

**固废业务高速增长，资产注入值得期待**
**推荐 维持评级**

 分析师: 冯大军   ✉: [fengdajun@chinastock.com.cn](mailto:fengdajun@chinastock.com.cn)   ☎: 010-66568837   执业证书编号: S0130110014638

**1. 事件**

合加资源4月29日公告: (1) 2010年一季度公司实现营业收入1.53亿元, 同比增加24.21%; 归属于上市公司股东的净利润3229万元, 同比增加40.70%; 基本每股收益0.08元, 同比增加33.33%。(2) 自2010年4月29日起, 公司证券简称由“合加资源”变更为“桑德环境”, 公司证券代码“000826”不变。

**2. 我们的分析与判断**
**表1: 公司各季度盈利分析**

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
营业收入(万元)	8496	13736	12492	17592	12288	17092	19114	19952	15262
营业成本(万元)	4506	7791	7329	11324	7853	9122	12272	11255	9229
销售费用(万元)	223	222	166	107	128	280	223	237	262
管理费用(万元)	439	526	495	764	622	919	899	868	839
财务费用(万元)	722	893	846	824	912	987	830	1026	974
归属于上市公司股东的净利润(万元)	1786	3345	2717	3285	2295	4079	3993	4205	3229
总股本(万股)	19964	19964	41336	41336	41336	41336	41336	41336	41336
基本每股收益(元/股)	0.09	0.17	0.07	0.08	0.06	0.10	0.10	0.10	0.08

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所

我们认为2010年公司将迎来跨越式发展, 业绩将保持高速增长, 主要基于以下分析:

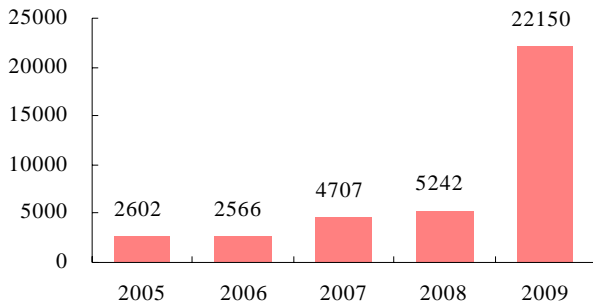
(1) 固废业务。公司目前主要在建固废项目有: 内蒙东部地区危险废物处置工程、青州生活垃圾综合处理工程、大庆生活垃圾综合处理工程、德州生活垃圾焚烧发电工程, 其投资额分别为: 2.5亿、1.9亿、3.2亿和2.6亿元; 正在洽谈的固废订单至少有10亿元左右, 西安生活垃圾焚烧发电工程项目正在审批中。湖北咸宁环保设备制造基地将于2010年三季度建成正式投产, 该募投项目投产有利于提高公司固废设备的研发设计与生产能力、加快公司产业链延伸、加强公司核心竞争力。2010年3月公司与大股东桑德集团签署了战略合作协议: 公司未来定位国内外固废处理行业的龙头企业, 大股东优质固废资产有望注入, 公司将发展固废项目运营业务, 形成完整的固废处理产业链, 进一步提升在固废处理领域的竞争力。

(2) 水务业务。公司目前自来水供应能力为55万吨/日, 今年将有设计产能18.5万吨/日的污水处理厂建成投产, 分别为枝江枝清、大冶清波、荆州荆清、嘉鱼嘉清等水厂, 现有污水处理能力将达到100万吨/日。公司水务主要集中在湖北省、包头市、南昌市、江苏沭阳县、浙江省桐庐县横村镇BOT或TOT形式的给水及污水处理项目, 下属水厂的管网改造基本完成, 这将提高污水收集率、增加自来水供水区域。

(3) 行业政策。我国现有固废政策有利于公司业务发展, 近两年各地区垃圾焚烧处理遭到了民众的强烈抵制, 导致现有在建和审批垃圾焚烧项目暂缓。公司是国内主推垃圾综合处理技术方案的工程企业, 已有北京阿苏卫和上海青浦生活垃圾综合处理厂项目的示范工程, 将成为该政策的收益者。

