



分析师

赵曦 王静

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

合加资源 (000826)

买入(维持)

新能源与节能环保  
/公告点评



高速稳健发展，未来空间广阔

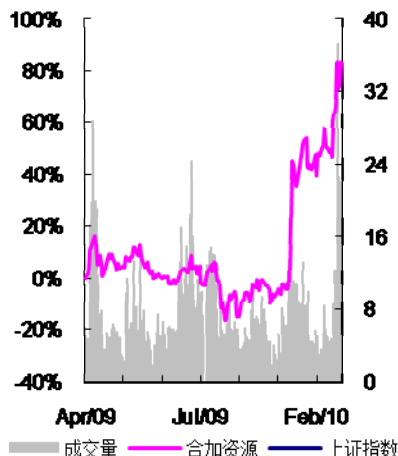
公司数据

总股本(万股)	41336
流通股(万股)	23284
每股净资产	2.62
主要股东	北京桑德环保集团有限公司
主要股东持股比例	24.95%

交易数据

一年价格波动区间	9.43~20.78
半年绝对表现	100.97%
半年相对表现	88.76%
半年换手率	4.22%

市场表现



相关研究：

2010年投资策略报告：低碳经济新里程  
2009.12.17

事件：

公司公布 2009 年年报，全年实现营业收入 6.84 亿元，归属上市公司股东净利润 1.46 亿元，分别同比增长 30.83% 和 30.91%，每股收益为 0.35 元。分配预案为每 10 股派 0.5 元。

点评：

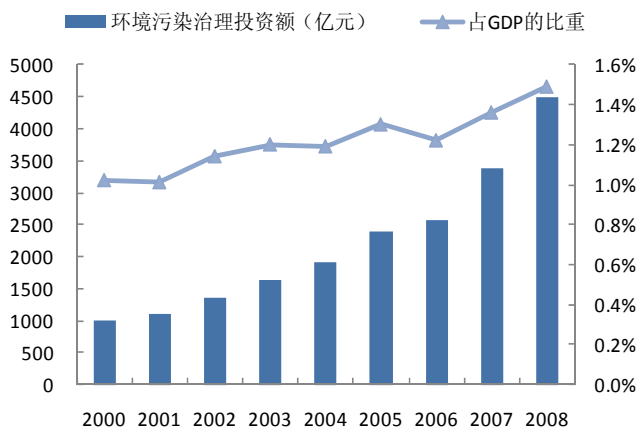
1. 业绩符合预期，各项经营稳健

公司 09 年的业绩符合我们的预期，从收入分类来看，污水处理和自来水业务获得了较高的增速，其占收入的比例迅速提升；而固废业务稳步增长，依旧占据着超过 70% 的收入比例，而且未来几年内公司的收入和利润的增长仍然主要依靠固废业务。虽然公司各项细分业务的毛利率变动较大，但整体的综合毛利率保持稳定，09 年为 40.83%；相关费用控制良好，期间费用率为 11.59%，比上年微降了 0.31 个百分点。

2. 受益于国家政策倾斜，固废处理行业进入黄金发展期

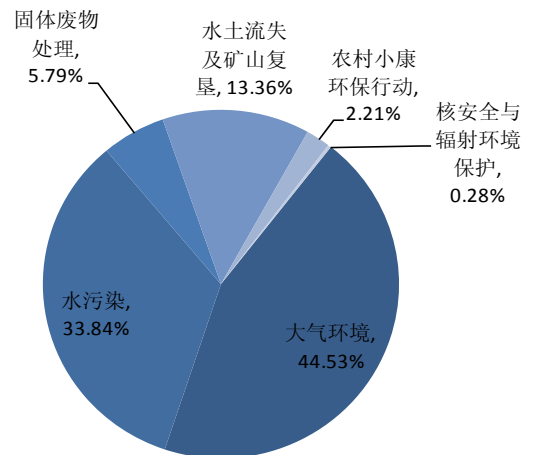
随着我国对环保重视程度的不断加大，环保行业在过去十年内获得了高速的发展，而在水污染和大气污染治理逐渐步入成熟期的同时，环保产业重心开始向固废处理转移，该子行业开始进入高速成长期。我们认为随着固废收费捆绑水费试点规模的扩大以及固废处理投资力度的不断加大，固废处理行业将进入一个中长期的稳定高速发展通道，在未来几年内将迎来一个固废处理设施建设的高峰期，公司将凭借其在固废处理领域内的技术与经验最大程度地受益。

图 1：我国历年实现环保总投资规模及 GDP 占比



资料来源：历年环境统计年鉴，宏源证券

图 2：“十一五”期间环保投资分布



资料来源：国家发改委，宏源证券

### 3.2010 年新增固废项目和咸宁环保设备项目达产将带来高速增长

在固废业务中，由于固废系统集成业务现有项目设备在 09 年未进入供货期，因此该项业务去年收入出现下降 43%，但同时决定了今年将出现大幅增长。公司目前在建的固废处理项目有三个，我们预计固废工程业务将有望实现 40% 以上的增长。另外，咸宁的环保设备生产线今年 6 月底将投产，该项目今年预计产生 2 亿元收入，同时也将成为未来三年重要的收入增长点。

