

# 桑德环境（000826） 水务

—致力于全产业链的固废处置行业龙头

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 23.85 元

## 投资要点:

近期我们前往公司调研,就公司当前的经营情况、未来的发展战略进行了深入的交流。我们看好中国固废行业未来的发展前景,认为公司能够凭借技术优势和优秀的管理团队,充分分享行业发展带来的机遇。

具体观点如下:

- 1、公司通过与大股东桑德集团及其控股的桑德国际(已在新加坡上市)签署战略合作协议,明确了各自的定位和发展方向。桑德环境将主要发展固废处理的全产业链业务。
- 2、水务业务的发展将主要集中于湖北境内,继续的挖掘县级、镇级供水、污水处理项目的潜力。未来这一块业务将成为公司业绩的基石,创造稳定的现金流。
- 3、咸宁固废设备制造项目已经于8月份投产,今年达到产能的20-30%,明年50%左右,2012年预计全面达产。咸宁项目的投产,进一步延伸了公司的产业链,是为了两年业绩成长的主要动力之一。
- 4、未来的看点:(1)资产注入。根据协议,2-3年内,在固废运营项目盈利能力理想的情况下,将择机注入上市公司,而目前来看北京阿苏贝综合处理项目运营情况良好,注入的条件最为成熟。(2)拓展海外市场。(3)固废行业十二五期间高增长。我们认前固废行业仍然较为分散,行业集中度不高,但未来行业集中度的提高是大趋势。
- 5、预计2010年、2011年、2012年每股收益为分别为0.57元、0.77元和0.95元,对应市盈率对应的市盈率分别为42×,31×和25×。与可比公司相比,公司估值处于中等水平。考虑其成长性,给予推荐评级。我们相信,桑德凭借技术和全产业链优势,将能够脱颖而出,始终站在行业的最前端。并最终成为产业链完整的行业标杆。

2010年9月21日

## 主要数据

52周最高/最低价(元)	25.90/10.24
上证指数/深圳成指	2588.71/11150.33
50日均成交额(百万元)	115.15
市净率(倍)	9.14
股息率	0.21%

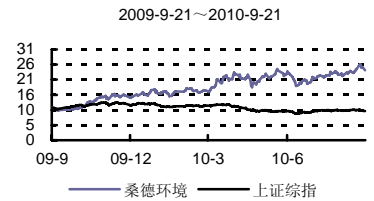
## 基础数据

流通股(百万股)	232.84
总股本(百万股)	413.36
流通市值(百万元)	5578.91
总市值(百万元)	9904.01
每股净资产(元)	2.62
净资产负债率	134.41%

## 股东信息

大股东名称	北京桑德环保集团有限公司
持股比例	44.90%

## 52周行情图



## 相关研究报告

## 联系方式

研究员:	程建国、常格非
职业证书:	S0020109061420
电话:	021-51097188-1951
电邮:	Chengjianguo@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东新区南汇路379号金穗大厦15F(200120)

## 目录

第一部分 公司概况 .....	3
第二部分 公司业务发展情况.....	4
2.1、水务业务 .....	4
2.2、固废业务 .....	6
2.2.1、公司生活垃圾处理技术全面 .....	7
2.2.2、延伸固废产业链是公司既定发展方向 .....	8
2.2.3、对固废业务高成长的持续性不必过分担忧 .....	8
第三部分 投资亮点 .....	9
3.1、在建项目投产 .....	9
3.2、股权激励计划公布 .....	10
3.3、大股东固废运营资产注入预期 .....	11
3.4、国际业务是未来可能的增长点.....	11
第四部分 主要风险.....	12
4.1、政策风险 .....	12
4.2、项目延后风险 .....	12
4.3、恶性竞争风险 .....	12
第五部分 盈利预测与估值 .....	12
表1:《战略发展备忘录》签署后业务板块划分 .....	4
表2: 公司目前水务业务板块项目情况 .....	5
表3: 不同国家生活垃圾处理方式比较 .....	7
表4: 生活垃圾不同处理技术路线的比较 .....	7
表5: 公司对几种技术路线的发展策略 .....	7
表6: 募投项目产能计划 .....	10
表7: 项目损益情况及主要财务评价指标 .....	10
表8: 股权激励计划部分条款.....	10
表9: 盈利预测表 .....	13
表10: 可比公司估值情况 .....	14
图1: 股权结构图 .....	3
图2: 收入增长情况及分业务占比（百万元） .....	4
图3: 净利润情况及同比增速.....	4
图4: 全国城市污水排放量及处理率.....	4
图5: 我国工业废水治理投资额.....	4
图6: 全国环境污染治理投资及占GDP比重.....	6
图7: 城市生活垃圾清运量及处理率.....	6
图8: 公用事业行业经营模式 .....	8

