

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
环保产业方兴未艾，前景壮阔	4
十二五收官之年环保政策风起云涌	4
“水十条”开启水务行业新天地	7
“新常态”引领固废产业迎来黄金发展期	8
环保产业进入大资本时代	10
环境第三方服务先行者，业务布局彰显战略优势	12
固废处置及水务运营领域：先发优势明显，在手百亿元订单保障业绩增速	12
环卫一体化领域：向国内最大清运服务商进发，积极构建互联网环卫	17
环保设备制造领域：加码水处理和固废处理设备，拓展环卫车辆设备领域	19
再生资源领域：积极布局废电拆解回收市场，构建再生资源 O2O 平台	20
新股东背景雄厚，环保资产整合平台开启	21
盈利预测与估值	26
盈利预测	26
相对估值与投资评级	27
风险因素	28

图 目 录

图 1：桑德环境历年营收和净利润（亿元）	3
图 2：桑德环境历年毛利率和净利率	3
图 3：桑德环境控股权变更	4
图 4：2014 年垃圾焚烧发电新增市场份额分布	9
图 5：桑德环境历年收入结构（亿元）	13
图 6：桑德环境历年毛利润结构（亿元）	13
图 7：静脉产业园示意图	15
图 8：桑德环境环卫一体化业务拓展历程	19
图 9：桑德环境再生资源回收业务拓展历程	21
图 10：清华控股能源环保业务	25

表 目 录

表 1：桑德集团发展历程	2
表 2：2014 至今环保政策一览	5
表 3：环保产业并购案例	11
表 4：桑德环境已完工的主要固废处置项目	13
表 5：桑德环境未完成的固废处置 BOT 项目(截止 2015 年 Q1)	15
表 6：清华控股主要对外投资情况	22
表 7：启迪控股主要对外投资情况	23
表 8：桑德环境营收增速和毛利率预测	26
表 9：桑德环境可比公司估值	27

公司简介

桑德环境是国内固废处置工程系统集成领域的领先企业，业务范围涵盖从城市生活垃圾、工业及医疗危险废弃物到城市污泥和电子垃圾处置的固废领域，同时在特定区域还有供水和污水处理业务。公司涉及固废处置全产业链，拥有固体废弃物专项设计、环保工程专业承包、生活垃圾处理设施运营、危险废弃物处理设施运营等多项资质，能够为客户提供“工程设计-施工承包-设备集成及安装调试”的一体化、专业化服务。

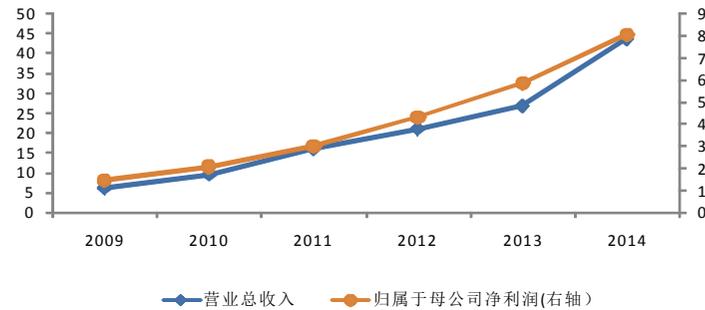
表 1: 桑德集团发展历程

时间	事件
1993	针对严重的工业废水问题，桑德集团首倡“交钥匙工程”，推动中国工业废水处理进程
1998	桑德集团进入环保设备制造领域
1999	桑德集团进入市政污水处理领域
2002	桑德集团收购国投原宜进入资本市场；桑德集团进入固废处理领域
2007	桑德集团进入清洁能源领域
2010	桑德环境投资建设全国最大的城市循环经济体系——湖南静脉产业园
2011	桑德创造乡镇污水处理新模式
2012	山东德州垃圾焚烧发电进入试炉阶段，桑德环境开始积累垃圾发电运营经验；桑德环境涉足危废处理领域
2013	桑德环境进入餐厨垃圾处理领域和再生资源回收领域
2014	桑德环境进入环卫一体化领域，再生资源回收利用领域的市场规模进一步提升
2015	清华入主桑德环境

资料来源：公司网站，公司公告，信达证券研发中心整理

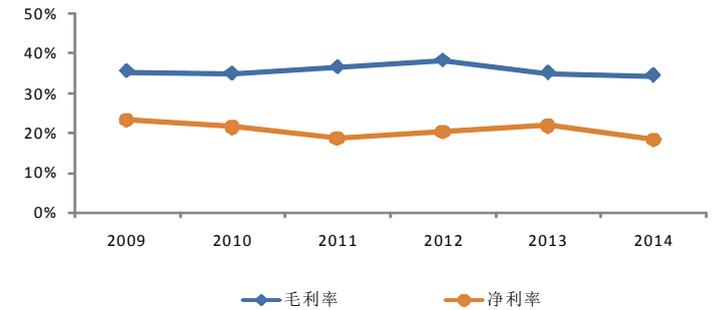
公司业绩在过去的 5 年中快速增长，营业收入年复合增长率 45%，归属母公司净利润年复合增长率 41%。公司的毛利率和净利率波动小，保持在较高水平。

图 1: 桑德环境历年营收和净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 桑德环境历年毛利率和净利率



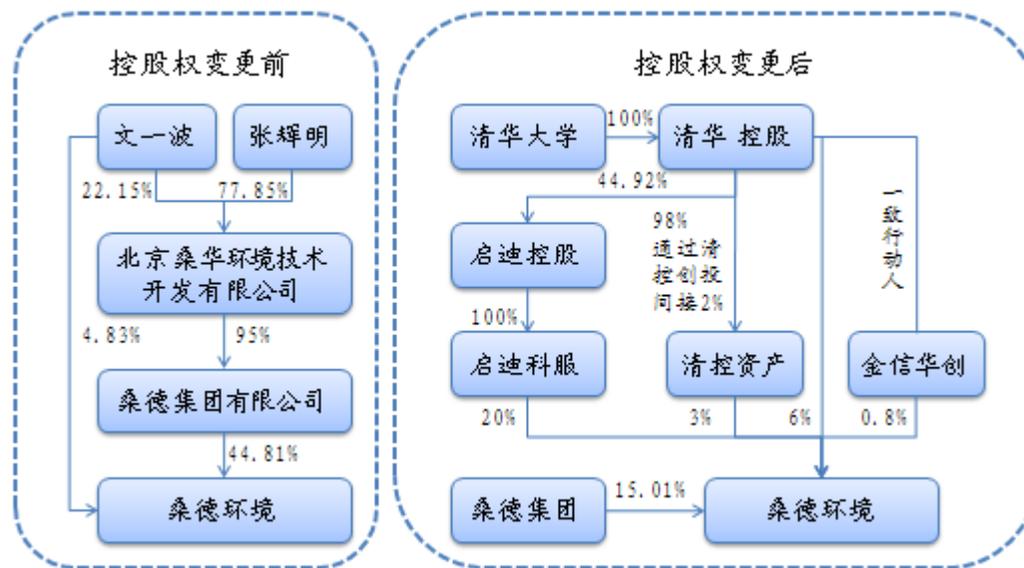
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2014年9月桑德环境发布非公开发行股票预案, 拟募资不超过35亿元用于全资子公司桑德环境香港认购桑德国际(香港联交所上市公众公司, 股票代码0967.HK)增发的2.80亿股股份和协议受让Sound Water (BVI) Limited所持桑德国际2.48亿股股份, 占桑德国际增发后股份总数的31.19%; 同时, 公司将从境内水务投资运营业务的全资子公司湖北一弘水务有限公司100%股权作价12亿元转让给桑德国际或桑德国际的指定方。

2015年2月4日, 海外做空机构Emerson Analytics发布了一份针对桑德国际的做空报告。3月16日起, 桑德国际开始持续停牌, 原因是延迟刊发2014年全年业绩, 这导致了各方于2014年9月14日签署的《股份认购协议》及《股份受让协议》所约定的交割先决条件未获得满足。2015年4月9日桑德环境发布公告, 非公开发行股票预案事项终止实施。

4月11日, 桑德环境公告, 清华系旗下四家公司将合计出资近70亿元受让桑德集团持有的桑德环境29.8%的股份, 其中清华控股、启迪科服、清控资产、金信华创分别出资14.1亿元、47亿元、7.04亿元和1.88亿元, 各自获得桑德环境6%、20%、3%及0.8%的股份, 桑德集团的持股比例由44.81%下降至15.01%成为第二大股东。本次交易尚需清华控股取得国资委批准。交易后新股东启迪科服的股份锁定2年, 清华控股、清控资产、金信华创锁定1年。

图 3: 桑德环境控股权变更



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

环保产业方兴未艾, 前景壮阔

十二五收官之年环保政策风起云涌

作为“十二五”期间国家重点发展的七大新兴产业之首, 环保行业进行了政策和投资缺失的密集“补课”。“十二五”环保政策体系是中国第一个相对系统、全面、精细、实用的环保行业规则规范体系。环保细分产业政策不断落地, “水、电、气”等产品价格改革持续推进, 污水处理、污泥处置、垃圾处理等环保收费改革也在进行中。

2015年是“十二五”收官之年, 也是绿色GDP大考之年。中央对各级政府的环保考核趋严, 倒逼环保投资落地。从全国环境污染治理投资总额的历史数据看, 每个五年发展规划的收官之年的投资增速最高, 2005年增速为25%, 2010年增速为47%。预计2015年政策和投资落地都将“掷地有声”。

