

## 前三季度盈利同比增长 36% 储备项目有待推进

### 投资要点：

- 前三季度盈利同比增长 36%。**前三季度公司实现营收 15.78 亿元，同比增长 22.08%，归属于母公司股东的净利润 3.68 亿元，同比增长 35.64%，每股收益 0.57 元，净资产收益率 9.20%，同比减少 6.51 个百分点。第三季度实现营收 5.42 亿元，归属于母公司股东的净利润 1.44 亿元，同比分别增长 14.23%、43.82%，环比分别增长-7.58%、9.24%，每股收益 0.22 元。从季度盈利环比走势来看，三季度公司净利增速明显高于营收增速，盈利质量继续改善。
- 盈利能力持续改善。**前三季度公司综合毛利率为 39.22%，净利率 23.53%，同比、环比均提升。期间费率 8.65% 同比下降 5 个百分点，环比基本持平。其中财务费率 2.4%，同比下降 4 个百分点，环比下降 0.5 个百分点。盈利能力总体提升。Q3 毛利率为 40.71%，环比 Q2 微增 0.07 个百分点，净利率 26.64%，环比 Q2 提高 3.79 个百分点，为年内最高水平，Q3 净资产收益率 3.54%，环比增加 0.2 个百分点。我们判断，盈利能力的改善可能与环保设备安装与咨询业务占比提升有关。
- 第三季度收益质量环比下滑，经营活动净现金流为负。**Q3 公司经营活动净现金流为 -5200 万元，Q2 为 4.18 亿元，占 Q3 营业收入的比重为-9.6%，Q2 比例为 71.25%，预计 3 季度项目结算现金回流滞后，同时成本费用支出增加，导致第三季度营收质量环比下降。
- 新项目持续增加。巨鹿项目订单额翻了一倍多。**9 月 27 日公司发布公告，与河北巨鹿县政府签署补充协议，垃圾处理项目规模由 900 吨/日提升至 2000 吨/日（一期由 600 吨/日提升至 1500 吨/日），总投资额由 4.28 亿元增至 10 亿元。**签署湖北洪湖市垃圾处理项目。**8 月 20 日公司与湖北洪湖市政府签署了《洪湖市生活垃圾处理特许经营协议》，规模 800 吨/日（一期 500 吨/日），预计投资 4 亿元（一期 2.5 亿元），特许经营年限 30 年（不含建设期）。
- 已签项目进展有待推进。**湘潭静脉产业园项目 13 年初获得地方政府核准，目前建设进展顺利；2012 年 12 月签署的重庆南川生活垃圾焚烧处理特许经营项目目前尚无实质性进展，山东临朐项目的生活垃圾卫生填埋工艺部分已完成施工建设并运营，主体工艺中的生活垃圾焚烧项目部分尚在立项报批过程中。2012 年签署的江苏涟水项目生活垃圾卫生填埋建设已完成工程施工。2013 年签署的安徽淮南餐厨垃圾处理项目前期工程施工已经开建；重庆开县、黑龙江双城、河北巨鹿、吉林德惠、山东沂水、湖北洪湖、河北辛集均在立项报批规程中，投资总额合计 35.7 亿元。
- 公司收购湘潭市报废汽车回收（拆解）有限责任公司 74% 股权。**收购转让价款 259 万元。此项收购意在利用目标公司的汽车拆解业务加工处理渠道及资源、行业经验，实现公司在汽车拆解回收业务市场布局，并将其作为平台，实现相关再生资源回收利用领域的进一步横向拓展。
- 公司现金充足，龙头地位稳固。**公司水处理业务增长稳定，固废处理业务产业链完整，项目经验丰富，订单获取能力强，行业龙头地位稳固，后续项目接续可期。3 季度末

## 桑德环境 (000826.SZ)

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

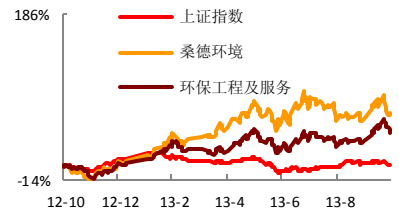
### 投资评级

本次评级：买入  
跟踪评级：维持  
目标价格：

### 市场数据

市价(元)	35.07
上市的流通 A 股(亿股)	6.24
总股本(亿股)	6.46
52 周股价最高最低(元)	41.05-19.81
上证指数/深证成指	2128.86/ 8336.68
2012 年股息率	0.43%

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

公司账面现金高达 15 亿元，9 月底 2013 年第一期短期融资券发行，规模 6 亿元，剩余额度 9 亿元，预计 2014 年发行，将进一步充实流动资金，为后续项目拓展提供资金支持。

