

即将迎来快速发展期的固废处置龙头

——桑德环境(000826)公司投资价值分析

核心观点

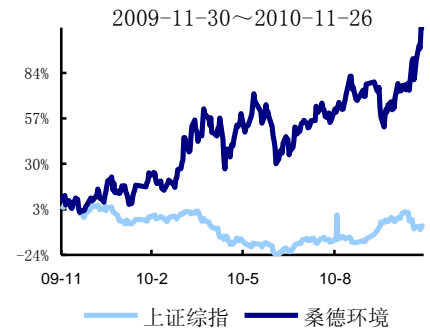
1、公司基本情况。2009年，固废处理工程业务占营业收入的比重为63%，公司基本形成了固废工程系统集成为主，水务业务为辅的业务格局。

2、固废行业迎来快速发展期。中国环保产业在未来较长时间内仍将保持年均15%-20%的增长速度，中国将成为世界最大的环保产业市场之一。“十二五”期间中国环保投资将达3.1万亿元，较“十一五”期间1.54万亿元的投资额大增121%。

3、公司固废业务发展空间巨大。2010年，公司新签订单约4个亿，目前在手订单约为7亿，正在跟踪的意向订单较多。我们预计2010-2013年间，公司固废业务年均增速有望达到30%。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；完全达产后将增厚每股收益0.22元。今年污水处理新增产能约为18.5万吨/日，新增权益产能为13.2万吨/日，增幅达20%；这些污水处理项目今年已经全部投产，预计2011年污水处理收入增长3000万元，增厚EPS0.03元。公司将获得集团公司业务、资本和技术上的强大支持，预计公司固废处理业务“十二五”期间将获得较大发展。

4、盈利预测和投资评级。长期来看，公司靠着集团公司的资本和技术支持，将逐步发力固废处理BOT和运营管理业务，并且逐步拓展污泥处理、电子垃圾和工业废弃物处理等领域，公司业务预计将随着行业高景气进入高速成长期。预计2010-2012年，公司营业收入8.92、11.98、15.10亿元，分别同比增长30%、34%、26%，每股收益分别为0.51、0.72、0.93元，对应市盈率分别为59、41、32倍，估值水平中等，但公司成长性可能会超越市场预期，仍然给予“推荐-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	41335.61
流通A股(万股)	23284.28
52周内股价区间(元)	14.05-30.59
总市值(亿元)	122.93
总资产(亿元)	26.44
每股净资产(元)	2.62
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	684.46	892.00	1198.00	1510.00
同比增速(%)	30.83%	30.32%	34.30%	26.04%
净利润(百万)	145.72	209.61	296.26	386.11
同比增速(%)	30.91%	43.84%	41.34%	30.33%
EPS(元)	0.353	0.507	0.717	0.934
P/E	84.36	58.65	41.49	31.84

研究员：巩俊杰

电话：010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号：S0940208040096

联系人：鲁儒敏

电话：010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

一、	公司概况	4
二、	公司现有业务发展情况	5
1、	固废处置工程系统集成为主，水务运营为辅	5
2、	固废处置业务发展迅速	5
3、	水务运营业务稳中有升	6
三、	固废处理行业迎来快速发展期	6
1、	“十二五”期间环保投资力度加大	6
2、	固废处理收费力度加大，利好固废处理行业	7
3、	垃圾处理主要技术路线比较	7
4、	固废处理产业链分析和行业内主要公司	8
四、	公司未来发展空间广阔	8
1、	公司固废处理业务技术全面，发展空间广阔	8
2、	咸宁设备基地开始投入运营，提升公司固废业务竞争力	9
3、	水务运营业务仍有一定增长空间	10
4、	集团公司提供强大支持	11
5、	股权激励有利于公司稳定增长	11
五、	盈利预测和投资评级	11

