

环保行业

报告原因：深度报告

2012年10月17日

市场数据：2012年10月17日

总股本/流通股本(亿股)	4.98/4.81
收盘价(元)	24.33
流通市值(亿元)	117.03

基础数据：2011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)_调研简报-在手运营项目贡献可观利润——(增持)》2012年9月20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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

桑德环境 (000826)

维持

固废龙头，在手运营项目可观，高增长可期

增持

公司研究/深度报告

投资要点：

④ **垃圾发电电价正是出台，行业由EPC向BOT模式转换。**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。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。按照“十二五”规划新增58万吨/日，35%比例为焚烧，假设焚烧项目均为运营项目，预计有20.3万吨的垃圾焚烧运营项目，按照我们测算产生59.276亿元/年，利润34.91亿元/年。考虑到工程投资，固废领域的年产值接近600亿，基本相当于“十一五”的全部产值。

④ **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，占公司2011年净利润的32%。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 **固废业务“十二五”复合增长率有望达到40%。**考虑到固废工程及固废设备，公司2007-2010年确认收入约18亿元，按照“十一五”实际投资561亿元，公司在固废领域的市场份额约4%。按照公司“十二五”固废领域投资2636亿元，公司市场份额4%计算，预计公司获得的订单105.44亿元，年均20亿元，是2011年确认收入的近2倍。此外公司“十一五”期间所承接的运营项目并未正式投产，“十二五”是运营项目大规模投产的期间，而经过我们测算公司在手运营对公司利润贡献可观，综合考虑固废领域工程及运营，固废领域预计仍能保持40%左右的复合增长速度。

④ **从水务龙头看固废龙头的增长轨迹。**我国固废处理发展滞后污水处理5年，“十二五”固废处理领域的发展预计将遵循“十一五”污水的发展路径，首创股份营业收入从2000年的4.71亿元，增长到2005年的30.37亿元，“十一五”期间复合增长率45.17%。公司是面向全国固废处理龙头，与水务领域的首创股份有很多相似之处，预计其“十二五”业绩增速将与首创股份的“十一五”媲美。

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。此外，目前正处于公司核心运营项目建设期，未来两年将陆续投产，且能够贡献可观利润，综合考虑维持公司“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。



目 录

一、	公司简介	3
二、	固废处理行业“十二五”前景良好	4
三、	固废业务全面布局，综合实力较强	6
四、	在固废运营获得可观收益	8
五、	水务业务未来较为稳定	10
六、	配股解决财务瓶颈，利好项目承接	11
七、	集团对公司的支持力度较大	11
八、	盈利分析及投资建议	12
九、	投资风险	13

一、公司简介

公司经营范围主要为市政给水、污水处理项目投资及运营、城市垃圾、工业固体废弃物及危险废弃物处置及回收利用相关设施设计,建设,投资,运营管理,相关设备的生产与销售,技术咨询及配套服务。

公司近几年收入及利润保持了高增长,2007-2011年公司收入复合增长率超过40%,归属母公司净利润复合增长率也超过40%。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。固废处理近几年保持了高增长,占比由2007年的40.15%提升到2012年中期的77.11%。

图 1: 公司主营业务构成 (2008 年中期)

