

政策市场双面利好，公司盈利水涨船高

-----桑德环境公司点评报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件:

- Ø 1、水资源缺乏，水价上涨，政府推动阶梯水价实行。
- Ø 2、污水处理行业启动，资金政策逐步落实，再生水行业进入成长期。
- Ø 3、固废处理进入发展快车道。

投资要点:

- I 公司主营业务全部为国家重点推行扶持项目。
- I 淡水量日益减少，用水量日益增加，政府为调节供水与需水矛盾政策频出，提高供水价格，利好公司供水业务。
- I 淡水量日益减少，污水排放日益增多，为解决水带来的用水问题，国家扶持再生水市场，如提高城镇污水处理收费和排污收费标准等政策平凡出台，同时市场对再生水需求也越来越大，利好公司污水处理业务。
- I 固废垃圾日益增多，固废处理迫在眉睫，并且有用垃圾丢弃率高，回收利用率低，由此造成的耗能严重。国家为解除固废产生的环境污染、高耗能等问题，积极推出扶持政策。从市场面看，固废处理是变废为宝，是大势所趋且低成本高收益。公司是固废处理的龙头企业，在政策市场双面利好的情况下，公司未来发展潜力巨大。
- I 我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.92元、1.29元和1.75元，对应PE分别33X、21X、16X。我们认为公司主营业务全部是盈利增长业务，并且“十二五”是固废处理产业的黄金发展期，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，公司作为龙头企业在行业高成长中有望受益最大，未来业绩高增长将可持续，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。我们看好公司未来发展前景，给公司“推荐”投资评级。

桑德环境 000826 2011-07-20

评级 推荐

目标价格 30.36

当前价格 25.38

基础数据

总市值(百万)	10,114.8
总股本/流通股本(百万)	413.4/400.5
流通市值(百万)	9,799.9
每股净资产	3.08
净资产收益率	3.66

交易数据

52周内股价区间 34.04/29.44

10年市盈率 50.52

市净率 4.86

一年期走势图



联系人: 雷鸣

行业研究员: 穆运周

证书编号 S0820510120007

电话 021-32229888-3508

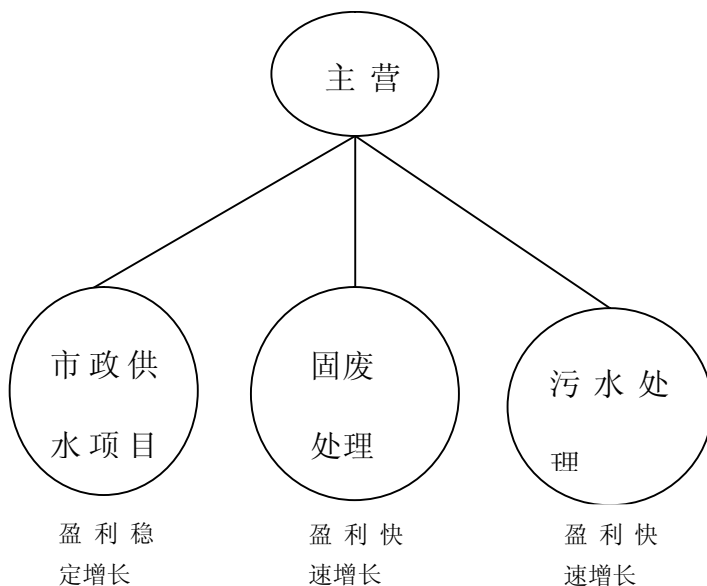
E-mail leiming@ajzq.com

相关报告

公司业务细化分析

Ø **高增长业务：**公司主营业务为市政供水项目投资运营及污水处理项目投资运营、固体废弃物处理工程建设等相关环保产业。公司的三大主营业务都是符合国家政策扶持产业或者属于稳定增长产业。

Ø 图一：公司主营业务盈利水平发展



资料来源：爱建证券

Ø **供水业务、稳定增长：**从大环境来看，2010年年报显示，水务板块上市公司的行业营业总收入同比增长9%。分业务来看，上市公司供水业务收入平均同比增长4.26%，平均毛利率为34.64%，同比增加2.68%。从微观层面看，公司市政供水项目的营业收入同比增长为10.87%，公司市政供水项目高于平均水平，盈利良好。未来供水业务发展也可以从宏观与微观来看：

