

桑德环境(000826)

固废处理先锋，分享环保发展盛宴

研究员：程鹏

执业证书编号：S0570510120044

电话：025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

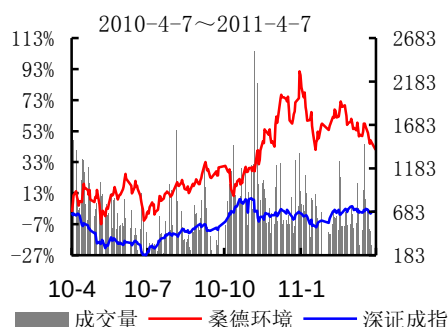
投资评级：推荐(首次评级)

水务 II

当前价格(元)：24.08

目标价格(元)：30

股价走势图



相关研究

投资要点：

- 公司主营业务为固废处置工程系统集成和市政供水、污水处理项目的投资及运营服务，是目前 A 股唯一一家主营业务为固废处置的上市公司。环保部规划院预计“十二五”期间我国环保产业投资规模达到 3.1 万亿元，其中固废处理行业达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番，在 2020 年之前，固废方面投资的年均复合增长率有望保持在 18% 以上。我们认为在政策驱动下，固废行业正进入黄金发展期，高速增长有望持续 10 年以上，公司作为国内固废处理行业的龙头企业，必将在行业大发展的过程中受益最大，公司固废处理业绩将迎来爆发性增长。
- 我们认为公司咸宁基地投产一方面可以提升自产设备率，从而提高固废处理工程业务毛利水平，同时，自产设备外销也将带来柯光收益，预计从今年开始为公司贡献较大利润，增厚公司业绩。我们预计正常年份可实现销售收入 6.83 亿元，利润总额 1.26 亿元。
- 我们认为公司将充分利用固废处理设备生产基地投产契机，为公司的发展争取更大的市场空间，业务领域将涵盖固废领域的全部领域。我们预测公司 2011-2012 年营业收入分别为 15.53 亿、22.05 亿、28.69 亿，每股收益分别为 0.78 元、1.15 元、1.53 元，对应当前动态 PE 分别为 32X、22X。考虑固废处理行业和公司良好发展前景，保守预计公司未来 3 年业绩年均复合增长率不会低于 40%，我们认为可以给予公司 35-40X 的 PE 较为合理，股价合理价格区间应为 27.3-31.2 元，给予“推荐”的投资评级，6 个月目标价为 30 元。

公司基本资料

总股本(万)	42159.48
流通 A 股(万)	40048.61
52 周内股价区间(元)	18.0-37.58
总市值(亿)	99.45
总资产(亿)	33.12
每股净资产(元)	3.23

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	9.72	15.53	22.06	28.69
+/-%	42.01	60	42	30
净利润(百万)	206.99	323	477	634
+/-%	42	56.24	47.41	33
EPS(元)	0.50	0.78	1.15	1.53
P/E	48	30.78	20.88	15.70

一、固废处理先锋，分享环保发展盛宴

◆ 固废处理先锋，分享行业发展黄金十年

公司主营业务为固废处置工程系统集成和市政供水、污水处理项目的投资及运营服务，是目前 A 股唯一一家主营业务为固废处置的上市公司。

固废处置业务是公司经营业务的核心，公司已快速成长为中国固废处置产业领域的先锋，2010 年固废业务收入占总收入比例达到 75.72%，而污水处理、自来水供应等水务业务只是其经营业务的补充。公司在固废处置领域拥有完善的产业链条，可为客户提供从项目咨询、工艺设计、产品提供、工程建设等“一站式”服务。公司作为国家级高新技术企业，拥有几十项专利和专有技术，已掌握了系统化的固废处置工艺及流程：城市生活垃圾及城市污泥的填埋、堆肥、焚烧工艺；工业危险废物的焚烧、固化填埋、综合利用工艺；医疗废物的高温高压蒸煮、热解焚烧工艺；垃圾渗滤液的厌氧/好氧生物技术处理工艺以及膜分离技术处理工艺。可根据客户规划需要及细节要求，在兼顾经济效益的同时，量身定制出最优的固废处置方案。

