

强烈推荐-A (维持)

桑德环境 000826.SZ

目标估值: 31.5 元

当前股价: 27.31 元

2010 年 11 月 22 日

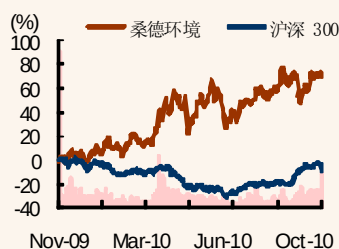
行业腾飞动能充足，价值显现指日可待

基础数据

上证综指	2889
总股本(万股)	41336
已上市流通股(万股)	23284
总市值(亿元)	113
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	57.0%
主要股东	北京桑德环保集团有
主要股东持股比例	44.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	37	84
相对表现	32	22	96



相关报告

- 1、《桑德环境(000826) - 盈利能力稳定，静待行业腾飞》2010/10/29
- 2、《公用事业 2010 年四季度投资策略 - 中国固废处理行业迎来黄金时代》2010/10/8

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

“十二五”期间固废行业将迎来飞跃式发展，年均增长率在 30%以上，公司作为龙头企业也将同步腾飞，将快于行业平均增速，保持 40%左右的增长率，未来估值还有提升空间，维持“强烈推荐”投资评级。

- **固废行业腾飞动能充足，拐点将来临。**“十二五”期间，我国环保投资预计将达到 3.1 万亿，其中固废处理投资有望达到 8000 亿左右，比“十一五”翻两番，占环保投资比重由 15%提升到 25%。投资加大将推动固废处理设施的大规模建设，固废处理行业将进入黄金发展期，年均复合增长率在 30%以上。
- **以水务运营为基础，以固废业务为核心的固废产业领跑者。**公司是目前 A 股市场上唯一一家以固废处置为主业的上市公司。在固废行业大发展的背景下，公司凭借先发优势、综合技术优势和产业链优势，未来有广阔的成长空间。
- **公司盈利能力保持较高水平，净资产收益率稳步提升。**2010 年前三季度，公司业绩仍然保持了较高增速，归属净利润同比增长 34.6%，而其中固废处置业务对收入的贡献率首次上升到了 70%。此外，公司经营毛利率也稳定在较高水平，随着咸宁设备基地的投产，公司固废工程中自产设备率将提高，毛利率水平将再上台阶，盈利能力提升可以期待。
- **固废业务发展将带动公司未来三年高速发展。**受益于固废行业增速的提升及公司固废设备制造产业链的延伸，公司收入将大幅增长。此外，公司水务业务仍有约 20 万吨为在建工程，未来将为公司带来持续稳定现金流。综合各项业务，公司在未来三年预计能保持 40%左右的高增长率，2010 年、2011 年、2012 年实现每股收益分别为 0.48 元、0.70 元、0.96 元。
- **公司估值将再提升，维持“强烈推荐”评级。**2010 年 8 月，公司公告了股权激励草案，行权价格定为 22.14 元，可以看出公司积极快速发展的动能较强。由于公司所处固废行业将进入高速成长时期，未来获得政策支持力度更大，公司估值还有提升趋势，未来股价有上升空间。对于高成长公司，若按 PEG 为 1 来测算，我们可以给予公司 2011 年 45 倍 PE 估值，目标价 31.5 元。
- **风险提示：固废处理行业政策变化风险，固废项目受民众反对风险**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	523	684	856	1340	1828
同比增长	49%	31%	25%	57%	36%
营业利润(百万元)	133	173	238	348	487
同比增长	19%	30%	38%	46%	40%
净利润(百万元)	111	146	200	288	399
同比增长	29%	31%	37%	44%	39%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.48	0.70	0.96
PE	101.4	77.4	56.5	39.2	28.3
PB	11.5	10.4	9.3	8.1	6.8

资料来源：招商证券

正文目录

一、充足动能促发展，行业腾飞正当时.....	4
1、经济增速变化催生固废行业发展拐点.....	4
2、固废产生量逐年增加，处理能力需同步增长.....	5
3、投资加大，政策护航，固废处理行业将步入黄金时代.....	6
二、水务运营业务逐渐淡化，专注固废处理领跑行业发展.....	8
1、固废项目集成建设商，领跑行业发展.....	8
2、水务运营逐渐淡化，稳定发展提供现金流保障.....	11
三、盈利能力保持较高水平，净资产收益率稳步提升.....	12
1、前三季度业绩稳定增长，固废处置收入占比达 70%.....	12
2、毛利率保持较高水平，净资产收益率逐年提高.....	13
四、固废业务发展带动公司未来三年高速增长.....	14
1、固废业务伴随行业黄金时代高速增长.....	14
2、水务业务未来三年稳定发展，增速逐渐放缓.....	14
3、咸宁设备基地今年底投产，明年贡献收入.....	15
4、公司未来三年跟随固废行业保持 40%左右增长率.....	15
五、公司价值分析及风险探讨.....	17
1、伴随行业发展，公司价值将快速显现.....	17
2、风险因素探讨.....	18

图目录

图 1: 美国 GDP 增速与固废行业发展关系.....	4
图 2: 日本 GDP 增速与固废行业发展关系.....	4
图 3: 中国 GDP 增速变化情况.....	5
图 4: 中国城市生活垃圾产生和处理情况.....	5
图 5: 中国工业固体废弃物产生和处理情况.....	6
图 6: 中国工业固废增长与工业增加值增长关系.....	6
图 7: 五年规划中环保投资的增长情况.....	6
图 8: 2001-2008 年环境污染治理投资增长情况.....	6
图 9: 市政公用环保行业一般经营模式.....	8
图 10: 桑德环境固废项目区域分布情况.....	9
图 11: 桑德环境前三季度经营指标同比变动比较.....	12
图 12: 桑德环境主营业务结构变化情况.....	12
图 13: 桑德环境年度收入和利润率指标比较.....	13

图 14: 桑德环境年度资产收益率指标比较.....	13
----------------------------	----

表目录

表 1: 堆肥、焚烧、填埋处理方式对比	10
表 2: 公司水务运营项目情况.....	11
表 3: 公司固废项目收入成本预测	14
表 4: 公司水务业务收入成本预测	15
表 5: 公司咸宁设备基地收入成本预测	15
表 6: 桑德环境盈利预测简表.....	16
附: 财务预测表	19

一、充足动能促发展，行业腾飞正当时

固废处理行业都是随着经济发展和城市化率的提高而快速发展。与美国、日本等发达国家相比，我国固废处理行业仍处在发展的初级阶段。高速的经济增长同时也带来了大量废弃物的堆积，环境压力迫使固废处理的问题必须得到重视。我们认为，伴随相关投资的增长和政策的完善，“十二五”将是固废处理行业黄金时代的起点，固废处理投资相比“十一五”期间预计将翻两番，达到 8000 亿左右。充足的动能将推动固废处理的大发展，促进行业腾飞。

1、经济增速变化催生固废行业发展拐点

在 10 月份的公用事业四季度策略中，我们曾对固废处理行业的发展进行了深度的研究分析，将美国、日本等发达国家固废处理行业的发展历程做了总结，并从中归纳出了固废处理行业发展的浅层及深层驱动因素。

