

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

固废处理业务高速增长, 未来更值得期待

——桑德环境(000826)公司点评

核心观点

事件: 公司近日发布2012中报: 上半年公司实现营收8.18亿元, 同比增长29.16%; 营业利润1.93亿元, 同比增长33.17%; 归属于母公司净利润1.71亿元, 同比增长40.15%; 合每股收益0.34元。

点评:

固废处理与污水处理两大主业增长良好。 1) 固废处置工程市政施工业务实现营收6.27亿元(占公司营收77.11%), 同比大增54.61%, 主要系公司承接的市政施工项目业务量增加所致; 2) 市政污水处理业务实现营收0.99亿元(营收占比12.16%), 同比增长17.59%, 主要系公司在湖北省内建成投产的污水处理项目投入运营所致; 3) 营收占比均在5%-6%的环保设备安装与技术咨询、自来水供应业务各实现营收0.46亿元、0.41亿元, 同比变化-56.10%、+20.96%, 环保设备业务大幅下降主要系公司固废项目总包工程设备尚未进入安装与交付阶段。

整体盈利能力提升, 费用控制得当。 1) 报告期除市政污水处理业务的毛利率同比下滑2.83个百分点至34.54%之外, 其余三项业务的毛利率均得到大幅提升, 固废处理、自来水供应及环保设备业务的毛利率同比提升2.99、3.10、15.74个百分点, 各为38.45%、32.23%、65.00%, 使得公司综合毛利率同比上升1.41个百分点至39.48%; 2) 三项费用中, 除因业务扩张使得短期借款额同比大增近50%至5.62亿元, 导致财务费用率上升2.38个百分点; 销售、管理费用率各下降0.05、1.77个百分点。

城镇生活垃圾无害化处理方兴未艾, 公司有望充分受益。 据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》, 到2015年, 我国直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理, 设市城市生活垃圾无害化处理率达到90%以上, 县城生活垃圾无害化处理率达到70%以上; 全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力58万吨/日。“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2636亿元, 较“十一五”实际完成的560亿元投资剧增370%, 其中无害化处理设施投资1730亿元, 餐厨垃圾专项工程投资109亿元。公司作为国内城市生活垃圾处理全产业链龙头, 且已在全国各地重点布局, 未来有望充分受益。

维持“推荐-A”的投资评级。 预计公司2012-2014年营收、净利润的年均复合增速分别为37.69%、39.40%, 对应实现每股收益分别为0.82元、1.19元、1.64元(暂未考虑配股计划), 动态市盈率分别为28X、19X、14X; 公司业绩增长确定且估值处于固废板块中偏低水平, 给予“推荐-A”投资评级, 建议近期关注全国第二批餐厨垃圾处理与利用试点城市的推出。提示项目进度及地方政府财政支付能力等不确定性投资风险。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	1608	2215	3107	4199
同比增速(%)	65.48%	37.72%	40.26%	35.15%
净利润(百万)	301	408	593	815
同比增速(%)	45.37%	35.49%	45.56%	37.35%
EPS(元)	0.60	0.82	1.19	1.64
P/E	41	31	21	15

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	49811.84
流通A股(万股)	48130.94
52周内股价区间(元)	19.78-30.3
总市值(亿元)	123.83
总资产(亿元)	37.84
每股净资产(元)	3.81
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-桑德环境(000826):城市生活垃圾处理BOT项目再下一城》 2012-07-30
- 《国都证券-公司研究-投资价值分析-桑德环境(000826):即将迎来快速发展期的固废处置龙头》 2010-12-02

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图表 1: 1H2012 公司主要子公司、参股公司的经营情况 (单位: 万元)

