

固废业务结构仍待优化

桑德环境调研报告

报告关键点:

- 固废业务结构仍待优化
- 水务及设备基地促短期高增长
- 估值较高,已反映短期高增长,中长期成长性较不确定
- 维持“中性-A”评级

报告摘要:

- **固废结构仍待优化:**受制于行业发展结构及公司技术特点,公司固废业务仍以生活垃圾卫生填埋为主,结构有待优化。短期而言,公司的固废业务仍将主要依靠于卫生填埋和工业危废处理,且受西安项目一再拖延影响,我们对于垃圾焚烧短期内实现突破保持谨慎态度。我们预计2010-2012年间,公司固废业务平均的增速将放缓至20%左右。
- **基地即将投产,销售短期承压:**咸宁基地预计在年内投产,然而考虑一方面设备基地毛利率水平不高(以往外包给下家时给予的毛利率仅10-15%),另一方面较多子行业(如堆肥、污泥处理等)市场发展较缓,我们认为短期内基地投产对于业绩的贡献或将低于预期。
- **水务短期保持高增长:**公司现有约21万吨/日的在建污水处理产能,预计都将在2010年内投产,并成为2010-2011年的主要增长点。未来随着湖北省内较发达地区污水处理能力基本饱和,公司将以开发省内中部地区为主,但该地区个体污水处理规模相对较小,约在3-5万吨/日。我们预计2011年之后,公司水务业务增长率将放缓。
- **资产注入仍需等待:**集团所拥有的几个固废处理项目(包括阿苏卫综合利用,湖北、甘肃、吉林工业危废处理等)可能注入桑德环境。然而现有固废处理运营项目盈利能力一般。我们认为在政策没有明朗,并有效提升现有项目盈利能力之前,资产注入可能性不高。
- **政府提高重视,行业渐入佳境:**近期国家相关部门对于固废处理行业表现出了较高重视,并提出了一系列重要意见而随着政府重视程度提高以及垃圾处理费的标准化实施,我们或可以较乐观的期望固废行业在“十二五”实现高速增长。
- **盈利预测:**综合而言,我们认为公司在短期内成长性较确定,预计2010-2011年仍能保持30%以上的净利润增长率。而2012年及之后,一方面水务进入缓慢增长率,另一方面固废业务面临结构调整和行业发展两大不确定性,我们中性预计公司整体利润增速下滑至20%左右。具体而言,预计2010-2012年的EPS分别为0.47、0.68和0.82元。
- **维持“中性-A”评级:**考虑公司2010年估值已高达46倍,已基本反映短期盈利高增长,且中长期成长性有一定不确定性,我们维持“中性-A”评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	523.2	684.5	863.1	1,348.4	1,713.0
Growth(%)	49.4%	30.8%	26.1%	56.2%	27.0%
净利润	111.3	145.7	193.4	279.6	338.0
Growth(%)	28.6%	30.9%	32.7%	44.6%	20.9%
毛利率(%)	40.8%	40.8%	42.2%	38.5%	36.2%
净利润率(%)	21.3%	21.3%	22.4%	20.7%	19.7%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.47	0.68	0.82
每股净资产(元)	2.59	2.87	3.30	3.92	4.58
市盈率	80.6	61.6	46.4	32.1	26.5
市净率	8.4	7.6	6.6	5.5	4.7
净资产收益率(%)	10.6%	13.1%	15.2%	18.5%	19.1%
ROIC(%)	13.4%	12.4%	12.2%	16.7%	15.5%
EV/EBITDA	56.8	46.4	26.2	20.2	17.0
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.8%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格: 22.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 22.00 元

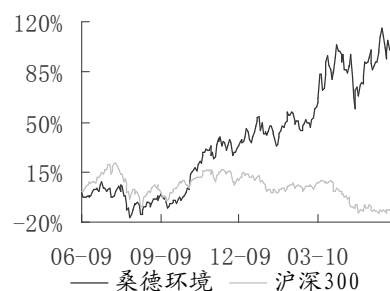
现价: 21.70 元

报告日期: 2010-06-28

市场数据

总市值(百万元)	8,969.83
流通市值(百万元)	5,052.69
总股本(百万股)	413.36
流通股本(百万股)	232.84
12 个月最高/最低	9.35/24.96 元
十大流通股(%)	25.45%
股东户数	19,253