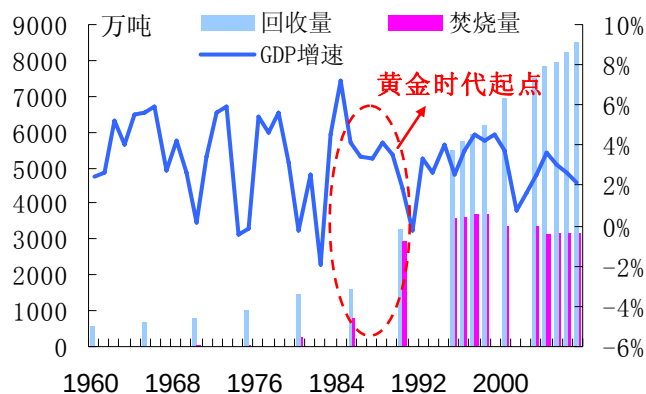
➤ 浅层驱动因素：固废产生量、政策导向。

➤ 深层驱动因素：经济增长和城市化进程。

从美国、日本固废行业的发展历程来看，固废行业快速发展的黄金期往往是出现在经济高速增长之后，经济增速开始有所放缓之时。经济高速增长的时期，也正是固废产生量快速增加的时期，工业固废的产生量与 GDP 增速基本同步，城市生活垃圾的产生量则与城市化进程高度相关。

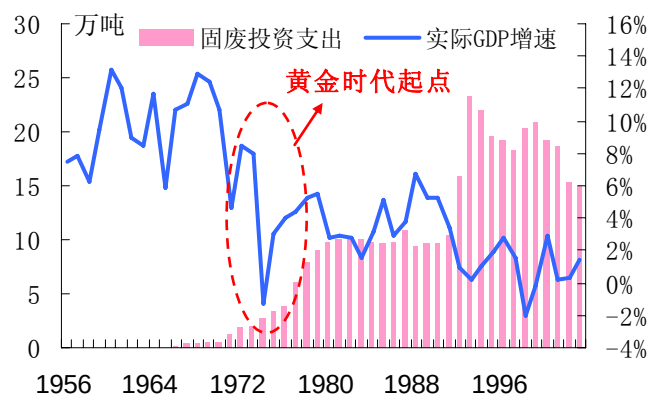
固废行业的黄金期一般滞后于固废产生量的快速增加期（也即经济的高增长期），当固体废弃物堆积达到一定程度，环境压力较大，且经济增长达到一定高度时，政府和社会各界有资源有能力投入到固废治理中，而且政府出于对环境保护的考虑，相关行业政策和法规将会大量出台。多方因素影响之下，固废处理行业得以快速发展。

图1：美国GDP增速与固废行业发展关系



资料来源：美国统计局，招商证券

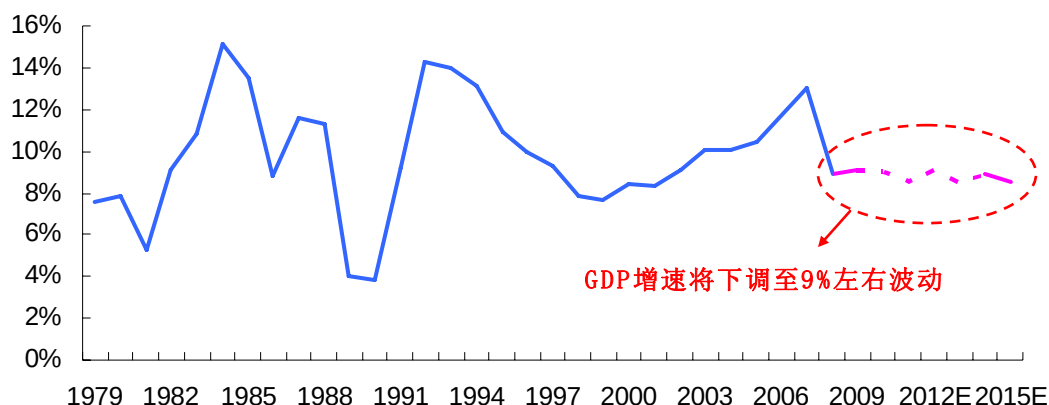
图2：日本GDP增速与固废行业发展关系



资料来源：日本统计局，招商证券

反观中国目前的情况，与美国、日本固废行业出现快速发展拐点时非常类似。从 2003 年到 2007 年五年间，GDP 增速始终保持在 10% 以上，经济高速增长，而且其中主要是由于工业增长所拉动的，带来大量固体废弃物的累积。从近日出台的“十二五”规划建议来看，GDP 增速已经不再作为硬性指标和要求，“十二五”期间，经济增速或将有所放缓。同时，固废处理相关投资还将加大。对照美日情况来看，正是固废行业黄金十年拐点将出现的预兆。

图3：中国GDP增速变化情况



资料来源：国家统计局，招商证券

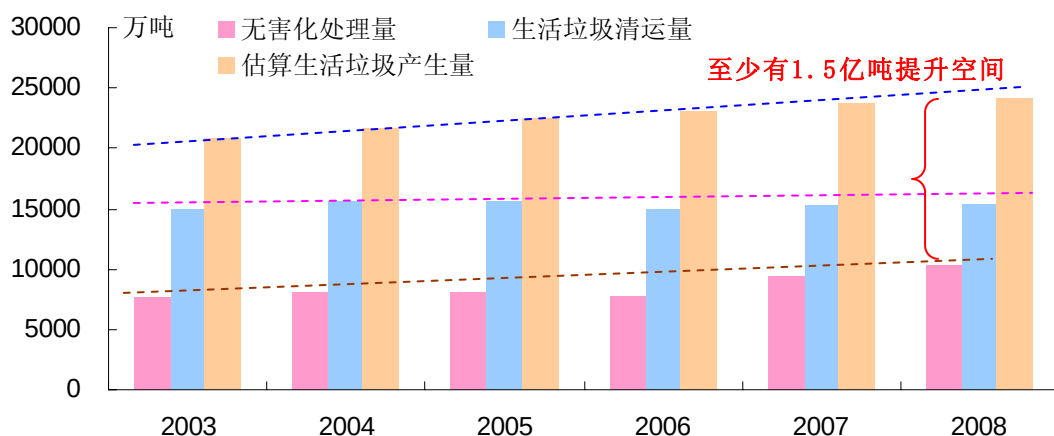
2、固废产生量逐年增加，处理能力需同步增长

伴随经济的高速增长和城市化进程的稳步推进，我国工业固体废弃物和城市生活垃圾在近年来都不断增加，固废处理能力有很大提升空间。

- **城市生活垃圾：**从2003年至2008年，我国城市生活垃圾清运量基本保持在1.5亿吨左右，若按城镇人口计算，人均垃圾清运量仅为0.28吨/年，远低于日本（0.4吨/年）和美国（0.75吨/年）的水平。因此，我们认为，城市生活垃圾清运量和城市生活垃圾的实际产生量之间还存在较大的差距，若按人均0.4吨/年来计算垃圾产生量，我国城市生活垃圾产生量至少在2.5亿吨以上。

此外，我国生活垃圾无害化处理量在近年来虽然稳步上升，但与生活垃圾清运量之间还存在约0.5亿吨的差距，而清运量与垃圾产生量仍有1亿吨的差距，将这两部分空间加总，我国城市生活垃圾无害化处理还有近1.5亿吨提升空间，折算到每日处理能力约为41万吨/日，约为目前日处理能力的1.3倍。我国城市生活垃圾产生量还将按约3%-4%的年增长率增长，加上以往年度积累的垃圾，我们认为，未来五年生活垃圾处理能力还有很大提升空间。

