

2010年2月9日

# 合加资源

## 蓄势待发，固废龙头

我们认为，“十二五”期间环保产业尤其是子行业固废处理面临大的发展机遇，年复合增速预计达到20%左右。主营该领域的A股公司目前仅有一个，即合加资源，其母公司桑德集团是中国环保产业先锋，潜心耕耘数年，上市公司为其固废业务的资本运作平台，在该领域中具有领先的技术与市场地位，历史经营业绩优异。我们看好合加资源未来的发展，预期09-11年净利润年复合增速31%。2010、2011年预测每股收益为0.48、0.62元，目标价17.50元，首次评级买入。

**A**
**买入**

000826.SZ - 人民币 15.12

目标价格: 人民币 17.50

于念

+8610 6622 9124

Nian.yu@bocigroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(2)	(8)	12	36
相对新华富时A50指数(%)	11	5	24	(0)

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	413
流通股(%)	56
流通股市值(人民币 百万)	3,739
3个月日均交易额(人民币 百万)	137
净负债比率(%)	105
主要股东(%)	
桑德集团	45

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 支撑评级的要点

- 合加资源将于2010年完成行业内唯一一个完整产业链的构造，并同时涵盖固废全部细分行业的技术工艺。产业链与范围经济的结合使公司拥有很强的动态竞争优势。这种综合竞争力需要数年积累，形成高的壁垒。
- 中国环保产业面临大的发展机遇。环境治理的重心将向固废产业转移。固废产业将从目前的初级发展阶段进入快速成长期。预计“十二五”期间复合增速20%左右。公司与产业脉动一致，创业期已过，将随产业机遇逐渐步入快速成长期。

### 评级面临的主要风险

- 固废处理市场化进程过于缓慢，低过预期，造成市场总体份额狭小，影响公司短期增长低于预期。
- 公司在水务项目上投资比例的增长过快降低公司投入资本回报率。

### 估值

- 鉴于产业广阔前景，以及公司在该领域中领先的实力与市场地位，优秀的管理团队，可持续竞争优势，我们给予其高于水务板块平均水平的估值水平。目标价17.50元，分别相当于36.6倍预期2010年市盈率，28.2倍预期2011年市盈率。

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	350	523	728	1,011	1,368
变动(%)	52	49	39	39	35
净利润(人民币 百万)	87	111	148	198	257
全面摊薄每股收益(人民币)	0.434	0.269	0.357	0.478	0.621
变动(%)	65.9	(37.9)	32.7	33.8	29.9
核心每股收益(人民币)	0.395	0.233	0.348	0.468	0.612
变动(%)	66.2	(40.9)	49.1	34.8	30.6
市盈率(倍)	36.5	58.8	44.3	33.1	25.5
核心市盈率(倍)	40.1	67.9	45.5	33.8	25.9
每股现金流量(人民币)	1.15	0.07	0.37	0.64	0.83
价格/每股现金流量(倍)	13.8	229.3	42.6	24.8	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	33.0	28.6	22.7	18.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;， firstcall.com， Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

# 目录

估值.....	3
业务概览.....	4
环保产业发展机遇 .....	7
子行业固废处理发展面临拐点 .....	11
公司动态竞争力优势分析 .....	14
短期增长动力 .....	20
水务业务单元分析 .....	21
财务分析.....	23
附录一、国内固废处理技术现状.....	27
附录二、原国投实业简介 .....	30
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	32

## 估值

合加资源是 A 股唯一以固废处理业为核心的上市公司。中国固废处理行业当前处于发展初级阶段，中国高速运行的经济与全方位推进的城市化进程催生庞大市场需求，而政府投资规模与效率的滞后已不能适应这一需求。同时国际社会在环保议题上对中国施加的政治经济压力不断上升，严峻的现实，需要政府进一步开放该市场，培育私人投资，因此存在一个拐点，潜在市场资源转化为该产业发展的大机遇。

我们看到了这一机遇的临近。我们认为合加资源潜心耕耘数年，已度过“创业期”，将随产业机遇进入“一触即发”的高速“成长期”。鉴于产业发展前景、以及公司在该领域中领先的实力与行业地位、优秀的管理团队、可持续竞争优势，我们看好公司将来的增长与壮大。

由于 A 股缺少可类比的固废处理公司，公司归类进水务板块，但根据公司的盈利模式及综合竞争力等因素，我们给予其高于水务板块平均水平的估值水平。我们对公司 2010 年和 2011 年预测每股收益分别为 0.48 和 0.62 元，目标价 17.50 元，分别相当于 36.6 倍预期 2010 年市盈率，28.2 倍预期 2011 年市盈率。

图表 2.A 股水务板块上市公司比较

公司简称	代码	收盘价	每股收益(元)		市盈率(倍)		市净率 (倍)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)	股息率 (%)
			09E	10E	2009E	2010E				
钱江水利	600283.SS	10.22	0.28	0.38	36.9	26.9	3.1	(0.3)	29.0	1.9
南海发展	600323.SS	11.38	0.34	0.30	33.9	37.7	3.1	10.6	47.5	1.2
洪城水业	600461.SS	12.33	0.18	0.22	68.7	56.3	3.5	4.3	14.1	0.7
首创股份	600008.SS	8.29	0.13	0.15	64.5	56.7	3.9	5.6	14.4	1.3
创业环保	600874.SS	7.49	0.17	0.19	43.9	39.8	3.3	7.7	95.1	0.6
武汉控股	600168.SS	7.96	0.10	0.18	79.6	44.2	2.4	2.0	64.1	0.6
行业平均					52.8	41.9	3.6	6.5	44.9	0.9
合加资源	000826.SZ	15.12	0.36	0.48	44.3	33.1	6.0	15.7	50.4	0.0

资料来源：聚源数据，公司数据

## 业务概览

2003年，桑德集团控股，旗下环境治理资产借壳上市

合加资源发展股份有限公司，于1998年深交所上市，但上市之始（1998年-2002年），公司由国投建化（国家开发投资集团全资子公司）与宜昌国有资产管理局共同控股，经营业务与当前无关；2003年，现控股股东——北京桑德环保集团有限公司正式进驻上市公司，置换原有资产，此后，合加资源专营环境治理产业，目前在子行业——固体废弃物处理行业中居于领先龙头地位。

## 公司发展战略

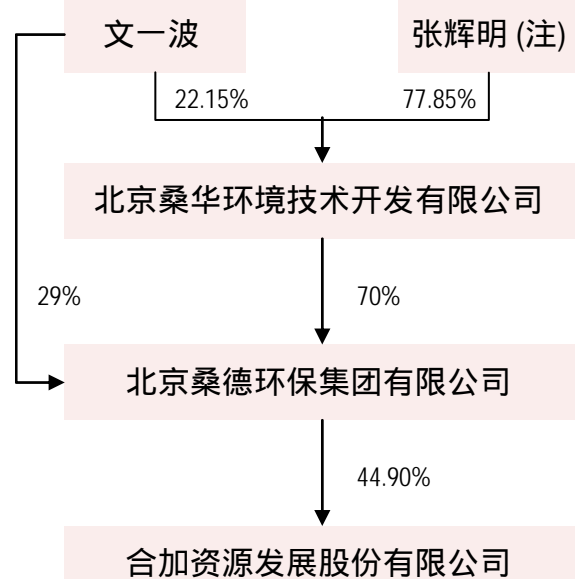
战略：固废为核心，不断强化；水务为基石，稳定发展。

公司发展战略为，以固废处理业为核心，不断强化固废业务领先优势；以水务业务为基石，稳定发展水务业务；以技术为先导，发展成为国际化、现代化、专业化的大型环保企业。

## 股权结构

公司股东桑德集团始建于1993年12月，自2004年至今连续五次进入中国最具影响的十大环保企业榜单，为大型综合性民营环保集团。

图表 3. 股权结构



(注：文一波妻)