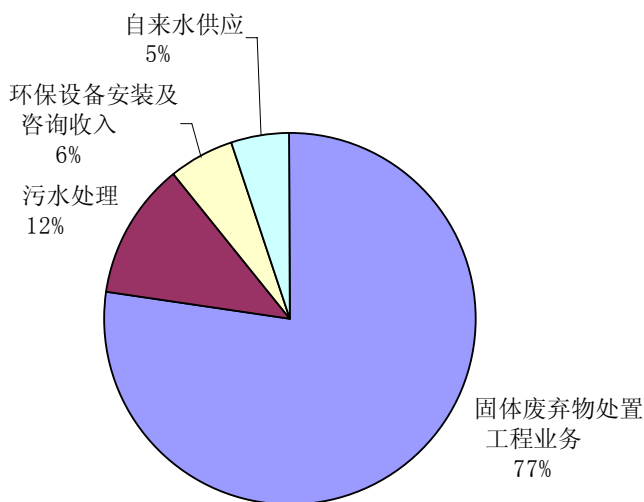
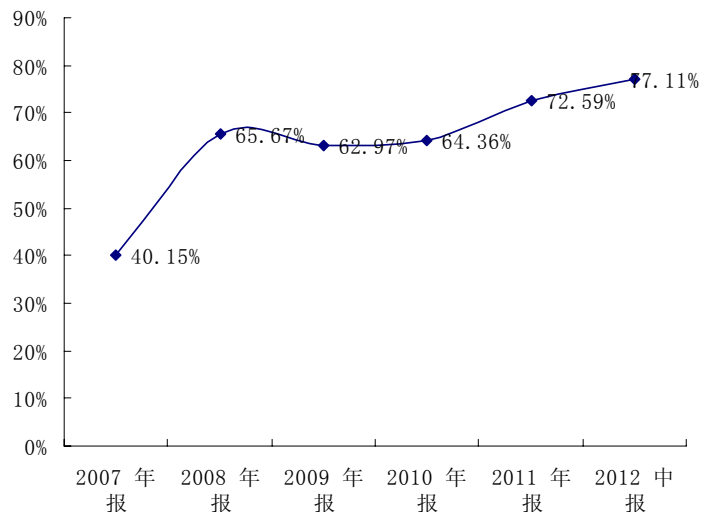


图 2: 固废处理业务比例 (%)



资料来源: Wind

图 3: 公司营业收入及增速

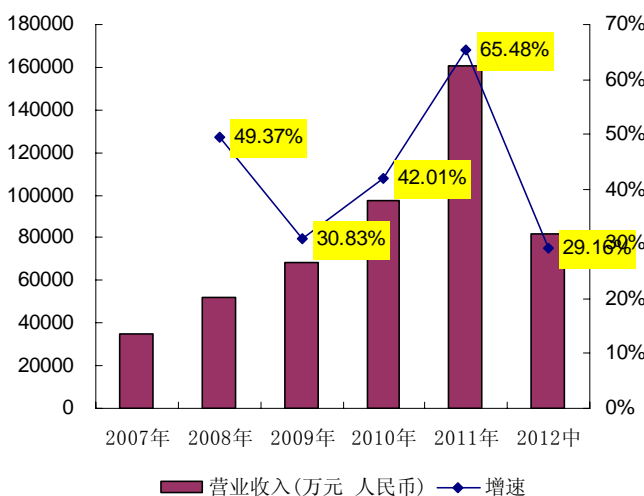
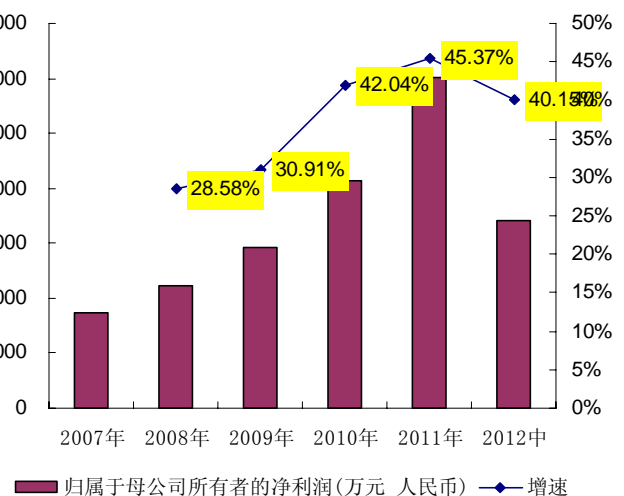


图 4: 公司归属母公司净利润及增速



资料来源: Wind

二、固废处理行业“十二五”前景良好

“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%。

垃圾发电电价正是出台，行业由 EPC 向 BOT 模式转换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。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。

垃圾运营产值分析。按照“十二五”规划新增 58 万吨/日，35%比例为焚烧，假设焚烧项目均为运营项目，预计有 20.3 万吨的垃圾焚烧运营项目，按照我们测算产生 59.276 亿元/年，利润 34.91 亿元/年，详细见表 8。考虑到工程投资，固废领域的年产值接近 600 亿，基本相当于“十一五”的全部产值。

表 1：固废处理“十二五”规划

	“十一五”规划目标	2010 年实际完成情况	“十二五”规划目标
垃圾无害化处理率（%）	60	63.5	80
新增垃圾无害化处理能力（万吨/日）	32	22	58
新增餐厨垃圾处理能力（吨/日）			3
投资完成情况（亿元）	863	561	2636

