

**UBS Investment Research**
**桑德环境**
**中期利润表符合预期，资产负债表存隐忧**
**■ 2013上半年收入10.36亿，净利润为2.24亿元，同比增长26%/31%**

上半年实现EPS0.35元，几乎没有非经常性损益，符合预期。收入中固废市政施工收入占总收入70%以上，毛利率高达38%，高于12年全年约3个百分点，总毛利率38.4%，与较12年全年几乎无变化。我们分析公司7.3亿的固废施工+1.5亿固废技术咨询收入中2.6亿来自BOT项目在建设期确认的收入（其中1.7亿来自湖南静脉产业园）；另外6.2亿来自EPC项目，具体项目不详。

**■ 经营性现金流改善源于BOT项目增加和应付项目的大幅增加**

期末应收账款增加约3亿，但经营性现金流达3亿，且由负转正，我们认为改善来自：收入中BOT项目占比提高；应付款大幅增长，故并非实质性改善。本期公司改变了过去只在年末计提坏账准备的做法，中期计提了0.39亿元减值。随着公司应收款账龄的增加，未来坏账计提比例和绝对值都可能增加。

**■ 预计静脉产业园建设下半年提速、14年年中建成，是公司首个运营项目**

静脉产业园一期，焚烧规模2000吨/日，总投资超过12亿，根据公司指引13年可以确认较大比例的建设期收入，上半年仅确认1.7亿，因此下半年的建设进展对公司下半年利润表影响会非常大。该项目也将是公司首个运营项目，没有经验可循，我们对公司项目运营的利润率预期较低。

**■ 估值：下调目标价至34.9元，维持“中性”评级**

我们维持2013-15年EPS预测0.88/1.08/1.30元。出于对公司坏账风险的担忧，我们将公司贝塔值从1.2上调至1.4，从而将WACC由7.3%上调至7.8%，并基于瑞银VCAM工具进行现金流贴现模型，得到目标价34.9元（原37.1元）。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	1,608	2,112	2,979	3,574	4,289
息税前利润 (UBS)	433	615	735	882	1,058
净利润 (UBS)	301	420	570	692	838
每股收益 (UBS, Rmb)	0.61	0.85	0.88	1.08	1.30
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.08	0.13	0.12	0.15	0.18

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	29.4	29.1	24.7	24.7	24.7
ROIC (EBIT) %	-	25.3	25.3	25.0	24.5
EV/EBITDA (core) x	20.0	13.4	22.1	18.3	15.2
市盈率 (UBS) (x)	35.1	26.0	38.4	31.6	26.1
净股息收益率 (%)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月29日20时04分的股价 (Rmb34.00) 得出；

**徐颖真**

分析师  
S1460511100001  
yingzhen.xu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8883

**郁威**

分析师  
S1460511120001  
wei.yu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8857

**全球证券研究报告**

中国

水务

12个月评级

**中性**  
**保持不变**

12个月目标价

Rmb34.90/US\$5.70

之前: Rmb37.10/US\$6.06

股价

Rmb34.00/US\$5.56

路透代码: 000826.SZ 彭博代码000826 CH

**2013年8月30日**
**交易数据 (本币/US\$)**

52周股价波动范围 Rmb40.72-20.24/US\$6.64-3.25

市值 Rmb21.9十亿/US\$3.58十亿

已发行股本 644百万 (ORDA)

流通股比例 52%

日均成交量 (千股) 7,345

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb263.9

**资产负债表数据 12/13E**

股东权益 Rmb4.52十亿

市净率 (UBS) 4.8x

净现金 (债务) Rmb1.00十亿

**预测回报率**

预测股价涨幅 +2.6%

预测股息收益率 0.4%

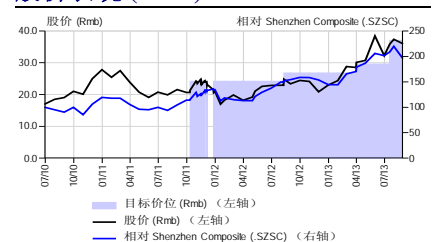
预测股票回报率 +3.0%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 -5.5%

**每股收益 (UBS, Rmb)**

	12/13E			12/12
	从	到	市场预测	实际
Q1	0.14	0.14	0.14	0.14
Q2	0.22	0.21	0.22	0.21
Q3E	0.22	0.22	0.22	0.19
Q4E	0.30	0.32	0.30	0.31
12/13E	0.88	0.88	0.89	
12/14E	1.08	1.08	1.08	

