

环保

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

署名人: 陈青青

S0960512080007

0755-82026815

chenqingqing@china-invs.cn

6-12个月目标价: 29.00元

当前股价: 25.16元

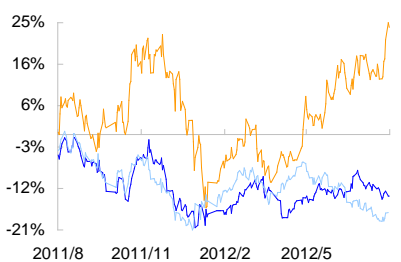
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2157.62
总股本(百万)	498
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	121
EPS	0.73
每股净资产(元)	3.81
资产负债率	55.30%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
桑德环境	9.49	22.69	41.71
公用事业	-2.49	-2.01	1.88
沪深300指数	-1.84	-12.16	-4.81



相关报告

环保行业系列专题之二: 从国际经验看中国环保产业未来 2012-06-28

环保政策梳理: 战略新兴产业规划通过, 后续系列政策可期, 环保板块持续看好

2012-06-01

《全国城镇生活垃圾“十二五”规划》点评: 行业进入黄金发展期, 焚烧市场尤其看好

2012-05-08

桑德环境

000826

强烈推荐

掘金固废 全国争雄

投资要点:

◆**公司概况: 高成长的固废行业龙头。**公司是国内最早从事固废处理业务的企业之一(固废业务占比>80%),十余年来依托固废项目的快速拓展而高速增长,05-11年净利润复合增速为49%,逐渐成长成为全国性的固废综合处理龙头,业务覆盖湖北、湖南、北京、安徽、内蒙、重庆等全国13个多省份。

◆**看好固废行业是我们看好公司的首要逻辑。翻倍投资推动固废行业十二五确定性高成长, CAGR>25%。**整体看,固废行业是环保行业十二五新建投资最大的领域,总体投资8千亿元。从细分行业来看,生活垃圾处理仍是主体,而餐厨、危废处理是热点。①生活垃圾处理:技术成熟、工艺稳定,行业处于快速发展期,按照“十二五”规划将投资2600亿元,新增垃圾处理能力约40万吨/吨(其中焚烧21.8万吨,填埋16.2万吨),到15年全国生活垃圾处理能力相比09年将翻倍。更细来看,我们尤其看好焚烧市场,相对目前规模还有约3倍的增长空间。②餐厨和危废垃圾处理:目前技术路径和工艺仍不是很成熟,市场处于起步阶段,今年仍将是市场热点。

◆**未来固废行业竞争格局分析: 综合竞争力是关键、集中度提升大势所趋,龙头公司更受益。**①未来固废行业地方性特点将弱化,资金、技术、关系的综合竞争力最关键。②行业集中度将提升,行业内主要项目将被几个或十几个主要竞争主体占据,因此行业内的龙头公司更受益。

◆**公司核心竞争力分析: 业务最全的行业龙头,全面受益行业成长,瓜分固废市场蛋糕的重要参与者。**①业务面广,经验丰富,品牌和关系积累优势明显。公司业务涉足生活、工业、餐厨垃圾处,全面受益行业成长。作为固废行业的最早参与者之一,公司在全国12个以上的省份均积累了项目经验,未来这些区域有望持续为公司贡献订单。②产业链拓展提升公司议价能力。③集团资产注入可期。④资金瓶颈或将解决。固废行业唯一的A股上市公司+本次配股预计将于年底实施完毕后,公司未来发展资金需求将基本能得到满足。此外,公司管理层积极进取,未来公司市场份额有望提升。

◆**公司成长能力分析: “十二五”期间 CAGR 有望维持在 35%以上。**短期来看,公司项目储备较多,持续高增长可期:①固废业务订单保证公司持续高增长:湖南静脉产业园(50亿元)预计今年下半年将会开工建设;垃圾焚烧目前已有4-5个项目签订;工业危废预计今年将有较大增长;餐厨垃圾年内预计有1-2个餐厨垃圾的项目将要进行。②水务业务提供持续稳定现金流。

◆**盈利预测及投资建议:**我们预计公司12-14年EPS为0.84/1.18/1.59元,对应PE为29X、21X、16X,给予公司12年35倍估值,合理目标价为29元,给予公司强烈推荐评级。

◆**风险提示:**项目开拓情况低于预期的风险;地方政府财政状况对公司应收账款带来的坏账风险;收入和现金流不匹配导致的资金风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1608	2066	2789	3573
收入同比(%)	65%	28%	35%	28%
归属母公司净利润	301	419	587	787
净利润同比(%)	45%	39%	40%	34%
毛利率(%)	36.8%	35.5%	35.5%	35.5%
ROE(%)	19.1%	21.5%	23.1%	23.7%
每股收益(元)	0.61	0.84	1.18	1.59
P/E	34.56	29.79	21.24	15.86
P/B	6.60	6.39	4.91	3.75
EV/EBITDA	27	22	17	13

资料来源: 中投证券研究总部

目 录

核心投资逻辑和与市场观点不同之处：为什么我们看好桑德.....	3
一、公司简介：高成长的固废处理龙头.....	5
1 公司概况：我国最早从事固废处理的行业龙头.....	5
2 股权结构：激励到位的民营企.....	5
3 业务和组织结构：专注固废、全国拓展.....	6
二、行业分析：整体高增长（CAGR>25%），局部有热点.....	9
1 生活垃圾处理：投资加大推动规模持续提升.....	9
2 餐厨垃圾处理：仍处于起步阶段，市场前景广阔.....	13
3 危废处理：医疗废物和工业废物处理仍是市场热点.....	14
三、公司分析：最全面的行业龙头，全面受益行业成长.....	14
1 公司发展战略：向综合解决方案提供商迈进.....	14
2 核心竞争力之一：业务面广、经验丰富、品牌优势突出.....	15
3 核心竞争力之二：产业链拓展提升公司议价能力.....	17
4 核心竞争力之三：集团资产注入可期.....	17
四、竞争格局分析：具备异地扩张能力的行业龙头.....	18
五、公司成长能力分析：CAGR>35%.....	19
1 固废业务：储备项目多，持续高增长可期.....	19
2 水务业务稳定增长：水价提升和水量增长推动增速约 5-10%.....	20
3 财务分析：盈利能力较强、配股保证资金需求、收款能力是关键跟踪点.....	20
六、盈利预测与投资建议.....	21
七、风险因素分析.....	22

核心投资逻辑和与市场观点不同之处：为什么我们看好桑德

1. 理由一：自上而下，看好固废行业，看好龙头公司——是我们看好公司的首要逻辑。

Q: 桑德其实也可谓环保行业内的白马股，但是对公司的争议一直存在。

A: 我们认为金无足赤、人无完人，任何公司都有自己的问题和风险，但是这无碍我们看好公司的大逻辑：即我们认为看好公司的首要理由是看好固废行业、尤其是看好固废行业龙头企业。

- ◇ “十二五”固废行业将进入高速增长期，是环保行业最值得看好的领域之一：增长快、市场容量大、且新增投资主要体现在新建项目上。①首先，投资加速（十二五总投资 2636 亿元，同比增加 205%，处理规模同比增加 126%）将推动未来生活固废领域将进入加速建设期，CAGR>25%；预计未来 3-5 年内全国将基本完成生活垃圾处理设施建设。②以新建项目市场为主（占比 66%），工程公司更受益。③相对别的环保领域而言，市场容量大。④公司全面受益固废行业增长：除生活固废外，公司业务还涉及的危废处理、餐厨垃圾处理等领域，这些领域未来都将进入快速发展期。
- ◇ “十二五”生活垃圾处理的管理开始从“量”增逐渐向保“质”方向转变，龙头企业更受益；①相对十一五，十二五生活固废投资新增垃圾分类示范工程、存量整治工程、监管体系建设投资等细分方向，占总投资比例为 30.3%，这体现了十二五生活垃圾处理的管理开始从“量”增逐渐向保提“质”的方向转变。②未来生活垃圾处理市场将逐渐逐渐从 EPC 模式像 BOT 模式转变，有资金、经验和品牌优势龙头企业将更为受益。
- ◇ 公司是少有的受益于固废行业全面增长的标的。①横向来看，公司几乎涉及固废的所有领域：生活固废、危废、餐厨垃圾等，受益各个细分领域的高成长。②纵向来看，公司不仅涉及固废的投资和工程建设，且向产业链上游涉及设备生产，未来固废投资以新建项目为主，公司将受益固废整个产业链的增长。

2. 理由二：寻找好行业中最受益的公司——未来固废行业竞争格局分析：综合竞争力是关键、集中度提升大势所趋。

Q: 由于下游是政府，固废行业跨区域扩张是否难以打破地方壁垒？行业变化趋势如何？什么是企业的核心竞争力？

A: 我们认为：①地方壁垒的形成是主要是由于下游是地方政府，收集处理以各个城市为单位，因此，固废行业在目前和中短期内仍是处在一个半关系半市场化的竞争环境中，同时，随着行业的发展，一方面，市场化程度在逐渐加深，另一方面未来对工程质量的重视将会提升。因此，未来固废行业的地方性特征依然会存在，但会比之前弱化。而对企业而言，核心竞争力不仅是关系，更是**资金、技术、关系一起的综合竞争力最关键**。特别是在未来行业运营模式逐渐向 BOT 转变的趋势下，资金水平成为考验公司核心竞争力的重要因素。②未来行业竞争将是几个重要主体的竞争，行业集中度将提升，**行业内主要项目将被几个主要竞争主体占据，因此行业内的龙头公司更受益**。从行业的角度看，我们目前固废行业行业集中度相对发达国家水平还非常低（美国前十大公司占比在 50%以上），中国未来随着政府对工程质量的重视，行业集中度会进一步提高。