资料来源：公司年报，中银国际研究

近期公司水务收入增速较快，未来仍以固废增长为核心

合加资源从工程建设环节进入固废产业链；从投资运营环节进入水务产业链

水价上涨预期，及公用事业市场化机制改革，公司水务资产盈利将继续改善

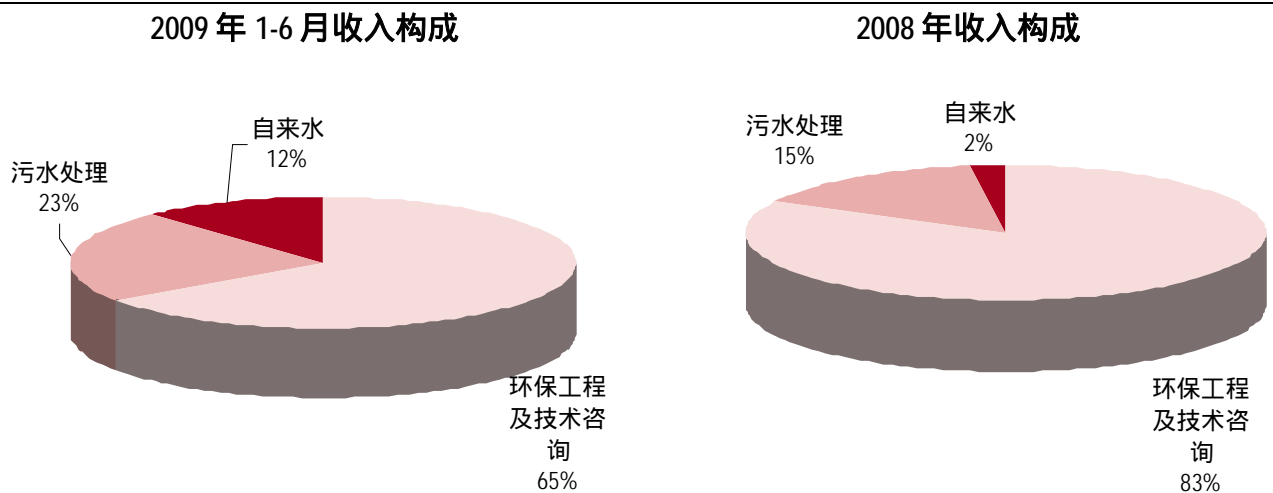
## 主营概览

合加资源主营业务可分两部分：固废（固体废弃物处置）与水务。08年，固废在销售收入与毛利润中，分别占比83%与80.2%。09年，水务增长迅速，根据09年半年报显示，水务在收入中的占比升至35%，但我们认为，经过09至10年的较高增长后，公司水务板块的长远增长空间有限。未来，公司业务核心与增长点仍在固废业务。

公司当前固废业务可分为市政工程施工与系统集成销售两部分。水务可分为自来水生产供应与污水处理两部分。公司分别以工程建设环节进入固废处理产业链，投资运营环节进入水务产业链。

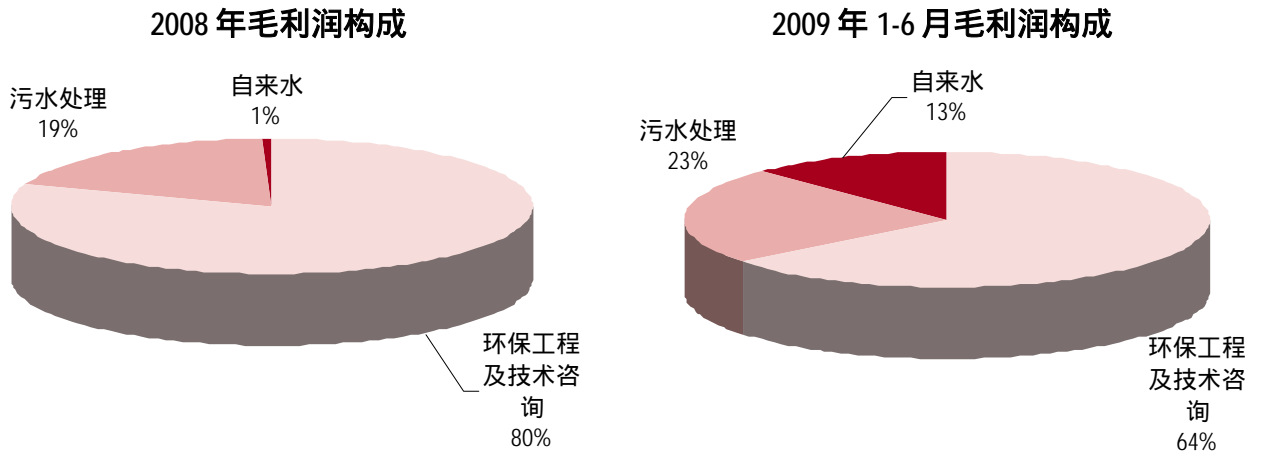
从当前看，盈利能力最低的为自来水资产的投资运营业务，这是由于从政府手中接管的自来水资产（通常，新公司不能将原企业富余人员推向市场），历史遗留问题多，漏损率高，供给率不足，管网维修费用高，普遍处于亏损状态，经过公司近两年的努力，这部分资产基本扭亏，暂时处于微利状态。另一方面，基于水价中长期上涨的预期，公司股东优秀的运营管理经验及公用事业市场化，环保运营设施市场化机制的逐步改善，我们预期未来该资产盈利能力将进一步提升，但自来水公用事业的本质属性将限定其投资回报率上限，而其低风险与稳健现金流为公司其他业务运转提供的支持作用则值得期待。

图表 4. 收入构成



资料来源：公司数据

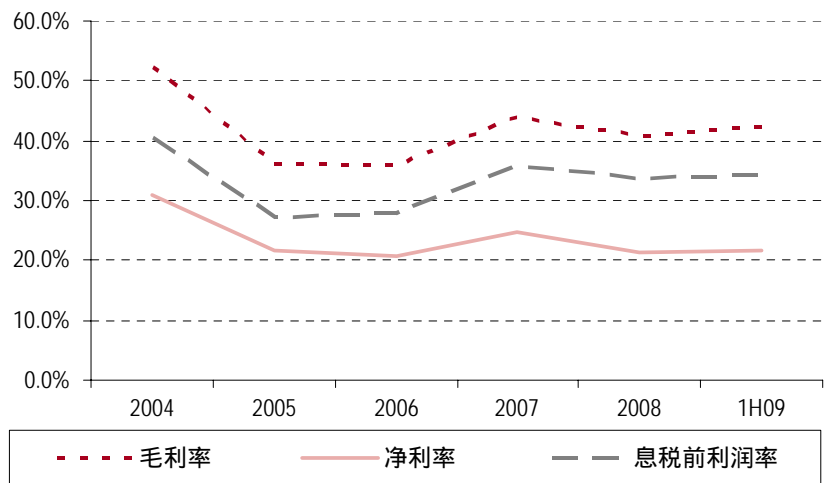
图表 5.毛利润构成



资料来源：公司数据

公司在固废领域内处于领先地位，在技术、资源、项目经验上均具优势，有望在产业发展机遇中迅速壮大，为公司带来高速增长及盈利的机会。

图表 6.盈利性情况



资料来源：公司数据

## 环保产业发展机遇

金融危机后，环保产业占据经济增长与环境保护道德舆论的双重制高点，成为各国一项战略性产业

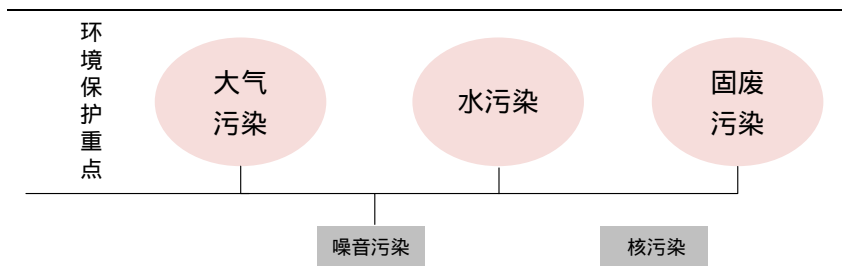
本文使用“狭义”的环保产业定义，针对环境污染治理。包括相关产品生产及其技术服务

### 环保产业孕育巨大商机

工业革命带来人类经济的快速发展，也将世界引入化石能源消费时代，随发达国家工业化收尾，严重的环境污染（气候变化）对人类生存的危害逐渐引起全球重视。而世界金融危机则显示了过度膨胀的虚拟经济与泡沫经济对实体经济的强大破坏力，推动世界经济格局加快调整。可持续发展观成为未来的主旋律，以此为导向的低碳经济与绿色产业将成为产业今后的发展趋势。环保业作为一项朝阳产业，前景将十分广阔。

环保产业与其他产业部门之间具有较深的渗透性，因此产业边界和产业内容有着相当的模糊性。就其定义，国际上流行着“狭义”和“广义”两种。一般认为，狭义定义是目前环保产业的核心内容。广义定义则为环保产业未来的发展方向。而我们本文的讨论范围限于狭义。“狭义”的环保定义是针对环境问题的终端治理而言，指在污染控制与减排、污染清理及废弃物处理等方面提供设备、技术与信息服务活动的行业；其核心内容是环境污染治理服务和环保产品生产及其相关的技术服务。在该定义的逻辑基础上，环保产业可针对环境污染的分类，相应形成产业的分类。目前来说，环境污染主要分为以下几类：