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.16)	37.07	104.18
绝对收益	(4.84)	20.02	91.02

研究员

张龙	首席行业分析师
021-68766113	zhanglong@essence.com.cn
证书编号	S1450209070217
诸勤秒	助理行业分析师
021-68765175	zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

合加资源: 水务业务促业绩增长	2010-04-09
合加资源: 固废主业符合预期	2009-10-28
合加资源: 固废主业增速放缓	2009-08-24

1. 短期保持高增长

1.1. 固废业务结构仍待优化

虽然公司固废业务涵盖了生活垃圾综合利用、卫生填埋、焚烧发电、工业危废、医疗废物、电力垃圾、污泥处理等几乎所有固体废物处理子行业，但受制于行业发展结构及公司技术特点，其业务结构仍以生活垃圾卫生填埋为主，结构有待优化。

(1) 卫生填埋：2008-2009 年，生活垃圾卫生填埋占固废业务的比例均在 50% 左右，成为固废收入增长的最重要贡献力量；

(2) 综合利用：受制于堆肥市场缩小，现仅有大庆项目在做；

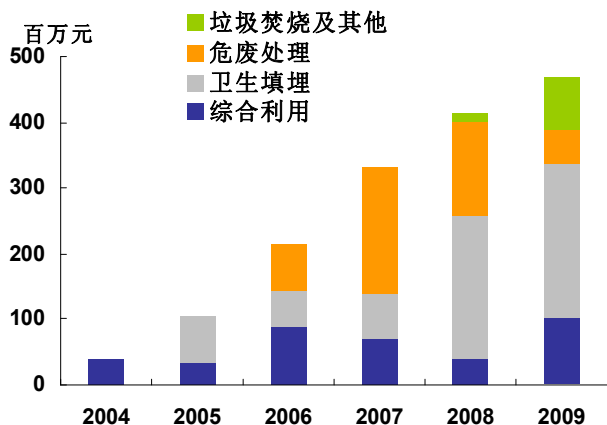
(3) 垃圾焚烧发电：该技术近年来发展迅速，但公司在该领域发展较为不顺。不同于综合利用，公司缺乏在焚烧发电领域的标杆性项目。现仅有小规模德州（500 吨/日）项目在做，而西安项目（2000 吨/日）受选址问题影响，预期将推延至 2011 年。

(4) 工业危废处理：在国家第一批省级危废处理集中招标后，由于试点项目运营效果低于预期，导致了第二批项目推后，现仅有部分省份自行进行试点。不过公司在该领域较有优势，现有两个项目在谈，预期将成为 2010-2011 年的主要增长点之一。

(5) 其他：医疗废物、电力垃圾及污泥处理等仍处于发展初期，市场较小，对公司贡献度很小。

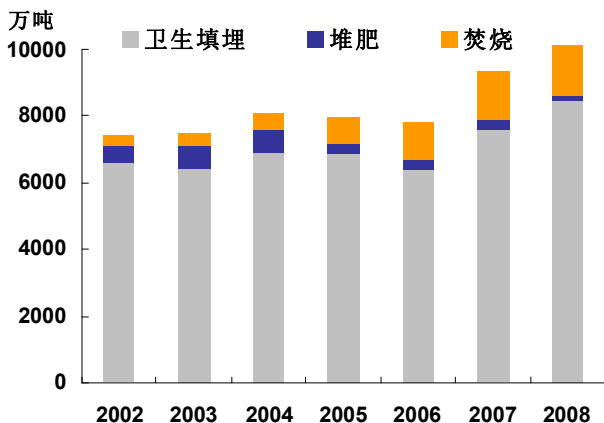
因此短期而言，公司的固废业务仍将主要依靠于卫生填埋和工业危废处理，且受西安项目一再拖延影响，我们对于垃圾焚烧短期内实现突破保持谨慎态度。我们预计 2010-2012 年间，公司固废业务平均的增速将放缓至 20% 左右。其中 2010 年在 15% 左右，2011-2012 年随着西安项目开工，增速上升至 25% 左右。

