

开拓东北市场 新签辽宁营口生活垃圾发电项目

投资要点:

1. 事件

桑德环境公告关于签署日常经营重大合同: 7月10日,公司在辽宁省营口经济技术开发区签署了《营口经济技术开发区生活垃圾处理BOT特许经营协议》,营口生活垃圾焚烧发电项目处理规模为800吨/天(其中一期处理规模为500吨/天),项目预计总投资4亿元人民币(其中一期投资约为2.5亿元人民币),项目特许经营期为30年(不含建设期)。

2. 我们的分析与判断

本次辽宁营口经营合同签署,有利于公司进一步拓展东北地区的垃圾焚烧发电市场。以往公司垃圾焚烧发电项目主要集中在山东、河北、重庆、湖南等地,2013年公司新承接合同总额为35亿元,共签订垃圾焚烧发电特许权协议8个。目前已公告的东北垃圾发电项目只有:黑龙江双城市生活垃圾焚烧发电项目,处理规模600吨/天,投资金额2.7亿元,该项目预计2015年开工建设。从目前全国已建和拟在建垃圾焚烧发电的分布来看,项目主要集中在东部沿海城市和中部经济发达地区,东北地区的垃圾发电项目建设相对比较滞后,未来潜在市场空间相对较大。在“十二五”期间,辽宁省生活垃圾处理规划投资额124亿元,2015年末焚烧发电占比15%;黑龙江省生活垃圾处理规划投资额88亿元,2015年末焚烧发电占比11%;吉林省生活垃圾处理规划投资额70亿元,2015年末焚烧发电占比31%。

辽宁营口垃圾发电项目未来盈利前景值得期待。在建设期,可以给公司带来工程总包和设备销售收入,在后期运营阶段,可以给公司带来长期稳定的政府补贴和发电收入。辽宁省营口经济技术开发区目前常驻人口有43.1万人,预计日产生垃圾量有520吨左右,完全可以满足该项目一期产能的需求,未来项目建成后有望满负荷运行,随着经济发展及城镇化率提升,该地区生活垃圾产生量还将继续增长。营口是一个重要的港口海滨城市,经济发展水平处于省内前列,在政府垃圾处理费支付能力上不存在问题,预计本项目吨垃圾补贴费在80元以上,一期项目正式运营后,未来每年有望带来4500多万元的运营收入和700多万元的净利润。

我们继续看好公司的发展前景,维持前期深度报告中的观点:桑德环境2014年基本面开始发生了变化:向大型环保平台型公司转型,未来可能成为中国的“威立雅”;市政环卫和再生再生资源新业务有望不断超预期。我们看好公司在这个两个方面的变化。

3. 投资建议

我们预测公司2014-2016年的营业收入分别为47.4亿、69.2亿、97.4亿元, EPS分别为0.98元、1.32元、1.73元,对应当前动态PE分别为22X、16X、12X,继续维持公司的“推荐”投资评级。

桑德环境 (000826.SZ)

推荐 维持评级

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

市场数据

时间 2014.7.10

A股收盘价(元)	21.58
A股一年内最高价(元)*	31.35
A股一年内最低价(元)*	20.07
上证指数	2059
市净率	4.11
总股本(万股)	84361
实际流通股(万股)	81323
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	175

注: *前复权价格

相关研究

桑德环境重大公告点评	2014.07.06
桑德环境深度研究报告:	2014.06.21
桑德环境重大公告点评	2014.06.08

表 1: 桑德环境 (000826) 财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2095	1792	950	1385	1950	营业收入	2112	2684	4749	6925	9749
应收票据	1	2	4	6	9	营业成本	1300	1740	3457	5185	7525
应收账款	1615	1995	2824	3706	4174	营业税金及附加	25	27	37	48	67
预付款项	186	421	842	842	842	销售费用	16	28	40	55	72
其他应收款	24	43	43	43	43	管理费用	108	114	155	198	231
存货	32	77	153	230	334	财务费用	120	64	85	147	188
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	49	37	48	53	58
长期股权投资	30	26	26	26	26	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	456	453	1588	2383	3143	投资收益	0	-4	0	0	0
在建工程	319	933	630	630	630	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	494	670	927	1239	1608
无形资产	1384	1576	1954	2302	2621	营业外收支净额	16	18	50	81	113
长期待摊费用	4	4	4	3	3	税前利润	510	689	977	1321	1721
资产总计	6330	7447	9149	11698	13925	减: 所得税	74	100	142	191	250
短期借款	586	457	1027	1555	1319	净利润	436	589	835	1129	1472
应付票据	50	59	0	0	0	母公司净利润	429	586	826	1117	1456
应付账款	328	412	808	1212	1759	少数股东损益	7	3	9	12	15
预收款项	25	60	120	208	332	基本每股收益(元)	0.51	0.69	0.98	1.32	1.73
应付职工薪酬	4	7	7	8	9	稀释每股收益(元)	0.51	0.69	0.98	1.32	1.73
应交税费	141	195	205	215	226						
其他应付款	130	172	172	172	172	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他流动负债	425	609	0	0	0	成长性					
长期借款	455	220	782	1308	1798	营收增长率	31.32%	27.07%	76.94%	45.84%	40.78%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	45.15%	16.93%	36.66%	35.85%	28.80%
负债合计	2399	3047	3963	5507	6424	净利润增长率	42.62%	36.45%	41.13%	35.20%	30.32%
股东权益合计	3930	4401	5186	6191	7501	盈利性					
						销售毛利率	38.46%	35.18%	27.21%	25.13%	22.81%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售净利率	20.63%	21.94%	17.59%	16.30%	15.09%
净利润	436	589	835	1129	1472	ROE	11.18%	13.35%	16.00%	18.15%	19.54%
折旧与摊销	0	145	191	256	322	ROIC	10.99%	11.40%	11.72%	12.57%	13.96%
经营现金流	-111	-12	-439	1052	2061	估值倍数					
投资现金流	-146	-504	-1400	-1400	-1400	PE	34.45	38.66	22.02	16.34	12.47
融资现金流	1996	167	997	783	-96	P/S	7.03	8.38	3.96	2.71	1.93
现金净变动	1740	-349	-842	435	565	P/B	3.77	5.11	3.64	3.05	2.52
期初现金余额	356	2095	1792	950	1385	股息收益率	0.55%	0.29%	0.49%	0.66%	0.86%
期末现金余额	2095	1746	950	1385	1950						

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元、冯大军，环保及公用事业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn