

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266
联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

获垃圾焚烧项目，发展清洁能源迈一步

事件描述

桑德环境（000826）今日公布了签订重大合同签署公告，主要内容如下：

- 签署了《重庆市南川区生活垃圾处理特许经营协议》，公司在特许经营期内以 BOO 方式独家拥有南川区生活垃圾处理设施的投融资、设计、建设、拥有、运营和维护的权利；
- 该项目建设规模为日平均处理生活垃圾 1000 吨（垃圾保底量为 800t/d），项目总投资约 4.4 个亿，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）；
- 一期工程处理能力 500t/d 预计于 2011 年下半年正式开工建设，建设周期为 30 个月，预计该项目公司内部投资收益率不低于 8%；
- 公司获得的特许经营期为三十（30）年（不含建设期），在特许经营期内在南川区独家拥有：1）投融资、设计、采购、建设、拥有、运营、维护本项目； 2）处理包括但不限于重庆市南川区管辖范围内的垃圾； 3）向南川区政府提供垃圾处理服务，并向其收取垃圾处理补贴费； 4）向电力公司销售全部剩余的电量，并向其收取电费。

事件评论

第一、公司获得垃圾焚烧项目，打破之前垃圾处理以填埋为主的处理方式

由于公司之前建设的垃圾处理项目主要是以填埋项目为主，而在国家大力提倡垃圾处理的资源化，减量化，无污染化的大背景下，获得垃圾焚烧项目更有利于公司业务的开展，在不断向着公司以发展固废为契机，发展清洁能源为实的目标靠近，同时进一步确定公司的固废处理行业的领跑地位。

图 1：公司环保产业链



资料来源：公司网站，长江证券研究所

表 1：公司近年来承接的垃圾处理项目

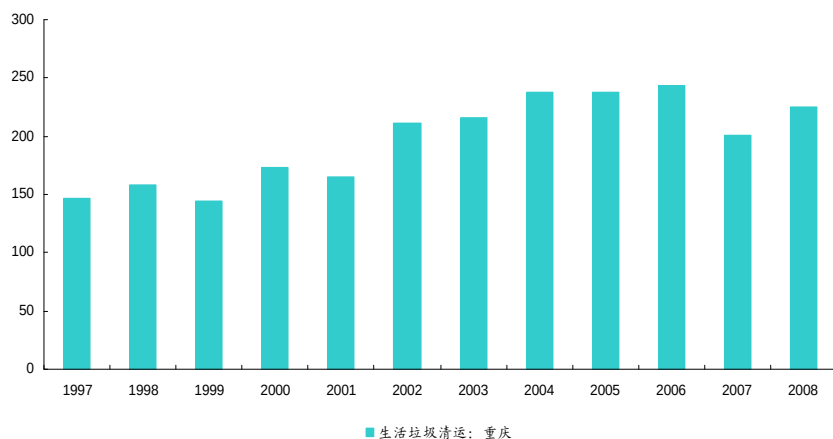
城市生活垃圾处理工程	处理规模
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	2000t/d
上海青浦生活垃圾综合处理工程	1000t/d
大庆市生活垃圾综合处理工程	1000t/d
山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	600t/d
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	800t/d
安徽淮南生活垃圾卫生填埋工程	500 t/d
青州市生活垃圾综合处理工程	500 t/d
安徽亳州生活垃圾卫生填埋工程	400 t/d
开鲁县生活垃圾卫生填埋工程	100 t/d
国家体育场零层南、北垃圾中转站工程	40t/d
中央电视台新园区垃圾中转站工程	20t/d
西安垃圾焚烧发电工程	1800t/d
重庆市南川区生活垃圾处理项目	1000t/d

