

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

证券研究报告：公司研究

环保行业

报告原因：事件点评

2013年8月29日

市场数据：2013年8月29日

总股本/流通股本(亿股)	6.44/6.22
收盘价(元)	34
流通市值(亿元)	211.48

基础数据：2013年6月30日

资产负债率	32.57%
毛利率	38.89%
净资产收益率(摊薄)	5.60%

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

计提跌价准备致业绩低于预期，全年高增长无忧

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

① **业绩略低于预期，提前计提跌价准备。**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%。同时，与往年年底集中计提坏账准备不同的是，今年中期计提了近3900万，剔除后1H13业绩同比增速50%以上，与预期相符且无碍全年增长。

② **公司布局日臻完善，综合类平台正在成型，当前在手项目充足，未来还宜放眼量。**除了水务、污水及生活垃圾之外，公司在餐厨垃圾、资源回收利用、危废、垃圾清运等方面均有布局，有望充分受益于整个行业的快速增长。

③ **在手订单重组，支持高增长。**据我们统计目前公司垃圾处理BOT、BOO、BT订单规模超过50亿元，预计在未来两年相继开工确认收入，在手订单重组支持公司业绩高增长。

④ **从水务龙头看固废龙头的增长轨迹。**我国固废处理发展滞后污水处理5年，“十二五”固废处理领域的发展预计将遵循“十一五”污水的发展路径，首创股份营业收入从2000年的4.71亿元，增长到2005年的30.37亿元，“十一五”期间复合增长率45.17%。公司是面向全国的固废处理龙头，与水务领域的首创股份有很多相似之处，预计其“十二五”业绩增速将与首创股份的“十一五”媲美。

⑤ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2013-2014年每股收益分别为0.98、1.27元，对于目前市盈率分别为34、24倍，公司在手BOT订单充足，未来2年业绩高增长无忧，综合考虑维持公司为“增持”的投资评级。

⑥ **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: 公司在手特许经营项目

	签订时间	特许经营期限	垃圾处理能力 (吨/日)	项目总投资 (亿元)
开县生活垃圾处理特许经营协议	2012 年 5 月 14 日	30 年	600	2.5
双城市生活垃圾处理项目	2012 年 7 月 26 日	30 年	600	2.7
临朐县生活垃圾处理特许经营协议	2011 年 9 月 27 日	30 年	500	3.5
重庆市南川区生活垃圾处理特许经营协议	2010 年 12 月 28 日	30 年	1000	4.4
静脉园	2010 年 12 月 24 日	30 年	2400	12.53
山东省沂水县	2013 年 2 月 5 日	30 年	600	2.7
吉林省德惠	2012 年 11 月 15 日	30 年	800	3.5
河北省巨鹿县	2012 年 11 月 13 日	30 年	900	4.28
吉林省德惠市	2012 年 11 月 15 日	30 年	800	3.5
江苏省涟水县	2012 年 11 月 28 日	30 年	700	3.64
淮南市	2013 年 3 月 14 日	30 年	200	1
湖北省洪湖	2013 年 8 月 22 日	30 年	800	4
合计			9900	48.2504

资料来源: 山西证券研究所整理

表 2: 盈利预测

	2011-12-31	2012-12-31	2013E	2014E
营业收入	160,843.96	211,213.78	274,577.91	356,951.29
营业收入增速	65.48%	31.32%	30.00%	30.00%
营业成本	101,700.38	129,979.79	168,865.42	219,525.04
毛利率	36.77%	38.46%	38.50%	38.50%
营业税金及附加	1,903.50	2,489.83	3,236.78	4,207.81
销售费用	1,287.68	1,638.83	2,130.48	2,769.62
管理费用	10,266.97	10,790.71	14,027.923	18,236.2999
财务费用	7,250.85	11,990.48	7,000.00	9,100.00
资产减值损失	2,365.81	4,821.32	6,267.72	8,148.03
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36,068.77	49,502.82	73,049.60	94,964.48
加: 营业外收入	628.98	1,564.38	2,033.69	2,643.80
减: 营业外支出	3.98	1.49	0.00	0.00
利润总额	36,693.78	51,065.71	75,083.29	97,608.28
减: 所得税	5,972.57	7,419.06	11,262.49	14,641.24
净利润	30,721.21	43,646.65	63,820.80	82,967.04
减: 少数股东损益	629.68	652.39	848.11	1,102.54
归属母公司净利润	30,091.53	42,994.26	62,972.69	81,864.50
每股收益:	0.47	0.67	0.98	1.27
每股收益增速	45.37%	42.88%	46.47%	30.00%



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。