业板块 (中信) 全年涨幅排名 23 位



数据来源: Wind, 华融证券市场研究部

近一年来环保设备 (申万) 板块上涨 46.34%, 环保工程及服务 III (申万) 板块上涨 23.06%, 分别跑赢沪深 300 指数 15.71 和 23.06 个百分点。水务 III (申万) 板块涨幅为 20.01%, 跑输沪深 300 近 10.61 个百分点。2015 年以来, 环保政策利好不断, 从年初的新《环保法》的正式实施及配套方法的颁布, 到 4 月《水污染防治行动计划》(“水十条”) 的出台, 再到 5 月政府与社会资本合作的 PPP 模式的相关意见的下达, 和 10 月底生态文明建设首次写入“十三五”规划十大任务和目标, 在一系列政策刺激和概念催化下, 环保行业各子板块实现较大幅度上涨。

图表 6: 环保设备 (申万) 近一年涨幅 46.34%



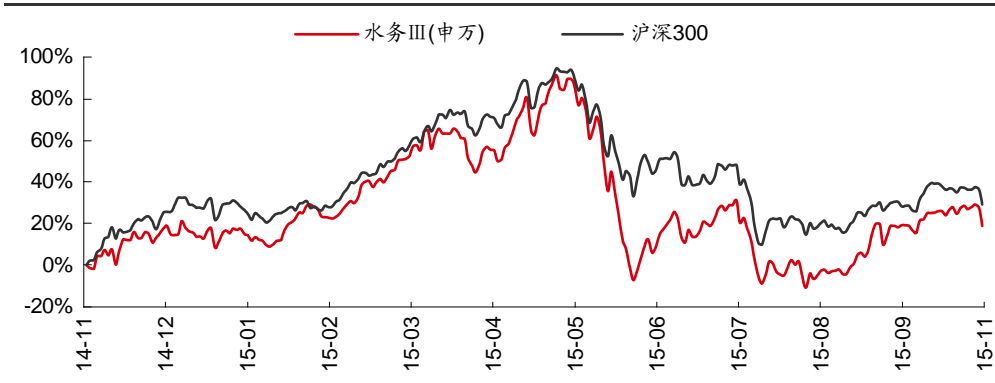
数据来源: Wind、华融证券市场研究部

图表 7: 环保工程及服务 III (申万) 近一年涨幅 53.68%



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

图表 8: 水务板块 III (申万) 近一年涨幅 20.01%

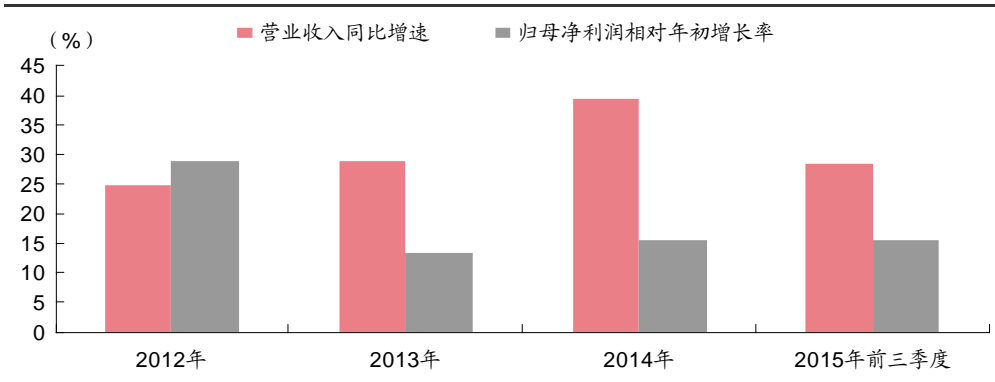


数据来源: Wind, 华融证券市场研究部

### 3、公司业绩维持高速增长, 未来个股差距逐渐显现

从环保公司的业绩来看, 行业总体仍处于高速发展轨道。2012-2014 年环保 III (中信) 板块公司的营业收入同比增速分别为 24.7%、28.8% 和 39.3%。归母净利润相对年初涨幅则分别为 29.0%、13.5% 和 15.6%。截至 2015 年三季度, 该板块公司营业收入增速为 28.34%, 归母净利润增速为 15.6%。考虑到部分环保公司收入具有季节性, 年末回款较多, 故而全年的增长情况可能好于前三季度。

图表 9: 环保 III (中信) 板块公司收入和利润增长情况



数据来源: Wind, 华融证券市场研究部

整体来看, 2012 年以来环境污染事件频发、支持和补贴政策相继落地, 事件和政策双重催化下, 环保公司业绩维持高速增长。目前, 相比一线城市, 国内二三线城市和农村的污染治理空间仍旧广阔。随着国家对于环境保护重视度的不断提升, 投资和政策支持力度的加大, 环保的存量和增量市场将逐步打开。然而随着市场竞争的加剧, 部分领域补贴和优惠政策的减弱, 行业未来的利润增速可能放缓, 公司之间的盈利水平差距有望拉大, 技术实力雄厚、市场拓展能力突出的企业才能突出重围, 笑到最后。

#### 4、PPP 模式方兴未艾，行业转型及并购加速

我们分析 2015 年行业个股涨跌幅情况，数据显示截至 2015 年 11 月 27 日，涨幅前十的环保行业个股中有 4 只新股上市，2 只有并购概念，3 只有 PPP 模式概念。总体来看，涨幅居前的 10 只股票中，多数受新股、PPP 模式、并购以及清洁能源、智慧环保等概念的支撑。

去除新股发行的因素，则行业涨幅前十的个股并购概念个股为 3 只，PPP 模式概念个股有 2 只，垃圾焚烧发电概念个股 2 只，其他则涵盖了清洁能源、国企改革、雾霾治理等概念。涨幅后十名的个股中有重庆水务、兴蓉环境、首创股份、国中水务、创业环保、武汉控股 6 家地方性水务公司。其中跌幅最大的为武汉控股，达到 27.82%。

今年上半年，多部委下发文件推进政府和社会资本合作（PPP）模式，引发环保板块，尤其水处理板块的“PPP 热潮”。同时，随着行业竞争加剧，企业开始谋求新发展，业务多元化、业务转型屡见不鲜。自 2013 年起环保企业并购浪潮涌动，2015 年企业并购数目进一步增长，部分企业开始海外并购的脚步，在实现优质资产和技术的注入之外，也开始寻求海外市场的开拓。除此之外，国企改革、智慧环保、海绵城市等概念也为环保板块注入了活力。总的来看，在政策推动、模式创新和相关概念的多重催化下，环保板块实现了 2015 年的强势反弹。

**图表 10：环保行业涨幅前十股票涉及概念**

证券代码	证券名称	区间涨跌幅 (%)	相关概念
300422.SZ	博世科	549.10	新股/水处理
300425.SZ	环能科技	333.74	新股/水处理（磁分离技术）
603568.SH	伟明环保	255.64	新股/固废处理
300388.SZ	国祯环保	146.07	并购/PPP 模式
603588.SH	高能环境	136.02	固废处理/土壤修复
300156.SZ	神雾环保	132.96	雾霾治理/创新技术
601368.SH	绿城水务	94.82	新股/水务/PPP 模式
601199.SH	江南水务	92.44	国企改革/阶梯水价
300056.SZ	三维丝	88.83	业务转型/并购
300332.SZ	天壕环境	88.58	清洁能源（光热发电等）/P2P+PPP