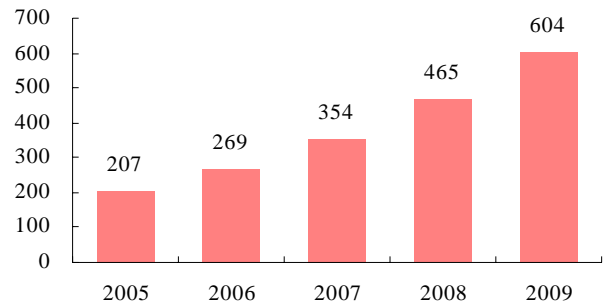
(4) 行业前景。我国目前正处于固废处理基础设施建设阶段，固废处理基础设施的投资呈现显著增长趋势。固废处理基础设施的大量投资建设，会引发对环保设备、环保咨询和工程服务的大量刚性需求，固废处理相关设备未来市场空间广阔。我们认为近几年将是我国固废处理产业的蓬勃发展期，目前固废处理发展现状类似十年前的污水处理产业，未来产业年复合增长率将至少达到 30%。合加资源作为国内固废处理领域的龙头企业，必将在行业大发展的过程中最先受益也会受益最大，我们建议在固废处理产业高速成长的起点上投资合加资源。

图 1: 我国固废处理设备制造企业产量逐年增加



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所 (单位: 台)

图 2: 我国环保设备制造企业营业收入逐年增加



资料来源: Wind, 中国银河证券研究所 (单位: 亿元)

### 3. 投资建议

我们预测公司 2010-2012 年营业务收入分别为 9.5 亿、12.2 亿、15.7 亿元; EPS 分别为 0.52 元、0.70 元和 0.92 元; 对应 PE 分别为 43X、32X、24X; DCF 绝对估值为 27.26 元。目前公司基本面存在一定的估值压力，内生性增长价值已经反映在股价之中。但是募投咸宁环保设备项目、西安垃圾焚烧项目、大股东资产注入有望带来超预期的业绩增长和股东回报率，同时考虑到公司的高成长性以及与万邦达 (300055) 和碧水源 (300070) 等公司的对比，我们认为合加资源投资价值还有很大的上升空间，继续维持对公司的“推荐”投资评级。

表 2: 主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	523	684	950	1225	1568
EBITDA (百万元)	213	283	367	464	581
净利润 (百万元)	111	146	217	289	381
摊薄 EPS (元)	0.27	0.35	0.52	0.70	0.92
PE(X) (P=22.44 元)	83.11	64.11	43.15	32.06	24.39
PB(X) (P=22.44 元)	9.86	8.56	7.31	6.11	5.03
ROIC	8.01%	8.81%	11.16%	12.64%	14.16%
总资产周转率	26.86%	27.37%	33.00%	36.63%	40.80%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所

**表 3: 主营收入毛利率变动敏感性分析**

		2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)		0.52	0.70	0.92
主营收入变化率	+ 10%	0.57	0.83	1.17
	- 10%	0.48	0.58	0.70
毛利率变化率	+ 1 %	0.54	0.72	0.95
	- 1 %	0.51	0.68	0.89

