

评级：强烈推荐（上调）

电力设备

公司年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-82303677

邮件：hebenhu@fcsc.cn

桑德环境(000826)**——延续高增长趋势，维持“强烈推荐”**

事件：3月29日，公司公布2012年业绩，实现收入211214万元，同比增长31.2%，实现净利润42994万元，同比增长42.9%，对应的摊薄EPS为0.67元。另外，公司拟10派1元。

要点：**1、环保设备和环保工程延续符合预期的高增长**

公司2012年实现收入211214万元，增速为31.2%，延续高增长状态。其中，环保设备和环保工程等两项具备产业关联性的业务维持更高的增速，也是公司业务增长动力的核心。

随着公司投资战略的调整，逐步从“水资源”与“固废”并举转化为以“固废”主导的格局。因此，在新的业务领域尚未拓展之前，固废为核心的环保设备和环保施工的增速成为核心驱动力。

毛利率水平看，综合毛利率下降2.5个百分点，主要源于结构性因素。毛利率偏低的环保施工业务的收入增长最快，对总体毛利率有一定摊薄，但总体仍属于较好水平。

图表1 公司2012年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
污水处理	20344	18.1%	34.7%	下降1.6个百分点
自来水	9361	21.6%	30.0%	提高4.6个百分点
环保设备	23166	22.4%	58.4%	提高7.3个百分点
环保施工	157220	35.4%	35.8%	提高1.3个百分点
合计	211214	31.2%	42.9%	下降2.5个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2、水资源的利润贡献具备一定的不确定性

公司在策略调整中明确提出了水务业务的定位，公司只在特定区域的水务市场运营市政供水及污水处理类业务收入。随着上述地区的项目建设完成，未来的增长点将主要来自于城市化进程的自然增长和价格的调整，



具备一定的不确定性。

譬如2012年的自来水销售为6623万吨，同比增长7.7%，而对应的收入增长为21.6%。也就是说，对应的价格增长为13%。我们看到，毛利率也提高了4.6个百分点。

同样，污水处理业务的37412万吨，同比增长43.9%，而对应的收入增长为18.1%，对应的价格下降为18%，显示的毛利率也下降了1.6个百分点。

图表 2 公司水资源业务 2012 年主营收入和毛利率变化一览表

	收入（万元）	数量（吨）	收入增长	价格增长	毛利率
污水处理	20344	37412	43.9%	-18.0%	下降 1.6 个百分点
自来水	9361	6623	21.6%	13.0%	提高 4.6 个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

3、新业务拓展值得期待

固废业务作为公司主要的增长点，也面临着市场竞争不断加剧的压力。因此，不断拓展新的利润增长点虽然不能水迫在眉睫，也具备紧迫性。

公司不断加快固废领域业务规模拓展及区域业务扩张的战略布局，积极推进生活垃圾焚烧、生活垃圾卫生填埋、餐厨垃圾处理 and 污泥处理等细分市场。同时，通过推进重点项目静脉产业园类城市废物处理集约式业务模式的项目前期立项及开工建设进度。

4、盈利预测及投资建议

预计公司2013年、2014年和2015年每股收益分别为0.91元、1.28元和1.77元，目前的26.31元的股价对应的PE分别为30.8倍、22.0倍和15.9倍。考虑到10配3后的除权因素，PE将下降20%。

作为垃圾处理工程业务的龙头企业，成长性确定。目前的PE在环保股中属于中游水平，仍有提升空间，我们维持“强烈推荐”评级。

5、风险因素：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、新项目进度的不确定性



图表 3 公司收入和毛利预测简表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、污水处理				
收入(万元)	20349	22383	24622	27084
增长率	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	7061	7834	8618	9479
毛利率	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
二、自来水				
收入(万元)	9360	10296	11325	12458
增长率	21.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(万元)	3369	3706	4077	4485
毛利率	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
三、环保设备				
收入(万元)	23161	30109	39141	50884
增长率	22.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利(万元)	13503	17463	22702	29513
毛利率	58.3%	58.0%	58.0%	58.0%
四、固废处理				
收入(万元)	157206	212228	286508	386786
增长率	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利(万元)	56280	74280	100278	135375
毛利率	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%
五、其他				
收入(万元)	1139	1367	1640	1969
增长率	28.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(万元)	911	1094	1312	1575
毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
六、合计				
收入(万元)	211214	276383	363237	479180
增长率	31.3%	30.9%	31.4%	31.9%
毛利(万元)	81124	104377	136987	180427
毛利率	38.4%	37.8%	37.7%	37.7%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究

图表 4 盈利预测表

万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、营业利润				
营业收入	211214	276383	363237	479180
减：营业成本	129980	172006	226250	298753
减：营业税金及附加	2490	3258	4282	5649



减：营业费用	1639	1885	2168	2493
减：管理费用	10791	11331	11897	12492
减：财务费用	11991	14389	17267	20720
减：资产减值损失	4821	5303	5833	6417
加：投资收益	0			
营业利润	49503	68211	95540	132656
二、利润总额				
加：营业外收支	1563	1876	2251	2701
利润总额	51066	70087	97790	135357
三、净利润				
减：所得税	7419	10513	14669	20303
净利润	43647	59574	83122	115053
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	652	717	789	868
归属母公司净利润	42994	58857	82333	114185
总股本（万）				64372
EPS(元)	0.67	0.91	1.28	1.77

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135