

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

城市生活垃圾处理 BOT 项目再下一城

——桑德环境(000826)公司点评

核心观点

事件: 公司近日与黑龙江双城市人民政府签署了《双城市生活垃圾处理特许经营协议》，公司获得双城市生活垃圾处理项目30年特许经营权，独家处理双城市生活垃圾，收取双城市支付的生活垃圾处理补贴费。

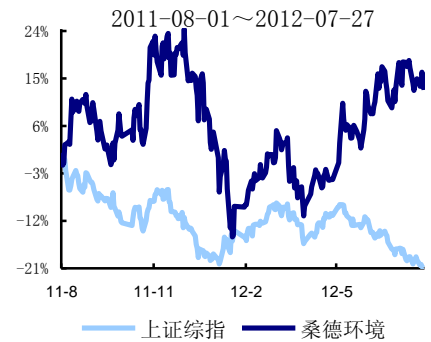
点评:

城市生活垃圾处理BOT项目再下一城, 预计内部投资收益率不低于8%。 此次双城市生活垃圾处理特许经营项目, 仍采用BOT方式实施30年特许经营年限, 即公司将以自有资金投资成立项目公司, 负责双城市生活垃圾处理项目的投资、建设、运营。该项目规划建设规模为日平均处理生活垃圾600吨, 处理方式为焚烧发电, 项目占地不少于100亩, 项目总投资约2.7亿元。当地政府保证将生活垃圾及时运送至项目公司指定地点, 并将支付的垃圾处理补贴费纳入当年财政预算, 及时足额向项目公司支付垃圾处理补贴费, 预计该项目内部投资收益率不低于8%。

发挥固废处理全产业链优势, 承接全国BOT项目, 提升未来运营盈利能力。 公司拥有完整的固体废弃物产业链业务, 可提供涵盖设计-咨询-工程总包-固废设备制造-系统集成-安装调试-特许经营的全流程、一揽子服务, 能够综合无害化处理城市生活垃圾、工业危险废弃物、医疗废弃物和污水处理厂污泥等各种固体废弃物。公司采用BOT方式已在重庆、山东、黑龙江、内蒙古、湖南、湖北等全国多个地区签署固废处理特许经营项目, 目前在手订单累计近20亿元。在BOT项目特许经营30年期限、项目内部收益率>8%的预计条件下, 公司未来有望获得持续稳定的现金流回报。

城镇生活垃圾无害化处理的市場淘金方兴未艾, 公司有望充分受益。 据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 到2015年, 我国直辖市、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, 县城生活垃圾无害化处理率达到70%以上; 全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力58万吨/日, 其中, 设市城市新增能力39.8万吨/日, 县城新增能力18.2万吨/日。“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2636亿元, 较“十一五”实际完成的560亿元投资剧增370%; 其中: 无害化处理设施投资1730亿元, 收运转运体系建设投资351亿元, 存量整治工程投资211亿元, 餐厨垃圾专项工程投资109亿元。公司作为国内城市生活垃圾处理全产业链龙头, 且已在全国各地重点布局, 未来有望充分受益。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	49811.84
流通A股(万股)	48130.94
52周内股价区间(元)	19.78-30.3
总市值(亿元)	113.57
总资产(亿元)	37.84
每股净资产(元)	3.81
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-桑德环境(000826):即将迎来快速发展期的固废处置龙头》 2010-12-02

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1608	2215	3107	4199
同比增速(%)	65.48%	37.72%	40.26%	35.15%
净利润(百万)	301	408	593	815
同比增速(%)	45.37%	35.49%	45.56%	37.35%
EPS(元)	0.60	0.82	1.19	1.64
P/E	38	28	19	14

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

给予公司“推荐-A”的投资评级。预计公司2012-2014年营收、净利润的年均复合增速分别为37.69%、39.40%，对应实现每股收益分别为0.82元、1.19元、1.64元（暂未考虑配股计划），动态市盈率分别为28X、19X、14X；公司业绩增长确定且估值处于固废板块中偏低水平，给予“推荐-A”投资评级。提示城镇固废投资力度、公司项目进度及地方政府财政支付能力等不确定性投资风险。