Q: 当地民众反对对公固废行业的影响会不会持续存在？

A: 我们认为当地民众反对影响项目进展的事件在行业内将会持续存在，但难改固废行业长期快速发展趋势，同时随着前两年阿苏卫等著名项目实施和运营，民众对垃圾焚烧处理的理解逐步加深，这种反对的声音和影响将会逐渐弱化。

3. 理由三：公司核心竞争力：瓜分固废市场蛋糕的重要参与者：“品牌+经验+技术”优势保证项目获取能力，配股解决资金瓶颈

Q: 公司作为民营企业，在项目获取能力上是否有劣势？

A: 是否有劣势，关键在于对项目获取能力的影响：我们认为①国有企业在获取某些固废项目上有一定的优势，但是民营企业有民营企业的优势。②公司是国内最早从事固废行业的企业之一，经过十余年时间，

品牌、项目经验、人才、技术均处于行业前列。我们认为，在资金瓶颈解决后，项目的获取将不是主要问题。

- ◇ **核心竞争力 1: 业务面广, 全面受益行业成长。** 在固废领域覆盖面广, 同时涉足生活、工业、餐厨垃圾处, 全面受益行业成长。
- ◇ **核心竞争力 2: 品牌和关系积累优势。** 特别是在一些地区有项目和关系的积累——作为存在区域壁垒的固废行业, 在不同省份内有相关经验意味着在该区域具备一定的优势, 拥有一定的项目获取能力。经过 20 多年的发展, 公司在山东、安徽、黑龙江、内蒙、重庆、湖北、湖南等全国 12 个以上的省份均积累了项目经验, 未来这些区域有望持续为公司贡献订单。
- ◇ **核心竞争力 3: 资金瓶颈即将解决, 资金优势确立。** 固废行业唯一的 A 股上市公司+本次配股预计将于年底实施完毕后 (融资额约为 19 亿元), 公司未来发展资金需求将基本能得到满足。同时, 公司水务业务能给公司提供部分稳定的现金流。

Q: 公司的焚烧技术起步较晚, 目前尚未有成功运行大案例, 未来焚烧为主的固废市场中公司竞争力是否会不足?

A: 我们认为固废行业发展分为投资建设阶段和运营阶段, 在行业高速增长的投资建设阶段, 作为投资商, 技术水平不是首要的核心竞争力, 最关键的核心竞争力是资金实力和项目获取能力。②行业未来市场集中度提高是大势所趋, 龙头企业将更受益。

4. 理由四: 管理层积极进取, 且公司多年高增长证明管理层和公司值得信赖。

- ◇ 2005-2011 年公司收入年复合增长率 52%, 净利润年复合增长率 49%。多年的高增这值得我们给与公司管理层更多的信赖。
- ◇ 近年来, 公司发展呈现出一个加速的趋势这与公司民营体制和管理层积极进取密不可分, 因此未来公司的市场份额有望提升。

5. 理由五: 存在资产注入的外延扩张预期和可能

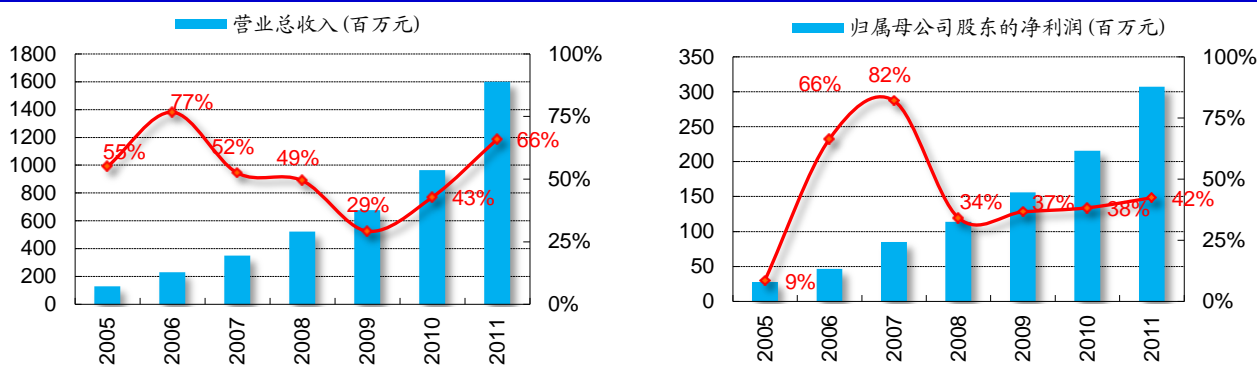
- ◇ 外延扩张之一: 整合集团资产。目前, 公司被定义为公司固废资产整合平台, 目前集团公司仍有一些固废资产, 预计将会逐步整合到上市公司来。
- ◇ 外延扩张之二: 配股完成后, 公司有更多的富裕资金给收购集团内固废资产外的资产和集团外固废资产带来想象空间。

一、公司简介：高成长的固废处理龙头

1 公司概况：我国最早从事固废处理的行业龙头

公司是国内少数最早从事固废处理的企业之一，于2003年经过对国投原宜进行重大资产重组而实现借壳上市。上市之初，公司旗下主要资产集中在供水和污水处理领域，主要是：吉林公主岭市桑德水务、荆门夏家湾水务、江苏沐源水务以及北京合加（从事垃圾处理工程建设，2003年成立）。从2005年，公司开始涉足固废处置系统集成（集团最早则是从90年代便开始从事固废业务），2008年确立以固废处置系统集成为核心的发展战略。公司业务迅速成长，2005-2011年收入年复合增长率52%，净利润年复合增长率49%，逐渐成长为全国固废龙头。

图 1：05-11 年公司营业收入高速增长，CAGR=52.3% 图 2：05-11 年公司净利润高速增长，CAGR=49.0%



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

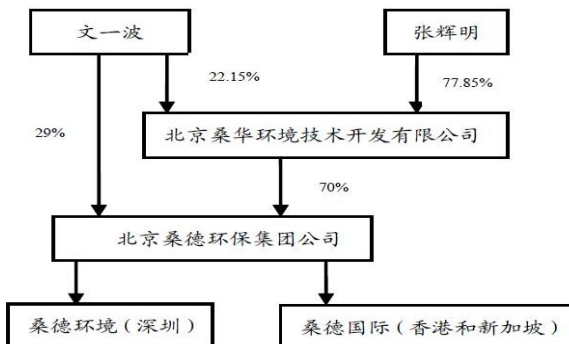
2 股权结构：激励到位的民营企业

股权特点 1：典型的民营企业，文一波为实际控制人

公司控股股东为桑德环保集团，实际控制人为文一波先生，其通过直接持有公司控股股东北京桑德环保集团有限公司 29% 股份，并与其妻子张辉明女士通过北京桑华环境技术开发有限公司持有公司控股股东北京桑德环保集团有限公司 70% 股份，从而直接和间接持有公司 44.9% 的股份。

此外，桑德环保集团除了控股桑德环境外，还控股一家在新加坡注册成立并于新加坡股票交易所和香港股票交易所两地上市的股份有限公司桑德国际，实际控制人同为文一波，但主要定位于从事水务工程和运营业务。

图 3：公司为典型的民营企业，实际控制人为文一波先生



资料来源：中投证券研究总部

股权特点 2: 期权激励已经完成

公司于 2010 年 8 月制定了期权激励计划, 拟授予激励对象 41 人 (高级管理人员 6 人、核心骨干人员 35 人) 807.3 万份股票期权, 预留 90 万分, 其余平分为四年授予, 首次授予期间为 2011 年 12 月 21 日至 2012 年 12 月 20 日。目前, 第一期期权 39 名激励对象已经行权, 行权价格为 22.05 元 (除权除息后为 18.3 元), 合计 174.3 万股, 其中, 董事和高管持股 113.8 万股。按照公司承诺, 今年董事、高管行权股份总额的 25% (约 28.5 万股) 于今年 7 月 30 日可流通, 其余 75% 的股份按相关规定逐年流通, 据此计算, 合计约有 88.9 万股将于今年 7 月 30 日 (上市时间后 6 个月解禁) 解禁。

我们认为: 1) 从目前来看, 公司未来业绩要满足行权条件几无悬念。2) 今年将上市流通股份为 89 万股 (转增后 106.8 万股), 占总股本比例非常小, 对二级市场影响甚微。3) 公司行权时行权价格略低于当时股价, 体现了管理层对公司未来的信心。

表 1: 今年要达到行权条件基本没有问题 (增速只要达到 7%)

行权条件	2009	2010	2011	2012	2013
条件 1: 净利润目标值	146	182	233	321	437
Yoy		25%	28%	38%	36%
净利润实际值	146	207	301		
Yoy		42%	45%	7%	
条件 2: ROE 目标值		13%	14%	15%	16%
ROE 实际值	13%	16%	19%		

资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

股权特点 3: 配股有利于解决公司资金紧张问题, 给公司长期发展奠定基础

2011 年年报, 公司公布了拟 10 配 3 的配股方案, 预计配股总金额约为 19 亿元。我们认为配股有利于解决公司向项目向 BOT 和运营转型中的资金紧张问题, 降低公司财务费用, 有利公司长期发展。

我们认为: 1) 预计配股今年内将实施完毕; 2) 市场疑问: 配股会提高公司估值? 而我们认为通过本次配股, 将对公司资金紧张问题有重大改善, 预计未来 2-3 年内, 公司自有资金将基本能满足公司正常经营需求。因此, 本次配股对公司而言积极意义大于对估值短期的负面影响, 更有利于公司长期分享固废行业的高速增长。

3 业务和组织结构: 专注固废、全国拓展

业务结构特点 1: 专注固废业务, 且是行业内固废业务最全面的公司之一。

2010 年 3 月, 公司与桑德集团签署了《战略发展备忘录》, 对桑德环境与桑德国际的业务范围、公司定位进行了界定, 明确了桑德环境专注于固废集成与固废处置设备制造 (集团承诺不参与该领域), 水务业务仅限于现有业务所在地项目 (即中国湖北省、包头市、南昌市、江苏沭阳县、浙江省桐庐县横村镇); 桑德国际将专注于开发、参与及经营中国境内外的给水及污水处理项目。同时, 桑德集团承诺未来 3 年桑德环境可优先受让集团旗下运营的固废项目。