图表 7. 环境污染分类



资料来源：中银研究

环保产业横向分类：大气、污水、固废治理；纵向分类：环保设备及工程（含相应技术服务），环保运营

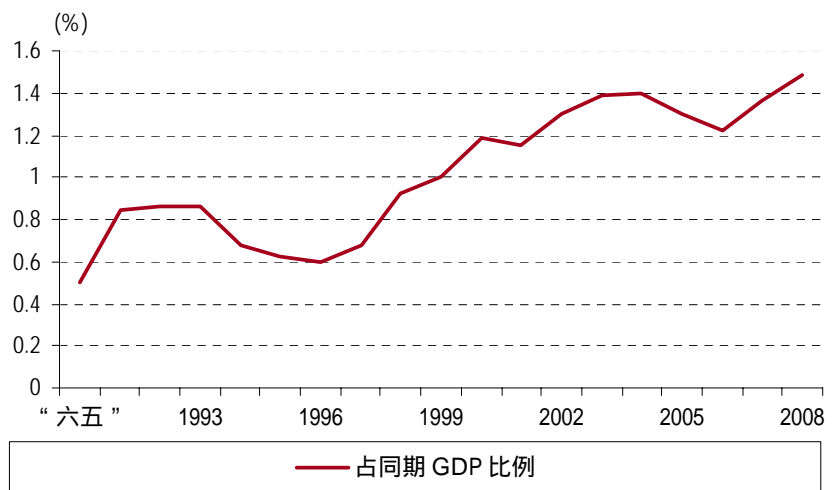
目前环境保护的重点是针对大气污染、水污染和固废污染三大类。原因主要为这三类污染比较严重，危害显著。因此，产业横向形成以下三类子行业：大气、污水、固废处置。纵向可分为上游的环保设备（含工程）与下游的环保运营两个环节。

## “十二五”环保投资 3.1 万亿 ,产业年复合增速 15% 以上

国家对环保投入的重视程度通常使用环保支出占 GDP 比重这一项相对指标。“十一五”全国环保投资计划占同期国内生产总值的 1.35%，对应年复合增速为 16.9%。根据环保部官员 09 年年底在国内国际会议上的发言，“十二五”环保投资规划达到 GDP 的 1.5%，目前预计为 3.1 万亿元。在“十一五”1.53 亿的基础上翻番，对应年复合增速约为 17.2%。

环保投入曲线是反映一个国家对环保投入重视度随时间变化的曲线，通常使用环保支出占 GDP 比重这一相对指标

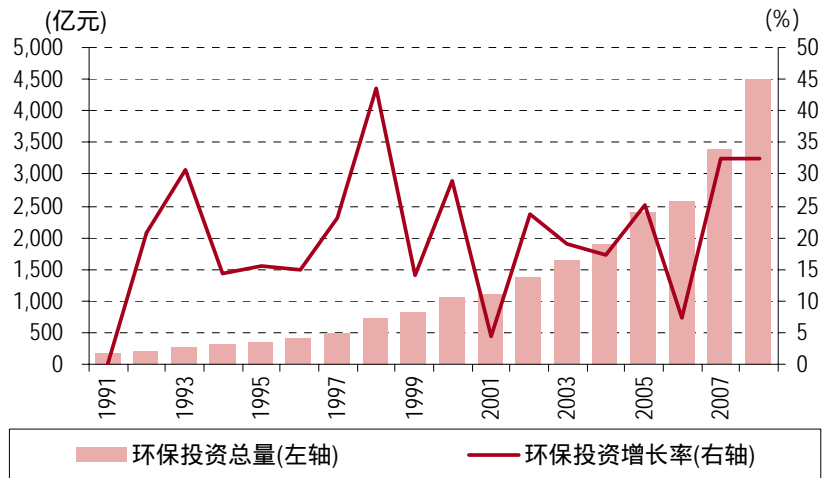
图表 8.中国环保投入曲线



资料来源：中国经济信息网，中银研究

从国际经验看，该比率的高点约在 2.5%-3%之间，环保投入增速较快的日本、波兰等国该比例从 1%左右增至高点均经历约 10 年左右。我国环保投入增速相对较慢，目前正进入加速上升期，因此保守预计中国环保投入曲线的上升期将至少持续 10 年以上。

图表 9.中国环保投入曲线



资料来源：中银研究，中国经济信息网

初步预测，2009-2012年，环保投资约为2.3万亿，拉动环境污染治理设施运行费用为0.78万亿元；2011-2015年约3.1万亿的环保投资中，环境污染治理设施运行费用为1.05万亿。这为环保业提供了巨大的发展空间。

在强劲的政策推动下，产业将获得快速发展的机遇。市场现采用发改委的预测衡量环保产业规模。发改委早期预测为，至2010年，中国环保产业总产值将达到8,800亿元，约占同期年GDP的3.4%。在这8,800亿总产值中，资源综合利用业产值为6,600亿元，占75%；环保装备制造业产值为1,200亿元，占13.6%；环境服务业产值为1,000亿元，占11.4%。但此描述基于的前提假设是，2010年，中国年GDP约为25.9万亿。但事实上中国08年GDP为31.4万亿，基于2009年、2010年名义GDP增长率分别为6%、10%的预测，2010年GDP预计为36.6万亿，远高于发改委早期这一预测。因此相应环保产业总产值约能达到1.24万亿。

### 环保产业重心将向固废处理转移

**固废子行业：生活垃圾、工业废弃物、危险废弃物及医疗废弃物处置**

固体废物是指人类在生产和生活活动中丢弃的固体和泥状的物质，简称固废。固体废物种类繁多、成分复杂。按性质可分为有机物和无机物；按形态可分为固体的（块状、粒状、粉状）和泥状的；按来源可分为矿业、工业、城市生活、农业以及放射性。其数量十分巨大，是环境的主要污染源之一。固废处置，则可分为生活垃圾、工业废弃物、危险废弃物及医疗废弃物的处置。

环保三个子行业：大气、污水、固废，投资重心具有不断右移特点

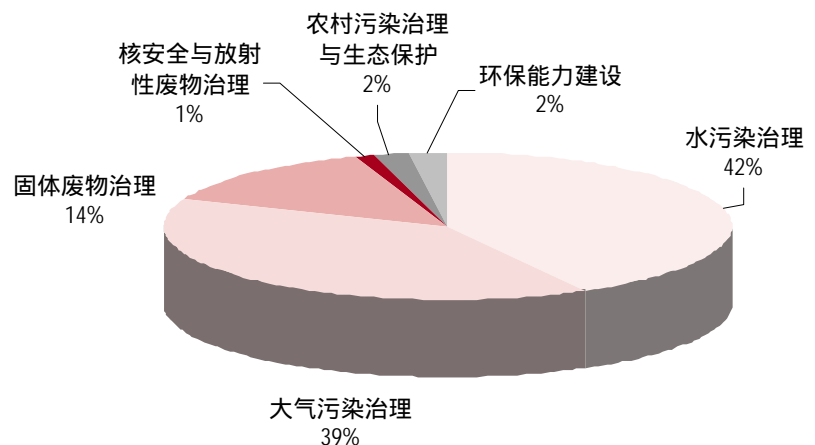
固废在环保投资中占比逐步提高是国际普遍规律。根据发达国家污染治理与环保投资结构的变化过程来看，对大气、污水、固废三个子行业，投资重心具有不断右移特点。这主要源于：一、不同污染源对环境影响的显现存在不同的滞后期；二、污染源自身形态及治理技术的复杂程度及发展阶段不同。废气、污水的影响滞后期一般为 2、3 年；垃圾处理的影响滞后期则为 5-10 年。同时，垃圾处理与废水废气相比，污染最持久，治理最困难。

我国“十五”、“十一五”期间固废投资占比分别为 11.4% 和 13.7%，我们认为提升空间较大。根据有关资料显示，日本在经历大气、污水领域投资的高速增长期后，固废投资经历了长期的快速增长。1966 年日本固废处置设备投资占比为 16%，目前则在 52%，提升了 36 个百分点。但我们认为，由于日本以及美国等均向发展中国家出口较多的固废处理设备，因此这些国家的固废设备行业产值不仅反映了本国固废处理市场的需求，也包含国际市场的需求，直接作为中国固废处置设备投资远景目标不是非常合适，但这一数据提供了良好参考价值。中国该行业投资比例即使仅达 30%，相对目前也具有了巨大的提升空间。另外，根据国际经验，一国国内该市场容量年复合增速达到 20% 以上，并持续较长时间，是普遍现象。

结合“十一五”规划与国际普遍经验，预计未来中国固废设备年复合增速有望超出 20%

因此，无论从规划看，“十一五”期间我国固废领域投资的复合增速为 18.5%，增速开始加快，并开始超出大气污染领域 16.5% 的投资年增速。还是从国际普遍经验看，我们预计未来 10 年我国固废设备投资年均复合增速有望超出 20%。