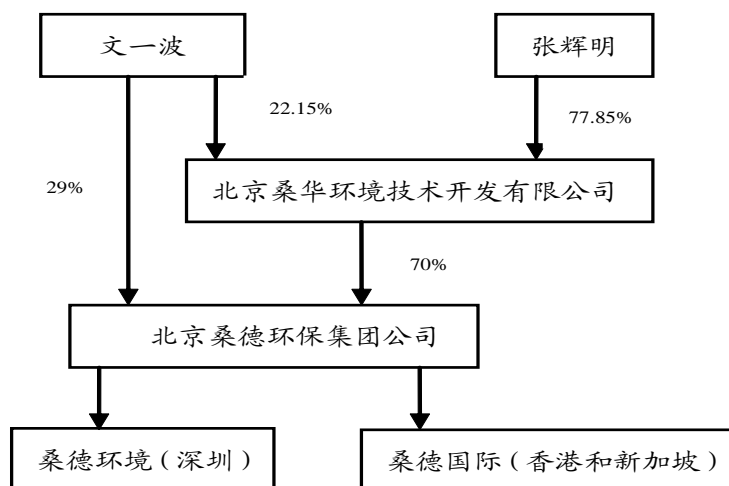
图表目录

图表 1: 桑德环境股权结构图	4
图表 2: 《战略发展备忘录》签署之后各自的业务分工	4
图表 3: 2007-2009 年公司主营业务收入构成	5
图表 4: 2009 年公司主营业务收入占比	5
图表 5: 公司部分固废处理项目	5
图表 6: 公司水务项目	6
图表 7: 垃圾处理主要工艺	7
图表 8: 固废处理主要环节和行业内主要公司	8
图表 9: 公司募集资金投资项目固废处理设备产品类型	9
图表 10: 公司募集资金投资项目盈利预测表	10
图表 11: 桑德环境盈利预测表	11

一、公司概况

桑德环境资源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 年桑德环保集团对国投原宜进行了资产重组，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，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，公司形成了固废业务为主，水务业务为辅的格局。

图表 1: 桑德环境股权结构图



数据来源：公司公告、国都证券

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)；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，2010 年 9 月 24 日，桑德国际以介绍形式于香港联交所主板上市，桑德国际主要从事水务工程和运营业务。

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》。由于桑德集团、桑德环境及桑德国际实际控制人均为文一波先生，且均经营环保业务，为避免利益冲突和同业竞争，三方签署了《战略发展备忘录》，明确了各自的业务范围和业务定位。桑德环境将主要专注于经营固废处理业务，水务业务仅限于现有业务所在地项目(即中国湖北省、包头市、南昌市、江苏沭阳县、浙江省桐庐县横村镇)；桑德国际将专注于开发、参与及经营中国境内外的给水及污水处理项目。

