

环保

署名人: 陈青青

S0960512080007

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 23.68元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2101.58
总股本(百万)	498
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	113
EPS	0.73
每股净资产(元)	3.81
资产负债率	55.30%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
桑德环境	-3.15	3.23	24.01
公用事业	4.57	-3.78	-2.14
沪深300指数	3.42	-3.57	-12.04



相关报告

桑德环境-中报略超预期, 全年增长预期不变, 下半年股价催化或增多 2012-08-10  
桑德环境-公司深度报告-掘金固废 全国争雄 2012-08-08

桑德环境

000826

强烈推荐

三季报点评: 符合预期高增长确立今年高成长态势

事件: 10月25日晚桑德环境公布12年三季报: 实现营业收入12.9亿元, 同比增长26.1%; 实现归属上市公司股东净利润2.7亿元, 同比增长42.0%; 实现每股收益0.20元。

投资要点:

- 三季报业绩增速符合预期(收入+26.1%, 净利润+42.01%), 增长的主要动力是受益于固废行业启动, 公司固废业务持续快速增长, 全年高增长态势确立(40%)。正如我们深度报告指出的一样, 受益于固废行业近两年进入新建高峰期(十二五行业增速预计将维持在25%以上), 公司近年有望以高于行业的增速高增长。其次, 三季度公司咸宁基地的设备销售收入大幅增加, 虽然绝对数额不大, 但是快速增长说明公司固废技术水平进一步提升, 未来该部分收入占比将会提升。
- 单从第三季度来看, 收入增速略有下降, 主因是大部分工程项目三季度处于前期阶段, 属于偶发性因素, 不能说明公司经营趋势变坏, 预计四季度这一因素影响将会消失。且从往年经验看, 公司每季度增速没有普遍性规律, 由项目进度分布不同而不同, 因此单季度增速高低不能说明公司全年的成长性或变化趋势。
- 高毛利的固废工程等业务占比提升是导致公司毛利率提升、净利润增速快于收入增速的主因, 未来公司毛利率将继续维持在较高水平。从前三季度来看, 毛利率上升的主要原因是固废工程收入占比提升, 而固废工程毛利率相对较高, 由于公司未来水务业务将维持稳定, 固废业务收入占比将持续提升, 带动综合毛利率提升。而从三季度单季度来看, 毛利率提升的主要原因是项目处于前期阶段的较多, 毛利率较高的技术解决方案和设备销售安装的占比提升。
- 公司期间费用率整体维持稳定, 明年有望降低。整来看, 公司期间费用率维持在13%左右的水平, 基本维持稳定。同时, 预计明年公司配股完成后, 对明年公司财务费用降低有积极影响。
- 与大多数环保公司不同的是, 公司三季度公司应收账款额度略有降低, 主要原因是一方面公司回款能力增强, 另一方面由于偶然性因素, 公司出售了个别资产。由于国家宏观调控导致地方财政支付能力减弱, 大部分环保企业呈现应收增加的情况, 而公司应收账款改善, 主要是由于与政府协商出售了个别资产, 导致应收账款减少。
- 明年公司增长有保障, 同时年底或明年公告项目预计会增多。明年业绩增长有保障: 1) 理由1: 明年湖南静脉产业园一期预计将贡献大部分收入; 2) 理由2: 随着十八大后政府换届换成, 公司跟踪项目的落实有望加快; 3) 理由3: 配股预计明年内完成, 资金瓶颈解决, 公司明年增速有望继续维持在较高水平。
- 盈利预测及投资建议: 预计公司十二五复合增速有望维持在35%以上, 12-14年EPS为0.84/1.18/1.59元, 对应PE为28X、20X、15X, 维持公司强烈推荐评级。
- 风险提示: 应收账款风险、项目开拓低于预期的风险。

主要财务指标

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1608	2066	2789	3573
收入同比(%)	65%	28%	35%	28%
归属母公司净利润	301	419	587	787
净利润同比(%)	45%	39%	40%	34%
毛利率(%)	36.8%	35.5%	35.5%	35.5%
ROE(%)	19.1%	21.5%	23.1%	23.7%
每股收益(元)	0.61	0.84	1.18	1.59
P/E	32.53	28.04	19.99	14.93
P/B	6.21	6.02	4.62	3.53
EV/EBITDA	26	21	16	12