图4：中国城市生活垃圾产生和处理情况

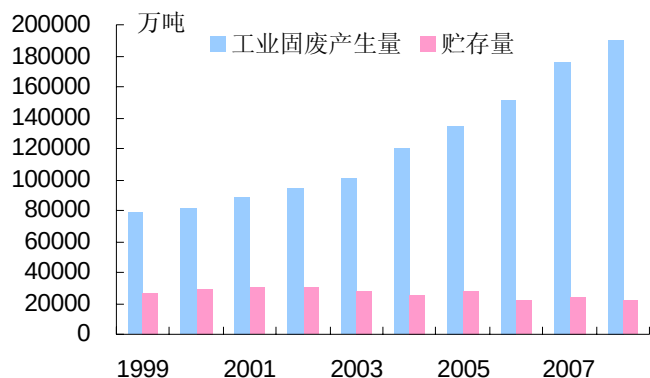


资料来源：国家统计局，招商证券

- **工业固体废弃物：**在我国GDP增速在10%以上的五年间，工业固体废弃物也保持了每年10%以上的高增长率。与此同时，各种工业固废的处置技术也在发展，用

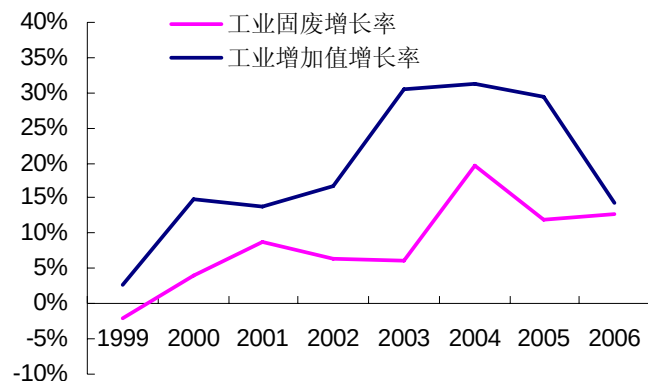
填埋、焚烧等手段处理的工业固废量不断增加，但是工业固废每年未处置的贮存量（将固废暂时贮存或堆存在专门的设施或场所内）仍保持在 2 亿吨以上，工业固废存量压力仍然巨大，需要新增产能消化。我们认为，未来五年，工业固废处理能力将年均增长 10% 左右。

图5：中国工业固体废弃物产生和处理情况



资料来源：国家统计局，招商证券

图6：中国工业固废增长与工业增加值增长关系

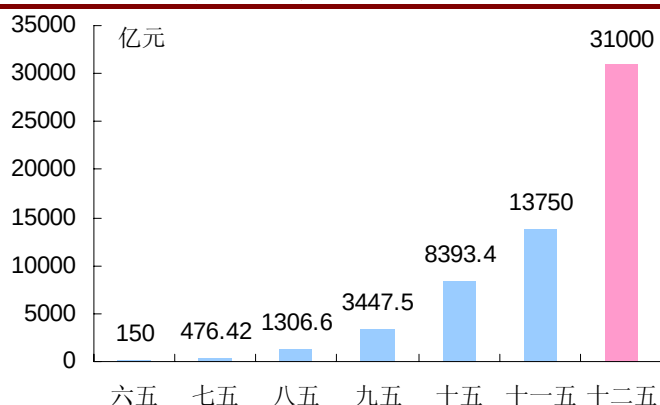


资料来源：国家统计局，招商证券

3、投资加大，政策护航，固废处理行业将步入黄金时代

从“十二五”规划建议来看，环保力度将继续加大，其中特别提到要加快垃圾处理设施的建设。我们认为，与之前污水处理设施的大建设周期类似，垃圾处理设施将在“十二五”期间迎来大建设期，固废处理能力大幅提升，与废弃物产生量之间的差距快速缩小。

图7：五年规划中环保投资的增长情况



资料来源：中国环保部，招商证券

图8：2001-2008年环境污染治理投资增长情况



资料来源：中国环保部，招商证券

“十二五”期间，我国环保投资预计将达到 3.1 万亿，若按 GDP 增速 8% 计算，占比可以达到 1.6% 以上，但与发达国家环保投资占 GDP 比重（3% 左右），还有很大差距。其中，固废处理投资在“十一五”期间约为 2100 亿元左右，在“十二五”期间有望达到 8000 亿元左右，比十一五翻两番，占环保投资比重由 15% 提升到 25%，但也远低于发达国家 50% 的比重。我们认为，十二五期间，是固废处理投资快速增长的开始，年复合增长率达到 30% 以上，投资加大将推动固废处理设施的大规模建设，固废处理行业进入黄金发展期。

参考发达国家发展情况来看，最终，我国环保投资占 GDP 的比重要达到 3% 左右，而固废处理投资占环保投资的比重要达到 50% 左右，若不考虑 GDP 增长，未来十年还有

约 6 倍的成长空间，考虑 GDP 增长则成长空间更加巨大。

对固废行业发展的详细研究，可以参考我们 10 月份的公用事业四季度策略报告。

二、水务运营业务逐渐淡化，专注固废处理领跑行业发展

桑德环境是一家兼有水务运营和固废处理业务的环保类企业，是目前 A 股市场上唯一一家主营业务为固废处置的上市公司。自 2004 年以来，公司逐步明确了以水务业务为基石，固废业务为核心的发展战略，坚持“以固废为主”的发展路线，固废收入占总收入比重逐渐提升到了 70% 左右，成为中国固废处理领域的先锋企业。未来，公司将专注于发展固废处理业务，成为集团固废业务整合平台，随着固废行业的快速发展，未来有广阔的成长空间。

1、固废项目集成建设商，领跑行业发展

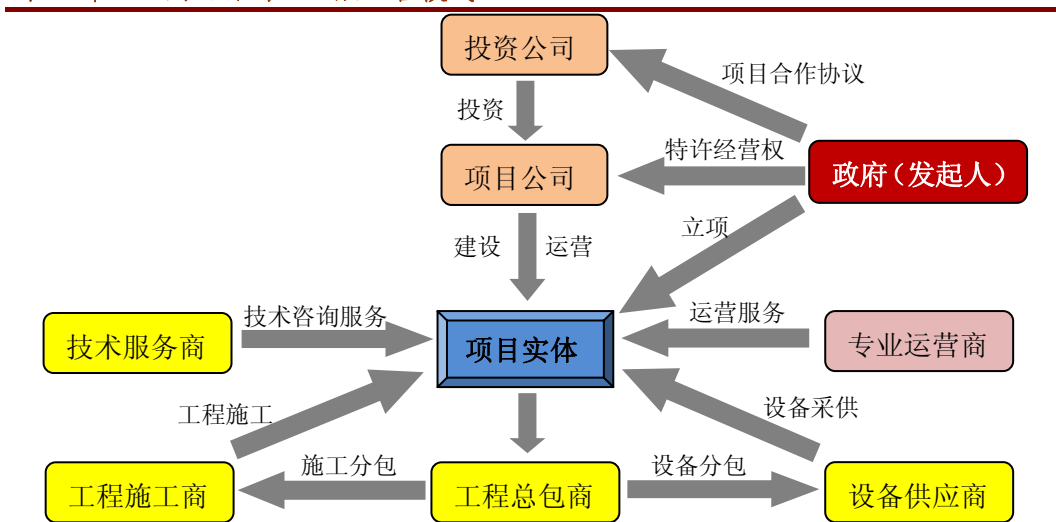
公司在较早期就已经进入固废处置产业，之后快速成长为产业领域的先锋，依靠其完整的产业链优势、全方面的业务能力、先发优势和工艺技术优势，领跑行业发展。