图表 2: 《战略发展备忘录》签署之后各自的业务分工

桑德环境	固废处理 EPC、设备制造、施工业务；部分省份水务业务
桑德国际	水务 EPC、运营
桑德集团	清洁能源、资本运作、战略管理

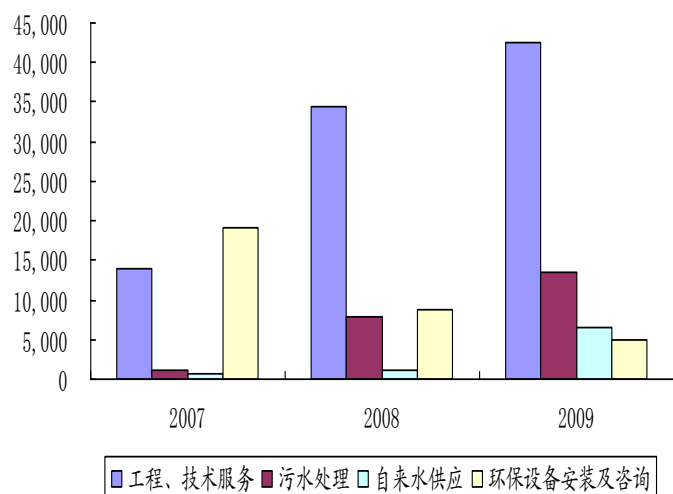
数据来源：公司公告、国都证券

二、公司现有业务发展情况

1、固废处置工程系统集成为主，水务运营为辅

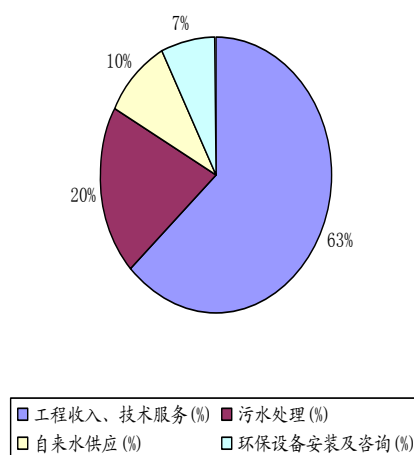
公司主营业务是固废处置工程系统集成和特定地区市政供水、污水处理项目的投资及运营服务。公司各项业务均出现了大幅增长；2007-2009年，固废处置工程系统集成收入从1.4亿元增长至4.3亿元；污水处理业务收入从1150万元增长至1.35亿元，自来水供应业务收入从740万元增长至6524万元；2009年，固废处理工程业务占营业收入的比重为63%，公司基本形成了固废工程系统集成为主，水务业务为辅的业务格局。

图表 3：2007-2009 年公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告、国都证券

图表 4：2009 年公司主营业务收入占比



数据来源：公司公告、国都证券

2、固废处置业务发展迅速

2003年，公司借壳国投原宜上市，上市之初，公司主营业务是水务运营，从2004年开始，公司战略转向固废处理业务，先后完成了11个大型项目。

图表 5：公司部分固废处理项目

城市生活垃圾处理工程	垃圾处理规模
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	2000 吨/天
上海青浦生活垃圾综合处理工程	1000 吨/天
大庆市生活垃圾综合处理工程	1000 吨/天
山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	600 吨/天
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	800 吨/天
工业及医疗废弃物处置工程	
湖北省工业及医疗危险废物集中处置工程	2.6 万吨/年
吉林省工业及医疗危险废物集中处置工程	3.6 万吨/年
甘肃省工业及医疗危险废物集中处置工程	2.6 万吨/年
内蒙东部地区工业及医疗危险废物集中处置工程	2.1 万吨/年
安徽淮南医疗废物处置工程	1825 吨/年
清洁能源处置工程	
新疆乌鲁木齐大浦沟生活垃圾填埋气发电工程	1000 千瓦/天

数据来源：公司公告、国都证券

3、水务运营业务稳中有升

公司现有自来水运营项目分布在湖北、江苏、浙江等地，合计处理能力约为 50.3 万吨/天，权益处理能力为 36 万吨/日，暂时没有新增项目；污水处理项目湖北、内蒙、江西等地，总处理能力约为 78.5 万吨/日，权益处理能力约为 66 万吨/日；污水处理新增产能约为 18.5 万吨/日，这些污水处理项目今年已经全部投产。

图表 6：公司水务项目

自来水项目	权益比例	项目规模（万吨/天）
湖北宜昌城区供水项目	70%	44
江苏沭阳沐源自来水项目	80%	5
浙江桐庐横村自来水项目	92%	1.3
合计		50.3
污水处理项目		
江西南昌象湖污水处理项目	91%	20
内蒙包头鹿城污水处理项目	90%	10 污水、5.5 中水
湖北荆门夏家湾污水处理项目	95%	10
湖北襄樊观音阁污水处理项目	80%	10
湖北咸宁温泉污水处理项目	85%	3
湖北宜昌三峡水务	70%	20
合计		78.5
污水在建项目		
湖北大冶污水处理项目	80%	3
湖北嘉鱼污水处理项目	80%	4
湖北荆州污水处理项目	60%	8
湖北枝江污水处理项目	80%	3.5
合计		18.5