公司名称	主要产品或经营项目	总资产	净资产	营业总收入	净利润
荆门夏家湾水务有限公司	市政污水处理项目的建设及运营	12,264	9,666	1,001	377
湖北合加环境设备有限公司	固体废弃物处理设备技术研发、设计、制造、销售	68,883	40,532	8,540	1,616
宜昌三峡水务有限公司	给排水及其配套项目的投资开发、建设、维护及深度开发	36,395	26,982	5,391	807
江苏沐源自来水有限公司	自来水项目的建设及运营	18,145	3,482	1,642	74
包头鹿城水务有限公司	污水处理项目的建设及运营	34,738	14,854	2,177	398
南昌象湖水务有限公司	污水处理项目的建设及运营	21,068	11,396	2,007	559
湘潭双马环保有限公司	生活垃圾收集系统和垃圾填埋工程的投资、建设、维护相关业务	6,555	2,667	1,684	197
荆州市荆清水务有限公司	城市污水处理及综合利用	22,047	5,097	984	116
浙江富春水务开发有限公司	自来水业务	3,235	3,021	215	79
北京合加环保有限责任公司	固废及环保技术研发	10,210	649	350	62
襄阳汉水清漪水务有限公司	城市污水处理及综合利用	12,838	5,274	901	104
咸宁甘源水务有限公司	城市污水处理及综合利用	4,852	1,245	400	-15
武汉合加环保工程有限公司	城市垃圾、工业固体废弃物处理、回收、利用的设施、设备设计、生产、销售	1,000	909	6	-10
新疆华美德昌环保科技有限公司	生活垃圾填埋气综合利用	329	326		-33
嘉鱼嘉清水务有限公司	污水处理及配套项目的投资开发、建设、运营维护	7,870	2,944	310	-56
枝江枝清水务有限公司	城市污水综合处理	6,017	2,271	415	-58
大冶清波水务有限公司	城市污水处理及综合利用	5,626	1,766	431	-5
嘉鱼甘泉水业有限公司	给排水及其配套项目的投资开发、建设、维护	2,775	497	339	-11
咸宁市兴源物资再生利用有限公司	报废汽车回收、拆解	569	219	49	18
安阳久佳环保服务有限公司	城市垃圾填埋项目托管运营	89	56	108	6
陕西桑德灵通生物质电力有限公司	生物质发电业务投资、咨询环保设备安装及咨询收入	1,823	500		
安达安华环境有限公司	城市垃圾填埋建设业务	6,847	460		
湖南桑德静脉产业发展有限公司	园区相关开发和生活设施建设, 科技孵化, 技术转让、技术咨询、技术服务	11,080	8,000		
重庆邦雅环保电力有限公司	生活垃圾焚烧发电	1,892	1,400		
湖南桑德环保工程有限公司	研发固体废弃物处理技术、提供技术咨询服务	999	999		
湘潭桑德医疗废物处理有限公司	医疗废弃物的处置工程投资、建设、并提供相关的咨询、技术服务; 环保工程的治理服务	301	300		
临朐邑清环保能源有限公司	生活垃圾焚烧发电	1,623	1,600		
淮南国新生物科技有限公司	餐厨垃圾生物产品的研发、生产、销售	1,000	1,000		
老河口清源水务有限公司	城市污水处理及配套设施投资开发、建设、运营	1,200	1,200		
重庆绿能新能源有限公司	垃圾焚烧发电	1,600	1,600		

数据来源: 公司公告, 国都证券

图表 21: 公司已签署的生活垃圾及其他固废处理项目

序号	项目	类型	投资额 (亿元)	处理规模 (吨/日)	项目进展
1	大庆市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	2.58		在建
2	山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	生活垃圾	2.52		在建
3	青州市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1.21		在建
4	重庆南川区生活垃圾处理特许经营项目	生活垃圾	4.4	1000	
5	黑龙江安达市生活垃圾处理工程	生活垃圾			在建
6	湖南静脉产业园项目	综合	50		
7	湖北省襄阳老河口市固废、水务、再生资源项目合作	综合			
8	山东临朐生活垃圾处理项目	生活垃圾	3.5	>500	拟建
9	安徽淮南餐厨垃圾项目	餐厨垃圾	1		
10	湘潭双马生活垃圾填埋场	生活垃圾	0.5		在建
11	内蒙东部地区工业及医疗危险废物集中处置工程	工业、医废	1.04		在建
12	湘潭医疗废弃物处理投资、建设、运营	医废			在建
13	重庆开县生活垃圾焚烧处理项目	生活垃圾	2.5	600	
14	黑龙江双城市生活垃圾处理项目	生活垃圾	2.7	600	拟建