目前, 桑德环境以固废业务为主, 收入和利润占比均在 80% 以上。①公司也是固废业务最全面的公司: 同时囊括了生活垃圾处理、工业危险废弃物处理、医疗

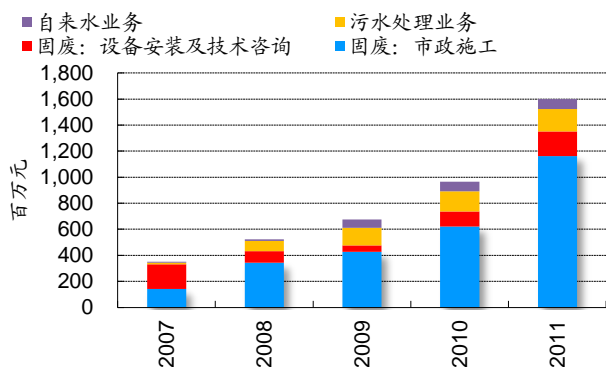
废弃物处理和污泥处理四大类。②固废处理工艺最全面的公司：包括卫生填埋、综合处理、生物堆肥和焚烧（发电）等。

表 2: 桑德与集团订《战略发展备忘录》以后业务分工以固废业务为主

公司	业务范围
桑德环境	固废处理 EPC、设备制造、施工业务；部分省份水务业务
桑德国际	水务 EPC、运营
桑德集团	清洁能源、资本运作、战略管理

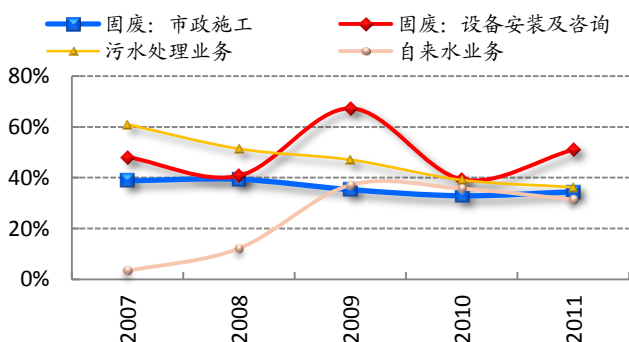
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 4: 公司收入结构图：以固废工程施工为主



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 5: 公司各项收入毛利率均处于较高水平



业务结构特点 2: 以华中（湖北、湖南）地区为主，逐步向北京、安徽、内蒙、重庆等地拓展。

图 6: 公司业务收入主要集中在华中地区

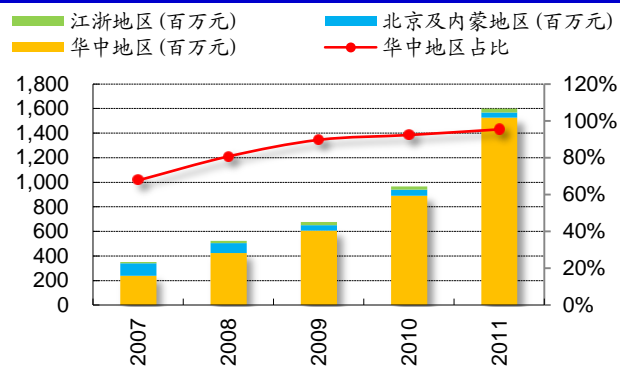
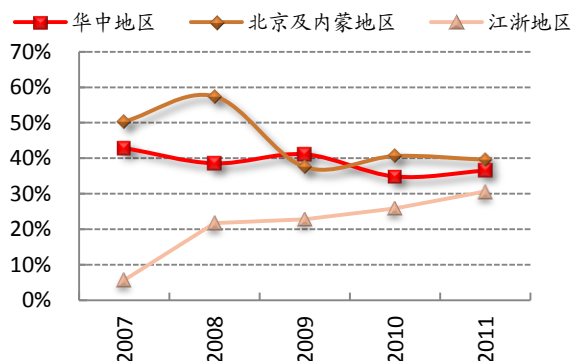


图 7: 公司各地区毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 3: 公司主要子公司概况（主要集中在湖北和湖南地区）

公司名称	所在地	类型	主要产品或 经营项目	注册资 本	持股比 例	营业 总收入	净利 润
重庆邦雅环保电力有限公司	重庆南川	固废	生活垃圾焚烧发电	7000	100	0	0
新疆华美德昌环保科技有限公司	新疆乌鲁木齐	清洁能源	生活垃圾填埋气综合利用	500	95		-65
陕西桑德灵通生物质电力有限公司	陕西西安	固废	生物质发电业务投资、咨询环保设备 安装及咨询收入	500	100		

临朐邑清环保能源有限公司	山东临朐	固废	生活垃圾焚烧发电	8000	100	0	0
包头鹿城水务有限公司	内蒙古包头	水务	污水处理项目的建设及运营	11000	100	4366	760
南昌象湖水务有限公司	江西南昌	水务	污水处理项目的建设及运营	6320	100	3952	1088
江苏沐源自来水有限公司	江苏沐阳	水务	自来水项目的建设及运营	4000	80	2671	-61
湘潭双马环保有限公司	湖南湘潭	固废	生活垃圾收集系统和垃圾填埋工程的投资、建设、维护相关业务	2100	100	3199	371
湘潭桑德医疗废物处理有限公司	湖南湘潭	危废	医疗废弃物的处置工程投资、建设、并提供相关的咨询、技术服务；环保工程的治理服务	300	100	0	0
湖南桑德静脉产业发展有限公司	湖南湘潭	固废	园区相关开发和生活设施建设，科技孵化，技术转让、技术咨询、技术服务	8000	67.5	0	0
湖南桑德环保工程有限公司	湖南湘潭	固废	研发固体废弃物处理技术、提供技术咨询	3000	100		-1
湖南桑德新能源动力科技有限公司	湖南	电池	在湖南省筹建成集产品研发、设计、生产、销售和专业化服务为一体的锂离子动力电池和正极材料生产基地	0	0	0	0
枝江枝清水务有限公司	湖北枝江	水务	城市污水综合处理	2200	100	911	-49
宜昌三峡水务有限公司	湖北宜昌	水务	给排水及其配套项目的投资开发、建设、维护及深度开发。	20000	70	10886	1703
襄樊汉水清漪水务有限公司	湖北襄阳	水务	城市污水处理及综合利用	5000	100	1805	147
湖北合加环境设备有限公司	湖北咸宁	固废	固体废弃物处理设备技术研发、设计、制造、销售	38600	100	10068	309
武汉合加环保工程有限公司	湖北武汉	固废	城市垃圾、工业固体废弃物处理、回收、利用的设施、设备设计、生产、销售	1000	95	39	3
荆州市荆清水务有限公司	湖北荆州	水务	城市污水处理及综合利用	5000	100	154	-19
荆门夏家湾水务有限公司	湖北荆门	水务	市政污水处理项目的建设及运营	5000	100	2428	680
嘉鱼嘉清水务有限公司	湖北嘉鱼	水务	污水处理及其他配套项目的投资开发、建设、运营维护	3000	100		
嘉鱼甘泉水业有限公司	湖北嘉鱼	水务	给排水及其配套项目的投资开发、建设、维护	500	100	349	8
大冶清波水务有限公司	湖北大冶	水务	城市污水处理及综合利用	1900	100	721	-137
咸宁甘源水务有限公司	湖北	水务	城市污水处理及综合利用	1300	0	890	6
安达安华环境有限公司	黑龙江绥化	固废	城市垃圾填埋建设业务	2300	100		
北京合加环保有限责任公司	北京	固废	固废及环保技术研发	1000	100	8	-476
淮南国新生物科技有限公司	安徽淮南	餐厨	餐厨垃圾生物产品的研发、生产、销售	3000	100	0	0

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

二、行业分析：整体高增长（CAGR>25%），局部有热点

我国固废行业起步晚、空间大。我国固废处理产业发展迟于水污染和空气污染治理 3-5 年。垃圾围城促使固废行业发展。据新华社报道称，中国除县城之外的 668 个城市中，有 2/3 的城市处于垃圾包围之中，1/4 已经无垃圾填埋堆放场地。随着重视度和投入的加大、生活垃圾收费政策的落实，未来 2-3 年固废处理产业将进入建设高峰期。按照“十二五”规划，十二五固废行业将投资 8000 亿，从整体来看，行业持续高增长可期，CAGR>25%；从结构来看，生活垃圾处理仍是主流，餐厨垃圾和危废处理仍将是市场热点。

1 生活垃圾处理：投资加大推动规模持续提升

特点 1：2636 亿元投资推动生活固废处理规模较 09 年翻倍增长

目前我国 656 个设施城市中仍有约 180 个设施城市没有无害化处理设施，新增垃圾处理设施仍是“十二五”期间的主要任务：①目前我国已清运垃圾无害化率仅 70%，仍有 20% 以上的垃圾清运量没有得到无害化处理，十二五将提高到 80% 以上。②我国垃圾产生量虽缺乏官方统计数据，但是一些经济不发达的地区（如部分村镇地区）还缺乏生活垃圾收运设施，因此，可以预计我国垃圾产生量和清运量之间缺口仍较大。

