

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

邮箱：songying@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2013年9月2日

## 现金流改善 坏账计提提前

—桑德环境半年报点评

### 点评报告

买入（维持）

#### 事件：

**桑德环境公布半年报：**2013年上半年，公司实现营业收入1,036,080,038.56元，较上年同期增长26.64%；实现营业利润260,156,413.34元，较上年同期增长34.85%；实现净利润226,849,497.83元，归属于母公司所有者的净利润223,622,845.49元，分别较上年同期增长30.70%、30.84%。

#### 点评：

**1、环保设备安装及咨询业务增速最高，占比最大的固废工程施工收入增速不高：**上半年，公司实现环保设备安装及咨询收入1.52亿元，同比增速高达228.2%；固废工程施工收入7.27亿元，占主营业务收入70.2%，同比增速仅15.9%。从毛利率情况看，公司综合毛利率38.44%，同比微降1%，其中环保设备及咨询业务毛利率42.9%，同比大降22.1%，固废工程施工毛利率37.5%，基本与去年持平。

**2、中期经营现金流明显改善，谨慎原则坏账提前计提：**上半年，公司加大应收账款回款力度，实现经营活动现金流量3.3亿元，同比大幅增长238.9%，现金流状况改善。同时，公司应收账款攀升较快，中期已达19.03亿元，部分政府项目欠账支付情况值得关注，从谨慎原则出发，公司一改过去年度集中计提坏账准备的会计处理方法，中期计提资产减值损失3865.5万元，对中期业绩产生扰动。

**3、固废项目进展顺利，餐厨垃圾成为新的看点：**湖南静脉产业园项目年初经批准后13年进入项目建设阶段，湘株潭固废综合处理中心是为处置城市工业、生活固废的综合环保产业园区，将固废的无害化处置与生态修复、环境绿化有机结合，项目的建设及实施将成为国内资源综合处理及再生利用的重点示范工程，下半年项目建设有望提速，收入将超过5亿元。另外，公司加大餐厨垃圾领域的营销力度，安徽淮南项目已取得特许经营许可，积极开拓浙江拓金华等城市的餐厨垃圾处理项目，餐厨垃圾出来有望成为新的看点。

**4、盈利预测与投资评级：**公司目前主营业务为固废处置工程系统集成业务和特定地区水务投资运营业务，业务领域涉及固废处置全产业链，上市以来连续三年盈利增速超过40%，发展成为稳健、高速增长的固废处理行业龙头。看好公司在垃圾焚烧领域的竞争优势，根据项目建设进度，预计预测13-14年EPS0.93元、1.20元，对应PE37倍、27倍，维持买入评级。

**风险提示：**项目进度低于预期，应收账款回款情况

**盈利预测**

	2011年	2012年	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	16.08	21.12	28.52	36.79
增长比率 (%)	65.48	31.32	35.03	29.00
净利润 (亿元)	3.07	4.36	5.99	7.72
增长比率 (%)	45.37	42.88	37.16	29.03
每股收益 (元)	0.73	0.86	0.93	1.20
市盈率 (倍)	41.21	34.76	31.00	23.00

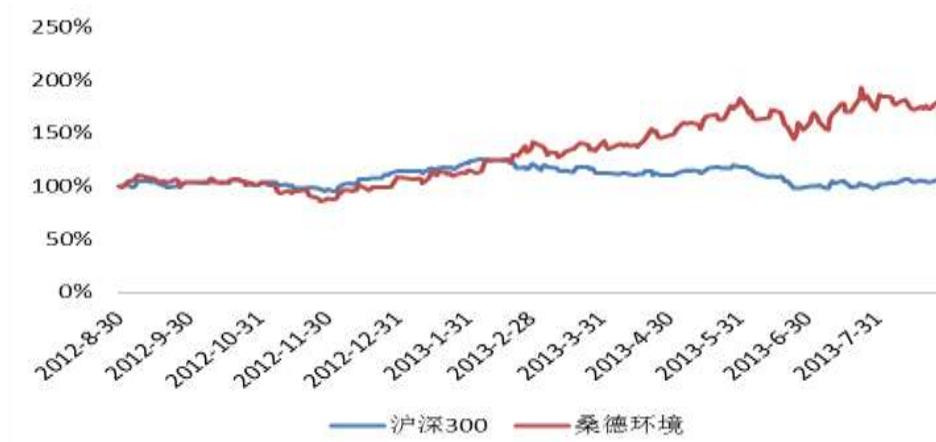
**市场数据**

收盘价 (元)	34.00
一年内最高/最低 (元)	41.00/19.81
沪深300指数	2318.31
市净率 (倍)	2.55
流通市值 (亿元)	212.19

**基础数据**

每股净资产 (元)	6.24
每股经营现金流 (元)	0.43
毛利率 (%)	38.89
净资产收益率 (%)	15.71
资产负债率 (%)	55.37
总股本 (万股)	64638.48
流通股 (万股)	62409
B股/H股 (万股)	/

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录[www.wlzq.cn](http://www.wlzq.cn)万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责声明：

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831