表 2: 2014 至今环保政策一览

政策	发布时间	内容
《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》	14.1	
《城市大气挥发性有机化合物(VOCs)监测技术指南(试行)》	14.2 征询意见	提出建立完善 VOCs 排污收费制度、重点行业 VOCs 污染物排污许可证制度、VOCs 排放权使用和交易等市场机制。
《土壤污染防治行动计划》	14.3 原则通过	切断各类土壤污染源、实施农用地分级管理和建设用地分类管控以及土壤修复工程、以土壤环境质量优化空间布局 and 产业结构、提升科技支撑能力和产业化水平、建立健全管理体制机制、发挥市场机制作用
《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》	14.3	人均城市建设用地严格控制在 100 平方米以内,建成区人口密度逐步提高;绿色生产、绿色消费成为城市经济生活的主流,节能节水产品、再生利用产品和绿色建筑比例大幅提高;城市地下管网覆盖率明显提高。
《中华人民共和国环境保护法》	14.4	将保护环境作为国家的基本国策;强调政府监督管理责任,加大违法惩治力度;完善环境监测制度,控制重点污染物排放总量,实施区域协调和联动防治;建立环境公益诉讼制度;在重点生态功能区和生态环境敏感区和脆弱区等区域划定生态保护红线,实行严格保护。
《能源行业大气污染防治方案》	14.5	近期目标是到 2015 年,非化石能源消费比重提高到 11.4%,天然气(不包含煤制气)消费比重达到 7%以上;京津冀、长三角、珠三角区域重点城市供应国 V 标准车用汽、柴油。中期目标为到 2017 年,非化石能源消费比重提高到 13%,天然气(不包含煤制气)消费比重提高到 9%以上,煤炭消费比重降至 65%以下;全国范围内供应国 V 标准车用汽柴油。力争实现煤炭消费总量负增长。
《锅炉大气污染物排放标准》	14.5	10t/h 以下的燃煤锅炉需要进行燃油和燃气锅炉改造、集中供热或并网、替代优质型煤锅炉和生物质成型燃料锅炉等措施,10t/h 以上燃煤锅炉需要安装机械除尘+湿法脱硫或电除尘+湿法脱硫装置。
《生活垃圾焚烧污染控制标准》修订版	14.5	提高了生活垃圾焚烧厂颗粒物、NOx、SO2、HCL、重金属及其化合物、二恶英等污染物排放控制要求(二恶英排放标准提高到 0.1ngTEQ/m3 欧盟标准),并增加了启动、关闭及事故排放的控制要求;此外,还调整了《标准》的适用范围,将生活污水处理设施产生的污泥以及一般工业固体废物的专用集中焚烧设施的污染控制纳入进来。
《锡、锑、汞工业污染物排放标准》	14.5	与现行标准相比, SO2、COD、NH3-N 年排放量将分别削减 41%、47%和 57%,废气中各类重金属的削减率均在 65%以上。
《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)》	14.5	收严了污染物的排放限值。从国二标准到国三标准,主要降低氮氧化物(NOx)和碳氢化合物(THC),根据发动机功率段的不同,降低幅度约 30%-45%。从国三标准到国四标准,主要降低颗粒物(PM),根据发动机功率段不同,降低幅度约为 50%-94%。
《大气污染防治行动计划实施情况考核办法(试行)实施细则》	14.6	为考察大气污染防治重点任务完成情况设立 10 个指标
《关于开展污染场地环境监管试点工作的通知》	14.8	要求各试点地区建立规范的污染场地环境监管全过程管理模式

《关于进一步推排污权有偿使用和交易试点工作的指导意见》	14.8	要求 2017 试点地区排污权基本建立，对试点地区排污权核定、使用费收取、监督管理等问题作出规定
《关于推广运用政府和社会资本合作模式有问题的通知》	14.9	在全国范围内开展 PPP 模式示范
《煤电节能减排升级与改造行动计划 (2014-2020 年)》	14.9	规定燃机排放标准，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放分别不高于 10、35、50 毫克/立方；东部 11 省市新建机组达到标准，老机组 2020 年前改造完毕，改造总量约 1.5 亿千瓦
《关于调整排污费征收标准等有关问题的通知》	14.9	2015 年 6 月底前，各省（区、市）要将废气中的二氧化硫和氮氧化物排污费征收标准调整至不低于每污染当量 1.2 元，污水中的化学需氧量、氨氮和五项主要重金属（铅、汞、铬、镉、类金属砷）排污费征收标准不低于每污染当量 1.4 元。
《国家重点推广的低碳技术目录》	14.9	21 项低碳燃烧技术
《国家应对气候变化规划 (2014-2020 年)》	14.11	到 2020 年，单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%、非化石能源占一次能源消费的比重达 15%左右、森林面积和蓄积量分别比 2005 年增加 4000 万公顷和 13 亿立方米的目標。
《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》	14.11	到 2018 年，推广高效锅炉 50 万蒸吨，高效燃煤锅炉市占率由不足 5%提高到 40%；淘汰落后燃煤锅炉 40 万蒸吨；完成 40 万蒸吨燃煤锅炉的节能改造
《中华人民共和国大气污染防治法（修订草案）》	14.11	草案强调源头治理、全民参与，强化污染排放总量和浓度控制，增加了对重点区域和重点领域开展多污染物协同治理和区域联防联控的专门规定，明确了对无证、超标排放和监测数据作假等行为的处罚措施。
《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治暂行办法》	14.12	环保法配套文件，规定按日连续处罚适用范围、实施程序和计罚方式
《环境保护主管部门实施查封、扣押暂行办法》	14.12	
《环境保护按日连续处罚暂行办法》	15.1	
《突发环境事件调查处理办法》	15.1	
《关于推行环境污染第三方治理的意见》	15.1	明确了环境污染第三方治理的定义、原则和目標
《水污染防治计划》	15.4	到 2020 年，七大重点流域水质优良（达到或优于 III 类）比例总体达到 70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体高于 93%，全国地下水质量极差的比列控制在 15%左右，近岸海域水质优良（一、二类）比例达到 70%左右。

资料来源:各部委网站, 信达证券研发中心整理

“水十条”开启水务行业新天地

目前我国年用水总量已突破 6,000 亿立方米，全国年平均缺水量 500 多亿立方米，三分之二城市缺水。经水利部预测，2030 年中国人口将达到 16 亿，届时人均水资源量仅有 1,750 立方米，预计用水总量为 7,000 亿至 8,000 亿立方米，要求供水能力比现在增长 1,300 亿至 2,300 亿立方米。

2012 年 4 月，《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》明确提出，到 2015 年，我国城市污水处理率达到 85%（直辖市、省会城市和计划单列市城区实现污水全部收集和处理，地级市 85%，县级市 70%），县城污水处理率平均达到 70%，建制镇污水处理率平均达到 30%，城镇污水处理设施再生水利用率达到 15% 以上。“十二五”期间新增污水处理规模 4,569 万立方米/日；升级改造污水处理规模 2,611 万立方米/日；新建污水再生利用设施规模 2,676 万立方米/日。“十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4,300 亿元，其中，各类设施建设投资 4,271 亿元，包括完善和新建管网投资 2,443 亿元，新增城镇污水处理能力投资 1,040 亿元，升级改造城镇污水处理厂投资 137 亿元，污泥处理处置设施建设投资 347 亿元，以及再生水利用设施建设投资 304 亿元。

2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》，即“水十条”。“水十条”是我国治理水污染最重要的纲领性文件，包含 10 条 76 项 238 条具体措施。区别于以往文件，“水十条”不再停留在以减排量和排放标准为目标，而是直接将水体的改善程度作为考核标准，包括诸多硬性指标，各项要求可量化、可考核、规定截止时间、落实到部委负责，彰显了政府实现“美丽中国”的决心。

- ◆ “水十条”工作目标：到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
- ◆ “水十条”主要指标：到 2020 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于 III 类）比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例总体高于 93%，全国地下水质量极差的比例控制在 15% 左右，近岸海域水质优良（一、二类）比例达到 70% 左右。京津冀区域丧失使用功能（劣于 V 类）的水体断面比例下降 15 个百分点左右，长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。
- ◆ “水十条”十项措施：全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督。

“水十条”是继《大气污染防治行动计划》后又一重大污染防治计划。根据 E20 环境研究院院长傅涛博士分析，“水十条”涉及到的工业水污染治理、城镇水污染治理、农业污染治理、港口水环境治理、饮用水、城市黑臭水体治理、环境监管等方面，到 2020 年，完成“水十条”目标需要投入 4-5 万亿元，高于预期的 2 万亿元。

展望当前水务领域，城镇供水接近饱和，二次管网改造热潮掀起，农村污水处理成为新热点，再生水领域寻求困境突破，污泥处置迅速发展壮大。我们判断，“水十条”将给水务行业，特别是污水处理领域带来巨大的变化和发展机会，城市污水提标将大大加速，农村污水处理也将热度升温。

- ◆ 近年来我国出现过一起涉及饮水安全的水环境突发事件（上海黄浦江漂浮死猪、兰州水污染事件、腾格里沙漠排污等等），水环境风险控制亟待增强；
- ◆ “十一五”和“十二五”期间，我国城市污水处理厂在数量上快速扩张，已经处于逐步饱和的阶段，然而中国水环境面临的一大问题是污水排放标准与水环境质量标准衔接的问题。地表水环境质量和城镇污水处理厂出水标准不一致，许多城镇污水处理厂出水属劣五类水，比地表水还要脏；
- ◆ 15 年 2 月底，发改委、财政部、住建部三部门联合下发了《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，上调城市污水处理收费标准；
- ◆ 15 年 3 月底财政部网站公布 2015 年中央财政预算显示，中央对地方节能环保支出专项转移支付中，水污染防治资金预算数为 130 亿元，比 2014 年执行数增加 60 亿元，增长 85.7%。