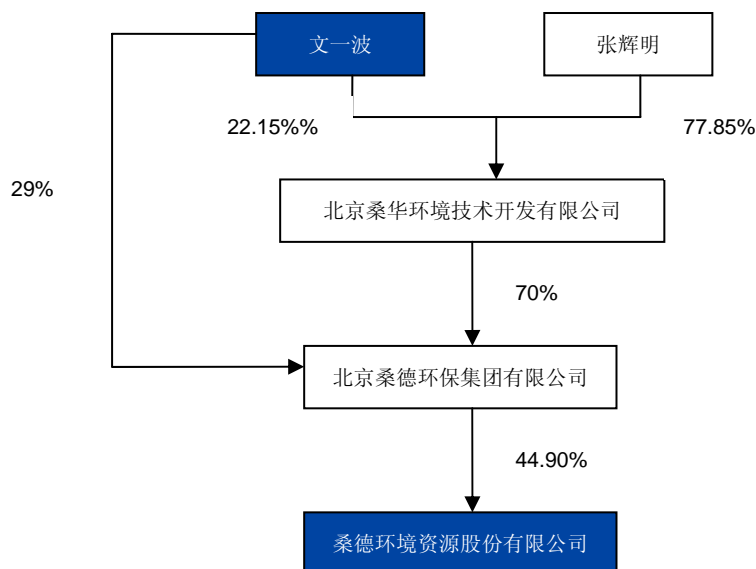
## 第一部分 公司概况

桑德环境资源股份有限公司（简称“桑德环境”，曾用名合加资源股份有限公司，国投资源发展股份有限公司，国投原宜实业股份有限公司）是一家经过重大资产重组的上市公司。公司原来的主业是磷化工，因连续三年亏损，股票被暂停上市并面临退市风险。2003年桑德环保集团对合加资源进行了资产重组，将其水务资产与公司原有化工类资产进行了彻底的置换，公司主营业务变更为自来水供应和污水处理业务，并开始有了部分垃圾处理及回收利用相关配套设施建设以及相关设计和技术咨询服务方面的业务。

2004年以后，公司在固体废弃物处置设施设计、工程建设、设备系统集成、技术服务等方面的业务突飞猛进，一跃成为公司的最主要业务，公司固废业务为主，水务业务为辅的格局形成。

公司控股股东为桑德环保集团，实际控制人文一波先生（文一波和张辉明为夫妻）。

图 1：股权结构图



桑德环保集团除了控股桑德环境外，还控股一家在新加坡注册成立并于新加坡股票交易所上市的股份有限公司桑德国际，桑德国际主要从事水务工程业务。

2010年3月13日，桑德环境与桑德环保集团、桑德国际签署《战略发展备忘录》。鉴于桑德环保集团、桑德环境、桑德国际的实际控制人均为文一波先生，且均从事环保业务，为避免业务经营中产生的利益冲突，三方签署《战略发展备忘录》，以规范三方在环保领域从事的不同业务类型、产品业务发展方向及行业布局，有效避免同一实际控制人之下的企业同业竞争行为。

通过签署《战略发展备忘录》，桑德环境进一步明确了在桑德环保集团的定位和未来的发展方向。

表1: 《战略发展备忘录》签署后业务板块划分

业务大类	业务细分	经营主体
固废	设备制造、集成、施工	桑德环境
	项目运营管理	目前在集团, 若收益情况好, 有可能注入桑德环境
水务	运营	桑德环境
	工程施工	桑德国际
清洁能源		桑德环保集团
资本运作		桑德环保集团

来源: 《战略发展备忘录》

图2: 收入增长情况及分业务占比 (百万元)

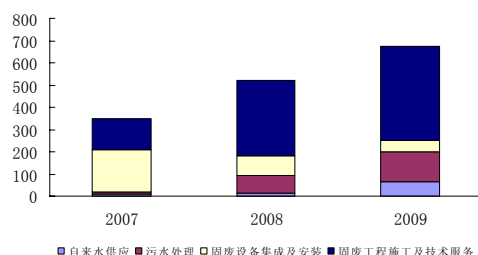
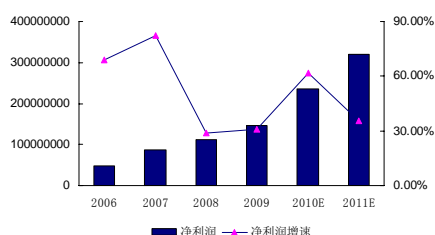