表格 1 公司固废处理业务承包项目 单位：吨/日

项目名称	涉及固废	规模	工艺
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	2000	综合处理
上海青浦生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1000	综合处理
大庆市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1000	生物堆肥
山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	生活垃圾	600	焚烧发电
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	生活垃圾	800	卫生填埋
湖北省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	70	综合处理
吉林省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	100	综合处理
甘肃省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	70	综合处理
内蒙古东部地区工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	60	综合处理
安徽淮南医疗废物处置工程	医疗垃圾	5	综合处理
新疆乌鲁木齐大浦沟生活垃圾填埋气发电工程	生活垃圾		焚烧发电

资料来源：公司公告、华泰证券

环保部规划院预计“十二五”期间我国环保产业投资规模达到 3.1 万亿元，其中固废处理行业达到 8000 亿元，较“十一五”期间翻两番，在 2020 年之前，固废方面投资的年均复合增长率有望保持在 18% 以上。我们认为在政策驱动下，固废行业正进入黄金发展期，高速增长有望持续 10 年以上，公司作为国内固废处理行业的龙头企业，必将在行业大发展的过程中受益最大，公司固废处理业绩将迎来爆发性增长。

◆ 咸宁基地投产，高成长有保障

公司去年 12 月 11 日公告，董事会审议通过了关于公司 2008 年公开增发募集资金投资项目“环境资源设备研发、设计、制造基地建设项目”竣工决算事项的议案。公司环境资源设备基地位于湖北咸宁，于 2008 年 5 月 28 日正式开工，2010 年 12 月投入正式运营。设备基地将实现城市生活垃圾、城市污泥、危废焚烧处理设备等多项产品生产。达产后，每年固废设备吨产量可达 35000 吨，各类环保设备 162 台套。

表格 2 咸宁基地固废设备年产量 单位：吨

序号	产品类型及名称	主要设备	年产量
一、城市生活垃圾处理处置设备			
1	堆肥处理成套设备	动态发酵滚筒、行车式布料机、斗轮式翻堆机、液压翻堆机、气流一密度分选机、自动风力分选机、输送设备、磁选设备	12000
2	焚烧处理成套设备	垃圾焚烧炉、除尘器、筛分设备、储仓、储罐、破碎设备、输送设备	6000
二、城市污泥处理设备			
1	污泥堆肥处理设备	翻堆设备、干燥机、筛分机、造粒机、输送设备	8000
2	焚烧处理设备	焚烧炉、干燥机、除尘器、搅拌机、输送设备	4000
三、危险废弃物焚烧处理设备			
1	焚烧处理设备	回转窑、布袋除尘器、脱水设备、烘干机、引风机	3000
2	医疗垃圾处理设备	高温高压蒸煮系统、热解炉	2000
合计			35000

资料来源：公司公告、华泰证券

我们认为公司咸宁基地投产一方面可以提升自产设备率，从而提高固废处理工程业务毛利水平，同时，自产设备外销也将带来柯光收益，预计从今年开始为公司贡献较大利润，增厚公司业绩。我们预计正常年份可实现销售收入 6.83 亿元，利润总额 1.26 亿元。

图表 1 固废处理产业链示意图



资料来源：华泰证券

◆ 水务业务稳步增长

截至 2010 年底，公司拥有已正式投入运营的自来水厂 3 个，设计供水能力 50.3 万立方米/日；污水处理厂 9 个，设计污水处理能力 85 万立方米/日，其中大冶、枝江、夏家湾二期项目 2010 年开始进入运营，预计 2011 年污水处理能力新增 16 万立方米/日，同时产能利用率也将由 80%提高到 95%。

表格 3 公司供水、污水处理规模 单位：万吨/日

公司	处理能力	投运时间
污水处理项目		
南昌象湖污水处理厂	20	2008
宜昌临江溪污水处理厂	20	2006
包头鹿城污水处理厂	10	2007
襄樊襄城观音阁污水处理厂	10	2008
荆门夏家湾污水处理厂一二期	10	2003、2010
包头鹿城中水项目	5.5	2007
咸宁污水处理项目	3	2008
嘉鱼污水处理项目	8	2011
荆州草市、城南污水处理项目	8	2011
枝江污水处理项目	3.5	2010
大冶污水处理项目	3	2010
自来水项目		
宜昌市自来水厂	44	2006
浙江富春桐庐横村自来水	1.3	2007
江苏沭源自来水	5	2006