图 1 公司固废业务结构



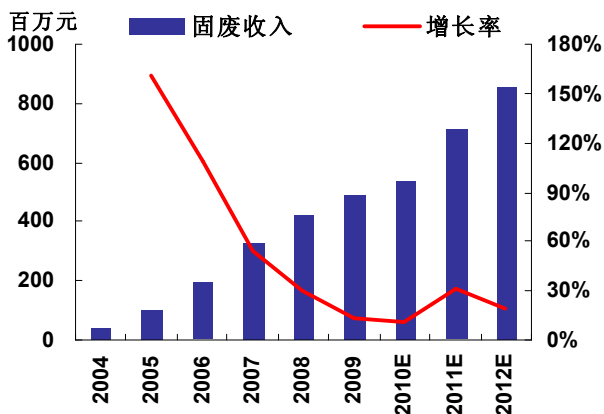
数据来源：安信证券研究中心

图 3 我国生活垃圾无害化处理量结构



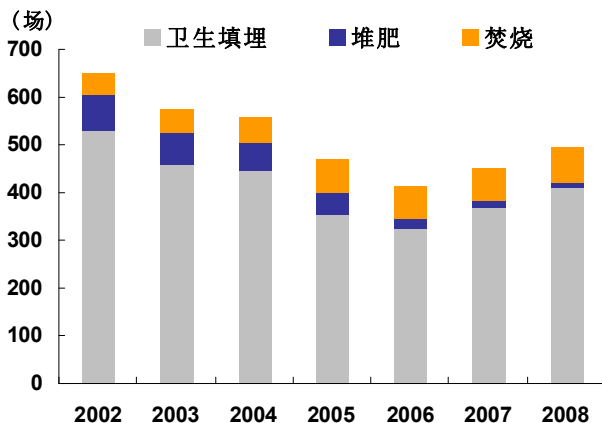
数据来源：统计年鉴

图 2 公司固废收入及增长率



数据来源：安信证券研究中心

图 4 我国城市生活垃圾处理厂



数据来源：统计年鉴

1.2. 基地即将投产，销售短期承压

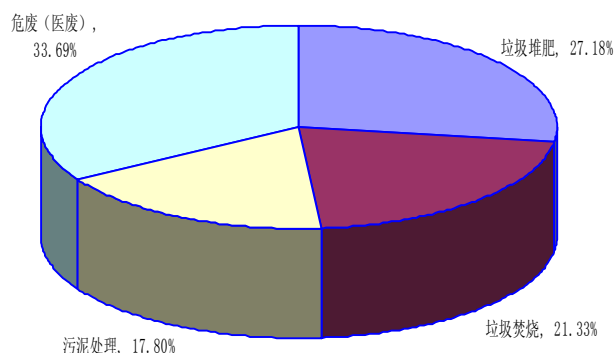
咸宁设备基地土建已完成，预计将在 7、8 月份投产，其后将试生产 3 个月。在试生产期间，预计将能生产部分技术相对成熟的卫生填埋设备用以自身在建项目。而 2011 年及之后，随着调试完毕和市场扩大，设备销售将有望增长较快。

然而，考虑一方面设备基地毛利率水平不高（以往外包给下家时给予的毛利率仅 10-15%），另一方面较多子行业（如堆肥、污泥处理等）市场发展较缓，我们认为短期内基地投产对于业绩的贡献或将低于预期。

我们预计 2010 年基地投产后，以卫生填埋为主的设备自用大约能贡献收入 4500 万元，2011-2012 年随着公司在建工程基本实现内销，外销市场逐步打开，预计收入将达到 2.7 亿和 4.8 亿元。