图3: 净利润情况及同比增速



数据来源: 公司年报

## 第二部分 公司业务发展情况

### 2.1、水务业务

国家近年来对污水处理产业的发展给予了很大的政策与投资支持, 建设市场快速增长。

图4: 全国城市污水排放量及处理率

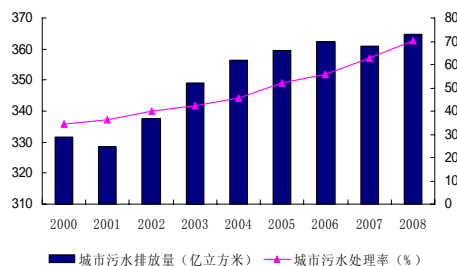
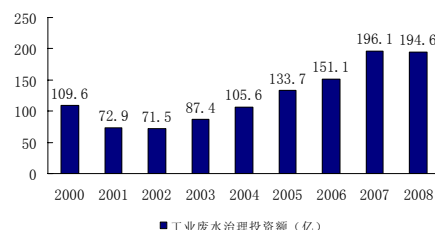


图5: 我国工业废水治理投资额



数据来源: 2009 中国环境统计年鉴

然而随着水务市场化程度的提高, 行业竞争环境出现了一定程度的恶化。尤其是在金融危机后, 政府对水务投资兴趣明显提高, 对水务领域相关项目存在明显收回愿望或条件变得苛刻, 其它投资主体的议价和市场参与能力进一步弱化, 对社会资本存在明显的挤出效应。公司想要获得大型优质项目难度加大。

另一方面, 水务行业的竞争格局已经基本形成, 全国范围内跑马圈地时代即将过去, 国内水务企业将进入资本竞争和品牌竞争时代, 资本实力小、融资能力差、技术管理水平低、市场拓展能力差的小型企业生存环境将变得举步维艰, 具有资本、技术和品牌优势

的领先企业将通过兼并重组迅速发展壮大。

正是基于这样的判断，公司在水务方面的发展战略是非常务实的，未来公司将立足湖北、审时度势、谨慎选择项目和手段，适度通过兼并重组、新增投资等方式扩大公司的水务行业市场占有率。

**表2：公司目前水务业务板块项目情况**

自来水供应项目		
项目名称	投产时间	产能（万吨/日）
浙江富春	2003.12	1.3
江苏沐源	2006.6	5
宜昌自来水	2009年并表	（托管）44

污水处理项目		
项目名称	投产时间	产能（万吨/日）
荆门夏家湾	2003年初	5
南昌象湖	2008年初	20
宜昌三峡水务	08年中	20
包头鹿城	08年底	10（污水）+5.5（中水）
咸宁水务	2009年中	3
襄樊汉水	2009年中	10
荆门二期项目	2010投产	5
嘉鱼嘉清	2010投产	4
荆州市荆清	2010投产	4+4
枝江清水务	2010投产	3.5
湖北大冶清波	2010投产	3

资料来源：公司年报

2010年，公司将有荆门二期、嘉鱼等项目投产，污水处理能力新增23.5万吨/吨，相对于原有的73.5万吨/日的处理能力，约有32.5%的增长。因此我们预计2010年水务业务收入将有较大幅度的增长。

**今后公司在水务业务方面将向几个方向拓展：**

- 1) 进一步发掘湖北省内人口密集的县级、镇级地区水务业务。污水处理行业经过十多年市场化发展，地级以上城市污水处理厂建设基本完成，而我国目前县级城市尚未建立起真正意义的污水处理厂，随着城镇化的发展，县级、镇级人口的扩张，污水处理厂的建立是必然发展趋势；
- 2) 凭借丰富份额运营经验开展水务托管业务；
- 3) 择机收购优质项目，但难度较大。