➤ 国内固废产业链最完整的公司

在固废处置领域，公司拥有完善的产业链条，是目前国内唯一一家除投资运营外涉及整个固废产业链的企业，具有集技术咨询、工程承包、设备集成及安装、系统调试服务的系统集成体系优势。在环保行业的一般经营模式中，公司同时扮演着技术服务商、工程总包商、工程施工商和设备供应商的角色。目前，公司暂不参与固废项目的运营工作，但在固废项目工程建设的大周期结束之后，也将转入运营，未来产业链条更趋完整。

2008 年，公司募集资金投向咸宁设备制造基地建设，预计设备基地将于今年年末顺利投产，2-3 年达产，收入达到 5-6 亿元。设备基地的投产将加强公司在产业链条高端的竞争力，提高公司整体的盈利能力。

图9：市政公用环保行业一般经营模式



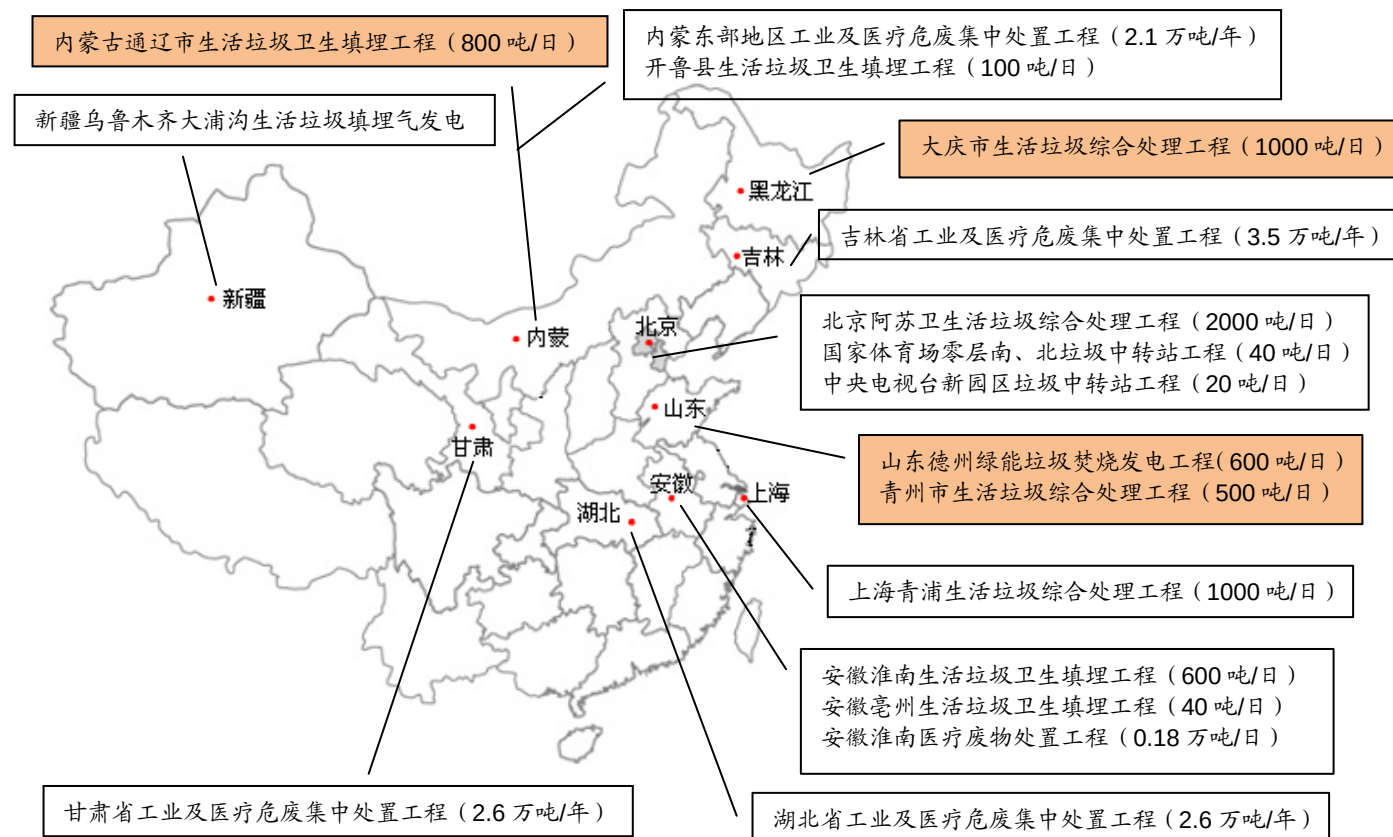
资料来源：公司公告，招商证券（黄色图框为公司涉足领域）

➤ 业务领域广，区域扩张能力强

在业务领域上，公司涵盖范围广阔，覆盖生活垃圾、工业废物、医疗废物等多个方面，具有综合技术优势。公司目前的固废工程主要集中在生活垃圾和工业医疗危废领域，同时也具备污泥处理工程设计咨询、工程承包、集成建设的能力，预计随着垃圾处理产业的成熟，公司将进军更多细分产业，业务范围还将不断拓展。

在区域扩张上，目前公司固废工程已经覆盖北京、上海、黑龙江、山东、内蒙、安徽、吉林、湖北、甘肃、新疆等 10 个省市，近日，公司发布公告称将于控股子公司北京合加环保有限责任公司在黑龙江省绥化市安达市共同投资成立控股子公司，在安达市开展固废处理相关业务拓展。由于固废处理工程在各地大多属于增量建设，不影响其他既得利益者，因此公司区域扩张不会存在大的障碍，扩张能力较强。

图10： 桑德环境固废项目区域分布情况



资料来源：公司公告，招商证券整理（底色加红项为目前在建项目）

➤ 奥运世博两大配套项目成示范，危废领域凭先发优势前景更明朗

公司从 2005 年开始就正式进入生活垃圾处理领域，之后拓展业务至危险废物等其他细分市场，拥有丰富的固废工程集成建设经验，先后承接了北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程（2008 奥运会重点配套项目）、上海青浦生活垃圾综合处理工程（2010 世博会配套项目）两大项目。其中，北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程设计处理规模达到 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，也是北京市将社会资本引入环卫领域的示范项目。标志性的示范项目为公司在拓展固废业务，承接工程项目时确立了品牌优势，在即将蓬勃发展的固废处理行业中，更容易占领大的市场份额。

此外，在固废处理的各个子行业中，危废处置在我国更是处于产业化发展的初级阶段，市场竞争不充分，项目毛利率较高，公司在这个细分领域更占有先发优势。在国家第一批 12 个省级“危险废物集中处置中心”项目招标中，公司获得了湖北、吉林、甘肃三个工业及医疗危险废物集中处置的系统集成业务，除此以外，公司还承接了内蒙、安徽两地的工业及医疗危废集中处置工程。