资料来源：Wind，华融证券市场研究部



**图表 11: 环保行业涨幅前十股票涉及概念 (排除新股)**

证券代码	证券名称	区间涨跌幅 (%)	相关概念
300388.SZ	国祯环保	146.07	并购/PPP 模式
603588.SH	高能环境	136.02	固废处理/土壤修复
300156.SZ	神雾环保	132.96	雾霾治理/创新技术
601199.SH	江南水务	92.44	国企改革/阶梯水价
300056.SZ	三维丝	88.83	业务转型/并购
300332.SZ	天壕环境	88.58	清洁能源 (光热发电等) /P2P+PPP
300190.SZ	维尔利	87.12	渗滤液、餐厨垃圾处理/PPP 模式
002499.SZ	科林环保	64.51	雾霾治理
002479.SZ	富春环保	64.44	并购/垃圾焚烧发电
300090.SZ	盛运环保	62.10	垃圾焚烧发电/PPP 模式

资料来源: Wind, 华融证券市场研究部

## 二、政策引领, 转型并购创造成长机会

### 1、政策及主题驱动仍是环保投资的主线

回顾近年来环保板块的走势, 我们不难看出环保股的行情与政策的颁布、事件和主题驱动关系紧密。一方面, 政策的颁布为环保产业指明发展方向, 如“大气十条”、“水十条”的相继出台, 先后引发了大气治理、水处理板块的投资热潮。另一方面, 一项政策的出台通常伴随着配套资金投入和相关优惠补贴政策。事实上, 过去环保设施建设、环境治理投资主要依赖于国家和地方政府, 随着 PPP 模式的推进, 社会资本的涌入, 环保产业资金来源更将广泛且充足, 但国家政策仍起着决定性的指引作用, 如资源回收等领域还较大程度上依赖于补贴政策。

政策之外, 环境污染事件、重要会议相关主题也是环保板块的催化剂之一。2015 年初, 雾霾污染调查《穹顶之下》的热播引发了社会对于环保、大气污染治理的广泛关注和讨论, 而巴黎气候峰会的临近则将人们的视线吸引到节能减排、清洁能源等相关板块。

回顾 2015 年，环保政策陆续出台，加上事件与主题催化，板块利好消息不断，支撑了环保股的强势反弹，其中“水十条”和 PPP 模式备受市场关注。继“大气十条”之后，备受瞩目的“水十条”正式发布，列出七项指标，并针对流域治理、水质提标改造、再生水利用以及污泥处置等提出要求。根据环保部投入产出模型测算，“水十条”预计可拉动 GDP 增长约 5.7 万亿元，带动环保产业新增产值约 1.9 万亿元。该政策的出台也拉动了水务板块的上涨。而后，从中央到地方层面，一系列推动政府和社会资本合作的指导意见的发布，掀起了 PPP 模式的热潮，水务板块再次成为其中的领头军。财政部公布的第二批，共 206 个政府和社会资本合作示范项目中，环保相关项目有 94 个，几乎占总项目数的 50%，投资总额 1545.22 亿元。水务领域 PPP 项目共 51 个，总投资金额 921.99 亿元，占环保项目投资总额的 59.67%。

**图表 12：2015 年出台的部分环保政策（截至 2015.11）**

时间	发布部门	政策名称
2015.1	环保部	新环保法
2015.1	国务院办公厅	《关于推行环境污染第三方治理的意见》
2015.1	发改委、财政部、住建部	《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》
2015.2	环保部	《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》
2015.3	发改委、国开行	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》
2015.4	财政部	《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》
2015.4	发改委	《2015 年循环经济推进计划》
2015.4	国务院	《水污染防治行动计划》（“水十条”）
2015.4	财政部、环保部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》
2015.5	国务院	《关于加快推进生态文明建设的意见》
2015.5	国务院	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》
2015.7	财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、环境保护部	《环保“领跑者”制度实施方案》
2015.8	国务院	《中华人民共和国大气污染防治法》修订发布
2015.10	国务院办公厅	《关于推进海绵城市建设的指导意见》
2015.10	环境保护部、公安部、财政部、交通运输部、商务部	《关于全面推进黄标车淘汰工作的通知》
2015.11	住房城乡建设部等十部门	《全面推进农村垃圾治理的指导意见》

资料来源：华融证券市场研究部

环保产业属于政策导向型行业，历史的经验也告诉我们相关政策的预期、落地到实施都会不同程度上影响市场情绪的波动。毋庸置疑的是，随着环境问题的日益突出，国家和地方层面对于环保问题的重视度提升，环保标准和监管的加严是大势所趋，环境治理和生态修复的存量和增量市场的释放只是一个时间问题。10 月底，人民日报公布“十三五”规划的十个任务目标，生态文明建设首次被写入，这也向环保行业释放了一个积极信号。

展望 2016 年，更全面、细化、严格的环保政策和标准有望陆续出台：①“土十条”，总体目标是到 2020 年，土壤污染恶化趋势得到遏制；农用地土壤得到有效保护；建设用地土壤安全得到基本保障；土壤污染防治示范取得明显成效，土壤环境管理体制机制基本健全。有消息称土十条可能带动 6 万亿的巨大市场；②污水排放标准修订，2015 年 11 月环保部发布《城镇污水处理厂污染物排放标准（征求意见稿）》，在原标准基础上新增近 50 项控制项目，首次提出特别排放限制，并强调污泥处置环节；③海绵城市的推广，中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助，时间为三年。仅 16 个试点城市的总投资额就高达 856 亿元；④环境保护税法，目前环境保护税法草案正在进行最后完善，最快将于今年年底前由国务院审议通过草案。这也意味着环保征税执法更加严格，企业排污风险和成本加大；⑤第三方治理相关政策，2015 年初国务院办公厅发布《关于推行环境污染第三方治理的意见》，明确提出“环境污染第三方治理是排污者通过缴纳或按合同约定支付费用，委托环境服务公司进行污染治理的新模式”。未来更加细化的推动政策有望出台；⑥光热发电相关政策。今年七月发改委发布的《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》中明确提出到 2020 年光热计划安装 1GW，到 2030 年，达到 6GW。未来光热发电相关支持政策有望落地。除此之外，智慧环保、碳排放交易市场、VOCs 监测等相关概念同样值得关注。

## 2、业绩为支撑，地域扩张与产业链延伸带来转型契机

随着今年“水十条”的落地以及 PPP 模式的推行，环保公司开始分享政策和市场带来的订单盛宴，这也使环保板块的业绩表现亮眼。截至 2015 年三季度，环保 III（中信）板块公司的营业收入增速为 28.34%，归母净利润增速为 15.6%。

从趋势来看，2016 年 PPP 模式项目有望继续放量，上市公司在手订单充足，下一步新订单的获取和业绩兑现能力将成为市场关注的焦点。由于多数环保项目前期资金投入较大，对于公司的资金储备是一个考验，故而已签署订单的建设投产需要一定时间，其业绩兑现具有延后性。另外，随着行业进入者增多，竞争加剧，总体毛利率下行是大概率事件，个股之间的业绩表现分化可能会显现。