数据来源: 公司公告, 国都证券

图表 3: “十二五”全国城镇生活垃圾处理设施采用技术情况

序号	地区	2010年						2015年					
		处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)			处理设施规模 (吨/日)			所占比例 (%)		
		填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他	填埋	焚烧	其他
	全国	352038	89625	15254	77	20	3	513748	307155	50588	59	35	6
1	北京	12080	2200	2400	73	13	14	8746	12900	7250	30	45	25
2	天津	6400	1800	0	78	22	0	7500	6900	1500	47	43	10
3	河北	15249	2450	1100	81	13	6	18729	8640	3920	60	28	12
4	山西	9595	2800	0	77	23	0	11239	7030	1305	57	36	7
5	内蒙古	10394	0	1247	89	0	11	14835	4400	1247	72	22	6
6	辽宁	19053	0	600	97	0	3	32106	6340	4341	75	15	10
7	吉林	4801	2040	0	70	30	0	13961	6340	500	67	31	2
8	黑龙江	10403	500	600	91	4	5	22507	3200	2190	81	11	8
9	上海	5750	2575	2220	55	24	21	9400	19475	4520	28	58	14
10	江苏	24168	15192	0	61	39	0	26598	31242	1000	45	53	2
11	浙江	22062	18535	755	53	45	2	22614	37085	755	38	61	1
12	安徽	7851	1750	0	82	18	0	19286	5650	0	77	23	0
13	福建	12074	7285	0	62	38	0	12263	16495	1400	41	55	4
14	江西	6241	0	0	100	0	0	12080	4000	3503	62	20	18
15	山东	31835	8580	1302	76	21	3	38283	31280	5552	51	42	7
16	河南	27076	2400	560	90	8	2	38690	7000	560	84	15	1
17	湖北	13159	1000	400	90	7	3	18898	7200	1130	69	27	4
18	湖南	13593	0	0	100	0	0	25862	7900	870	75	23	3
19	广东	22373	11743	0	66	34	0	33043	41493	0	44	56	0
20	广西	9438	1240	400	85	11	4	9944	7270	500	56	41	3
21	海南	1589	225	0	88	12	0	1014	1825	0	36	64	0
22	重庆	8809	1200	0	88	12	0	8901	11000	0	45	55	0
23	四川	16649	2740	1300	81	13	6	27041	5240	1300	80	16	4
24	贵州	5897	0	0	100	0	0	19430	0	0	100	0	0
25	云南	7706	2870	1510	64	24	12	16521	6450	4405	60	24	16
26	西藏							796	0	0	100	0	0

27	陕西	13359	500	860	91	3	6	18916	7200	1640	68	26	6
28	甘肃	3793	0	0	100	0	0	6649	1800	1200	69	19	12
29	青海	1441	0	0	100	0	0	2079	0	0	100	0	0
30	宁夏	2905	0	0	100	0	0	3025	800	0	79	21	0
31	新疆	6295	0	0	100	0	0	10560	1000	0	91	9	0
32	新疆生产建设兵团							2232	0	0	100	0	0