数据来源：公司公告、国都证券

三、 固废处理行业迎来快速发展期

1、“十二五”期间环保投资力度加大

目前我国垃圾处理基础设施严重不足，“垃圾围城”日益严峻，城市垃圾造成水体、土壤、大气的污染和疾病的传播，已成为一个污染环境、困扰人类的社会问题。固体废弃物是浓缩态最高的污染物，但由于固废污染特征的迟缓性和曲折性，固废处理产业发展迟于水污染和空气污染治理 3-5 年。未来 2-3 年垃圾处理产业将进入建设高峰期，生活垃圾收费政策将逐步落实，征收方式类似生活污水处理费，垃圾处理将迎来快速增长期。

中国环保产业在未来 15-20 年仍将保持年均 15%-20% 的增长速度，中国将成为世界最大的环保产业市场之一。中国目前整治环境污染的力度超过历史上的任何时期。“十一五”期间，国家在环保领域的投入将达到 15000 多亿元，约占 GDP 的 1.5%。在未来 15—20 年将保持高速发展，环保的投入将达到 GDP 的 2%-3%。据初步预测，“十二五”期间我国环保投资将超过 3 万亿元，预计“十二五”期间可实现产值约为 4.9 万亿元；

节能环保产业已经作为七大战略性新兴产业之首列入政府规划。

2、固废处理收费力度加大，利好固废处理行业

早在 2002 年，国家计委等四部委就联合发文《关于实行城市生活垃圾处理收费制度，促进垃圾处理产业化的通知》，要求推进城市生活垃圾处理收费。参照国家发改委和建设部的相关政策意见，生活垃圾捆绑水费已在南京、武汉、长沙等大城市按 5-10 元/月户试点征收，但在实际执行过程中出现了征收难、征收不到位的情况，很多城市还没有找到有效的收费方式，使多数城市的收缴率在 50% 以下。政府为了推进生活垃圾处理，开始垃圾收费试点，开展了与自来水费捆绑进行收取的尝试，未来在全国得到拓展，将成为垃圾处理产业化、市场化最重大的推动力量之一。根据目前国家对环境治理的决心及社会关注度来看，未来 5 年内，为促进垃圾处理产业发展，垃圾处理费的全面开征与上调将成趋势。

3、垃圾处理主要技术路线比较

目前国内外广泛采用的城市生活垃圾处理方式主要有卫生填埋、高温堆肥和焚烧等，由于城市垃圾成份复杂，并受经济发展水平、能够结构、自然条件及传统习惯等因素的影响，所以国外对城市垃圾的处理一般是随国情而不同，往往一个国家中各地区也采用不同的处理方式，很难有统一的模式，但最终都是以无害化、资源化、减量化为处理目标。发达国家由于土地资源日益紧张，焚烧处理比例逐渐增多；填埋法作为垃圾的最终处置手段一直占有较大比例；发展中国家大多数以堆肥和填埋为主。

2009 年，我国总的垃圾处理量为 1.19 亿吨，其中填埋占 80%，焚烧 20%，堆肥 2%。目前，公众处于对二恶英的抵制，普遍反对垃圾焚烧发电项目，我们认为如果进一步加大投入，提高监管力度，将能够把二恶英控制在合理范围内，对垃圾焚烧发电项目采取绝对的抵制态度是值得商榷的。中国应该采取多样化的垃圾处理方式，东南部地区经济发达、土地资源有限，适合采用焚烧技术；中西部地区购买力有限，土地资源相对比较广阔，适合采用综合处理和卫生填埋技术方案。