图表 11：公司已签署的生活垃圾及其他固废处理项目

序号	项目	类型	投资额 (亿元)	处理规模 (吨/日)	项目进展
1	大庆市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	2.58		在建
2	山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	生活垃圾	2.52		在建
3	青州市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1.21		在建
4	重庆南川区生活垃圾处理特许经营项目	生活垃圾	4.4	1000	
5	黑龙江安达市生活垃圾处理工程	生活垃圾			在建
6	湖南静脉产业园项目	综合	50		
7	湖北省襄阳老河口市固废、水务、再生资源项目合作	综合			
8	山东临朐生活垃圾处理项目	生活垃圾	3.5	>500	拟建
9	安徽淮南餐厨垃圾项目	餐厨垃圾	1		
10	湘潭双马生活垃圾填埋场	生活垃圾	0.5		在建
11	内蒙东部地区工业及医疗危险废物集中处置工程	工业、医废	1.04		在建
12	湘潭医疗废弃物处理投资、建设、运营	医废			在建
13	重庆开县生活垃圾焚烧处理项目	生活垃圾	2.5	600	
14	黑龙江双城市生活垃圾处理项目	生活垃圾	2.7	600	拟建

数据来源：公司公告，国都证券

图表 2：“十二五”全国城镇生活垃圾处理设施采用技术情况

序号	地区	2010年						2015年					
		处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)			处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)		
		填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他
	全国	352038	89625	15254	77	20	3	513748	307155	50588	59	35	6
1	北京	12080	2200	2400	73	13	14	8746	12900	7250	30	45	25
2	天津	6400	1800	0	78	22	0	7500	6900	1500	47	43	10
3	河北	15249	2450	1100	81	13	6	18729	8640	3920	60	28	12
4	山西	9595	2800	0	77	23	0	11239	7030	1305	57	36	7
5	内蒙古	10394	0	1247	89	0	11	14835	4400	1247	72	22	6
6	辽宁	19053	0	600	97	0	3	32106	6340	4341	75	15	10
7	吉林	4801	2040	0	70	30	0	13961	6340	500	67	31	2
8	黑龙江	10403	500	600	91	4	5	22507	3200	2190	81	11	8
9	上海	5750	2575	2220	55	24	21	9400	19475	4520	28	58	14
10	江苏	24168	15192	0	61	39	0	26598	31242	1000	45	53	2
11	浙江	22062	18535	755	53	45	2	22614	37085	755	38	61	1
12	安徽	7851	1750	0	82	18	0	19286	5650	0	77	23	0
13	福建	12074	7285	0	62	38	0	12263	16495	1400	41	55	4
14	江西	6241	0	0	100	0	0	12080	4000	3503	62	20	18
15	山东	31835	8580	1302	76	21	3	38283	31280	5552	51	42	7
16	河南	27076	2400	560	90	8	2	38690	7000	560	84	15	1
17	湖北	13159	1000	400	90	7	3	18898	7200	1130	69	27	4
18	湖南	13593	0	0	100	0	0	25862	7900	870	75	23	3
19	广东	22373	11743	0	66	34	0	33043	41493	0	44	56	0
20	广西	9438	1240	400	85	11	4	9944	7270	500	56	41	3
21	海南	1589	225	0	88	12	0	1014	1825	0	36	64	0

22	重庆	8809	1200	0	88	12	0	8901	11000	0	45	55	0
23	四川	16649	2740	1300	81	13	6	27041	5240	1300	80	16	4
24	贵州	5897	0	0	100	0	0	19430	0	0	100	0	0
25	云南	7706	2870	1510	64	24	12	16521	6450	4405	60	24	16
26	西藏							796	0	0	100	0	0
27	陕西	13359	500	860	91	3	6	18916	7200	1640	68	26	6
28	甘肃	3793	0	0	100	0	0	6649	1800	1200	69	19	12
29	青海	1441	0	0	100	0	0	2079	0	0	100	0	0
30	宁夏	2905	0	0	100	0	0	3025	800	0	79	21	0
31	新疆	6295	0	0	100	0	0	10560	1000	0	91	9	0
32	新疆生产 建设兵团							2232	0	0	100	0	0