除了订单的争夺之外，环保公司也加快了地域扩张和产业链延伸的脚步。一方面，部分环保项目具有排他性，地域的布局不仅意味着先发优势，往往还是当地和附近区域资源的占领。所以环保公司的“跑马圈地”也从一线城市向二三线城市拓展。另一方面，企业开始以自主研发、并购等方式进行产业链的延伸，创造新的利润点，实现多元化经营。而从盈利模式来看，工程类项目的毛利率相对较高，有不少设备制造商开始向工程 EPC 类企业转型。虽然不同的公司的扩张和转型尚具有不确定性，但未来多样化的扩张和转型之路可能会为市场创造新的投资机会。

### 3、并购大戏持续上演，竞争加剧实力为王

近年来，并购整合成为环保市场的一个新趋势，龙头公司通过并购巩固自身的竞争实力抑或布局新的业务线，中小型公司则通过并购注入优质资产，提升自身的技术水平和综合实力。

2012年以来，环保市场并购浪潮迭起。根据统计，2012年涉及环保公司的并购项目共有17个，涉及资金规模12.2亿元。2013年涉及到环保上市公司的并购项目共有39个，被并购标的总金额规模为156亿元。2014年年初至2014年12月13日，涉及环保行业的33家上市公司并购项目共94起，涉及金额为167.48亿元。根据我们的不完全统计，2015年（截至11.20）环保公司的并购项目68起，涉及金额为188.85亿元。

**图表 13: 2015 年环保公司并购统计 (截至 2015.11)**

公司名称	时间	购买标的	交易金额
城投控股	2015.8	上海阳晨投资股份有限公司	37.9 亿元
信雅达	2015.3	科匠信息 75%的股权	3.23 亿元
	2015.7	杭州信雅达数码科技有限公司 34%股权	5780 万元
菲达环保	2015.2	江苏海德节能科技有限公司 70%股权	1.65 亿元
洪城水业	2015.9	二次供水公司 100%股权	5.77 亿元
		南昌燃气 51%股权 公用新能源 100%股权	
瀚蓝环境	2015.11	燃气发展 30%股权	9.3 亿元
国中水务	2015.3	赛领国际投资基金（上海）有限公司 10 亿元对应全部股权	3.78 亿元
新疆天业	2015.9	天伟化工 62.50%股权；天伟化工生产经营所使用的 4 宗土地使用权。	9.25 亿元
	2015.2	武汉伊高水务有限公司 100%股权	426 万元
首创股份	2015.5	美利控股集团有限公司 100%股权	2.35 亿元
		河南新汇建设工程有限公司 100%股权	
	2015.7	沧州海水淡化（香港）有限公司 80%股权	不超过 8 美元
	2015.7	ECO Industrial Environmental Engineering Pte Ltd 股权 96.1%股权	不超过 2.46 亿新加坡币
迪森股份	2015.5	广州瑞迪融资租赁有限公司 5%股权	认缴出资额 900 万元
	2015.6	杭州银江环保科技有限公司 51%股权	4710.59 万元
兴源环境	2015.8	上海昊沧部分股权，完成后持有 35%股份	4361.538 万元
	2015.11	中艺生态 75%的股权	12.43 亿元
巴安水务	2015.8	新沂市万通祥源汽车加气有限公司 80%股权	4361.538 万元
	2015.11	KWI Corporate Verwaltungs GmbH 100%的股权	3882 万欧元
聚光科技	2015.3	北京鑫佰利科技发展有限公司 70%股权	1.05 亿元
	2015.8	上海安谱实验科技股份有限公司 45.53%的股权	1.49 亿元

公司名称	时间	购买标的	交易金额
铁汉生态	2015.8	广州环发环保工程有限公司 80%股权	9600 万元
	2015.10	星河园林 100%的股权	8.45 亿元
元力股份	2015.4	元禾化工 51%股权	8787 万元
天瑞仪器	2015.4	苏州问鼎环保科技有限公司 100%股权	1.35 亿元
先河环保	2015.2	科迪隆 80%的股权	2.07 亿元
	2015.5	Sunset 60%股权	660 万美元
	2015.8	四川久环环境技术有限责任公司 80%股权	1920 万元
盛运环保	2015.7	鹰潭中科认缴出资额为 3149 万元（持股比例 5.74%）的股权	3149 万元
碧水源	2015.11	久安集团 49.85%的股权	12.32 亿元
三维丝	2015.4	洛卡环保 100%股权	2.52 亿元
	2015.9	厦门珀挺 80%股权	7.00 亿元
东江环保	2015.5	珠海市斗门区永兴盛环保工业废弃物回收综合处理有限公司 80%股权	2.2 亿元
	2015.6	衡水睿韬环保技术有限公司 85%股权	8500 万元
	2015.11	浙江江联环保投资有限公司 60%的股权	7555.80 万元
普邦园林	2015.10	深蓝环保 100%的股权	4.42 亿元
雪迪龙	2015.6	Kore Technology Limited 45.56%股权	1648996 英镑
	2015.7	吉美来公司 44%的股权	不超过 3122.40 万元
	2015.8	北京科迪威环保设备有限公司 60%股权	21.6 万美元
华西能源	2015.6	天河（保定）环境工程有限公司 60%股权	16.8 亿元
长青集团	2015.5	鹤壁市国昌能源发展有限公司 100%股权	560 万元
杭锅股份	2015.6	杭锅设备成套 32%的股权	336 万元
	2015.8	江南能源 16.35%的股权	1650 万元
		宁波江南 100%的股权	5000 万元
	2015.9	西子联合工程 11.3%的股权	2245.13 万元
富春环保	2015.8	江清园生态热电有限公司 60%股权	2.4 亿元
宝莫股份	2015.4	40%东营宝莫股权	缴纳出资义务
	2015.6	加拿大阿尔伯特省 Bashaw 油区油田权益资产及涉及上述油田内的某些天然气管道资产	2,830 万加元
棕榈园林	2015.5	贝尔高林国际（香港）有限公司 50%股权	8 亿港元
格林美	2015.2	浙江德威硬质合金制造有限公司 65%股权	1.95 亿元
	2015.2	江苏凯力克钴业股份有限公司	3.86 亿元
	2015.2	收购荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司 49%股权	1.62 亿元
东方园林	2015.10	中能环保的 60%股权	3.66 亿元
启迪桑德	2015.1	洪泽洪清环保有限公司 100%的股权	763.88 万元
	2015.1	淮南淮清环保有限公司 100%的股权	4087.90 万元
	2015.2	同力电子 70%股权	1.68 亿元
	2015.4	湖南省同力电子废弃物回收拆解利用有限公司 37.1%股权	8904 万元
	2015.4	哈尔滨市群勤环保技术服务有限公司 65%的股权	5200 万元

公司名称	时间	购买标的	交易金额
	2015.4	南通森蓝环保科技有限公司 55%的股权。	7040 万元
	2015.4	攸县供销再生资源有限公司 100%的股权	902.6 万元
	2015.7	沐阳明澈水业有限公司 100%的股权	1025.09 万元
	2015.7	焦作市德新生物科技有限公司 10%的股权	200 万元
	2015.9	河南艾瑞环保科技有限公司 100%股权	3600 万元
	2015.9	邢台恒亿再生资源回收有限公司 60%的股权	4476.56 万元
中山公用	2015.7	中山市天乙能源有限公司 100%股权	1.68 亿元
	2015.9	郑州市郑东新区水务有限公司 100%股权	2.11 亿元
	2015.9	郑州市西区热力资产项目	2.81 亿元
中原环保	2015.9	净化公司所有的五龙口污水处理厂一期和二期、马头岗污水处理厂一期和二期（污泥消化、干化资产除外）、南三环污水处理厂、马寨污水处理厂、王新庄污水处理厂技改工程。	32.32 亿元

