

环保行业

报告原因：业绩点评

2012年10月29日

市场数据：2012年10月29日

总股本/流通股本(亿股)	4.98/4.81
收盘价(元)	24.00
流通市值(亿元)	115.44

基础数据：2011年9月30日

资产负债率	55.37%
毛利率	38.89%
净资产收益率(摊薄)	14.57%

相关研究

《桑德环境(000826)_调研简报-在手运营项目贡献可观利润——(增持)》2012年9月20日

《桑德环境(000826)深度报告——固废龙头，在手运营项目可观，高增长可期(增持)》2012年10月17日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel：010-82190396

E-mail：liangyumei@sxzq.com

MSN：meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990，010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

桑德环境 (000826)

维持

工程、运营双驱动助高增长

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

① **业绩实现高增长。**前三季度公司实现营业收入 12.9 亿，同比增长 26%；归属上市公司股东的净利润为 2.71 亿，同比增长 42%；每股 EPS 为 0.55 元，同比增长 42%，符合我们的预期。业绩高增长的主要原因是固废工程的高增长以及污水及自来水领域的盈利能力的提升。而从目前看公司固废运营项目储备丰富，但都处于建设期，尚未投入运营，公司未来的成长将靠固废工程和运营双驱动。

② **在手运营项目贡献可观收益。**前几年公司固废领域的增长主要来自工程收入，而未来两年公司运营项目即将陆续投产，开始贡献业绩未来几年工程、运营双驱动助高增长。经过我们不完全统计公司在手 BOT 模式的订单约 5700 吨/日，目前均未开始贡献运营收入，根据我们简单测算全部运营后贡献收入 49007.33 万元，净利润 9801.47 万元，对应每股收益 0.20 元，占公司 2011 年净利润的 32%。公司的远期目标是“十二五”末运营项目达到 2 万吨/日的水平，根据我们简单测算贡献收入 171955.56 万元，净利润 34391.11 万元，相当于公司目前的收入和利润。

③ **固废业务“十二五”复合增长率有望达到 40%。**考虑到固废工程及固废设备，公司 2007-2010 年确认收入约 18 亿元，按照“十一五”实际投资 561 亿元，公司在固废领域的市场份额约 4%。按照公司“十二五”固废领域投资 2636 亿元，公司市场份额 4%计算，预计公司获得的订单 105.44 亿元，年均 20 亿元，是 2011 年确认收入的近 2 倍。此外公司“十一五”期间所承接的运营项目并未正式投产，“十二五”是运营项目大规模投产的期间，而经过我们测算公司在手运营对公司利润贡献可观，综合考虑固废领域工程及运营，固废领域预计仍能保持 40%左右的复合增长速度。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.89、1.37 元，对于目前市盈率分别为 28、18 倍，考虑到“十二五”固废处理领域投资大幅增长，而公司作为固废处理领域的龙头将充分受益。此外，目前正处于公司核心运营项目建设期，未来两年将陆续投产，且能够贡献可观利润，公司未来几年的增长将由工程和运营双驱动，综合考虑维持公司“增持”的投资评级。

⑤ **投资风险。**在建项目进度低于预期风险；应收账款收回风险；“十二五”固废领域的相关规划低于预期的风险。



表 1：盈利预测假设（万元）

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
固体废弃物处置工程市政施工业务	62,070.23	116,104.73	174,157.10	261,235.64
污水处理	15,568.78	17,230.82	20,676.98	22,744.68
环保设备安装及咨询收入		18,922.34	11,353.40	13,624.08
自来水供应	7,233.36	7,696.76	8,081.60	8,485.68
营业收入增速				
固体废弃物处置工程市政施工业务	45.83%	87.05%	50.00%	50.00%
污水处理	15.30%	10.68%	20.00%	10.00%
环保设备安装及咨询收入		-	-40.00%	20.00%
自来水供应	10.87%	6.41%	5.00%	5.00%
毛利率				
固体废弃物处置工程市政施工(%)	32.93%	34.48%	38.00%	38.00%
污水处理(%)	39.12%	36.30%	34.00%	34.00%
环保设备安装及咨询收入(%)			60.00%	60.00%
自来水供应(%)	35.74%	31.42%	32.00%	32.00%

资料来源：山西证券研究所

表 2：盈利预测（万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	97,201.18	160,843.96	214,269.08	306,090.09
营业收入增速	42.01%	65.48%	33.22%	42.85%
营业成本	62,861.43	101,700.38	131661.0566	188197.4836
毛利率	35.33%	36.77%	38.55%	38.52%
营业税金及附加	1,003.77	1,903.50	2535.76	3622.41
销售费用	1,164.32	1,287.68	1784.12	2471.29
管理费用	4,038.14	10,266.97	12320.36	14784.44
财务费用	3,814.33	7,250.85	13000.00	15600.00
资产减值损失	370.78	2,365.81	0.00	0.00
营业利润	23,945.12	36,068.77	52967.78	81414.47
营业外收入	882.39	628.98	0.00	0.00
营业外支出	56.33	3.98	0.00	0.00
利润总额	24,771.18	36,693.78	52967.78	81414.47
所得税	3,195.44	5,972.57	7945.17	12212.17
净利润	21,575.74	30,721.21	45022.61	69202.30
少数股东损益	876.47	629.68	755.62	906.74
归属于母公司所有者的净利润	20,699.27	30,091.53	44267.00	68295.56
每股收益:	0.42	0.60	0.89	1.37
每股收益增速	42.04%	45.37%	47.11%	54.28%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。