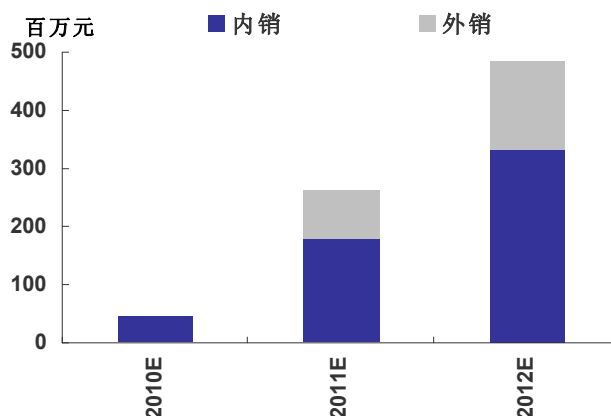
而毛利率方面，自用设备假设为 15%，外销设备 30%，2010-2012 年可贡献的毛利润分别为 650 万、5000 万和 10000 万元。

图 5 咸宁基地公司自测产品销售比例



数据来源：配股说明书

图 6 设备销售预测



数据来源：安信证券研究中心

1.3. 水务短期保持高增长

公司现有约 21 万吨/日的在建污水处理产能，预计都将在 2010 年内投产，并成为 2010-2011 年的主要增长点。

未来随着湖北省内较发达地区污水处理能力基本饱和，公司将以开发省内中部地区为主，但该地区个体污水处理规模相对较小，约在 3-5 万吨/日。我们预计 2011 年之后，公司水务业务增长率将放缓。

表 1 公司水务项目

污水项目	投产时间	产能 (万吨/日)
荆门夏家湾	2003.2	5
荆门二期项目	预计 2010	5
南昌象湖	2008.2	20
包头鹿城	08 年底	10 污水, 5.5 中水
宜昌三峡水务	08 年中	20
嘉鱼嘉清	预计 2010	4
荆州市荆清	预计 2010	4+4
枝江清水务	预计 2010	3.5
湖北大冶清波	预计 2010	3
咸宁水务	2009 年中	3
襄樊汉水	2009 年中	10
自来水供应项目		
浙江富春	2003.12	1.3
江苏沐源	2006.6	5
宜昌自来水托管	2009 年并表	44

数据来源：安信证券研究中心

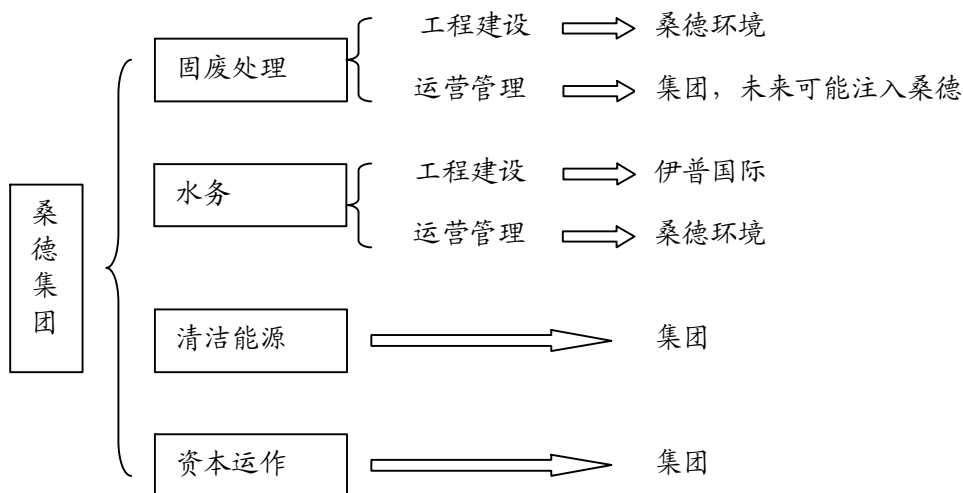
1.4. 资产注入仍需等待

桑德集团拥有桑德环境和伊普国际（新加坡上市）两家上市公司，根据定位，未来固废处理及水务运营都将以桑德环境为中心，而水务工程建设以伊普国际为主，集团主要进行清洁能源投资和资本运作。