资料来源：华融证券市场研究部

从 2015 年的并购项目我们可以看到环保行业并购除了横向和纵向并购外，也有多元化并购的趋势，即借由并购的资产注入实现新领域的快速切入。而一些上市公司也开始瞄准国外的并购标的，在实现技术引进的同时，也为未来协同作用下的海内外市场拓展奠定基础。从产业的发展规律来看，未来几年，并购大戏仍将在环保行业继续上演，我们也建议投资者关注行业并购整合带来的投资机会。

随着更多的环保公司做大做强，龙头公司将会寻求更一体化、多元化的发展，打造综合环保方案解决平台是大势所趋。长期来看，伴随着竞争加剧，环保行业的“优胜劣汰”可能会开始显现。技术领先、市场拓展和资本运作能力强的企业才能脱颖而出，走得更远。

### 三、水务板块打开新市场，固废与清洁能源值得关注

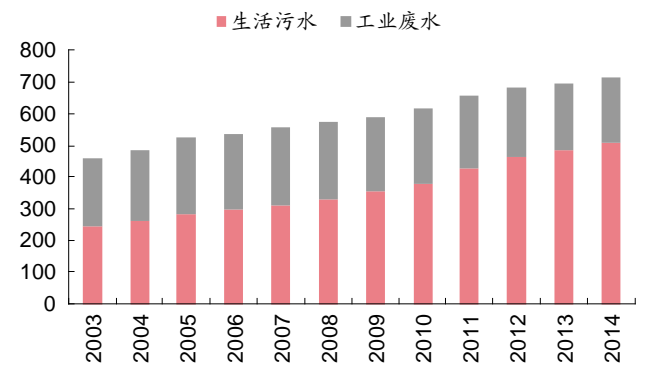
#### 1、水处理提标改造空间巨大，污泥处置、海绵城市等打开新市场

(1) 排放标准提升，污水提标改造空间巨大，膜法水处理有望扩大份额

2002 年《城镇污水处理厂污染物排放标准》发布的十几年间，我国城镇污水处理设施建设处于高速发展阶段，截至 2015 年 6 月底，全国设市城市、县累计建成污水处理厂 3802 座，污水处理能力达到 1.61 亿立方米/日。然而污水处理厂大多采取传统工艺，出水水质普遍为劣 V 类。事实上，我国城镇污水排放标准过低，按照 2002 年标准，一级 A 标准也仅相当于地表水劣 V 类，人体不能直接接触。根据测算，污水厂出水水质提升至地表水 IV 类，吨水成本仅需增加 0.1 元左右。国家标准过低不仅无法满足现有水污染治理的需求，而且阻碍了新技术的替代进程，可以说，提高排放标准已经成为当务之急、大势所趋。

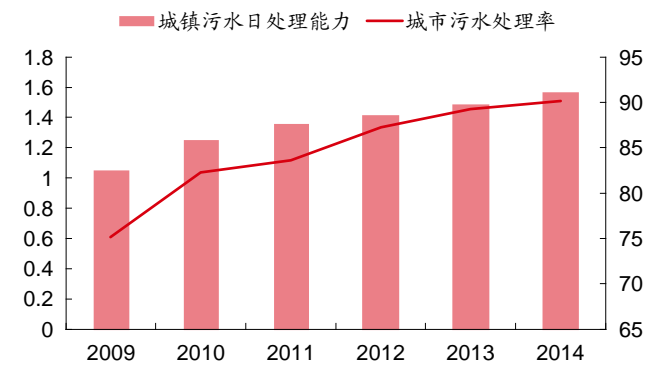
近日，环保部发布《城镇污水处理厂污染物排放标准（征求意见稿）》，这也是对 GB18918-2002 标准的首次修订。此次修订，在原有控制项目的基础上新增总镍、苯并(a)芘两项基本控制项目和金属类、有机类、农药类、无机类、综合毒性等 39 项选择控制项目，污染物项目总数达到 103 项。并提出水污染物特别排放限制，高于原标准的一级 A 标准。同时要求自 2016 年 7 月 1 日起，新建城镇污水处理厂执行一级 A 标准，自 2018 年 1 月 1 日起，敏感区域内现有城镇污水处理厂执行一级 A 标准。

图表 14: 生活污水和工业废水排放量情况 (亿吨)



数据来源：住建部、华融证券市场研究部

图表 15: 城镇污水日处理能力 (亿吨) 及城市污水处理率 (%)



数据来源：住建部、华融证券市场研究部

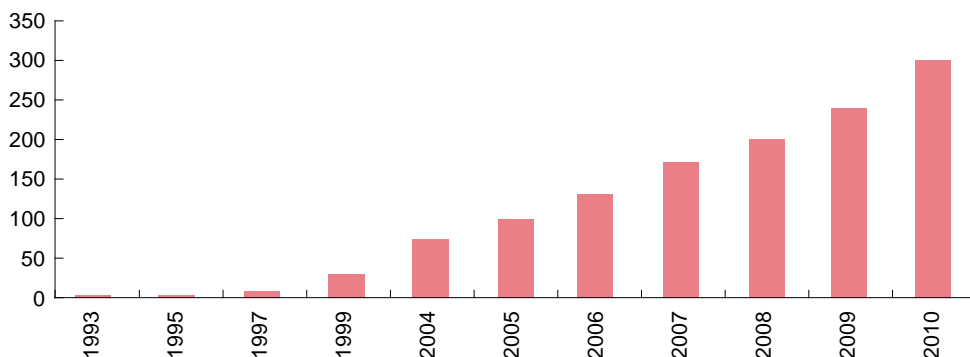
此次修订稿的发布，也正式拉开了污水处理厂提标改造的序幕。近年来，我国城镇污水处理率不断提升，截至 2014 年底，城市污水处理率达到 90.18%，污水处理厂集中处理率为 85.94%。排放标准的大幅提高预计将开启污水厂的升级改造，有望在 2016-2017 年释放大量需求。

而从技术角度来看，膜技术是膜分离技术的简称，包括微滤和超滤，可广泛应用于给水处理、生活污水和工业废水处理、中水回用等领域。相比于传统工艺，膜处理技术有望凭借其高出水水质、占地面积小、产泥量小等优势进一步扩大市场份额。

目前全球膜市场规模不断增大，预计到 2020 年，全球膜法水处理膜组器及工程市场规模将达到 800 亿美元。我国膜产业发展同样迅速，已经成为继欧洲、北美后全球第三大水处理市场。2010 年，我国膜产值超过 300 亿元，占全球膜市场的 10% 左右。根据中国膜工业协会的《中国膜行业“十三五”战略发展规划》编制思路，“十三五”期间，膜产业将实现产值翻番，年均增长 20% 左右。“十三五”末期功能膜产值突破 2500 亿元，出口实现 100 亿元/年。

过去国内膜技术市场主要被陶氏化学、通用电气、西门子、三菱丽阳、日东电工、旭化成、东丽等几家外国公司垄断，目前我国的 RO 膜主要靠进口，微滤膜和超滤膜国产率也仅有 50%。经过多年的发展，全国已初步建立了较完整的高性能膜材料创新链和产业链，自主研发了一批膜材料和应用技术，未来膜材料国产化率将不断提升。根据《中国膜行业“十三五”战略发展规划》对重点产品的要求，“十三五”期间反渗透膜技术达到国际先进水平，海水淡化 RO 膜国内市场占有率达到 30-50%。微滤膜及超滤膜质量直线突破，国内市场占有率达到 60-80%，未来膜工业市场潜力巨大。