- **维持“买入”评级。**未来随着储备项目的推进，公司业绩将逐步兑现，其中投资额最大的静脉园项目进展顺利，成为推动近两年业绩增长的主要因素。预计 2013-2015 年 EPS 为 0.91 元、1.17 元、1.49 元，对应 13-15 年 PE 为 38、30、23 倍。维持中长期“买入”评级。
- **风险提示。**项目推进存在不确定性，应收账款增加导致坏账损失侵蚀利润空间。

#### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,112	2,591	3,313	4,227
增长率(%)	31.32%	22.68%	27.87%	27.57%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	430	586	750	957
增长率(%)	42.88%	36.20%	28.06%	27.62%
毛利率%	38.46%	38.27%	38.31%	38.32%
净资产收益率(%)	11.20%	13.70%	14.93%	16.00%
EPS(元)	0.86	0.91	1.17	1.49
P/E(倍)	40.36	38.30	29.91	23.43
P/B(倍)	5.87	5.27	4.48	3.77

数据来源：民族证券

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>3953</b>	<b>3738</b>	<b>4362</b>	<b>5003</b>	<b>营业收入</b>	2112	2591	3313	4227
现金	2095	1030	900	586	营业成本	1300	1600	2044	2607
应收账款	1615	2349	3004	3832	营业税金及附加	25	25	32	41
其它应收款	24	51	65	83	销售费用	16	23	30	38
预付账款	186	245	313	400	管理费用	108	123	158	201
存货	32	63	80	102	财务费用	120	77	98	125
其他	0	0	0	0	资产减值损失	48	48	62	79
<b>非流动资产</b>	<b>2377</b>	<b>3303</b>	<b>4174</b>	<b>5276</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	0	0	0	0
固定及无形资产	2172	3083	3943	5030	<b>营业利润</b>	495	695	890	1135
其他	29	43	55	71	<b>利润总额</b>	511	695	890	1135
<b>资产总计</b>	<b>6330</b>	<b>7041</b>	<b>8536</b>	<b>10280</b>	所得税	74	101	129	165
<b>流动负债</b>	<b>1752</b>	<b>1342</b>	<b>1708</b>	<b>2014</b>	<b>净利润</b>	436	594	761	971
短期借款	586	390	498	635	少数股东损益	7	8	11	14
应付账款	378	378	483	616	<b>归属母公司净利润</b>	430	586	750	957
其他	583	198	253	323	EBITDA	770	1009	1292	1649
<b>非流动负债</b>	<b>648</b>	<b>1324</b>	<b>1693</b>	<b>2160</b>	EPS (元)	0.86	0.91	1.17	1.49
长期借款	455	1104	1411	1800					
其他	193	221	282	360	<b>主要财务比率</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2399</b>	<b>2666</b>	<b>3401</b>	<b>4174</b>	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	92	100	111	125	营业收入	31.32%	22.68%	27.87%	27.57%
归属母公司股东权益	3838	4274	5024	5981	营业利润	37.25%	40.32%	28.06%	27.62%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6330</b>	<b>7041</b>	<b>8536</b>	<b>10280</b>	归属母公司净利润	42.88%	36.20%	28.06%	27.62%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	38.46%	38.27%	38.31%	38.32%
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	净利率	20.36%	22.60%	22.63%	22.64%
<b>经营活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>-393</b>	<b>537</b>	<b>691</b>	ROE	11.20%	13.70%	14.93%	16.00%
净利润	436	594	761	971	ROIC	10.93%	11.18%	11.88%	12.69%
资产减值损失					<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	106	190	243	309	资产负债率	37.91%	37.87%	39.84%	40.60%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	120	77	98	125	流动比率	2.26	2.79	2.55	2.48
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.24	2.74	2.51	2.43
营运资本变化	-618	-1288	-614	-777	<b>营运能力</b>				
递延税款变化					总资产周转率	0.33	0.37	0.39	0.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>-332</b>	<b>-1101</b>	<b>-1102</b>	<b>-1396</b>	应收帐款周转率	1.31	1.10	1.10	1.10
资本支出	-272	-1101	-1102	-1396	应付帐款周转率	40.97	25.50	25.50	25.50
其他投资	-60	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1987</b>	<b>430</b>	<b>435</b>	<b>392</b>	每股收益	0.86	0.91	1.17	1.49
短期借款	304	656	533	517	每股经营现金	0.17	-0.61	0.83	1.07
新发股份	1957	0	0	0	每股净资产	7.71	6.64	7.80	9.29
分红	-124	-149	0	0	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	-31	0	0	0	P/E	40.63	38.55	30.10	23.59
财务费用	-120	-77	-98	-125	P/B	5.91	5.30	4.51	3.79
<b>现金净增加额</b>	<b>1740</b>	<b>-1065</b>	<b>-131</b>	<b>-313</b>	EV/EBITDA	29.46	22.46	17.54	13.75

数据来源: 贝格数据, 民族证券

#### 分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

#### 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

#### 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

#### 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

#### 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)