² **从宏观层面：**1，水资源短缺，水需求稳定增长。

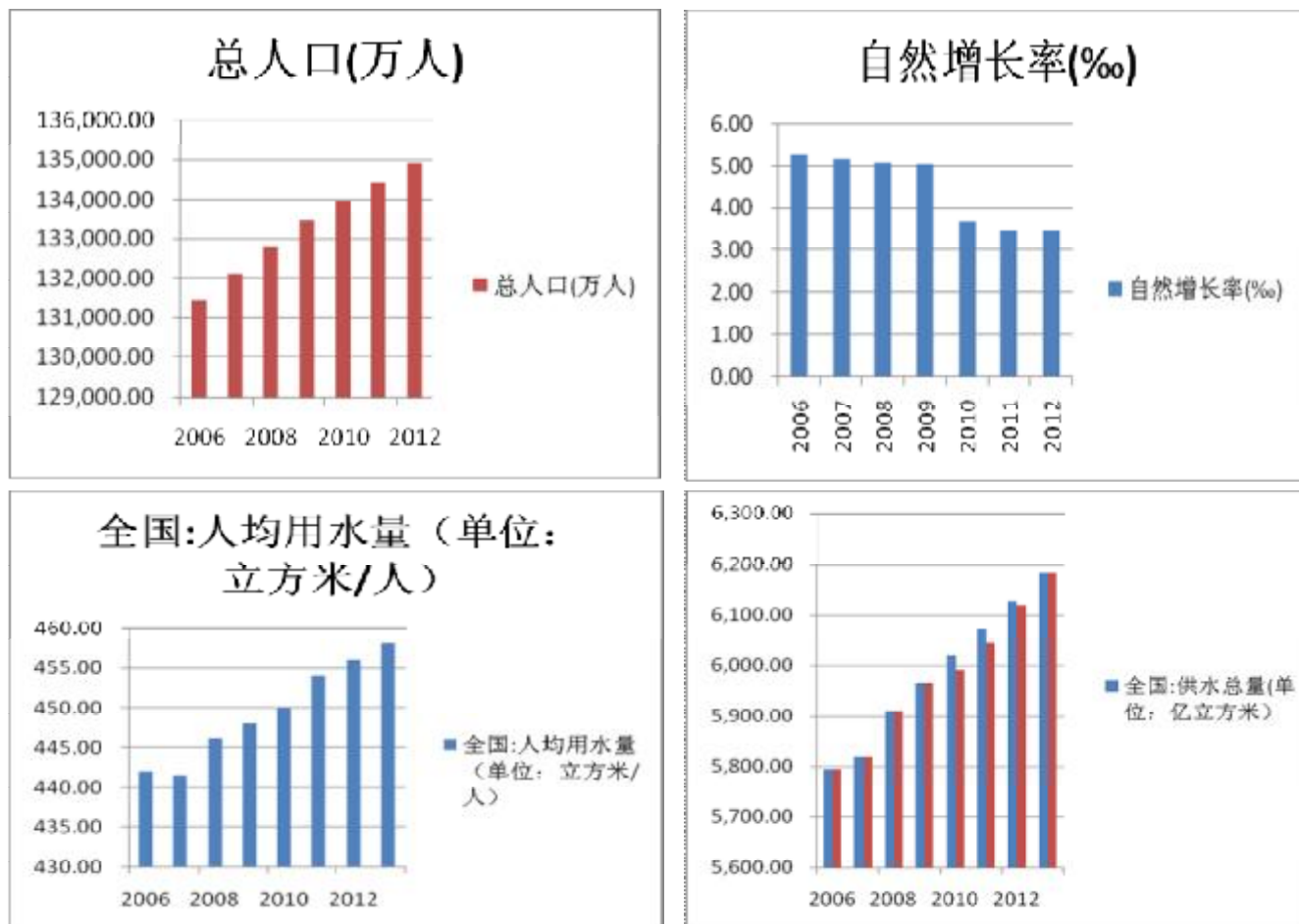
2，供水企业不断减少，水需求有增无减。

3，政策利好，水价提升。自来水价格针对不同领域、不同行业、不同地域、不同时段实施差别阶梯水价。

请务必阅读正文之后的重要声明

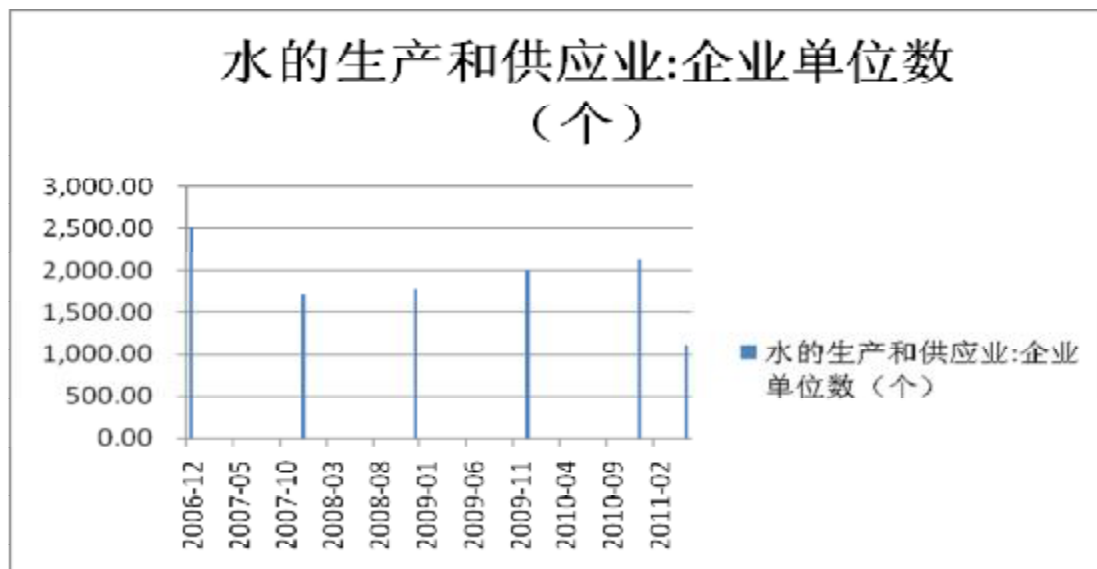
公司研究

图二：人口与用水关系