**图表 16: 我国膜工业产值图 (亿元)**



数据来源：《中国水处理行业可持续发展战略研究报告（膜工业卷）》，华融证券市场研究部

随着污水处理厂升级改造需求在未来 2-3 年的释放，水处理板块将迎来利好，实现高速增长，其中，膜法水处理有望进一步打开市场，而具有从膜材料-膜组件-膜应用工程的全产业链布局 and 综合竞争优势的公司将受益最多。

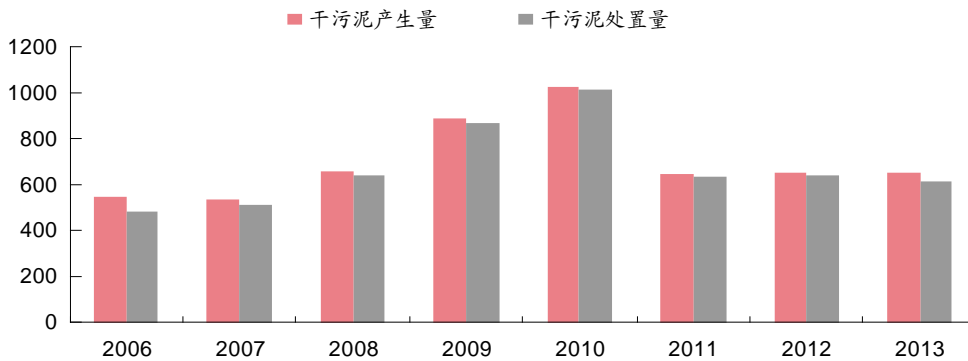


## (2) 污泥处置市场有望打开新格局

污泥是污水处理的必然产物，随着污水排放量和处理量的不断攀升，污泥处置问题也成为我国水处理领域的最大难题之一，截至 2013 年底，污水处理产生的剩余污泥已经超过 3000 万吨/年。从处理技术现状来看，发达国家的技术路线相对成熟。欧洲污泥处置主要方式为填埋和土地利用，北美地区以农用为主，日本则以焚烧后建材利用为主，农用与填埋为辅。而国内的污泥处置尚处于初步阶段。

过去国内“重水轻泥”，据不完全统计，全国城镇污水处理厂污泥只有小部分进行卫生填埋、土地利用、焚烧和建材利用等，大部分未进行规范化的处理处置，这也造成了潜在的地下水、土壤等二次污染的环境和健康风险。《中国城市建设统计年鉴》数据显示，近年我国城市污水处理厂干污泥产生量基本维持在 650 万吨/年左右（注：2011 年，住建部调整了干污泥产生量的折算方法，因此，较前几年有很大的变化，前后无对比价值）。根据 E20 研究院预测，2014 年的湿污泥产生量约为 3000-3500 万吨。但值得注意的是，目前我国污泥的无害化处置率不足 30%，且偷排现象依然严重，据统计至少有 17.46% 的污泥去向不明，污泥治理依然任重而道远。

**图表 17: 全国城市污水处理厂干污泥产生量、处理量 (万吨/年)**



数据来源：《中国城市建设统计年鉴》，华融证券市场研究部

近年来，国家发布了一系列污泥处理处置相关政策法规，引发市场对污水后端污泥处置的关注，然而现有政策多集中于技术层面的规范，存在职责划分不清、标准欠缺可操作性等问题，对于投资模式、收费机制等问题还需要进一步明晰。目前中国处理污水的成本在 1 元/吨左右，加上污泥无害化处置费用，运营成本要再增加 0.2 元左右，对于污泥处置的资金来源和收费标准急待明确。随着政府对污泥处置的重视度提升，相关政策的细化，未来污泥处置市场有望打开新格局，预计未来五年，我国污泥处理处置投资规模有望达到 300 亿元以上。

图表 18: 污泥处置处置相关政策梳理

时间	发布部门	政策名称	政策要求
1984	城乡建设环境保护部	《农业污泥中污染物控制标准》	对污泥中的有害物质进行了限制，并规定了污泥农用地期限，在一定程度上对污泥农用的安全性初步给予了指导。
1993	建设部	《城市污水处理厂污水污泥排放标准》	要求城市污水处理厂污泥宜进行脱水处理，其含水率宜小于 80%。
2000	建设部、环保部、科技部	《城市污水处理及污染防治技术政策》	规定城市污水处理产生的污泥，应采用厌氧、好氧和堆肥等方法进行稳定化处理，也可采用卫生填埋方法予以妥善处理。经过处理后的污泥，达到稳定化和无害化要求的可农田利用，否则应按有关标准和要求进行卫生填埋处置。
2002	环保部、国家技术监督检验总局	《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002)	规定了污泥稳定化处理后的指标：无论是厌氧消化还是好氧消化有机物降解率都要大于 40%；并进一步规定了含水率、蠕虫卵死亡率、粪大肠菌群值等指标限值。
2008	环保部	《城市污水处理厂污水污泥处理处置最佳可行技术导则》(征求意见稿)	为污水处理厂污泥处理处置项目环境影响评价、工程设计、施工、验收、运营管理等环境管理的技术依据。
2009	住建部	《城镇污水处理厂污泥处理技术规程》(CJJ 131-2009)	为城镇污水处理厂的初沉污泥、剩余污泥及其混合污泥处理的方案设计、施工验收、运行管理、安全措施和监测控制提供技术依据。
2009	建设部、环保部、科技部	《城镇污水处理厂污泥处理处置及污染防治技术政策(试行)》	明确了污泥处理处置的技术路线，规定在安全、环保和经济的前提下实现污泥的处理处置和综合利用，同时规定了污泥处理处置的保障措施；另一方面，提出了污泥处理处置的投融资机制。
2010	环保部	《城镇污水处理厂污泥处理处置及污染防治最佳可行技术指南》(试行)	筛选出了污泥处理处置的最佳可行技术。
2010	环保部	《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》	要求各级地方政府加快污泥处理设施建设。
2011	发改委、住建部	《关于进一步加强污泥处理处置工作组织实施示范项目的通知》	要求各地有关部门高度重视污泥处理处置工作。
2011	发改委、住建部	《城镇污水处理厂污泥处理处置技术指南(试行)》(建科[2011]34号)	《指南》为城镇污水处理厂污泥处理处置工作从总则、污泥的来源与性质、污泥处理处置的技术路线与方案选择、污泥处置方式及相关技术、应急处置与风险管理等方面进行了规划。
2012	发改委、住建部、环保部	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	规划投资 347 亿元，新增城镇污泥年处理处置规模约 500 万吨干污泥(约合 2500 万吨湿污泥)。城市污泥无害化处置率达到 70%，其中 36 个大中城市达到 80%。县城、建制镇污泥无害化处置率达到 30%。