图表 10. “十一五”规划环保投资分布



资料来源：中国环境保护部，中银研究

## 子行业固废处理发展面临拐点

从行业发展速度及固废运营服务业的现状看，固废处理行业处于成长初期。

*固废运营企业的盈利往往取决于地方政府财政实力*

### 固废运营市场化程度低

因过去以公益事业政府投资运营为特征，固废业尚未形成较成熟的盈利模式，目前各地垃圾收费标准偏低，多数运营商需要政府补贴来维持正常的运营，企业的盈利情况往往取决于地方政府的财政实力。固废运营的市场化程度低。

*中国垃圾急剧增长，已超过美国成为世界最大的城市固体废弃物制造者*

### 急剧增长的垃圾

高速发展的经济与城市化使中国成为世界上垃圾包围城市最严重的国家之一。据报道，全世界垃圾年均增速约为8.42%，中国垃圾增速达10%以上。垃圾已成为中国面临的最为现实最为紧迫的环境挑战之一。世界银行05年工作报告指出，世界上没有一个国家曾经经历过像中国现在正在面临的固体废弃物数量如此之大或如此之快的增长。2004年，中国已超过美国成为世界最大的废弃物制造者。根据新华网来自住房和城乡建设部的数据，中国城市生活垃圾年产生量基本稳定在1.5亿吨左右。这意味着，在全世界每年产生的近5亿吨垃圾中，中国城市垃圾约占30%。而世行报告更高于这一数据，其报告2004年，中国仅城市地区就产生了大约1.9亿吨固体废弃物。

### 治理设施建设滞后的矛盾现状

2009年，媒体频繁报道各大中城市的垃圾危机。例如，北京垃圾处理设施平均超负荷率达67%（《瞭望东方周》）。全国城市生活垃圾累积堆存量已达70亿吨，占地约80多万亩，近年来以平均每年4.8%的速度持续增长。全国600多座城市，除县城外，已有三分之二的大中城市陷入垃圾的包围之中，且有四分之一的城市已没有合适场所堆放垃圾（《第一财经日报》）。与此相对应的，是仅为50%左右的城市垃圾处理率，一些较早兴建的垃圾处理设施，在城市的快速膨胀中，迅速陷入超负荷运转的窘境。（《观察与思考》）。进而，虽然有51.69%的垃圾得到集中处理，但真正达到无害化处理的比例不高，存在二次污染现象。

巨增的垃圾产生量，创造出  
垃圾处理行业急速增长的市场空间

固废处理即将进入高速发展  
期

## 固废处理业急速增长的市场空间

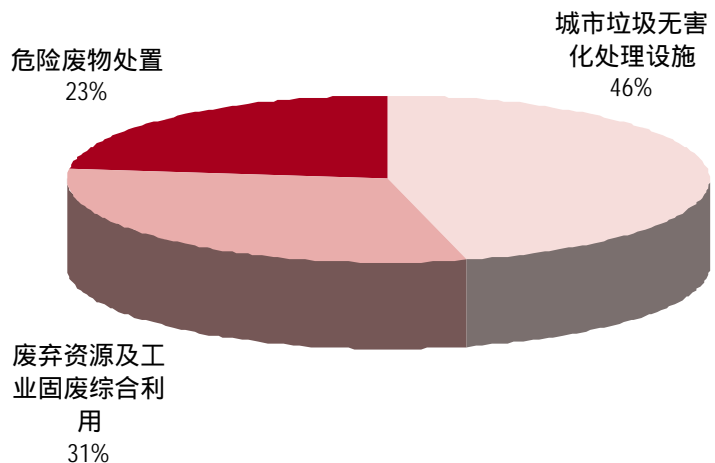
如此急速增长的巨大垃圾产生量，对社会经济发展是一种负担，但对固废处理行业，则意味着巨大的市场容量，给相关企业带来了大量的工程设计、施工和运营管理等机会。同时，历史以来，我国环保领域的投资均是由政府和公共部门投入，投资长期不足，因此处理设施严重滞后。当前处于历史拐点，来自国际社会与国内环境治理现实需求的双重压力，使该领域的市场化冰河渐开。行业面临大的机遇。

因此从行业激增的需求、行业发展的速度以及固废运营服务的现状来看，固废处理行业处于成长初期，并即将进入高速发展期。

## “十一五”固废相关规划

根据国务院《国家环境保护“十一五”规划》(国发[2007]号)，“十一五”期间，中国固废处理的目标是：到 2010 年，全国设市城市工业固体废物综合利用率和城市垃圾无害化处理率均不低于 60%，此外，还要建成 31 个省级危险废物集中处置中心，300 个地区市医疗废物集中处置中心。根据媒体的报告，为达成此目标，“十一五”期间，中国计划在固废处理领域投资 650 亿元，占环保总投资的 5.8%。而实际投资额将明显超过此规划，因为同年，由国家发改委、建设部和环保部联合发布的《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》中，仅生活垃圾一项就将投资 862.9 亿元。

图表 11. “十一五”规划固废投资分布



资料来源：中国环境保护部，中银研究

## 城市生活垃圾处理“十一五”规划

根据 2007 年，国家发改委、建设部和环保部联合发布的《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》，“十一五”期间中国将新增生活垃圾无害化处理能力 32 万吨/日，全国城市生活垃圾无害化处理率要达到 60%，其中设市城市生活垃圾无害化处理率达到 70%，县城生活垃圾无害化处理率达到 30%，相应规划总投资为 862.9 亿元，年均投资 173 亿元。（该规划中的目标和投资均高于国家环境保护“十一五”规划中发布的数据。）

图表 12. 生活垃圾设施建设投资

项目类型	规模(亿元)	比例(%)	分布	规模(亿元)	比例(%)
生活垃圾处理设施	713.6	82.7	设市城市	579.3	81.2
			县城	134.3	18.8
转运及收运设施	149.3	17.3	设市城市	116.6	78.1
			县城	32.7	21.9

资料来源：《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》

## 公司动态竞争力优势分析

### 固废行业现阶段发展的特点及趋势

中国固废产业现处于发展初期，市场化度与产业集中度均处于极低水平，企业竞争过程中仍存在较多不规范及地方行政干预现象。随该行业发展加快，对经济及社会的影响将迅速扩大，必然对行业内竞争主体提出更高的要求。

### 公司处于行业内领先地位

合加资源目前在该产业中处于领先地位。我们认为，从公司的发展路径与业已清晰呈现的业务格局来看，公司已经积累有力的可持续竞争优势，有望成为产业大发展中的最大受益者。

### 业内主要竞争企业分类

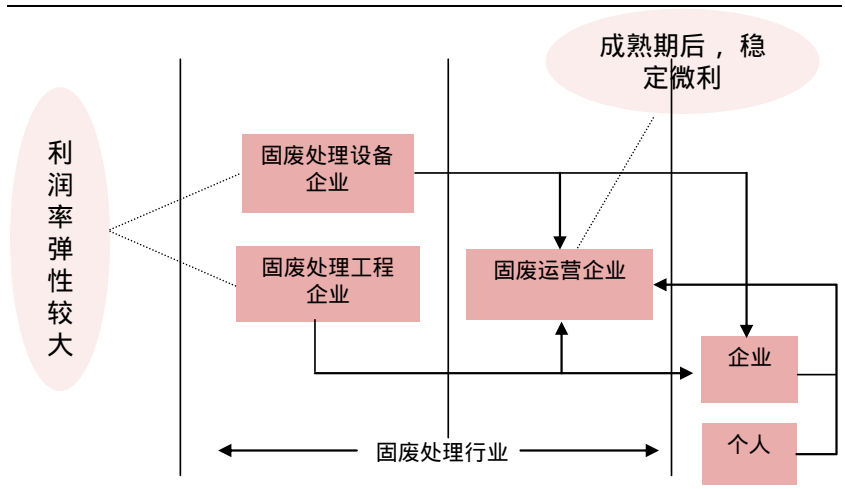
从市场格局看，具备相当实力的竞争者数量有限。主要有两类：

一是政府主导型，几大国有城市环卫集团依据雄厚资金及地域优势包括引进海外合作方，在大型项目上占据一定市场份额。例如上海城投（上海环境）、泰达股份、北京环卫、中国环境保护公司等。（光大国际属于国有企业，但机制与竞争力有所不同。）

二是非国有企业，立足于技术和机制优势，在市场竞争中实力日益突出。包括合加资源、金州环境、伟明集团、锦江集团。

从产业链的角度，可分为投资性和工程性企业。投资性企业多是凭借资本与资源优势，例如法国威利雅环境集团、上海环境集团、天津泰达环保有限公司、金州环境集团股份有限公司等。工程性企业往往从技术入手，具有较好的技术背景及项目经验，包括合加资源、北京博朗环境工程技术股份有限公司、中天环保产业集团、浙江物华天宝能源环保有限公司等。

图表 13. 固废处理行业产业链示意图



资料来源：中银研究

### 纵向优势——率先掌控完整产业链

根据业务属性，固废产业链由工程总包、技术服务、设备制造、设备集成及运营服务几个重要环节构成。合加资源以技术为切入点，逐步掌控产业链所有关键环节，目前领先打造出行业内唯一一条完整的产业链。