资料来源：山西证券整理

图 5：“十一五”国家环保投资结构

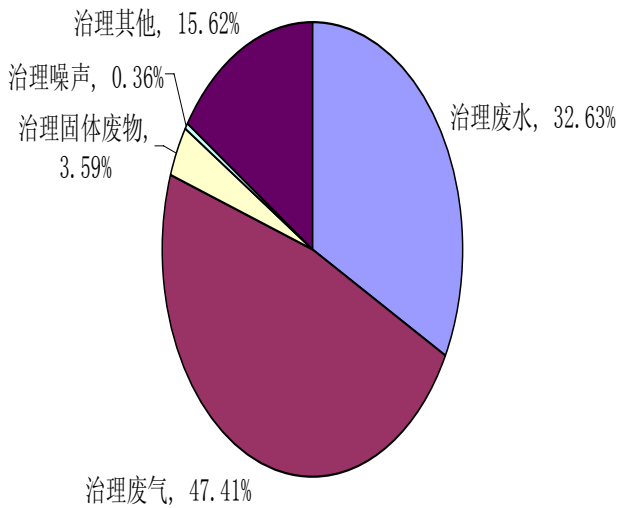
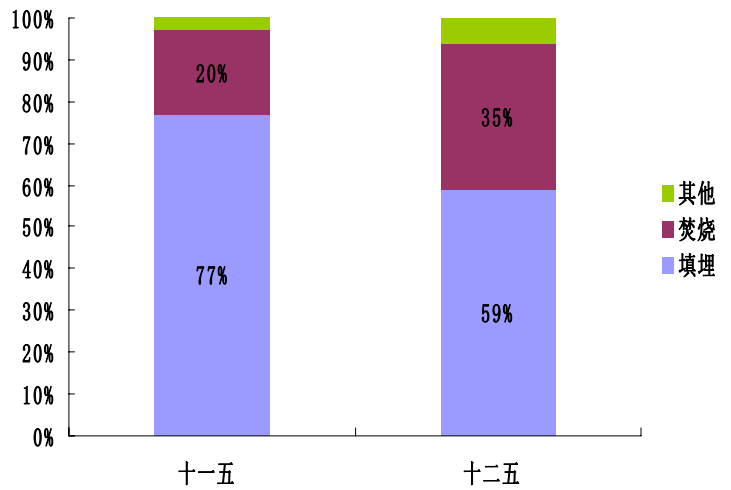


图 6：“十二五”垃圾焚烧比例有望大幅提高



资料来源：山西证券整理

表 2：“十二五”垃圾焚烧运营收入及利润测算

项目	数据
垃圾焚烧处理能力(万吨/日)	20.3
吨发电量(吨/度)	280
年发电量(亿度)	207.466
含税电价(元/度)	0.65
发电收入(亿万元)	115.26
补贴收入(元/吨)	80
补贴收入合计(亿元)	59.276
收入合计(亿元)	174.53
销售净利率	20%
净利润贡献(亿元)	34.91

资料来源：山西证券整理

表 3：固废处理运营模式的转变

模式	备注
“总承包”模式	EPC 为工业水处理行业总承包业务的最普遍模式。“EPC”（设计—采购—施工），服务商承担水处理系统的规划设计、土建施工、设备采购、设备安装、系统调试、试运行，并对建设工程的质量、安全、工期、造价全面负责，最后将系统整体移交业主运行。
BOT 模式	“BOT”为“Build-Operate-Transfer（建设-经营-移交）”的英文缩写，即，业主与服务商签订特许权协议，特许服务商承担水处理系统的投资、建设、经营与维护，在协议规定的期限内，服务商向业主定期收取费用，以此来回收系统的投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报，特许期结束，服务商将水处理系统整套固定资产无偿移交给业主。