**股价表现 (Rmb)**


资料来源: UBS

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

表1:公司收入成本构成

单位: 百万元	2010	2011	2012	2012H1	2013H1
<b>营业收入</b>	972.0	1,608.4	2,112.1	818.2	1,036.1
市政污水	155.7	172.3	203.4	98.9	105.0
自来水	72.3	77.0	93.6	41.1	51.5
固废设备安装及技术咨询	115.7	189.2	231.7	46.2	151.7
固废市政施工	620.7	1,161.0	1,572.2	626.9	726.7
其他	7.6	8.9	11.2	5.1	1.1
<b>减: 营业成本</b>	628.6	1,017.0	1,299.8	495.2	637.8
市政污水	94.8	109.8	132.9	64.7	66.6
自来水	46.5	52.8	59.9	27.8	30.0
固废设备安装及技术咨询	70.1	92.7	96.5	16.2	86.6
固废市政施工	416.3	760.7	1,009.4	385.9	454.5
其他	0.9	1.1	1.2	0.6	0.1
<b>毛利率</b>	35.3%	36.8%	38.5%	39.5%	38.4%
市政污水	39.0%	36.3%	34.7%	34.5%	36.6%
自来水	36.0%	31.4%	36.0%	32.2%	41.7%
固废设备安装及技术咨询	39.0%	51.0%	58.3%	65.0%	42.9%
固废市政施工	33.0%	34.5%	35.8%	38.4%	37.5%
其他	88.0%	87.3%	89.7%	89.1%	94.3%

数据来源: 公司数据

表2:公司主要财务指标

	2010	2011	2012	2012H1	2013H1
<b>利润表指标</b>					
毛利率	35.3%	36.8%	38.5%	39.5%	38.4%
营业税金附加/收入	1.0%	1.2%	1.2%	1.4%	1.0%
(销售费用+管理费用)/收入	5.4%	7.2%	5.9%	6.8%	5.7%
财务费用/收入	3.9%	4.5%	5.7%	7.7%	3.0%
所得税/利润总额	12.9%	16.3%	14.5%	11.9%	15.0%
<b>资产负债表指标</b>					
负债率	53.4%	55.3%	37.9%	57.2%	32.6%
(固定资产+无形资产)/总资产	56.1%	49.8%	29.1%	42.8%	31.5%
<b>其他指标</b>					
ROE	16.3%	19.1%	15.9%	10.1%	5.7%
财务费用/(短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款)	3.7%	7.2%	10.5%	5.1%	3.8%
应收账款/营业收入	75.0%	71.0%	76.4%	182.6%	183.7%
应付账款/营业成本	54.0%	37.0%	25.2%	77.1%	88.3%
固定资产折旧率	1.1%	3.5%	4.7%	2.5%	2.5%
无形资产摊销率	4.7%	5.0%	6.1%	3.1%	4.5%
经营性现金流净额(亿元)	2.58	1.73	-1.11	0.98	3.32
经营性现金流净额/净利润(非母公司股东, 而是全部)	1.19	0.56	-0.25	0.56	1.46

数据来源: 公司数据

表3:公司期末坏账准备金额

(百万元)	计提比例	2010FY	2011H1	2011FY	2012H1	2012FY	2013H1
<b>应收账款</b>							
1年以内	5%	36.43	36.43	58.65	58.65	73.21	75.60
1至2年	10%	4.45	4.45	2.99	2.99	24.58	50.85
2至3年	50%	0.09	0.09	0.72	0.72	2.30	5.34
3至4年	90%	0.00	0.00	0.16	0.16	0.08	4.14
4至5年	90%	-	-	0.00	-	0.16	0.18
5年以上	90%	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
合计		41.05	41.05	62.60	62.60	100.41	136.19
<b>其他应收款</b>							
1年以内	5%	0.38	0.38	0.73	0.73	0.91	1.58
1至2年	10%	0.63	0.63	0.07	0.07	0.57	0.45
2至3年	50%	1.21	1.21	1.49	1.49	0.32	2.53
3至4年	90%	7.52	7.52	2.04	2.04	2.67	0.30
4至5年	90%	0.33	0.33	7.52	7.52	2.04	2.66
5年以上	90%	-	-	0.33	0.33	7.85	9.84
合计		10.06	10.06	12.17	12.17	14.36	17.34