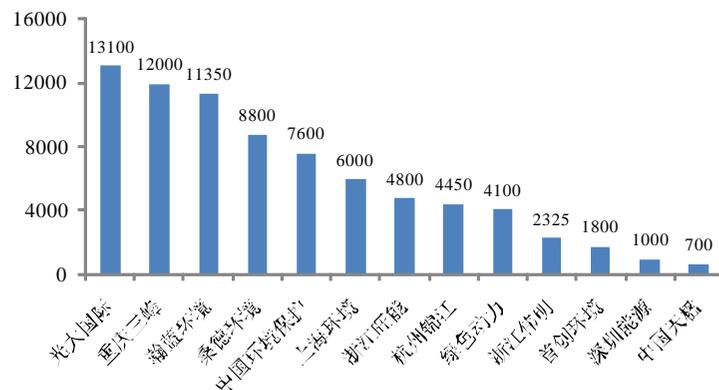
“新常态”引领固废产业迎来黄金发展期

近年来，由于城镇化和工业化快速发展，城市生活垃圾激增，而城市周边土地资源日益稀缺。垃圾焚烧发电可使垃圾体积减小 90%，重量减轻 80%，是对垃圾进行减量最为彻底的一种方式，是垃圾处理发展的趋势所在，垃圾焚烧发电成为国家宏观政策及产业政策大力支持和发展的产业。我国固废处理行业的发展迟于废气和污水治理 3-5 年，固废处理是我国“十二五”乃至“十三五”期间市场空间最大、亟待重点发展的环保领域之一。

2012 年以来，国家出台多项政策支持和规范垃圾焚烧发电行业发展。2012 年 3 月 28 日，发改委发布《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，明确规定：垃圾焚烧发电执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/千瓦时。2012 年 4 月 19 日，国务院办公厅印发《十二五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，规划到 2015 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上，而对应的中国生活垃圾焚烧处理能力，将从 2010 年 8.96 万吨/日，增加到 2015 年的 30.72 万吨/日，累计同比增长 242.7%。“十二五”期间，我国城市生活垃圾无害化处理设施总投资总量将达 2,636 亿元，而固体废弃物处理行业投资将达到 8,000 亿元，较“十一五”期间翻两番，年复合增长率约为 30%，是环保行业整体投资增速的 2 倍。

2014 年，垃圾焚烧发电新增市场规模约 10 万立方米/日，年均市场增速在 40%以上，城镇化进程推动中小城镇市场逐渐打开。2014 年的垃圾焚烧处理新增市场表现出了行业集中度提高、企业规模化的趋势。在新增市场规模上，14 家企业新增 7.8 万立方米/日，占市场份额的近 80%。

图 4：2014 年垃圾焚烧发电新增市场份额分布



资料来源:E20

目前固废产业各领域的发展状况为：垃圾焚烧市场在持续 3 年的爆发性增长中逐渐成熟，餐厨垃圾、垃圾收运等新兴市场逐步打开，危废市场逐步升温。我们对固废处理行业未来的发展判断是：

1) 固废产业在全国范围内还有很大市场空间，固废无害化处理设施大约需要 10~20 年才能大致覆盖全国城市，未来 3~5 年仍是以取得项目为目标的跑马圈地期；

- ◆ 目前全国 600 多座大中城市中，有 70% 被垃圾所包围，形成“垃圾包围城市”的局面。在 80 年代，全国城市垃圾年产量约为 1.15 亿吨，到 90 年代已达 1.43 亿吨，仅次于美国居世界第二。预测到 2030 年，我国城市垃圾年产总量将达到 4.09 亿吨，并在 2050 年达到 5.28 亿吨。
- ◆ 目前全国城市垃圾历年堆放总量高达 70 亿吨，而且产生量每年以约 8.98% 速度递增。垃圾堆放量占土地总面积已达 5 亿平方米，约折合 75 万亩耕地，相当于全国每 1 万亩耕地就有 3.75 亩用来堆放垃圾。
- ◆ 目前，中国城市生活垃圾的处理率只有 58.2%，无害化处理率更是仅为 35.7%，远低于世界许多国家的水平。

2) 目前固废产业的四个“新常态”环境为标准趋高、监管趋严、社会参与和效果导向，预计焚烧标准的提高、监管的趋严，将推动资源更倾向龙头企业，行业集中度将进一步提升；

- ◆ 新修订的《生活垃圾焚烧污染控制标准》于 2014 年 5 月发布。新《标准》提高了生活垃圾焚烧厂颗粒物、NO_x、SO₂、HCL、重金属及其化合物、二恶英等污染物排放控制要求，并增加了启动、关闭及事故排放的控制要求；此外，还调整了《标准》的适用范围，将生活污水处理设施产生的污泥以及一般工业固体废物的专用集中焚烧设施的污染控制纳入进来。《标准》规定新建设施于 2014 年 7 月 1 日起执行，现有设施将宽限至 2016 年 1 月 1 日。
- ◆ 新修订的《锅炉大气污染物排放标准》于 2014 年 5 月发布，被称为最严格的锅炉排放标准。据环保部科技标准司数据，执行新标准后，10t/h 以下的燃煤锅炉需要进行燃油和燃气锅炉改造、集中供热或并网、替代优质型煤锅炉和生物质成型燃料锅炉等措施，10t/h 以上燃煤锅炉需要安装机械除尘+湿法脱硫或电除尘+湿法脱硫装置。
- ◆ 2014 年 12 月环保部通过《环境保护主管部门实施按日连续处罚暂行办法(草案)》、《环境保护主管部门实施查封、扣押暂行办法(草案)》、《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治暂行办法(草案)》和《企业事业单位环境信息公开暂行办法(草案)》，以及《突发环境事件调查处理办法(草案)》、《环境保护部工作规则(修订草案)》，规定按日连续处罚适用范围、实施程序和计罚方式。

3) 固废处理产业链一体化服务是未来的发展趋势。垃圾分类和垃圾清运处于固废处理产业链前端，是垃圾处理的重要前提。垃圾飞灰和炉渣处置则是产业链末端的最终处理步骤。受行政经费不足、环保意识落后影响，目前我国垃圾分类和垃圾清运现状不容乐观，严重影响了垃圾供应的规模和质量。在 PPP 模式创新、民众环保意识提高的大环境下，预计未来我国垃圾清运市场将逐步打开，成为固废处理产业链的新蓝海。

- ◆ 垃圾清运市场处于试水阶段，并未放开。目前垃圾处理是由各城区环卫处根据收费规定跟小区物业签订协议，环卫处将垃圾运到转运站，然后统一进行无害化处理。但由于收费率不高，或是物业与环卫站没有达成协议，有些物业公司通过外聘民营企业来清运垃圾。根据国家住建部规定，未取得城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务许可证的企业，不得从事城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输活动。
- ◆ 就目前国内普遍情况来看，被资本市场完全认可，操作模式也相对成熟的固废领域市场化项目，还是垃圾焚烧领域的 BOT 项目；在前端收运部分，清扫的委托运营比较成熟也较易推广；最有意义也是最困难的是垃圾收运、垃圾分类和有机垃圾收集这三个方面的 PPP 改革，需要更复杂的结构，更合理的商业模式设计，还有更成熟的产业主体的参与。

环保产业进入大资本时代

随着相关环保政策密集出台，环保产业成为景气度最高的新兴产业之一。产业资本向环保领域聚集，行业投资增速加快，市场空间打开，行业竞争加剧，推动产业升级。环保产业进入大资本时代。

1) 制度方面，新三板转板制、IPO 与再融资取消环保核查、注册制等利好政策为有实力的环保公司上市扫除了障碍。

- ◆ 2014年，新上市的环保产业公司有博世科(300422.SZ)、国祯环保(300388.SZ)、高能环境(603588.SH)。
 - ◆ 根据中国水网不完全统计，目前已走在上市进程中或明确提出上市计划的水务企业近30家。
 - ◆ 根据E20研究院不完全统计，2014年，上市以及拟上市固废企业有16家。
- 2) 在资本聚集和政策、制度推动背景下，环保产业并购潮延续，有实力的企业通过收购并购等方式以实现市场拓展和业务整合，扩张产业链和业务规模，从而重塑行业格局。
- ◆ 据E20研究院不完全统计，2014年，固废领域发生并购26起，涉及交易金额100亿元以上。
 - ◆ 据wind不完全统计，2014年，水务领域发生并购24起。并购主要表现在两个方面：一是原来的龙头企业对市场的整合，企业规模化发展趋势形成，百万吨左右的水务企业是龙头企业的标的；另一方面，资金雄厚的央企通过并购加入水务领域，并快速扩大规模。
 - ◆ 据点绿中国相关统计，2015年第一季度，上市公司对环保细分领域的项目投资总额就已超过230亿，企业收购总交易额超过40亿元，污水处理、固废、生态环保等环保细分领域均有收并购活动。