我们认为2010年后公司水务业务增速将会有所下降，但水务业务作为公司业绩基石、提供稳定现金流的角色进一步加强。

此外，国内污水处理行业利润偏低及污水处理费依然处在低位，随着国内公用事业体制改革的深入，水务行业市场化程度将不断提高，污水处理费未来还存在上涨可能性。

## 2.2、固废业务

固废业务是公司的核心业务，发展前景非常广阔。十一五计划以来，在建设和谐社会、环境友好型社会等政策要求下，中央和地方政府加大了环保投入力度，环境污染治理投资金额保持快速增长态势，环保投资占GDP比重不断提升，2008年已经达到当年GDP的1.49%。

图6：全国环境污染治理投资及占GDP比重

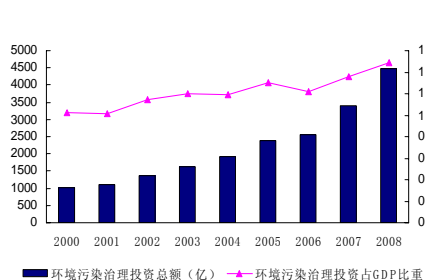
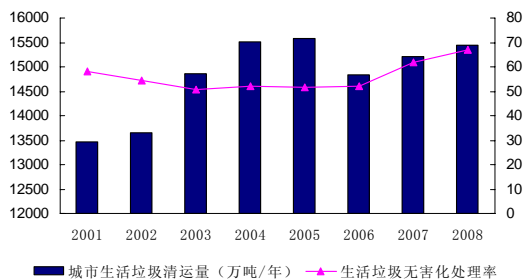


图7：城市生活垃圾清运量及处理率



数据来源：2009 中国环境统计年鉴

固体废弃物污染治理是环境污染治理的一个重要环节。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，同比十一五翻两番。

固体废弃物包括城市污泥、工业及医疗危险废弃物、电子垃圾和生活垃圾。生活垃圾是桑德环境目前主要的业务方向，同时公司也在工业及医疗危险废弃物、城市污泥等方面有一定的涉及。

固废种类	处理方式
城市污泥	目前各国采取的是堆肥、干化焚烧以及厌氧消化的工艺技术，不同工艺的选取主要取决于项目所在地的经济发展情况。目前我国对污泥的处置仍然停留在简易堆放和厌氧消化处置阶段。按照无害化、减量化和资源化的最终目标，堆肥和干化焚烧将是城市污泥的最终处置方向。
工业及医疗危险废弃物	焚烧工艺是各国采用最大，也是最为彻底的无害化和减量化的处置手段。
电子垃圾	我国主要是通过物理化学的方法，提取各种可再利用的各种材料，并对处置过程中产生的二次污染进行有效地防治和解决。
生活垃圾	对生活垃圾的处置，主要处置技术包括填埋、堆肥、焚烧和综合处理。 <b>我国目前大部分地区和城市采取卫生填埋处置技术</b> ，但部分地区和城市因受运营成本的制约，未能完全达到卫生填埋的技术规范标准。

### 2.2.1、公司生活垃圾处理技术全面

生活垃圾的处理方式主要有填埋、堆肥和焚烧三种方式，以及对这三种处理方式的综合利用。几种处理方式在实践中各有千秋。从世界各国的实践来看，不同国家主要的处理

方式也不相同。比如日本，74%的生活垃圾是焚烧的，而英国64.3%的生活垃圾采取填埋的方式处理。

表3：不同国家生活垃圾处理方式比较

国家名	截止年份	垃圾收集量（千吨）	处理方式占比（%）			
			回收利用	填埋	焚烧	堆肥
德国	2004	48434	33.1	17.7	24.6	17.1
日本	2003	54367	16.8	3.4	74	NA
英国	2005	35077	17.4	64.3	8.4	9.3
美国	2005	222863	23.8	54.3	13.6	8.4
澳大利亚	2003	8903	30.3	69.7	NA	NA
中国	2003	148565	NA	43.1	2.5	4.8
香港	2005	6013	43.1	56.9	NA	NA
法国	2005	33963	15.8	36	33.8	14.3
以色列	2003	5527	21	79	NA	NA
意大利	2005	31677	NA	54.4	12.1	33.3
新加坡	2005	5088	39.4	15.8	44.8	NA

数据来源：2009中国环境统计年鉴

所以垃圾的处理方式没有绝对的谁优谁劣，因地制宜最为重要。

表4：生活垃圾不同处理技术路线的比较

技术	优点	缺点	适用范围
填埋	投资低、处理能力大、沼气可回收、运行费用低	占地量大、渗透污染、浪费资源	经济欠发达地区、干旱少雨、土地利用价值低
堆肥	产生精致有机肥	要进行分拣、分类，成本较高、占地量大	可腐有机物含量高的地区
焚烧	无害化程度最高、热能回收	初期投资成本大、运营成本高	土地资源非常宝贵、垃圾热值高的地区
综合利用	充分实现垃圾减量化、无害化、资源化	流程复杂、工程建设成本高	均适用

