

环保行业

报告原因：事件点评

2012年7月30日

市场数据：2012年7月30日

总股本/流通股本(亿股)	4.98/4.81
收盘价(元)	22.82
流通市值(亿元)	109.76

基础数据：2012年3月31日

资产负债率	53.80%
毛利率	40.70%
净资产收益率(摊薄)	3.98%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

桑德环境 (000826)

首次

BOT 模式项目又下一城

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

● **城市生活垃圾处理又下一城。**桑德环境与黑龙江省双城市人民政府于2012年7月26日在双城市签署了《双城市生活垃圾处理特许经营协议》，根据国家相关法律法规，收取双城市支付的生活垃圾处理补贴费，特许经营期限为30年，预计投资2.7亿元，建设日处理600吨的垃圾处理项目。

● **由EPC向BOT模式转换。**公司2010年开始采取以BOT模式的城市生活垃圾处理项目，近期签订的项目大多数为BOT模式，本项目也为BOT模式项目。在地方政府财政紧张背景下，BOT模式的项目占比越来越高，公司作为上市公司可以充分利用资本市场募集资金，在项目获取上占据优势。此外，近期垃圾发电电价出台，执行统一垃圾发电标杆电价，每千瓦0.65元，有利于提升BOT垃圾焚烧模式的运营效益。

● **“十二五”生活垃圾无害化处理投资大幅增长。**《“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，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，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。实现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”规划的总投资（863亿元）增长205%，较“十一五”实际实现的投资（561亿元）增长370%。

● **布局其他固废处理领域，承接一体化固废处理项目。**除了城市生活垃圾领域外，公司亦提前布局工业及医疗危险废物处置、城市污泥处置、餐厨垃圾处理、报废汽车回收拆解、废弃电器电子产品处理等新兴领域，成为综合固废处理龙头。具备综合固废处理能力有利于公司获取区域性大订单，如2010年底，公司携手桑德集团承建总投资达50亿元的湖南静脉园项目，包含了城市垃圾、工业废物、建筑垃圾、废旧汽车、废旧电路板等项目。

● **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.85、1.15、1.50元，对于目前市盈率分别为27、19、15倍，考虑到“十二五”固废处理领域投资大幅增长，而公司作为固废处理领域的龙头将充分受益，给予公司“增持”的投资评级。

● **投资风险。**在建项目进度低于预期风险；应收账款收回风险；“十二五”固废领域的相关规划低于预期的风险。

表 1: 盈利预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E
营业收入	97,201.18	160,843.96	225181.5	303995.1	395193.6
营业收入增速	42.01%	65.48%	40%	35%	30%
营业成本	62,861.43	101,700.38	141864.4	191516.9	248972
毛利率	35.33%	36.77%	37%	37%	37%
营业税金及附加	1,003.77	1,903.50	2664.9	3597.615	4676.9
销售费用	1,164.32	1,287.68	1802.752	2433.715	3163.83
管理费用	4,038.14	10,266.97	14373.76	19404.57	25225.95
财务费用	3,814.33	7,250.85	10151.19	13704.11	17815.34
资产减值损失	370.78	2,365.81	3312.134	4471.381	5812.795
营业利润	23,945.12	36,068.77	51012.44	68866.79	89526.83
营业外收入	882.39	628.98	0.00	0.00	0.00
营业外支出	56.33	3.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	24,771.18	36,693.78	51012.44	68866.79	89526.83
所得税	3,195.44	5,972.57	7651.866	10330.02	13429.02
净利润	21,575.74	30,721.21	43360.57	58536.77	76097.8
少数股东损益	876.47	629.68	881.552	1190.095	1547.124
归属母公司净利润	20,699.27	30,091.53	42479.02	57346.68	74550.68
每股收益:	0.42	0.60	0.85	1.15	1.50
每股收益增速	42.04%	45.37%	41.17%	35.00%	30.00%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。