表3：环保产业并购案例

买方名称	标的方名称	公告时间	交易价值(万元)	股权转让比例
中国水务投资有限公司	重庆三峡水利电力(集团)股份有限公司	2015-4-15	47425	6.29%
瀚蓝环境股份有限公司	佛山市南海瀚泓污水处理系统管理有限公司	2015-2-14	1350	90%
北京城市排水集团有限责任公司	北京京城水务有限责任公司	2014-7-30	227108.1	51%
黑龙江国中水务股份有限公司	沈阳经济区彰武爱思特水处理有限公司(水务)	2014-4-18	200	100%
黑龙江国中水务股份有限公司	宁阳磁窑中环水务有限公司	2014-4-18	1900	95%
重庆水务集团股份有限公司	煌盛集团重庆管业有限公司	2014-4-4	421.19	
博大水务	碧水源博大水务科技有限公司	2014-3-28	503.28	
钱江水利开发股份有限公司	杭州天创环境科技股份有限公司	2014-3-19	1750	5%
浙江海亮股份有限公司	浙江海元环境科技有限公司	2015-4-20		100%
云南银发绿色环保产业股份有限公司	河北瑞洁环境科技有限公司	2015-4-16	900	100%
启迪科技服务有限公司	桑德集团有限公司	2015-4-11	699093.22	30%
福建龙马环卫装备股份有限公司	福建省龙环环境工程有限公司	2015-3-21	176.37	21%
桑德环境资源股份有限公司	湖南省同力电子废弃物回收拆解利用有限公司	2015-2-17	21000	70%
桑德环境资源股份有限公司	洪泽洪清环保有限公司、淮南洪清环保有限公司	2015-1-20	4851.78	

桑德环境资源股份有限公司	通辽华通环保有限责任公司	2014-12-30	2171.16	100%
桑德环境资源股份有限公司	深圳市丰采长波市政工程有限公司	2014-10-30	2360	80%
无锡雪浪环境科技股份有限公司	无锡市工业废物安全处置有限公司	2014-10-20	16800	51%
杭州兴源过滤科技股份有限公司	浙江水美环保工程有限公司	2014-9-3	36000	100%
浙江众合机电股份有限公司	浙江海拓环境技术有限公司	2014-8-22	24700	100%
桑德环境资源股份有限公司	衡阳凯天再生资源科技有限公司	2014-7-25	2275	65%
东江环保股份有限公司	江苏上田环境修复有限公司	2014-7-22	1326.91	10%
桑德环境资源股份有限公司	河北万忠废旧材料回收有限公司	2014-7-7	4950	75%
浙江盾安人工环境股份有限公司	武安顶峰热电有限公司	2014-5-17	5437.75	100%
深圳华控赛格股份有限公司	北京清控人居环境研究院有限公司	2014-4-29	4950.5	53%
桑德环境资源股份有限公司	河南恒昌贵金属有限公司	2014-3-25	13440	60%
江苏维尔利环保科技股份有限公司	杭州能源环境工程有限公司	2014-3-8	46000	100%
上海城投控股股份有限公司	上海环境集团有限公司	2014-1-11	97000	40%

资料来源:wind, 信达证券研发中心整理

环境第三方服务先行者，业务布局彰显战略优势

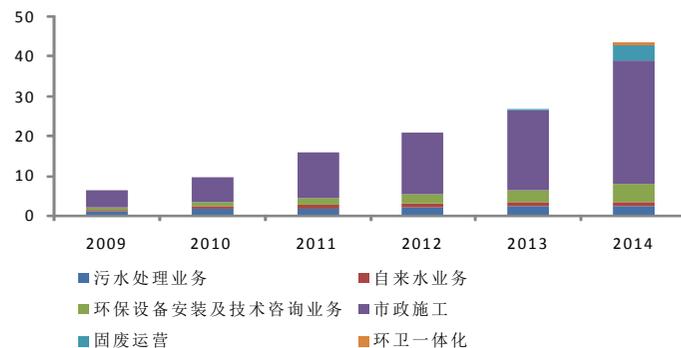
固废处置及水务运营领域：先发优势明显，在手百亿元订单保障业绩增速

桑德环境长期致力于废物资源化和环境资源的可持续发展事业，公司主营业务涉及城市生活垃圾、城市污泥、工业与医疗废弃物、餐厨垃圾等固废处置领域和废旧资源综合利用及特定地区市政供水、污水处理领域。

桑德环境在固废处置领域的技术储备和运营经验十分丰富。在生活垃圾处理领域，公司将垃圾预处理、焚烧、堆肥与卫生填埋有机结合，形成整套适合中国国情的生活垃圾综合处理系统解决方案；在工业及医疗危险废弃物处置领域，公司可提供从危险废弃物的收集、运输、分类检测、综合利用、储存和焚烧处置的整套技术解决方案；在城市污泥处置领域，公司开发出了好氧堆肥、厌氧消化以及半干化加流化床焚烧技术，可因地制宜地提供城市污泥及工业污泥的全面解决方案；在电子垃圾处置领域，公司开发出了侧重于资源综合利用及防止二次污染的先进技术。

固废市政工程一直是公司的主要收入和利润来源，2014年公司实现市政施工收入31.07亿元，占总收入的71%，占总毛利润的70%。2013年公司的固废运营BOT项目开始产生收入，14年该项业务收入跃升至4亿元。

图 5: 桑德环境历年收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 桑德环境历年毛利润结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

桑德环境早期项目以固废处置 EPC 项目为主。公司 2005 年承接了北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程 (2008 年北京奥运会配套工程) 和上海青浦生活垃圾综合处理工程 (2010 年上海世博会配套工程), 这两个工程已成为国内大型城市生活垃圾综合处理的样板工程。公司在固废处置领域起步早, 目前在环渤海、长三角等人口密集、经济发达地区和湖北、湖南、重庆、黑龙江等工业发达的地区签订项目较多, 形成了良好的示范效应。

桑德环境近年来 EPC 项目年签约量相对稳定, 2011-2013 年分别签订 EPC 项目合同数量 27 份、39 份、34 份, 签约合同金额分别为 11.69 亿元、13.11 亿元、13.12 亿元。EPC 项目有着“短、平、快”的特征, 一般签约当年即能完工, 贡献了公司固废的主要收入, 保证了公司现金流。目前公司交付给业主的 EPC 项目均正常运营。

2010 年后, 桑德环境陆续承接了一批固废处置 BOT 项目, 陆续开工建设并投入运营。已投入运营的固废 BOT 项目有 4 个, 分别是涟水县生活垃圾卫生填埋项目、明光市生活垃圾填埋项目、临朐县生活垃圾填埋项目、安达市生活垃圾填埋项目。

表 4: 桑德环境已完工的主要固废处置项目

项目名称	业务类型	处理能力(吨/日)	总投资(亿元)	签约时间	完工时间
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	生活垃圾综合处理	2,000.00	3.32	2005 年 6 月	2010
上海青浦生活垃圾综合处理工程	生活垃圾综合处理	1,000.00	1.16	2005 年 6 月	2009
黑龙江大庆市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾综合处理	1,000.00	2.58	2009 年 8 月	2011
山东潍坊青州生活垃圾综合处理厂项目	生活垃圾综合处理	500	1.21	2011 年 4 月	2013
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	生活垃圾填埋	800.00	1.00	2005 年 6 月	2008
湖北天门市生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾填埋	600	1.08	2010 年 8 月	2012
黑龙江绥化安达市生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾填埋	350	0.67	2010 年 11 月	2013

山东临朐县生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾填埋	360	2.83(含填埋、焚烧两阶段)	2011年9月	2014
安徽滁州市明光市生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾填埋	300	0.71	2012年7月	2013
江苏涟水县生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾填埋	300	4.1(含填埋、焚烧两阶段)	2012年11月	2013
湖南湘潭双马生活垃圾填埋场项目	生活垃圾填埋		0.60	2011年9月	2014
新疆乌鲁木齐大浦沟生活垃圾填埋气发电项目	生活垃圾填埋气发电		0.34	2010年10月	2014
山东德州市生活垃圾焚烧发电厂项目	生活垃圾焚烧发电	600	2.52	2010年3月	2014
湖北省工业及医疗危险废物集中处置工程	医疗废物处置工程	80	1.28	2006年5月	2009
甘肃省工业及医疗危险废物集中处置工程	医疗废物处置工程	72	1.21	2006年6月	2010
安徽淮南市医疗废物处置项目	医疗废物处置工程	5	0.03	2008年1月	2013
内蒙古东部地区工业及医疗危险废物集中处置项目	工业及医疗废物处置工程	1.64万吨	1.04	2011年8月	2014