图表 7：垃圾处理主要工艺

内容	卫生填埋	焚烧	堆肥
操作安全性	较好，注意防火	好	好
技术可靠性	可靠	可靠	可靠，国内有相当经验
占地	大	小	中等
选址	较困难，要考虑地形、地质条件，防止地表水、地下水污染，一般远离市区，运输距离较远。	易，可靠近市区建设，运输距离较近	较易，仅需避开居民密集区，气味影响半径小于 200m，运输距离适中。
适用条件	无机物>60%，含水量<30%，密度>0.5t/d	垃圾低位热值>3300kJ/kg 时不需添加辅助燃料。	从无害化角度，垃圾中可生物降解有机物≥10%，从肥效出发应>40%。
最终处置	无	仅残渣需作填埋处理，为初始量 10%。	非堆肥物需作填埋处理，为初始量 20-25%。
产品市场	可回收沼气发电。	能产生热能、电能。	建立稳定堆肥市场较困难。

建设投资	较低	较高	适中
资源回收	无现场分选回收实例，但有潜在可能。	前处理工序可回收部分原料，但取决于垃圾中可利用物的比例。	同左
地表水污染	有可能，但可采取措施减少可能性。	在处理厂区无，在炉灰填埋时，其对地表水污染的可能性比填埋小。	在非堆肥物填埋时与卫生填埋相仿。
地下水污染	有可能，虽可采取防渗措施，但仍然可能发生渗漏。	灰渣中没有有机质等污染物，仅需填埋时采取固化等措施可防止污染。	重金属等可能随堆肥制品污染地下水。
大气污染	有，但可用覆盖压实等措施控制。	可以控制，但二恶英等微量剧毒物需采取措施控制。	有轻微气味，污染指标可能性不大。
土壤污染	限于填埋场区。	无	需控制堆肥制品中重金属含量。

数据来源：公司公告、国都证券

4、固废处理产业链分析和行业内主要公司

按照固体废物的种类，固废处理行业可划分为城市垃圾处理、工业固体废物和危险废物处理 3 个方面。城市生活垃圾包括收集中转运输和处理处置等环节，其中垃圾的收集一般由政府的环卫部门运营，中转运输和处置环节则可以交由企业进行市场化运作等。从投资的角度分析，城市垃圾处理包括项目投资、工程设计和系统集成、项目运营等环节。目前国内采用较多的投融资方式是，在政府引导下，以合同和特许经营等为主要管理手段，实现垃圾处理设施投资主体多元化、运营主体企业化、运行管理市场化，除了 BOT(建设-经营-转让)、TOT(移交—经营—移交)模式外，PPP(公私合营)、DBO(设计—建设—运营)等新的商业模式正在一些二三线城市悄然兴起。

图表 8：固废处理主要环节和行业内主要公司

业务类型	公司
工程设计和建设	桑德环境、金州环境、上海美商、伟明集团、威立雅、上海环境集团、北京中科通用能源环保有限公司
项目运营	城投控股、光大国际、泰达股份、深圳能源、威立雅、金州环境
设备生产	华光股份、盛运股份、北京机电院高新技术公司、福建省丰泉环保集团有限公司、百玛士环保科技控股有限公司

数据来源：公司公告、国都证券

四、公司未来发展空间广阔

1、公司固废处理业务技术全面，发展空间广阔

从行业来看，环保部中国环境规划院预测，“十二五”期间我国环保产业投资规模达到 3.1 万亿元，其中固废处理行业达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番，在 2020 年之前，固废方面投资年均复合增长率有望保持在 18%以上。据专家预测，2015 和

2020 年我国城市垃圾年产量将达 1.79 亿吨和 2.1 亿吨左右。这意味着垃圾处理业拥有极其庞大的市场。仅以北京市为例,2015 年前全市将新建改建垃圾处理设施 40 余座,项目直接投资约 100 亿元,届时,全市生活垃圾焚烧日处理能力将达到 1.1 万吨。

桑德环境固废业务包括生活垃圾综合利用、卫生填埋、焚烧发电、工业危废、医疗废物、电力垃圾、污泥处理等固体废物处理子行业,并且已经完成了 11 个大型项目,是国内固废处理系统集成领域技术最全面、经验最丰富的公司之一。