依靠公司之前的运作经验，在国家第二批工业危废项目（南宁、新疆、郑州、成都、河北）的招标中，公司将具有更强的竞争力。而且，危废项目对设备的要求和投入比一般

的生活垃圾处理项目要高，设备价值占整体工程造价的比重超过 70%，可以充分发挥公司资产设备技术附加值高的优势。因此，我们认为，公司未来在危废领域的发展前景更加乐观明朗，随着公司承接危废项目的增加，公司环保设备及安装业务毛利率还将不断提升，带动公司综合毛利率的上涨，盈利能力提升。

➤ 工艺路线多样化，综合处理工程比例日渐增多

固体废弃物的处理方式主要包括填埋、堆肥、焚烧三种，三种处理方式各有优劣、适用不同的环境，对具体技术路线的选择目前还存在较多争议。而公司当前废弃物处理工艺路线基本上覆盖了传统的处理方式，因此，在进行废弃物处理时，公司有多条路线可以选择，综合竞争能力突出。如垃圾焚烧工艺经常受制于厂址选择问题，对于单一做焚烧类的企业影响较大，而公司多工艺路线更能够保障公司经营稳定性。

表1：堆肥、焚烧、填埋处理方式对比

处理方式	优点	缺点
堆肥	可产生肥料，资源化	对垃圾分类的要求高，需要分拣，成本较高，而且必须在可腐有机物含量高的地区使用，占地量大。
焚烧	处理彻底、快捷，实现了废弃物的减量化和热能转换，也实现了废弃物的局部资源化；而且不需要占用大量土地资源。	对废弃物热值有要求，焚烧产生有害气体需要控制。
填埋	投资低，处理能力大	渗透液泄漏会污染地下水，积累的沼气有爆炸的危险。

资料来源：招商证券

近几年来，公司开始大力倡导“综合处理”的工艺路线，与单一的填埋、堆肥、焚烧不同，综合处理方式将先对运到厂的废弃物进行分类筛选，根据不同废弃物的特性选择堆肥、焚烧或填埋的方式，其中约 40%的废弃物热值较高，接近 2000 大卡，可直接用于焚烧；约 40%有机物可用于堆肥，最后剩余需要直接填埋的部分仅 10%左右。这种处理方式能够使废弃物得到充分的利用，同时保证项目的经济性。

从美国、日本的发展经验来看，这种“综合处理”的理念是在多年实践之后仍被推崇的。两国固废行业技术路线最初都只是简单的填埋，在固废行业的快速发展期，固废焚烧产业开始有大的飞跃，之后随着固废行业发展的逐渐成熟以及污染物排放标准更加严格，焚烧量逐渐减少，投资重点转向固体废弃物的分类处理、综合利用以及资源回收。

从中国的具体国情来看，目前我国的垃圾分类制度尚不完善，垃圾热值低、水分高，在对垃圾进行处理时先经过分选非常必要。因此，“综合处理”方式也是适用于我国的具体国情的工艺路线。

➤ 集团固废业务整合平台，未来支持力度更大

公司控股股东是桑德集团，为大型综合性环保集团，业务覆盖市政给水、市政污水处理、固体废弃物处理等多个领域，下辖桑德环境及其关联企业桑德国际等公司。

2010 年 3 月，公司与桑德集团、桑德国际签订《战略发展备忘录》，预将公司打造为集团固废业务整合平台，同时承诺集团将尽最大努力支持公司在战略备忘录下的发展方向，未来集团在中国境内新增固废业务将全部由桑德环境为主体进行。

未来，在行业快速发展和集团大力支持的背景下，公司的固废业务预计将有新的飞跃。

2、水务运营逐渐淡化，稳定发展提供现金流保障

除固废工程外，公司业务还覆盖城市水务投资运营，包括污水处理业务及少量自来水供水运营项目。从近几年业绩来看，公司水务投资运营业务能为公司发展提供稳定充沛的现金流和盈利保证，是公司发展的基石。目前，公司水务业务主要集中在湖北省内，污水处理总能力约为 100 万吨/日（包括在建）。

表2：公司水务运营项目情况

编号	污水处理项目名称	控股比例	处理能力(万吨/日)	备注
1	江西南昌象湖污水处理项目	90%	20	
2	内蒙包头鹿城污水处理项目	90%	20	
3	湖北荆门夏家湾污水处理项目	95%	10	
4	湖北襄樊观音阁污水处理项目	97%	10	
5	湖北荆州污水处理项目	60%	4+4	在建
6	湖北枝江枝清污水处理项目	80%	6	在建
7	湖北大冶清波污水处理项目	80%	6	在建
8	湖北咸宁清泉污水处理项目	80%	6	
9	湖北嘉鱼嘉清污水处理项目	80%	4	在建
10	湖北宜昌三峡水务	70%	20	
编号	自来水项目名称	控股比例	供水能力(万吨/日)	备注
1	湖北宜昌城区供水项目	70%	44	
2	江苏沐阳沐源自来水项目	80%	5	
3	浙江富春桐庐横村自来水项目	92%	1.3	

资料来源：招商证券

➤ 污水处理跑马圈地时代基本结束，转入运营提供稳定现金流。

目前，我国污水处理跑马圈地的时代已经基本结束，水务工程建设的高峰期临近尾声，公司污水处理业务将转入运营，能提供稳定的现金收入。公司目前还有荆州、枝江、大冶、嘉鱼污水处理项目尚在建设中，约 20 多万吨，预计都将于明年开始贡献收益，之后污水处理业务将保持平稳发展。

➤ 自来水业务日渐平稳，增长将逐渐放缓。

在自来水业务方面，公司参与项目较少，近三年来对公司的收入利润贡献越来越小，仅为 9% 左右。而且，由于自来水业务的区域性、垄断性特征，公司未来将不会过多介入相关领域。未来三年自来水业绩增长主要依靠自来水量的自然增长，增速将逐渐放缓。

从集团层面及公司战略来看，公司未来水务业务还是主要在现有地区稳定运营，近三年内随着在建项目的投产及收入确认，将为公司带来较大的财务贡献，之后，水务业务的增长将放缓。

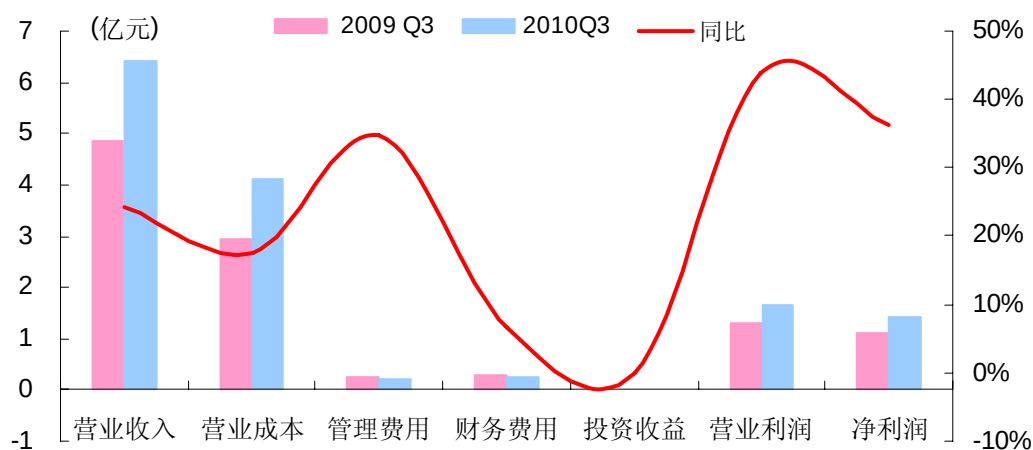
三、盈利能力保持较高水平，净资产收益率稳步提升

在 2010 年前三季度，公司业绩仍然保持了较高增速，实现销售收入同比增长 41%，归属净利润同比增长 34.6%，而其中固废处置业务对收入的贡献率首次上升到了 70%，固废业务在公司的主导地位愈加明确。此外，公司经营毛利率也稳定在较高水平，随着公司咸宁设备基地的投产，公司固废工程中自产设备率将提高，毛利率水平将再上台阶。