资料来源：国元证券研究中心

桑德环境非常强调根据不同地方的具体条件采取合理的垃圾处理方式，考虑到中国固废特点和经济发展阶段，公司同时推进卫生填埋、综合处理、焚烧发电三种工艺路线，三种方式在重视程度上并驾齐驱。

表5：公司对几种技术路线的发展策略

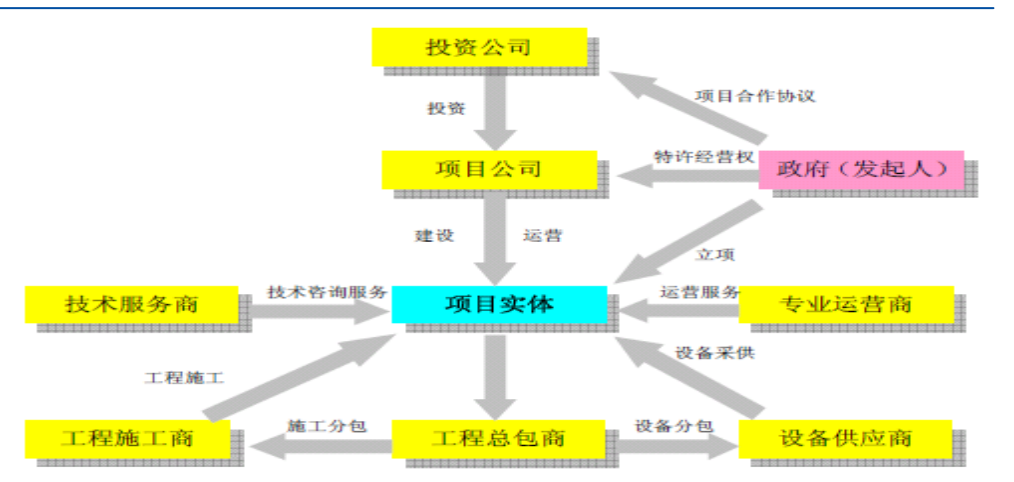
处理技术	公司发展策略	典型项目
综合处理	已有标杆型项目投入运营（北京阿苏卫）。公司将持续不断的对此类工艺路线进行技术升级。将在与标杆型项目具有同样特点的城市推广综合处理工艺路线	北京阿苏卫项目，上海青浦项目
焚烧发电	已经承接了此类工艺的项目，公司将继续针对倾向采取此类工艺的国内大中型城市和财政富余地区推广此类项目	山东德州绿能项目
卫生填埋	基于我国当前经济发展的阶段和广大中西部地区地域广阔财力薄弱的特点，卫生填埋在一定时期内空间巨大。此外，无论综合处理还是焚烧发电，垃圾处理后都有一些无机物不可能完全消失，都需要填埋。	内蒙通辽项目、安徽淮南项目

全面掌握垃圾处理技术，对适合我国国情的处置工艺非常了解，这是桑德环境优势所在。

### 2.2.2、延伸固废产业链是公司既定发展方向

随着市政公用环保行业市场化进程的不断深入，该行业已形成了较为完善的行经营模式。

图8：公用事业行业经营模式



来源：国元证券研究中心

公司目前的公司的固废业务链条涵盖了设计-咨询-工程总包-系统集成-安装调试-揽子工程一系列业务。

2008年公司公开发行新股，投向咸宁固废设备生产基地，正式进军固废设备领域。固废设备制造基地对公司EPC业务将是一个极大的提升，反过来，设备基地未来可以有效利用公司EPC积累的知名度拓展销售渠道，设备基地的成立和原有业务将是一种相促进良性循环的发展态势。

在未来2-3年内，若桑德集团所运营的固废项目盈利状况理想，非常有可能注入桑德环境，桑德集团对此已有承诺。公司也将探索通过收购市场优质项目向固废投资运营领域迈进。

### 2.2.3、对固废业务高成长的持续性不必过担忧

公司固废业务在经历了07年以来连续的高成长后，市场对于2012年固废设备项目完全投产后公司固废业务增长存在担忧，尤其是在全国众多垃圾焚烧项目遭到民众抵制等情况下，这种担忧进一步加剧。