*以技术为先导，逐步进入设备集成，工程施工，设备制造，从而最终掌控产业链所有关键环节，打造固废领域唯一一条完整产业链*

经前期准备，合加资源于 05 年正式进入固废行业。根据公司年报，05 年公司收入包含技术咨询服务、设备集成。06 年增加工程施工环节。此后至 08 年，公司定位为系统集成商角色，业务涵盖工程总包，技术服务，设备集成。2008 年 4 月，公司公开增发，融资 4.47 亿，募集资金专项用于湖北咸宁“环境资源设备研发、设计、制造基地建设项目”。预计项目于 2010 年中期落成。从而最终完成整条产业链的构造。

基于固废处理的复杂性、综合性及其较高技术壁垒的特点，该行业内一条完整产业链具有特殊的价值。从成本的角度，公司拥有了系统的议价能力。从客户体验的角度，能享受到从项目咨询、工艺设计、产品提供、工程建设等“一站式”服务。

## 产业链各个关键环节竞争实力分析

### 领先的技术及运营管理水平

#### 技术，集成，运营

合加资源此前所做的系统集成商，已包含产业链中除开设备制造外的前几个环节，此阶段主要以获取工程利润为主。由于固废污染的复杂性，固废处置具有较高技术壁垒，并且固体废弃物个性，差异化较强，不同种类有不同的处置工艺，因此我们认为，对于这类政府招标项目，民营企业只有在技术环节具有相当实力，才具有持久的竞争基础。而这一点必须经过企业长时间积累。对于该环节的竞争力，合加资源则是透过其母公司——桑德集团获得。现公司在业内所具有的领先技术及运营管理水平，是此前 16 年桑德集团在环保领域潜心经营的沉淀（桑德集团创建于 93 年底，正是以技术为创业之基，把握行业之“机”）。

#### 设备制造

公司咸宁设备制造基地 2010 年投产后，年产各类环保设备 162 台（套），一半产品用于公司自身承接项目，另一半对外销售，计划实现年销售收入 6.8 亿、利润约 1.2 亿元。

我们认为集团将发挥旗下上市公司之间业务单元的协同效应，有效整合资源，因此看好合加资源固废设备公司的销售前景

对于该项目对外销售的前景，我们持乐观态度。原因在于其母公司旗下已有一家运营优异的北京海斯顿环保设备有限公司。海斯顿公司主营水务环保设备，在该领域内迅速崛起，获得北京市高新技术企业、北京市首批重点扶持环保企业、北京首批企业专利试点单位、中华人民共和国进出口企业等资质。2005 年、2006 年、2007 连续三年被评为水业优秀设备供应商。已在全国形成较为完善的销售渠道网络及服务体系。同时部分高端产品出口，在国际市场获取更大的利润空间。

合加资源的环保设备业务则面向固废处理，与海斯顿公司不存在同业竞争，而两者面对的市场则具有一定程度的重合度与相似性，后者的发展历程及其铺设的销售网络对于前者无疑于一笔巨大的无形资源。从桑德集团的创业历史及管理层对旗下设备公司的定位为来看，我们有理由相信，集团将发挥旗下上市公司之间业务单元的协同效应，有效整合资源，因此看好合加资源固废设备公司的销售前景。

#### 项目经验

政府招标项目，在企业项目经验上也具有一定要求。这是行业另一项进入壁垒。

公司在固废各子行业——生活垃圾、工业及医疗危废均具丰富优秀的项目经验

生活垃圾处理领域，公司起点形象高，以两个具代表性及影响力的示范项目进入，展示了公司在技术与资源上已充分储备实力。

北京阿苏卫生活垃圾综合处理厂为北京 2008 奥运会配套项目，也是北京市首次将社会资本引入环卫领域的示范项目，及首个生活垃圾治理 BOT 项目。该项目适用于发达地区，投资 2.72 亿，规模 2,000 吨/天，占地 67,000 平方米，是目前世界上规模最大的城市生活垃圾综合处理厂。采用世界上先进的“动态好氧发酵”工艺技术，引进了具有国际第一流技术水平的前处理、发酵、翻拌、肥料精制等大型设备，无害化、减量化、资源化程度高，于 2007 年投入运营。

图表 14. 北京阿苏卫生活垃圾综合处理厂



资料来源：中银研究

上海青浦生活垃圾综合处理厂为上海世博会项目。该项目适于中国主要大中城市。投资 1.16 亿元，设计规模 1,000 吨/天，占地面积 100 亩。本工程处理工艺的选择以实现生活垃圾的资源化、无害化及减量化为原则，采用动态好氧翻堆发酵技术，并加强生活垃圾的前、后处理工序以提高堆肥产品的肥效。

图表 15. 上海青浦生活垃圾综合处理厂



资料来源：中银研究

工业及医疗危废处理市场化程度更低，处于初级起步阶段。公司已在该领域树立龙头地位。2006年12月，国家第一批12个省级“危险废物集中处置中心”项目招标，公司获最大市场份额，凭借技术水平、资金实力、工程运营三个指标第一而承接湖北、吉林、甘肃三个工业及医疗危险废物集中处理处置中心的系统集成业务。我们认为，公司在该子领域内的竞争力毋庸置疑，但当前该市场极需国家进一步的政策推动与培育，可期待未来成为公司增长动力，但近期还没有较大持续增长的市场机会。

### 横向优势——范围经济——最广产品服务线

环保治理与市政公用事业的双重属性，加上中国行政壁垒的现状，固废行业内市场具有区域分割、零散的特点，市场以项目构成。因此规模经济作用有限。相反范围经济则具有有效应用基础。

合加资源在固废领域的项目几乎涵盖了全部分支领域，生活垃圾，工业及医疗废物处置，涉及全部主要的技术工艺。

图表 16. 合加资源主要固废项目

在建/已签	德州绿能	焚烧发电
	大庆	综合处理
	青州	
	天门	卫生填埋
	通辽	
已完成	北京阿苏卫	综合处理
	上海青浦	
	淮南	卫生填埋
	亳州	
	开鲁县	
	国家体育场零层	中转运
	中央电视台新园区	
	湖北	危废
	甘肃	
吉林		
蒙东		

资料来源：公司公告，中银研究

与此对应，国内主要的竞争者均仅在部分环节，或部分技术路线上，尤其是焚烧发电领域上具备竞争力。

**图表 17.国内固废行业重点企业主要项目**

<b>上海环境</b>		<b>伟明集团</b>	
上海江桥		温州东庄	
青岛		温州永强	
深圳		温州苍南	
南京	焚烧发电	温州临江	
成都洛带		昆山鹿城	焚烧发电
威海		昆山巴城	
上海	综合处理	瑞安	
宁波鄞州	卫生填埋	永康	
淮安		东阳	
<b>锦江集团</b>		<b>光大国际</b>	
余杭锦江		苏州一期	
山东菏泽		苏州二期	
杭州乔司		宜兴	
郑州		江阴	焚烧发电
芜湖		常州	
嘉兴		济南	
昆明	发电	镇江	
萧山			
淄博			
安徽芦岭			
建德			
郑州登封			
河南义马锦江			
<b>天津泰达</b>		<b>金州环境</b>	
双港	焚烧发电	宁波北仑	
武清	综合处理	北京高安屯	焚烧发电
山东枣庄市陶庄	填埋	江苏张家港	
		北京金州安洁	医疗废物
		丰台	转运中心

资料来源：公司数据，中银研究

## 纵向产业链、横向范围经济结合，构筑可持续竞争优势

至此，公司已具备纵向从产业链的任意一个环节；横向从任意一种固废处理工艺项目，全方位进入固废市场的实力与条件，因此公司可以在行业发展的不同阶段，根据不同的宏观经济形势，及与各区域政府建立的不同程度的合作关系与方式，在任一特定阶段下，灵活调整公司经营策略，部署盈利增长点，协调公司短期与长期经营目标，从而使公司与外在经济环境、资源条件形成良性互动，自身经营进入良性循环，顺利完成公司战略目标。

## 短期增长动力

公司近两年主要固废项目：  
大庆、德州、青州

2009年6月2日，公司大庆城市生活垃圾综合处理项目开工，该项目预计投资2.2亿，设计日处理能力1,000吨，占地面积450亩。其主要工艺为前分选、好氧堆肥及卫生填埋联合综合处理。在实现生活垃圾无害化过程中，还能将其转化成有机肥料，可广泛应用在农业和盐碱地土壤改良等方面。此前，该市城市生活垃圾处理主要以封闭填埋方式为主，项目预计2011年5月投产，投产后可以使全市垃圾无害化处理率达到95%以上。