资料来源: 中投证券研究所

## 附：财务预测表

资产负债表					单位: 百	利润表					单位:
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E		会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
<b>流动资产</b>	2758	4209	5205	6443		<b>营业收入</b>	1026	1742	2345	2897	
现金	2328	3603	4290	5505		营业成本	539	982	1321	1623	
应收账款	282	301	537	464		营业税金及附加	30	39	55	69	
其他应收款	23	26	38	49		营业费用	13	25	34	42	
预付账款	15	64	70	86		管理费用	103	159	211	256	
存货	106	198	255	319		财务费用	-37	-41	-59	-73	
其他流动资产	4	17	15	20		资产减值损失	11	7	8	8	
<b>非流动资产</b>	1654	365	371	372		公允价值变动收益	0	0	0	0	
长期投资	814	0	0	0		投资净收益	42	102	194	267	
固定资产	200	184	168	152		<b>营业利润</b>	409	674	969	1239	
无形资产	116	140	162	179		营业外收入	5	2	3	3	
其他非流动资产	523	41	41	41		营业外支出	0	0	0	0	
<b>资产总计</b>	4412	4574	5576	6815		<b>利润总额</b>	414	676	972	1242	
<b>流动负债</b>	981	600	758	919		所得税	53	91	130	166	
短期借款	100	0	0	0		<b>净利润</b>	360	585	842	1077	
应付账款	246	464	627	765		少数股东损益	16	0	0	0	
其他流动负债	635	135	131	155		<b>归属母公司净利润</b>	345	585	842	1077	
<b>非流动负债</b>	41	32	34	34		EBITDA	400	652	931	1186	
长期借款	0	0	0	0		EPS (元)	1.07	1.06	1.53	1.96	
其他非流动负债	41	32	34	34							
<b>负债合计</b>	1023	632	792	954		<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	125	125	125	125		会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
股本	323	550	550	550		<b>成长能力</b>					
资本公积	2263	2037	2037	2037		营业收入	105.0	69.8%	34.6%	23.6%	
留存收益	677	1230	2072	3149		营业利润	95.5%	64.7%	43.9%	27.8%	
归属母公司股东权益	3264	3817	4659	5735		归属于母公司净利润	94.7%	69.9%	43.9%	27.9%	
<b>负债和股东权益</b>	4412	4574	5576	6815		<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	47.4%	43.6%	43.7%	44.0%	
<b>现金流量表</b>					单位: 百	净利率(%)	33.6%	33.6%	35.9%	37.2%	
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E		ROE(%)	10.6%	15.3%	18.1%	18.8%	
<b>经营活动现金流</b>	360	447	460	896		ROIC(%)	85.6%	148.1%	149.8	260.5%	
净利润	360	585	842	1077		<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	22	20	20	20		资产负债率(%)	23.2%	13.8%	14.2%	14.0%	
财务费用	-37	-41	-59	-73		净负债比率(%)	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%	
投资损失	-42	-102	-194	-267		流动比率	2.81	7.02	6.87	7.01	
营运资金变动	-24	-4	-169	144		速动比率	2.70	6.69	6.53	6.66	
其他经营现金流	80	-11	20	-4		<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-1297	919	168	245		总资产周转率	0.27	0.39	0.46	0.47	
资本支出	62	0	0	0		应收账款周转率	5	6	5	5	
长期投资	-746	-814	0	0		应付账款周转率	2.84	2.76	2.42	2.33	
其他投资现金流	-1982	105	168	245		<b>每股指标 (元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	632	-91	59	73		每股收益(最新摊薄)	0.63	1.06	1.53	1.96	
短期借款	100	-100	0	0		每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.81	0.84	1.63	
长期借款	0	0	0	0		每股净资产(最新摊薄)	5.94	6.94	8.47	10.43	
普通股增加	176	226	0	0		<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-148	-226	0	0		P/E	32.53	28.04	19.99	14.93	
其他筹资现金流	504	9	59	73		P/B	6.21	6.02	4.62	3.53	
<b>现金净增加额</b>	-304	1275	687	1215		EV/EBITDA	26	21	16	12	

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

陈青青，中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士，南开大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434