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

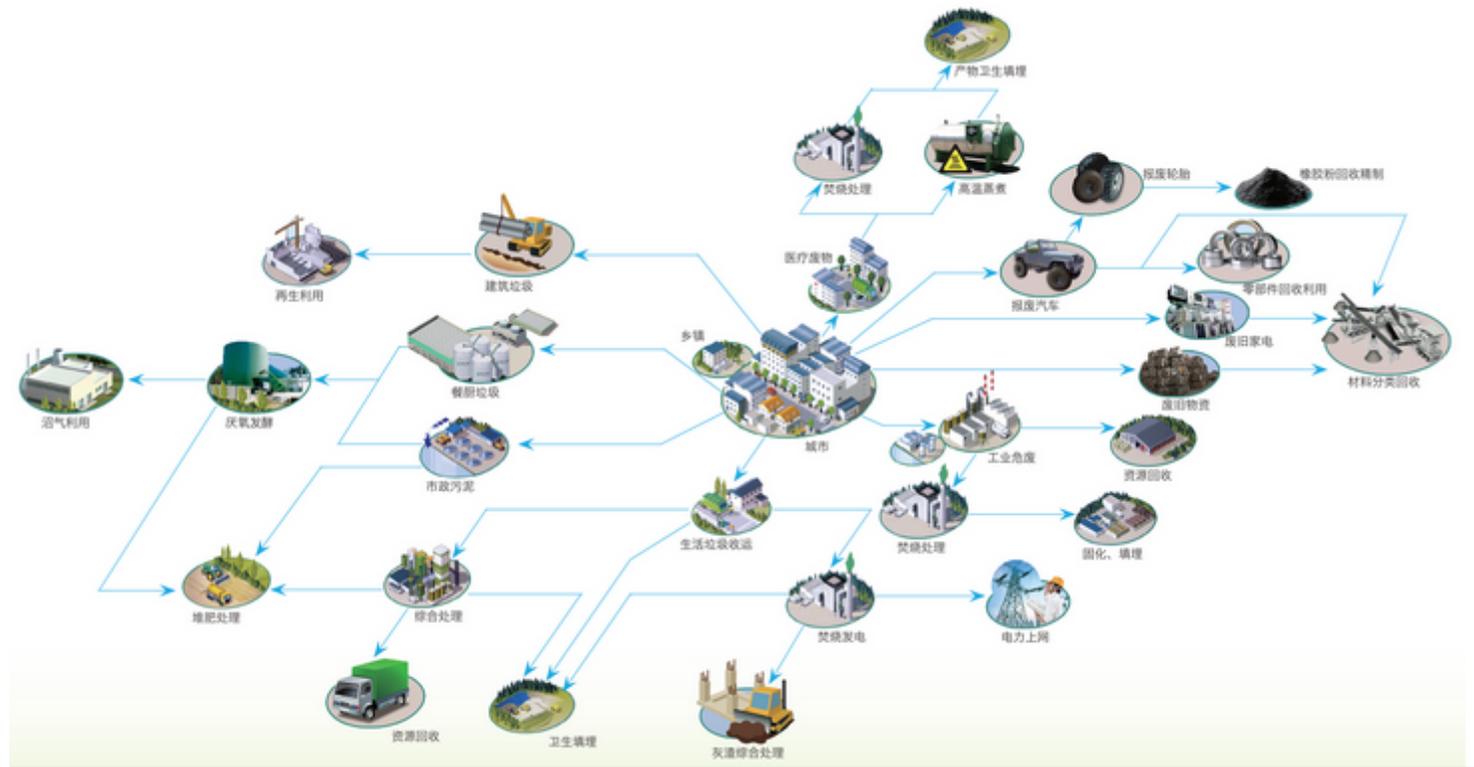
完善的产业链优势使得公司具备建设静脉产业园的能力。2010年12月桑德集团与湖南省湘潭市政府签署了《湖南静脉园项目投资合作协议书》，同时桑德集团邀请桑德环境共同参与“湖南静脉园项目”的投资、建设、开发与运营。

2013年1月湖南静脉产业园一期项目，湘潭固体废弃物综合处置中心项目获发改委批准，项目的建设内容包括：日处理生活垃圾2000吨、餐厨垃圾200吨、市政污泥200吨；同时配套建设餐厨垃圾处理系统、污泥干化系统、给排水系统、废气处理系统等固体废弃物综合处置中心相关附属工程，工程总投资12.53亿元，预计建设周期为二年半，2015年6月建成。

继湖南项目后，2014年5月桑德环境又与河北省保定市政府签署完成《保定静脉产业园战略合作框架协议》，规划建设为“一园两区”，即固废处理处置园区和再生资源回收利用园区，项目总投资约30亿元。保定市政府将支持公司在保定市投资建设保定静脉产业园，参与环卫市场化作业和城乡环卫一体化项目，支持公司在保定市投资城乡一体化系统项目，采用专业化、市场化运营管理模式，逐步建立街道清扫、保洁、垃圾收集转运以及终端处理处置的城乡环卫一体化运营模式

图 7：静脉产业园示意图

静脉产业



资料来源：公司网站

2014 年桑德环境固废市场拓展进展显著，取得 13 项环保固废项目特许经营权，涉及的固废处置以及资源循环经济项目投资约为 47.74 亿元。

目前桑德环境未完成的固废处置 BOT 项目在手订单达到 98.59 亿元，我们预计将在未来 3-5 年内陆续建设完工，逐步贡献收益。公司业绩继续保持快速增长有保障。

表 5：桑德环境未完成的固废处置 BOT 项目(截止 2015 年 Q1)

项目名称	项目类型	处理能力 (吨/日)	合同签订时间	总投资 (亿元)
湖南长株潭静脉园项目	生活垃圾焚烧发电	2000	2010-12	12.53

湖南长株潭静脉园项目	餐厨垃圾处置	200	2010-12	
湖南长株潭静脉园项目	工业废弃物处置	200	2010-12	
重庆市南川区生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	1000	2010-12	2.2
黑龙江双城市生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	400	2012-07	2.02
重庆开县生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	600	2012-08	3.3
江苏涟水县生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	700	2012-11	4.1
河北巨鹿县生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	2000	2012-12	10
吉林德惠市生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	400	2012-12	2.39
临朐县生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	500	2011-09	2.83
山东沂水县生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	600	2013-02	2.7
洪湖生活垃圾发电项目	生活垃圾焚烧发电	800	2013-08	2.94
河北石家庄辛集市生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	800	2013-09	4
山东聊城临清市生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	400	2013-11	4
河北邯郸魏县垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	600	2014-01	3
河北唐山迁安市生活垃圾焚烧项目	生活垃圾焚烧发电	800	2014-03	3.5
辽宁营口开发区生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	800	2014-07	4
成武县生活垃圾焚烧项目	生活垃圾焚烧发电	700	2014-07	4
安徽亳州市生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	1200	2014-08	
河南南阳镇平县生活垃圾焚烧发电项目	生活垃圾焚烧发电	800	2014-12	4
黑龙江鸡西市生态环保园区项目	生活垃圾焚烧发电	1200	2015-01	5.3
黑龙江鸡西市生态环保园区项目	餐厨垃圾处置	450	2015-01	2.2
黑龙江鸡西市生态环保园区项目	工业废弃物处置	460	2015-01	0.3
楚雄市生活垃圾特许经营协议	生活垃圾焚烧发电	700	2015-01	3.5
吉林市龙潭生活垃圾填埋项目	生活垃圾填埋	200	2012-10	1.08
河北保定安新县生活垃圾处理项目	生活垃圾填埋	500	2013-05	1.13
咸阳市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	100	2012-08	0.84
浙江金华餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	110	2012-11	0.89
安徽淮南市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	200	2013-01	1.05
淮北市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	200	2013-07	1.05
毕节市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	150	2013-12	1
衡阳市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	260	2014-09	1.24

焦作市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处置	300	2015-01	5.3
安徽宿州市医疗废弃物处置项目	医疗废物处置	5	2013-08	
张家口塞北管理区牛粪利用项目	清洁能源综合利用	2000	2014-06	2.2
合计				98.59

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

水务运营方面，秉持环保项目精细化管理、专业化运营的方针，2014 年公司将所属水务资产（宜昌桑德三峡水务有限公司、南昌桑德象湖水务有限公司、荆门桑德夏家湾水务有限公司、包头鹿城水务有限公司、江苏桑德沭源自来水有限公司、浙江桑德富春水务开发有限公司、枝江桑德枝清水务有限公司、荆州桑德荆清水务有限公司、嘉鱼桑德甘泉水业有限公司、嘉鱼桑德甘泉工程有限公司、嘉鱼嘉清水务有限公司、大冶桑德清波水务有限公司、襄阳桑德汉水水务有限公司、老河口桑德清源水务有限公司、桐庐清和管道安装有限公司、监利桑德荆源水务有限公司、鄂州清和环境工程有限公司、鄂州鄂清环境工程有限公司、崇阳天清水务有限公司、咸宁淦清水务有限公司、宜昌白洋水务有限公司以及咸宁桑德甘源水务有限公司）统一划转至全资子公司湖北一弘水务有限公司集中经营，理顺公司环保领域相关细分业务股权结构、提高经营管理效率。目前公司 20 家水务类控股子公司及 3 家环卫类控股子公司均已完成股权的工商变更登记手续。湖北一弘水务有限公司 14 年净利润 0.84 亿元。

目前公司仅在特定地区（湖北省、内蒙古包头市、江西省南昌市、江苏省沭阳县、浙江省桐庐县横村镇）从事水务投资运营，与公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业与公司存在明确的水务市场区域划分。

环卫一体化领域：向国内最大清运服务商进发，积极构建互联网环卫

环卫一体化是公司近年新拓展的业务，并将成为公司未来新的利润增长点。桑德环境董事长文一波明确表示，新型环卫业务、再生资源综合利用业务将成为公司新的重点业务发展方向，2016 年公司有望成为国内最大清运类环保企业。

2013 年公司开始加快环卫一体化产业的建设，通过兼并收购等方式进入了生活垃圾清运设备领域。2013 年 11 月 15 日桑德环境与山东省临清市人民政府签署了《临清市生活垃圾处理特许经营协议》，承担临清市生活垃圾处理设施的投资，建设，拥有及运营维护。项目建设规模为日平均处理生活垃圾 800 吨，项目预计投资 4 亿元人民币左右，占地面积约 80 亩。

2014 年 3 月 22 日，公司中标“宁晋县城乡环卫一体化采购项目”，项目包括宁晋县城区 33 条主次干道德清扫保洁，面积约 380 万平方米；县城区生活垃圾的收集、清运；县城区 3 座公厕的保洁，年产垃圾约 9.47 万吨；环卫设施（垃圾桶、果皮箱）保洁；数字化管理系统维护等；公司将充分发挥环境资源技术、运营以及资金综合优势，从项目前期规划到项目实施，结合项目具体情况，与宁晋县政府共建环卫标准化、一体化的文明卫生城市示范型项目。