资料来源：山西证券整理

表 4：垃圾焚烧与填埋的优缺点比较

焚烧		填埋	
优点	缺点	优点	缺点
处理彻底、快捷，把垃圾转化成热能，也实现了垃圾的局部资源化。	对垃圾燃烧过程中产生的有害气体“二恶英”的处理，给该方法酿成了极大的缺陷。	卫生填埋由于具有技术成熟、处理费用低等优点，是目前我国城市垃圾集中处置的主要方式	填埋的垃圾并没有进行无害化处理，残留着大量的细菌、病毒；还潜伏着沼气重金属污染等隐患；其垃圾渗漏液还会长久地污染地下水资源，所以，这种方法潜在着极大危害，会给予子孙后代带来无穷的后患。这种方法不仅没有实现垃圾的资源化处理，而且大量占用土地是把污染源留存给予子孙后代的危险做法。目前许多发达国家明令禁止填埋垃圾。我国政府的各级主管部门对这种处理技术存在的问题也逐步有了认识势必禁止、淘汰此类行为。

资料来源：山西证券整理

三、固废业务全面布局，综合实力较强

自 2007 年以来公司收入所确认的固废收入基本为工程项目，2007 年至今年中期固废工程合计确认收入 33.68 亿元，年复合增长率超过 50%，主要核心项目详见表 5。公司不仅参与了很多城市生活垃圾处理类固废处理项，也参与了工业及医疗废物处置工程。公司的技术路线包括了填埋、综合以及焚烧等路线。公司项目遍布全国，既有北京、上海等一线城市的大型项目，也有一些二三线城市项目。

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。

建设固废设备生产基地。2008 年，桑德环境在湖北省咸宁市经济开发区长江产业园投资兴建了一座大型的、规模化、现代化的环保设备生产基地，咸宁环境资源设备研发、设计、制造基地，项目总投资 4.56 亿元，占地面积 561 亩。该基地集环境资源技术的研发、设备制造、销售、服务于一体，可批量生产和供应我国固体废弃物处理处置的成套设备、清洁能源设备，特别是关键设备和主机设备。该基地正式投产后不仅能完善公司固废处置业务领域的产业链，减少核心技术外泄风险，增加一块相对能够创造稳定现金流的业务，更将改变公司“单纯系统集成商”的角色，进入固废设备制造领域，以加强公司在固废处置行业的竞

争优势。为实现股东利润最大化，该基地在不影响公司项目正常建设的条件下统筹安排产品的自用或者外售。目前咸宁基地已经正式投产，根据 2011 年的情况设备确认收入约 1.9 亿，项目正常运营年份将形成年产各类环保设备约 170 套的生产基地，年创产值 6.8 亿元，年创利税 1.7 亿元，未来仍有较大的提升空间。

固废业务“十二五”复合增长率有望达到 40%。考虑到固废工程及固废设备，公司 2007-2010 年确认收入约 18 亿元，按照“一五”实际投资 561 亿元，公司在固废领域的市场份额约 4%。按照公司“十二五”固废领域 4% 的市场份额，投资 2636 亿元计算，预计公司获得的订单 105.44 亿元，年均 20 亿元的订单，是 2011 年确认收入的近 2 倍。此外公司“十一五”期间所承接的运营项目并未正式投产，“十二五”将死运营项目大规模投产的期间，而经过我们测算公司在手运营对公司利润贡献可观，综合考虑固废领域工程及运营，固废领域预计仍能保持 40% 左右的复合增长速度。

我国固废处理发展滞后污水处理 5 年，“十二五”固废处理领域的发展预计将遵循“十一五”污水的发展路径，首创股份营业收入从 2000 年的 4.71 亿元，增长到 2005 年的 30.37 亿元，“十一五”期间复合增长率 45.17%。公司是面向全国固废处理龙头，与水务领域的首创股份有很多相似之处，预计其“十二五”业绩增速将与首创股份的“十一五”媲美。