图 8：2000-2009 年垃圾处理能力统计

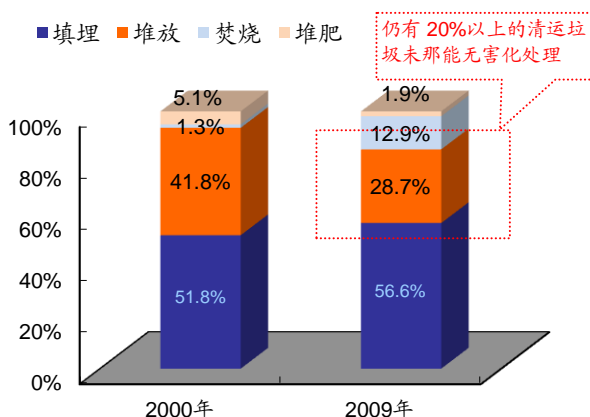


图 9：我国城市生活垃圾清运量和处理量



资料来源：中投证券研究总部

图 10：“十二五”全国新增垃圾处理能力计划

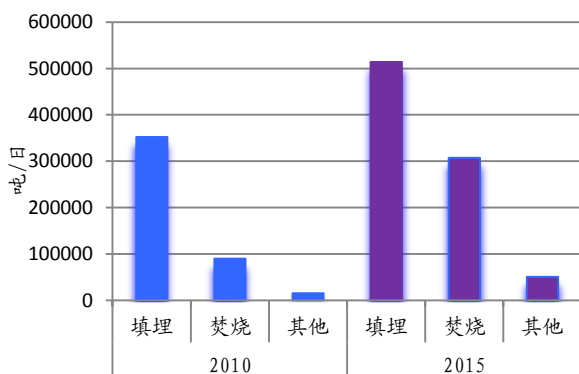
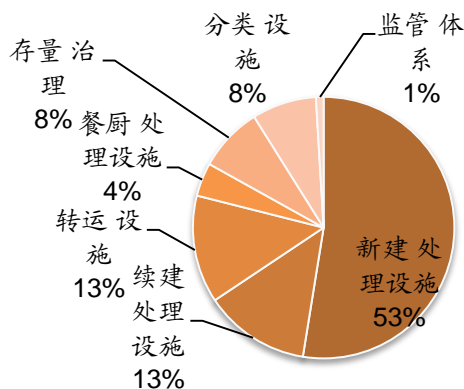


图 11：“十二五”固废处理投资分布

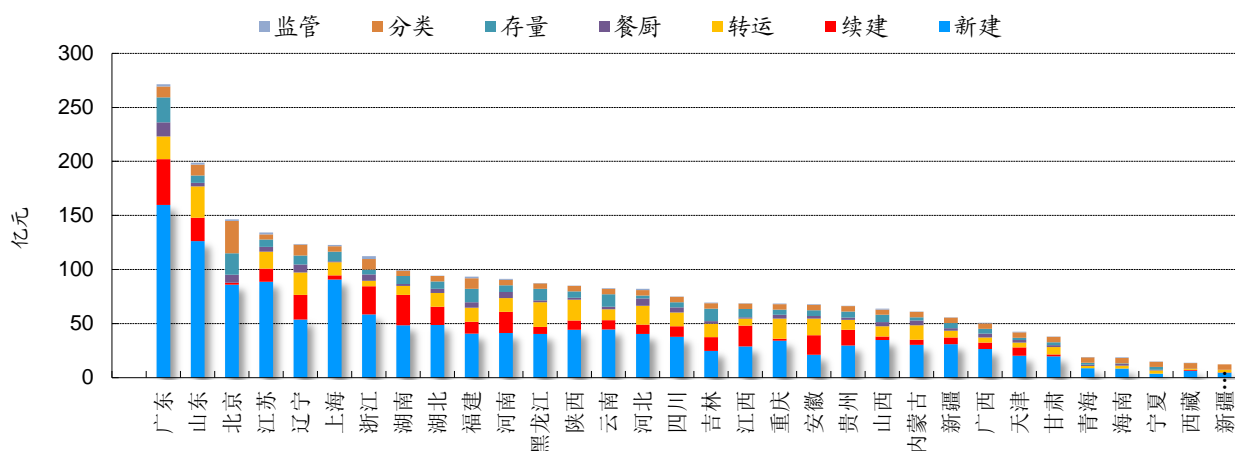


资料来源：中投证券研究总部

投资推动“十二五”固废行业快速增长,CAGR=25%。

- 全国垃圾处理投资逐步加大。据《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设规划（2011-2015）》，**“十二五”期间，固废投资约 8000 亿元，其中城市生活垃圾无害化处理设施建设投资总量将达 2600 亿元**，其中新增垃圾处理能力投资 1400 亿元、续建项目追加投资 300 亿元，餐厨垃圾投资 90 亿元。截止 2009 年，全国 654 个设市城市生活垃圾清运量为 1.57 亿吨，有各类生活垃圾处理设施 567 座，处理能力为 35.6 万吨/天，实际集中处理量约为 1.12 亿吨/年。到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，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，实现县县具备垃圾无害化处理能力，**全国将新增垃圾处理能力约 40 万 t/d，相比 2009 年垃圾处理能力将翻倍。**
- “十二五”阶段，我国垃圾处理进入向县城和农村推进阶段：大量新建小项目市场需求出现。根据生活垃圾处理“十二五”规划，实施范围包括 4 个直辖市、287 个地级市、366 个县级市和 1633 个县城。规划的目标是，到 2015 年末，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，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，实现县县具备垃圾无害化处理能力。垃圾处理产业“西部下到县，东部下到乡”的格局将在“十二五”逐步推开，形成“村收集、乡转运、县处理”的产业链。因此，大量小项目市场将出现。

图 12：“十二五”新增固废处理投资地区分布



资料来源:中投证券研究总部

特点 2: 收费标准逐渐规范, 推动固废行业发展

- 早在 2002 年，国家计委等四部委就联合发文《关于实行城市生活垃圾处理收费制度，促进垃圾处理产业化的通知》，要求推进城市生活垃圾处理收费。参照国家发改委和建设部的相关政策意见，生活垃圾捆绑水费已在南京、武汉、长沙等大城市按 5-10 元/月户试点征收，但在实际执行过程中出现了征收难、征收不到位的情况，很多城市还没有找到有效的收费方式，使多数城市的收缴率在 50%以下。政府为了推进生活垃圾处理，开始垃圾收费试点，开展了与自来水费捆绑进行收取的尝试，未来在全国得到拓展，将成为垃圾处理产业化、市场化最重大的推动力量之一。根据目前国家对

环境治理的决心及社会关注度来看，未来5年内，为促进垃圾处理产业发展，垃圾处理费的全面开征与上调将成趋势。

特点3：技术路径：填埋是主流，但焚烧比例持续扩大

我国中西部地区经济欠发达地区以及中小城市和县城，仍然优先建设卫生填埋场，让垃圾无害化处理具有基本保障。

中国应该采取多样化的垃圾处理方式，东南部地区经济发达、土地资源有限，适合采用焚烧技术；中西部地区购买力有限，土地资源相对比较广阔，适合采用综合处理和卫生填埋技术方案。总的来说，随着垃圾无害化处理从城市向县城、乡镇推进卫生填埋仍是主要方式，但焚烧的比例将持续提升。

- 目前，全世界至少有20多个国家或地区采用了焚烧方式处理生活垃圾，而且这些国家或地区普遍经济发展水平较高。从欧盟各国的情况来看：北欧国家普遍较高（普遍大于0.45千克/人日），南欧国家较低（普遍在0.1~0.25千克/人日）而东欧经济欠发达国家垃圾焚烧的应用很少。
- 我国人均垃圾焚烧量仍低于全世界水平，未来增速高于行业增速，有望维持在30%以上。全世界人均垃圾焚烧量：按采用焚烧的国家总人口计算：0.176千克/人日；按全世界总人口计算：0.061千克/人日。而我国，按我国设市城市总人口计算：0.085千克/人日，按我国全国总人口计算：0.044千克/人日。
- **空间测算1：**考虑发展，今后十年我国城市人口，若考虑我国城市范围内人均垃圾焚烧量稳定值在0.3千克/人日左右，则垃圾焚烧厂处理总规模将达到24万吨/日，按平均垃圾焚烧处理规模为600~700吨/日计，**则垃圾焚烧厂数量约为350~400座左右，而目前的垃圾焚烧厂不到四分之一。**
- **空间测算2：**按照十二五规划，十二五期间要新建生活垃圾焚烧处理能力21.7万吨/日，按照600-700吨/日，**和上面结论相似，垃圾焚烧厂数量约为310-360座左右，按照吨投资50万元，则新建市场空间约为1085亿元。**

图 13：十二五期间新建垃圾处理设施焚烧占比 52%

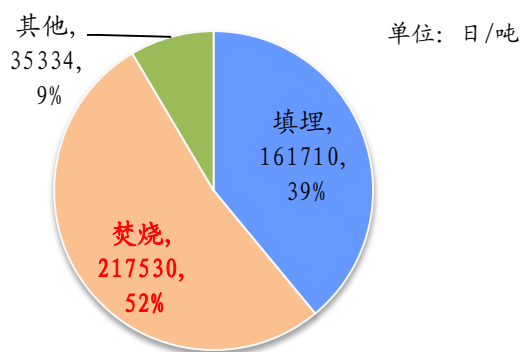
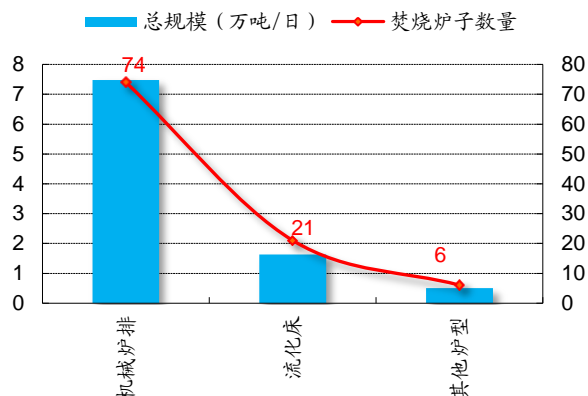
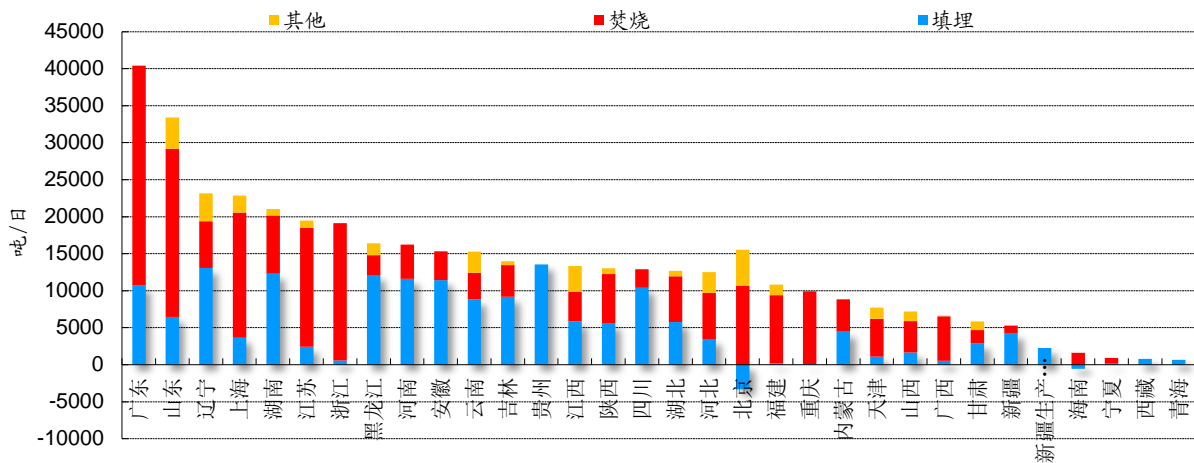