资料来源: wind, 爱建证券

图二：近年来用水企业个数变化

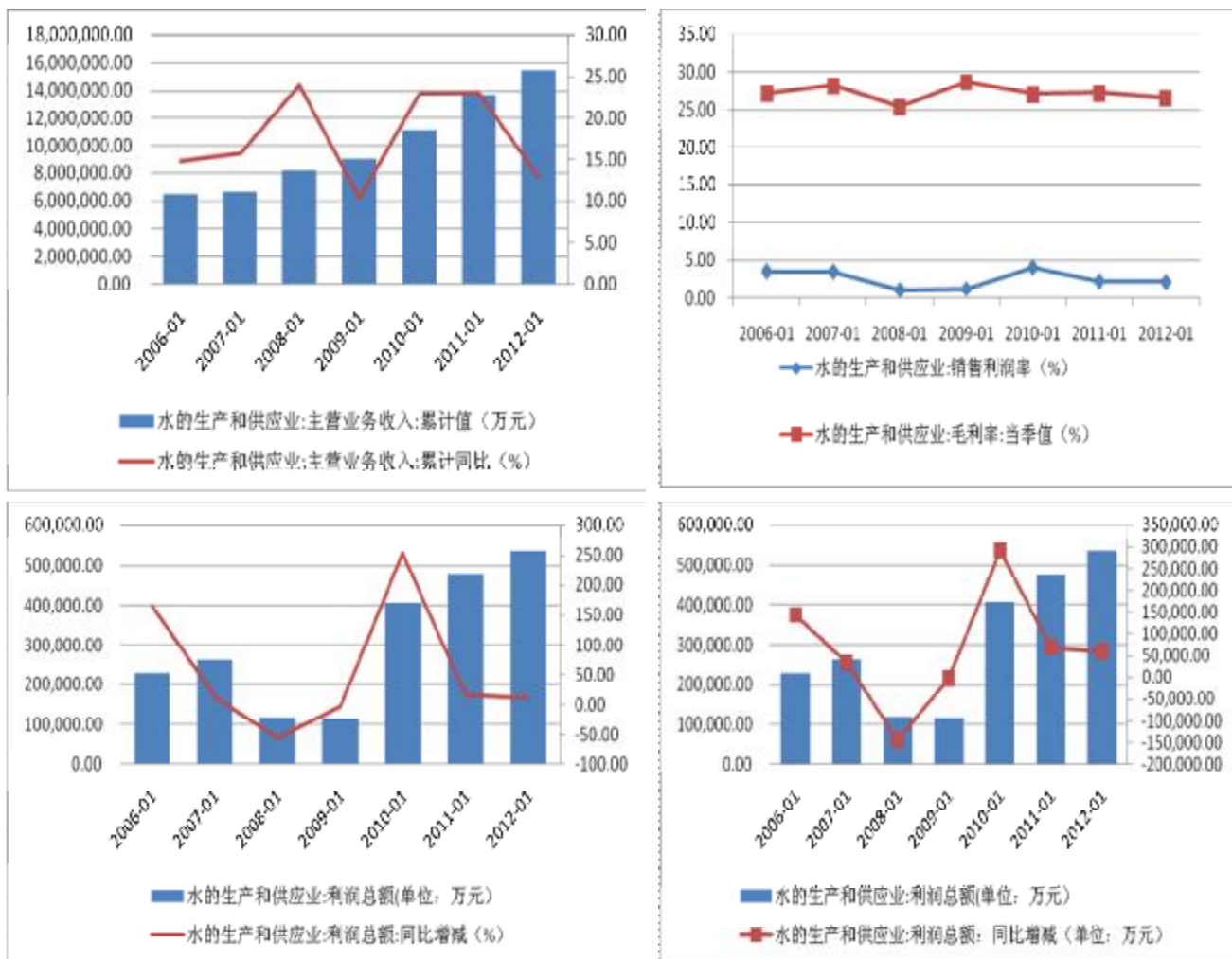


资料来源: wind, 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

图三：供水企业主要盈利指标近年变化及预测



资料来源: wind, 爱建证券

- 2 **公司微观层面:** 公司共四家市政供水公司, 一家在江苏、一家在浙江, 还有两家在湖北。