资料来源：公司公告、华泰证券

我国水务行业正在经历由政府高度垄断到逐渐开放的市场化发展阶段,但由于政策制约和水务行业自然垄断特征,目前我国水务行业的市场化程度和行业集中度很低,全国约有 3000 多家水厂,其中最大的自来水企业市场份额也不足 3%,90%以上的水务资产由各地政府控制和管理,跨地区跨行业的市场化经营比例仍然很小。我们认为公司凭借资本优势,兼并扩张湖北省内或区域外的企业从而实现规模增长的可能性较大,将保持一定的成长性。

二、盈利预测与评级：推荐

◆ 公司评级：推荐

我们认为公司将充分利用固废处理设备生产基地投产契机,为公司的发展争取更大的市场空间,业务领域将涵盖固废领域的全部领域。

我们预测公司 2011-2012 年营业收入分别为 15.53 亿、22.05 亿、28.69 亿,每股收益分别为 0.78 元、1.15 元、1.53 元,对应当前动态 PE 分别为 32X、22X。考虑固废处理行业和公司良好发展前景,保守预计公司未来 3 年业绩年均复合增长率不会低于 40%,我们认为可以给予公司 35-40X 的 PE 较为合理,股价合理价格区间应为 27.3-31.2 元,给予“推荐”的投资评级,6 个月目标价为 30 元。

表格 4 盈利预测

资产负债表				单位: 百万元	利润表			单位: 百万元
会计年度	2011E	2012E	2013E		会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	1446	1998	2867		营业收入	1553	2206	2869
现金	164	178	500		营业成本	1002	1425	1855
应收账款	1170	1662	2162		营业税金及附加	16	23	30
其他应收款	24	34	44		营业费用	19	26	34
预付账款	68	96	126		管理费用	65	92	119
存货	19	28	36		财务费用	51	51	49
其他流动资产	0	0	0		资产减值损失	4	4	4
非流动资产	2093	2170	2142		公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	2	2	2		投资净收益	0	0	0
固定资产	618	773	785		营业利润	397	585	778
无形资产	1291	1291	1291		营业外收入	0	0	0
其他非流动资产	183	103	64		营业外支出	0	0	0
资产总计	3539	4167	5010		利润总额	397	585	778
流动负债	1345	1540	1816		所得税	60	88	117
短期借款	502	427	427		净利润	337	497	662
应付账款	545	775	1009		少数股东损益	14	21	28
其他流动负债	298	339	381		归属母公司净利润	323	477	634
非流动负债	511	511	511		EBITDA	465	660	855
长期借款	511	511	511		EPS (元)	0.78	1.15	1.53
其他非流动负债	0	0	0					
负债合计	1856	2051	2327		主要财务比率			
少数股东权益	127	147	175		会计年度	2011E	2012E	2013E
股本	413	413	413		成长能力			
资本公积	398	398	398		营业收入	59.8%	42.0%	30.1%
留存收益	745	1157	1696		营业利润	65.8%	47.4%	33.0%
归属母公司股东权益	1557	1969	2507		归属于母公司净利润	56.2%	47.4%	33.0%
负债和股东权益	3539	4167	5010		获利能力			
					毛利率 (%)	35.5%	35.4%	35.3%
现金流量表				单位: 百万元	净利率 (%)	20.8%	21.6%	22.1%
会计年度	2011E	2012E	2013E		ROE (%)	20.8%	24.2%	25.3%
经营活动现金流	122	305	466		ROIC (%)	14.8%	18.6%	22.3%
净利润	337	497	662		偿债能力			
折旧摊销	17	24	27		资产负债率 (%)	52.4%	49.2%	46.5%
财务费用	51	51	49		净负债比率 (%)	57.29%	48.14%	42.43%
投资损失	0	0	0		流动比率	1.07	1.30	1.58
营运资金变动	-239	-267	-272		速动比率	1.06	1.28	1.56
其他经营现金流	-44	-0	0		营运能力			
投资活动现金流	-100	-100	0		总资产周转率	0.48	0.57	0.63
资本支出	100	100	0		应收账款周转率	2	2	2
长期投资	0	0	0		应付账款周转率	2.26	2.16	2.08
其他投资现金流	0	0	0		每股指标 (元)			
筹资活动现金流	-22	-191	-144		每股收益 (最新摊薄)	0.78	1.15	1.53
短期借款	76	-76	0		每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.74	1.13

			薄)				
长期借款	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.76	6.07
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	30.78	20.88	15.70
其他筹资现金流	-98	-116	-144	P/B	6.39	5.06	3.97
现金净增加额	-0	14	322	EV/EBITDA	23	16	13

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。