2014 年 3 月 28 日，桑德环境又与河北省迁安市人民政府签署了《迁安市城乡垃圾清运焚烧一体化 BOT 项目特许经营协议》，独家处理迁安市内生活垃圾，收取迁安市政府支付的生活垃圾处理补贴费，综合负责清运和焚烧等。此次的项目处理规模为

日平均处理生活垃圾 800 吨/日，总投资 3.5 亿人民币左右。

2014 年 4 月，公司建立环保细分领域环卫一体化业务实施平台，将公司环卫类控股子公司股权整体转让予全资子公司北京桑德新环卫投资有限公司管理。

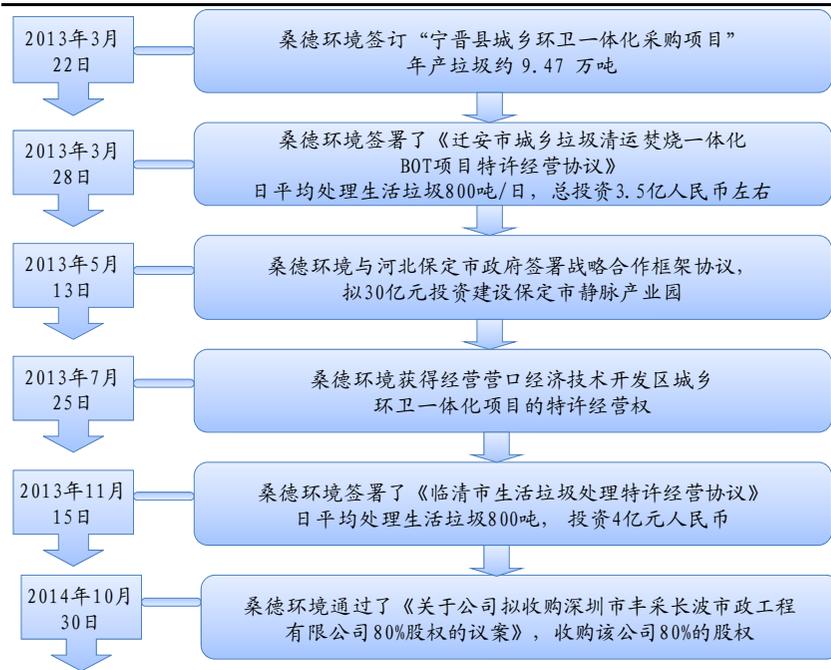
2014 年 5 月 13 日和 7 月 25 日公司分别与河北保定市政府签署战略合作框架协议，拟 30 亿元投资建设保定市静脉产业园，参与环卫市场化作业和城乡环卫一体化项目；与营口经济技术开发区环卫管理处设立营口经济技术开发区德洁有限责任公司，双方分别出资 600 万元，400 万元，新公司将获得经营营口经济技术开发区城乡环卫一体化项目的特许经营权。

2014 年 10 月 30 日，公司以自有资金 2360 万元人民币收购深圳丰采长波市政合计 80% 的股权。深圳丰采长波市政经深圳市清洁卫生协会评定为甲级资质的专业清洁公司，目前主要的环卫业务从事范围在深圳市龙岗区、宝安区、南山区、龙华新区以及前海深港合作区的部分区域。2012 年、2013 年标的公司营收分别为 0.22 亿元和 0.35 亿元，净利润分别为 337 万元和 510 万元。

公司目前在河北宁晋、山东青岛、湖北宜昌、湖南邵阳、湖南郴州、安徽淮上区、山东郯城、安徽亳州、辽宁营口、河北保定、湖南攸县、湖北咸宁、河北张家口、河南新乡等区域实施环卫清扫保洁及垃圾中转运输的业务布局。公司并购的深圳丰采环卫业务分布包括深圳市主要区域。目前公司已取得的环卫清运项目年合约额约为 3 亿元左右，区域型覆盖项目 40 余项。

环卫一体化业务是公司 2015 年积极筹划并重视的环保细分领域业务，公司将抓住政府大力推进 PPP 模式的良好机遇，积极利用公司现有的营销渠道和客户资源迅速开展环卫业务，多种渠道并行，大力采用并购、合作等多种方式迅速扩大环卫业务规模及区域市场覆盖规模。在开展环卫业务拓展的同时，公司将积极构建互联网环卫，智慧环卫的平台构建工作，并力争在环卫运营项目中迅速应用。

图 8: 桑德环境环卫一体化业务拓展历程



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

环保设备制造领域：加码水处理和固废处理设备，拓展环卫车辆设备领域

桑德环境全资设立的湖北合加环境设备有限公司引进了欧美国家在固体废弃物处置方面的先进工艺技术与设备技术，通过对引进技术的消化、吸收和创新，形成了多项具有自主知识产权的核心技术和主导产品。公司目前拥有包括城市生活垃圾、城市污泥、工业及医疗废弃物和电子垃圾处置等固废处置领域多项先进技术，并将专利技术及核心自主知识产权运用于设备制造业务领域，在固废以及环卫类设备制造及应用上取得一定程度的突破。目前桑德环境公司拥有发明专利 3 项，实用新型专利 39 项。

2015 年 3 月，桑德集团水处理及固废处理设备生产制造项目正式落户盐城环保科技城。桑德集团固废处理及水处理设备生产制造项目主要从事水及固废处理设备生产，总投资 10 亿元，注册资本 1 亿元，新建办公研发大楼 2 万平方米、厂房及附属设施 13 万平方米。依据可研报告，项目竣工投产后可实现年销售 8 亿元、利税 1.2 亿元。

公司还参股由桑德集团控股的湖南桑顿新能源有限公司，进军锂电池制造领域。桑顿新能源涉足高性能锂离子电池及电源管理系统、高级锂电轻型电动车、锂电电动摩托车，锂电电动非道路交通工具及其它锂电机电一体化产品，锂电池正极材料制

造等领域的综合性产业基地，具备年产 2 亿 AH 高能锂电池，5000 吨高能镍钴锂三元、锰酸锂正级材料，100 万辆/台锂电电动车及其它锂电电动机电一体化产品的生产能力。当前桑顿已完成正极材料的研发生产，动力电池、储能电池及特种电池均实现生产，公司现正在研发电动摩托车、电瓶车、电动环卫车等机电一体化产品。桑顿新能源制造的轻型锂电电动车已于 2013 年 8 月中旬上市。

2015 年公司将进一步完善固废处置设备领域，将设备领域向环卫车辆拓展，完善公司在设备领域的产业链布局。

再生资源领域：积极布局废电拆解回收市场，构建再生资源 O2O 平台

近年来桑德环境积极开拓再生资源回收利用领域业务。桑德环境拟通过环卫控制整个垃圾收运环节，实现垃圾收运与再生资源回收渠道的高度整合，通过这一战略性布局，实现环卫与下游业务协同合作，并创新出更多的利润增长点。

2013 年 10 月，公司以现金方式收购湘潭市再生资源公司以及陈少光、刘铁泉等 19 名自然人合计所持湘潭报废汽车回收公司 74% 股权，开始汽车回收业务市场布局。

从 2014 年 3 月开始，桑德环境开始积极布局废电拆解行业，以 1.11 亿增资收购河南恒昌贵金属 60% 股权。河南恒昌拥有废弃电器电子产品处理资格证书及危险废物经营许可证，以贵金属综合回收为主营，处理工业废弃物，电子废弃物，进口废五金拆解和废旧家电拆解，电废拆解产能 80 万台。河南恒昌承诺 2014-2016 年扣非净利润不低于 3500、4500、5400 万元。

桑德环境控股的子公司湖南衡阳桑德凯天再生资源科技有限公司于 2014 年 9 月与湖南省衡阳市城市管理行政执法局签署了《衡阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目特许经营协议》，公司主要负责衡阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理特许经营项目的投资、建设、运营及维护。项目总规模为日处理餐厨废弃物 260 吨，投资约 1.24 亿元。

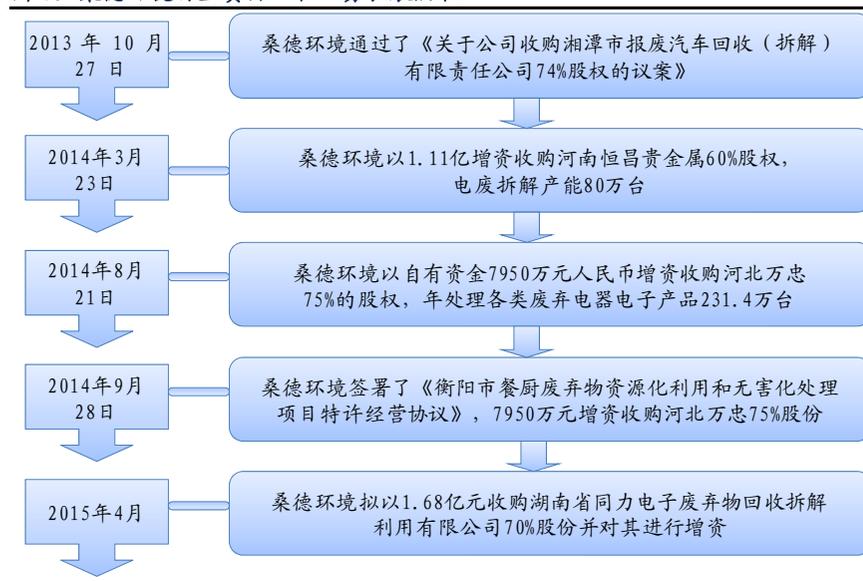
2014 年 8 月，桑德环境以自有资金 7950 万元人民币增资收购河北万忠 75% 的股权，并与自然人赵万忠分别使用自有资金 3,000 万元、1,000 万元共同对万忠公司进行增资。河北万忠年处理各类废弃电器电子产品 231.4 万台，进入了 2014 年 6 月由财政部、环境保护部、国家发展改革委和工业和信息化部共同公布的《第四批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单》。

