

焚烧项目又一斩获，产业链延伸至投资领域

桑德环境
000826

事件

重庆市南川区人民政府与桑德环境于 2010 年 12 月 28 日在重庆市南川区签署了《重庆市南川区生活垃圾处理特许经营协议》，重庆市南川区人民政府确定桑德环境为南川区生活垃圾处理项目的投资、建设及经营主体，授予桑德环境在南川区成立的项目公司具体从事生活垃圾处理相关特许经营许可。

评述

公司最近公布的相关订单较多，固废订单进入高峰期，复合我们 11 月初的报告观点：**静待固废建设的高峰到来。**

按公告内容，南川区的项目以焚烧为主，是公司成功实施综合处理技术路线的项目后，**在焚烧领域的又一个开拓。**使公司成为在综合处理、焚烧等多种固废处理技术路线齐头并进的固废处理龙头企业。（公司上一个焚烧项目为山东德州绿能垃圾焚烧项目，600T）

公司成功进入投资领域。上述两个项目都以公司或集团投资为主，公司成功进行产业链延伸，进入固废投资领域。随公司投资项目的增多，预期公司有通过二级市场化融资的需求。

附表 公司业绩预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（亿元）	6.8	9.6	13.7	19.2
营业收入增长率（%）	30.8%	40.0%	43.0%	40.0%
净利润（亿元）	1.5	2.0	3.0	4.2
净利润增长率（%）	30.9%	40.6%	46.7%	39.8%

维持 买入

分析师：吴文剑

投资咨询执业证书编号：

S0630210070003

021-50586660

wwz@longone.com.cn

联系人：陈俊鹏

021-50586660-8620

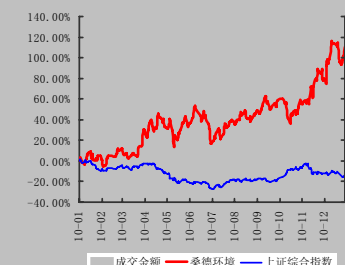
cjp@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 12 月 31 日

调研：无

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.55	0.85	1.25	1.58
PE	0.35	0.50	0.73	1.02
PB	5.9	8.1	6.5	5.2

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

100906	深度报告	首次增持
101105	案头简评	增持
101223	策略报告	首次买入

一、重庆南川区项目业绩贡献预测

按公司公告，项目明细如下：

内容		备注
投资	4.4 亿	分 2 期，总 1000T/d(垃圾保底量为 800t/d)，第一期为 500 T/d(垃圾保底量为 400t/d)
开工时间	预计于 2011 年下半年正式开工建设	
建设工期	一期工程的建设期约为二年半	
预计竣工时间	2013 年底，2014 年开始全年贡献业绩	
内部投资收益率	不低于 8%	由区财政直接支付垃圾处理补贴费用
项目运营方式	B00	[B00]即 Building(建设)-Owning(拥有)-Operation(运营)
预计业绩贡献	2014 不低于 1800 万 2015 不低于 1800 万	按目前 09 年业绩基数 1.46 亿，增长率 12%。
建设用地	第一期 52 亩 第二期 200 亩	政府无偿划拨土地，同时负责项目建设用地的“三通一平”
垃圾处理费调整	按重庆市统计局编制的《重庆统计年鉴》中公布的居民消费价格指数变动幅度超 年 CPI 超过 4%，运营成本变化幅度超 10%，利率变过 4%或项目公司运营成本变化幅度超过 化幅度超过 5%，触发调价。 10%或贷款利率变化幅度超过 5%。	

按公司公告，当其中一期工程日平均处理生活垃圾 500 吨（垃圾保底量为 400t/d），当南川区生活垃圾产生量大于本项目处理能力时，桑德环境将对本项目进行扩建，以满足南川区生活垃圾处理的需要。我们对重庆南川区生活垃圾量做如下测算。

（摘自重庆市政府网站公告）南川地处四川盆地东南边缘与云贵高原过渡地带，幅员 2602 平方公里。春秋时为巴国属地，公元 637 年设县制，1994 年 4 月撤县设市，2006 年 10 月撤市设区。辖 3 个街道、31 个乡镇，人口 65 万。按重庆市发展两型社会以及两江新区的规划，未来十年，主城区人口增长为 15%，南川区属于主城区外，我们按两种情景假设人口增长速度，垃圾收集率按 70%，垃圾产生量按 1 公斤/天计算。

年份	垃圾总量(万公斤/天)	未来人口数量(万人)	人口基数(万人)	人口增长速度	垃圾收集率	备注
2010	45.5	65	65	5%	70%	
2011	47.8	68.3	65	5%	70%	
2012	50.2	71.7	65	5%	70%	触发建设
2013	52.7	75.2	65	5%	70%	

(假设人口增长速度为 5%)						
年份	垃圾总量(万公 斤/天)	未来人口数量(万 人)	人口基数 (万人)	人口增长速度	垃圾收集率	
2010	45.5	65	65	0	70%	
2011	50.05	71.5	65	10%	70%	触发建设
2012	55.055	78.65	65	10%	70%	
2013	60.5605	86.515	65	10%	70%	
(假设人口增长速度为 10%)						

按照预测，二期项目预计在 2015 年贡献业绩，不考虑调价因素，二期项目的业绩贡献与一期项目相同，不低于 1800 万元。

二、焚烧项目的又一斩获

按 11 月 29 日《东海证券-2010 年固废战略论坛：固废处理行业进入快速发展期》垃圾焚烧将保持较快增长。目前我国已建成的垃圾焚烧发电项目约为 97 个，未来 5 年，将要达到 300 个，按每个项目 3--4 个亿的投资，垃圾焚烧发电项目未来年平均 200—240 亿。垃圾焚烧处理对缓解目前“垃圾围城”的现实问题提供了较快的途径。

我国目前已建的垃圾发电厂主要集中在广东、福建、浙江、上海、江苏、北京等经济发达地区，另外广西、湖南、山西、云南、河北等有少数垃圾发电厂，我们预计大多数中西部地区将以综合处理和焚烧为主要技术方案，随着公司在重庆项目、湖南项目的落地及示范效应，公司在两种技术路线的组合上可以为客户提供更多的选择空间，公司在中西部地区的竞争力得到进一步的加强，我们预期在广大中西部地区会有更多的订单落地。

三、估值与风险提示

我们维持公司业绩预测 2010/11/12 年 EPS 为 0.5 元，0.73 元，1.02 元不变，但我们预计公司业绩超预期的可能性比较大。

随着公司介入投资领域，公司资本支出的增加，加大了公司现金流管理的风险。

附：BOT、BOO 的相同点与不同点

BOT 即建设—经营—移交，在标准的 BOT 方式中，私人财团或国外财团自己融资来设计、建设基础设施项目。项目开发商根据事先约定，经营一段时间以收回投资。经营期满，项目所有权或经营权将被转让给东道国政府。

B00 即建设—拥有一经营，承包商根据政府赋予的特许权，建设并经营某项产业项目，但是并不将此项目基础产业项目移交给公共部门。

	投资	运营环节	所有权	残值	投资回报率
BOT	私人投资	私人投资	政府	政府	略高
B00	私人投资	私人投资	私人投资	私人投资	8-10%

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，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。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所 中国 北京 100089 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F 电话: (8610) 66216231 传真: (8610) 59707100	上海 东海证券研究所 中国 上海 200122 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F 电话: (8621) 50586660 传真: (8621) 50819897
---	--