数据来源: 公司数据

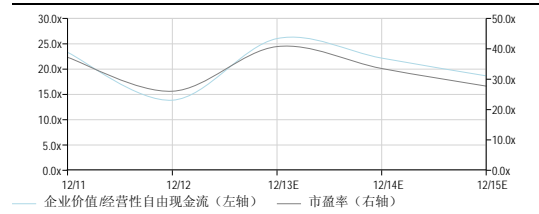
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	523	684	972	1,608	2,112	2,979	41.0	3,574	20.0	4,289	20.0
营业费用 (不含折旧)	(321)	(421)	(630)	(1,087)	(1,391)	(2,051)	47.5	(2,443)	19.1	(2,932)	20.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	202	263	342	521	721	927	28.5	1,132	22.0	1,357	19.9
折旧	(37)	(53)	(65)	(88)	(106)	(193)	80.9	(250)	29.9	(299)	19.6
营业利润 (息税前利润, UBS)	165	210	278	433	615	735	19.5	882	20.0	1,058	20.0
其他盈利和联营公司盈利	7	12	8	6	16	0	-	0	-	0	-
净利息	(33)	(38)	(38)	(73)	(120)	(54)	-54.7	(55)	1.1	(58)	4.8
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	140	185	248	367	511	680	33.2	827	21.5	1,000	21.0
税项	(25)	(29)	(32)	(60)	(74)	(102)	37.5	(124)	21.5	(150)	21.0
税后利润	114	156	216	307	436	578	32.5	703	21.5	850	21.0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(3)	(10)	(9)	(6)	(7)	(9)	32.5	(11)	21.5	(13)	21.0
净利润 (本地会计准则)	111	146	207	301	430	570	32.5	692	21.5	838	21.0
净利润 (UBS)	111	146	207	301	420	570	35.7	692	21.5	838	21.0
税率 (%)	18	16	13	16	15	15	3.2	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	18	16	13	16	17	15	-9.2	15	0.0	15	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.22	0.29	0.42	0.61	0.87	0.88	2.2	1.08	21.5	1.30	21.0
每股收益 (UBS)	0.22	0.29	0.42	0.61	0.85	0.88	4.6	1.08	21.5	1.30	21.0
每股股息净值	0.00	0.04	0.08	0.08	0.13	0.12	-6.5	0.15	21.5	0.18	21.0
每股现金收益	0.30	0.40	0.55	0.78	1.06	1.18	11.7	1.46	23.6	1.77	20.6
每股账面净值	1.98	2.18	2.57	3.18	7.71	7.02	-8.9	7.97	13.6	9.13	14.5
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	40	40	376	464	456	1,098	140.7	1,673	52.4	2,082	24.4
无形固定资产净值	1,189	1,091	1,292	1,422	1,393	1,490	7.0	1,577	5.8	1,654	4.9
净营运资本 (包括其他资产)	281	376	349	310	1,057	704	-33.4	899	27.7	1,133	26.0
其他负债	(21)	(42)	(42)	(45)	(193)	(193)	0.0	(193)	0.0	(193)	0.0
运营投入资本	1,490	1,466	1,975	2,152	2,712	3,099	14.2	3,956	27.7	4,676	18.2
投资	251	635	317	118	349	518	48.3	505	-2.4	420	-16.8
运用资本总额	1,740	2,101	2,292	2,270	3,062	3,617	18.1	4,461	23.4	5,096	14.2
股东权益	981	1,084	1,274	1,575	3,838	4,519	17.7	5,133	13.6	5,876	14.5
少数股东权益	91	104	113	116	92	101	9.4	111	10.4	124	11.4
总股东权益	1,072	1,187	1,387	1,691	3,930	4,620	17.5	5,244	13.5	6,000	14.4
净债务 / (现金)	668	914	905	579	(869)	(1,003)	15.5	(783)	-22.0	(904)	15.4
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	1,740	2,101	2,292	2,270	3,062	3,617	18.1	4,461	23.4	5,096	14.2
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	165	210	278	433	615	735	19.5	882	20.0	1,058	20.0
折旧	37	53	65	88	106	193	80.9	250	29.9	299	19.6
营运资本变动净值	(159)	(237)	(69)	(315)	(814)	213	-	(192)	-	(231)	20.0
其他 (经营性)	46	60	55	99	176	57	-67.3	52	-8.9	55	4.6
经营性现金流 (税前/息前)	90	87	328	306	83	1,198	1346.0	991	-17.2	1,181	19.1
收到 / (支付) 利息净值	(33)	(38)	(38)	(73)	(120)	(54)	-54.7	(55)	1.1	(58)	4.8
已付股息	0	0	(21)	(41)	(42)	(64)	55.08	(78)	21.22	(95)	21.51
已缴付税项	(25)	(29)	(32)	(60)	(74)	(102)	37.5	(124)	21.5	(150)	21.0
资本支出	(330)	(471)	(184)	(200)	(89)	(1,100)	1130.3	(900)	-18.2	(700)	-22.2
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	124	(77)	330	(194)	(33)	-83.1	(65)	99.2	(70)	7.4
股份发行	0	0	0	0	1,893	146	-92.3	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	95	(328)	(23)	262	1,448	(1)	-	(220)	16576.5	121	-
外汇/非现金项目	-	82	32	65	0	136	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	(246)	9	326	1,448	135	-90.7	(220)	-	121	-
核心息税折旧摊销前利润	202	263	342	521	721	927	28.5	1,132	22.0	1,357	19.9
维护资本支出	(3)	(3)	(4)	(16)	(21)	(90)	317.9	(137)	53.0	(176)	28.4
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	199	260	338	505	700	838	19.7	994	18.7	1,181	18.7