1、前三季度业绩稳定增长，固废处置收入占比达 70%

公司近三年业绩一直保持稳定增长。2010 年前三季度实现销售收入 6.4 亿元，同比增加 32.2%；主营业务成本 4.1 亿元，同比增长 41%；营业利润 1.7 亿元，同比增加 29%；归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元，同比增加 34.6%。而且，公司前三季度管理费用和财务费用同比都有所下降，各项费用控制较好。

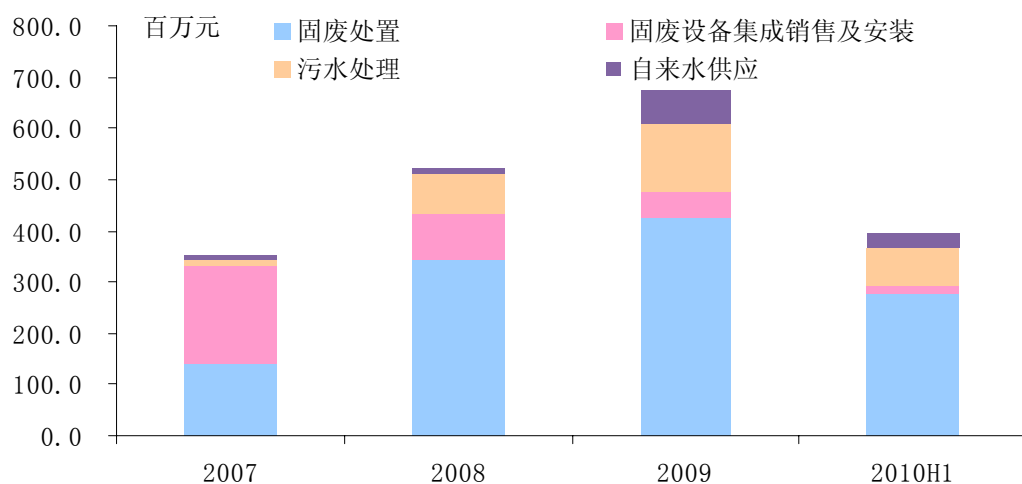
图11：桑德环境前三季度经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

从主营业务结构来看，固废处置业务对公司收入的贡献率逐年上升，由 2007 年的 40% 已经快速提升到了目前的 70%，公司“以固废为主”的发展路线非常明确。

图12：桑德环境主营业务结构变化情况



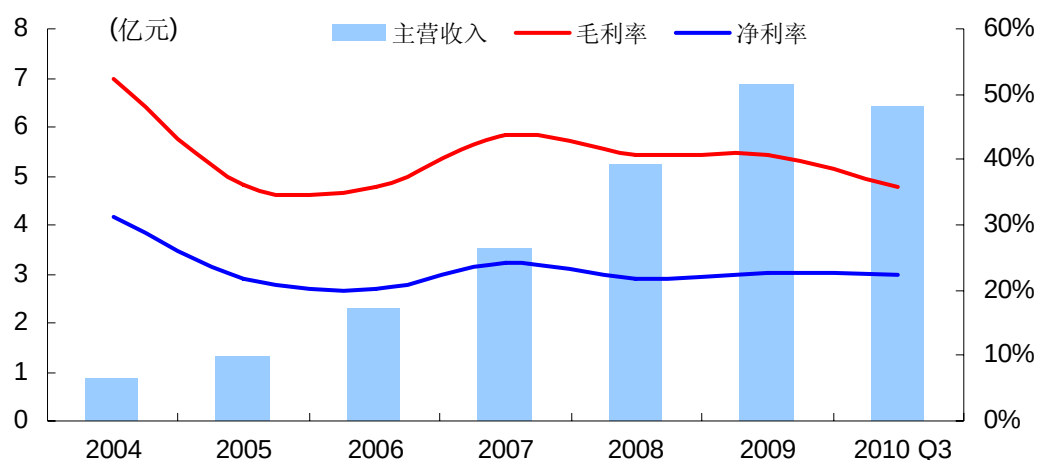
数据来源：公司公告，招商证券整理

2、毛利率保持较高水平，净资产收益率逐年提高

从利润率指标上来看，公司近年毛利率和净利率一直保持在较高水平，拥有较强的盈利能力。2010年第三季度公司毛利率为35%，单季度环比提高1个百分点，净利率则始终保持在22%左右。此外，从2008年至今，公司财务杠杆不断提高，净资产收益率稳步上升。

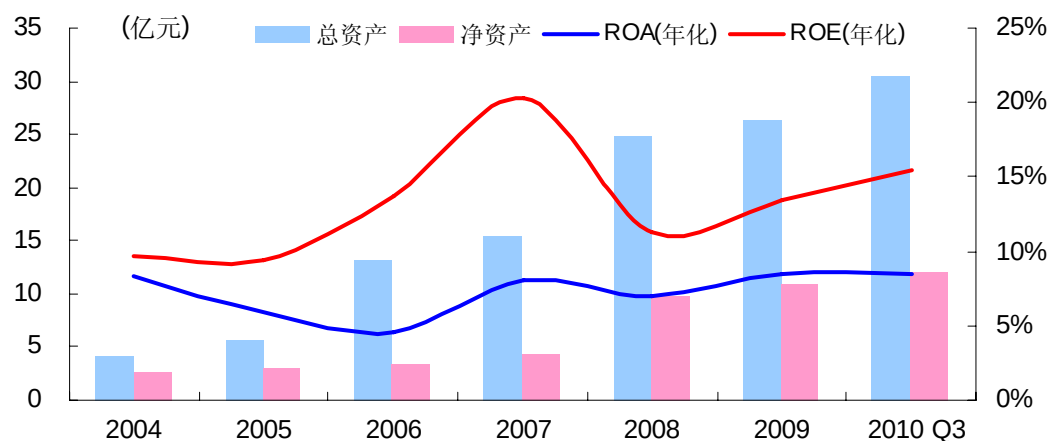
随着咸宁设备基地的投产，公司现有固废处置和设备销售业务中，自有设备的比率将大幅提升，降低公司现有固废处置和设备销售安装业务的主营成本率，毛利率也将随之提升，盈利能力还有上升空间。

图13：桑德环境年度收入和利润率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图14：桑德环境年度资产收益率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

四、固废业务发展带动公司未来三年高速增长

1、固废业务伴随行业黄金时代高速增长

根据之前对固废行业的前景分析，我们认为，随着行业的高速增长，公司固废工程项目建设的市场将快速扩大，带动公司固废处置业务收入的增长。

根据我们之前的估计，固废投资在“十二五”期间有约 4 倍的成长空间，年复合增长率将在 32% 左右。投资带动固废工程项目建设的大发展，由此估算固废工程项目处理能力每年的增长率也在 32% 左右。

