

## 环保行业

报告原因：事件点评

2013年2月5日

市场数据：2013年2月5日

总股本/流通股本(亿股)	6.44/6.22
收盘价(元)	23.87
流通市值(亿元)	148.47

基础数据：2012年9月30日

资产负债率	55.37%
毛利率	38.89%
净资产收益率(摊薄)	14.57%

### 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

《桑德环境(000826)深度报告——固废龙头，在手运营项目可观，高增长可期(增持)》2012年10月17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)

维持

2013年进入订单密集期，2014年有望跳跃式增长

增持

公司研究/点评报告

### 投资要点：

**事件：**桑德环境(000826)今日公布重大合同公告，主要内容如下：2013年2月2日，山东省沂水县人民政府与桑德环境于签署了《沂水县生活垃圾处理特许经营权协议》，工程按日处理生活垃圾600吨的总体规模设计，预计投资2.7亿元，其中：一期建设处理规模为日处理生活垃圾400吨左右，工程建设期约为18个月，一期建设预计投资约为2亿元，特许经营期为30年。

④ **2013年进入订单密集期。**公司从去年四季度开始公司进入订单高峰期，且均为特许经营项目，基本符合我们的判读，2012年上半年为政策制定期，四季度进入项目启动高峰期，而这一趋势在2013年将持续，由于垃圾焚烧类项目工程周期较长，未了完成“十二五”目标，2013年项目必须启动招标，否则难以完成任务，我们预计公司2013年进入订单密集期。

④ **在手运营项目贡献可观收益。**据我们统计目前公司特许经营项目总能力为8900吨/日，项目总投资43.25亿根据我们简单测算全部运营后贡献收入76520.22万元，净利润15304.04万元，对应每股收益0.24元，占公司2011年净利润的56.41%。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 **工程、运营双驱动助高增长，2014年有望跳跃式增长。**根据会计准则，特许经营类项目在完工后按工程投资确认项目收入，运营后按照项目运营再次核实运营收入及利润。前几年公司固废领域的增长主要来自工程收入，而未来两年公司运营项目即将陆续投产，开始贡献业绩未来几年工程、运营双驱动助高增长。从公司特许经营类项目的签订时间及建设周期看，公司相关项目多数在2014年投产，预计公司2014年业绩有跳跃式增长。

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0.69、0.98元，对于目前市盈率分别为34、24倍，公司近期签订订单速度超预期，预计2013年进入订单密集期，2014年有望跳跃式增长，综合考虑维持公司为“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：公司在手特许经营项目

	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	2010年12月24日	30年	2400	12.53
山东省沂水县	2013年2月5日	30年	600	2.7
吉林省德惠	2012年11月15日	30年	800	3.5
河北省巨鹿县	2012年11月13日	30年	900	4.28
吉林省德惠市	2012年11月15日	30年	800	3.5
江苏省涟水县	2012年11月28日	30年	700	3.64
合计			8900	43.2504

资料来源：山西证券研究所整理

表 2：公司在手运营项目盈利测算

垃圾焚烧处理能力（吨/日）	8900	20000
吨发电量（吨/度）	280	280
年发电量(万度)	90958	204400
含税电价（元/度）	0.65	0.65
发电收入（万元）	50532.22	113555.56
补贴收入（元/吨）	80	80
补贴收入合计（万元）	25988	58400
收入合计（万元）	76520.22	171955.56
销售净利率	20%	20%
净利润贡献（万元）	15304.04	34391.11
贡献每股收益（元）	0.24	0.53

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
<b>营业收入</b>				
固体废弃物处置工程市政施工业务	62,070.23	116,104.73	174,157.10	243,819.93
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
<b>营业收入增速</b>				
固体废弃物处置工程市政施工业务	45.83%	87.05%	50.00%	40.00%



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%
<b>毛利率</b>				
固体废弃物处置工程市政施工业务(%)	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	288,674.38
<b>营业收入增速</b>	<b>42.01%</b>	<b>65.48%</b>	<b>33.22%</b>	<b>34.73%</b>
营业成本	62,861.43	101,700.38	131661.0566	177399.7437
<b>毛利率</b>	<b>35.33%</b>	<b>36.77%</b>	<b>38.55%</b>	<b>38.55%</b>
营业税金及附加	1,003.77	1,903.50	2535.76	3416.30
销售费用	1,164.32	1,287.68	1784.12	2471.85
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	75002.05
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	75002.05
所得税	3,195.44	5,972.57	7945.17	11250.31
净利润	21,575.74	30,721.21	45022.61	63751.74
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	62845.00
每股收益：	0.32	0.47	0.69	0.98
<b>每股收益增速</b>	<b>42.04%</b>	<b>45.37%</b>	<b>47.11%</b>	<b>41.97%</b>

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。