(1) 生活垃圾综合利用:是指对垃圾采取不同的处理工艺,可能是堆肥和填埋的结合,也可能是焚烧和填埋的结合等等。公司阿苏卫项目是北京 2008 年奥运会重点配套项目,处理规模 2000 吨/天,是目前世界上规模最大的城市生活垃圾综合处理厂之一,采取的工艺是分选、堆肥和填埋;上海青浦生活垃圾项目也采用了分选、堆肥和填埋的综合利用技术。

(2) 垃圾焚烧发电:公司在山东德州的垃圾焚烧发电项目投资额为 2.5 亿元、处理规模为 600 吨/天,有望获得更多项目;

(3) 卫生填埋:公司在内蒙通辽、安徽淮南、亳州等地采用了卫生填埋工艺,预计卫生填埋会更多地朝生活垃圾综合利用靠拢。

(4) 工业危废处理:公司在该领域较有优势,预期将成为未来公司的主要增长点之一。

(5) 其他:污泥处理业务有望成为环保领域发展最快的环保业务,公司有望在污泥处理业务上取得较快发展;医疗废弃物处理也有望取得较快进展。

2010 年,公司新签订单约 4 个亿,目前在手订单约为 7 亿,正在跟踪的意向订单较多。我们预计 2010-2013 年间,公司固废业务年均增速有望达到 30%。

“十二五”期间,我国需要建设的固废处理工程项目为 600-700 个,目前完成的为 40 个左右,在建的项目约为 70 个。建设一个处理能力为 800 吨/天的垃圾焚烧发电项目投资额约为 4 亿元,处理能力为 1000 吨/天的综合处理项目投资额约为 2.5 亿,平均按照单个项目 2.5 亿元保守计算,年均新增 100 个项目,固废处理投资每年投资额约为 250 亿元,假定桑德环境取得 4%的市场份额,则每年可获得订单 10 亿元;桑德环境作为行业龙头和品牌企业,有望获得更大市场份额。

2、咸宁设备基地开始投入运营,提升公司固废业务竞争力

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。该项目建成后年产各类环保设备 162 台套环保设备,正常年份可实现销售收入 68,260 万元、税后利润总额 9456 万元。根据我们调研的了解,目前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,完全达产后将增厚每股收益 0.22 元。公司自产设备将对公司承揽 EPC 项目产生良好的促进作用,工程业务和设备销售业务将能够互相促进。

图表 9: 公司募集资金投资项目固废处理设备产品类型

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		
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
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		
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
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		
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
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：公司增发招股意向书、国都证券

图表 10：公司募集资金投资项目盈利预测表

项目	金额（万元）
产品销售收入	68260.0
其中：生活垃圾堆肥处理设备	18550.0
生活垃圾焚烧处理设备	14560.0
市政污泥堆肥处理设备	2350.0
市政污泥焚烧处理设备	9800.0
危废、医疗垃圾焚烧处理系统	17400.0
医疗垃圾蒸煮处理系统	5600.0
产品增值税	4572.3
城市建设维护税	320.1
教育费附加	137.2
销售税金及附加（产品增值税+城市建设维护税+教育费附加）	5029.5
利润总额	12608.5
所得税	3152.1
税后利润	9456.3

数据来源：公司公告、国都证券

3、水务运营业务仍有一定增长空间

今年污水处理新增产能约为 18.5 万吨/日，新增权益产能为 13.2 万吨/日，增幅达 20%；这些污水处理项目今年已经全部投产，预计 2011 年污水处理收入增长 3000 万