由于公司在固废领域具有龙头示范效应，我们认为公司固废处置业务的增速将略高于假估算公司 2011 年、2012 年固废处置工程收入的增长率均为 40%。而由于公司固废设备集成销售及安装业务近年在公司业务收入中占比逐渐减小，因此估算其 2011、2012 年增长率略低于固废处置工程收入增长率，设为 35%。

毛利率方面，由于公司咸宁设备基地将于今年底投产，预计从明年开始，公司固废工程中自有设备率将有较大的提高，随着设备基地的逐渐达产，这一比例还将进一步增大。固废处置和设备集成销售安装的毛利率都将因此小幅提升。

由此估算，公司固废处置 2011 年、2012 年将分别贡献营业利润 3.3 亿元、4.8 亿元左右；固废设备集成销售及安装将分别贡献营业利润 0.59 亿元、0.8 亿元左右。

表3：公司固废项目收入成本预测

销售收入（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
固废处置	141	343.6	425.6	574.6	804.4	1126.2
YoY		144%	24%	35%	40%	40%
固废设备集成销售及安装	191	88.3	50.0	65.0	87.8	118.5
YoY		100%	100%	30%	35%	35%
主营成本（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
固废处置	86.0	208.2	275.3	356.3	474.6	641.9
毛利率	39%	39%	35%	38%	41%	43%
固废设备集成销售及安装	99.0	52.2	16.4	22.1	29.0	37.9
毛利率	48%	41%	67%	66%	67%	68%

资料来源：招商证券

2、水务业务未来三年稳定发展，增速逐渐放缓

公司目前拥有污水处理能力约 100 万吨左右，其中 20 多万吨为在建项目，预计在今年内投产，未来逐渐确认收入，为公司贡献利润。未来三年，公司污水处理能力预计还将增长 25% 左右，带动水务业绩增长，主要从 2011 年开始体现。若污水处理价格在期间有所调整的话，增长幅度将更大。

由于污水处理在建工程贡献收入主要从 2011 年开始体现，因此，我们认为 2011 年污水处理业务增长率较高，而其他年份都只保持个位数的增长。估算 2010 年增长率约为 8%，2011 年为 15%，2012 年下降至 5% 左右，之后保持平稳发展。而且，污水处理运营较为平稳，毛利率按稳定水平估算。

自来水项目方面，公司处理能力上基本稳定，水量预计将有每年 5% 的自然增长率，而

且未来自来水项目毛利率将逐步减小。

由此估算，公司污水处理业务 2011 年、2012 年将分别贡献营业利润 0.81 亿元、0.85 亿元左右；自来水业务将分别贡献营业利润 0.26 亿元、0.26 亿元左右。

表4：公司水务业务收入成本预测

销售收入（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
污水处理	11.5	79.5	135.0	145.8	167.7	176.1
YoY		591%	70%	8%	15%	5%
自来水项目	7.4	11.8	65.2	70.5	74.7	78.4
YoY		60%	452%	8%	6%	5%
主营成本（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
污水处理	4.5	38.7	71.5	75.8	87.2	91.6
毛利率	61%	51%	47%	48%	48%	48%
自来水项目	7.2	10.4	41.0	44.4	48.6	52.5
毛利率	3%	12%	37%	37%	35%	33%

资料来源：招商证券

3、咸宁设备基地今年底投产，明年贡献收入

公司咸宁设备基地今年年底将投产，预计明年开始将贡献较大收入。设备基地投产后，预计将于 2-3 年达产，达产后，将年产 162 台环保设备，正常年份带来销售收入 6.83 亿元，利润 1.26 亿元。其中，设备对公司内部使用及外销约各占一半。

假设设备基地 2011 年达产 60%，2012 年完全达产，得到公司固废设备制造收入在 2011 年约为 4.1 亿元，2012 年达到 6.6 亿元左右，由于公司设备仅外销一半，销售收入再折半计算，得到公司固废设备制造销售收入 2011、2012 年分别为 2.05 亿元和 3.28 亿元。毛利率水平则根据公司公告，6.83 亿元收入带来 1.26 亿元利润，测算固废设备制造毛利率水平约在 20%左右。

由此估算，公司咸宁设备基地投产后，将在 2011 年、2012 年将分别贡献营业利润 0.4 亿元、0.66 亿元左右。

表5：公司咸宁设备基地收入成本预测

销售收入（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
固废设备制造					205.0	328.0
YoY						60%
主营成本（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
固废设备制造					164.0	262.4
毛利率					20%	20%

资料来源：招商证券

4、公司未来三年跟随固废行业保持 40%左右增长率

综合公司三方面业务的盈利预测情况及各项费用率的预测，我们得到公司未来三年盈利前景。受益于固废行业增速的提升及公司固废设备制造产业链的延伸，公司在未来三年能保持 40%左右的高增长率，2010 年、2011 年、2012 年实现每股收益分别为 0.48 元、0.70 元、0.96 元。

表6：桑德环境盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	350	523	684	856	1340	1828
二、营业总成本	246	391	512	620	992	1342
其中：营业成本	197	309	405	499	804	1087
营业税金及附加	6	8	8	10	16	22
营业费用	8	7	9	11	17	24
管理费用	15	22	33	39	60	82
财务费用	12	33	38	39	62	80
资产减值损失	9	11	19	21	33	46
三、投资收益	7	0	0	0	0	0
四、营业利润	111	133	173	238	348	487
加：营业外收入	2	8	12	12	12	12
减：营业外支出	1	1	0	0	0	0
五、利润总额	112	140	185	250	360	499
减：所得税	27	25	29	38	54	75
六、净利润	85	114	156	213	306	424
减：少数股东损益	-1	3	10	13	18	25
七、归属母公司所有者净利润	87	111	146	200	288	399
股本	200	413	413	413	413	413
每股收益	0.43	0.27	0.35	0.48	0.70	0.96

资料来源：招商证券

五、公司价值分析及风险探讨

1、伴随行业发展，公司价值将快速显现

作为固废行业的领跑者，随着我国固废产业的加速发展，公司价值也将快速显现。凭借其自身的产业链优势、综合技术优势、先发优势，公司在将要快速壮大的固废产业市场中，必将分割到与其目前地位相匹配的一块。根据我们的预测，公司未来三年将进入高成长的快车道。