我们认为，市场这种担忧情有可原，但过分担忧没有必要。

**固废行业仍处于高成长期。**固废行业是政策推动型的行业，而目前政策支持力度是越来越高。9月8日，国务院常务会议审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，节能环保等七个产业被作为中国的战略性新兴产业，将在今后加快推进。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，同比十一五翻两番。固废行业在十二五期间仍将保持较快增长。

**行业集中度将逐步提高。**由于固废行业市场化发展时间不长，尚没有出现现象水务行业一样的主流标准技术和寡头垄断格局。产业化程度和市场集中度还非常低，而公司已经凭借领先的技术优势完成了一系列的项目，产业链逐步延伸，在行业中处于第一梯队。

**2009 固废业十大影响力企业：**

- 1、威立雅环境服务（中国）有限公司
- 2、上海环境集团有限公司
- 3、中国光大国际有限公司
- 4、金州环境集团股份有限公司
- 5、北京中科通用能源环保有限责任公司
- 6、深圳市能源环保有限公司
- 7、合加资源发展股份有限公司
- 8、北京机电院高技术股份有限公司
- 9、福建省丰泉环保集团有限公司(中德环保)
- 10、百玛士环保科技控股有限公司

来源：中国固废网

**焚烧项目关键是排放达标。**环境保护部副部长张力军3月曾表示：“凡是符合排放标准的垃圾焚烧厂，我们的态度还是支持的，二噁英问题还是可以通过办法加以解决的。”我们认为，随着城市规模的扩大，垃圾焚烧这种处理方式具有一定的优势，排放问题主要应是技术问题，只要政府补贴到位，环保设施投资达到，可以解决二噁英问题。当然，对群众的科普宣传也很重要。

**填埋、综合处理以及海外市场都有机会。**根据中国环境保护产业协会城市生活垃圾处理委员会的统计，中国城市垃圾处理中填埋法处理的垃圾占70%，堆肥占20%，焚烧占5%，其他(包括露天堆放、回收利用)占5%。虽然焚烧项目看好，但目前还规模较小，堆肥、填埋还都有机会。另外，海外市场完全可能成为新的增长点。

## 第三部分 投资亮点

### 3.1、在建项目投产

在水务领域，如前所述，2010年公司将有5个污水处理项目、合计23.5万吨/日处理能力投产，将对污水处理收入有较大幅度提升。

此外，08年公开发行募投项目—咸宁固废设备生产基地项目已于今年8月建成。今年预计达到产能20-30%，明年60-70%，2012年完全达产。

根据我们调研了解的情况，募投项目的各项基本条件变化不大，生产的固废设备自用和外销各占一半，预期能够获得较好的投资回报。

**表6：募投项目产能计划**

序号	产品类别及名称	主要设备	年产量(吨)
一、城市生活垃圾处理处置设备			
1	堆肥处理成套设备	动态发酵滚筒、行车式布料机、斗轮式翻堆机、液压翻堆机、气流一密度分选机、自动风力分选机、输送设备、磁选设备	12,000
2	焚烧处理成套设备	垃圾焚烧炉、除尘器、筛分设备、储仓、储罐、破碎设备、输送设备	6,000
二、城市污泥处理设备			
1	污泥堆肥处理设备	翻堆设备、干燥机、筛分机、造粒机、输送设备	8,000
2	焚烧处理设备	焚烧炉、干燥机、除尘器、搅拌机、输送设备	4,000
三、危险废弃物焚烧处理设备			
1	焚烧处理设备	回转窑、布袋除尘器、脱水设备、烘干机、引风机	3,000
2	医疗垃圾处理设备	高温高压蒸煮系统、热解炉	2,000
合 计			35,000

数据来源：2008年增发招股意向书

表7：项目损益情况及主要财务评价指标

项目	金额(万元)
产品销售收入	68,260.00
利润总数	12,608.45
所得税	3,152.11
税后利润	9,456.34
财务内部收益率(所得税后)	18.71%
投资回收期(所得税后)	6.69年