2008年12月，公司青州生活垃圾综合处理项目签约。该项目预计投资1.2亿，日处理能力500吨，其主要工艺为前分选+堆肥主导工艺。此前该地区垃圾主要靠填埋，新项目的优势主要体现在：在原有生活垃圾填埋场建堆肥处理、生态示范区，形成三位一体互补优势，大大改善该厂区生态环境；利用原填埋场周围空地，建设生态示范区，可节约土地资源近20亩；生产的堆肥和利用堆肥产生的有机肥可以用于发展绿色生态农业；生活垃圾经堆肥处理后，减量达60%，可延长填埋场的使用寿命。项目预计2011年投产。

2009年5月，公司山东德州生活垃圾焚烧项目签约。这也是山东省首个生活垃圾焚烧发电项目。该项目采用BOO模式，总投资2.5亿元，使用流化床焚烧发电工艺，设计规模日处理垃圾600吨，全年可发电8,000万度，建设工期24个月，计划2011年投产。

2009年11月23日，公司获得天门市政府城市生活垃圾处理项目，该项目设计近期日处理400吨，远期日处理600吨，库容量为505万立方米，采用改良型压氧卫生填埋工艺。占地516.34亩，将于2010年3月动工，投资约为1亿元左右。

## 水务业务单元分析

### 中国水业历史四大阶段

中国城市水业大致经历了四个阶段。1) 95 年前，政府控制服务和工程，让渡给市场主体的主要为设备。2) 95 年后，设计，技术集成，工程服务等几个重要产业环节逐渐进入市场，该时期以技术为产业核心。3) 2000 年左右，由于各级政府普遍初见建设资金短缺，资金成为企业从政府手中获取市场的前提。4) 05 年后，水业市场规则开始完善，监管开始严格，竞争开始激烈。因此要求市场主体系统关注技术、运营、资本、设备配套等各个环节。

### 水业设施建设高峰期渐进尾声，产业中心向服务业转移

当前水业设施建设高峰期接近尾声，水业工程市场近年内仍然处于产业的重心位置，但是随着设施建成总量的增加，该市场重心正向服务业转移，预计 5 年行业产值将出现转变，服务产值会超过 50%。

### 公司水务持续长期增长空间不大，但对公司整体经营的持续稳定性起重要支撑作用

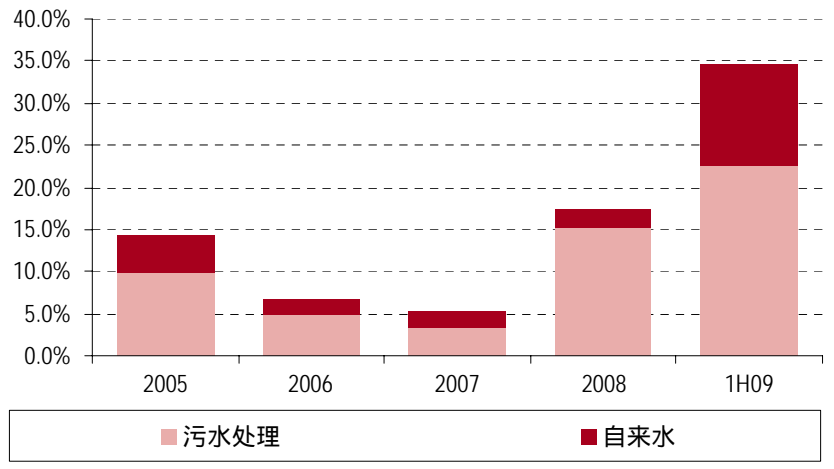
公司的水务业务 09 年前占比均在 20% 以下，一直较低，2009 至 2010 两年收入有较大增长，但从水务行业的发展阶段，及水业竞争力地域地缘性强的特点，结合公司发展战略，我们认为公司水务持续大规模的增长的空间不大。但对公司整体经营的持续稳定性有重要支撑作用。

图表 18. 公司近期水务项目

项目	种类	区域	2009(万吨/天)	2010	远期规划	
荆门夏家湾水务	污水处理	湖北	5	10		
襄樊汉水清漪水务			10	10	20	
咸宁甘源水务			3	3	6	
枝江枝清水务				3.5		
大冶清波水务				3		
荆州荆清水务				8		
嘉鱼嘉清水务				4	8	
宜昌临江溪污水处理				20	20	30
江西南昌象湖水务			江西	20	20	
包头鹿城水务			内蒙	10	10	
宜昌三峡水务	自来水	湖北	44	44		
嘉鱼甘泉水业				?		
江苏沐源水务		江苏	5	5	10	
浙江富春水务		浙江	1.3	1.3		
合计			118.3	141.8		

资料来源：公司公告，中银研究

图表 19.公司水务在主营中的收入占比

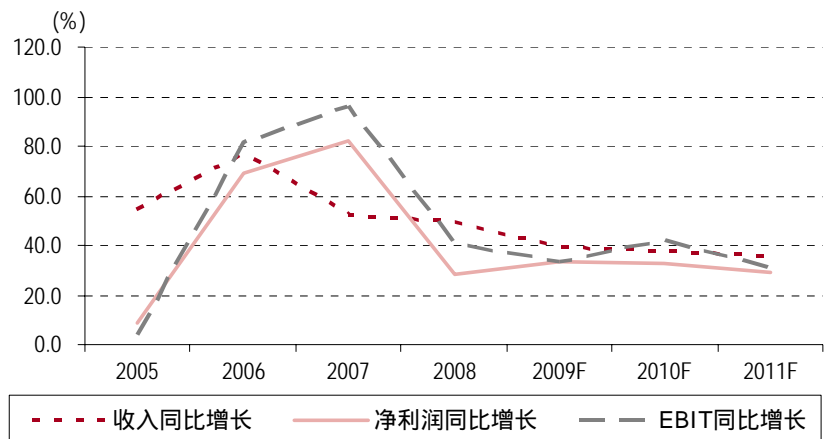


资料来源：中银研究

## 财务分析

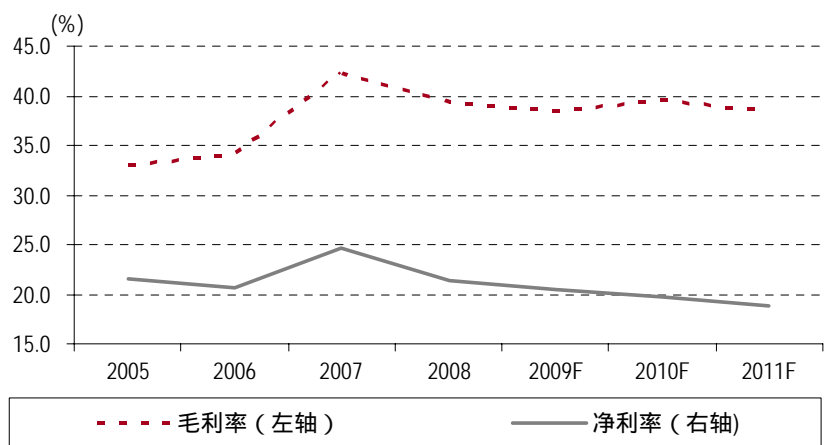
合加资源近几年收入与利润增长呈现良好一致性，均在 35% 以上。盈利能力优异而稳定，毛利率与净利率分别在 30% 与 20% 以上。属同业中较高水平。同时公司财务结构稳定，总资产负债率稳定在 60% 左右。