元,增厚 EPS0.03 元。公司水务业务将继续在现有业务所在省份各城市和乡镇深耕细作,挖掘更多项目,并将保持一定的增长。

4、集团公司提供强大支持

桑德环保集团为大型综合性环保集团,业务范围包括市政给水、市政污水处理、工业给水与废水处理、城市垃圾处理、工业固体废弃物处理等环境领域业务,下辖桑德环境及其联属企业桑德国际等企业,在全国投资建设的自来水厂(公司)、污水厂、城市生活垃圾处理厂、工业废弃物处理厂近 60 个,承担系统集成建设的各类环境治理工程已超过 600 个,集团公司集投资、设计、建设、运营于一体,拥有强大的技术实力,畅通的国际资本平台和丰富的项目管理及实施能力。2010 年 1 月,中国银行湖北省分行与桑德集团在签署战略合作协议,桑德集团获得 50 亿人民币综合授信,这是迄今为止国有商业银行对民营环保企业发放的数额最大的一笔授信。桑德国际有限公司以介绍上市形式于香港联交所主板上市,这将为公司再融资提供便利。桑德环境将逐步优化业务结构,加大 BOT 业务力度,未来 EPC 业务(总承包)、BOT(建设-运营-移交)业务、O&M 业务(运营管理)及设备制造及营销业务占比将分别为 40%、30%、20%及 10%,而目前 EPC 业务占比超过一半。桑德环境将获得集团公司业务、资本和技术上的强大支持,预计公司固废处理业务“十二五”期间将获得较大发展。

5、股权激励有利于公司稳定增长

2010 年 8 月,公司提出进行股权激励草案,计划推出股票期权总计 913,87 万份,占现有股本的 2.21%,授予对象为胡新灵总经理等 7 位公司高管及其他 36 位核心业务骨干,其中预留 90 万份。行权价格为 22.15 元,行权有效期为自授权日起 6 年,等待期 1 年。共分四个行权期,每次可行权数量占比均为 25%。行权价格为 22.15 元,处于历史高位,有利于保护现有股东权益。行权条件要求也较高。根据其考核目标换算,以 2009 年为基数,未来 4 年净利润的复合增长率将不低于 31.6%。同时,此次行权范围也较广,除公司高管外,还包括了总公司各部门领导、各子公司经理及部分业务骨干。较高的行权价格和行权条件,彰显了管理层信心,而广泛的激励范围也有利于调动更大范围管理层的积极性,从而有望进一步提升公司的长期价值。

五、盈利预测和投资评级

2010-2012 年,公司固废处理工程业务将保持快速增长,固废设备生产销售业务规模逐步扩大,污水处理项目投产,以上业务将保障公司的短期业绩增长;长期来看,公司靠着集团公司的资本和技术支持,将逐步发力固废处理 BOT 和运营管理业务,并且逐步拓展污泥处理、电子垃圾和工业废弃物处理等领域,公司业务预计将随着行业高景气进入高速成长期。预计 2010-2012 年,公司营业收入 8.92、11.98、15.10 亿元,分别同比增长 30%、34%、26%,每股收益分别为 0.51、0.72、0.93 元,对应市盈率分别为 59、41、32 倍,估值水平中等,但公司成长性可能会超越市场预期,仍然给予“推荐-A”的投资评级。

图表 11: 桑德环境盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	350.2	523.2	684.5	892.0	1198.0	1510.0
减:营业成本	196.6	309.5	405.0	526.0	707.0	880.0

营业税金及附加	5.8	7.8	8.2	10.7	14.4	18.2
营业费用	7.7	7.2	8.7	11.3	15.2	19.2
管理费用	14.6	22.2	33.1	39.4	52.9	66.7
财务费用	12.3	32.8	37.5	35.5	34.3	39.6
资产减值损失	9.1	11.1	19.2	9.0	6.0	7.0
加: 投资收益	6.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	111.0	132.5	172.6	260.0	368.2	479.3
加: 其他非经营损益	1.1	7.2	12.2	4.0	5.0	7.0
利润总额	112.1	139.6	184.8	264.0	373.2	486.3
减: 所得税	27.0	25.5	28.8	39.6	56.0	73.0
净利润	85.1	114.2	156.0	224.4	317.2	413.4
减: 少数股东损益	-1.5	2.9	10.3	14.8	20.9	27.3
归属母公司股东净利润	86.6	111.3	145.7	209.6	296.3	386.1
每股收益 (EPS)	0.21	0.27	0.35	0.51	0.72	0.93
市盈率 (P/E)	142	110	84	59	41	32

数据来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com