数据来源：2008年增发招股意向书

### 3.2、股权激励计划公布

8月9日，公司公布股权激励计划，向公司管理层及业务骨干授予股票期权913.87万份，行权价为22.15元。

表8：股权激励计划部分条款

行权期	行权条件	行权时间	可行权数/获授期权数
第1行权期	以2009年净利润为基数，2010年净利润增长率不低于25%，2010年加权平均净资产收益率不低于13%；	自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	25%
第2行权期	以2009年净利润为基数，2011年净利润增长率不低于60%，2011年加权平均净资产收益率不低于14%；	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	25%
第3行权期	以2009年净利润为基数，2012年净利润增长率不低于120%，2012年加权平均净资产收益率不低于15%；	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	25%
第4行权期	以2009年净利润为基数，2013年净利润增长率不低于200%，2012年加权平均净资产收益率不低于16%	自授权日起48个月后的首个交易日起至授权日起60个月内的最后一个交易日当日止	25%

资料来源：关于股权激励计划公告

我们认为：

- 1) 从前几年年报数据看，公司管理层薪酬不高。此次股权激励计划涵盖了公司管理和业务骨干，范围较高，授予的期权数量较大，对于管理层的激励作用将较为明显。

2) 激励计划的行权条件较高，反映出股东和管理层对公司未来发展的信心。若四个行权要求全部达到，则2010-2013年净利复合增长率达32%。

### 3.3、大股东固废运营资产注入预期

大股东桑德环保集团现有的固废运营项目包括阿苏卫综合利用，湖北、甘肃、吉林工业危废处理等几个项目。根据公司与桑德环保集团和桑德国际签署的《战略发展备忘录》，未来 2-3 年条件成熟的情况下，存在资产注入的可能。目前来看，北京阿苏卫生活垃圾综合处理厂注入的可能性最大。

北京阿苏卫生活垃圾综合处理厂位于北京市昌平区小汤山镇，占地面积 67,000 平方米，投资总额 2.72 亿元，日处理能力为 1,600 吨，最大日处理能力为 2,000 吨。该项目建成运行后使北京市生活垃圾综合利用率提高 16%以上，成为世界最大的城市生活垃圾综合处理项目之一。

我们认为，固废运营业务毛利率显著低于设备集成和制造，但固废业务的注入将进一步延伸公司产业链，积累行业经验，也有利于业务拓展。

### 3.4、国际业务是未来可能的增长点

国际业务可能是潜在的业务增长点。我们的判断基于以下几点：

1) 公司管理层对海外市场非常有兴趣。在调研中，公司总经理表示，海外市场非常有潜力，对于发达国家，公司具有成本优势，可以以设备出口为主；对于发展中国家，公司具有技术优势，可以开展技术咨询、设备集成等业务。不同对象采取不同策略。

2) 公司关联方一大股东桑德环保集团控股的桑德国际在国际业务方面已有斩获，对公司将具有示范效应。

2009年7月29日，桑德接到沙特阿拉伯 Jubail 及 Yanbu 电力、水利公共事业公司辖下的 Tareeq Al-Matar 第九污水处理厂的升级改造项目正式中标通知书。合同总金额达 5.6 亿人民币。该合同仅是第九污水处理厂第二阶段即新建污水处理厂，第一阶段和第三阶段相关改造项目的设计工作桑德正在积极谈判之中，三个阶段的合同总额将达到 7 亿人民币。

这是中国环保产业进行市场化改革以来，首个通过市场化竞争取得的国际项目，它标志着中国环保企业已经具备走出国门的实力。

## 第四部分 主要风险

### 4.1、政策风险

公司主要从事水务和固废相关业务，属于环保行业。环保是一种公用事业，具有显著的正外部效用。但环保是需要付出代价的，单纯的依靠市场很难解决环保投入难题，需要政府给予一定的扶持和补贴。因此，环保对政策的依赖性特别强，是政策驱动型行业。

政府目前对环保高度重视，出台一系列的政策支持环保行业的发展。但也存在政府为保经济增长，对环保政策推出迟延、政策落实滞后的可能性。

#### 4.2、项目延后风险

经济危机的影响使得大批项目建设资金不能按时到位，导致项目建设推后；技术路线的争议和市民围堵垃圾处理厂很大程度上放慢了垃圾处理项目推进的步伐；收费机制的不健全影响项目资金到位。

#### 4.3、恶性竞争风险

固废行业产业化程度和市场集中度还非常低，竞争格局尚没有最终确立。但是由于政策驱动下产业发展正在进入发展期，因此会吸引部分从其他行业退出的资本或企业贸然涌入，这些新进入者的技术、品牌、经验的缺乏使得价格竞争成为其主要手段，可能导致固废处置行业短期内出现恶性竞争。