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

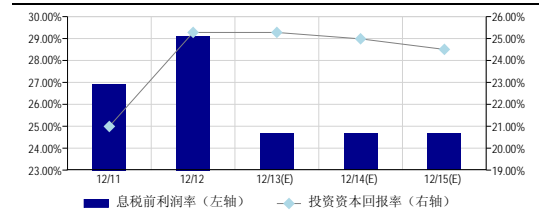
公司概况

桑德环境于 2003 年上市, 专注于水务运营、固废处置工程总承包、固废设备制造以及固废运营, 2007-2012 年收入年复合增长率 43.2%, 净利润年复合增长率 37.8%。

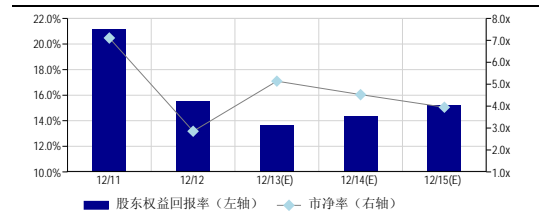
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



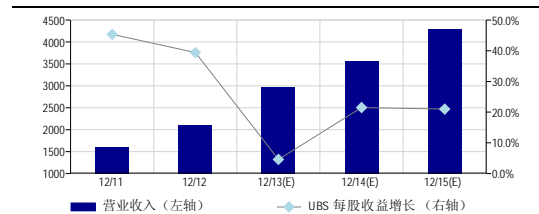
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	34.9	37.2	25.4	38.4	31.6	26.1
市盈率 (UBS)	35.1	37.2	26.0	38.4	31.6	26.1
股价/每股现金收益	26.7	28.8	20.8	28.7	23.2	19.3
净股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
市净率	5.1	7.1	2.9	4.8	4.3	3.7
企业价值/营业收入 (核心)	6.9	7.3	4.6	6.9	5.8	4.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	20.0	22.6	13.4	22.1	18.3	15.2
企业价值/息税前利润 (核心)	24.1	27.2	15.8	27.9	23.5	19.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	20.4	23.3	13.9	24.4	20.8	17.5
企业价值/运营投入资本	-	5.7	4.0	7.0	5.9	4.8

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	11,198	10,963	21,886	21,886	21,886
+ 少数股东权益	116	92	101	111	124
+ 平均净债务 (现金)	579	(1,005)	(1,003)	(783)	(904)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(118)	(349)	(518)	(505)	(420)
核心企业价值	11,775	9,702	20,466	20,710	20,687

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	41.8	65.5	31.3	41.0	20.0	20.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	37.5	52.3	38.3	28.5	22.0	19.9
息税前利润 (UBS)	38.9	56.0	42.0	19.5	20.0	20.0
每股收益 (UBS)	39.3	45.3	39.4	4.6	21.5	21.0
每股现金收益	37.3	43.2	35.1	11.7	23.6	20.6
每股股息净值	-	0.4	55.0	-6.5	21.5	21.0
每股账面净值	40.5	23.6	142.6	-8.9	13.6	14.5