图 7：固废处理业务及增速

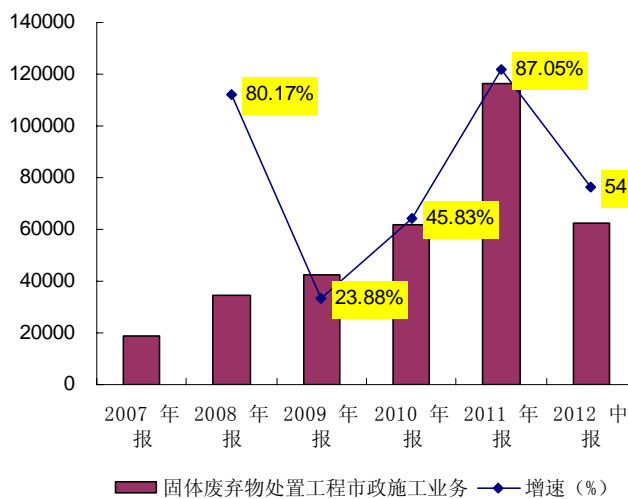
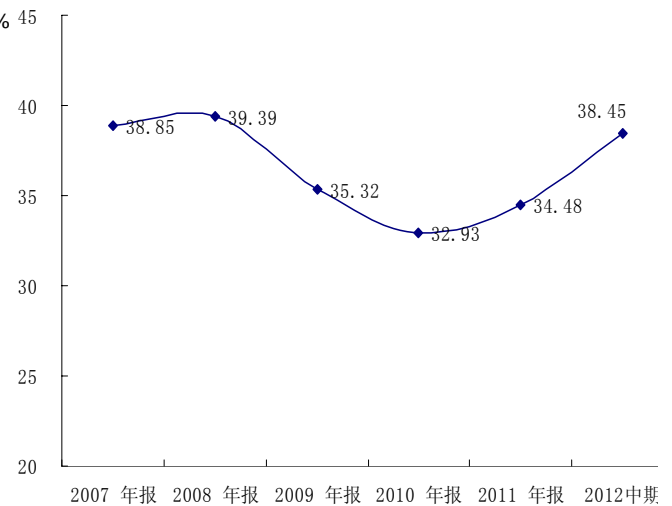


图 8：固废处理工程业务毛利率变动趋势



资料来源：Wind

表 5: 公司参与的主要固废处理工程项目

项目名称	业务类型	处理能力	总投资
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	城市生活垃圾处理工程	2000 吨/日	一期 2.72 亿
			二期 0.60 亿

上海青浦生活垃圾综合处理工程	城市生活垃圾处理工程	1000 吨/日	1.16 亿元
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	城市生活垃圾处理工程	800 吨/日	1.00 亿元
湖北省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业及医疗废物处置工程	80 吨/日	1.28 亿元
甘肃省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业及医疗废物处置工程	72 吨/日	1.21 亿元
大庆市生活垃圾综合处理工程	城市生活垃圾处理工程	1000 吨/日	2.58 亿元
*山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	城市生活垃圾处理工程	600 吨/日	2.52 亿元
安徽淮南生活垃圾卫生填埋工程	城市生活垃圾处理工程	500 吨/日	1.24 亿元
*青州市生活垃圾综合处理工程	城市生活垃圾处理工程	500 吨/日	1.21 亿元
安徽亳州生活垃圾卫生填埋工程	城市生活垃圾处理工程	400 吨/日	0.94 亿元
洪泽县生活垃圾填埋场	城市生活垃圾处理工程	300 吨/日	0.42 亿元
*内蒙东部地区工业及医疗危险废物处置工程	工业及医疗废物处置工程	45 吨/日	1.04 亿元

资料来源：公司公告，山西证券整理

表 6：公司签订的战略合作项目

合作协议	合作内容	签订时间	预计投资额
桑德环境与老河口市政府	(1) 城镇生活垃圾处理项目；(2) 新建污水处理项目；(3) 对已运营城镇污水处理厂、自来水厂进行资产重组，纳入上市公司规范运作；(4) 新建废弃电器电子产品回收拆解项目；(5) 报废汽车回收拆解与资源综合利用项目；(6) 车辆改装项目；(7) 其他资产重组项目。	2011-9-24	
湖南静脉园项目投资合作协议书	，投资项目内容包括长株潭固废处理中心；再生物资及再制造产品生产、加工、交易中心；循环经济型企业孵化中心；环保及循环经济技术研发中心；循环经济及“两型社会”示范基地、环保教育培训基地等，该项目将分两期建设，第一期将在三年内建设完成，第二期可在五年内建成投产，项目建成后将成为长株潭“两型社会”建设中资源综合利用的示范工程。	2010 年 12 月 24 日	投资约 50 亿元

资料来源：公司公告，山西证券研究所整理

四、在固废手运营获得可观收益

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。

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，详见表 7。

根据我们简单测算，按照目前在手 5700 吨/日的项目，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，占公司 2011 年净利润的 32%。