资料来源: 中国银河证券研究所

**表 4: 主营业务盈利预测**

主营业务		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>固废工程</b>	收入 (万元)	14060	34357	42563	53204	66505	83131
	增长率		144.37%	23.88%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本 (万元)	8597	20824	27530	34050	43228	54866
	毛利率	38.85%	39.39%	35.32%	36.00%	35.00%	34.00%
<b>固废设备</b>	收入 (万元)	19070	8827	5000	12501	18751	26251
	增长率		-53.71%	-43.35%	150.00%	50.00%	40.00%
	成本 (万元)	9897	5223	1636	4000	6188	8925
	毛利率	48.10%	40.82%	67.29%	68.00%	67.00%	66.00%
<b>污水处理</b>	收入 (万元)	1150	7949	13503	20254	26330	34229
	增长率		591.21%	69.86%	50.00%	30.00%	30.00%
	成本 (万元)	449	3865	7146	10532	13955	18484
	毛利率	60.92%	51.38%	47.07%	48.00%	47.00%	46.00%
<b>自来水供应</b>	收入 (万元)	740	1181	6524	7829	9395	11273
	增长率		59.68%	452.18%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (万元)	715	1037	4103	4854	5919	7215
	毛利率	3.36%	12.23%	37.12%	38.00%	37.00%	36.00%
<b>合计</b>	收入 (万元)	35019	52315	67590	93787	120980	154884
	增长率		49.39%	29.20%	38.76%	28.99%	28.02%
	成本 (万元)	19658	30949	40415	53436	69289	89490
	毛利率	43.86%	40.84%	40.21%	43.02%	42.73%	42.22%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所

**表 5: 合加资源 (000826) 财务报表预测**

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	357	193	285	368	471	营业收入	523	684	950	1225	1568
应收票据	0	1	1	1	2	营业成本	309	405	541	702	906
应收账款	373	514	713	920	1178	营业税金及附加	8	8	11	15	19
预付款项	199	108	108	108	108	销售费用	7	9	12	16	20
其他应收款	55	36	36	36	36	管理费用	22	33	46	59	76
存货	3	3	4	5	6	财务费用	33	38	61	68	70
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	19	19	19	19
长期股权投资	10	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	40	40	98	113	128	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	118	635	674	754	834	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	132	173	259	347	458
无形资产	1189	1090	1166	1241	1313	营业外收支净额	7	12	15	18	21
长期待摊费用	5	5	5	5	5	税前利润	140	185	273	364	479
资产总计	2358	2644	3112	3577	4112	减: 所得税	25	29	41	55	72
短期借款	228	395	513	513	463	净利润	114	156	232	310	407
应付票据	110	0	0	0	0	母公司净利润	111	146	217	289	381
应付账款	271	253	297	384	497	少数股东损益	3	10	15	20	27
预收款项	6	6	16	28	44	基本每股收益	0.27	0.35	0.52	0.70	0.92
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	稀释每股收益	0.27	0.35	0.52	0.70	0.92
应交税费	32	57	60	63	66						
其他应付款	108	82	82	82	82	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他流动负债	0	0	0	0	0	<b>成长性</b>					
长期借款	540	613	680	745	810	营收增长率	49.37%	30.83%	38.76%	28.99%	28.02%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	40.53%	30.04%	47.85%	27.92%	26.20%
负债合计	1325	1456	1723	1920	2101	净利润增长率	28.58%	30.91%	48.86%	33.32%	31.59%
股东权益合计	1032	1187	1389	1657	2011	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	40.84%	40.83%	43.02%	42.73%	42.22%
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	21.83%	22.79%	24.45%	25.27%	25.98%
净利润	114	156	232	310	407	ROE	11.83%	13.45%	17.08%	19.05%	20.63%
折旧与摊销	36	54	28	30	33	ROIC	8.01%	8.81%	11.16%	12.64%	14.16%
经营现金流	21	21	200	326	411	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-296	-505	-200	-200	-200	PE	83.11	64.11	43.15	32.06	24.39
融资现金流	560	321	92	-44	-108	P/S	17.73	13.55	9.77	7.57	5.91
现金净变动	284	-164	92	83	103	P/B	9.86	8.56	7.31	6.11	5.03
期初现金余额	72	357	193	285	368	股息收益率	0.12%	0.24%	0.36%	0.48%	0.63%
期末现金余额	357	193	285	368	471	EV/EBITDA	42.76	33.72	26.39	20.92	16.68

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所



## 评级标准

---

**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。

## 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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908