图表 20. 公司收入及利润增长变化趋势



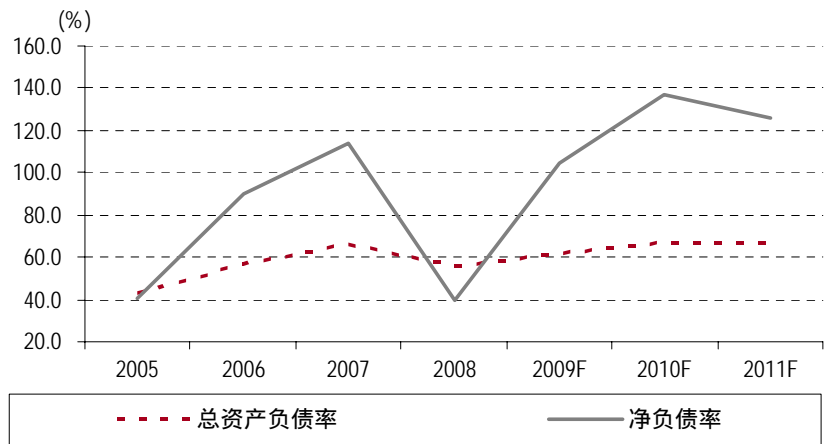
资料来源：公司公告，中银研究

图表 21. 公司盈利能力变动趋势



资料来源：公司公告，中银研究

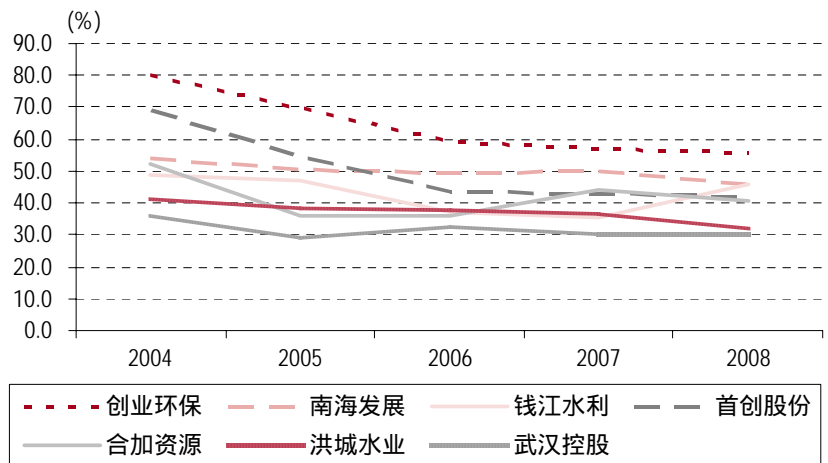
图表 22. 公司负债率变动趋势



资料来源：公司公告，中银研究

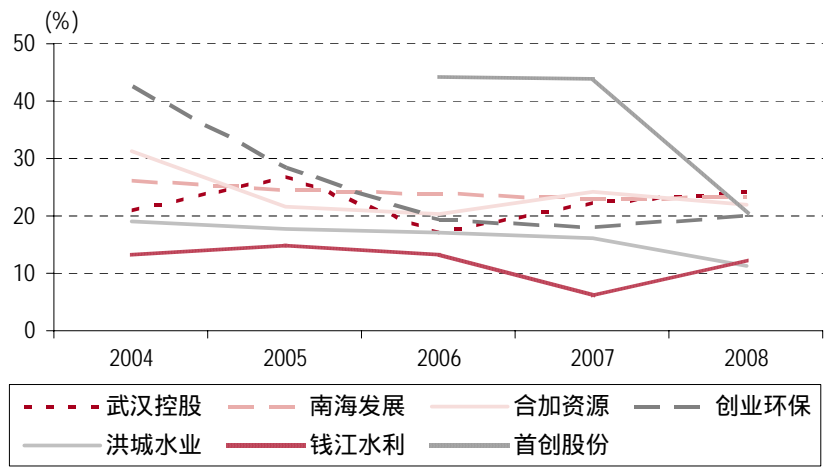
公司属于水务板块，但业务结构以固废处理为主，而 A 股暂无其他类似以固废处理为主营的上市公司。因此我们暂用水务板块主要公司进行财务对比。

图表 23. A 股主要水务公司毛利率比较



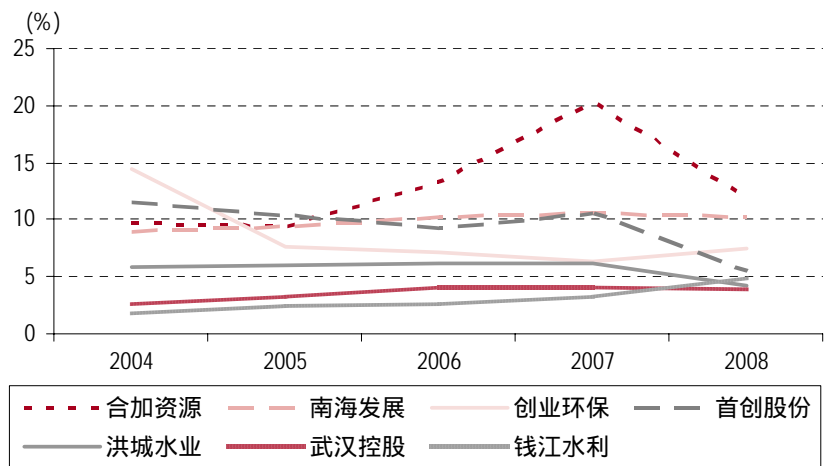
资料来源：公司公告，中银研究

图表 24.A 股主要水务公司净利率比较



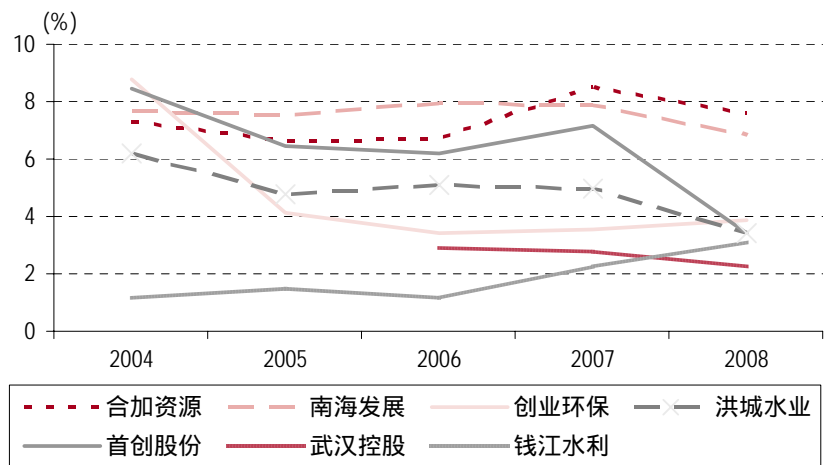
资料来源：万得资讯，中银研究

图表 25.A 股主要水务公司净资产收益率比较



资料来源：万得资讯，中银研究

图表 26.A 股主要水务公司投入资本回报率比较



资料来源：万得资讯，中银研究

公司各项财务指标均处于水  
务板块最优水平

公司的净资产收益率与投入资本回报率都处于水务板块最优水平，净利率也几乎处在最高水平，其中首创股份很高的净利率并非来自于其运营，而是北京市政府的补贴及个别年份金融资产的投资收益。（首创股份自 1998 年至 2017 年，北京市政府对其下的京通快速路因客观因素造成的损失每年给予补贴，补贴数额巨大，98-01 年，每年补贴 3.6 亿元左右，02 后按照约定公司，每年也在 3 亿元左右。）因此，合加资源各项财务指标均处于水务板块最优水平。

## 附录一、国内固废处理技术现状

图表 27.合加资源：部分已授权及公开的专利一览表

序号	类别	专利号/申请号	专利名称
1		ZL01270618.3	固体有机废物好氧发酵装置
2		ZL02293433.2	闭式皮带输送机
3		ZL200420008716.8	垃圾发酵产品的精致系统
4		ZL200520136571.4	一种翻堆装置
5		ZL200520136570.X	一种堆肥进料装置
6		ZL200620095947.6	一种污泥脱水浓缩装置
7	实用新型	ZL200720001067.2	一种滚筒筛筛体结构
8		ZL200720001068.7	一种滚筒筛支架
9		ZL200720173983.4	一种垃圾堆肥密度分选设备
10		ZL200720190801.4	垃圾处理风选装置
11		ZL200820109620.9	一种风选除杂设备
12		ZL200820109708.0	一种用于医疗垃圾热解炉的出渣装置
13		ZL200820109707.6	一种医疗垃圾焚烧尾气净化装置
14		200710178062.1	一种垃圾磁选分类工艺及设备
15	发明	200710179534.5	荡锯式破袋机
16		200810117607.2	废旧铅酸电池回收自动化分类拆分方法

资料来源：公司数据

### 中国固体废物处理处置技术介绍

#### 国内技术发展水平

国内固废处置与综合治理技术发展较为迅速，设备生产方面也已具有一定的生产配套能力，可基本满足一般环境污染治理得需要。但关键设备和核心产品的技术水平及可靠性等，与发达国家仍有较大差距。研发基本处于学习、消化国外先进工艺技术的阶段，缺乏原创性开发。专利技术发明相对较少。

我国生活垃圾处理技术以填埋为主，焚烧比例在上升，堆肥出现萎缩。

我国危险废物处理处置技术主要包括综合利用技术、固化/稳定化技术、焚烧技术、安全卫生填埋技术等，其中占主导地位的仍是焚烧技术和安全卫生填埋技术；医疗废物处理处置技术主要是焚烧处理，非焚烧处理方法也有一定的工程应用。危险废物处理处置技术水平与国际先进水平差距较大。

## 重点领域技术现状

### (1) 生活垃圾卫生填埋

生活垃圾处理量的 80% 以上是采用填埋工艺，填埋技术在我国生活垃圾处理领域的主导地位，在今后相当长的一段时间内不会改变，但生活垃圾填埋处理的比例将稳步下降，填埋场中卫生填埋场的比例将明显上升。