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，根据我们简单侧贡献收入 171955.56 万元，净利润 34391.11 万元，相当于公司目前的收入和利润。

测算假设

- 1、 根据规定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。我们保守假设每吨发电 280 千瓦时。
- 2、 保守假设每吨国家给予 80 元的补贴。
- 3、 其他见下表。

表 7：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 8：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

五、水务业务未来较为稳定

目前公司水务项目占公司收入比例约 17%，随着固废业务的增长，占比持续下降。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，考虑到提价及人口增加处理水量的增加带来利用率的提高，预计未来维持 10%-15%的稳定增速。

图9：污水处理业务收入及增速

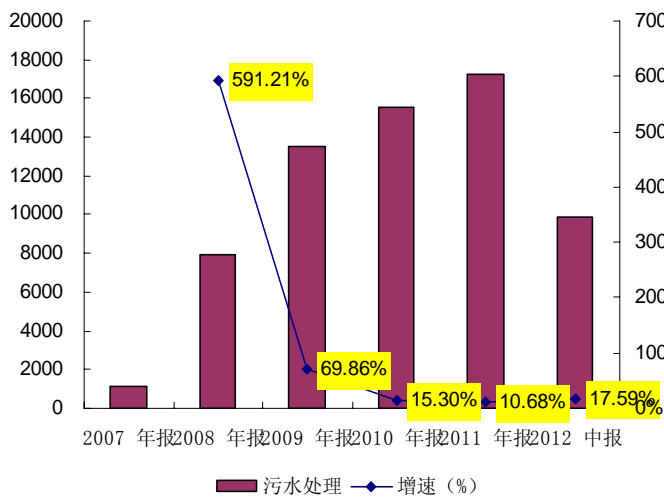
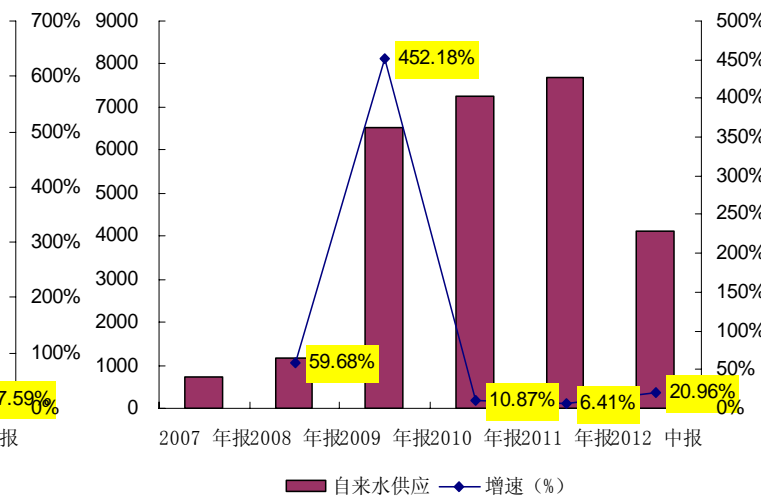


图10：自来水供应业务收入及增速



资料来源：Wind

表9：公司水务业务主要项目

地区	项目名称	污水处理能力	实际处理	运营时间	运营年限
湖北	襄樊汉水清漪水务有限公司	10 万吨/天	7 万吨/天	2008.1	25 年
湖北	荆门夏家湾水务有限公司	10 万吨/天	5.7 万吨/天	一期 2003.05 二期 2010.06	25 年
湖北	荆州荆清水务有限公司	8 万吨/天	5 万吨/天	*2010.03	25 年
湖北	枝江枝清水务有限公司	3.5 万吨/天	2 万吨/天	*2009.11	25 年
江西	南昌象湖水务有限公司	20 万吨/天	8.02 万吨/天	2008.02	20 年
内蒙古	包头鹿城水务有限公司	污水 10 万吨/天 中水 5.5 万吨/天	污水 6.17 万吨/天 中水 4.71 万吨/天	2007.1	30 年
湖北	大冶清波水务有限公司	3 万吨/天	3.16 万吨/天	*2010.01	25 年
湖北	嘉鱼嘉清水务有限公司	8 万吨/天	0.35 万吨/天	未正式运营	25 年