图 14：2010 年我国垃圾焚烧厂数量为 101 座



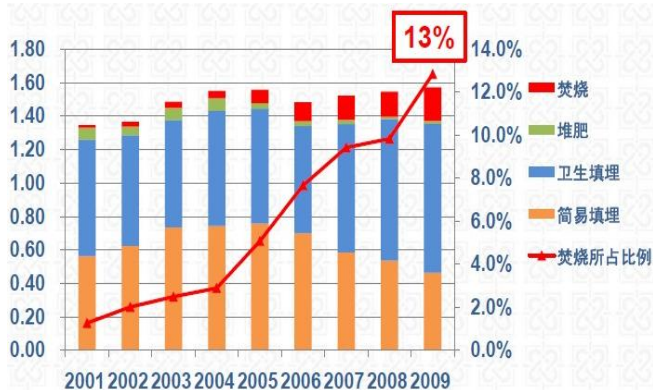
资料来源：中投证券研究总部

图 15: “十二五”新增垃圾处理能力地区分布



资料来源:中投证券研究总部

图 16: 我国垃圾焚烧比例快速提升



资料来源:中投证券研究总部

图 17: 我国垃圾焚烧厂数量和処理能力



表 4: 中国垃圾焚烧量占比仍处于世界较低水平

国家或地区	人口(万人)	生活垃圾焚烧量(万吨)	垃圾焚烧量所占百分比	人均生活垃圾焚烧量(千克/人日)
新加坡	509	245	1.6%	1.319
瑞士	779	266	1.8%	0.937
日本	12777	3574	23.6%	0.766
中国台湾	2312	609	4.0%	0.722
挪威	486	95	0.6%	0.534
欧盟	50110	5061	33.3%	0.277
美国	30700	2900	19.1%	0.259
韩国	4930	304	2.0%	0.169
中国大陆	133474	2122	14.0%	0.044
合计	235978	15176	100%	0.176

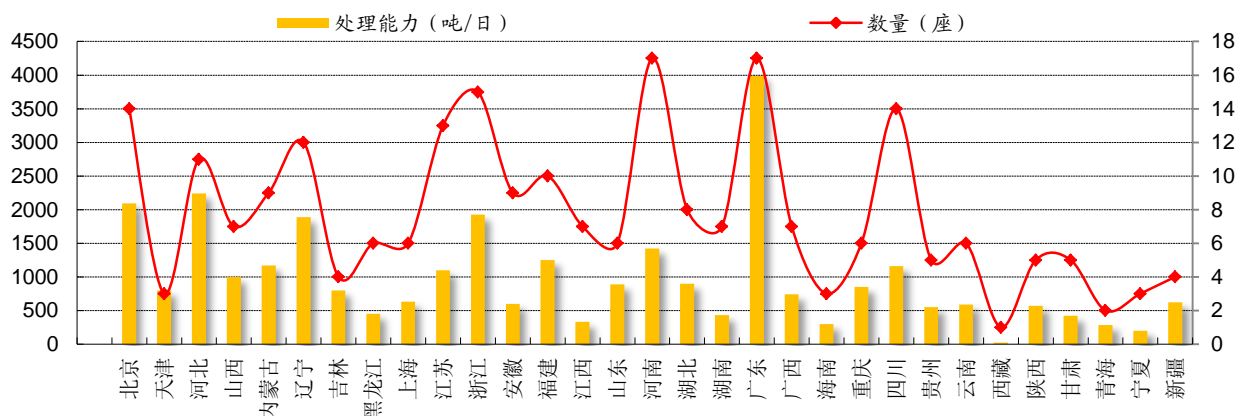
资料来源:中投证券研究总部

2 餐厨垃圾处理：仍处于起步阶段，市场前景广阔

整体来看，我国餐厨垃圾技术仍有待突破，行业处于起步阶段，但国家给予高度重视，“十二五”期间餐厨垃圾处理面临前所未有的发展机遇，投资将达90亿元。

- 随着餐饮业的发展，我国餐厨垃圾与日俱增。目前，全国年产餐厨垃圾产量约6000-7000万吨/年，日产餐厨垃圾超过1000吨的城市已超过17座。但是，由于此前相关政策引导缺乏力度，处理措施不规范、技术发展水平不均等原因，餐厨垃圾被庞大的地下产业链吸纳，催生了许多环境和食品安全问题。
- 国家的整体思路是：有条件的城市（尤其是直辖市和省会城市）将会逐步实施垃圾分类收集，尤其是含水率高的有机垃圾（餐厨垃圾），并考虑采用厌氧发酵方式处理。按照“十二五”规划目标，到2015年50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理，每个省至少建立一个生活垃圾分类示范城市或城区。预计，此后各地相关管理办法将陆续出台，如今年3月份江苏省便以省长令的方式出台了餐厨废弃物管理办法。
- 由于特殊国情，我国餐厨垃圾处理技术路径尚不明确。由于制度缺位和环保意识不到位等问题，我国垃圾在收集端分类便做的不到位，从而使餐厨垃圾中混有许多杂物，进入消化罐的垃圾不纯粹，会在消化罐中形成沉淀物和漂浮物，影响整个系统运行的稳定性。现在从全国范围来看，餐厨垃圾建设项目很多，但是尚没有成功的案例（稳定连续运营）。因此，存在一定的技术风险，但是一旦能做出成功的例子，便能起到较强的标杆和示范作用。

图 18：“十二五”餐厨垃圾处理体系建设情况



资料来源:中投证券研究总部

表 5：我国餐厨垃圾处理相关法规逐渐完善

时间	相关文件或会议	签发部门	主要内容
2010-05	《关于组织开展城市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工作的通知》	发改委、住建部、环保局、农业部	规定了选择试点城市的内容、条件和组织实施，并于2011年初步确定了首轮国家重点支持的城市名单。

2011-03	国务院常务会议	温家宝总理主持	研究部署了加强城市生活垃圾处理工作，提出到2015年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到80%以上，50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理的目标。
2011-04	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知》	国务院批转十六部委共同发出	更加明确的提出了国家对餐厨垃圾处理处置的具体要求，即在2015年前，全国范围将有超过200个城市均要建设餐厨垃圾的处理处置设施，且将利用循环经济发展专项资金进行直接支持。

资料来源：中投证券研究总部

3 危废处理：医疗废物和工业废物处理仍是市场热点

1) 医疗废物处理值得关注

- “十二五”规划指出，加强危险废物污染防治。取缔废弃铅酸蓄电池非法加工利用设施。规范实验室等非工业源危险废物管理。加快推进历史堆存铬渣的安全处置，确保新增铬渣得到无害化利用处置。加强医疗废物全过程管理和无害化处置设施建设，因地制宜推进农村、乡镇和偏远地区医疗废物无害化管理，到2015年，基本实现地级以上城市医疗废物得到无害化处置。

2) 工业固废处理：十二五综合利用率达72%

- “十二五”规划指出，完善鼓励工业固体废物利用和处置的优惠政策，强化工业固体废物综合利用和处置技术开发，加强煤矸石、粉煤灰、工业副产石膏、冶炼和化工废渣等大宗工业固体废物的污染防治，到2015年，工业固体废物综合利用率达到72%。推行生产者责任延伸制度，规范废弃电器电子产品的回收处理活动，建设废旧物品回收体系和集中加工处理园区，推进资源综合利用。

总结：综上所述，按照国家规划“十二五”规划，十二五我国固废行业投资将达到8000亿元，推动我国固废行业未来复合增速超过25%。同时，餐厨垃圾处理、工业危废处理、污泥处理等新兴领域将成为市场热点。