因此，未来集团所拥有的几个固废处理项目（包括阿苏卫综合利用，湖北、甘肃、吉林工业危废处理等）可能注入桑德环境。

然而根据了解，在现有补贴政策下，固废处理运营项目盈利能力一般。我们认为在政策没有明朗，并有效提升现有项目盈利能力之前，资产注入可能性不高。

图 7 桑德集团业务定位



数据来源：安信证券研究中心

2. 政府提高重视，行业渐入佳境

近期，国家相关部门对于固废处理行业表现出了较高重视，并提出了一系列重要意见，包括推行垃圾处理收费制度以及 2015 年生活垃圾无害化处理率达到 80% 等。

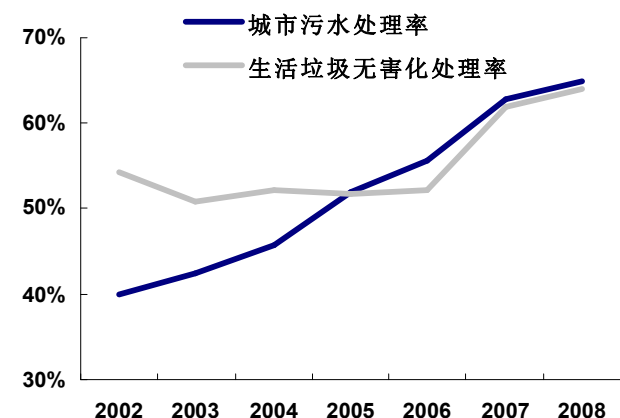
我们认为，从 2002 年市政公用事业行业市场化改革以来，固废处理发展速度远低于污水处理行业，其本质上即来自于收费制度不完善和政府重视程度不足。而随着政府重视程度提高以及垃圾处理费的标准化实施，我们可以较乐观的期望固废行业在“十二五”实现高速增长。

表 2 固废处理行业近期法律法规

相关法律法规	时间	部门	涉及固废相关内容
关于加强垃圾处理和污染综合治理工作的意见	2010 年 6 月	环境保护部、住房城乡建设部、国家发改委	2015 年城市生活垃圾无害化处理率达到 80%； 因地制宜选择垃圾处理方式，鼓励土地资源紧张地区采用清洁焚烧技术； 健全相关法律标准体系；
发改委关于深化经济体制改革工作 12 点意见	2010 年 5 月	国务院、发改委	全面推行垃圾及医疗废物等处理收费制度；

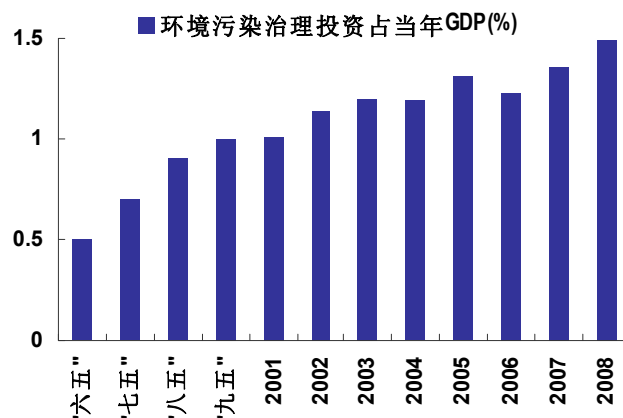
数据来源：安信证券研究中心

图 8 城市污水及生活垃圾处理率



数据来源：统计年鉴

图 9 我国环境污染治理投资占当年 GDP



数据来源：统计年鉴

3. 盈利预测及评级

综合而言，我们认为公司在短期内成长性较确定，预计 2010-2011 年仍能保持 30% 以上的净利润增长率。而 2012 年及之后，一方面水务进入缓慢增长率，另一方面固废业务面临结构调整和行业发展两大不确定性，我们中性预计公司整体利润增速下滑至 20% 左右。