注：截至2010年，西藏自治区、新疆生产建设兵团未建成投入运行生活垃圾无害化处理设施。

数据来源：国务院，国都证券

图表 4：“十二五”全国城镇生活垃圾处理设施建设投资情况（单位：亿元）

序号	地区	新建处理设施	续建处理设施	转运设施	餐厨处理设施	存量治理	分类设施	监管体系	总投资
	全国	1385	345	351	109	211	210	25	2636
1	北京	86.2	1.6	0.0	7.3	20.0	30.0	1.5	146.6
2	天津	20.4	7.5	4.6	2.2	2.3	5.0	0.5	42.5
3	河北	40.4	8.5	17.6	6.7	2.9	5.0	1.0	82.1
4	山西	34.9	3.3	9.3	4.0	6.6	5.0	0.6	63.7
5	内蒙古	30.4	4.8	13.1	4.7	2.8	5.0	0.5	61.3
6	辽宁	53.8	22.8	20.6	7.6	8.3	10.0	0.6	123.7
7	吉林	24.8	12.7	12.5	2.4	11.5	5.0	0.7	69.6
8	黑龙江	40.4	6.6	22.7	1.8	10.6	5.0	0.5	87.6
9	上海	90.8	3.8	12.1	0.9	9.0	5.0	1.2	122.8
10	江苏	88.8	12.0	15.7	4.4	6.8	5.0	1.6	134.3
11	浙江	58.4	26.2	5.0	5.8	4.5	10.0	2.5	112.4
12	安徽	21.3	17.9	15.5	2.4	5.3	5.0	0.6	68.0
13	福建	40.7	11.0	13.1	5.1	12.2	10.0	1.5	93.6
14	江西	29.0	19.0	6.6	1.3	7.7	5.0	0.4	69.0
15	山东	126.3	21.6	29.1	3.2	6.9	10.0	1.7	198.8
16	河南	41.2	19.8	12.5	5.7	6.4	5.0	0.7	91.3
17	湖北	48.8	16.7	13.0	3.6	6.9	5.0	0.5	94.5
18	湖南	48.5	28.1	8.3	1.7	7.5	5.0	0.7	99.8
19	广东	159.8	42.3	21.0	13.2	23.0	10.0	2.1	271.4
20	广西	26.4	6.0	4.8	3.4	4.7	5.0	0.6	50.9
21	海南	8.4	0.0	2.8	1.3	0.8	5.0	0.4	18.7
22	重庆	34.2	1.9	18.6	3.4	5.0	5.0	0.6	68.7
23	四川	37.9	9.8	12.6	4.6	4.8	5.0	0.4	75.1
24	贵州	29.8	14.4	9.2	2.2	5.6	5.0	0.4	66.6
25	云南	44.6	8.7	10.1	2.3	11.4	5.0	0.6	82.7
26	西藏	6.3	1.1	1.0	0.1	0.0	5.0	0.3	13.8
27	陕西	44.4	8.6	19.2	1.8	5.8	5.0	0.4	85.2
28	甘肃	19.8	1.7	6.9	1.7	2.7	5.0	0.3	38.1
29	青海	8.9	0.0	2.0	1.1	1.9	5.0	0.2	19.1
30	宁夏	3.8	0.0	2.9	0.7	2.4	5.0	0.2	15.0
31	新疆	31.1	6.2	6.2	2.4	4.7	5.0	0.2	55.8
32	新疆生产建设兵团	4.5	0.4	2.4	0.0	0.0	5.0	0.0	12.3

注：监管体系25亿元投资中含中央本级生活垃圾监管体系建设投资1亿元。

数据来源：国务院，国都证券

图表 5: 桑德环境 (000826) 盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	68,446	97,201	160,844	221,514	310,696	419,906
YOY%		42.01%	65.48%	37.72%	40.26%	35.15%
减: 营业成本	40,501	62,861	101,700	142,965	202,512	276,004
毛利率	40.83%	35.33%	36.77%	35.46%	34.82%	34.27%
营业税金及附加	824	1,004	1,903	2,658	3,728	5,039
销售费用	869	1,164	1,288	1,720	2,352	3,116
管理费用	3,308	4,038	10,267	13,433	18,087	23,711
财务费用	3,754	3,814	7,251	9,487	9,979	10,115
期间费用率 (%)	11.59%	9.28%	11.69%	11.12%	9.79%	8.80%
资产减值损失	1,924	371	2,366	2,500	2,500	2,500
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	0	0	0	0
二、营业利润	17,264	23,945	36,069	48,751	71,537	99,420
YOY%		38.70%	50.63%	35.16%	46.74%	38.98%
加: 营业外收入	1,236	882	629	450	300	300
减: 营业外支出	21	56	4	50	200	250
三、利润总额	18,480	24,771	36,694	49,151	71,637	99,470
减: 所得税	2,878	3,195	5,973	7,373	11,104	16,413
四、净利润	15,602	21,576	30,721	41,779	60,533	83,058
归属于母公司的净利润	14,572	20,699	30,092	40,897	59,343	81,511
YOY(%)		42.04%	45.37%	35.91%	45.10%	37.35%
少数股东损益	1,030	876	630	882	1,190	1,547
净利率 (%)	22.79%	22.20%	19.10%	18.86%	19.48%	19.78%
总股本 (万股)	49,812	49,812	49,812	49,812	49,812	49,812
五、每股收益 (元)	0.29	0.42	0.60	0.82	1.19	1.64

资料来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			