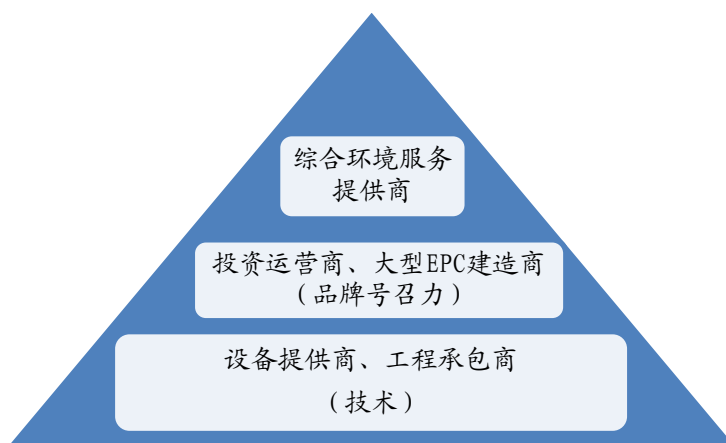
三、公司分析：最全面的行业龙头，全面受益行业成长

1 公司发展战略：向综合解决方案提供商迈进

战略 1：从 EPC 向 BOT 拓展：固废处理业务从工程承包商设备集成商，向项目投资商（同时也是设备制造商和运营服务商）转型。

- 长期来看，投资商位于产业链金字塔的顶端。
- BOT 项目能给公司带来稳定的运营收入。
- 从水务行业发展经历来看，当大规模假设期过后，向 BOT 和运营方向发展是行业的必然趋势，也只有有核心竞争力的企业才能做 BOT 和运营。同时，拓展 BOT 和运营业务，有利于发挥公司的资本和技术优势。

图 19: 未来中国环境产业将向金字塔形发展



资料来源:中投证券研究总部

战略 2: 外延多元化拓展: 从生活垃圾处理向餐厨垃圾处理、污泥、危废处理等新兴领域拓展。

公司生活垃圾处理业务快速增长的同时,在餐厨垃圾处理、污泥处理及废旧物资资源综合利用等固废细分市场,加大了市场拓展力度和技术储备,在垃圾综合处理、垃圾发电及静脉产业与城市矿山领域市场拓展方面打下了坚实基础,在生物质发电领域进行了技术和人才储备,未来将有机会参与生物质发电项目建设与设备供应,拓宽了业务空间,未来将在这些领域取得持续的收获,为公司未来业务的发展打下了良好的基础。

2 核心竞争力之一: 业务面广、经验丰富、品牌优势突出

公司是目前 A 股唯一一家固废产业链齐全的上市公司,先后承接了多项固废处置工程,覆盖了生活垃圾、工业危险废弃物、医疗废弃物;掌握了卫生填埋、生物堆肥、焚烧发电多种固废处理工艺,同时,公司是综合处理工艺的倡导者。

特点 1: 业务面最广: 桑德环境是国内第一个覆盖生活垃圾、工业及医疗废弃物、城市污泥处置等细分领域,并集研发设计、设备制造、施工建设于一体的综合性环保企业。①生活垃圾处理: 目前,发行人在国内已经开工的大型固体废弃物项目中做出了品牌,如阿苏卫项目、青浦项目建成后,将成为国内大型城市生活垃圾综合处理的样板工程。污泥处理业务有望成为环保领域发展最快的环保业务,预计今年将会有 2-3 个项目开工。

表 6: 公司典型城市生活垃圾处理项目

	项目所在地	项目名称	总投资 (亿元)	业务模式	项目处理规模	工艺	状态
1	北京	北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	3.320	EPC	2000	综合处理	已建成
2	上海	上海青浦生活垃圾综合处理工程	1.160	EPC	1000	综合处理	已建成
3	黑龙江	大庆市生活垃圾综合处理工程	2.580	EPC	1000	综合处理	已建成
4	内蒙	内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	1.040	EPC	800	卫生填埋	已建成
5	安徽	安徽淮南生活垃圾卫生填埋工程	-	EPC	500	综合处理	已建成
6	安徽	安徽亳州生活垃圾卫生填埋工程	-	EPC	400	卫生填埋	已建成
7	内蒙	开鲁县生活垃圾卫生填埋工程	0.100	EPC	100	卫生填埋	已建成
8	北京	国家体育场零层南、北垃圾中转站工程	-	EPC	40	压缩中转	已建成
9	北京	中央电视台新园区垃圾中转站工程	-	EPC	-	压缩中转	已建成

10	山东	山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	2.500	EPC	600	焚烧发电	完成土建
11	山东	青州市生活垃圾综合处理工程	1.210	EPC	500	综合处理	在建
12	湖北	天门垃圾处理工程	1.078	EPC	600	卫生填埋	在建
13	黑龙江	安达市生活垃圾处理工程	0.758	BOT	350	卫生填埋	在建
14	重庆	重庆市南川区生活垃圾处理项目	4.400	BOT	800	焚烧发电	申报
15	山东	山东省临朐县生活垃圾处理项目	3.000	BOT	600	垃圾焚烧发电+卫生填埋	申报
16	湖南	湘潭双马生活垃圾填埋场项目	0.600	BT	-	卫生填埋	2012 开工
17	新疆	新疆乌鲁木齐大蒲沟生活垃圾填埋气发电工程	0.340	BOT	7500 千瓦	填埋气发电	在建
18	重庆	开县生活垃圾处理特许经营项目	2.5	BOT	600	焚烧发电	2012 年下半年开始进行项目报批
19	湖南	湖南静脉产业园	50 (一期 20-30)	BOT	一期: 2000-3000	综合	即将开工

注释: 红色底为焚烧项目

资料来源: 公司网站、公司公告、中投证券研究总部

②餐厨垃圾处理: 公司是第一批承接餐厨垃圾处置的企业之一。

表 7: 公司典型餐厨垃圾处理项目

序号	所在地	项目名称	总投资 (亿元)	业务模式	处理规模	工艺	状态
1	安徽	安徽淮南市餐厨垃圾处理项目	1.050	BOT	200t/d	厌氧发酵制沼气	申报

资料来源: 公司网站、公司公告、中投证券研究总部

③工业危废处理: 在国家第一批 12 个省级危废处理设施招标中, 发行人中标 3 个项目, 占有了这一市场的最大份额; 医疗废弃物处理也有望取得较快进展。

表 8: 公司典型工业危废处理项目

序号	所在地	项目名称	总投资 (亿元)	业务模式	处理规模	工艺	状态
1	湖北	湖北省工业及医疗危险废物集中处理处置工程	1.280	EPC	2.9 万 t/y	焚烧、填埋、固化	已建成
2	安徽	安徽淮南医疗废物处理处置工程	0.139	EPC	5t/d		已建成
3	湖南	湖南湘潭医疗废物焚烧系统工程	0.155	EPC		焚烧	环境影响评价
4	内蒙	内蒙东部地区工业及医疗危险废物集中处理处置工程	1.000	EPC	2.1 万 t/y	焚烧、填埋、固化	在建

资料来源: 公司网站、公司公告、中投证券研究总部

④其他: 汽车拆解、电子废弃物等公司也在积极筹备。

表 9: 公司储备项目

序号	所在地	公司名称	总投资 (亿元)	持股比例	公司主营业务
1	湖北	咸宁市兴源物资再生利用有限公司	0.095	80%	报废汽车回收拆解 (资质有效期至 2013 年 9 月 30 日)
2	湖北	襄阳楚德资源再生科技有限公司	0.153	51%	废弃电器电子产品回收、拆解、综合利用及废旧轮胎回收、加工、销售等。

资料来源: 公司网站、公司公告、中投证券研究总部

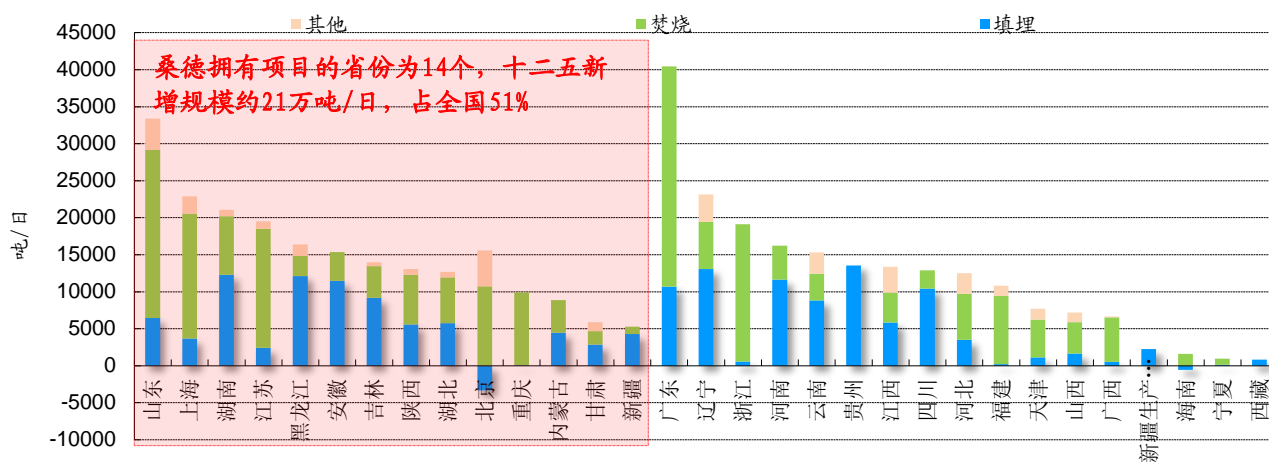
特点 2: 技术路径多样: 桑德环境固废业务包括生活垃圾综合利用、卫生填埋、焚烧发电、堆肥, 多种技术路径均有涉及, 是国内固废处理系统集成领域技术最全面、经验最丰富的公司之一。

- 垃圾焚烧发电：原来为公司的短板，但是公司近年来加大了垃圾焚烧发电方向的推广和投入，已经取得良好效果。首先，公司在山东德州的垃圾焚烧发电项目投资额为 2.5 亿元、处理规模为 600 吨/天。其次，公司在去年还相继取得了重庆南川、安徽临朐等垃圾焚烧发电项目。
- 卫生填埋：公司的传统优势领域，内蒙通辽、安徽淮南、亳州等多个项目中均采用了卫生填埋工艺。

此外，在水务方面，公司城市水务项目中的荆门夏家湾污水处理厂被评为“国家重点环境保护实用技术示范工程”。凭借已有项目的示范效应，发行人在未来的项目招标中占有较强的品牌优势。