公司的四个供水子公司所在地水价提升比较缓慢, 但是水资源变少, 供水单位变少与水需求稳定增长不变。

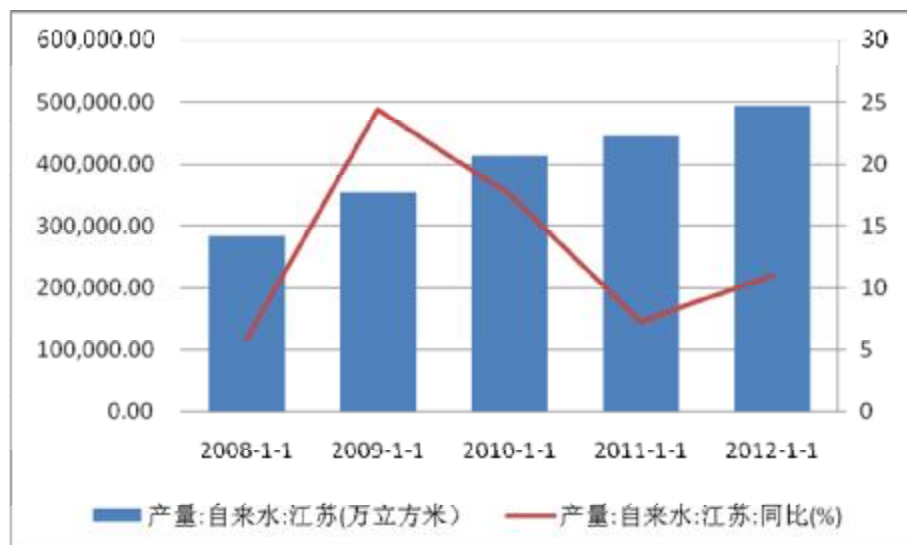
图四：湖北省水企业近年产水增量与同比增量级及预测



资料来源: wind, 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图五：江苏省水企业近年产水增量与同比增量级及预测