资料来源：长江证券研究所 注：标记的项目为公司储备项目

第二、布局西南，为公司固废项目区域性提供示范效应

从公司之前获得的项目来看，西南地区暂时属于公司业务扩张的盲点，此次获得西南项目，今后的运营效果将会为其他周边城镇和地区提供示范效应，将对公司在西南地区的项目开展产生积极影响。我们预计在“十二五”期间，城市环保以及关系国计民生的污染治理将会作为当地政府政绩的考量标准，城市垃圾处理欲不能在简单的采用填埋法处理，因此在未来五年中将迎来垃圾焚烧发电的黄金发展期，在其他地区同样有需求发展资源化需求时，公司很容易扩大业务服务范围。

图 2：重庆市生活垃圾清运量（万吨）



资料来源：CEIC，长江证券研究所

第三、预计项目建成运营后将为公司每年带来 1869 万元收益

该项目建设规模为日平均处理生活垃圾 1000 吨（垃圾保底量为 800t/d），项目总投资约 4.4 个亿，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）；一期工程投资 2.2 亿，预计于 2011 年下半年正式开工建设，建设周期为 30 个月，预计该项目公司内部投资收益率不低于 8%；按照公司提供的最低内部投资收益率计算，每年至少可以为公司带来 1869 万元收益，在公司现有股本下，将增厚公司 EPS0.05 元。

第四、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.45 元，0.68 元和 0.86 元，考虑到公司所处固废行业具有爆发性成长空间，未来将参与公司大股东在湖南湘潭的静脉产业园项目，为公司未来业绩提供新的支持点，同时公司推出的股权激励方案实施能带动公司管理层积极性，以及在固废行业的深度投入以确保行业地位，我们提高公司评级，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	684	936	1264	1585	货币资金	193	94	126	158
营业成本	405	564	733	937	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	279	372	530	648	应收账款	550	752	1015	1273
% 营业收入	40.8%	39.8%	42.0%	40.9%	存货	3	3	4	5
营业税金及附加	8	11	15	19	预付账款	108	150	195	250
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	9	12	16	21	流动资产合计	854	1000	1342	1688
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	33	51	66	79	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	5.5%	5.2%	5.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	38	54	62	65	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	5.5%	5.8%	4.9%	4.1%	固定资产合计	664	1045	1386	1599
资产减值损失	19	17	23	22	无形资产	1090	1036	984	935
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	18	3	4	3
营业利润	173	226	349	441	其他非流动资产	16	16	16	16
% 营业收入	25.2%	24.2%	27.6%	27.8%	资产总计	2644	3100	3733	4242
营业外收支	12	8	8	8	短期贷款	397	530	722	704
利润总额	185	234	357	449	应付款项	253	353	458	586
% 营业收入	27.0%	25.0%	28.2%	28.4%	预收账款	6	8	11	14
所得税费用	29	37	56	70	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	156	198	301	379	应交税费	57	74	109	137
归属于母公司所有者的净利润	145.7	184.4	281.3	354.0	其他流动负债	87	122	158	202
少数股东损益	10	13	20	25	流动负债合计	801	1088	1461	1645
EPS (元/股)	0.35	0.45	0.68	0.86	长期借款	613	613	613	613
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	21	259	357	485	其他非流动负债	42	42	42	42
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1456	1743	2117	2300
收回现金					归属于母公司	1084	1240	1479	1780
长期股权投资	-55	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	104	117	137	162
固定资产投资	-471	-409	-413	-316	股东权益	1187	1357	1616	1942
其他	21	0	0	0	负债及股东权益	2644	3100	3733	4242
投资活动现金流净额	-505	-409	-413	-316	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.353	0.446	0.681	0.856
银行贷款增加 (减少)	371	133	192	-19	BVPS	2.62	3.00	3.58	4.31
筹资成本	50	-82	-104	-118	PE	91.42	72.25	47.36	37.63
其他	-101	0	0	0	PEG	2.66	2.10	1.38	1.09
筹资活动现金流净额	321	51	89	-137	PB	12.30	10.74	9.01	7.48
现金净流量	-164	-99	33	32	EV/EBITDA	53.77	39.59	27.21	21.99
					ROE	13.4%	14.9%	19.0%	19.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。