特点 3：在全国 14 个以上省份均有过项目经验，为未来获得新项目打下基础

图 20：“十二五”全国新增垃圾处理能力：全国约一半的省份桑德均有过项目经验



资料来源：中投证券研究总部

3 核心竞争力之二：产业链拓展提升公司议价能力

08 年公开发行建设咸宁固废设备生产基地，完成固定资产投资 40,940 万元，建成年产各类环保设备 162 台套的环保设备生产基地，正常年份可实现销售收入 68,260 万元、利润总额 12,608.45 万元。目前项目已于 10 年 8 月建成，生产的固废设备自用和外销各占一半。11 年约达到产 20-30%，实现净利润 3000 万元，今年预计达产 60-70%。

我们认为向上游设备生产对提升公司核心竞争力非常重要：1) 降低成本、提升公司议价能力，将对公司承揽项目产生良好的促进作用。2) 产生销售收入；3) 提升核心技术竞争力。

4 核心竞争力之三：集团资产注入可期

公司控股股东为北京桑德环保集团有限公司，是大型综合性环保集团。长期致力于市政给水、市政污水处理、工业给水与废水处理、城市垃圾处理、工业固体废物处理等环境领域业务，始终站在中国环保产业发展的前沿。

下辖桑德环境（Sound Environment，深市上市公司，股票代码 000826）及联属企业桑德国际（Sound global，新加坡主板上市公司，股份代码 E6E.SI；香港

主板上市公司, 股份代号 00967.HK) 等企业, 在全国投资建设的自来水厂(公司)、污水厂、城市生活垃圾处理厂、工业废弃物处理厂近 60 个。承担系统集成建设的各类环境治理工程已超过 600 个, 树立了多种(包括部分具有世界水平的)环境治理(如焦化废水处理、垃圾综合处理等)典型达标工艺。集团集投资、设计、建设、运营、环保设备制造于一体, 拥有强大的技术实力, 畅通的国内外资本平台和丰富的项目管理及实施能力。

桑德先后被列为国家环保总局认定的环保骨干企业、北京市政府重点扶持的高科技企业, 是全国工商联环境服务业商会会长单位, 中国环保产业协会常务理事单位, 被连年授予国家级中关村科技开发试验区 50 强企业, 连续多年被评为中国十大最有影响力水务企业。

结合 2010 年桑德环境与桑德集团签订的备忘录可知, 未来桑德环境可能从桑德集团的收购的资产主要是固废运营资产。

表 10: 桑德集团、桑德环境、桑德国际资产、收入、利润规模比较

单位: 百万元	2009			2007		
	桑德集团	桑德环境	桑德国际	桑德集团	桑德环境	桑德国际
总资产	5193	2644	2583	3598	1538	1804
净资产	1433	1084	1573	990	427	1152
主营业务收入	1494	684	1293	-	350	697
净利润	180	146	282	153	87	161

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

表 11: 桑德集团旗下与除去桑德环境外与固废相关的资产列表

公司名称	注册资本 (百万元)	持股 方式	持股比例 (%)	主营业务	所在地	业务类型
北京国中生物科技有限公司	80	直接	35%	以项目公司(业主)身份从事北京阿苏卫生 生活垃圾处理项目的建设及运营	北京	固废
		间接	28%			
通辽蒙东固体废弃物处置有 限公司	10	直接	90%	以项目公司(业主)身份从事内蒙古东部地 区危废处置中心项目的建设及运营	内蒙	危废
		间接	10%			
湖北汇楚危废处置有限公司	10	直接	70%	以项目公司(业主)身份从事湖北危废处置 中心项目的建设及运营	湖北	危废
		间接	20%			

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部

四、竞争格局分析: 具备异地扩张能力的行业龙头

目前固废行业竞争主体较多, 多以区域性的公司为主。我们认为, 未来行业的核心竞争力主要看跨区域的项目拓展能力, 而桑德的优势较强:

- 管理层锐意进取。虽然目前固废行业公司较多, 但多数公司已经减速或停止进行异地扩张。实际上, 公司的竞争对手主要有光大国际、泰达股份、重庆三丰等少数几家企业。
- 公司是行业内极少数产业链最全的公司, 囊括项目投资、工程设计、项目运营、设备生产于一体, 综合谈判和议价能力强。

- **技术领域广。**从目前来看,公司的焚烧技术和经验相对光大国际等企业相对欠缺,但公司是行业内历史最悠久的公司,填埋、堆肥、焚烧技术均有涉及,技术领域广。
- **民营体制、机制灵活。**公司为民营体制,在竞争较为市场化的区域,具有灵活的销售机制,这也是公司异地拓展能力体现的重要原因。
- **资金优势明显。**城市垃圾处理包括投项目投资、工程设计和系统集成、项目运营等环节。目前国内采用较多的投融资方式是在政府引导下,以合同和特许经营等为主要管理手段,实现垃圾处理设施投资主体多元化、运营主体企业化、运行管理市场化,除了BOT(建设-经营-转让)、TOT(移交-经营-移交)模式外,PPP(公私合营)、DBO(设计-建设-运营)等新的商业模式正在一些二三线城市兴起。无论哪种模式,总体而言,对资金需求均很大,公司作为唯一一家A股上市公司,具有较为明显的融资优势。

表 12: 固废处理主要环节和行业内主要公司

业务类型	公司
工程设计和建设	桑德环境、金州环境、上海美商、伟明集团、威立雅、上海环境集团、北京中科通用能源环保有限公司
项目运营	城投控股、光大国际、泰达股份、深圳能源、威立雅、金州环境
设备生产	华光股份、盛运股份、北京机电院高新技术公司、福建省丰泉环保集团有限公司、百玛士环保科技控股有限公司

资料来源:中投证券研究总部

图 21: 按背景划分我国主要的环卫投资企业



资料来源:中投证券研究总部

五、公司成长能力分析: CAGR>35%

短期来看,公司项目储备较多,持续高增长可期;长期来看,固废行业有望维持 25%以上的增速,而作为行业内的龙头,公司有望维持 40%以上的增长。

1 固废业务: 储备项目多, 持续高增长可期

(1) 工程方面, 储备项目丰富:

- 2010 年年末公司与桑德集团合作，与湖南省湘潭市人民政府签署了《湖南静脉园项目投资合作协议书》，项目总投资约 50 亿，预计今年下半年将会开工建设，年内园内污泥处理、垃圾处理和焚烧发电的部分项目有望完工。
- 垃圾焚烧项目：重庆南川项目、山东临朐等 4-5 个垃圾焚烧发电项目。
- 工业危废和餐厨垃圾：预计今年工业危废将有较大增长。同时预计年内有 1-2 个餐厨垃圾的项目将要进行。
- 污泥：年内将有 2-3 个项目开工。

(2) 设备方面，咸宁设备生产项目已于 10 年 8 月建成，生产的固废设备自用和外销各占一半。11 年实现净利润 300 万元，预计今年净利润将显著增长。

2 水务业务稳定增长：水价提升和水量增长推动增速约 5-10%

公司水务业务目前主要集中在湖北等地，预计未来，该块业务增长主要来自两方面：1) 自来水价提升；2) 污水处理量增长，增速大约在 5-10% 之间。

- 公司现有污水处理能力约 100 万吨/日，主要在宜昌、南昌、包头、襄樊、荆州等地，这些污水处理项目今年已经全部投产。
- 公司现有自来水运营项目分布在湖北、江苏、浙江等地，合计处理能力约为 50 万吨/天。

3 财务分析：盈利能力较强、配股保证资金需求、收款能力是关键跟综点

公司盈利能力处于行业较高水平，未来毛利率将维持稳定。公司毛利率接近 40%，净利润率接近 20%，这体现了公司较强的议价能力。

行业特点决定应收账款周转率较低，收益质量是未来首要关注点。作为环保工程类企业，下游为地方政府，因此回款状况受到政府支付能力的影响。造成应收状况周转率较高。

公司战略决定资产变“重”是趋势。公司的非流动资产比例约 60%，虽然去年有下降趋势，但公司固定资产和无形资产占比一直在持续提升，这种趋势仍将持续，理由是公司逐渐向投资商和运营商转型，BOT 项目比例增多将加重公司资产。

配股解决公司发展的资金瓶颈。

图 22: 固废类企业毛利率水平比较 (%)

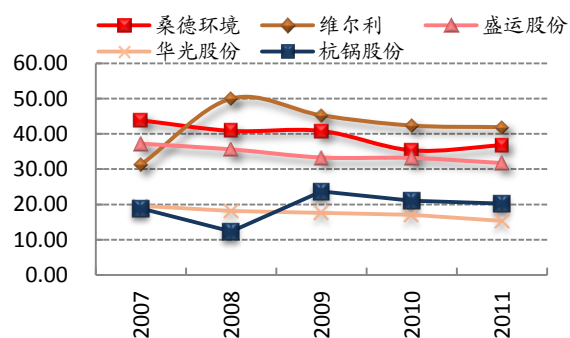
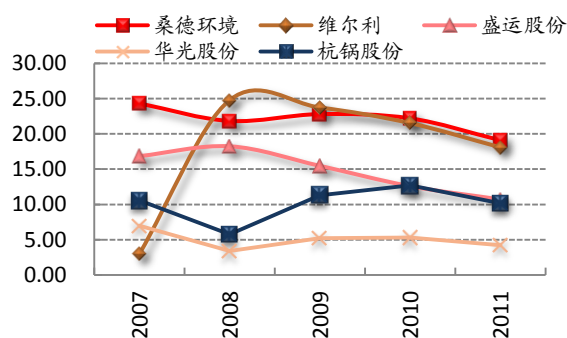


图 23: 固废类企业净利润率水平比较 (%)



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 24: 固废类企业应收账款周转率水平比较 (%)