湖北	咸宁甘源水务有限公司	3 万吨/ 天	2.76 万吨/天	2008.06	25 年
湖北	宜昌三峡水务有限公司	20 万吨/天	15.8 万吨/天	2006.12	30 年

资料来源：山西证券

六、配股解决财务瓶颈，利好项目承接

近年来，随着公司固体废弃物工程承建及设备集成业务的快速发展，公司资产规模不断扩张，营业收入不断增加。公司的快速增长带来了较大的资金需求，为加速推进公司持续、健康发展，改善资产负债结构，提高盈利水平，公司拟以配股方式实施再融资计划，配股预计募集资金总额不超过 19 亿元，扣除发行费用后，将全部用于偿还银行贷款、短期融资券和补充流动资金，其中不超过 9 亿元用于偿还银行贷款和短期融资券，其余用于补充流动资金。

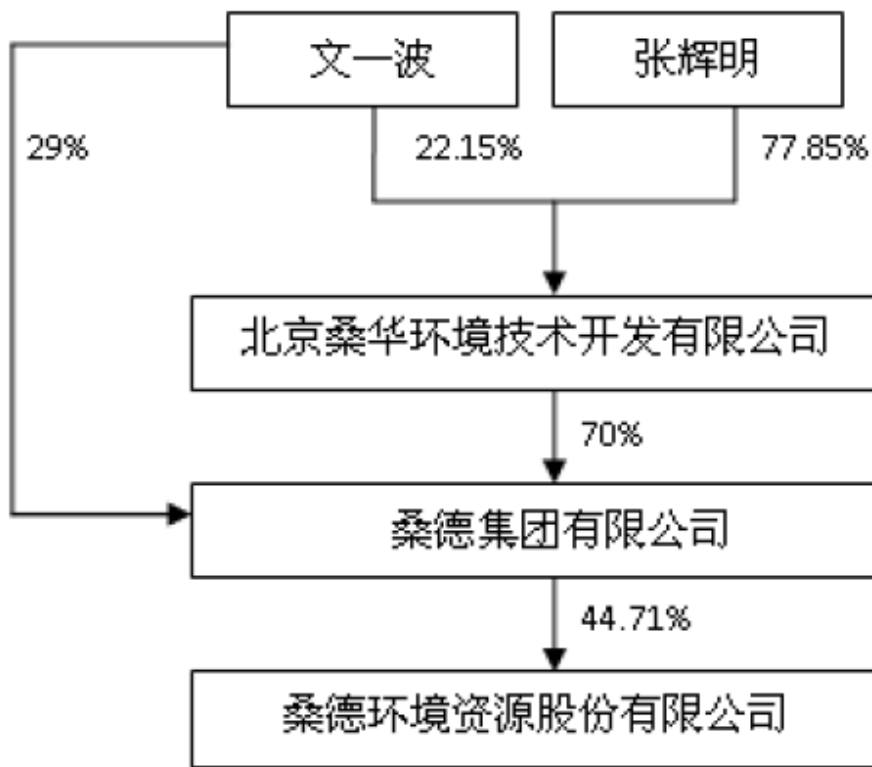
运营项目前期垫付资金较多，建设投产后才产生稳定现金流，项目对企业的现金流要求较高。公司配股有利于提高资金实力，有利于争取更多的运营项目。

七、集团对公司的支持力度较大

2011 年桑德集团、桑德环境和桑德国际共同签署《战略合作备忘录》以及文件的形式划分了各自的经营领域。公司主要定位于固废处理领域，桑德国际主要定位于水务领域。同时桑德集团承诺今后三年将给与公司获得桑德集团现有固废项目的优先受让权。

目前集团层面拟建、在建的固废处理运营项目达到 1 万吨/日，在行业内名较为靠前，预计集团有些运营项目建设达产后有望注入上市公司。

图 11：公司股东关系



资料来源：公司公告，山西证券整理

八、盈利分析及投资建议

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。此外，目前正处于公司核心运营项目建设期，未来两年将陆续投产，且能够贡献可观利润，综合考虑维持公司“增持”的投资评级。

表 10：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 11：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

九、投资风险

- 1、 在建项目进度低于预期风险；
- 2、 应收账款收回风险；
- 3、 “十二五” 固废领域的相关规划低于预期的风险。

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。