

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

获 3.5 亿山东订单，今年第一大单

事件描述

桑德环境（000826）今日公布重大合同签署公告，主要内容如下：

- 签署了《临朐县生活垃圾处理特许经营协议》，特许经营期为 30 年，规划设计规模生活垃圾焚烧发电+卫生填埋工艺不低于 500 吨/日，项目总投资约 3.5 亿元左右。

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.74 元、1.04 和 1.32 元，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一， 获得山东订单——公司今年第一个重大订单

桑德环境是我国固废处理行业的领军者，因此市场对于公司获得订单的能力认同感强。由于市场资金面紧张和固废政策逐步明朗尚需时间，上半年整体上行业订单的情况略低于预期，目前政府资金相对紧张，因此很难拿出资金来投资固废行业，而在政府资金量有限之时，对于资金面相对宽裕或者信誉好的公司是利好，公司可以通过 BOT 或者特许经营权的方式获得项目，山东订单是公司今年获得的第一个重大订单，由于上半年公司一直未有大订单公告，下半年获得订单支持符合预期，我们认为在公司具备资金能力的情况下，下半年有望获得更多项目。

第二，此项目对明年业绩未有影响，项目投产后将为公司贡献净利润 3357.7 万元

如项目能够如期在 2011 年下半年正式开工建设，我们按照一般 500 吨的项目建设期大约在一年半到两年时间，那么 2012 年或者 2013 年能够贡献业绩的可能性不大，若按照公告预计该项目公司内部投资收益率不低于 8%，特许经营权 30 年计算，此项目投产后将为公司贡献净利润 3357.7 万元。

第三、继湖南静脉产业园之后，公司再签订战略合作框架协议

公司在去年与湖南湘潭签订投资 50 亿建设静脉产业园项目，今年公司与湖北省襄阳老河口市人民政府签订战略合作框架协议，主要的合作项目为：（1）城镇生活垃圾处理项目；（2）新建污水处理项目；（3）对已运营城镇污水处理厂、自来水厂进行资产重组，纳入上市公司规范运作；（4）新建废弃电器电子产品回收拆解项目；（5）报废汽车回收拆解与资源综合利用项目；（6）车辆改装项目；（7）其他资产重组项目。

公司与多个地区政府签订合作框架，而环保产业又为十二五政府重点规划的领域，与政府保持良好的战略合作关系可以为公司未来获得更多项目，短期对于公司业绩影响不大，而惠及公司长期发展。

第四、我们维持对公司“推荐”评级

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.74 元、1.04 和 1.32 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，我们维持公司“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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	972	1344	1715	2116	货币资金	164	134	171	212
营业成本	629	851	1051	1292	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	343	493	664	824	应收账款	747	1033	1318	1627
% 营业收入	35.3%	36.7%	38.7%	39.0%	存货	12	16	20	25
营业税金及附加	10	14	18	22	预付账款	43	58	71	87
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	12	16	21	25	流动资产合计	966	1242	1581	1951
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	40	56	71	88	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	38	49	50	48	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.7%	2.9%	2.3%	固定资产合计	693	1000	1307	1613
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	1291	1227	1165	1107
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	0	0	0
营业利润	239	358	504	641	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	24.6%	26.6%	29.4%	30.3%	资产总计	2974	3474	4059	4677
营业外收支	8	10	10	10	短期贷款	477	497	504	413
利润总额	248	368	514	651	应付款项	389	526	650	799
% 营业收入	25.5%	27.4%	30.0%	30.8%	预收账款	14	20	25	31
所得税费用	32	47	66	84	应付职工薪酬	1	2	2	2
净利润	216	321	448	567	应交税费	68	100	137	172
归属于母公司所有者的净利润	207.0	307.7	429.5	544.1	其他流动负债	85	116	143	176
少数股东损益	9	13	18	23	流动负债合计	1035	1260	1462	1594
EPS (元/股)	0.50	0.74	1.04	1.32	长期借款	511	511	511	511
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	258	359	461	582	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	1587	1812	2014	2147
收回现金					归属于母公司	1274	1536	1901	2364
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	112	126	144	167
固定资产投资	-184	-313	-317	-321	股东权益	1387	1662	2045	2530
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2974	3474	4059	4677
投资活动现金流净额	-184	-313	-317	-321	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.501	0.744	1.039	1.316
银行贷款增加 (减少)	-23	20	8	-91	BVPS	3.08	3.72	4.60	5.72
筹资成本	79	-96	-115	-130	PE	50.08	33.70	24.14	19.05
其他	-176	0	0	0	PEG	1.32	0.89	0.64	0.50
筹资活动现金流净额	-120	-76	-107	-221	PB	8.13	6.75	5.45	4.39
现金净流量	-46	-30	37	40	EV/EBITDA	32.72	23.50	17.92	14.54
					ROE	16.2%	20.0%	22.6%	23.0%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。