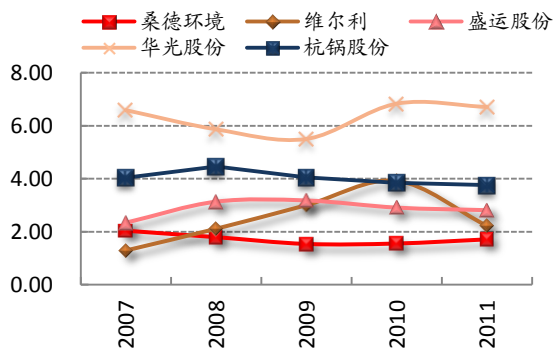
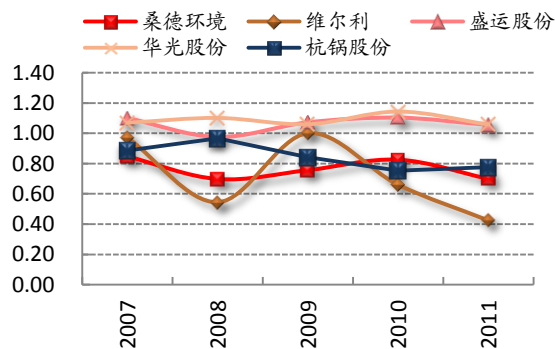


图 25: 固废类企业销售商品提供劳务产生现金流占营业收入比例比较



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 26: 固废类企业已获利息倍数(EBIT/利息费用)水平比较 (%)

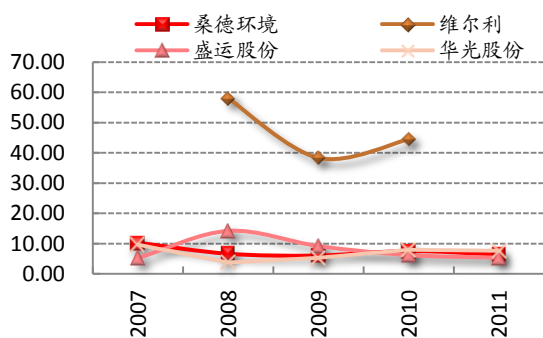
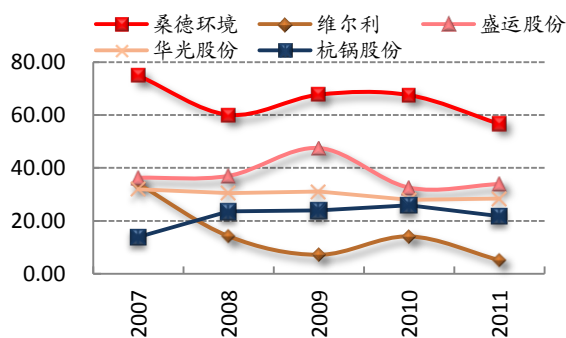


图 27: 固废类企业非流动资产/总资产水平比较 (%)



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

六、盈利预测与投资建议

我们预计公司 12-14 年 EPS 为 0.84/1.18/1.59 元, 由于公司具有较高的成长性, 十二五期间增速有望维持在 35%以上, 同时, 公司具备外延扩张的可能, 因此, 我们认为可以给予公司较高的估值溢价, 给予公司 12 年 35 倍 PE, 则合理目标价为 29 元, 现在股价为 24.6 元, 对应 PE 为 29X、21X、16X, 给予公司强烈推荐评级。

表 13: 盈利预测关键数据

营业收入	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市政施工	343.57	425.63	620.70	1,161.05	1,544.20	2,161.88	2,810.44
环保设备安装及技术咨询业务	88.27	50.00	115.71	189.22	255.45	344.85	465.55
污水处理业务	79.49	135.03	155.69	172.31	184.37	195.43	205.21
自来水业务	11.81	65.24	72.33	76.97	82.36	87.30	91.66
营业收入合计	523.14	675.90	964.43	1,599.55	2,066.37	2,789.46	3,572.86
营业成本	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市政施工	208.24	275.30	416.28	760.67	1,011.45	1,416.03	1,840.84

环保设备安装及技术咨询业务	52.23	16.36	70.14	92.66	148.16	200.02	270.02
污水处理业务	38.65	71.46	94.78	109.76	118.00	125.08	131.33
自来水业务	10.37	41.03	46.48	52.79	56.00	59.36	62.33
营业成本合计	257.20	717.51	211.40	255.21	1,333.61	1,800.48	2,304.52
毛利率	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市政施工	39.4%	35.3%	32.9%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
环保设备安装及技术咨询业务	40.8%	67.3%	39.4%	51.0%	42.0%	42.0%	42.0%
污水处理业务	51.4%	47.1%	39.1%	36.3%	36.0%	36.0%	36.0%
自来水业务	12.2%	37.1%	35.7%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
综合毛利率	50.8%	-6.2%	78.1%	84.0%	35.5%	35.5%	35.5%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

七、风险因素分析

(1) 项目开拓情况低于预期的风险；(2) 地方政府财政状况对公司应收账款带来的坏账风险；(3) 收入和现金流不匹配导致的资金风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1640	2048	2785	3487	营业收入	1608	2066	2789	3573
现金	356	442	583	760	营业成本	1017	1334	1800	2305
应收账款	1142	1388	1938	2379	营业税金及附加	19	23	32	41
其他应收款	17	37	42	54	营业费用	13	21	27	34
预付账款	98	154	182	242	管理费用	103	124	153	182
存货	26	27	39	51	财务费用	73	63	76	72
其他流动资产	1	1	1	2	资产减值损失	24	16	17	18
非流动资产	2144	2187	2384	2517	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	1	26	1	投资净收益	0	-0	-0	-0
固定资产	464	499	527	549	营业利润	361	485	684	921
无形资产	1421	1473	1542	1603	营业外收入	6	8	8	8
其他非流动资产	255	214	288	363	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3784	4235	5168	6003	利润总额	367	493	692	929
流动负债	1577	1652	1998	2046	所得税	60	74	104	142
短期借款	464	793	936	755	净利润	307	419	587	787
应付账款	377	628	809	1022	少数股东损益	6	0	0	0
其他流动负债	736	231	253	269	归属母公司净利润	301	419	587	787
非流动负债	515	514	514	514	EBITDA	528	653	873	1113
长期借款	471	471	471	471	EPS (元)	0.73	0.84	1.18	1.59
其他非流动负债	45	43	43	44					
负债合计	2092	2166	2512	2560	主要财务比率				
少数股东权益	116	116	116	116	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	413	496	496	496	成长能力				
资本公积	439	356	356	356	营业收入	65.5%	28.5%	35.0%	28.1%
留存收益	723	1100	1688	2475	营业利润	50.6%	34.5%	41.1%	34.6%
归属母公司股东权益	1575	1953	2540	3327	归属于母公司净利润	45.4%	39.2%	40.2%	33.9%
负债和股东权益	3784	4235	5168	6003	获利能力				
					毛利率	36.8%	35.5%	35.5%	35.5%
					净利率	18.7%	20.3%	21.1%	22.0%
					ROE	19.1%	21.5%	23.1%	23.7%
					ROIC	16.0%	15.9%	18.7%	21.3%
					偿债能力				
					资产负债率	55.3%	51.1%	48.6%	42.6%
					净负债比率	44.7%	59.1%	56.7%	48.4%
					流动比率	1.04	1.24	1.39	1.70
					速动比率	1.02	1.22	1.37	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.52	0.59	0.64
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.83	2.66	2.51	2.52
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.84	1.18	1.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.23	0.87	1.29
					每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.94	5.12	6.71
					估值比率				
					P/E	34.56	29.79	21.24	15.86
					P/B	6.60	6.39	4.91	3.75
					EV/EBITDA	27	22	17	13

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-02	格林美-重大资产重组点评: 钴业务产业链拓展获新拓展, 再生资源企业战略定位不变
2012-06-28	环保行业系列专题之二: 从国际经验看中国环保产业未来
2012-06-01	政策解读-《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》: -行业拐点显现, 百亿空间打开, 龙头企业更受益-看好
2012-06-01	政策梳理-战略新兴产业规划通过, 后续系列政策可期, 环保板块持续看好-看好
2012-05-08	《全国城镇生活垃圾“十二五”规划》点评: 行业进入黄金发展期, 焚烧市场尤其看好-看好
2011-12-23	环保行业系列专题之一: 《从全国第七次环保大会及《国家环境保护“十二五”规划》看环保行业: 把握行业发展脉搏 分享环保成长盛宴》-看好
2011-12-02	《脱硝电价政策点评-略低预期难改大势: 脱硝建造千亿市场明后年进入建设高峰期》-看好
2011-11-08	《国务院办公厅关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》点评-再生资源行业: 行业高成长, 龙头显优势-看好
2012-05-15	碧水源 - 公司点评: 落子新疆完善全国布局, 工业和再生水领域前景看好-强烈推荐
2012-04-26	碧水源 - 调研简报: 订单保障业绩, 拓展提升空间-强烈推荐
2012-04-26	格林美 - 一季报点评: 业绩预告略低于预期, 但全年高增长态势不改-推荐
2012-04-10	碧水源 - 公司深度调研报告: 问渠那得清如许, 唯有“源”头“碧水”来-强烈推荐
2012-03-14	格林美 - 年报点评: 精耕细作 守望政策-推荐
2012-02-29	格林美 - 业绩快报点评: 业绩略低于预期, 静待政策落地-推荐
2011-11-03	格林美 - 公司点评: 携手力拓显实力 积极布局新领域-推荐
2011-10-28	国电清新 - 三季报点评-如期稳定高增长, 多项技术待释放-强烈推荐
2011-10-26	格林美 - 三季报点评: 高增长拐点显现, 电子废弃物业务盈利进入爆发增长长期-推荐
2011-10-24	聚光科技 - 三季报点评: “旺季来临+行业复苏”将推动业绩触底反弹-推荐
2011-09-08	国电清新 - 重庆石柱项目点评: 新技术打开新空间-强烈推荐
2011-09-01	格林美 - 公司深度调研报告: 领跑行业 超越成长-推荐

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

陈青青, 中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士, 南开大学经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434