## 第五部分 盈利预测与估值

基本假设：

- 1、 今后三年公司污水处理业务增长 30%、20%、10%增长，供水业务每年 5%增长；
- 2、 今后三年公司固废业务 35%，34%，33%的增长，毛利率稳定在 40%左右；
- 3、 咸宁项目 10 年投产 30%，明年 70%，2012 年完全达产；
- 4、 继续享受高新技术企业所得税 15%待遇。

我们预计，公司 2010、2011、2012 年分别实现每股收益为 0.57 元、0.77 元和 0.95 元。对应的市盈率分别为 42×，31×和 25×。与可比公司 2010 年 37 倍、2011 年 30 倍 PE 的估值相比，公司估值处于中等水平。

我们看好固废行业的发展前景，公司在股权激励后，将更有动力挖掘行业成长的机会，虽然公司在估值上并无优势，但成长性良好，给予推荐评级。

表9：盈利预测表

细分业务	项目	2009	2010E	2011E	2012E
自来水供应	营业收入	65,239,938.01	71,763,931.81	78,940,324.99	86,834,357.49
	YOY	452.18%	10%	10%	10%
	毛利率	37.12%	35%	35%	35%
	毛利	24214151.99	25117376.13	27629113.75	30,392,025.12
污水处理	营业收入	135,025,176.74	168,781,470.93	210,976,838.66	253,172,206.39
	YOY	69.86%	25%	25%	20%

	毛利率	47.07%	48.00%	48.00%	48%
	毛利	63561274.26	81015106.04	101268882.6	121,522,659.07
固废设备集成及安装	营业收入	50,002,270.05	90,004,086.09	135,006,129.14	131,649,547.32
	YOY	-43.35%	80.00%	50%	30%
	毛利率	67%	50%	45%	40%
	毛利	33646959.63	45002043.05	60752758.11	52,659,818.93
固废市政施工	营业收入	425,628,987.90	574599133.7	775708830.4	1,008,421,479.58
	YOY	23.88%	35%	35.00%	30%
	毛利率	35.32%	38%	38%	38%
	毛利	150,325,750.75	218,347,670.79	294,769,355.57	383,200,162.24
固废设备制造	营业收入	0	100,000,000.00	230,000,000.00	340,000,000.00
	YOY		0%	130%	47%
	毛利率		25%	25%	25%
	毛利	0	25,000,000.00	57,500,000.00	85,000,000.00
合计	收入	675,896,372.70	1,005,148,622.49	1,430,632,123.23	1,820,077,590.78
	毛利	271,748,136.63	394,482,196.02	541,920,109.98	672,774,665.36
	主营税金及附加	8,243,100.00	12,258,596.06	17,447,709.64	22,197,310.41
	销售费用	869,230.57	1,292,662.52	1,839,851.82	2,340,694.73
	管理费用	33,081,416.21	49,196,505.97	70,021,587.07	89,082,804.33
	财务费用	36,351,992.75	54,060,292.25	76,944,233.87	97,889,928.19
	利润总额	172,641,972.48	277,674,139.22	375,666,727.58	461,263,927.70
	所得税率	15%	15%	15%	15%
	净利润	145,724,600.00	236,023,018.34	319,316,718.45	392,074,338.55
EPS		0.35	0.57	0.77	0.95

表10：可比公司估值情况

代码	简称	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
		<b>37.63</b>	<b>30.64</b>	<b>25.36</b>	<b>5.25</b>	<b>4.57</b>	<b>3.96</b>	<b>21.70</b>	<b>17.27</b>	<b>13.94</b>
000598.SZ	兴蓉投资	36.28	29.32	25.94	9.34	7.42	6.32	19.67	18.01	15.94
300070.SZ	碧水源	70.54	40.04	24.57	5.72	5.17	4.31	61.42	35.12	20.91
600008.SH	首创股份	26.73	23.44	20.98	2.40	2.26	2.13	11.28	10.01	9.39
600168.SH	武汉控股	39.88	34.76	29.47	2.55	2.42	2.28	22.60	22.11	20.75
600323.SH	南海发展	11.75	25.64	21.69	3.38	3.06	2.84	8.76	10.61	8.95
600461.SH	洪城水业	26.38	21.93	14.71	2.50	2.32	2.15	6.57	6.16	5.82
600874.SH	创业环保	33.31	30.13	35.60	2.87	2.77	2.60	14.63	13.39	11.57
601158.SH	重庆水务	28.47	25.87	22.97	3.33	3.11	2.91	19.72	17.72	15.81

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)