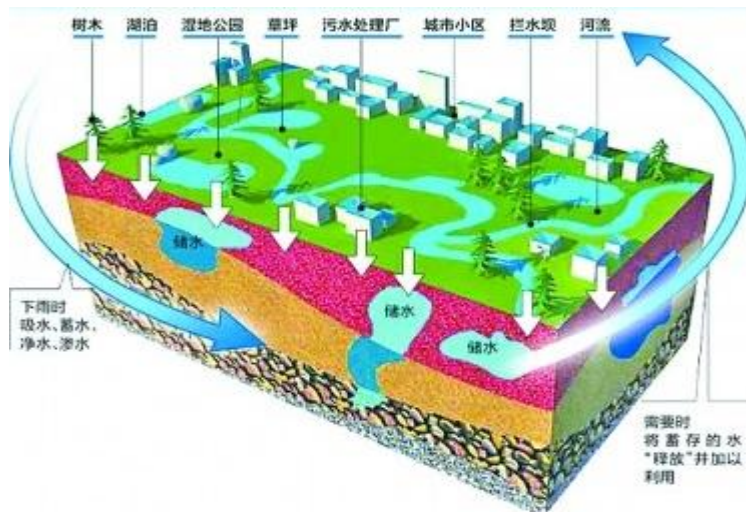
时间	发布部门	政策名称	政策要求
2014	财政部、发改委、住建部	《污水处理费征收使用管理办法》	污水处理费的征收标准，按照覆盖污水处理设施正常运营和污泥处理处置成本并合理盈利的原则制定，由县级以上地方价格、财政和排水主管部门提出意见，报同级人民政府批准后执行。污水处理费的征收标准暂时未达到覆盖污水处理设施正常运营和污泥处理处置成本并合理盈利水平的，应当逐步调整到位。
2015	国务院	《水污染防治行动计划》	明确要推进污泥处理处置。污水处理设施产生的污泥应进行稳定化、无害化和资源化处理后处置，禁止处理处置不达标的污泥进入耕地。非法污泥堆放点一律予以取缔。现有污泥处理处置设施应于2017年底前基本完成达标改造，地级及以上城市污泥无害化处理处置率应于2020年底前达到90%以上。
2015	环保部	《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿）	调整了污泥稳定化与无害化控制要求，增加了“细菌总数”指标。取消了污泥农用的污染物控制标准限值

资料来源：华融证券市场研究部

### （3）海绵城市为水务板块创造新增长点

所谓海绵城市，就是充分发挥原始地形地貌对降雨的积存作用，充分发挥自然下垫面和生态本底对雨水的渗透作用，充分发挥植被、土壤、湿地等对水质的自然净化作用，使城市像“海绵”一样，对雨水具有吸收和释放功能，能够弹性地适应环境变化和应对自然灾害。海绵城市的首要优点是将雨水“变废为宝”，减少自来水需求。同时，海绵城市也具有保证安全地下水位、减少地面沉降、缓解城市内涝灾害、调节城市生态、降低排水管道等设施投资的好处。海绵城市涉及到设计、工程、运营的全过程，其中主流技术为低影响开发（LID）。

图表 19：海绵城市示意图



数据来源：互联网，华融证券市场研究部

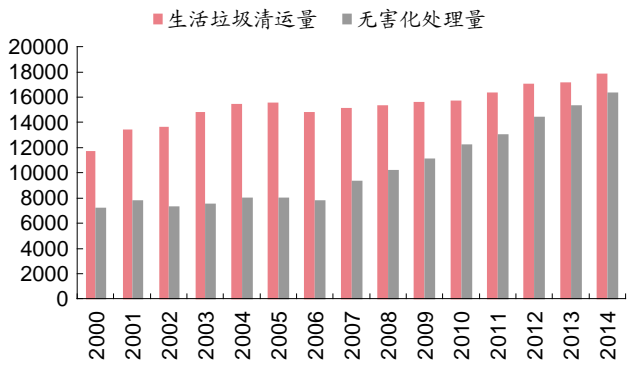
2013年12月，习主席在中央城镇化工作会议上提出了“海绵城市”的概念。而后，海绵城市的相关推进政策频出，超过市场预期。2014年10月，住建部印发《海绵城市建设技术指南——低影响开发雨水系统构建（试行）》，提出了低影响开发雨水系统构建的基本原则，明确构建内容、要求和方法。2014年12月，财政部、住建部、水利部共同发布《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》，对海绵城市建设试点给予中央财政的专项基金补助，标准为一定三年，直辖市每年6亿元，省会城市每年5亿元，其他城市每年4亿元。对采用PPP模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励10%。今年7月，住建部发布《海绵城市建设绩效评价与考核办法（试行）》。10月，国务院出台《关于推进海绵城市建设的指导意见》。密集的政策出台也表现出政府对于海绵城市建设工作的决心。

10月23日，财政部、住建部、水利部公布了2015海绵城市建设试点城市名单，仅仅16个城市，总投资额就高达856亿元。而10月国务院发布的《指导意见》中明确指出海绵城市的建设目标：通过海绵城市建设，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用。到2020年，城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。目前，海绵城市每平方公里的建设投资强度大概在1亿-2亿元左右，考虑到国家投入对于资本的撬动作用，则2020年海绵城市引发的产业规模可能达到万亿级别。2016年开始海绵城市订单有望加快释放，其中具有全产业链布局、技术资金储备充足、市场扩张能力强的综合服务商有望脱颖而出，获得先机。

## 2、看好固废处置存量和增量市场，关注危险废物和农村垃圾处理

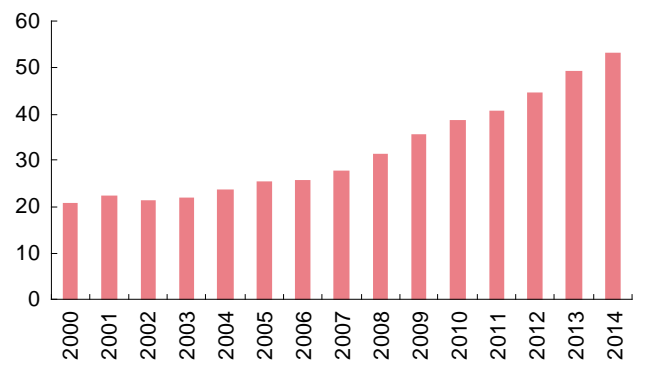
2010年以来，固废行业政策不断推出，虽然政策力度不如大气和水板块，但政策导向性和市场需求仍旧支撑固废行业的整体业绩表现。纵观整个环保产业市场，我国固废处理行业投资比例相比发达国家仍有较大差距。国内固废处理投资占环保行业整体投入比重不足15%，而在发达国家，固废处理是环保领域投资和产值占比均超过50%的最大子行业。整体来看，固废处置的存量和增量市场需求仍旧很大，市场有望维持高景气度。

图表 20: 生活垃圾清运量和无害化处理量 (万吨)



数据来源:《中国城乡建设统计年鉴》、华融证券市场研究部

图表 21: 生活垃圾无害化处理能力 (万吨/日)



数据来源:《中国城乡建设统计年鉴》、华融证券市场研究部

相比发达国家对于固废处理的“资源化”，我国仍以“无害化”处理为主。在处理技术方面，我国城市生活垃圾处理主要采用填埋的方式。从目前我国城市生活垃圾处理现状来看，虽然无害化处理能力逐年增长，但仍未达到全部无害化处理，距离《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》中提出的“到 2015 年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，设市城市生活垃圾无害化处理率达到 90%以上，县县具备垃圾无害化处理能力，县城生活垃圾无害化处理率达到 70%以上”目标仍存在一定差距，可见行业市场前景仍旧可观。