资料来源: wind, 爱建证券

图六：江苏省水企业近年产水增量与同比增量级及预测



资料来源: wind, 爱建证券

综上所述，公司供水业务将随人口增长、人均用水量增加及水价增加而上升。

Ø **污水处理，顺势增长：**不论是“十二五”规划，还是中央一号水利文件，都明确显示出污水处理将是未来五年新的增长点。

² **宏观生态面：**淡水资源日益减少，在保证必要的直接淡水资源供应外，其他用水使用再生水等非直接淡水资源是生态发展瓶颈所致，是国家可持续发展的必由之路。

² **宏观政策面：**1、在科学技术支出中，“水专项”高达2.17亿元。“水专项”全称为“水体污染控制与治理科技重

请务必阅读正文之后的重要声明

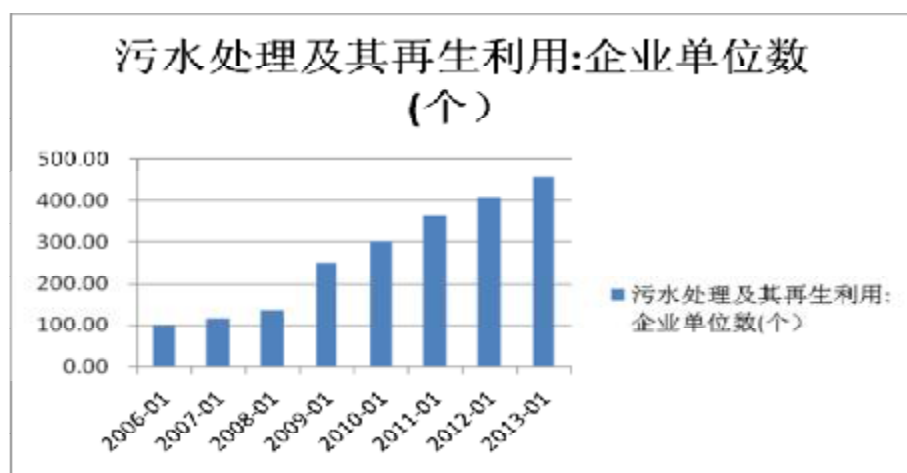
大专项”，该项目被列为《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》十六个重大科技专项之一，总经费概算300多亿元，是我国政府实施的迄今为止资金投入总量最大的环境科研项目。

2、非民用和非市政供水主要用再生水，未来超出水资源控制量之外的增量指标，将通过水权流转或再生水使用的方式满足。

3、加大污水处理力度，未来五年，我国将适度提高城镇污水处理收费和排污收费标准，并推进氨氮等主要污染物排污权有偿使用和交易工作。

4、2009年底我国的污水处理率为13%，“十二五”的目标是达到80%，但与发达国家90%的污水处理率相比仍有较大差距。“十二五”期间，污水处理产能需要增长67%才能满足污水处理需要。

图七：污水处理公司近年变化及预测



资料来源: wind, 爱建证券

图八：所有污水处理公司主营业务收入及未来预测



资料来源: wind, 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

- 2 公司微观：**1、公司主营业务符合国家发展战略，“十二五”我国环保发展第一大重点领域就是污水处理，具体包括脱氮除磷、现有污水处理厂升级改造、中小城市污水处理厂建设以及工业废水处理等。公司主营的污水处理项目主要是工业废水处理。

2、2010年年报显示，水务板块上市公司的污水业务收入平均同比增长14.18%，平均毛利率为55.42%，同比下滑2.50%。公司污水处理业务收入较上年同期相比年增长15.30%；毛利率为37.12，总体说来公司污水处理业务与平均水平持平。公司控股的宜昌三峡水务、南昌象湖水务、包头鹿城水务、夏家湾水务主营业务经营较为稳定，且公司在湖北省内陆续建成投产的大冶、枝江、夏家湾二期项目陆续开始进入运营，未来公司于污水处理这部分营业收入将不断扩大。

- Ø 固废处理，公司龙头增长业务：**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。

- 2 宏观层面：**固废处理为国家“十二五”规划重点扶持项目，国务院于4月25日下发《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》，明确了垃圾处理的发展目标——到2015年全国城市生活垃圾无害化处理率要达到80%以上；直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理。每个省（区）建成一个以上生活垃圾分类示范城市。50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。城市生活垃圾资源化利用比例达到30%，直辖市、省会城市和计划单列市达到50%。建立完善的城市生活垃圾处理监管体制机制。到2030年，全国城市生活垃圾基本实现无害化处理，全面实行生活垃圾分类收集、处置。城市生活垃圾处理设施和服务向小城镇和乡村延伸，城乡生活垃圾处理接近发达国家平均水平；并提出基本原则是综合利用，变废为宝，推进垃圾分类，加强资源利用。