具体而言，预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.47、0.68 和 0.82 元。

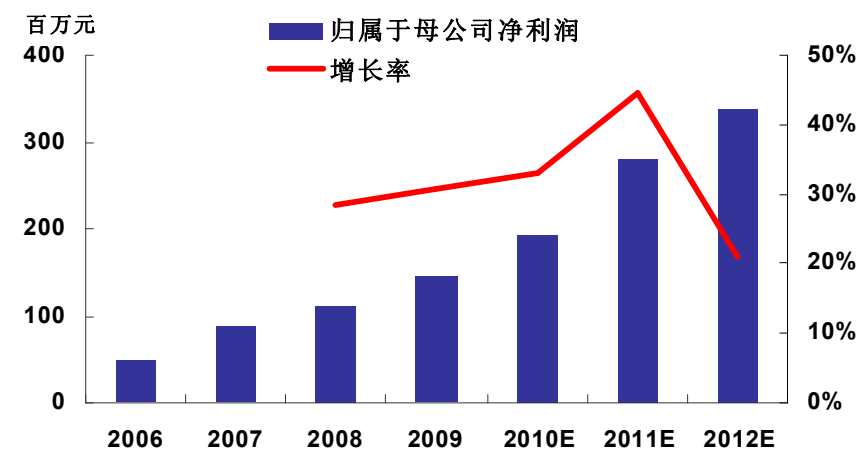
其中 2010 年固废主业增速放缓至 15%，但依靠大量污水处理厂投产，仍能保持全年 30% 左右的净利润增速；