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	35.8	32.4	34.2	31.1	31.7	31.6
息税前利润/营业收入	29.4	26.9	29.1	24.7	24.7	24.7
净利润 (UBS) /营业收入	20.5	18.7	19.9	19.1	19.4	19.5

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	21.0	25.3	25.3	25.0	24.5
税后投资资本回报率	-	17.6	21.1	21.5	21.2	20.8
净股东权益回报率	-	21.1	15.5	13.6	14.3	15.2

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	5.8	6.0	5.1	13.5	16.1	18.4
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	7.2	6.5	7.3	7.3	7.3
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	13.8	15.3	13.7	13.7	13.7
净债务/息税折旧摊销前利润	1.1	1.1	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
营业收入/固定资产	-	0.9	1.1	1.3	1.2	1.2
营业收入/净营运资本	-	6.5	4.0	4.2	5.7	5.1

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
资本支出/营业收入 (%)	21.6	12.4	4.2	NM	25.2	16.3
资本支出/折旧	3.7	2.3	0.8	5.7	3.6	2.3

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	25.1	36.8	(22.6)	(22.2)	(15.3)	(15.4)
净债务/(净债务 + 权益)	20.1	26.9	(29.3)	(28.5)	(18.0)	(18.2)
净债务 (核心) / 企业价值	4.2	4.9	(10.4)	(4.9)	(3.8)	(4.4)

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年08月29日 20时04分的股价 (Rmb34.00) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

徐颖真

分析师  
S1460511100001  
yingzhen.xu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8883

郁威

分析师  
S1460511120001  
wei.yu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8857

## ■ 桑德环境

桑德环境于2003年上市，专注于水务运营、固废处置工程总承包、固废设备制造以及固废运营，2007-2012年收入年复合增长率43.2%，净利润年复合增长率37.8%。

## ■ 风险声明

公司主要下行风险包括：项目建设进度低于我们根据现状得出的预期；回款情况低于我们根据现状得出的预期；政策对环保行业的支持力度减弱等。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

**要求披露**

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布**

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

- 1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例
- 2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例
- 3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例
- 4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

**瑞银投资研究：全球股票评级定义**

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌



**主要定义**

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

**处于观察期 (UR)**: 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

**例外和特殊案例**

**英国和欧洲投资基金的评级和定义:** 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE):** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司:** 徐 颖真; 郁威。

**涉及报告中提及的公司的披露**

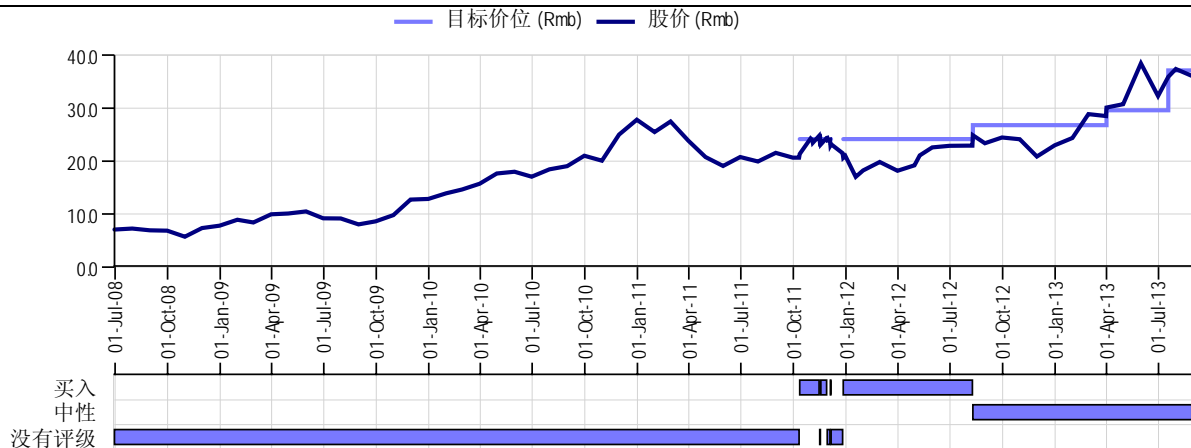
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
桑德环境	000826.SZ	中性	不适用	Rmb36.07	2013年08月28日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

**桑德环境 (Rmb)**



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年8月28日





## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可不在发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。意大利:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请与UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发行人。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。