

桑德环境 (000826.SH)

重大合同的签署具分水岭意义

谢军 分析师

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260208120364

事件:

桑德环境今日发布公告称重庆市南川区人民政府与公司于 2010 年 12 月 28 日签署了《重庆市南川区生活垃圾处理特许经营协议》，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从事生活垃圾处理 30 年的特许经营权。

点评:

1、合同的签署具有标志性意义

该项目是公司继山东德州绿能垃圾焚烧发电工程（处理量 600 吨/日，总投资 2.5 亿）之后的第二个垃圾焚烧项目，处理量为 1000 吨/日（保底 800 吨/日），总投资 4.4 亿元。市场普遍认为公司主推综合处理方式，在垃圾焚烧方面并不具备优势。此重大合同的签署意味着公司未来有望借助两焚烧项目的示范效应和自身品牌优势在焚烧市场中进一步争取话语权。

2、“十二五”政策扶持，后续项目签订势如破竹

此前公司的众多储备项目因选址及投资等业主方原因而进度缓慢。“十二五”国家将制定更为严厉的环保政策，对各地垃圾无害化处理率提出更高要求，并将此列入政绩考核指标；同时由于公司借助此重大合同从工程公司成功转型为投资运营公司，以投资方的身份与地方政府谈判时将掌握更多主动权。随着各地推动力度的加强以及地方政府对招商引资的热情，公司未来项目签署阻力将大大减小。

3、明年再融资预期，加息不影响项目盈利能力

公司从事投资运营之后对项目的资金要求增加，不排除明年再融资的可能性，同时项目贷款仍是公司资金的重要来源，加息带来的财务费用的增加可通过垃圾处理费用消化，不影响项目盈利能力。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	523.15	684.46	1039.21	1396.72	1824.81
增长率(%)	49.37%	30.83%	51.83%	34.40%	30.65%
EBITDA(百万元)	207.34	275.15	462.87	583.07	675.56
净利润(百万元)	111.32	145.72	228.52	338.23	423.00
增长率(%)	28.58%	30.91%	46.47%	48.01%	25.06%
每股收益(元)	0.269	0.353	0.516	0.764	0.956
市盈率	34.83	43.83	62.42	42.17	33.72
市净率	3.96	5.90	10.27	8.26	6.63
EV/EBITDA	21.50	26.56	30.04	23.52	19.48

数据来源: 桑德环境资源股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	31.12
目标价格(元)	38.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.64%	25.89%	106.71%
沪深 300	-1.00%	8.88%	-7.65%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

413.36/232.84

主要股东:

北京桑德环保集团有限公司

主要股东持股比例

44.90%

财务比率

ROE	13.45%
ROA	8.67%
资产负债率	55.09%
每股净资产(元)	2.62

2009 年报数据

4、盈利预测

此焚烧项目带来的业绩增厚主要由两部分构成，首先是工程建设期间的 EPC 收入，另一个是工程完全竣工之后 BOO 过程中带来的运营收入。

由于该项目预计于 2011 年下半年正式开工建设，其中一期工程日平均处理生活垃圾 500 吨（保底 400 吨），一期项目建设期约为两年半，预计 EPC 对公司 2011、2012、2013 年业绩贡献分别为 0.01 元，0.02 元和 0.02 元，待一期稳定运营之后对公司每年贡献业绩 0.02 元。

经过调整之后的 EPS 为 2011 年 0.76 元，2012 年 0.96 元，看好公司长期投资价值，给予买入评级。

5、风险提示

环保政策推动较慢，建设周期低于预期。

广发公用事业行业研究小组

谢军，分析师，中国科学院研究生院工程硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心，4 年公用事业行业研究经历。

张媛媛，研究助理，华北电力大学电力系统专业硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zyy7@gf.com.cn，010-68058790。

相关研究报告

桑德环境（000826.sz）_季报点评	张媛媛	2010-10-29
桑德环境（000826.SZ）_公告点评	张媛媛	2010-08-11
合加资源年报点评_年报点评	张媛媛	2010-04-09

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。