

环保行业

报告原因：调研简报

2012年9月20日

市场数据：2012年9月20日

总股本/流通股本(亿股)	4.98/4.81
收盘价(元)	24.61
流通市值(亿元)	118.37

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	57.16%
毛利率	39.48%
净资产收益率(摊薄)	9.74%

相关研究

《桑德环境(000826)跟踪报告-BOT模式项目又下一城(增持)》-2012年7月30日

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)

在手运营项目贡献可观利润

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

① **固体废物处理工程业务仍是公司发展的核心，集团支持力度较大。**公司主营业务包括水务、固废处理两大块，目前固废业务占比已经达到80%左右。为了避免同业竞争，公司水务业务主要集中在湖北区域，发展相对较为稳定，主要为自然增长以及湖北境内的收购业务。公司未来发展的核心战略是固废处理领域，集团也对公司固废领域的发展支持力度较大（如静脉园股权的注入），我们预计未来集团将以公司为平台发展固废业务，其拥有的其他固废业务也有望逐步注入上市公司。

② **垃圾发电电价正是出台，行业由EPC向BOT模式转换。**从公司目前固废的收入主要还是来自于工程收入，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，但运营项目仍在建设期，还未开始贡献收入。在地方政府财政紧张的背景下，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。以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为280千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。此外，据我们调研了解到除了垃圾发电电价补贴外，国家还给每吨70-80元的额外补贴，综合发电及补贴使得垃圾发电企业获得8%-10%的内部收益率。

③ **在手运营项目贡献可观收益。**经过我们不完全统计公司在手BOT模式的订单约5700吨/日，目前均未开始贡献运营收入，根据我们简单测算全部运营后贡献收入49007.33万元，净利润9801.47万元，对应每股收益0.20元。公司的远期目标是“十二五”末运营项目达到2万吨/日的水平，根据我们简单测算贡献收入171955.56万元，净利润34391.11万元，相当于公司目前的收入和利润。

④ **“十二五”生活垃圾无害化处理投资大幅增长，焚烧比例大幅提升。**《“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%。而在目前国家固废处理的政策背景下，公司有望实现其“十二五”目标。

- ④ **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。
- ④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.89、1.37 元，对于目前市盈率分别为 28、18 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。
- ④ **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：公司 BOT 项目不完全统计

	签订时间	特许经营期限	垃圾处理能力 (吨/日)	项目总投资 (亿元)
开县生活垃圾处理特许经营协议	2012 年 5 月 14 日	30 年	600	2.5
双城市生活垃圾处理项目	2012 年 7 月 26 日	30 年	600	2.7
临朐县生活垃圾处理特许经营协议	2011 年 9 月 27 日	30 年	500	3.5
重庆市南川区生活垃圾处理特许经营协议	2010 年 12 月 28 日	30 年	1000	4.4
静脉园项目		30 年	3000	
合计			5700	

资料来源：公司公告，山西证券研究所整理（其他项目为公司公告项目，静脉园项目为我们估算）

表 2：公司运营项目盈利测算

垃圾焚烧处理能力（吨/日）	5700	20000
吨发电量（吨/度）	280	280
年发电量(万度)	58254	204400
含税电价（元/度）	0.65	0.65
发电收入（万元）	32363.33	113555.56
补贴收入（元/吨）	80	80
补贴收入合计（万元）	16644	58400
收入合计（万元）	49007.33	171955.56
销售净利率	20%	20%
净利润贡献（万元）	9801.47	34391.11
贡献每股收益（元）	0.20	0.69

资料来源：山西证券研究所整理



表 3: 盈利预测假设 (万元)

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
固体废弃物处置工程市政施工业务	62,070.23	116,104.73	174,157.10	261,235.64
污水处理	15,568.78	17,230.82	20,676.98	22,744.68
环保设备安装及咨询收入		18,922.34	11,353.40	13,624.08
自来水供应	7,233.36	7,696.76	8,081.60	8,485.68
营业收入增速				
固体废弃物处置工程市政施工业务	45.83%	87.05%	50.00%	50.00%
污水处理	15.30%	10.68%	20.00%	10.00%
环保设备安装及咨询收入		-	-40.00%	20.00%
自来水供应	10.87%	6.41%	5.00%	5.00%
毛利率				
固体废弃物处置工程市政施工 (%)	32.93%	34.48%	38.00%	38.00%
污水处理 (%)	39.12%	36.30%	34.00%	34.00%
环保设备安装及咨询收入 (%)			60.00%	60.00%
自来水供应 (%)	35.74%	31.42%	32.00%	32.00%

资料来源: 山西证券研究所

表 4: 盈利预测 (万元)

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	97,201.18	160,843.96	214,269.08	306,090.09
营业收入增速	42.01%	65.48%	33.22%	42.85%
营业成本	62,861.43	101,700.38	131661.0566	188197.4836
毛利率	35.33%	36.77%	38.55%	38.52%
营业税金及附加	1,003.77	1,903.50	2535.76	3622.41
销售费用	1,164.32	1,287.68	1784.12	2471.29
管理费用	4,038.14	10,266.97	12320.36	14784.44
财务费用	3,814.33	7,250.85	13000.00	15600.00
资产减值损失	370.78	2,365.81	0.00	0.00
营业利润	23,945.12	36,068.77	52967.78	81414.47
营业外收入	882.39	628.98	0.00	0.00
营业外支出	56.33	3.98	0.00	0.00
利润总额	24,771.18	36,693.78	52967.78	81414.47
所得税	3,195.44	5,972.57	7945.17	12212.17
净利润	21,575.74	30,721.21	45022.61	69202.30
少数股东损益	876.47	629.68	755.62	906.74
归属于母公司所有者的净利润	20,699.27	30,091.53	44267.00	68295.56
每股收益:	0.42	0.60	0.89	1.37
每股收益增速	42.04%	45.37%	47.11%	54.28%

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险,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。

。