2015 年 4 月，桑德环境发布公告，拟收购湖南省同力电子废弃物回收拆解利用有限公司 70% 股份并以 4200 万元对其进行同比例增资。交易价格以同力电子经审计的 2015 年税后净利润 3,000 万元为作价基础，按 8 倍动态市盈率计算，目标公司整体估值为 24,000 万元人民币，70% 股份的交易对价为 1.68 亿元人民币。同力电子公司获得国际废电产品处理基金补贴资格，拥有 6 条家电及电子设备自动化拆解生产线，年处理能力 235.9 万台。同力电子承诺 2015-2017 年扣非净利润不低于 3000 万元、3600 万元、4140 万元。

2015 年，公司将加大在再生资源领域的投资力度和布局，在家电拆解领域加大并购的力度，力争到年底在家电拆解能力上进一步拓展规模，同时在京津冀等区域争取汽车拆解项目落地和布局。

公司在 2015 年度将积极构建再生资源 O2O 平台，以魏县再生资源和智慧环卫及静脉产业园为依托，整合、打通线上线下资源，力争在再生资源 O2O 平台建设上取得初步成效。

图 9：桑德环境再生资源回收业务拓展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

新股东背景雄厚，环保资产整合平台开启

清华控股成立于 1992 年 8 月，注册资本 25 亿元。作为清华大学的国有独资有限公司和国有资产授权经营单位，负责经营管理清华大学全部科技型企业，是清华大学科技成果转化的平台和孵化器。清华控股涉及的产业领域包括信息技术、能源环保、生命科技、科技服务与知识产业等。清华控股对外投资的企业包括 33 家公司，涵盖生物医药、投资管理、物业管理、核电等。截止 2014 年 9 月 30 日，清华控股总资产 1283.62 亿元，净资产 104.04 亿元；14 年 1-9 月清华控股总收入 392.67 亿元，归属于母公司净利润 1.76 亿元。

目前清华控股直接或间接持股 5% 以上的 A 股上市公司已有：同方股份、诚志股份、紫光股份、*ST 华赛、同方国芯、*ST 古汉、泰豪科技、千方科技、国金证券；其中，泰豪科技、千方科技、国金证券 3 家公司属于参股，另 7 家为控股。

表 6: 清华控股主要对外投资情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
1	同方股份有限公司	296,389.90	25.42%	信息技术、互联网服务与终端、智慧城市、公共安全
2	诚志股份有限公司	38,768.36	38.01%	液晶显示、生物医药、医疗服务、相关贸易
3	启迪控股股份有限公司	72,576.00	44.92%	投资管理、资产管理、企业管理、物业管理、建设工程项目管理
4	紫光集团有限公司	67,000.00	51.00%	项目投资、投资管理、资产管理、企业管理、投资咨询
5	清控人居建设有限公司	60,000.00	100.00%	专业承包、工程勘察设计、投资管理、资产管理; 投资咨询
6	清华大学出版社有限公司	35,000.00	100.00%	图书及电子出版物的出版与发行
7	博奥生物集团有限公司	37,650.00	69.32%	生物芯片、体外诊断试剂、生命科学仪器、项目投资、投资管理
8	清控创业投资有限公司	50,000.00	100.00%	创业投资业务、代理创业投资业务等
9	清控资产管理有限公司	50,000.00	98.00%	投资管理、资产管理
10	北京荷塘投资管理有限公司	30,000.00	100.00%	投资管理、项目投资、资产管理
11	华控技术转移有限公司	20,000.00	100.00%	技术转让、技术服务、投资管理、资产管理、版权转让代理服务、著作权代理服务
12	辽宁省路桥建设集团有限公司	20,000.00	100.00%	公路、桥梁交通工程建筑施工, 市政公用工程、房屋建筑工程、公路养护工程等施工
13	清控国际(香港)有限公司	6200 万港元	100.00%	投资控股
14	《中国学术期刊(光盘版)》电子杂志社有限公司	3000	100.00%	编辑、出版、发行中国学术期刊(光盘版), 利用网站(www.cnki.net)发布网络广告
15	北京清能创新科技有限公司	1552.49	100.00%	生产核径迹微孔防伪标识、大气污染治理、建设工程项目管理、工程勘察设计、专业承包
16	清控三联创业投资(北京)有限公司	1000	100.00%	创业投资、创业投资咨询、投资管理、资产管理、企业策划
17	北京慕华教育科技有限公司	800	100.00%	教育咨询、企业管理咨询、应用软件服务、电脑动画设计等
18	清华核能技术研究(北京)有限公司	600	100.00%	自然科学研究与试验发展, 技术开发、推广、转让、咨询、服务
19	清华同方光盘电子出版社	500	100.00%	出版科技、文化娱乐和社会教育方面的电子出版物
20	北京紫光嘉捷物业管理有限公司	50	100.00%	物业管理
21	北京清华液晶技术工程研究中心	4500	85.00%	液晶显示器件、精细化工
22	北京金信恒智投资有限公司	100,000.00	49.00%	投资管理; 资产管理; 投资咨询

23	清控股权投资有限公司	199,000.00	44.72%	项目投资、资产管理、投资咨询
24	中核能源科技有限公司	11,764.71	42.50%	核能与核技术研发、推广、应用，工程和技术研究与试验发展，工程总承包，工程项目管理
25	深圳市华融泰资产管理有限公司	10,000.00	40.00%	资产管理、投资咨询、投资兴办实业
26	深圳力宝清控基金管理有限公司	10,000.00	40.00%	受托管理股权投资基金、股权投资、企业上市咨询、投资科技型企业或其它企业和项目。
27	北京金信恒德投资有限公司	168,000.00	39.88%	投资管理、资产管理、投资咨询
28	国核华清(北京)核电技术研发中心有限公司	1000	35.00%	工程和技术研究与试验发展；技术开发、转让、咨询、服务
29	北京华清科源投资管理有限公司	12000	33.33%	投资管理；资产管理；投资咨询
30	北京泽华化学工程有限公司	5,000.00	30.00%	开发计算机软件及石油与化工行业分离设备的零部件，承接石油与化工行业分离装置的设计与安装工程，并提供产品的售后服务
31	深圳市源兴生物医药科技有限公司	22000	27.27%	化学药品、天然药物、基因药物、生物技术产品有关的新技术投资研究和开发，自有物业租赁，物业管理
32	诺德基金管理有限公司	10,000.00	21.00%	发起、设立和销售证券投资基金；管理证券投资基金
33	华能山东石岛湾核电有限公司	15000	20.00%	核力发电项目的建设

资料来源：公司公告

启迪控股是清华控股的控股子公司，其主营业务为科技园建设及投资，围绕清华科技园的发展、建设、运营、管理，启迪控股在科技服务领域逐步形成了涵盖科技园区建设与运营业务和信息技术等多位一体的业务架构。启迪控股对外投资的企业包括 17 家公司。截止 2014 年 9 月 30 日，启迪控股总资产 163.44 亿元，净资产 18.21 亿元；14 年 1-9 月启迪控股总收入 79.13 亿元，归属于母公司净利润 0.31 亿元。

表 7: 启迪控股主要对外投资情况

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
1	启迪科技服务有限公司	23,200.00	100%	投资、投资管理
2	紫光股份有限公司	20,608.00	12%	信息服务
3	启迪实业(北京)有限公司	10,000.00	100%	投资、投资管理
4	江苏启迪科技园发展有限公司	67,692.85	40.67%	科技园开发、建设
5	广东启迪科技园发展有限公司	12,000.00	60.00%	科技园开发、建设

6	河南启迪科技发展有限公司	10,200.00	51.00%	科技园开发、建设
7	福建启迪投资管理有限公司	5,600.00	52.50%	科技园开发、建设
8	启迪（北京）投资管理有限公司	5,000.00	59%	科技园开发、建设
9	北京启迪和谐投资发展有限公司	3,000.00	100.00%	科技园开发、建设
10	广州启迪科技园管理有限公司	1,000.00	60%	科技园开发、建设
11	启迪华云建设有限公司	1,500.00	51%	工程施工
12	北京华清物业管理有限责任公司	1,000.00	100%	物业管理
13	启迪金控投资有限公司	20,375.00	55.21%	投资管理、金融服务、咨询服务
14	启迪教育投资（北京）有限公司	20,000.00	100%	投资、投资管理
15	启迪商学（北京）教育科技研究院有限公司	300.00	100%	教育培训、咨询
16	启迪酒店管理（北京）有限公司	18,000.00	100.00%	酒店投资、酒店管理
17	启迪文化传媒股份有限公司	10,000.00	55%	投资、投资管理、广告咨询

资料来源：公司公告

启迪控股全资控股的启迪科服即将成为桑德环境的控股股东。启迪科服在清华系的版图中是“后起之秀”，成立于2014年9月30日，注册资本2.32亿元。启迪科服主要子公司包括北京启迪创业孵化器有限公司（持股比例98%）、启迪创业投资有限公司（持股比例48.78%）、紫光古汉集团股份有限公司（持股比例18.61%）。

启迪科服主营业务为科技园建设及投资、科技服务为主。2015年1月，启迪科服宣布首期募集资金规模将达100亿元。其中，启迪控股拟出资不低于50亿元，清华控股、紫光集团各承诺出资10亿元，其他近30亿元将洽商社会有志从事科技服务业的机构和个人参与投资合作。15年1月20日，清华控股将紫光古汉划归启迪科服控股。启迪科服旨在建立中国创新创业4.0时代的“孵化+金融+云服务”的新型科技创新创业服务生态系统。此次并购桑德环境是由启迪科服发起，清华控股全力支持的一次产业整合，是“孵化+投资+并购”模式的重要开端。