注：截至2010年，西藏自治区、新疆生产建设兵团未建成投入运行生活垃圾无害化处理设施。

数据来源：国务院，国都证券

图表3：“十二五”全国城镇生活垃圾处理设施建设投资情况（单位：亿元）

序号	地区	新建 处理设施	续建 处理设施	转运 设施	餐厨 处理设施	存量 治理	分类 设施	监管 体系	总投资
	全国	1385	345	351	109	211	210	25	2636
1	北京	86.2	1.6	0.0	7.3	20.0	30.0	1.5	146.6
2	天津	20.4	7.5	4.6	2.2	2.3	5.0	0.5	42.5
3	河北	40.4	8.5	17.6	6.7	2.9	5.0	1.0	82.1
4	山西	34.9	3.3	9.3	4.0	6.6	5.0	0.6	63.7
5	内蒙古	30.4	4.8	13.1	4.7	2.8	5.0	0.5	61.3
6	辽宁	53.8	22.8	20.6	7.6	8.3	10.0	0.6	123.7
7	吉林	24.8	12.7	12.5	2.4	11.5	5.0	0.7	69.6
8	黑龙江	40.4	6.6	22.7	1.8	10.6	5.0	0.5	87.6
9	上海	90.8	3.8	12.1	0.9	9.0	5.0	1.2	122.8
10	江苏	88.8	12.0	15.7	4.4	6.8	5.0	1.6	134.3
11	浙江	58.4	26.2	5.0	5.8	4.5	10.0	2.5	112.4
12	安徽	21.3	17.9	15.5	2.4	5.3	5.0	0.6	68.0
13	福建	40.7	11.0	13.1	5.1	12.2	10.0	1.5	93.6
14	江西	29.0	19.0	6.6	1.3	7.7	5.0	0.4	69.0
15	山东	126.3	21.6	29.1	3.2	6.9	10.0	1.7	198.8
16	河南	41.2	19.8	12.5	5.7	6.4	5.0	0.7	91.3
17	湖北	48.8	16.7	13.0	3.6	6.9	5.0	0.5	94.5
18	湖南	48.5	28.1	8.3	1.7	7.5	5.0	0.7	99.8
19	广东	159.8	42.3	21.0	13.2	23.0	10.0	2.1	271.4
20	广西	26.4	6.0	4.8	3.4	4.7	5.0	0.6	50.9
21	海南	8.4	0.0	2.8	1.3	0.8	5.0	0.4	18.7
22	重庆	34.2	1.9	18.6	3.4	5.0	5.0	0.6	68.7
23	四川	37.9	9.8	12.6	4.6	4.8	5.0	0.4	75.1
24	贵州	29.8	14.4	9.2	2.2	5.6	5.0	0.4	66.6
25	云南	44.6	8.7	10.1	2.3	11.4	5.0	0.6	82.7
26	西藏	6.3	1.1	1.0	0.1	0.0	5.0	0.3	13.8
27	陕西	44.4	8.6	19.2	1.8	5.8	5.0	0.4	85.2
28	甘肃	19.8	1.7	6.9	1.7	2.7	5.0	0.3	38.1
29	青海	8.9	0.0	2.0	1.1	1.9	5.0	0.2	19.1
30	宁夏	3.8	0.0	2.9	0.7	2.4	5.0	0.2	15.0
31	新疆	31.1	6.2	6.2	2.4	4.7	5.0	0.2	55.8
32	新疆生产 建设兵团	4.5	0.4	2.4	0.0	0.0	5.0	0.0	12.3

注：监管体系25亿元投资中含中央本级生活垃圾监管体系建设投资1亿元。

数据来源：国务院，国都证券

图表 4: 桑德环境 (000826) 盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	68,446	97,201	160,844	221,514	310,696	419,906
YOY%		42.01%	65.48%	37.72%	40.26%	35.15%
减: 营业成本	40,501	62,861	101,700	142,965	202,512	276,004
毛利率	40.83%	35.33%	36.77%	35.46%	34.82%	34.27%
营业税金及附加	824	1,004	1,903	2,658	3,728	5,039
销售费用	869	1,164	1,288	1,720	2,352	3,116
管理费用	3,308	4,038	10,267	13,433	18,087	23,711
财务费用	3,754	3,814	7,251	9,487	9,979	10,115
期间费用率 (%)	11.59%	9.28%	11.69%	11.12%	9.79%	8.80%
资产减值损失	1,924	371	2,366	2,500	2,500	2,500
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	0	0	0	0
二、营业利润	17,264	23,945	36,069	48,751	71,537	99,420
YOY%		38.70%	50.63%	35.16%	46.74%	38.98%
加: 营业外收入	1,236	882	629	300	300	300
减: 营业外支出	21	56	4	50	200	250
三、利润总额	18,480	24,771	36,694	49,001	71,637	99,470
减: 所得税	2,878	3,195	5,973	7,350	11,104	16,413
四、净利润	15,602	21,576	30,721	41,651	60,533	83,058
归属于母公司的净利润	14,572	20,699	30,092	40,770	59,343	81,511
YOY(%)		42.04%	45.37%	35.49%	45.56%	37.35%
少数股东损益	1,030	876	630	882	1,190	1,547
净利率 (%)	22.79%	22.20%	19.10%	18.80%	19.48%	19.78%
总股本 (万股)	49,812	49,812	49,812	49,812	49,812	49,812
五、每股收益 (元)	0.29	0.42	0.60	0.82	1.19	1.64

资料来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张葳	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			