- **固废行业“十二五”将迎来快速发展拐点，固废工程进入建设高峰期。**作为全球最大的环保子行业之一，固废行业在中国目前的发展还相对滞后，从经济增长、固废产生量的情况、以及政策、投资等各方面因素来分析，固废行业在“十二五”时期将进入快速发展的黄金时代，年复合增长率可达到 30%以上，固废工程项目的建设将进入高峰期，为公司未来发展打开了广阔的市场。
- **公司在固废领域具有龙头示范效应，将在固废工程建设的大市场中分到一大杯羹。**公司目前是固废领域的龙头企业，具有北京阿苏卫、上海青浦等大规模的示范性项目，尤其在危废处理领域，公司更是具有先发优势。因此，面对快速膨胀的固废工程建设大市场，公司具有承接项目的优势，将能在其中分到一大杯羹。固废业务预计将稍快于行业的平均增速，年均 40%左右。
- **公司设备基地即将投产，新利润增长点顺应固废工程大建设的趋势。**今年底，公司咸宁设备基地将投产，预计明年将成为公司新的利润增长点。设备基地一方面通过外销固废设备为公司增加新的收入来源，另一方面又可为公司自身的固废工程项目提供设备，从而降低公司固废处置工程的设备成本，提高毛利率水平，增强盈利能力。此外，固废工程建设进入高峰期，固废设备的需求必将大量增长，因此，最先受益的应是位于产业链高端的设备制造类企业，公司设备基地的投产，正好迎合了这一趋势，未来增长前景明朗。
- **公司固废处理工艺路线多样化，更具灵活性，能抵御未来技术路线不确定性的市场风险。**公司具备填埋、焚烧、综合处理等多种工艺路线的建设能力，因此公司在技术选择上更具有灵活性，能抵御市场技术路线变化的风险。目前来看，公司倡导的“综合处理”理念，是更符合中国垃圾分类不完善、热值低、水分大的现状的，同时也是美、日等发达国家固废行业在经过几十年的发展后，仍然推崇的先进理念。
- **公司潜在超预期增长点。**长远来看，公司目前有更宏大的计划，努力将一个城市内所有的固废进行集中处理，打造城市基础设施和固废处理综合体。通过集中处理的方式，可以节约固废处理占地约 90%以上，综合成本也会随之降低。若公司打造城市固废集中处理区计划实现，将推动公司超预期的更快增长。

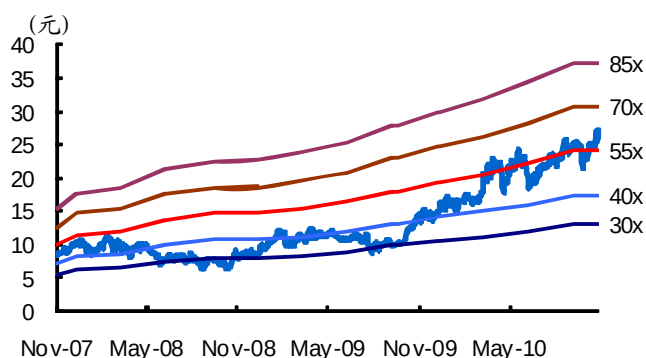
维持“强烈推荐-A”的投资评级。根据盈利预测，我们估算公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益大约在 0.48 元、0.70 元、0.96 元左右，保持年均 40%左右的增速。公司在 2010 年 8 月份公告了股权激励草案，行权价格定为 22.14 元，公司积极快速发展的动能较强。由于公司所处固废行业将进入高速成长时期，预计未来获得政策支持力度更大，行业平均年复合增长率在 30%以上，公司估值还有提升趋势，未来股价有上升空间。对于高成长公司，若按 PEG 为 1 来测算，我们可以给予公司 2011 年 45 倍 PE 估值，目标价 31.5 元。

2、风险因素探讨

建议投资者关注以下可能存在的风险:

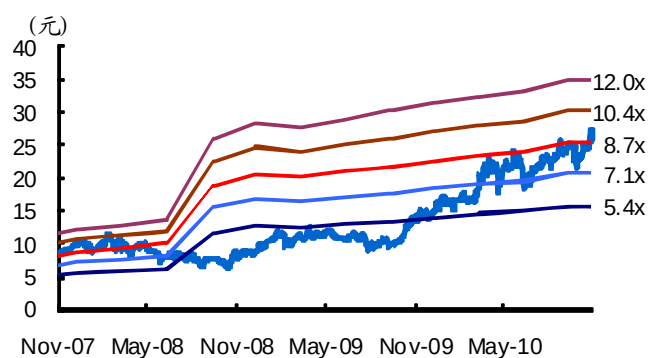
- **固废处理行业政策变化风险。**我国固废处理行业目前还处在发展初期，各项政策规定仍不完善，对于技术路线选择的争论也一直在进行之中，固废行业相关的投资政策、污染控制政策、技术政策等方面还存在不确定性，若相关政策及投资与公司发展战略出现偏差，对公司占领固废行业市场将产生负面影响。
- **固废处置项目居民反对意见较大，影响项目进展。**

图 15: 桑德环境历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 16: 桑德环境历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	992	854	876	2047	3242
现金	357	193	150	900	1668
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	2
应收款项	373	514	582	910	1241
其它应收款	55	36	43	67	91
存货	4	3	1	8	22
其他	-8264	108	100	161	217
非流动资产	1494	1789	1835	1826	1799
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	40	48	53	57
无形资产	1189	1090	1131	1118	1086
其他	-6251	659	656	655	655
资产总计	18	2644	2711	3874	5041
流动负债	774	801	707	1564	2246
短期借款	228	395	191	896	1400
应付账款	278	253	299	482	652
预收账款	6	6	10	16	22
其他	-6163	147	207	170	172
长期负债	639	655	674	774	974
长期借款	618	613	633	733	933
其他	-1	42	41	41	41
负债合计	43	1456	1381	2338	3221
股本	413	413	413	413	413
资本公积金	436	393	393	393	393
留存收益	131	277	407	594	853
少数股东权益	91	104	116	135	160
母公司所有者权益	981	1084	1213	1400	1660
负债及权益合计	90	2644	2711	3874	5041

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	31	21	373	257	374
净利润			200	288	399
折旧摊销			113	118	117
财务费用			39	62	80
投资收益			0	0	0
营运资金变动			7	-268	-313
其它			14	58	92
投资活动现金流	-310	-505	-160	-110	-90
资本支出			-160	-110	-90
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	560	321	-256	603	484
借款变动			-146	765	704
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-70	-101	-140
其他			-40	-62	-80
现金净增加额	281	-164	-43	750	768

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	523	684	856	1340	1828
营业成本	309	405	499	804	1087
营业税金及附加	8	8	10	16	22
营业费用	7	9	11	17	24
管理费用	22	33	39	60	82
财务费用	33	38	39	62	80
资产减值损失	11	19	21	33	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	133	173	238	348	487
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	140	185	250	360	499
所得税	25	29	38	54	75
净利润	114	156	213	306	424
少数股东损益	3	10	13	18	25
母公司所有者净利润	111	146	200	288	399
EPS (元)	0.27	0.35	0.48	0.70	0.96

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	49%	31%	25%	57%	36%
营业利润	19%	30%	38%	46%	40%
净利润	29%	31%	37%	44%	39%
获利能力					
毛利率	40.8%	40.8%	41.7%	40.0%	40.5%
净利率	21.3%	21.3%	23.3%	21.5%	21.8%
ROE	11.3%	13.4%	16.5%	20.5%	24.0%
ROIC	7.0%	8.1%	10.7%	11.0%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	55.1%	50.9%	60.4%	63.9%
净负债比率	34.0%	38.2%	31.9%	42.1%	46.3%
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	126.6	131.1	272.0	177.9	73.0
应收帐款周转率	1.8	1.5	1.6	1.8	1.7
应付帐款周转率	1.2	1.5	1.8	2.1	1.9
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.35	0.48	0.70	0.96
每股经营现金	0.08	0.05	0.90	0.62	0.91
每股净资产	2.37	2.62	2.94	3.39	4.01
每股股利	0.11	0.12	0.17	0.24	0.34
估值比率					
PE	101.4	77.4	56.5	39.2	28.3
PB	11.5	10.4	9.3	8.1	6.8
EV/EBITDA	75.2	59.3	32.4	24.0	18.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。