

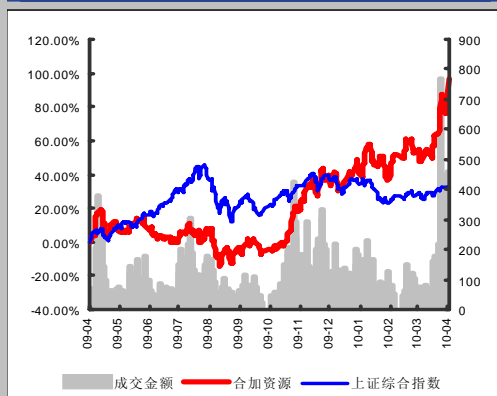
公司研究

2010-04-12

合加资源 (000826) 投资评级: 谨慎推荐
市场数据 2010年04月09日

当前价格(元)	21.73
52周价格区间(元)	9.35-21.97
总市值(百万)	8982.23
流通市值(百万)	5059.67
总股本(万股)	41335.61
流通A股(万股)	23284.28

北京桑德环保集团
 有限公司
 第一大股东
 公司网址 <http://www.eguard-rd.com/>

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
合加资源	27.08	41.84	96.30
上证指数	2.48	-2.10	32.16

财富证券研发中心
 邹建军

0731-84403452
 zoujj@cfzq.com

预测指标(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	684.46	958.45	1358.93	1710.03
归属母公司净利润	145.72	218.33	310.24	399.41
每股收益(元)	0.35	0.53	0.75	0.97
市盈率	62.09	41.00	28.97	22.40

事件:

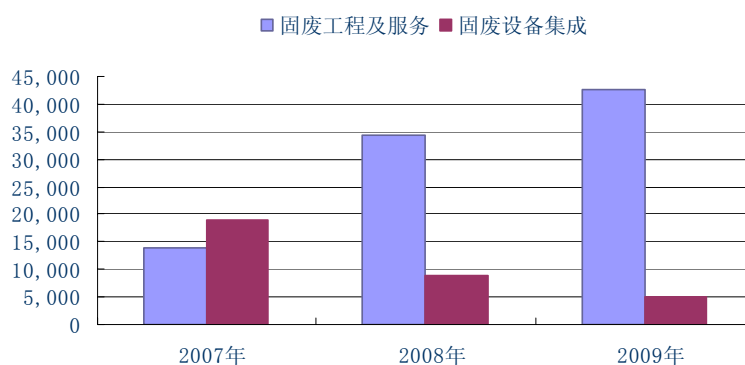
公司于4月9日公布09年年报,全年共实现营业收入6.84亿元,同比增长30.83%;实现主营业务利润1.73亿元,同比增长30.30%;实现净归属于母公司所有者的净利润1.46亿元,同比增长30.91%。2009年公司每股收益0.35元,略低于我们此前预计的0.39元。

利润分配预案:每10股派现金红利0.5元(含税)。

点评:

- 设备交付减少,固废业务收入同比仅增加10.14%。**09年,公司完成固废工程及服务收入4.26亿元,同比增长23.88%;完成固废设备销售0.5亿元,同比下降43.35%;固废业务综合毛利率38.68%,与去年基本持平。环保设备收入下降主要是受公司项目进度影响,目前尚未进入设备供货期。

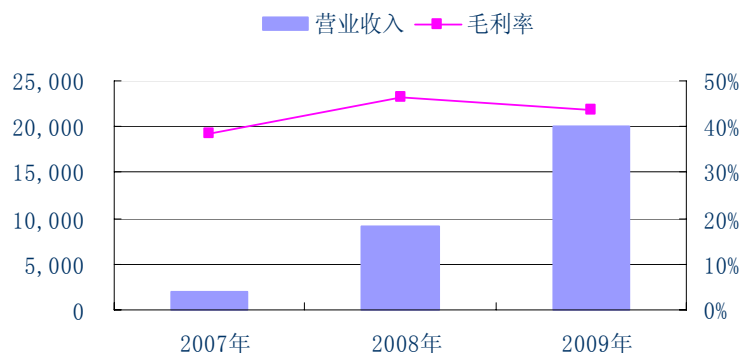
图表1:近3年公司固废业务收入变化情况(万元)



资料来源:公司公告

- 水务运营收入翻番,未来有望保持稳步增长。**09年公司实现污水处理收入1.35亿元,同比增长69.86%;实现自来水供水收入0.65亿元,同比增长452.18%。水务业务的整体盈利水平较为稳定,毛利率43.83%,同比略降2.49个百分点。水务收入高增长的主要原因多个项目陆续投入运营。根据大股东的规划,公司的水务业务将仅限于目前已有项目的地区,预计未来收入的增长将主要依赖于现有项目的水量增加。

图表 1: 近 3 年公司水务业务收入及毛利率变化情况 (万元)



资料来源:公司公告

- **固废行业发展即将提速, 公司优势明显。**目前, 我国整治环境污染的力度超过历史上的任何时期, 固废处理行业作为环保产业中最具成长潜力的领域, 投资力度也在逐渐加大。根据相关规划, “十一五”期间, 固废处理投资规模 2100 亿, 年均增速 18.5%, 而环保部中国环境规划院预测, “十二五”期间我国固废行业投资将达到 8000 亿, 同比“十一五”期间翻两番。

公司作为固废领域的先行者, 全面掌握综合处理、卫生填埋、焚烧发电三种处理工艺, 并拥有多项示范工程, 在未来的竞争中优势明显。

- **发展规划明晰, 公司向固废全产业链发展再进一步。**公司一直致力于固废行业的全产业链发展, 目前业务涵盖设计-咨询-工程总包-系统集成-安装调试等多个环节, 仅固废运营领域由于产业环境不成熟尚未进入。随着去年我国部分地区固废收费捆绑水费试点的推行, 固废处理收费机制将逐步完善; 加上未来环保税的开征以及国家政策的进一步支持, 固废运营将进入黄金发展期。

2010年3月, 公司与大股东桑德环保集团签署《战略发展备忘录》, 拟在今后三年内适时收购桑德集团现有固废运营项目, 向全产业链发展再进一步。除了产业联的纵向延伸, 公司亦有计划地进行横向业务扩张, 污泥处理已进入实践阶段, 同时积极开展电子垃圾的研发工作。

- **盈利预测与投资评级:**预计公司 2010 至 2012 年每股收益分别为 0.53 元、0.75 元、0.97 元, 目前公司股价 21.73 元, 对应市盈率分别为 41 倍、29 倍和 22 倍。短期而言公司股价已有所高估, 但考虑到固废行业长期增长前景确定、大股东固废运营资产注入预期明确, 我们认为公司股价未来有望继续跑赢大盘。我们将对公司的投资评级由原先的“推荐”调整至“谨慎推荐”。

-
- **风险提示：**因居民反对垃圾处理厂的选址或处理工艺，导致行业整体发展放缓的风险；公司首次进入环保设备制造领域，可能存在制造或生产管理经验不足导致项目不能达到预期收益水平的风险。

● 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6-12 个月内, 所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究, 对公司的投资价值做出的评判, 谨代表财富证券研发中心的观点, 投资者需根据情况自行判断, 我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务, 如果报告中的具体情况发生了变化, 我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可, 严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2007. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.