2011 年随着西安项目签订将提高固废主业增速至 30% 左右，同时咸宁设备基地投产开始贡献利润，全年净利润增速将达到 45% 左右；

2012 年中性假设固废业务增长 20%，业绩增长也在 20% 左右。

然而考虑公司 2010 年估值已高达 46 倍，已基本反映短期业绩高增长，且中长期成长性有一定不确定性，我们维持“中性-A”评级。

图 10 公司净利润预测



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	523.2	684.5	863.1	1,348.4	1,713.0	成长性					
减: 营业成本	309.5	405.0	499.3	829.6	1,093.3	营业收入增长率	49.4%	30.8%	26.1%	56.2%	27.0%
营业税费	7.8	8.2	9.8	16.3	21.7	营业利润增长率	19.4%	30.3%	38.2%	45.5%	21.2%
销售费用	7.2	8.7	12.1	27.0	34.3	净利润增长率	28.6%	30.9%	32.7%	44.6%	20.9%
管理费用	22.2	33.1	38.8	53.9	68.5	EBITDA 增长率	23.4%	26.9%	75.3%	33.5%	15.5%
财务费用	32.8	37.5	44.5	51.4	49.4	EBIT 增长率	34.1%	27.1%	34.7%	40.8%	17.9%
资产减值损失	11.1	19.2	20.0	23.0	25.0	NOPLAT 增长率	51.0%	31.6%	26.4%	40.3%	17.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.0%	28.5%	2.7%	27.1%	-1.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	108.1%	10.7%	15.0%	18.6%	16.9%
营业利润	132.5	172.6	238.6	347.3	420.7	利润率					
加: 营业外净收支	7.2	12.2	5.0	5.0	5.0	毛利率	40.8%	40.8%	42.2%	38.5%	36.2%
利润总额	139.6	184.8	243.6	352.3	425.7	营业利润率	25.3%	25.2%	27.6%	25.8%	24.6%
减: 所得税	25.5	28.8	36.5	52.8	63.9	净利率	21.3%	21.3%	22.4%	20.7%	19.7%
净利润	111.3	145.7	193.4	279.6	338.0	EBITDA/营业收入	32.1%	31.2%	43.3%	37.0%	33.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	31.6%	30.7%	32.8%	29.6%	27.4%
货币资金	356.9	192.9	588.9	371.3	543.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	80	21	135	162	127
应收帐款	427.3	550.1	662.1	997.5	1,361.0	流动营业资本周转天数	14	91	70	46	40
应收票据	0.5	0.8	0.7	1.1	1.4	流动资产周转天数	474	485	463	381	369
预付帐款	203.4	107.9	108.4	109.2	110.3	应收帐款周转天数	200	233	231	197	221
存货	3.5	2.7	5.1	8.5	11.2	存货周转天数	2	2	2	2	2
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	1,384	1,349	1,258	966	873
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	913	935	845	623	544
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	13.1%	15.2%	18.5%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	5.9%	6.1%	7.8%	8.1%
固定资产	40.2	40.0	605.4	605.4	605.4	ROIC	13.4%	12.4%	12.2%	16.7%	15.5%
在建工程	250.5	635.4	70.0	175.0	315.0	费用率					
无形资产	1,189.1	1,090.2	1,331.5	1,561.5	1,495.2	销售费用率	1.4%	1.3%	1.4%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	14.2	23.6	16.6	19.0	21.2	管理费用率	4.3%	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%
资产总额	2,485.7	2,643.6	3,388.8	3,848.5	4,463.7	财务费用率	6.3%	5.5%	5.2%	3.8%	2.9%
短期债务	228.0	395.0	395.0	395.0	395.0	三费/营业收入	11.9%	11.6%	11.1%	9.8%	8.9%
应付帐款	387.0	334.9	574.5	636.0	1,085.6	偿债能力					
应付票据	109.8	-	177.8	295.5	389.4	资产负债率	56.9%	55.1%	59.7%	58.2%	58.2%
其他流动负债	40.3	64.2	56.9	56.9	56.9	负债权益比	131.8%	122.7%	148.2%	139.5%	139.0%
长期借款	618.1	613.4	788.8	838.8	688.8	流动比率	1.28	1.07	1.14	1.08	1.07
其他非流动负债	20.8	41.8	41.8	41.8	41.8	速动比率	1.28	1.06	1.14	1.07	1.06
负债总额	1,413.2	1,456.3	2,023.6	2,258.8	2,632.3	利息保障倍数	5.03	5.60	6.36	7.75	9.51
少数股东权益	91.5	103.7	117.3	134.1	154.5	分红指标					
股本	413.4	413.4	413.4	413.4	413.4	DPS(元)	0.03	-	0.05	0.07	0.16
留存收益	567.6	670.1	834.5	1,072.2	1,325.7	分红比率	9.3%	0.0%	10.0%	10.0%	20.0%
股东权益	1,072.5	1,187.2	1,365.2	1,619.7	1,893.5	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	114.2	156.0	207.1	299.4	361.9	EPS(元)	0.27	0.35	0.47	0.68	0.82
加: 折旧和摊销	36.5	53.1	51.2	56.1	95.7	BVPS(元)	2.59	2.87	3.30	3.92	4.58
资产减值准备	11.1	19.2	20.0	23.0	25.0	PE(X)	80.6	61.6	46.4	32.1	26.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	7.6	6.6	5.5	4.7
财务费用	12.3	32.8	37.5	44.5	51.4	P/FCF	-55.1	-67.2	26.1	-44.5	37.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	17.1	13.1	10.4	6.7	5.2
少数股东损益	2.9	10.3	13.7	19.8	23.9	EV/EBITDA	56.8	46.4	26.2	20.2	17.0
营运资金的变动	-138.0	-228.6	305.3	-153.1	181.2	CAGR(%)	37.9%	32.4%	31.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	31.2	20.7	641.8	296.6	737.1	PEG	2.1	1.9	1.5	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-310.2	-505.4	-576.4	-416.3	-150.0	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.0	1.4	1.3
融资活动产生现金流量	559.8	320.6	140.4	-33.0	-294.4	REP	5.3	4.6	4.5	2.7	2.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034