- 2 微观层面：**

I 公司当前状况：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最先受益也会受益最大，公司固废处理业绩将迎来爆发性增长。投资湖南静脉园项目，横向拓展了产业链，是公司首次进入固废资源化产业；投资重庆南川区生活垃圾处理项目，纵向延伸了产业链，是公司首次进入固废处理运营行业。这些项目将建成公司固废处理示范工程，未来有望在异地进行大规模产业复制。

I 公司技术领先且符合市场需求：一般无公害化处理的方式有填埋，堆肥，焚烧和生化处理，桑德环境可以提供垃圾处理综合处理方式，既可以满足地广人稀地区的填埋需求，又可以满足土地资源缺乏地区的焚烧要求，同时还可以做建设大型的静脉产业园做综合处理，公司作为国内少数同时拥有填埋、堆肥和焚烧技术的企业，将整合各技术路线，实现垃圾综合处理。

I 公司过往总结与未来展望：公司 2010 年实现收入 9.72 亿元，较上年同期增长 42%；四季度实现收入 3.31 亿元，同比、环比分别增长 66%、37%。由于公司原有建设项目进入施工及后期安装调试高峰，公司固废处置工程及设备建安收入分别同比增长 46%和 132%，成为公司收入增长的主要推动因素。未来公司将进一步完善固废行业产业链条，打造成“高品位、高品质、高技术，在产业、资本市场形象俱优的一流专业环保企业”的发展战略，预计今后五年固废业绩年均增长率不低于 50%。公司 EPC 项目从设计-咨询-工程总包-系统集成-安装调试一揽子工程已经形成很强的竞争力，将充分利用公司业务覆盖面广，产业链全的优势，加快固废 EPC 多元化发展步伐。公司将充分利用各地建设固废处理设施的良好机遇，以投资为带动，争取更多的市场机会和空间，带动公司各产业链快速发展，为公司的发展争取更大的市场空间。公司将面向全国市场开展，涵盖固废领域的全部领域。目前在废旧物资资源综合利用、工业危险废弃物、沼气发电、废旧轮胎处理、汽车拆解、电子垃圾处理、资源回收加工利用、餐厨垃圾处理等领域做好了相关技术研发和储备。固废设备制造是公司业务链条中重要的一环，加强设备技术研发和相关固废处理细分市场关键设备的研发和生产制造水平，公司将尽快形成一定的标准化体系，完善生产管理、市场营销网络建设，打造固废设备制造品牌。

Ø 风险提示：

- ² 公司供水业务与污水处理业务所处省份，政策出台慢或者力度不够。
- ² 供水企业与污水处理企业大量增加引发的激烈竞争。
- ² 污水处理技术的提高引起的行业格局变化。
- ² 固废设备销售与工程订单低于预期。

Ø 盈利预测

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.92元、1.29元和1.75 元，，对应PE分别33X、21X、16X。我们认为公司主营业务全部是盈利增长业务，并且“十二五”是固废处理产业的黄金发展期，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，公司作为龙头企业在行业高成长中有望受益最大，未来业绩高增长将可持续，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。我们看好公司未来发展前景，给公司“推荐”投资评级。

公司研究

表一：主要财务数据：

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	972	1478	2069	2810
增长率(%)	42.01	52.08	40.02	35.85
归属母公司股东净利润	207	369	517	702
增长率(%)	42.04	78.26	40.10	35.78
每股收益(EPS)	0.50	0.92	1.29	1.75
每股经营现金流	0.62	0.89	1.00	1.13
销售毛利率	37.03%	50.03%	39.83%	35.23%
销售净利率	18.52%	26.04%	19.15%	16.32%
净资产收益率(ROE)	16.24%	25.44%	32.31%	39.00%
市盈率(P/E)	50.52	33	21	16
市净率(P/B)	4.86	8.67	7.52	7.77

资料来源: wind, 爱建证券

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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

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

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务

请务必阅读正文之后的重要声明

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。