以往的混合制改革，指的都是国企业的改革路径。清华系主动联姻民企，是另一类的混合所有制试验。桑德环境公告信息称，清华系受让意图为结合国家产业的转型升级，大力发展环保业务板块，利用上市公司平台有效整合环保行业资源，实现产业发展的协同效用，进一步增强上市公司的竞争实力。

能源环保产业是清华控股有限公司重点投资经营的主要产业之一，近年来得到快速发展。在这一产业领域，公司所投资企业经营范围涉及核能、太阳能等新能源的开发利用；清洁燃烧和污水处理；以及地热资源利用，智能空调等节能技术。主要有太阳能集热管、热水器、医用垃圾焚烧炉、节能净化安全型空调机等系列产品。



同方股份污水处理工程



浦华环保环境污染防治工程



阳光全玻璃真空太阳集热管



医疗垃圾集中焚烧处理系统

资料来源: 清华控股网站

清华控股直接控股的能源环保企业包括龙江环保集团股份有限公司、国环清华环境工程设计研究院有限公司、北京紫光泰和通环保技术有限公司、清华阳光能源开发有限责任公司等。其中, 龙江环保集团下辖子公司近 20 个, 水处理能力超过 270 万方/日。

清华系还通过同方股份参股同方环境等环保产业主体。同方环境主要从事大气污染治理、水处理、固体废弃物处理和资源化等领域的工程总承包及相关的技术服务。同方股份作为参股股东持有同方环境 31.50% 的股权。2014 年 7 月, 证监会公布的

IPO 预披露名单中，同方环境股份有限公司拟在上交所上市，根据预披露书，同方环境拟发行不超过 5938 万股，发行后总股本不超过 23730 万股。目前同方环境上市处于中止审查状态。

清华入主桑德环境后，桑德环境将成为目前清华系唯一的环保上市平台。

根据上海证券报 15 年 4 月 13 日报道，针对后续经营计划，清华系投资人表示，暂无改变桑德环境主营业务或者对其主营业务做出重大调整的计划，但不排除在未来 12 个月内信息披露义务人适时对上市公司进行产业结构的调整，开拓新的业务。

根据每日经济新闻 15 年 4 月 13 日报道，桑德环境实际控制人文一波表示，桑德水务板块未来可建成市政污水处理、工业园区水处理、乡镇水务等多个平台，固废板块也将形成互联网环卫、再生资源回收、垃圾处理、城市矿山、静脉产业园等多个专业化平台。此外，15 年桑德拟成立一只基金，通过投资、参股等形式，集成一些优秀的环保企业加强协作。

此外，文一波表示，环保平台的发展必须依托强大的产业基础和互联网基础，目前政策利好、市场需求和互联网的介入，给平台提供了发展的基础。此次桑德集团所获股权转让款，也将会投入到互联网环保等新的环境产业领域。

盈利预测与估值

盈利预测

根据 2014 年 11 月桑德环境发布的《股票期权激励计划（草案）》，公司将授予激励对象 2,200 万份股票期权，占激励计划签署时公司股本总额的 2.61%。本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 23.69 元，涉及的激励对象包括公司董事（不含独立董事）、中高层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工）等合计 256 人。首次授予的股票期权的行权价格为 23.69 元/股。公司股权激励行权条件为 2014-2016 年扣非后归属母公司净利润增速分别不低于 35%、41%和 53%。2014 年公司扣非后归属母公司净利润同比 2014 年增长 39%，达到行权条件。

表 8：桑德环境营收增速和毛利率预测

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
污水处理业务	营收增速	9.19%	1.51%	4.55%	3.00%	3.00%
	毛利率	36.94%	32.58%	32.58%	32.58%	32.58%
自来水业务	营收增速	14.61%	7.46%	12.20%	12.20%	12.20%
	毛利率	38.03%	35.19%	35.19%	35.19%	35.19%
环保设备安装及技术咨询业务	营收增速	36.38%	45.35%	20.00%	40.00%	20.00%

	毛利率	38.66%	56.32%	56.32%	56.32%	56.32%
市政施工	营收增速	28.39%	53.94%	17.10%	40.09%	4.92%
	毛利率	34.31%	35.12%	35.12%	35.12%	35.12%
固废运营	营收增速		2778.80%	79.77%	64.36%	35.45%
	毛利率	7.69%	5.75%	22.20%	28.46%	30.93%
环卫一体化	营收增速			50.00%	150.00%	50.00%
	毛利率		26.45%	26.45%	26.45%	26.45%
资源回收	营收增速				10.00%	10.00%
	毛利率			1.00%	2.50%	2.00%

资料来源：信达证券研发中心预测

按公司最新股本 84624.14 万股计算,我们预计桑德环境 15-17 年摊薄每股收益分别为 1.33 元、2.02 元和 2.29 元。以 2015-5-7 收盘价 38.48 元计算,对应的 15-17 年 PE 分别为 29X、19X 和 17X。

相对估值与投资评级

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，桑德环境属于生态保护和环境治理业（N77）。因此，选取所属行业（N77）A 股上市公司做为可比上市公司进行对比分析。可比公司的 PE（2015E）均值为 67 倍，中值为 54 倍。相比之下，桑德环境的市盈率(2015E)为 29X，低于行业平均水平。我们看好桑德环境可能成为清华系唯一环保上市平台的技术、资产整合前景，给予公司 2015 年 50 倍的市盈率，按 2015 年 EPS 1.33 元计算，公司目标价 66.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：桑德环境可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE (TTM)			PB
			2015E	2016E	2017E	TTM	2015E	2016E	2017E	
000035.SZ	中国天楹	17.05	0.44	0.60		50	39	29		6.4
002549.SZ	凯美特气	22.61	0.22	0.35	0.30	405	103	65	74	11.1
002573.SZ	国电清新	37.90	0.94	1.40	1.94	70	40	27	20	8.1
002672.SZ	东江环保	51.55	1.07	1.45	1.98	67	48	36	26	7.1
300070.SZ	碧水源	47.40	1.48	1.94	2.28	54	32	24	21	8.3
300172.SZ	中电环保	18.25	0.31	0.38	0.46	71	59	49	39	6.7
300187.SZ	永清环保	41.25	0.44	0.83		151	93	50		9.1
300190.SZ	维尔利	22.40	0.45	0.57	0.76	80	49	39	29	5.3
300388.SZ	国祯环保	83.79	0.91	1.33	2.03	141	92	63	41	9.6

300422.SZ	博世科	96.68	0.69	0.92	1.21	177	139	105	80	18.0
600292.SH	中电远达	27.44	0.60	0.68	0.73	70	46	40	38	3.4
603588.SH	高能环境	75.61	1.13	1.53	2.06	107	67	49	37	7.2
中值						76	54	44	37	8
均值						120	67	48	41	8

资料来源：除桑德环境外，其他盈利预测来自 wind 一致预期，股价为 2015 年 5 月 7 日收盘价

风险因素

- 1、政策风险。1) 目前国家对垃圾焚烧发电上网电价统一执行以下政策：吨垃圾上网电量 280 千瓦时以内部分每千瓦时按 0.65 元结算，若国家进行政策相应调整，则给垃圾焚烧发电项目的发电收入产生影响；2) 目前垃圾发电项目享受“三免三减半”所得税优惠，若国家调整上述税收优惠政策，将给垃圾焚烧发电企业经营利润产生影响；3) 目前垃圾焚烧发电项目的环保排放标准是按照各项目的环评批复执行的，若国家有关部门提高环保排放标准，那么垃圾焚烧发电项目可能需要就有关环保设施进行技改，由此会增加企业的投入，同时还会增加企业日常经营的环保处理成本开支。
- 2、项目风险。桑德环境目前在手大量订单，项目能否如期建设、投产和运营对公司未来经营有较大影响。固废 BOT 项目建设周期较长，建设期间涉及立项、环评和用地等手续，运营还需取得相应资质，因此在建项目若不能如期投产，将给上市公司经营带来不确定性。
- 3、财务风险。1) 随着公司环保类主营业务规模的增长，应收账款也随之增长；2) BOT 项目在整个运行期内，呈现投资建设期需大量资金投入，运营期现金逐步回收的特点。该类业务的未来实施将对公司经营现金流提出更高的时间以及周转要求。公司面临经营现金投入不足的风险。
- 4、股权转让和资产整合风险。本次股权转让尚需清华控股取得国资委批准。股权转让完成后，桑德环境第一大股东由桑德集团变为启迪科服，实际控制人由文一波变为清华控股。清华系能否利用上市公司平台有效整合环保行业资源仍有不确定性。
- 5、行业竞争加剧风险。近几年大量的大型央企、地方国有企业和民间资本进军固废领域，固体废弃物处置市场竞争逐渐加剧。同时国内水务市场迅速增长，污水处理运营市场逐渐形成规模，水务行业已经进入以服务为主的成熟阶段，行业竞争格局已基本形成，水务企业将进入品牌和资本的竞争时代，核心竞争力将体现在资本、技术和市场拓展能力等方面。在国家对市政公用环保行业大力扶持的政策驱动下，环保产业正在步入快速发展期，预计将会有大量的潜在竞争者通过项目投资、兼并收购、寻求合作联营等途径进入此领域，从而进一步加剧行业竞争，公司将面临更加严峻的行业竞争格局。