在细分领域中，我们推荐关注危险废物处置和农村垃圾处理。

**危废处理处置：**发达国家经验显示，工业危废一般占工业废物的 3-5%，由此推算，全国危废产生量约为 8000 万吨/年。我国的危废处理处置还存在底数不清、处置能力不足、回收监管欠缺等问题，无害化缺口很大。2013 年“两高”司法解释明确了对非法排放、倾倒、处置危险废物的处罚，加大了企业的违法成本。今年天津港事件再次引发政府和民众对于危险化学品存放和处置的关注。未来我国危废名录将不断扩充，对于危废处理处置过程的监管趋于严格，有望催生子领域的高景气度。

**农村垃圾处理：**11 月 13 日，经国务院同意，住房城乡建设部等十部门联合发布《全面推进农村垃圾治理的指导意见》。意见提出，到 2020 年全面建成小康社会时，全国 90%以上村庄的生活垃圾得到有效治理；农村畜禽粪便基本实现资源化利用，农作物秸秆综合利用率达到 85%以上，农膜回收率达到 80%以上；农村地区工业危险废物无害化利用处置率达到 95%。据住建部测算，目前中国农村约有 6.5 亿常住人口，按每人每天产生 0.5 公斤生活垃圾测算，则一年垃圾产生量约为 1.1 亿吨。然而目前我国村镇垃圾收运体系还存在体系匮乏、面积大、运距远、量少等问题。截至 2013 年底，全国 58.8 万个行政村中，对生活垃圾进行处理的仅有 21.8 万个，仅占 37%；有 14 个省还不到 30%，有少数省甚至不到 10%。可见，农村垃圾处理市场潜力巨大，随着政策推行，农村市场有望进一步开启。

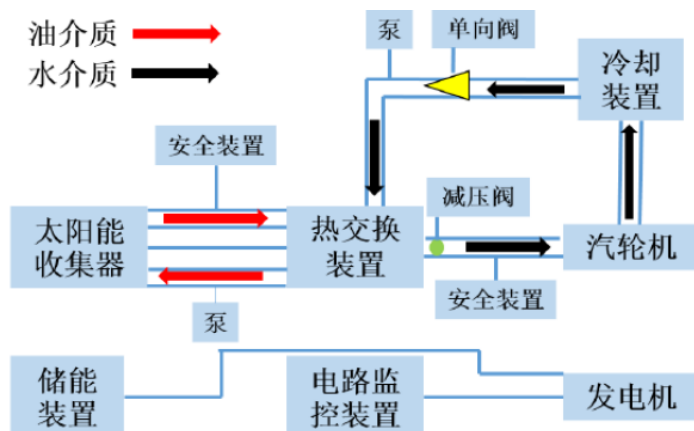


#### 4、节能减排压力大，清洁能源有望受益

随着巴黎气候大会临近，我国碳减排压力增大，清洁能源成为热点和发展方向。其中，光热发电的相关支持和补贴政策有望在明年推出，成为清洁能源板块新热点。

聚光太阳能发电（CSP，光热发电）是将太阳能转化为热能，通过热功转化进行发电的技术，其中，聚光、集热和储热是光热发电技术的核心和难点。按收集太阳辐射方式不同，光热发电可分为塔式、槽式、蝶式-斯特林和线性菲涅尔式四种类型。目前槽式最为成熟（全球已建和在建占比 70%以上），塔式已初步商业化（占比 12-15%），菲涅尔式和蝶式处于商业化示范阶段。未来槽式可能向系统简化发展，而塔式储热性能更好，有望以规模化实现成本下降。光热发电相比光伏和风能的主要优势在于：①更清洁环保；②出电性能好，可实现稳定 24 小时发电，直接入网。目前限制主要在于成本和上网补贴问题。

**图表 23：光热发电原理**

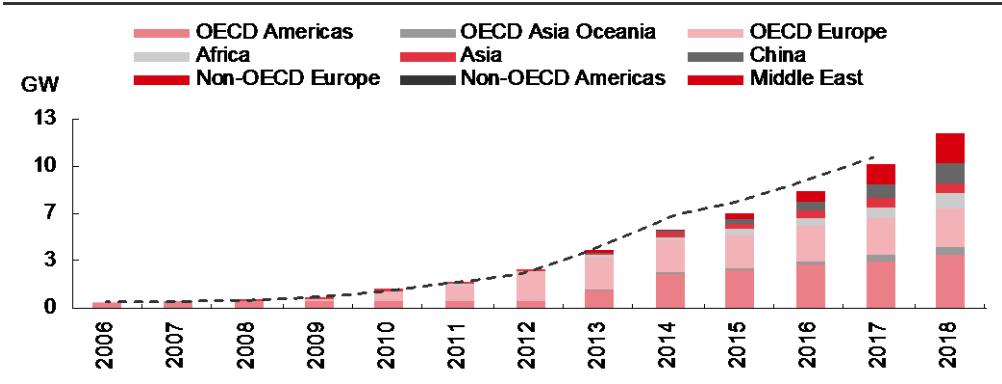


数据来源：互联网，华融证券市场研究部

统计数据显示，近年来全球光热发电在运行装机容量实现稳步增长。2013 年全球运行中的装机容量约为 3430MW，2014 年增长至 4533MW，增幅达 32%。根据国际能源署 IEA 的预测，2050 年全球光热发电的装机规模有望达到 983GW，占全球电力供应的 11%。2014 年底，中国已建成和在运行的项目总装机规模约为 18MWe。截至 2015 年上半年，在建设或者在规划的项目达到 40 个左右，装机规模已超过 3GWe。我国的光热发电虽然刚刚起步，但发展潜力巨大。

2015年7月28日发布的《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》中明确提出到2020年光热发电装机规模达到1GW，到2030年，达到6GW。除此之外，光热发电的并网政策也有望逐步完善。2014年8月中控太阳能开发的德令哈50MW塔式电站并网发电，获得发改委核定的1.2元/千瓦时上网电价（含税）。张家口示范区发展规划中也明确提出“要试点光热发电价格，逐步形成光热发电价格体系”。随着光热发电技术的提升带来的成本下降，以及并网发电的开放，未来几年光热发电行业有望得到快速发展。有消息称，十三五期间(2016-2020)光热发电的装机目标或定为10GW。则根据目前国内光热发电的3万元/千瓦左右的初始投资成本估算，“十三五”期间，我国光热发电的市场规模可达3000亿。

**图表 24: 全球光热发电装机容量及规划情况**



数据来源：IEA，华融证券市场研究部

## 四、投资策略：紧随政策与主题，关注转型并购带来的投资机会

### 1、政策或者主题驱动下的受益个股

水务板块，受益于城镇污水排放提标以及海绵城市的政策支持、投资力度的加大，膜法水处理公司以及生态设计、工程及运营的一体化综合服务商有望抢得先机。建议关注膜处理领先企业碧水源（300070.SZ），海绵城市概念标的ST\*华赛（000068.SZ）。污水处理后端的污泥处置方面，建议关注兴源环境（300266.SZ）。

固废板块，城市存量和农村增量市场依旧广阔，建议关注垃圾焚烧发电业务拓展快速的盛运环保（300090.SZ）。同时，“土十条”有望于明年落地，可提前布局土壤修复板块稀缺标的，高能环境（603588.SH）。