### 4. 公司名称更改表明固废业务将获得更大空间

公司在 3 月 16 日的公告称公司将更换名称为桑德环境，这将在未来避免与集团的同业竞争，将公司打造为桑德集团的固废业务平台，而且桑德集团将在未来三年将旗下的固废资产择优注入上市公司，这为公司的固废业务提供了更多的发展空间。

### 5. 预计 10 年每股收益 0.53 元，维持“买入”评级

根据对各项业务的分别预测，我们认为公司 2010 年将实现收入 11.24 亿元，净利润 2.20 亿元，实现每股收益 0.53 元，虽然在近期固废行业相关股票受到巴菲特投资垃圾焚烧发电的影响涨幅较大，但固废产业的不断向好和公司未来几年的确定性高速增长决定了公司具备长期投资价值，加上集团资产的注入预期，我们仍然维持其“买入”评级。

表 1：盈利预测结果（百万元）

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	523.15	684.46	1124.11	1610.08	2504.53
同比增长率	49.37%	30.83%	64.23%	43.23%	55.55%
净利润	111.32	145.72	220.28	311.51	512.36
同比增长率	28.58%	30.91%	51.16%	41.42%	64.48%
每股收益(元)	0.269	0.353	0.533	0.754	1.240
净资产收益率	11.83%	13.45%	17.10%	19.74%	24.94%
综合毛利率	40.84%	40.83%	38.33%	36.48%	36.05%

**表 2：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	809.30	1184.24	1493.50	1898.50	营业收入	684.46	1124.11	1610.08	2504.53
货币资金	147.92	112.41	161.01	250.45	营业成本	405.01	693.21	1022.71	1601.55
应收与预付款项	658.71	1067.56	1326.53	1641.20	营业税金及附加	8.24	13.54	19.39	30.16
存货	2.67	4.27	5.96	6.85	销售费用	8.69	14.61	20.93	32.56
<b>非流动资产</b>	1771.49	1883.54	1973.59	2045.05	管理费用	33.08	47.21	67.62	105.19
固定资产在建工程	675.42	789.88	882.34	953.80	财务费用	37.54	65.75	75.28	73.36
无形资产待摊费用	1091.25	1091.25	1091.25	1091.25	主营业务外收益	12.16	18.00	24.00	28.00
<b>资产总计</b>	2580.80	3067.78	3467.09	3943.55	利润总额	184.80	285.78	404.14	664.71
<b>流动负债</b>	736.27	888.30	1043.00	1284.60	所得税	28.78	51.44	72.75	119.65
短期借款	395.00	521.18	610.22	706.92	净利润	156.02	234.34	331.39	545.06
应付与预收款项	341.27	367.12	432.79	577.69	少数股东损益	10.30	14.06	19.88	32.70
<b>非流动负债</b>	657.29	773.33	708.34	434.00	归属母公司净利	145.72	220.28	311.51	512.36
<b>负债合计</b>	1393.56	1661.62	1751.35	1718.61	<b>EPS（元）</b>	0.353	0.533	0.754	1.240
股本	413.36	413.36	413.36	413.36	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	393.24	393.24	393.24	393.24	<b>成长能力</b>				
留存收益	276.90	481.76	771.47	1247.96	营业收入	30.83%	64.23%	43.23%	55.55%
少数股东权益	103.73	117.79	137.68	170.38	净利润	30.91%	51.16%	41.42%	64.48%
归属于母公司权益	1083.50	1288.36	1578.07	2054.56	<b>获利能力</b>				
<b>负债股东权益合计</b>	2580.80	3067.78	3467.09	3943.55	毛利率	40.83%	38.33%	36.48%	36.05%
<b>现金流量表</b>					净利率	22.79%	20.85%	20.58%	21.76%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	13.45%	17.10%	19.74%	24.94%
<b>经营活动现金流</b>	58.26	-19.03	293.90	540.83	<b>偿债能力</b>				
净利润	156.02	219.58	311.71	522.10	资产负债率	54.00%	54.16%	50.51%	43.58%
折旧摊销	53.11	65.95	85.95	103.54	流动比率	1.10	1.33	1.43	1.48
资产减值损失	19.24	22.00	24.00	25.00	速动比率	1.09	1.33	1.43	1.47
财务费用	37.54	60.13	67.23	60.84	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-505.38	-185.24	-180.32	-177.04	总资产周转率	0.27	0.37	0.46	0.64
<b>融资活动现金流</b>	320.62	168.76	-64.98	-274.34	存货周转率	151.91	162.50	171.56	233.76
<b>现金流量净额</b>	-126.49	-35.51	48.60	89.45	应收账款周转率	1.33	1.53	1.68	2.06

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

**销售经理：万玮**  
**联系电话：010-88085990**  
**电子信箱：wanwei@hysec.com**

### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
减持		未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上	