### (2) 生活垃圾焚烧

近年来，生活垃圾焚烧处理增长显著。截止到 2006 年底，建成并投入运行的焚烧处理厂有 68 座，其中焚烧发电厂有 53 座。已建成的 53 座焚烧厂中采用炉排炉和流化床炉的占主要部分，但炉排炉的实际焚烧处理量明显多于流化床炉处理量，其它焚烧炉主要为链条炉和立式炉，还有少量的热解炉和回转窑炉。中小规模的垃圾焚烧成套设备基本能够过关，但大型垃圾焚烧成套设备的国产化、大型炉排生产技术及焚烧工艺控制技术还有待研究。

### (3) 危险废物焚烧

国内已有各类危险废物集中焚烧装置 180 余座，主要焚烧一些稳定的有毒有害、化学解毒效率不高、很难或不能生物降解的物质。焚烧炉多采用国内研究开发制造的旋转窑焚烧炉和液体喷射焚烧炉，一般设置有烟气净化系统（多采用湿式除尘），虽然总体性能比早期进口的焚烧炉好，但进料系统、烟气和监控系统一般较为简单，安全性也需进一步改进。

### (4) 医疗废物焚烧

用于医疗废物的焚烧技术主要是回转窑焚烧炉和 AB 间隙热解炉。近年来的新进展主要有：开发了能实现 24 小时连续运行的热解炉，系统运行状态稳定，处理效率较高，适用于处理 10t/d 以下的医疗废物。开发了层燃式连续热解医疗废物焚烧炉，该焚烧炉的特点是辊道式炉排、悬浮燃烧方式，火焰总是处于医疗废物的下方，对医疗废物进行全方位包络式焚烧，使焚烧更均匀、更彻底，同时降低燃烧消耗。

#### (5) 医疗废物非焚烧

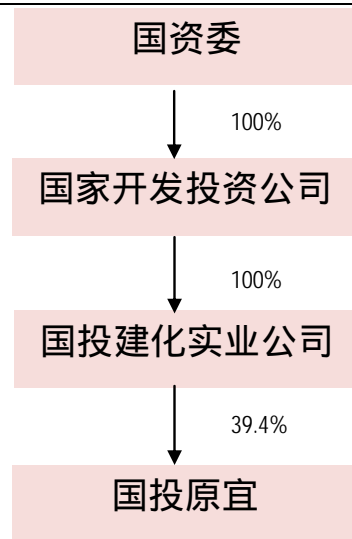
我国医疗废物处理方法仍以焚烧为主。为了满足医疗废物产生量较少的城市和地区以及县级以下城镇的需要，我国引进、开发了医疗废物非焚烧处理技术。与焚烧技术相比，非焚烧技术处理医疗废物具有投资低、运行费用低、可间隙运行、易操作管理、二次污染小等特点。非焚烧医疗废物处理设备适用于 10t/d 以下规模的医疗废物处理中心。非焚烧医疗废物处理技术主要有：化学消毒集中处理技术、高温蒸汽集中处理技术、微波消毒集中处理技术。

## 附录二、原国投实业简介

公司原名国投原宜实业股份有限公司，于 1998 年深交所上市，控股股东国投建化实业为央企国开投全资子公司。上市后连续三年亏损，2000 年 11 月，湖北红旗电工集团受让国投建化所持公司全部股权 7,150 万股，成为公司控股股东。湖北红旗电工集团为国有独资企业。至 02 年底，仍未改变上市公司持续亏损情况。因此公司国有法人股股东湖北红旗电工集团有限公司及国家股股东宜昌市夷陵国有资产经营公司、于 2002 年 12 月 31 日分别与北京桑德环保集团有限公司签署《股权转让协议》，协议受让以上两家股东合并持有的本公

司的国家股与国有法人股共计 10,999.3 万股，占本公司总股本的 60.61%。2003 年完成资产置换，控股股东变更为北京桑德环保集团有限公司。

图表 28. 国投原宜股权结构



资料来源：公司年报，中银研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	350	523	728	1,011	1,368
销售成本	(197)	(309)	(437)	(596)	(821)
经营费用	(15)	(1)	(15)	(33)	(57)
息税折旧前利润	139	213	277	382	490
折旧及摊销	(13)	(36)	(41)	(45)	(48)
经营利润(息税前利润)	126	176	235	337	442
净利息收入/(费用)	(12)	(33)	(54)	(92)	(119)
其他收益/(损失)	(1)	(4)	5	5	5
税前利润	112	140	186	249	328
所得税	(27)	(25)	(35)	(47)	(66)
少数股东权益	1	(3)	(3)	(4)	(5)
净利润	87	111	148	198	257
核心净利润	79	96	144	194	253
每股收益(人民币)	0.434	0.269	0.357	0.478	0.621
核心每股收益(人民币)	0.395	0.233	0.348	0.468	0.612
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	52	49	39	39	35
息税前利润增长(%)	96	41	33	43	31
息税折旧前利润增长(%)	91	53	30	38	28
每股收益增长(%)	66	(38)	33	34	30
核心每股收益增长(%)	66	(41)	49	35	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	72	357	100	39	13
应收帐款	226	428	532	738	999
库存	1	3	4	5	7
其他流动资产	87	199	262	358	492
流动资产总计	387	987	897	1,139	1,510
固定资产	1,124	158	624	1,186	1,495
无形资产	6	1,189	1,654	1,999	2,164
其他长期资产	21	24	18	16	14
长期资产总计	1,151	1,371	2,296	3,201	3,673
总资产	1,538	2,358	3,193	4,340	5,183
应付帐款	227	387	393	537	739
短期债务	151	228	580	800	900
其他流动负债	135	150	218	333	440
流动负债总计	512	765	1,192	1,670	2,079
长期借款	509	540	800	1,250	1,400
其他长期负债	1	21	4	5	7
股本	200	413	413	413	413
储备	227	528	675	873	1,130
股东权益	427	941	1,089	1,286	1,543
少数股东权益	89	91	109	129	154
总负债及权益	1,538	2,358	3,193	4,340	5,183
每股帐面价值(人民币)	2.14	2.28	2.63	3.11	3.73
每股有形资产(人民币)	2.11	(0.60)	(1.37)	(1.72)	(1.50)
每股净负债/(现金)(人民币)	2.94	0.99	3.10	4.87	5.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	112	140	186	249	328
折旧与摊销	13	36	41	45	48
净利息费用	12	33	54	92	119
运营资本变动	114	(162)	(93)	(75)	(88)
税金	(27)	(25)	(35)	(47)	(66)
其他经营现金流	(7)	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	218	21	153	264	341
购买固定资产净值	(93)	(316)	(970)	(950)	(520)
投资减少/增加	(131)	0	4	0	0
其他投资现金流	0	20	0	0	0
投资活动产生的现金流	(223)	(296)	(966)	(950)	(520)
净增权益	1	420	0	0	0
净增债务	28	109	612	700	250
支付股息	(22)	(102)	0	0	0
其他融资现金流	(10)	133	(57)	(75)	(97)
融资活动产生的现金流	(3)	560	555	625	153
现金变动	(8)	284	(257)	(61)	(26)
期初现金	80	72	357	100	39
公司自由现金流	(5)	(274)	(812)	(686)	(179)
权益自由现金流	11	(200)	(254)	(78)	(48)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	39.7	40.7	38.0	37.8	35.8
息税前利润率(%)	35.8	33.7	32.3	33.3	32.3
税前利润率(%)	32.0	26.7	25.6	24.6	24.0
净利率(%)	24.7	21.3	20.3	19.6	18.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	1.3	0.8	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	10.0	5.2	4.3	3.6	3.7
净权益负债率(%)	114.0	39.8	106.9	142.1	134.7
速动比率(倍)	0.8	1.3	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	36.5	58.8	44.3	33.1	25.5
核心业务市盈率(倍)	40.1	67.9	45.5	33.8	25.9
目标价对应核心业务	40.3	64.8	48.8	36.5	28.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	7.4	7.0	6.0	5.1	4.2
价格/现金流(倍)	13.8	229.3	42.6	24.8	19.2
企业价值/息税折旧前	27.5	33.0	28.6	22.7	18.3
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	2.0	2.7	2.9	2.7	2.6
应收帐款周转天数	195.9	228.2	240.4	229.2	231.7
应付帐款周转天数	156.4	214.1	195.6	167.9	170.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	22.4	16.3	14.6	16.6	18.2
资产收益率(%)	6.7	7.4	6.9	7.2	7.4
已运用资本收益率(%)	10.7	11.9	10.8	11.1	11.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

合加资源 (000826/人民币 15.12, 买入)

南海发展 (600323/人民币 11.38, 持有)

钱江水利 (600283/人民币 10.22, 未有评级)

洪城水业 (600461/人民币 12.33, 未有评级)

首创股份 (600008/人民币 8.29, 未有评级)

创业环保 (600874/人民币 7.49, 未有评级)

武汉控股 (600168/人民币 7.96, 未有评级)

城投控股 (600649.SS/人民币 11.62, 未有评级)

以 2010 年 2 月 5 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10% 区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 5 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构：

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371