## 2、综合竞争实力突出、业绩增长稳健的龙头股

随着生态文明建设写入十大目标，“十三五”规划将出，预计环保投资将稳步提升，加之“土十条”、环保税等政策出台临近，环保行业的政策红利将持续。而随着水务、固废等板块存量和增量市场的释放，行业订单随之增长，业绩逐步兑现，行业将维持高景气度。同时，环保公司区域扩张和业务延伸加速，行业竞争加剧，在此背景下，企业的技术、市场、资金等方面的综合实力越发重要。技术领先、市场扩张和资本运作实力突出的行业龙头有望在“优胜劣汰”的浪潮中脱颖而出，打造出多元化环保综合服务平台。建议关注大气治理板块龙头清新环境（002573.SZ），监测板块龙头先河环保（300137.SZ）。

## 3、扩张意愿强烈、转型或并购预期大的公司

目前我国环保产业集中度不高，大市值公司还是少数，市场资源整合空间很大。同时，企业在进行地域扩张和业务拓展时，外延并购也成为获得优质资产、抢占当地市场和资源的一种重要的手段。因此，近年来，环保行业并购浪潮迭起，海外并购增多。我们建议关注扩张意愿强烈的企业并购整合带来的投资机会，推荐此类公司东江环保（002672.SZ）。

并购整合之外，环保公司也开始向多元化业务、运营模式优化的方向发展，产业链延伸、业务转型案例屡见不鲜。建议关注由合同能源管理业务向光热发电、天然气板块进军的天壕环境（300332.SZ）。

## 4、重点公司推荐

综合考虑政策支持、行业景气度、公司业绩表现和综合竞争力等多方面因素，我们重点推荐碧水源（300070.SZ）、天壕环境（300332.SZ）、东江环保（002672.SZ）。

### （1）碧水源：水处理龙头企业，综合竞争实力突出

公司是利用膜技术为客户提供给水、污水处理及再生水回用的整体解决方案的提供商，具有水处理全产业链。公司主营业务包括污水处理整体解决方案、市政与给排水工程、净水器。截至2015年三季度，公司实现营业收入17.0亿元，同比增长31.56%。实现归母净利润2.53亿元，同比增长51.47%，业绩实现高速增长。

公司是水处理板块的龙头企业，综合竞争实力突出：①技术领先：除已经成熟应用的 MBR 工艺外，公司研发出全球首支超低压选择性纳滤膜（DF），形成了独有的“MBR+DF”双膜水处理技术，可达到污水再生，解决水资源短缺问题，未来前景广阔；②与国开行携手，增强市场拓展能力：国开创新资本投资有限责任公司以 54.34 亿元认购 1.29 亿股，获得碧水源 10.48% 的股份，成为碧水源第三大股东。国开行的战略入股，不仅为公司的发展提供了资金支持，也将助力公司的项目和地域拓展；③收购久安，补齐公司短板：公司以 12.32 亿元收购久安集团 49.85% 的股权，补齐了公司在土建施工资质和能力上的短板；④订单充足，坐享 PPP 盛宴：公司在手订单丰富，在 PPP 模式布局较早，项目储备充足。未来受益于污水提标改造、海绵城市建设的推进，公司有望进一步打开市场，巩固龙头地位，走上高速发展的轨道。

投资建议：预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.16/1.80/2.25 元，对应当前股价 PE 分别为 42.52/27.40/21.92 倍。给予公司“推荐”评级。

风险提示：公司项目拓展或工程运营进度低于预期；行业竞争加剧导致毛利率下降。

## （2）天壕环境：多元化业务并行发展，互联网金融平台助力成长

公司的两大业务收入来源为余热发电合同能源管理业务和余热发电工程建设承包与技术服务业务。其中，余热发电合同能源管理为公司的核心业务。截至 2015 年三季度，公司实现营业收入 5.11 亿元，同比增长 91.11%。实现归母净利润 9282.62 万元，同比增长 8.54%。

多元化业务并行发展，互联网金融平台助力成长：①合同能源管理领军企业：公司余热发电合同能源管理业务发展平稳，2015 年上半年实现营业收入 1.49 亿元，占公司营业总收入的 61.92%。公司在继续拓展水泥、玻璃等高耗能行业的 EMC 业务同时，也开始进入有色金属（铜冶炼）行业，进一步巩固自己的优势；②多业务并行，清洁能源有望享受政策红利：2015 年 7 月，公司发行股份并支付现金购买北京华盛 100% 股权，向气源开发、管道输送、产品增值加工、天然气销售等领域积极拓展。9 月，公司与瓜州县政府签订战略合作协议，拟在瓜州境内投资建设 200 兆瓦光热发电、余热发电及后期项目，拿下光热发电首单，有望在未来享受相关政策红利。③打造 PPP+P2P 平台，为公司项目拓展和资金运作奠定基础：公司成立天壕普惠拟打造绿色互联网金融信息服务平台，利于整合资源，吸引战略投资者，为公司的项目拓展创造有利条件。

投资建议：预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.50/0.79/1.18 元，对应当前股价 PE 分别为 49.20/31.14/20.85 倍。给予公司“推荐”评级。

风险提示：项目建设运营进度滞后；新业务拓展不达预期，综合毛利率下降。

### (3) 东江环保：外延式扩张提速，未来成长性可期

公司专业从事废物管理和环境服务，是危险废物处理处置子板块的龙头企业。主营业务包括工业废物处理、废弃电器电子产品拆解、市政固废处理和环保工程及服务。截至 2015 年前三季度，公司实现营业收入 17.51 亿元，同比增长 26.72%，实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 34.46%。

外延式扩张提速，未来成长性可期：①资质齐全，奠定公司竞争优势：公司具有危废处置 49 大类资质中的 46 类，具有明显的竞争优势；②立足广东，外延扩张布局长三角等地：公司大力推进异地扩张步伐，进一步完善布局广东省以外的危废市场，2014 年成功进入福建、新疆等地，今年公司以 7555.8 万元收购江联环保 60% 股权，布局长三角市场。③危废监管加严，市场空间潜力大：我国的危废处理无害化缺口很大。公司在无害化处置技术和产能储备上占据较大优势。今年天津港事件引发政府和民众对于危险化学品存放和处置的关注，未来危废处置空间巨大；④产能释放在即，多元业务贡献利润：公司多个项目仍在建设或改造期，近两年产能将逐步释放。另外，公司快速切入医疗废物处理、手机拆解等领域，在延伸及完善环保服务产业链的同时，为公司创造新的利润增长点。董事长被调查事件短期可能影响市场信心，但对公司整体治理和业务发展影响不大。

投资建议：预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.41/0.57/0.73 元，对应当前股价 PE 分别为 48.86/35.05/27.39 倍。给予公司“推荐”评级。

风险提示：项目无法如期达产，金属价格波动影响公司利润，新业务拓展不达预期。

**图表 25：重点公司盈利预测、估值及投资建议（价格以 11.27 日收盘价计算）**

序号	重点公司	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB	投资建议
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E		
1	碧水源	49.32	0.87	1.16	1.80	2.25	56.69	42.52	27.40	21.92	4.70	推荐
2	天壕环境	24.60	0.43	0.50	0.79	1.18	57.21	49.20	31.14	20.85	4.32	推荐
3	东江环保	20.10	0.74	0.41	0.57	0.73	27.16	48.86	35.05	27.39	7.04	推荐

资料来源：华融证券市场研究部

## 五、风险提示

1、政策颁布及落实速度低于预期；2、公司项目拓展或工程运营进度减缓风险；3、宏观经济放缓下游需求不振；4、行业竞争导致市场份额下降及利润下滑。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		